



全球金融与投资
佳 | 作 | 精 | 选



如何应对 第二轮下跌

市场抛售后后的获利策略

[美] 哈里·克里斯南 著
(Hari P. Krishnan)

王改玉 张鑫◎译

SECOND LEG DOWN

STRATEGIES FOR PROFITING AFTER A MARKET SELL-OFF

清华大学出版社



全球金融与投资
佳 | 作 | 精 | 选



THE SECOND LEG DOWN

STRATEGIES FOR PROFITING AFTER
A MARKET SELL-OFF

如何应对 第二轮下跌

市场抛售后获利策略

[美] 哈伦·古田斯南 著

清华大学出版社
北 京

Hari P. Krishnan

The Second Leg Down: Strategies for Profiting after a Market Sell-Off, © 2017

EISBN: 978-1-118-21908-8

Original language published by John Wiley & Sons, Inc. All Rights reserved.

本书原版由John Wiley & Sons, Inc.出版。版权所有，盗印必究。

Tsinghua University Press is authorized by John Wiley & Sons, Inc. to publish and distribute exclusively this Simplified Chinese edition. This edition is authorized for sale in the People's Republic of China only (excluding Hong Kong, Macao SAR and Taiwan). Unauthorized export of this edition is a violation of the Copyright Act. No part of this publication may be reproduced or distributed by any means, or stored in a database or retrieval system, without the prior written permission of the publisher.

本中文简体字翻译版由John Wiley & Sons, Inc.授权清华大学出版社独家出版发行。此版本仅限在中华人民共和国境内(不包括中国香港、澳门特别行政区及中国台湾地区)销售。未经授权的本书出口将被视为违反版权法的行为。未经出版者预先书面许可，不得以任何方式复制或发行本书的任何部分。

北京市版权局著作权合同登记号 图字：01-2017-4648

本书封面贴有 John Wiley & Sons 防伪标签，无标签者不得销售。

版权所有，侵权必究。侵权举报电话：010-62782989 13701121933

图书在版编目(CIP)数据

如何应对第二轮下跌：市场抛售后获利策略 / (美) 哈里·克里斯南(Hari P.Krishnan) 著；王改玉，张鑫译。
—北京：清华大学出版社，2018

书名原文：The Second Leg Down: Strategies for Profiting after a Market Sell-Off
(全球金融与投资佳作精选)

ISBN 978-7-302-49104-0

I. ①如… II. ①哈… ②王… ③张… III. ①股票交易—研究—英文 IV. ①F830.91

中国版本图书馆CIP数据核字(2017)第302052号

责任编辑：刘洋

封面设计：李召霞

版式设计：方加青

责任校对：宋玉莲

责任印制：沈露

出版发行：清华大学出版社

网 址：<http://www.tup.com.cn>, <http://www.wqbook.com>

地 址：北京清华大学学研大厦A座

邮 编：100084

社总机：010-62770175

邮 购：010-62786544

投稿与读者服务：010-62776969, c-service@tup.tsinghua.edu.cn

质量反馈：010-62772015, zhiliang@tup.tsinghua.edu.cn

印装者：三河市铭诚印务有限公司

经 销：全国新华书店

开 本：170mm×240mm

印 张：15.75 字 数：255千字

版 次：2018年6月第1版

印 次：2018年6月第1次印刷

定 价：79.00元

产品编号：073704-01

The Second Leg Down

序言

作为投资组合经理的我有好几次望到深渊的时候，却找到出路避免了灾难性损失。我的交易账户已经经受住了 2008 年的金融危机、2010 年的闪电暴跌、2011 年的欧洲金融危机以及 2015 年 8 月的波动率飙升，取得了不同程度的成功。事情并不总是像所希望的一样，但我总是找出一系列新的求生策略走出来。对于基金经理来说，这毕竟是生死攸关的。除了钱，作为表现出色的回报是被授权又一年的资金管理。我们不想走拳击手的路，他们只是在一系列摧毁性的淘汰赛后退休。很高兴我们不必带上盾牌出场。本书得益于我作为资金经理时面临的各種危机的启发，以及我通过此学习和思考得出的管理技巧。每一次危机都有所不同，发现最有效的对冲需要是永无止境的探索。我希望读者能学到点东西用来避免灾难性损失。

