







# 目 录

推荐序  
前 言  
致 谢

第1章 利用期货实现跨资产的趋势交易 .....	1
分散化趋势跟踪策略的简单介绍 .....	3
传统的投资方法 .....	5
分散化管理期货的实例 .....	9
针对趋势跟踪策略的批评 .....	10
以管理期货为生 .....	12
个人投资与以交易为生的区别 .....	16
第2章 期货交易所需的数据和工具 .....	21
期货应当被视为一类资产 .....	22
期货的数据 .....	29
期货板块的划分 .....	37
必要的工具 .....	51
第3章 构建分散化的期货交易策略 .....	55
他们所有人做的都是同样的事情 .....	56
解密趋势跟踪策略的魔盒 .....	62

第4章 两种基本的趋势跟踪策略 .....	72
策略表现 .....	74
对于现有策略的改进 .....	84
第5章 趋势跟踪策略表现的深度分析 .....	101
策略的表现情况 .....	102
成为股票投资的有益补充 .....	104
交易方向的选择 .....	107
不同板块的收益贡献 .....	110
现金管理和来自政府的“免费午餐” .....	114
恰当地理解“杠杆”的含义 .....	119
第6章 22年的回顾（1990~2011年） .....	123
如何阅读本章的内容 .....	125
1990年 .....	125
1991年 .....	132
1992年 .....	137
1993年 .....	142
1994年 .....	146
1995年 .....	152
1996年 .....	156
1997年 .....	162
1998年 .....	166
1999年 .....	171
2000年 .....	176
2001年 .....	181
2002年 .....	187
2003年 .....	191
2004年 .....	196
2005年 .....	201
2006年 .....	206
2007年 .....	211
2008年 .....	216

2009年 .....	223
2010年 .....	228
2011年 .....	233
从22年的历史回顾中所总结出的结论 .....	238
<b>第7章 反向破解竞争对手的策略 .....</b>	<b>240</b>
投资品种池 .....	241
不同品种池的比较 .....	246
破解当世基金的策略 .....	248
结论 .....	261
<b>第8章 一些改进的小技巧 .....</b>	<b>262</b>
同时捕捉不同时间尺度的趋势 .....	263
合成期货的交易 .....	265
添加逆势交易的元素 .....	266
日内止损 .....	267
相关性矩阵、持仓限额与风险控制 .....	270
展期效应 .....	272
模拟优化的缺陷 .....	273
<b>第9章 一些期货交易上的务实问题 .....</b>	<b>275</b>
资金规模的限制 .....	276
交易的执行 .....	278
现金管理 .....	280
亏损时的业绩波动更为剧烈 .....	282
投资组合监控 .....	283
后续管理 .....	283
<b>第10章 最后的忠告 .....</b>	<b>285</b>
期货基金日薄西山的盈利能力 .....	286
小心别在阴沟里翻船 .....	288
设置初始的风险水平 .....	289
<b>参考文献 .....</b>	<b>291</b>

## 第 1 章

# 利用期货实现跨资产的趋势交易

---

# Following the Trend

Diversified Managed  
Futures Trading

世上有这样一群对冲基金经理和职业投资人，他们在过去的 30 多年里创下了令人瞩目的投资业绩。这期间无论是在熊市中还是牛市中，他们总是能完胜传统投资策略的表现，特别是在 2008 年的全球信贷危机中，更是获得了惊人的收益。这些人对自己的行动和所使用的方法高度保密，他们往往会雇用一些毕业于世界顶级学府的优秀博士，让他们加入旗下的大型量化交易团队，而这类行为又为那些优异的长期历史业绩渲染上一层神秘主义的色彩。然而当人们读完本书的时候就会知道，其实使用相当简单的交易系统也完全可以创造出非常接近的收益。本书不但将要揭露他们所使用的方法实质上是非常相近的，也会揭示这些本身并不非常复杂的方法——我们大多数人都能够复制和掌握这些方法。

