

Mc  
Graw  
Hill  
Education

# 双动量投资

高回报低风险策略

全美投资经理人协会著名奖项瓦格纳奖第一名作品

[美] 加里·安东纳奇 (Gary Antonacci) 著  
牛红军 许增坤 译



荣获全美  
个人投资理财  
最佳图书奖

## DUAL MOMENTUM INVESTING

An Innovative Strategy for Higher  
Returns with Lower Risk



中国人民大学出版社



# 双动量投资

高回报低风险策略

[美] 加里·安东纳奇 (Gary Antonacci) 著  
牛红军 许增坤 译



DUAL  
MOMENTUM  
INVESTING

An Innovative Strategy for Higher  
Returns with Lower Risk

中国人民大学出版社  
· 北京 ·

## 图书在版编目 (CIP) 数据

双动量投资/ (美) 加里·安东纳奇 (Gary Antonacci) 著; 牛红军, 许增坤译. —北京: 中国人民大学出版社, 2018. 1  
ISBN 978-7-300-25112-7

I. ①双… II. ①加…②牛…③许… III. ①股票投资 IV. ①F830.91

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2017) 第 271976 号

## 双动量投资

高回报低风险策略

[美] 加里·安东纳奇 (Gary Antonacci) 著

牛红军 许增坤 译

Shuangdongliang Touzi

---

出版发行 中国人民大学出版社

社 址 北京中关村大街 31 号 邮政编码 100080

电 话 010-62511242 (总编室) 010-62511770 (质管部)

010-82501766 (邮购部) 010-62514148 (门市部)

010-62515195 (发行公司) 010-62515275 (盗版举报)

网 址 <http://www.crup.com.cn>

<http://www.ttrnet.com> (人大教研网)

经 销 新华书店

印 刷 北京德富泰印务有限公司

规 格 148mm×210mm 32 开本 版 次 2018 年 1 月第 1 版

印 张 8.625 插页 2 印 次 2018 年 1 月第 1 次印刷

字 数 131 000 定 价 66.00 元

---

版权所有 侵权必究 印装差错 负责调换

# 赞誉

这是一本关于各种形式的价格动量如何形成及利用指南的好书，我强烈建议投资者阅读。

——詹姆斯·奥肖内西，《投资策略实战分析》作者，奥肖内西资产管理公司董事长兼首席执行官

加里·安东纳奇带我们全面考察了各种投资方法，分析它们的优势和劣势，并用案例有力地说明了绝对动量和相对动量如何结合。我认为《双动量投资》是基金经理、投资者的基本参考书。

——艾迪·塞柯塔，华尔街天才交易员

我很了解加里·安东纳奇的写作天赋，他在2012年我主持的全美投资经理人协会瓦格纳奖论文比赛中获得了第一名。《双动量投资》是研究动量驱动投资的一个宝库。在对历史动量的著述进行全面和有启发性的回顾，以及对现代投资组合理论进行简要的评述之后，他清楚地表明，任何认真对待长期战略的人都会发现，书中介绍的方法便于操作。这是一本最棒的书，不仅合乎逻辑，而且易于掌握。

——格雷戈里·莫里斯，施塔迪翁首席技术分析师和  
投资委员会主席，《趋势投资》作者

加里·安东纳奇提供了一个清晰且有学术价值的动量投资策略的成功案例。它的定量性质可以帮助你避免行为偏见，试一试你就会上瘾！

——约翰·诺夫辛格博士，阿拉斯加安克雷奇大学金融系主任，《投资心理学》作者

加里·安东纳奇的《双动量投资》是艾迪·索普的《击败庄家》和塞思·克拉曼的《安全边际》的结合体。双动量投资思想成熟，且经得起检验，让投资者“做你所知，懂你所为”，这是一本绝对不容错过的好书。

——克劳德·厄尔布，TCW集团前执行董事

《双动量投资》将永远改变你对投资和资产配置策略的看法。对个人投资者和资产管理者来说本书都是必读的。

——鲍勃·弗洛里希，德意志资产管理公司前副董事

加里·安东纳奇的双动量投资提供了一个奇妙而又有价值的观点。即使对于资深投资者，本书亦可提供较为丰富的内容，可读性极高。加里在学术理论研究与新兴领域的实践应用方面齐头并进，皆有建树。

