寰宇投資策略 405

趨勢交易正典
成為多空百萬贏家

Trend Following
(Updated Edition)
Learn to Make Millions in Up or Down Markets

麥可・卡威爾 Michael W. Covel | 著
黃嘉斌 | 譯

寰宇出版股份有限公司

目　錄

前言——拉利・海德 **009**
序 **004**
謝詞 **019**
作者小傳 **022**

第 I 部

第 1 章　順勢操作 **027**
市場 027
輸 vs. 贏 028
投資人 vs. 交易者 030
基本分析 vs. 技術分析 031
自由裁量 vs. 機械性操作 035
實際情況 037
變動 040
運作方法：價格 042
順勢而為 043
虧損 048
結論 049

第 2 章　偉大的順勢操作者 **053**
大衛・哈定（David Harding） 055
比爾・鄧恩（Bill Dunn） 058
約翰・亨利（John W. Henry） 072
愛德・賽可達（Ed Seykoda） 085
凱斯・康貝爾（Keith Campbell） 095
傑利・派克（Jerry Parker） 100
塞祕・亞伯拉罕（Selem Abraham） 103
理查・丹尼斯（Richard Dennis） 106

理查・董詮（Richard Donchian） 116
傑西・李佛摩&迪克森・瓦特斯
（Jesse Livermore & Dickson Watts） 122

第 II 部

第 3 章 績效資料 129
絕對報酬 130
害怕價格波動，誤解風險 131
帳戶耗損 138
相關 145
市場呈現的零和性質 148
喬治・索羅斯與零和 150

第 4 章 重大事件、崩盤&恐慌 157
事件＃1：2008 年股票市場泡沫與崩盤 160
每日分析 173
事件＃2：2000～2002 年期間股市泡沫 175
事件＃3：長期資本管理公司崩解 190
事件＃4：亞洲金融危機 203
事件＃5：霸菱銀行 208
事件＃6：德國金屬工業集團 212
結語 216
永遠都有「新」風暴來臨 219