对于这一类基金经理和投资人，我们有很多不同的称呼，其中最常见的是期货投资经理（Commodity Trading Adviser, CTA，也称为商品交易顾问）、趋势跟踪者或管理期货基金的管理人。其实大家喜欢管他们叫什么并不重要，因为他们这个群体从来都没有过一个正式的官方称谓或清晰的定义。这类人的共通之处在于，他们的主要目标都是想捕捉全球市场中各类资产形成的价格趋势——不管是单边上涨，还是一路下跌——特别要能够在可以持续的趋势刚刚形成之际就尽早地建立有利的头寸。“趋势跟踪”这个名词听上去似乎很神奇，但事实上，只不过是一些期货投资人从 20 世纪 70 年起就在广泛使用的老套路。从理论上讲，这种方法本身非常简单——利用计算机软件从各式各样资产的价格变化中发现已经形成的趋势，利用趋势主动地顺势而为，并在趋势结束之前尽可能长时间地持有。由于趋势跟踪者能监控到不同市场中交易的几乎所有类别资产的价格，并且只要捕捉到可持续的价格趋势，就可以持续从中牟利，所以他们根本用不着过于关注所投品种的基本面情况，也不用预测未来到底将会是牛市还是熊市，因为无论涨跌只要存在趋势都能赚到钱。

本书将为读者展示的就是这群人在现实中操作的细节，具体而言，就是他们做的到底是什么，并且又是如何做到的。

一言以蔽之，这类基金差不多都是在用跟踪趋势的方法，而且具体实现趋势跟踪的路径，其实并没有太多不同的方法。虽然各个基金的“独门秘籍”看上去五花八门，似乎会让人感到眼花缭乱，但是从大的方面来看，它们可谓是殊途同归——这些不同“秘籍”本质上差别并不大。本书的目的之一就是要向读者揭示大型金融机构中那些使用趋势跟踪方法的期货交易员是怎么做的，以及他们如何



能够创下如此优秀的业绩。然而虽然交易策略本身相对比较简单，并非无法被模仿和超越，但这并不表明在现实操作中，复制并且能坚持使用它们也是一件非常容易的事情。人们往往无法真正地理解操作管理期货基金（managed futures）的困难之处，那些试图模仿我们的人也常常会陷入某些误区，甚至于有时在情况变得无法挽回之前，还找不到正确的方向。事实上，趋势跟踪策略本身确实非常简单，但是能否在现实操作中坚持遵守其中的原则，那就完全是另外一回事了。有些人会认为我又在老生常谈，但相信等读者看完本书之后就不再会这么想了。

关于本书所涉及的这类策略或行业有很多不同的叫法，虽然在很多场合这些名称可以互相替代，但事实上它们彼此之间还是存在一些微小的差别，使用时不小心可能会造成概念上的混淆。行业内的专业人士最常用的术语就是商品交易顾问（CTA）策略。尽管我自己很喜欢用这个叫法，但让所有人都用这个头衔显然并不完全恰当。“商品交易顾问”是由美国全国期货业协会（National Futures Association, NFA）定义的期货监管术语，它本来与如今大多数所谓的CTA基金和CTA经理没有半毛钱关系。它之所以能够变成一个约定俗成的名称，是因为早年间绝大多数使用这类策略的是在美国或者受美国全国期货业协会监管的本土小型公司，但如今这种情况早已发生了变化。举例来说，假如我现在住在英国，并拥有一家设在伦敦的投资顾问公司，那么我在英属维尔京群岛注册的资产管理公司和在开曼群岛设立的对冲基金就根本不会受到美国全国期货业协会的任何影响，所以即使我们持有再多的期货头寸，也完全不会被美国全国期货业协会监管认定为商品交易顾问。

## 分散化趋势跟踪策略的简单介绍

如果能够正确地理解趋势跟踪的概念，大家自然就知道我们永远不会追求所谓的“抄底逃顶”。更准确地讲，趋势跟踪者并不是简单地“低买高卖”，而是追求在高位买进后能以更高的价格卖出，或低位卖空后能以更低的价格平仓。使用这类策略会让我们的入场动作经常显得比别人晚半拍，而退出的时机似乎又总是姗姗来迟，但会尽可能地享受到从顶部到底部之间的大部分收益。从理论上讲，所有趋势跟踪策略都是一样的，它们最重要的核心假设是“金融市场总是倾向于相当长的一段时间里按照同一方向运动”，无论上涨、下跌或者横盘震荡，都算是所谓的“趋势”。趋势也许不会永远持续下去，甚至可能不会轻易出现，但按

照严格的假设，市场总会在足够长的时间里沿着同一个方向持续地运行。抓住这类机会可以让“趋势跟踪”的策略获得足够的盈利，以至于不仅能弥补之前的全部交易亏损，甚至还会有相当多的盈余。正是因为这类交易机会的存在，所以只要这类机会一出现，趋势跟踪策略就有盈利的可能。然而当市场开始进入横盘震荡的阶段，趋势跟踪策略就无法赚到钱，而且市场处于横盘震荡之中的时间往往会远长于我们的预期。

