

WILEY

順勢操作

多元化管理的期貨交易策略

FOLLOWING THE TREND
Diversified Managed Futures Trading

Andreas F. Clenow 著
黃嘉斌 譯

《海龜投資法則》作者
克提斯·費斯(Curtis Faith)大力推薦

寰宇投資策略

對沖基金經理人最不願公開的關鍵

本書將大方揭露對沖基金的獲利策略，讓一般投資人有機會一探基金經理人思維。此舉是否將導致順勢操作不再有效？一般大眾免費取得這些資訊後，是否從此不需再仰賴對沖基金經理人？

打開順勢操作的黑盒子

ACIES資產管理公司負責人安德烈·可蘭諾將透過五項核心關鍵：「分散投資、部位規模、時間架構、風險水準及單一或多重策略」，完整說明百億規模對沖基金的管理法則。

作 | 者 | 簡 | 介

Andreas F. Clenow

安德烈·可蘭諾

安德烈·可蘭諾 (Andreas F. Clenow) 是ACIES資產管理公司負責人，公司設立在瑞士蘇黎世。可蘭諾曾經成功創辦自己的對沖基金，專長在於開發和交易全球資產計量策略。

跨足對沖基金之前，他曾經在路透社擔任「股票與商品計量模型全球總監」，也是這個領域最年輕的主管。離開對沖基金領域之前，他也曾經在Equis International擔任「技術分析全球總監」。



寰宇投資策略 382

順勢操作

多元化管理的期貨交易策略

Following The Trend

Diversified Managed Futures Trading

Andreas F. Clenow 著

黃嘉斌 譯

寰宇出版股份有限公司

謝 詞

撰寫本書過程中，我得到很多的協助，其中包括各種啟發與支持、評論，以及對我錯誤的糾正。

我要特別感謝下列這些人的回饋與建議：Thomas Hacl，Erk Subasi 博士；Max Wong，Werner Trabesinger 博士；Tony Ugrina，Raphael Rutz；Frederick Barnard 與 Nitin Gupta。

Following the Trend: Diversified Managed Futures Trading / Andreas F. Clenow

All Rights reserved. Authorised translation from the English language edition published by John Wiley & Sons Limited. Responsibility for the accuracy of the translation rests solely with International Publishing Co. Ltd and is not the responsibility of John Wiley & Sons Limited. No part of this book may be reproduced in any form without the written permission of the original copyright holder, John Wiley & Sons Limited.

Copyright© 2013 by Andreas F. Clenow. All rights reserved.

順勢操作

多元化管理的期貨交易策略

目 錄

謝詞	3
前言	7
序	9
為何要寫這本書？	12
第 1 章 跨資產期貨順勢操作	15
» 根本概念：多樣化順勢操作	17
» 傳統投資方法	20
» 多樣化管理性期貨的訴求	25
» 對於順勢操作策略的批判	27
» 管理性期貨是門生意	30
» 經營交易事業與交易個人資金的差別	34
第 2 章 期貨資料與工具	41
» 透過期貨操作各種資產類別	41
» 期貨資料	51
» 期貨分類	62
» 所需工具	82
第 3 章 建構多樣化期貨交易策略	87
» 實際上都是一樣的	88
» 打開順勢操作的神奇黑盒子	95

第 4 章 兩套基本的順勢操作策略	109
» 策略表現	112
» 策略改良	126
第 5 章 順勢操作績效深入分析	151
» 策略行為	151
» 做為股票投資組合的輔助	154
» 交易方向	159
» 類別影響	164
» 現金管理與政府免費挹注的效應	172
» 在適當架構下看待「財務槓桿」	178
第 6 章 逐年評估	183
» 本章導讀	184
» 逐年評估的結論	373
第 7 章 逆向工程	375
» 投資領域範圍	376
» 投資領域範圍的績效比較	383
» 複製既有基金	385
» 結論	404
第 8 章 優化與改良	405
» 交易多重時間架構	405
» 自行建構合成合約	408
» 增添逆趨勢策略成份	409

