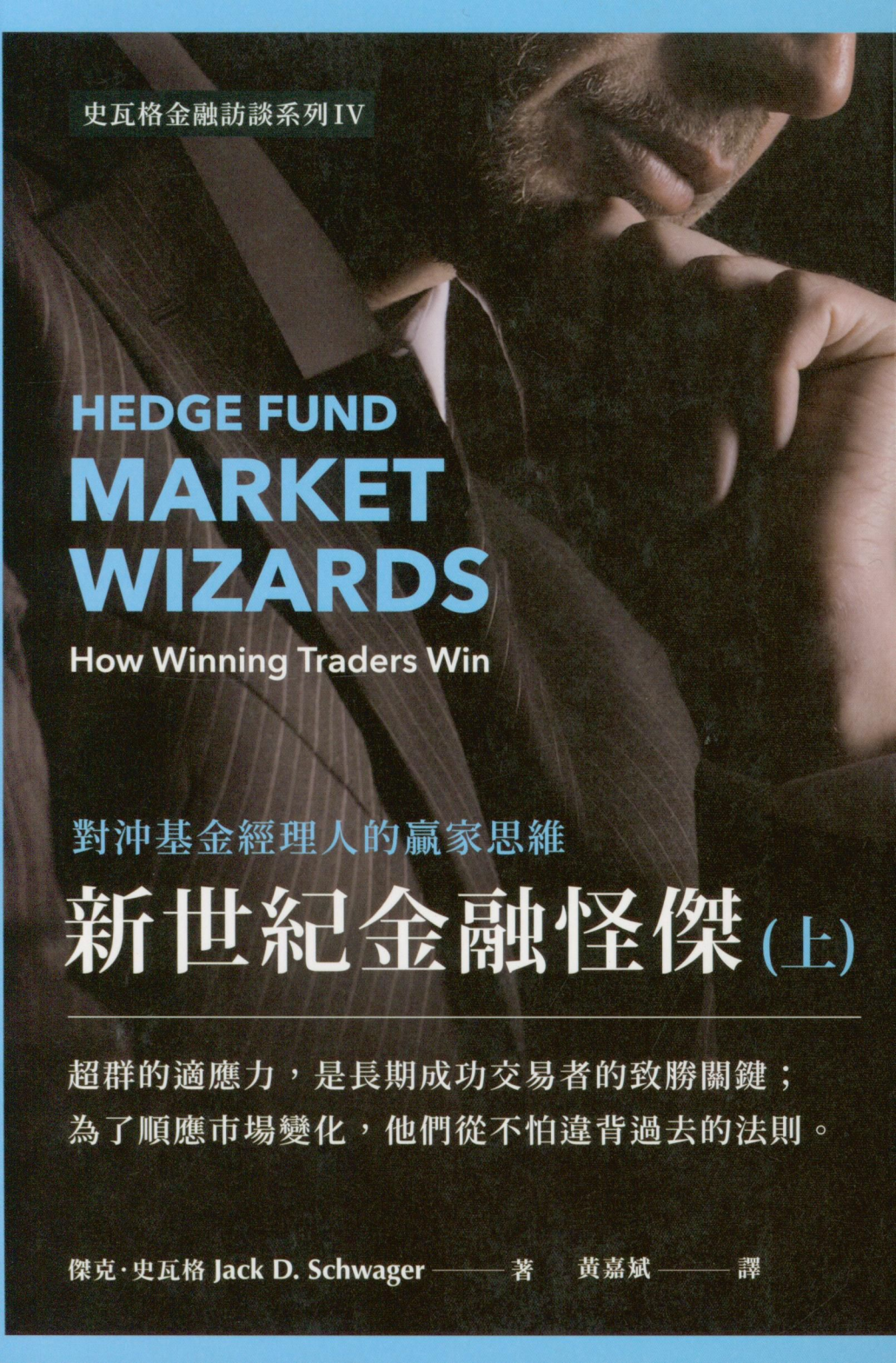




史瓦格金融訪談系列 IV

HEDGE FUND MARKET WIZARDS

How Winning Traders Win

對沖基金經理人的贏家思維

新世紀金融怪傑 (上)