图 1-1 上标记了我们要捕捉的交易机会，简而言之，就是等待市场在某一方向上出现的重大变化，然后押宝于价格会沿着同一方向继续发展，并保住仓位直至观察到这个趋势即将完结的信号。请注意图中被一条竖线分割而成的两个区域，左侧区域表明，在 2010 年 4 月之前趋势跟踪策略在新西兰元上是无法赚到钱的，因为那段时间新西兰元的走势根本就没能形成任何可利用的趋势。在那段时间里，无论是做多还是做空都有可能亏钱，但是如果能抓住从 4 月开始形成的上涨趋势，我们不但能弥补之前的那些亏损，还能额外赚到不少。

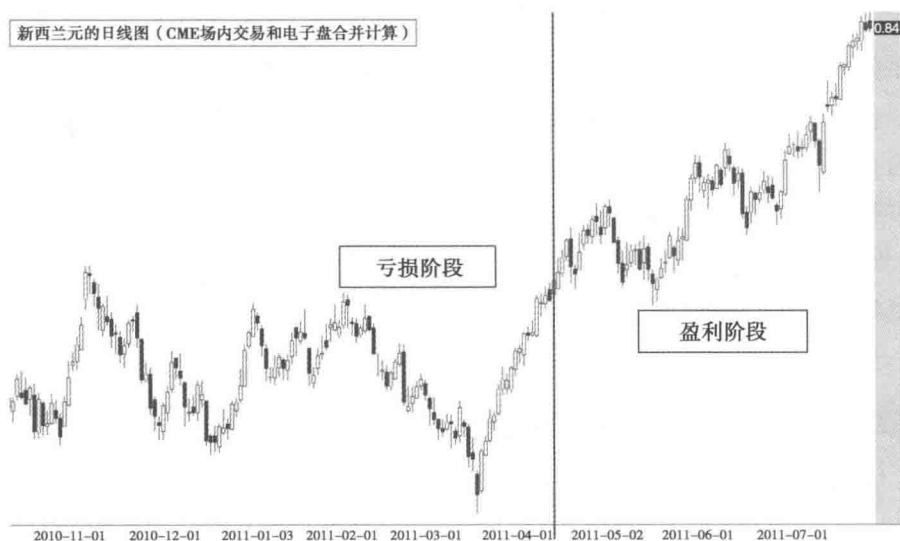


图 1-1 趋势交易的不同阶段

此外，如果在一段时间只盯着单一的一个交易品种，那么有非常大的可能性，在这段时间里我们根本不会遇到任何可利用的趋势。这种市场行情会让趋势跟踪者在很长时间里都颗粒无收，更有甚者，我们会频频遇到开仓后因价格回到原点而触发止损的状况。最终长此以往下去，一笔笔的亏损只会不断地累加。所以，将趋势跟踪策略用在单一的投资品种上虽然很容易，但这样做的结果在大多

数情况下不仅是“竹篮打水一场空”，而且更有可能最终变成代价不菲的教训。趋势跟踪的方法若是仅应用在任何单一的投资工具或资产上，很可能在相当长的一段时间里都不会盈利的能力，而投资人只好接受一笔又一笔的亏损，眼睁睁地看着总资产不断缩水。这不仅仅是财产上的损失，而且心里也会感到很不愉快。在那些只交易一个或者少数几个品种的人之中，还有一种非常高的倾向，那就是可能会在一笔交易中投入太多的筹码，以保证一次的收获能对整个投资组合的盈利具有决定性的意义，但从另外一个角度讲，这也是一个容易遭遇完败的迅捷通道。

如果采用分散化的期货策略，我们就有一大堆现成的金融工具可以用，它们涵盖了几乎所有的主要资产类别。我们可以让任何一笔交易的盈亏对投资组合整体表现的影响都非常小。事实上，对于绝大多数趋势跟踪的期货策略来说，超过50%的交易是会亏损的，甚至有时候整体失败率会达到70%。但获胜的关键更在于从成功交易中获得的盈利超过所有失败交易中的损失，只要交易的次数足够多，统计学上所谓的大数定律（law of big number）<sup>①</sup>就一定生效。