第 5 章 棒球：打擊區外的想法 221
全壘打 222
魔球與比利・畢恩 225
約翰・亨利進場比賽 226
2003～2007 年期間的紅襪隊 229

第 III 部

第 6 章 人類行為 **235**

展望理論 236

情緒智商：丹尼爾・高爾曼 242

查爾斯・福克納 244

賽可達的交易營 245

答案在於好奇，不是程度 247

恪守習慣性成功的承諾 250

第 7 章 決 策 **255**

奧卡姆剃刀 256

迅速而樸實的決策 257

創新者兩難 261

程序 vs.結果 262

第 8 章 交易科學 **265**

批判思維 266

混沌理論：線性 vs.非線性 268

複利 273

第 9 章 萬靈聖杯 **277**

買進–持有 278

華倫・巴菲特 280

輸家加碼虧損部位 282

崩盤與恐慌 285

分析癱瘓 288

後語 291

第 IV 部

第 10 章 交易系統 **295**
風險、報酬與不確定性 296
交易系統的五個問題 302
你的交易系統 316
常見問題 316

第 11 章 賽局 **329**
緩慢接受 330
怪罪賽局 331
瞭解這場賽局 333
降低信用擴張；降低報酬 334
財富總是賜予大膽者 335

後 記 337
接納 337
缺乏效率的市場 340
順勢操作的批判 343
對於吉泰胥・巴德瓦的批判 347
總結想法 350

本書初版前言——查爾斯・福克納 **353**

附錄

附錄導論 **361**

附錄 A：股票順勢操作 **363**
順勢操作方法是否適用於股票？ 363
放空交易 374

節稅效益 375
資本主義分配：個別普通股報酬的觀察，
1983～2006年 388
走勢圖 395

附錄B：績效指南 405
順勢操作歷史績效資料 405
亞伯拉罕交易公司
（Abraham Trading Company） 405
康貝爾公司—金融–金屬&能源—
大型規劃（Campbell & Company, Inc.） 407
切薩皮克公司—分散性規劃
（Chesapeake Capital Corporation） 409
克拉克資本管理公司—千禧規劃
（Clarke Capital Management, Inc） 411
德魯茲資本公司—分散性順勢操作規劃
（Drury Capital, Inc） 412
鄧恩資本管理—世界貨幣資產
（DUNN Capital Management, Inc） 413
艾克哈特交易公司—標準規劃
（Eckhardt Trading Company） 415
約翰亨利交易公司—金融與金屬規劃
（John W. Henry Company, Inc） 417
密爾本里奇費爾德公司—分散性規劃
（Millburn Ridgefield Corporation） 419
拉跋市場研究公司—分散性
（Rabar Market Research, Inc.） 421
昇陽資本合夥機構—擴張性分散
（Sunrise Capital Partners, LLC.） 423
超級基金（Superfund） 425

Transtrend—分散性趨勢規劃—提升風險 426
元盛資本管理公司—分散性元盛期貨基金
（Winton Capital Management Ltd） 427
風險免責聲明 428

附錄 C：短線交易 429

附錄 D：成功交易者的人格特質 431

附錄 E：順勢交易模型 435

**附錄 F：Mechanica
提供的交易系統範例 439**
系統背景資訊 440
系統細節 441
加拿大元交易 442
系統績效 444
摘要總結 447

附錄 G：交易系統相關的重大問題 449
資源 451
尾註 453
參考書目 473

前言

好決策絕對不會是坐在旋轉椅上擬定的。 ——巴頓將軍

拉利・海德

35 年前，我剛踏入商品期貨市場時，這個產業甚至還沒有正式名稱。現在，這個領域的發展已經十分成熟，基金運作各自引用特有的方法，也有許多不同的投資風格。我參與的特定交易領域，現在很簡潔地稱為「順勢操作」（trend following）。專業生涯裡，我見過很多策略來來去去，但根據我瞭解，過去幾十年來，在全球期貨市場獲致成功的經理人，多數都是順勢操作者。對於我這個靠著順勢操作謀生的玩家，我從來沒有見過類似像麥可・卡威爾（Michael Covel）之《趨勢交易正典》（*Trend Following*）如此能夠激發研究興趣、內容簡潔明瞭的著作。

交通意外之所以發生，有一大部分是因為駕駛「有看沒有見」。換言之，駕駛就是直接撞上眼前的行人或車子，甚至衝撞火車，而不是被火車衝撞。對於這些情況，外在世界的資訊雖然傳遞到駕駛的眼中，但傳遞過程，資訊遺失了，導致駕駛和外在世界失去聯繫。他們確實有「看」，但沒有「見到」。

—Ronald A. Rensink

我剛認識卡威爾的時候，他剛好在寫這本書。對於是否和他分享我在這個行業累積的心得與秘密，心中頗感猶豫。當然，我也沒讓卡威爾太輕鬆。我開始採訪他，主要是有關於他的投資，以及他管理風險的方法。他很快就讓我清楚他不只瞭解順勢操作，而且也像我一樣熱愛這套方法。我們共同探索順勢操作的根源，以及我的投資策略，想要弄清楚這些操作為何能有效，而不是默默接受結果。閱讀《趨勢交易正典》，我才知道他多麼擅長把他的知識、許多同業的觀點，轉移到書本上。

計畫很重要，同時要保持按照計畫行事的嚴謹紀律，而且要專注於實際發生的狀況，而不是你所期待發生者。我們的分析應該儘可能保持客觀……。如果不幸事件經常發生，我們往往很難隨時都按照計畫行事。我們難免會碰到意外，這可能就會讓我們假借謹慎之名而拋棄紀律。可是，所謂的「謹慎」措施，通常應該是採行最容易令我們成功的方法。我認為，這就是我應該扮演的最主要角色。我經常鼓勵大家，遭遇困境時，務必保持耐心。我不會責怪那些遭遇意外事故的人。