超群的適應力，是長期成功交易者的致勝關鍵；
為了順應市場變化，他們從不怕違背過去的法則。

傑克·史瓦格 Jack D. Schwager —— 著 黃嘉斌 —— 譯

作者簡介

Jack D. Schwager 傑克·史瓦格

FundSeeder 平台的共同創辦人，擁有布魯克林學院經濟學學士、布朗大學經濟學碩士學位。曾任倫敦對沖基金顧問公司 **Fortune Group** 的合夥人，以及在華爾街某些主要期貨研究機構擔任董事，時間長達 22 年。史瓦格在期貨與對沖基金領域裡是一位備受肯定的專家，同時也是資深的金融交易者及財金作家。

有關投資著作方面，史瓦格以投資訪談為主軸的《金融怪傑》系列最為聞名，累積了三十年來對全球數十名頂尖交易者的專訪內容，也成為投資界難以仿效的珍貴經典。此系列共包括《金融怪傑》(*Market Wizards*)、《新金融怪傑》(*The New Market Wizards*)、《股市金融怪傑》(*Stock Market Wizards*) 以及《新世紀金融怪傑》(*Hedge Fund Market Wizards*) 等四部著作。他的第一本著作《期貨市場全書》(*A Complete Guide to the Futures Markets*)，也被期貨界公認為最經典的參考書籍。後來這本書經過重新整理與增訂，成為《史瓦格期貨基本分析》(*Fundamental Analysis*)、《史瓦格期貨技術分析》(*Technical Analysis*) 以及《史瓦格期貨交易管理》(*Managed Trading: Myths and Truths*) 等三本著作。直到 2017 年，史瓦格將數十年的經驗重新彙整為《期貨市場全書(全新增訂版)》(*A Complete Guide to the Futures Markets, 2E*)。

史瓦格所共同創立的 FundSeeder 平台網站，專門提供投資科技相關資訊，宗旨是開發金融交易人才，並提供投資資本。他也經常出席講習會，演講主題廣泛，包括：偉大交易者的通性、投資謬誤、對沖基金投資組合、管理性帳戶、技術分析以及交易系統評估等。

封面圖片 - 達志影像

封面設計 - 李育寧 hisa74919@gmail.com

史瓦格金融訪談系列IV

HEDGE FUND MARKET WIZARDS

How Winning Traders Win

對沖基金經理人的贏家思維

新世紀金融怪傑 (上)

超群的適應力，是長期成功交易者的致勝關鍵；
為了順應市場變化，他們從不怕違背過去的法則。

傑克·史瓦格 Jack D. Schwager —— 著 黃嘉斌 —— 譯

With love to my wife, Jo Ann,
the best thing that ever happened to me
(I know because she tells me so, and she has never been wrong)

三遍不出氣

to me
never b

Jo Anne
opened
he has

my wife
ever ha
, and s

ove to
ng that
s me s

With
best th
she te

the
because

know

上冊目錄

序
前言
謝辭

I

總體經濟交易者

1	Chapter	康姆·歐熙／知道下雨的時機	21
2	Chapter	瑞·達利歐／喜歡錯誤的人	83
3	Chapter	拉瑞·班尼迪克／三振不出局	127
4	Chapter	史考特·蘭塞伊／低風險期貨交易者	163
5	Chapter	傑弗瑞·伍德里夫／第三條路	199