对于真正参与分散化期货交易的人来说，他们应该根本不会关心自己所交易的标的到底是标准普尔500指数（以下简称标普500指数）、糙米、债券、黄金还是生猪。在他们的眼中，这些各不相同的资产只不过都是相同的东西——一种可以交易的期货合约，所以处理它们的方法也应该是完全一样的：首先从时间足够长的历史数据中分析每个品种的行为，然后调整自己的投资策略以适应各个品种的波动性及其他特性，以确保能创建一个可靠且真正可以达到足够分散化效果的投资组合。

## 传统的投资方法

在所有的资产类别中，股票——代表在股票交易所中交易的上市公司资产份额——是最广泛被持有的资产，特别是普通的大众更是对股票情有独钟。学术界的精英人士、大多数大型银行和金融机构长期向公众宣传“买入并长期持有股票是一种安全并且稳健的投资方法”，并由此产生了规模庞大的股票型共同基金

---

① 原文如此，大数定律的英文应该是 Law of Large Number，是指在随机试验中，虽然单次的结果可能有明显的差异，但是大量重复测验结果的平均值却总是接近于某个确定的值。作者这里用统计学的定理，是想说明分散化趋势跟踪策略不见得每次都能获利，但大量交易的统计平均可以最终保证总体收益为正。——译者注

(equity mutual funds) 市场。而这些共同基金则被普遍视为一种可靠的长期投资工具，购买共同基金能做到长期的保值增值，所以很有可能我们个人养老金中会有很大一部分会被配置于股票型的共同基金上。“每个人都应该持有全部由股票型共同基金和债券型共同基金所组成的投资组合，其中根据自身年龄，两者的配置比例会有所不同，我们越年轻，持有股票型基金的比例就应该越高”，这种源自银行的投资建议几乎无处不在。之所以年龄和股票型基金的配置比例之间有那样的关系，主要是因为，虽然股票资产会长期上涨，但股票价格的波动比债券类资产的波动更加剧烈，所以我们越年轻，就越应承担更多的金融风险。如果这样做哪怕出现亏损，我们也有足够长的时间等它们再涨回来。此外，一般来说，为了保证投资做到更好的分散化，持有股票型共同基金的效果肯定更优于持有单只的股票，因为购买股票型基金相当于让我们参与了整个的股票市场，就会免于不幸地将全部财产恰好投入某一家未来可能会陷入意外危机的公司。

上述论调听上去似乎非常合情合理，而且用在营销共同基金时，也能获得不错的效果，但达到其所宣扬的效果的核心前提是：“股票总是能长期上涨”，这一假设在现实中也能成立。而“持有一揽子股票总是比买入少数几家上市公司的股票能达到更好的分散化效果”，这个似乎能分散风险的操作也并非一定是有效的，除非：“在任何情况下，不同股票之间的相关性都是非常低的”。只有上述两个前提都成立，才能在同等的收益水平下，真正地让分散化的股票投资做到低风险。当然，如果上述两个假设在现实中不能达到令人满意的效果，那么这种策略完全就是纸上谈兵，真实的投资也很可能会亏得一塌糊涂。

然而，相对于其他绝大多数的投资工具，股票实际上是一类内部相关性非常高的资产。在同一天里，不同的股票很容易出现同涨同跌。而且，虽然同一段时间里上涨的股票和下跌的股票之间的价格可能会相差很大，但是如果在一个更长的时间尺度里观察它们的涨跌规律，我们会发现不同的股票出现单日上涨或单一下跌的时机是非常趋同的。所以说，哪怕我们手中的一揽子股票被分散于上百个不同的国家及上千个不同的板块，但我们实际上只是持有了同一类的资产——股票，而且股票这类资产能提供的分散化效果非常有限。更可怕的是，当市场处于极度紧张之中或者整个市场的基础发生了动摇，这种有限分散化所带来的更为严重的问题就会逐渐积累。历史上曾多次出现过类似的事件，时间持续较长的如互联网泡沫的产生以及破裂、银行业的崩溃等，持续时间较短的像某国突然发生地震或出其不意爆发战争。当市场意志一意孤行之际，不同股票之间的相关度会迅

速接近于1——同一时刻所有的人都在恐慌地抛售，接下来所有人又会几乎同时因为察觉到危机即将散去而几乎同时欣喜若狂地买进。在这类市场状况下，我们手中的股票到底具体是哪一只已经不重要了。这时候还妄图通过不同股票的组合达到足够的分散化不过是自欺欺人，而且可能还会付出不菲的代价。