» 盤中停損	412
» 相關矩陣／部位規模／風險	415
» 展延效應	419
最佳化程序與其缺失	421
第 9 章 期貨交易實務議題	423
» 資產基數	423
» 實際上陣	426
» 執行	427
» 現金管理	429
» 連續虧損導致績效波動程度上升	433
» 投資組合監控	434
» 策略後續處理	435
第 10 章 最後的告誡	437
» 期貨基金的報酬遞減性質	437
» 大多數交易都是賠錢的	441
» 設定起始風險水準	442
參考資料	445

前言

對任何想以順勢交易方法進行金融操作的人來說，本書可說是絕佳的教材。

我之所以對順勢交易方法稍有認識，是因為我曾在 1980 年代參加「交易塹王子」理察·丹尼斯（Richard Dennis）所主持的著名海龜（Turtle）實驗，證實了交易技巧是可以學習和傳授的。換言之，只要透過適當的訓練，人們就可以創造出穩定而超乎正常水準的投資報酬，甚至可以學習如何像最成功的對沖基金一樣進行交易。我 19 歲踏入交易圈子，到 1987 年時，24 歲的我就已經賺進了 800 萬——也就是我幫理察·丹尼斯所賺取的 3150 萬、其中我可以領到的份額。

我甚至就此寫了一本書，叫做《海龜投資法則》（Way of the Turtle）。這本書成了暢銷書，因為很多交易者都希望知道我們成功的秘訣，聽聽難得一聞的第一手故事，因為當初參與該計畫時，我們都向理察·丹尼斯承諾要保持秘密。

這些年來，我曾經數度動念，想繼續寫一本內容更充實、更詳細的書。我之前寫的書，一方面是訓練手冊，另一方面是敘述故事，但我想寫的新書，則希望是一本真正完整的訓練手冊。

安德烈·可蘭諾（Andreas Glenow）的這本新書，是針對順勢操作方法所整理出來的交易手冊，我真希望自己就是這本書的作者。我是個相當挑剔的人，所以我絕不是隨便說說而已。

交易方面的書籍，很少值得人們背書或推薦。大多數書籍只不過談論一些禁不起市場考驗的小技巧，更別提時間的考驗了。交易書籍的作者，經常只是想向讀者推銷產品（譬如他們的課程或講座）。事實上，他們只想賺投資人的錢，而不是想教導或協助投資人賺錢。這也是我很少在投資研討會裡發表演講，也從來不推薦書籍的理由。金融交易圈子裡，充斥著太多欺騙初學者的廣告，太多永遠沒辦法實現的美麗謊言。

不過，這本書完全不同。

這是一本內容紮實、文字流暢、涵蓋所有基本知識的書籍，作者並沒有承諾任何你沒辦法實現的東西。

各位如果想成為順勢操作者，首先應該閱讀傑西・李佛摩（Jesse Livermore）的《股票作手回憶錄》（Reminiscences of a Stock Operator，寰宇出版），然後閱讀傑克・史瓦格（Jack Schwager）的《金融怪傑》（Market Wizards，寰宇出版），學習那些最偉大順勢操作者的教誨，譬如：我的交易師父理察・丹尼斯、艾迪・塞柯塔（Ed Seykota），還有比爾・鄧恩（Bill Dunn）、約翰・亨利（John W. Henry）與理察・董詮（Richard Donchian）。這些人將讓你品嚐到無限機會的滋味，但讀者可能會覺得疑惑，究竟如何才能辦到呢？如何學習成為一位順勢操作者呢？