II

多重策略玩家

6 Chapter

愛德華·索普／創新者

7 Chapter

傑米·麥伊／尋求不對稱

8 Chapter

麥可·普萊特／風險控管的藝術與科學

後記

附錄一

獲利／痛苦比率

附錄二

選擇權入門概念

序

很久以前，有個地方發生乾旱，結果造成小麥歉收；小麥價格趁勢上漲。有些人被迫省著點吃，另一些人則開始投機，大量買進、囤積小麥，準備將來趁著更高價格脫手獲利。

國王聽到小麥價格飆漲與投機的消息，於是派士兵到每個城鎮，宣布嚴禁囤積小麥，並禁止人們從事小麥投機行為，否則會遭到嚴厲懲罰。

國王新頒布的法律，就如同許多干擾自由市場的規定一樣，無故地讓問題更為棘手。很快地，有些城鎮的市面上完全看不到小麥，但種種謠言顯示某些地方還囤積著大量小麥。

國王不斷加重投機行為的懲罰，但小麥價格——如果買得到的話——依然繼續飆漲。

有一天，某宮廷弄臣跑來找國王，用開玩笑的口吻跟國王提出一套終止飢荒的計畫，藉以吹捧國王為英明的統治者。

隔天，士兵仍然騎馬到每個城鎮，但這次是宣布取消所有禁止投機的命令，並建議每個城鎮都在中央市場裡最醒目的地方張貼本地的小麥價格。

各個城鎮都按照建議張貼價格。最初，每個城鎮公布的價格並不統一，有些異常偏高，有些則偏低。隨後幾天裡，連接城鎮的道路上，交通變得相當忙亂，因為投機客為了套取各地價差利益而到處運送小麥。經過一個禮拜左右，各地小麥價格大體上已經趨於一致，而大家也都有了足夠的小麥。

這位弄臣深懂處世之道，把一切功勞都歸於國王。我很喜歡這個故事。

當然，有些事情並沒有解釋得很清楚。譬如說，這位弄臣如何懂得市場的運作原理，並且還曉得如何有效表達他所知道的。

關於這些問題，我們永遠也不知道答案，但我個人覺得這位弄臣可能常常泡在皇家圖書館，閱讀愛德溫·勒斐佛(Edwin Lefevre)的《股票作手回憶錄》(*Reminiscences of a Stock Operator*)¹、古斯塔夫·勒龐(Gustav LeBon)的《烏合之眾》(*The Crowd*)²，以及查爾斯·麥凱(Charles Mackay)的《異常流行幻象與群眾瘋狂》(*Extraordinary Popular Delusion and the Madness of Crowds*)³，還有傑克·史瓦格(Jack Schwager)的全套《金融怪

傑》(Market Wizards)。

以結果來看，「交易」是解決多數經濟問題的法門；自由經濟、神聖交易，與健全經濟，所說的都是同一回事。由這個角度看，我們的交易者都是冠軍，史瓦格書中談論的男女都是英雄人物。

在史瓦格的著作裡，他生動地描述各種不同的交易者，藉此說明交易的定義。他找到最佳典範，讓他們栩栩如生地呈現在讀者眼前，並透過自己的方式表達他們做什麼、怎麼做。他讓我們深刻體會到這些人在整個交易生涯裡面臨的掙扎、挑戰、快樂與痛楚。讀者會發現，書中各個篇章所闡述的主題，往往透露著那些我們耳熟能詳的話語，譬如謙卑的態度、順勢而為、管理風險、按照自己的方式進行等等。