从另外一个角度上来讲，如果所有股票都肯定会长期上涨，那么不同股票之间的相关性也会变得不那么重要了，因为我们只需要坚定地抱着自己手里的那些股票，多等上几年总能再把钱挣回来。这绝对是真实的，对于一个非常有耐心的人，他很可能仅凭买入并持有股票就能在市场上挣到钱。从1976年到2011年，MSCI全球指数上涨了1300%，也就是说，能够持有这个指数长达35年，就可以让自己的初始投资翻上10多倍。当然，把1300%的总收益折算一下，就相当于在这35年里达到了8%的平均复合年化收益率。但对于一个1999年才开始参与股票市场的倒霉蛋来说，他在接下来的13年里总共会输掉20%多的投资，而那些在2007年才开始投资的人则会亏得更多。所以，虽然股票倾向于在一个相当长的时间尺度里上涨，但我们中的绝大多数人肯定无法经受先是大部分资产亏损殆尽，然后在漫长的后半生里等着本金逐步缓慢地回复。一个幸运的人可能会在刚开始投资的时候正好赶上一个好的年份或者一段好的时光，但即使买入并持有的策略能够发挥效力，在整个持有期间也不可能是一帆风顺的——跌宕起伏的行情很可能导致最终非常低的总收益。再回顾一下1976~2011年的那段时间，虽然最终的投资收益率达到了1300%，但在这35年间出现的最大历史回撤是55%。从长期收益与风险的角度来看，如果为了获得8%以上的平均年化收益而使用买入并持有的策略，那么同时也需要承担可能损失一半以上资产的风险——这个最大的亏损相当于整整7年的收益。

有人可能会反驳道：“55%的最大损失是由于次贷危机造成的，这种极端的情形不大可能再次遇上”，但我可不赞同这种说法。让我们一起回顾一下近年来发生过的所谓“百年一遇”的事件：道琼斯工业平均指数在1974年回撤了40%，6年后才收复失地；1978年，它在一年多一点的时间之内下跌了27%；1982年，相似的事件再次上演，在接近一年的时间里，它的下跌幅度达到了25%；接下来的1987年从8月的顶部到10月的底部损失了40%；即使在20世纪90年代的牛市里，它仍出现过多次幅度为15%~20%的下跌；2000年，道琼斯工业平均指数一直跌了40%才见底。现在我们需要扪心自问的是，有多高的预期复合收益率才能匹配股票市场如此高的波动风险？我们为了不到10%的平均收益而去承担如

此量级的风险是否值得？

而要想通过投资于股票型共同基金来参与股票市场还有另外一个因素需要考虑，那就是我们所选定的那些共同基金能不能赶上或者超越自身的业绩比较基准。与对冲基金经理不同，共同基金投资经理的投资目标是战胜某个特定的业绩比较基准，对于大多数股票基金来说，这个业绩基准可能是某个国家股票的宽基指数、某个全球指数、某个板块指数或者其他任何类型的股票指数，如标普 500 指数、富时 100 指数（伦敦金融时报 100 指数）、MSCI 全球指数等都有可能被某只基金定为业绩比较基准。无论一只共同基金选哪一个指数作为业绩比较基准，这只基金的投资经理都有责任让自己的基金业绩至少要赶上基准的表现，最好能够超越基准。但是大多数共同基金的投资经理可选择的投资方式非常有限，他们的持仓配置不允许过大地偏离基准指数成分股的比例。用于超越指数的方法，只能是有限地超配那些他们认为可能会优于指数表现的股票，或者对于可能会拖累指数的股票稍微低配一些，或者在感觉行情不利的时候提高现金的占比。一名共同基金经理与一名对冲基金经理（或是追求绝对收益的交易员）的最大区别在于，共同基金经理最核心的任务是跟踪业绩基准，不管这个指数上涨还是下跌。这个家伙的工作不一定是为客户挣到钱，但最少要保证客户的收益不低于相应的业绩基准。如果标普 500 指数一年下跌了 30%，对于将这个指数作为比较基准的那些共同基金，能把客户的钱只亏掉 25%，就已经是一个伟大的成就了，而这只基金的投资经理也算是超额地完成了当年任务。