接下來，就是你要試著讓自己美夢成真的時候了。試著動手去做，去創造自己的豐功偉業吧。

克提斯・費斯（Curtis Faith）

序

這本書基本上只談論單一交易策略，相關概念則至少已經廣泛流傳 20 年。這套策略曾經被很多對沖基金運用，而且過去 30 多年來績效非常好。最近幾年來，這套策略頗受人們注意，尤其是在 2008 年獲得傑出表現之後。雖然如此，但這套方法仍經常被誤解、誤用、錯誤解釋。更糟的是，市面上充斥著各種明顯有瑕疵、太過複雜的程序，而且那些系統根本就未在專業環境下接受過市場的實際考驗。我準備講解的這套策略，往往被冠上各種不同的名稱，但基本上就是大多數順勢操作期貨基金經理人（或商品交易顧問 CTA）運用多年的策略。

本書處理順勢操作策略的方式，在很多方面不同於傳統交易文獻。我撰寫這本書的主要宗旨，是希望能填補文獻上的空缺，讓一般投資大眾更能瞭解相關的分析與資訊，而這些全都是成功的多樣化順勢操作者所熟知的，不過除非身處於這個專業領域，否則大多數人並不真正地瞭解。我個人認為，大多數交易專業書籍完全搞錯了方向（因此，也讓有志於從事投資交易活動的大多數人搞錯了方向），他們往往強調進場或出場法則，卻錯失了真正重要的東西。這可能是因為大多數作者並沒有實際設計過一套方法，或沒有實際仰賴相關策略為生的緣故。

這個產業有許多著名的明星交易者，其中某些人甚至被渲染為傳奇人物，或是交易產業的神祇。我非常尊敬這些人的成就與貢獻，但這本書並不想鼓吹英雄崇拜，也不想談論那些僅適用於

1970年代、而目前很可能是自殺的策略。金融市場已經出現重大變化，對沖基金產業更是如此，我希望能專心討論我個人認為目前金融環境下可行的策略。

本書並不是教科書，不會深入討論每種可能的策略與指標，也不會比較指數移動平均、簡單移動平均或適應性移動平均的優缺點。我不會講解我所想到的每種技術指標，也不打算用我個人的名義創造出一些新的技術指標。如果只是想要建構出一套紮實的順勢交易策略，並不需要仰賴很多技術指標。如果稍微調整某些計算公式內容，而把技術指標冠上自己的名字（譬如「可蘭諾擺盪指標」什麼的，聽起來頗讓人陶醉），實際上也沒有太大的意義。技術指標並不重要，如果把注意力擺在這些枝微末節上，往往會忽略真正重要的關鍵，整天只會去搞些曲線套入（curve fitting）或過度最佳化的程序。我想做的，剛好相反，只需運用一些最基本的方法和指標，就可以建構出可供專業對沖基金使用的策略，而且完全沒有涉及不必要的複雜程序。對於一套交易策略來說，進場與出場法則是最不重要的，千萬不要在這方面花費太多心思。

另外，本書也不是要讓讀者得以迅速致富的書籍。各位如果有這種打算，恐怕就要另想辦法了。本書的主旨之一，是打算告訴一般投資人，建構一套足以媲美許多大型期貨對沖基金的交易策略並不特別困難，但這也不是說這方面的工作很簡單。建構一套交易策略只是許多必要步驟其中的一個，我甚至會在本書裡提供一些歷經時間考驗的交易法則，其績效表現足以推薦給機構專業投資人使用。當然，這也只代表一部份的工作而已，各位如

果沒有做好自己的準備工作，可能在市場上碰上第一樁麻煩就垮了。

如果想要運用本書傳遞的知識，各位必須非常認真做準備。關於交易策略，千萬不要聽信任何人的說法，包括我在內。你必須投資很好的市場資訊系統，包括有效的模擬軟體在內，而且要學習一套適當的程式語言。各位可以先直接複製此處討論的策略，自行評估其用途，然後找到改進的方式，或根據自己的風險／報酬偏好做調整。直接引用別人的方法，絕不是個好主意，每個人都必須擬定自己的策略，如此才能有信心，才能掌握其中真正的竅門。