對於任何從事交易的人，打算從事交易的人，或想要尋找專業交易者的人，史瓦格的著作都是必讀經典。

1 編按：中文版《股票作手回憶錄》(經典新校版)，寰宇出版，二〇二〇年。

2 編按：中文版《烏合之眾：為什麼「我們」會變得瘋狂、盲目、衝動？讓你看透群眾心理的第一書》，臉譜出版，二〇一七年。

3 編按：中文版《異常流行幻象與群眾瘋狂》，大牌出版，二〇一七年。

我很早就認識史瓦格。我們剛開始從事交易時，深具熱情卻缺乏經驗的景況，到現在我都還記得。這些年來，我看著他成長、成熟，充分發揮他的才華，儼然成為了我們的「史官」。

史瓦格對於金融交易產業的貢獻良多。他最早出版的《金融怪傑》(Market Wizards)鼓舞了一整個新世代的交易者，他們之中有很多人後來成為了《新金融怪傑》(The New Market Wizards)的主角，然後是《股市金融怪傑》(Stock Market Wizards)。傑克的《怪傑》叢書成為傳承的火炬，由某世代的交易者，傳遞給下一代。現在，《新世紀金融怪傑》(Hedge Fund Market Wizards)將繼續延續這個傳統。交易者經常引用史瓦格書中的內容，作為本身所使用方法的參考基準或指南。當提及交易的自覺與語言時，他的著作已經成了不可或缺的一部分。

三十多年前，史瓦格閱讀了《股票作手回憶錄》，體會其意義深遠，發現這本書雖然已經出版六十多年了，但其中內容仍然能密切呼應他當時身處的交易市況。於是，他決定按照這個宗旨作為自己寫作的標準。

我發現，書籍只要符合這個標準，就能夠被交易者擺到書架上，跟《股票作手回憶錄》、《烏合之眾》與《異常流行幻象與群眾瘋狂》並列齊名。

那也就是史瓦格的著作在我書架上的原因。

艾迪·賽柯塔 (Ed Seykora)

美國德州巴斯特羅普 (Bastrop)

一九二〇年二月二十五日

前言

前言

透過本書，我將繼續介紹傑出的交易者，讓讀者更瞭解這些人成功的核心要素，以及他們與一般市場參與者之間究竟有什麼差別。接受本書訪問的交易者之中，包括全球規模最大的對沖基金創始人，其管理資產價值高達一千兩百億元，員工有一千四百人；但也有一人作業的經理人，管理資產僅有五千萬元。這些經理人當中，有些人是從長期角度操作，部位持有期間可能是幾個月或幾年，但也有些經理人的時間架構很短，部位可能只持有一天。某些經理人只採用基本經濟數據，有些人只考慮技術分析因素，但也有人兩者兼用。某些經理人的平均報酬率很高，但基金淨值波動也很劇烈；另一些經理人只有中等程度的報酬，但基金淨值波動也相對穩定。

所有這些經理人有個共通的特性，那就是他們有能力創造優異的報酬／風險績效。高報酬往往只代表人們承擔風險的意願很強，未必跟操作技巧有關連。所以，我認為，報酬／風險組合是更適當的績效衡量基準。事實上，投資人太強調報酬而沒有適當考慮

對應的風險，乃是最嚴重的投資錯誤之一，但這個主題恐怕要用另一本書來處理。我認為，獲利／痛苦比率（Gain to Pain ratio，簡稱 GPR）是特別有用的一種報酬／風險衡量（GPR 的解釋請參考〈附錄 1〉）。

本書挑選受訪者的主要準則有三：

- 經理人在相當長的期間裡——十年以上，甚至更長——創造了優異的報酬／風險紀錄。
- 經理人態度開放，願意提供有價值的建議。
- 訪問有值得閱讀的內容。

我為了本書所做的訪問當中，有二十幾位受訪人因為缺乏上述某個條件而沒有被採納。

若以長期觀點做比較（譬如十年或十五年），對沖基金的績效普遍優於股價指數與共同基金。¹對沖基金整體而言的報酬稍高，但淨值波動（volatility）與淨值耗損（equity

¹ 在所有績效報告中，如果將對沖基金作為一種投資類別，其中也隱含了採用對沖基金之組合式基金的資料。根據組合式基金報酬計算的指數，大體上可以避免對沖基金指數蘊含的（因為根據個別經理人的報酬計算而產生的）顯著統計偏頗。

drawdown)都較低。對沖基金通常被視為高投機產品，但不論是用哪種方式衡量風險，對沖基金都較傳統投資（譬如共同基金）來得更保守，這點似乎頗出人意料。正因為對沖基金的風險較低，所以其報酬／風險績效才會優於共同基金與股價指數。還有，除了少數例外情況，通常最頂尖的經理人都待在對沖基金領域之中。這個事實當然沒什麼好訝異的，因為對沖基金的激勵獎金制度，總能吸引到最優秀的人才。