当然这份业绩还没有扣除必要的费用，这其中包括基金的管理费和可能的业绩报酬，再加上行政费用、托管费、交易佣金以及其他种种费用。这就是为什么只有很少的共同基金能够战胜自己的业绩基准，事实上能够打平自身业绩基准的基金都不是很多。根据“标准普尔指数与主动投资业绩计分卡”（Standard & Poor's Indices Versus Active Funds Scorecard, SPIVA）在 2011 年的报告，当年美国本土的股票基金中只有不到 16% 能战胜自身的业绩基准。更糟糕的是，在全部“大盘股成长型基金”中，95% 都没能战胜自己的业绩基准。在 2006~2011 年的 5 年里，62% 的美国本土基金未能战胜自己的业绩基准。这 5 年中表现最差的是“中盘股成长型基金”，其中只有不到 10% 完成了既定目标。上述报告中的内容对于整个共同基金行业称得上是灾难性的。如果“主动管理的共同基金总是无法战胜自身的业绩基准”这一事实每年都被证明一次，那么未来也没有人会认为这种糟糕的状况在短期内会有所改变。

有些时候买入股票并持有相当长的一段时间也能带来不错的收益，但是在这么做之前，我们需要准备好退出策略以应对市场可能出现的暴跌，因为没有只涨不跌的股市，一次次暴跌的出现只不过是早晚的事情。只要不遇到特别动荡或者糟糕的年份，至少将一部分资金分散投入到股市中的做法对普通人而言是非常合理的，但对那些把自己大部分的辛苦所得不管不顾地全都投进去的人，我感到十分匪夷所思。有些人完全不理睬市场的起伏，一门心思地想拿着股票，只盼望能够有好运气。其实如果想参与股市，我们除了传统的共同基金外，还可以考虑投资于被动管理的ETF基金，因为那些跟踪指数的ETF基金不但完全按照指数成本股的比例进行配制，而且收费较少，这更能让ETF基金的表现较为精确地贴近指数的走势。此外，买卖ETF基金非常便捷，而且费用也很低，因为它们可以在交易所里根据实时的报价进行交易。

## 分散化管理期货的实例

假设考虑到波动率调整（风险调整）的因素，那么有很多种切实可行的投资策略其实比“买入并持有股票”更好，我就曾用过一些。在那些最佳的策略中，“趋势跟踪管理期货”策略的长期历史业绩始终能获得上佳的风险回报率——无论是在牛市中，还是在熊市中。一个成熟的管理期货策略应该同时具有以下三个特点：相当高的预期年化收益率、相对于其预期年化收益率比较合理的最大回撤以及与全球股票市场的低相关度，具体相关度的数值最好是一个很小的负值。

在趋势跟踪管理期货的行当里，成功的交易员和对冲基金不胜枚举，其中很多已经干了几十年，甚至还有在20世纪70年代就入行的“老家伙”。存在即合理！如此多的趋势交易者从事这桩生意这么长时间，而且还能不断创造出令人瞩目的高收益，这一事实本身就说明了这类策略的有效性。

表1-1简要地罗列了几个期货投资经理的业绩表现，以及MSCI全球指数的历史表现。我们曾经在前面提到过，MSCI全球指数的长期平均年化收益率为8%和最大回撤为55%，这一最大回撤相当于损失了7个正常年份的全部收入。相比较而言，Millburn基金在同期获得了17%的平均年化收益率以及26%的最大回撤。Transtrend曾遭受过的最大损失更少，对于Dunn即使是在连续多个丰年后遭到的那次如此重大的损失，也不过相当于抹掉了4个年头的收益，而且目前还保持着远超股票指数的平均收益。

表 1-1 业绩表现的比较

	平均年化 收益率 (%)	最大回 撤 (%)	与 MSCI 指 数的相关度	成立日期
MSCI 全球指数	8.0	-55.0		1977 年 2 月
Millburn Multi Markets	16.6	-25.6	-0.01	1977 年 2 月
Dunn World Monetary and Agriculture	14.4	-60.3	-0.03	1984 年 11 月
Hyman Beck Global Portfolio	11.1	-29.3	-0.10	1991 年 4 月
SuperFund Green Q AG	12.1	-32.8	-0.05	1996 年 3 月
Mulvaney Global Markets Fund	15.4	-41.3	-0.16	1999 年 5 月
Transtrend Standard Risk	9.8	-10.9	-0.05	1992 年 6 月
Sunrise Expanded Diversified	11.9	-19.9	-0.13	1996 年 1 月
Winton Futures Fund B	16.2	-25.6	0.00	1997 年 10 月
Rabar Market Research Diversified Program	12.9	-29.8	0.01	1989 年 1 月
Clarke Capital Management Worldwide	13.8	-26.6	-0.11	1996 年 1 月
Chesapeake Capital Diversified	12.8	-27.8	0.15	1988 年 2 月
Abraham Trading Company Diversified Program	18.7	-32.0	-0.08	1988 年 1 月
Estlander & Partners, Alpha Trend	12.1	-16.5	0.08	1991 年 10 月