—John W. Henry，《CME》雜誌

回顧 1970 年代的情況，我所認識的人，大多從事於個別市場的交易。交易小麥的人，他不會和交易糖的人討論；從事股票投資的人，也不會和交易商品的人討論，因為商品是供「投機客」賭博的，不適合「投資人」。另外，從事債券交易的人，則認為股票玩家都是西部牛仔。每個小團體都各有自己的優越感，而且相信只有像他們這樣的專家，才真正瞭解他們各自市場的微妙動態。我想，情況之所以如此，一部分是因為沒有人真正看得起像我這樣的順勢操作者——我把每個市場都看成相同；對於我來說，每個市場都只代表一種交易對象而已。目前，就各種不同層面而言，我相信每個人都說著相同語言：風險的語言。

交易生涯的早期，我只知道有個人看起來似乎每年都賺錢。他叫做傑克・鮑伊德（Jack Boyd）。在我認識的人裡面，傑克也是唯一交易許多不同市場的人。你如果追蹤傑克的任何一筆交易，你絕對搞不清楚他會怎麼做。可是，你如果像我一樣，統計他的所有交易，就知道他每年大概獲利 20%。所以，我非常想知道，究竟如何同時交易期貨的各種市場。每個市場的風險雖然看起來都頗高，但如果把所有市場合併起來，風險經常會彼此抵銷，結果是在價格波動較低的情況下，賺取較高的報酬。

踏入華爾街之後，我發現——雖然有些混淆——行情總是由人們與其情緒驅動。這就是所有市場的共通點——人——而人是不會變的。所以，我決定要知道驅動行情的共同因素。綜觀傑克的交易，我發現，真正賺錢的交易只有少數幾筆。對於每筆重大獲利交易，我知道都有「專家」曾經告訴傑克，相關市場已經不可能繼續走高，但實際上卻是如此。至於傑克的虧損，我發現，這些虧損都相對有限。雖然我花了很多年時間才搞清楚所有這一切——因為當時還沒有類似《趨勢交易正典》的書——這些看似不重要的觀察，卻

成為我個人投資哲學的最主要兩個支柱：順勢操作與風險管理。傑克稱不上是真正的順勢操作者，但他採納了順勢操作的首要法則：迅速認賠，讓獲利部位持續發展。

謹慎投資人防範風險的最佳方法，不是退縮，而是分散。可是，真正的分散，不是單純地投資不同的股票（或不同的股票經理人），甚至也不是混合持有股票與債券，因為兩者並非彼此互補。

—David Harding, Winton Capital

我認識的人當中，凡是賠大錢的人，他們判斷正確的時候，通常都超過錯誤。問題是他們的真正虧損，往往只集中在少數幾筆交易。我相信，這些人為了讓自己保持正確，所付出的代價太高了。我發現，這經常是那些出身名校、成績優異者的通病——他們已經習慣於正確。當這些人碰到不順利的交易，總是堅持抱牢虧損部位，因為他們不想接受自己錯誤的事實。很多時候，這些部位確實能夠解套，甚至讓他們賺些小錢。對於我來說，賺這種錢，等於是在奔馳而來的大卡車前面撿銅板。

很幸運地，市場根本不在意我或你是誰，也不在意我們是哪家學校畢業的。市場不在意你長得高或矮。我的在校成績並不特別好，也不擅長運動。我發現，我對於自己可能犯錯的事實，從來不覺得有困擾。所以，不論做什麼事情，我總是假設自己可能出差錯。我現在把這種處理事情的方法，稱為「風險管理」，我實際想要回答的問題是：「我可能會碰到什麼最糟情況？」我絕對不做那種足以讓我致命的事情。由於我知道自己並不經常正確，所以我必須想辦法在交易正確的時候賺大錢，錯誤的時候則儘量不要賠太多。如果這還不夠的話，那麼交易還必須簡單到讓我能夠瞭解的程度。

經過多年的摸索與學習，付出慘痛的代價之後，我整理出自己的一套順勢操作方法。根本構想很合理，而且有一些可供遵循的案例。雖說如此，在實際投入資金之前，我還是希望先證明這套方法確實有效。我必須先做測試；換言之，假定我過去曾經運用這套方法做交易，結果會如何呢？當時，電腦還不十分普及，我甚至必須到大學「借取」電腦時

間，才能測試和證明我的理論。整個測試程序相當繁瑣，但也給了我所需要的信心。現在，閱讀《趨勢交易正典》，喜歡DIY的人可能會覺得有點無趣，因為這本書已經把相關原則說得很清楚了。