本书的风格是休闲和交谈式的，但也尽可能准确。曾被问到本书的理想读者对象，我能给出的最好答案是我，20 年前的我。这是比里尔克的《给青年诗人的信》里更实在的努力。更实际的是，这本书面向广大的读者。养老基金经理可能会在讨论长期对冲、定制趋势跟踪和利差交易时作为债券投资组合的收益来源，并发现价值。期权部分的介绍旨在给出一个买方通常就套利、精确复制和随机计算方面话题讨论时的观点。我试图回答**为什么**有人可能想要使用特定的期权结构。我还强调了投资组合经理实际使用的具体结构及其可能预示的某种交易。

投资组合经理常常隐藏他们最好的想法。在某些情况下，出于执行原因，他们甚至可能会推出一些不太有效的策略。这导致了没有资金管理经验的人写

出大量关于投资的书籍，而最有经验贡献的人则相对沉默。如何提供一些有价值的内容而不用透露太多东西呢？在本书中，我试图从规范中转过来。我专注对冲，而不是超额回报，现在已经能够熟悉策略，而不用假装提供一本烹饪书来赚钱。对于机构客户来说，这些实际上已经经受住了市场的考验。

The Second Leg Down

致谢

以下几位对本书的内容创作有深远的影响。在此特别感谢他们。

我的妻子拉丽莎（发挥她的文学天赋）编辑了本书的大部分内容，并使行文更流畅。

迭戈·冯·布赫最早督促我编写本书，从其法国别墅打来电话，就在 2007 年市场状况恶化的时候提供对冲授权。

杰瑞·霍沃思非常值得信赖，因他向我介绍了远期期权的细微之处，相关内容可在第五章找到。

马克·马利克在制度索引和趋势跟踪部分贡献很大。

罗伊·尼德霍夫为趋势跟踪策略提供了新颖想法，起到了重要作用。

迈克尔·豪厄尔关于“资金流动性”和市场周期关系的洞见，为第八章提供了灵感。我只能希望我没有使他的想法大打折扣，面目全非。

特别感谢巴勃罗·卡巴雅尔，因为本书呈现的许多想法向其征求了不少意见。

我和李·柯林斯仔细讨论了本书中的许多想法，他鼓励我用简单而具体的术语解释。他谈论交易的方式对第三章有很大的影响。

亚历克斯·曼扎拉和亚伦·布朗阅读了整篇手稿，为极端市场条件下的期权执行提供了有价值的观点。

我的母亲和继父无私地照顾我的儿子们，才使我能腾出时间钻研手稿。

其他为此书提供宝贵建议和灵感的人有（名字不分先后）：哈斯佩尔·麦克马洪、本·佩顿、尼克·丹堡、诺曼·梅因斯、尼尔斯·卡斯特拉普-拉森、

佩尔蒂·托恩伯格、大卫·默林、卡西克·巴拉斯、托马斯·海吉尔、史蒂夫·克拉奇菲尔德（“解释事情非常简洁”）、丹·迪巴图洛米欧、李·卡欣、约翰·马利特-帕雷特（精练的写作风格）和埃兹·内尔肯。最后，感谢我的父母，从小就鼓励我创造性思维和独立思考。

The Second Leg Down

关于
作者

哈里·克里斯南是伦敦跨境资本公司的一名基金经理，专门研究全球宏观基金、波动率和对冲覆盖策略。他之前曾是伦敦的一个多家庭办公室管理期货策略顾问，是摩根士丹利的一名执行董事。哈里还曾在芝加哥期权交易所的一家市场作价公司担任期权交易分析师，是芝加哥交易所的一名资深经济学家。他拥有布朗大学应用数学博士学位，并且是哥伦比亚大学地球研究所的博士后研究科学家。

The Second Leg Down

目录

第一章 引言	1
机票交易	2
牛市周期	3
变节者	4
熊爪	5
迫移	7
怀疑派	8
一个难过的事实	8
常见错误	9
不精确但有效	11
对冲难以置信的情景	12
相关性中的黑天鹅	12
获利	13
好的、坏的和丑陋的	14
大逃亡	14
制订计划	16
作为防卫策略的趋势跟踪	16
采取攻势	18
市场危机的先决条件	18
银行：巨大乘数	19
风险制度的一个变化	20
注释	20

第二章	“安全”港和第二轮下跌	21
	马特洪峰	23
	渡边夫人的一号投资俱乐部	27
	他人持有的风险	28
	无法预料到的他人行为所带来的风险	31
	我们又来了	35
	总结	39
	注释	39
第三章	期权策略概述	41
	基石：看涨和看跌期权	43
	为什么买入看涨或者看跌期权？	48
	布莱克—斯科尔斯模型和隐含波动率	52
	隐含波动率偏斜	53
	对冲轻微波动	54
	德尔塔对冲：理想化情况	55
	德尔塔对冲的实际限制	57
	用其他期权对冲期权	59
	卖权和买权价差	60
	跨式组合和勒式组合	61
	可变形表	64
	风险资产的偏斜动态	66
	1×2比率价差及其相关	69
	“蝙蝠侠”交易	72
	隐含相关性和股票指数偏斜	75
	从比率到蝶式策略	79
	日历价差	86
	总结	88