如果稍微留意一下这些基金的业绩与 MSCI 全球指数的相关性，我们就会发现，很多相关度指标的数值竟然小到几乎可以忽略不计。这表明在使用趋势跟踪策略的时候，可以完全不担心全球股票市场的好坏，因为股市的阴晴对趋势跟踪策略的收益几乎不会产生实质性的影响。请注意，与股市很低的相关性并不意味着分散化的期货策略能够年年获得正收益，而仅说明它出现正收益或负收益的时机与股市的涨跌并无关联。细心的读者可能会有疑问，难道仅凭这一点就让趋势跟踪策略成为股票投资组合的有益补充？我的答案是绝对肯定的，但请容我不在第 1 章就透露太多后面的内容。

## 针对趋势跟踪策略的批评

虽然我承认有些对趋势跟踪策略的批评是非常中肯的，但也有一些被大家反复提及的意见事实上并不怎么站得住脚。

有人认为行业报告对投资业绩的数据统计存在“存活者偏误”（survival bias）的问题。无论是行业报告中所选入的基金，还是被用于做业绩比较基准的知名基



金，之所以它们能够被挑出来还是因为其过去的业绩优秀，而那些做得不好的基金不是早早地就被淘汰了，就是由于规模太小而被排除在外。这些原因必然会导致之前罗列的业绩统计具有一定的偏向性。存活者偏误的现象肯定存在，但对于股票指数，同样的偏差也是一样的，比如标普 500 指数每年都会剔除那些因表现不好而导致当年市值大幅缩水的成分股，取而代之的是其他更有活力的股票。无论是哪一个指数，在它的生命期中始终都伴随着存活者偏误的导向，这导致所有指数的表现总是会略好于真实的情况。这种现象是普遍的，不会是个别的资产类别的特有问题。不管怎么说，本书从分散化期货策略的表现所引申出的论点并不单纯依靠对指数的分析，还比较了行业里的很大一批巨头的业绩，其中有一些在过去确实也曾熬过非常艰难的岁月。总的来看，趋势跟踪策略确实有很多优点，但我们也需要特别小心那些容易犯的严重错误和可能出现的问题。本书将会如实地反映我对趋势跟踪行业的真实理解，绝对不会有任何粉饰太平的打算。坦白地说，我认为那么误导大家既浪费时间，又没有必要。

另外一个常见的反对意见是，很高的投资杠杆让这种策略具有很高的风险。持有这种观点的人显然缺少对投资杠杆和风险这两个概念的理解，他们普遍认为这两者之间一定有某种必然的关系。事实上在处理涉及众多资产类别的期货策略时，人们特别容易错误地理解投资杠杆的含义，简单地将所有期货的合约价值相加，然后除以投入的本金，但这样根本就没法得出正确的结论。比如，合约价值为 100 万英镑的黄金期货与价值 100 万英镑欧洲美元期货的实际风险可谓“天壤之别”，因为黄金的价格经常会每天上下几个百分点，而欧洲美元的日常波动却只有几个基点。<sup>①</sup>由此可见，合约价值较高的期货虽然对应着更高的投资杠杆，但未必一定会具有更高的风险。另外就算期货策略的风险很高，但我们在前面也分析过买入并持有股票的风险不见得会更低。

大多数趋势跟踪的期货策略经常需要进行卖空操作，这就像普通人买卖股票那么平常。反对者认为卖空必然伴随着无限大的潜在损失，这显然是由对期货市场的运行机制缺乏理解造成的。其实就像买入股票也会遭受损失一样，卖空期货的最大亏损也就是保证金账户中的全部资金，最多也不过如此。虽然理论上在卖空期货合约的风险收益曲线上显示出的潜在亏损是无上限的，但除非账户里有无穷多的保证金，否则在现实里绝对不可能出现无上限的亏损。以我的经验来看，卖空交易确实要比单纯的买入更复杂，但前者的风险未必会比后者更大，特别是在

<sup>①</sup> 1 个基点 (basis point) 为一个百分点的百分之一，即万分之一。——译者注