事實上，卡威爾就如同任何優秀的順勢操作者一樣，不只是強調最後結果。他更讓讀者深入瞭解最重要的部分：過程與路徑。不同於多數其他投資著作，《趨勢交易正典》除了最後結果之外，也探索這群交易者的旅程。

對於我們海德資本（Hite Capital）的工作者，卡威爾的《趨勢交易正典》是必讀經典。至於我們家的女兒，這本書也幫我回答了一個我始終說不清楚的問題：「爹地，你究竟是幹什麼的？」這本書掌握、也傳遞了很多交易者付出慘重代價而想學習的東西。蠻幸運地，各位不需知道 ρ、β、κ 等希臘字母，就能瞭解這本書。

我們現在生存的世界，已經很少有純粹的小麥交易者、糖交易者或股票交易者。順勢操作已經成為每個市場的主流之一，也是任何分散性投資組合不可或缺的部分。對於我個人而言，順勢操作並不侷限於交易與資金管理。順勢操作是一種思考方式，能夠運用於生活的許多層面，讓那些有效的東西能夠繼續有效，讓無效的東西不繼續運作。

我認為，各位有兩種選擇——你可以和我一樣，花費 30 多年的工夫搜尋各種資訊，自行摸索，設法建構一套能夠賺錢的策略，或者你可以閱讀卡威爾的書，直接跨過 30 多年的學習曲線。

關於拉利・海德

拉利・海德（Larry Hite）於 1983 年創辦敏特投資公司

[順勢交易機構]環徑資本（Aspect Capital）的公司名稱取得很好。該公司由一群受過物理學訓練的領導者，根據平面設計的環徑比（aspect ratio）取名，因為翼展愈寬，平面愈穩定。所以，環徑從事的交易對象，不只是期貨而已，也包括各種形式的歐洲股票、債券與外匯，涵蓋所謂較寬廣的翼展。這家座落在倫敦的避險基金，是馬丁・陸　克（Martin Lueck）、尤金・蘭伯特（Eugene Lambert）與安東尼・陶德（Anthony Todd）的腦力勞動產物。成立於 1997 年，負責人也涉及AHL基金（目前由曼恩[Man]擁有）的發展，操作績效紀錄可以回溯到1983年。環徑秉持的紀律嚴格的方法，曾經在最艱困的市況下，由多、空不同立場，創造優異的績效。

—《期貨雜誌》與環徑資本

（Mint Investments）。1990 年，敏特投資已經成為全球管理資產規模最大的商品交易顧問。敏特的成就，使得海德與其團隊在整個產業備受推崇。傑克・史瓦格（Jack Schwager）於 1990 年在其暢銷著作《金融怪傑》（*Market Wizards*）用一整章篇幅介紹海德的交易與風險管理哲學。

序

冒險旅程招募人員。工資有限。天氣嚴寒。
連續幾個月處於完全黑暗。隨時可能發生危險。
安全返航頗值得懷疑。成功會帶來榮譽與讚賞[1]。

談到錢，大家都有相同信仰。

—伏爾泰

本書是敘述順勢操作真實狀況長達 14 年的「冒險旅程」。目前市面上有許多討論如何買低–賣高、從事指數型投資，以及各種形式基本分析的書籍，但缺少有關我認為獲利最穩定之最佳單一策略的參考書。這種策略就是所謂的順勢操作。凡恩・沙普（Van Tharp）很簡潔地將其描述為：

> 讓我們考慮 trend following（「順著趨勢」操作）這兩個字。第一個字是「趨勢」（trend）。交易者必須仰賴趨勢才能賺錢。各位不妨想想，不論採用哪種技巧，買進之後，如果沒有出現趨勢，就不能在更高價賣出……。第二個字是「順著」（following）。我們之所以採用這個字眼，是因為順勢者永遠要等待趨勢先改變，然後才「順著」操作[2]。

順勢操作試圖掌握市場上升或下降趨勢的大部分，藉以獲利，不論哪種主要資產類別都是如此，包括：股票、債券、外匯與商品。不幸地，順勢操作的基本概念雖然很簡單，但一般人還是普遍誤解。我希望能夠糾正這種情況，所以進行這方面的研究。我希望儘可能保持客觀，所以我的研究採用各種可供運用的資料：