第四章 对冲两翼	91
1×2的另一面	92
比较25和10 德尔塔看跌期权	93
对冲主权债券风险	105
标普500指数基础上的买放比率价差	110
假设的隐含分布	110
目前为止我们的发现	112
回溯测试：警示说明	112
简短题外话：德尔塔中性或比例刚好平衡？	116
665看跌期权	116
平方根策略的启示	118
期货vs现货	119
一个极端例子	119
横截面研究	121
“新” VIX：模型独立，虽不是很直观	124
现货VIX：绿洲还是海市蜃楼？	125
转移到VIX期货	130
图4.36的反思	134
转移到不同的市场：V2X	136
风险制度分析	138
对冲策略的条件表现	141
总结	144
第五章 远期和短期期权	147
短期期权	148
物理学家加入	151
买进时期	157
远期期权	161
远离尘嚣	162

r 减去 d	164
伐木工绘图.....	168
维加在 $T-t$ 中增长.....	169
周期权策略的选择性应用.....	170
总结.....	171
第六章 作为投资组合保护策略的趋势跟踪.....	173
什么是趋势跟踪?.....	174
趋势跟踪教条.....	177
关于阿尔法风险的讨论.....	178
一句题外话:跨时间的多样性.....	182
利用盘整.....	184
尼德霍夫论点.....	184
追逐一天变动.....	188
将类比推得太远.....	189
直接分析数据.....	192
LEGO趋势跟踪.....	194
总结.....	195
注释.....	195
第七章 利用市场下跌之策.....	197
松紧带.....	198
贸易反转.....	201
更多的得克萨斯式的对冲.....	204
销售指数看跌期权差价.....	207
为股权风险溢价引入活力.....	208
买入VIX看跌期权.....	209
出售上行VIX.....	211
显著的二阶距.....	212
总结.....	216

第八章 “闪电暴跌”、危机和预测局限性	217
萤火虫的主人	218
级联销售	220
一个具体例子	222
一句题外话	223
路径，出版物	223
中央银行的角色	225
零利率底线的信贷周期	226
货币政策调色板	227
预测未来	231
总结和结论	232
术语表	235

The

第一章

Second

引 言

Leg Down

金融领域有许多丰富多彩的故事，最令人兴奋的常常是那些让人陷入崩溃边缘的情况。当我们读到有关交易员大发脾气，或精英对冲基金在不能满足追加保证金要求而必须清算的时候，我们感到既紧张又幸灾乐祸。在恐慌的瞬间，投资者能做出最奇怪的事情，而这将导致大型戏剧性事件的发生。傲慢和自负会被市场惩罚，市场似乎有自己的生命力。许多精明的投资者在危机时已彻底迷路。有无数投资组合经理的故事都是如此，他们多年以来一直从市场获取利润，却出乎意料地出现了巨大的损失。他们可能会退仓（“止损”），并设法采取核心战略追回损失。然而，诱惑在于可以孤注一掷力图把钱快速地赚回来。原则上，这是一个可悲的想法，因为随着时间的推移，一系列理性交易的利润可能被一个不理性的赌注给毁掉。

机票交易

机票交易的传奇故事是在压力下做出不良判断的极端例子，但有时也被认为是理性的决策。故事是这样的：一个交易者一直在亏损，今年不太可能收取更多奖金。所以交易者决定直面风险，试图孤注一掷，放手一搏。可怕的是适得其反，导致进一步的损失。交易者预测现有风险随时会下降，所以他做了两件事。他做了一笔非常大的短期交易，要么赚取一大笔钱要么损失一大笔钱，同时买了一张去南美洲的飞机票。这是一个战术玩法，没有余地但风险很大。然后交易者去机场，并在休息室反复检查价格。如果交易有利于他，他就会平仓然后回到办公室。如果交易垮掉，他就从免税店买一瓶伏特加，然后搭乘飞机。如果在 30 000 英尺的高度看，交易者的行为似乎合理。最好的情况是，获得