——维克多·李希阿迪，《投资者行为：金融规划与投资心理学》联合主编

很少有作者能以如此接地气的方式来评论诸家投资理论和实践。甚至几乎无人能够在这方面做出真正有用的贡献。然而，加里·安东纳奇的《双动量投资》实现了两者。

——杰瑞·沃尔德伦博士，孟菲斯大学前金融学助理教授，纽约大学斯特恩商学院前管理学助理教授

加里·安东纳奇的《双动量投资》开启了一个一直被人们忽视的秘密世界——动量投资，几十年来这个秘密一直隐藏在我们眼前。这本书让我们看到动量投资的威力。

——库特·鲍威尔，B&J 有限责任公司董事长

# 序言

2013年诺贝尔经济学奖得主和有效市场假说理论之父尤金·法玛（Eugene Fama）把动量描述为“无处不在”。法玛博士不是讲话随便的人。尽管动量无处不在，但令人感到奇怪的是，它仍普遍被投资者误解。幸运的是，现在加里·安东纳奇（Gary Antonacci）填补了这个空白。加里的《双动量投资》可谓“超越理论和实务”的经典之作，它跨越了理论专家和实务者之间的鸿沟：前者可以在浩如烟海的学术期刊中，呈现他们对于动量异常现象细致入微的理论研究，后者则运用他们

对于动量的模糊了解而获取超额收益。加里运用他在这两个领域的专业知识，创造了一个以动量为基础的资产配置策略，非常扎实、简单且可行，而历史记录也显示，这套策略获得了相当可观的风险调整后收益。

如果各位仍对加里的双动量投资策略哲学持怀疑的态度，是完全可以理解的，因为我也曾经如此。为了了解动量，我曾看过很多二流甚至完全无效的运用。任何务实的研究者都会告诉你：“你可以选择相信，但一定要去验证”，经过我们广泛而严格的研究，各种证据都清楚地表明，加里的这套简单、直观以及全面的模型，值得大家花时间去了解。

我有位好友曾经在全球最大的新兴债务市场担任做市商，现在虽然才 40 岁，但他已经决定退休搬到迈阿密。他曾经告诉我：“价格上涨吸引买方，价格下跌吸引卖方。”换句话说，我这位朋友说的就是所谓的“动量”。加里把每位交易者都能直观地了解和使用的动量现象带到了更高层次，并且被所有投资者接受。

为何像《双动量投资》这样的书籍要花费那么大工夫才能问世呢？答案很显然：这样的书籍需要特别的作者，而加里只有一个。在动量世界里，他是非常特别的一位。我与加里的关系，来自一段“博客浪漫史”。我当时正在为一个致力



于推广计量投资方法的博客 TurnkeyAnalyst.com 寻找有关动量的著作，加里的文章《绝对动量：一种以法则为基础的简单策略以及普遍适用的顺势操作策略》（Absolute Momentum: A Simple Rule-Based Strategy and Universal Trend-Following Overlay）刚好摆在我的桌子上。我当时的直观想法是：“又来了——又一位假装严肃学术研究者的实务门外汉”。但当我开始认真阅读加里的文章后，它给我留下了深刻印象。这篇文章写得很好，简单明了，结构符合逻辑，就像阅读一篇发表在学术期刊上的文章。我不了解这位作者为何没有被大学聘用，我必须深入了解。

经过电子邮件和电话的多次沟通之后，我决定亲自和加里会面。与很多博客浪漫史的进展一样，我们安排了一个“怪咖约会”，准备在太浩湖举办的 2013 年西部金融协会年会上碰面。我在凯悦酒店的大厅等着，看着一群著名和不著名的学者穿梭于各个会场。此时，一位满头卷发，身着牛仔裤和短袖带领 T 恤的男子，穿过华丽的双开门很自信地步入大厅。他并没有装出那种学术范儿：身着尼龙外套，手拿可乐罐。我指向他，问道：“加里，是你吗？”加里面带微笑地回答：“威斯？嗨，我们要赶快走才能来得及参加回报相关的资本研讨会！”从此，我们通过博客建立起来的关系，开始绽放

绚丽的浪漫花朵。

我们已经有点迟到了，所以我们径直跑出大厅直奔湖边，这时候金融研讨会已经开始了。到达的时候，我们满头大汗，气喘吁吁，可能是不合时宜地直接闯入会议厅，让 50 多位金融学教授直勾勾地盯着我们看。于是，我建议：“加里，让我们稍微平静一下，去拿杯咖啡，等下一场专题会议再参加。”当时完全没有想到，我将会听到一场专题讲座，远胜过那些会议室里正在举行的专题讲座。