- 順勢操作者月份對月份的績效歷史紀錄
- 順勢操作者過去 30 年發表的論述與評論

・金融災難的新聞報導內容
・金融災難造成虧損的新聞報導內容
・順勢操作運用的行情走勢圖
・金融災難虧損者使用的行情走勢圖

這本書如果能夠只採用順勢操作績效資料的相關數據、表格與圖形，我可能真會這麼做。可是，沒有任何解釋，恐怕只有少數讀者能夠充分體會這些資料蘊涵的意義。所以，這本《趨勢交易正典》的處理方式，很類似詹姆・柯林斯（Jim Collins）的《從 A 到 A+》（*Good to Great*），由一群研究者提出問題，儘可能蒐集資料藉以回答問題，然後進行激烈的辯論。

教育培養信徒、模仿者，以及按照例行程序辦事的人，卻不能培育新觀念倡導者與創意天才。學校不是孕育進步與完善的苗圃，而是扶植傳統與不變思考模式的溫床。

—路德維希・馮・米塞斯（Ludwig von Mises）

可是，這本書也有不同於柯林斯的部分，因為它是討論一般人都熟悉的上市公司，而順勢操作者是由一群相對不知名交易者構成的神秘團體，除了偶爾有些這方面的報導文章之外，主流刊物幾乎完全不做討論。現在，我打算掀開這張神秘的面紗，讓大家看看這些非常成功的交易者究竟是誰，他們如何進行交易，我們可以從他們身上學習到什麼，哪些可以套用到我們自己的投資組合。

《趨勢交易正典》將挑戰許多有關於成功交易與交易者的傳統智慧。為了避免受到傳統智慧的影響，我決定要避開華爾街的機構知識，決心對抗所謂的「地平說」。我的研究程序，不想採用傳統架構：提出假設，然後尋找資料藉以支持該假設。反之，我先提出各種問題，然後客觀而持續地慢慢回答問題。

採用這種研究程序，如果存在單一動機因素的話，那就是很單純的好奇心。愈深入瞭解順勢操作，我愈想知道更多。舉例來說，最早的一個問題，是想知道霸菱銀行

（Barings Bank）倒閉的獲利者是誰。我的研究資料顯示，霸菱銀行與順勢操作者約翰・亨利有關（John W. Henry，他現在持有波士頓紅襪隊的多數股權）。亨利的操作紀錄有引發一些問題，譬如：「他當初如何發現順勢操作方法？」「過去 30 年來，他運用的方法是否出現重大變動？」

科學不只是發現新事物，更重要的是要發現新的思考方式。

—Sir William Bragg

長期資本管理公司（Long Term Capital Management）在 1998 年夏天虧損的美元 19 億美元，我很好奇想知道，究竟誰是獲利者。華爾街最大型銀行投資美元 1,000 億美元開發的選擇權訂價模型，為何會蘊涵如此嚴重的風險？另外，2008 年 10 月份的金融危機，共同基金與避險基金發生鉅額虧損，而成功的順勢操作者則大發利市，這種情況下，為何多數交易者仍然不知道順勢交易方法存在。其他立即想得到的問題還有：

- 對於這場交易的零和賽局，順勢操作者如何能夠勝出？
- 順勢操作為何是獲利最豐碩的交易風格？
- 順勢操作者得以成功的哲學架構是什麼？
- 順勢操作方法歷經時間考驗的原理是什麼？
- 順勢操作者對於市場行為的世界觀是什麼？
- 順勢操作方法持續有效的理由是什麼？

我們研究的順勢操作者，很多都過著相當隱密、低調的生活。有些人是自行發現順勢操作方法，然後在自己家裡操作而獲致重大成功。比爾・鄧恩（Bill Dunn）就是這類成功的順勢操作者，過去 30 多年來，他穩定地擊敗市場，他的辦公室相當樸實，座落在佛羅里達某沿海城鎮。對於華爾街來說，這套方法有些違背天理，因為顯然不符合華爾街賴以成