當我針對最初兩本《金融怪傑》進行訪問的期間（一九八八年至一九九一年），對沖基金在世界投資舞台上仍然只是個小角色。根據「泛對沖基金顧問」（Van Hedge Fund Advisors）的資料顯示，這段期間裡，整個產業的管理資產規模大約介於五百億到一千億元之間。可是，從那個時候開始，對沖基金呈現爆發性成長，擴張超過二十倍，整個產業目前的管理資產規模超過二兆元。對沖基金交易活動所造成的影響，應該超過名目上的程度，因為對沖基金的進出較傳統基金頻繁許多。對沖基金的地位顯著提升，這種現象本身也影響了市場行為。

對沖基金規模愈大，交易活動所占的比率愈高，交易也就變得愈困難。對於某些策略來說，影響相當明顯。舉例來說，系統性順勢操作在一九七〇年代和一九八〇年代的表现很傑出，因為這些人只占當時期貨交易活動的很小部分，但到了一九九〇年代，這

套策略的報酬／風險績效大幅下降，因為使用該策略的人愈來愈多。大魚的數量太多，就會壓縮其他大魚的活動空間。

即便有些人並不同意對沖基金的崛起，將會讓他們的交易變得更困難，但至少也會認同交易形態會因此產生變化。市場發生變化時，優秀的交易者總是懂得如何適應。如同對沖基金經理人康姆·歐熙(Colm O'Shea)在訪問中談到的：「長期表現成功的交易者，他們懂得適應。假定他們採用一些法則，十年之後，當你再遇到他們，可能會發現他們已經違背這些法則了。為什麼？因為世界發生了變化。」這些變化有一部分是來自於對沖基金本身地位的改變。

本書訪問的所有交易者幾乎都是（或曾經是）對沖基金經理人，這點應該不令人覺得意外。可是，有個例外，吉米·巴洛迪瑪斯(Jimmy Balodimas)是紐約第一證券(First New York Securities)的自營交易員；他必須調整自己以適應對沖基金的存在。巴洛迪瑪斯在訪問中表示，對沖基金活動改變了股價走勢的性質，所以必須針對這種發展做調整。

自從我寫了第一本《金融怪傑》以來，金融市場就一直變動著，但從另一個角度來看，卻非如此。在《金融怪傑》一書裡，我曾經問艾迪·賽柯塔(Ed Seykota)，市場專業玩家扮演的角色愈來愈重要，是否會讓市場發生變化(當時，這種變化的發展還在初期

階段），他回答：「不會。現在的市場就像五年或十年前的市場一樣，因為市場總是在變化——就如同更早的時候一樣。」

在很多訪問裡，交易者會引用我過去的著作。我沒有全數納入這類引用，但納入部分已經多到讓我覺得不自在。我知道，這看起來有些自我標榜。本書究竟是否應該納入這類引用，判斷原則很簡單，我會問自己一個問題：如果當時所引用的是其他人的著作，我是否會納入相關內容？答案如果是肯定的，我就納入。

讀者如果想要找到某種足以擊敗市場的神秘公式，恐怕就走錯地方了。可是，讀者如果想找到某些東西來提升自己的交易技巧，我相信本書訪問內容會有幫助。我認為，這些交易者跟大家分享的啟示與見解，不會因為時間經過而落伍。我相信，市場雖然會持續變動，此乃人性使然，但由某種意義層面來看，市場又始終如一。我還記得三十年前第一次閱讀勒斐佛的《股票作手回憶錄》，心裡覺得很訝異，一本六十多年前寫的書，內容竟然跟當時市場息息相關。我這麼說，並不是想讓本書與《股票作手回憶錄》相提並論，只是點出我寫這本書的宗旨所在——希望六十年後從事交易的讀者，依然覺得本書內容受用。