即使做到了這種程度，還是有許多工作有待完成。每天交易這些策略，涉及的困難遠超過一般人的想像，至少從心理觀點來說，確實是如此。除了招募資金和投資人之外，還要成立一家基金或管理帳戶，處理相關業務、報告作業、後勤辦公室…等等。當然，對於真正的好手來說，這確實是個報酬豐厚的行業，但一切都得之不易，也無法迅速致富。

雖然本書基本上只談論一套策略，但這套策略卻足以複製全球最頂尖順勢操作對沖基金的表現，前提是各位必須徹底瞭解。

為何要寫這本書？

幾乎沒有任何一個管理性期貨基金，會洩露其所引用的交易法則。他們對於其專有策略，通常也會像對待核子武器藍圖一樣，保護得非常周密。他們有很好的理由這麼做，但未必跟很多人所設想的理由一樣。關於營運業務的保密做法，最重要的理由其實是跟行銷有關。他們就是要讓投資大眾覺得，基金經理人擁有某種足以點石成金的神秘法寶，如此顯然有助於把該基金當做一種獨特的產品來進行推銷。事實上，每套專業順勢操作系統，雖然多少都經過專有的調整，但所採用的核心策略大多相差無幾。這麼說聽起來或許有些突兀，因為我顯然不可能暗中偵察每家管理性期貨基金的隱密，而且這些基金所呈現的績效，性質上也頗有差異，似乎顯示它們的作法各有不同。可是，只要採用一些很簡單的方法，就可以非常精準地複製出許多 CTA 基金的報酬——稍微調整時間架構、風險因子和投資對象，大體上就可以複製出來。

這並不是說這些基金不好，也不是說它們沒什麼好值得珍惜。我想要強調的是，每家基金所做的特定調整，都只是一些不甚重要的小因素，基金報酬主要還是來自於相當簡單的模型。本書很快就會介紹兩種基本策略，即使是這些高度簡化的模型，也能解釋大部分的 CTA 報酬，然後我就會進一步調整這兩套策略，將它們整合成一種策略，其表現足以和任何大型期貨基金相競爭。我會詳細說明這一切是怎麼辦到的，讓讀者能夠複製相同

的策略。這些策略本身都是可行的，報酬結構也相當不錯，但我稍後還是會說明如何做改進。本書所提供的，不只是簡單的說明案例，而是完整的策略，讓機構基金經理人能夠直接運用。

可是，我為什麼要告訴各位這些呢？散播這方面的知識，是否會導致順勢操作策略不再有效呢？一般投資大眾是否可以因為免費取得這些資訊，而再也不需仰賴對沖基金經理人，使得地球突然停止運轉，甚至把我們都拋到外太空？嗯，計量交易者或許有理由保護其專業秘密，不願隨便透露其技術知識，有些理由也確實成立，但就順勢操作期貨策略而言，我實在看不出有什麼理由要阻擾別人踏進這個領域。這場順勢操作遊戲，目前是由一些大型基金主導，其資產規模大概介於 50 億 ~250 億美元之間，並透過信用擴張的方式操作全球各地的期貨。這些基金的經理人當然懂得本書所描述的內容，甚至懂得更多。如果說我寫這本書，造成很多人踏入順勢交易期貨的行業，因此影響到那些大玩家，或摧毀它們的投資機會，這種想法雖然會讓我覺得醞醞然，但恐怕不太可能成真。事實上，本書所談論的這些內容，已經有很多人談論過了，如果真有人因此想踏入這個行業，我也會給予祝福，祝他們好運。

本書將談論一些能夠創造出系統性長期利潤的簡單方法，這些方法嘗試鎖定一些通常是由實體經濟發展所推動的中、長期趨勢。即使有更多人從事這方面操作，應該也不至於影響人類的實體經濟行為，因此同樣也應該不至於影響最終的價格行為。有些人或許會主張，這方面的參與者倘若明顯增加，勢必會造成進、出場的問題，因為如果有更多人同時進場或出場，就有可能會引