巨额奖金。最坏的情况是，他度过漫长的热带假期。看起来似乎没有太多缺点，有人可能辩论说，从交易者的角度来看，他在做多头期权。但你愿意在危机时刻成为那个交易者吗？如果情况稍有不和，你愿意拼命坚持下去，毫无确信地认为你在做正确的交易吗？如果这是你自己的钱，你想将所有风险下注在这个骰子上吗？如果你是基金经理，如果出现错误，你如何向客户合理地解释你所做的一切？

牛市周期

实际上，大多数制度性损失和灾难并不是由野蛮混乱的交易所引起的。相反，它们是由市场周期的某些可预测的行为引起的。在牛市中，投资组合经理倾向于增持以追逐市场，跑赢竞争对手和基准。能挣10个基点差值似乎很重要。在“市场”中，我们指的是股票和公司债券等风险资产。投资者热切地逢低买入市场，抑制波动。随着抵押品价值上涨和波动下降，银行贷出更多，市场最终变得过度扩张。这适用于股票、公司债券和其他风险资产。当风险资产似乎走向无限大时，我们会认为是对冲的好时机。系统中嵌入的风险已增加，但市场实际上已经放弃了保险。最后一次崩盘的痛苦记忆已经消失，使投资者很容易受到随机冲击的影响。

通过大量持续脱手来追求回报的投资者往往会有相对较低的痛阈。他们担心错过此次脱手，但同样有可能在第一个麻烦迹象中摆脱困境。只要回升持续，保险成本（即期权）往往偏低。市场的后来者不希望通过套期保值来削弱他们的回报，为时甚久的牛市追随者得意不已。你可以聪明地认为，如果市场继续回升，套期保值成本应该被其他投资组合的利润所抵销。然而，当一切似乎都很好的时候，人们自然就不愿意“浪费”保险金。一旦动物本能占上风，投资者试图以各种方式合理化他们的行为。

“这次是不一样的。”有一家中央银行投放市场，因为只要存在风险事件，货币条件就会放松。监管部门可以通过使交易不合格来防止极端的日内走势，这些交易距最近行市非常遥远。

平静期是持续的：他们往往要持续很长时间。日常生活中不会经常发生这样的事情，这就表明他们有足够的准备下一次修正。

长期来看，对冲基本上是不必要的。例如，一些机构不对冲货币风险。他们认为货币走势将会消失。为股票等风险资产购买保险从长远来看是一种亏损策略。根据学术理论，对冲必须具有负的风险溢价，因为它降低了投资组合中不可分散的风险。保险公司通常有利可图的原因在于它们销售的个人险从统计学上来看定价过高。只要政策相对来说是不相关的，保险公司的收益长期来看会超过支出。

如果不加深思，你会深信售卖保险是一个再好不过的战略。短期波动率策略往往在回溯测试中表现出色，无须过多的参数化。你需要做的是持续地出售股票指数、风险货币和公司债券的下行保护，至少看起来是这样。波动率低时，这些期权会轻微但持续地偏高定价。很容易得出的结论就是，这种境况下你能获得较少但稳定的收益。随着波动率上升，你的盈利变得日益不可靠。但是，当波动率较高时，可能比你获得的溢价所增加的收益补偿还多。最积极的管理策略是以某种方式制造短暂的波动。无论是买入股票还是在风险债券中占据多头头寸或从事利差交易，你在先平稳后上涨的市场中的表现要比高波动率市场上的更好。绝大多数对冲基金策略的结构性波动率很小。许多对冲基金和自营交易部门的激励结构都喜欢在推土机前收集硬币。然而，这并不意味着卖出波动率普遍具有积极的预期回报。一旦做了一次回溯测试，你很容易受到史无前例的猛涨的影响。一旦引入杠杆，就容易受到风险和杠杆限制的影响，这可能会迫使你在最糟糕的时机进行交易。市场通常不会因为投资者想要卖出而暴跌，而会因为必须卖出而崩溃。在追加保证金通知的情况下，被迫进行清算。我们将在第四章研究杠杆限制对短期波动策略的影响。

变节者

投资领域有一个小而专业的防守型熊市市场经理团体。金融媒体通常会在市场抛售后提到他们。然而，行情上涨时，这些经理基本上是隐形的或是批评的目标。从恐慌、银行破产和清算中获利需要耐心，且并不一定会赢得很多朋友。当股票上升时，熊市偏向的经理花费更多时间拿头撞墙而不是筹集资产。保险费用稳步下降，但没有购买者。这些顽固的熊市偏向者们写了漫长而有吸引力的宣言，试图找出金融体系的裂缝。在行情上涨时，这些产品的潜在终端