加里和我拿着咖啡，在外边漫步交谈，开始聊起他的背景。“我参加过美国陆军，想成为一名医护兵……”我打断他的话，“等等，你是越战退伍军人？我曾是美国海军陆战队的上尉，伊拉克战争的退伍军人。”我们彼此相视，觉得这种巧合非常有趣。我知道，军事背景通常会形成让人们更适合生存于投资世界的人格特质。接着，加里继续描述他的独特背景：“是的，我还做过很多有趣的事。我在印度生活了几年，有一段时间担任喜剧魔术师，曾经是得奖的艺人，我还在哈佛商学院获得了 MBA 学位。”因为有所困惑，我不得不打断他：“你说什么？”

大约过了一个小时，我听着加里描述他在这些年的各种冒险经历，我的头脑已经不再打转，并情不自禁地问道：“加

里，听起来你好像从来没有想找一份真正的工作——你为什么不做一名学者呢？你绝对可以的！”当然，正如我所料想的，他回道：“威斯，听你这么问我觉得很有意思，我在你这个年纪的时候，差点走上了跟你一样的路。我曾经申请了芝加哥大学金融学博士，并且被录取了。我当时真的想成为学术研究者。”一切都变得合理了。我问：“后来怎么了？”加里好像对所有的问题都已经准备好了答案，回答说：“我几乎要接受这次机会，但是当时我通过交易选择权赚了很多钱。而且，我也不相信有效市场假说理论，我担心读了博士就得放弃赚钱，因为他们说市场是无法被击败的。”我琢磨着加里的回答，想着如果我面临着同样的机会，是否会做出相同的选择。

那么，这个故事有什么启示？我为什么花费那么多的工夫来介绍我和加里的关系和经历？我希望读者能够像我一样认识到，加里是位具有特殊才华的特别人士。加里有能力整合不同的研究领域，然后透过最简洁的表达方式，使得像我这种对于动量概念似懂非懂的门外汉，也能明白究竟是怎么回事。千万不要误会，加里所做的是一项极具挑战性的工作。这需要广泛的知识，以及衔接不同领域的能力。之所以我知道，是因为我也曾尝试过。我对于价值投资与行为金融学的研究，使我有机会和别人合作完成了一本有关价值投资的书

《计量价值》(Quantitative Value)。我得出了和加里类似的结论。书中提到：(1) 我绝不会成为巴菲特；(2) 历史数据告诉我们，结合一套系统性的决策程序和一套合理的投资哲学，是长期积累财富的明智之举。

加里的书也提醒我：(1) 我不可能像加里一样写得如此简洁；(2) 动量投资是最重要的异常现象，甚至比价值异常现象更重要。我感觉自己有点嫉妒了。

我很想知道，读者对于加里这本有关动量投资的力作有什么看法。不同于价值投资领域充斥着太多的所谓“经典”，在动量投资领域的确不存在称得上“经典”的著述。加里的著作可能会立即成为经典之作。我相信这本《双动量投资》应该摆在每个人动量书架的首位。希望大家像我一样喜欢这本书，更重要的是，也希望大家能从中有所收获并成为更棒的投资者。

卫斯理·R. 格雷博士

Empiritrage 执行委员会委员

《计量价值》的合著者

# 前言

股票市场获利，就像妖精的宝藏。

有时候，它是红宝石，有时候又变成煤炭。

有时候是钻石，有时候又变成鹅卵石。

有时候，它是曙光女神留在甜蜜绿叶上的泪珠，有时候只是泪珠而已。

——约瑟·德·拉·韦加 (José de la Vega)，《混乱中的混乱》 (*Confusion of Confusions*)，1688

著名金融经济学家安德鲁·罗 (Andrew Lo) 曾经说过：“买进-持有策略已经不再适用。资产价格波动真

的太厉害，几乎任何投资都有可能会突然风险大增。”甚至沃伦·巴菲特的波克夏·海瑟威公司都曾经在 1989 年之后，价值两次折损将近 50%。

PIMCO 的前老板穆罕默德·艾尔-阿利安 (Mohamed El-Erian) 说，“单单使用分散投资的策略，已经不足以减少风险，你需要使用更多工具来管理风险。”长久以来，分散投资一直被视为投资活动唯一的免费午餐。现在，有人必须为午餐买单了。由于金融市场彼此间的整合程度越来越高，相关性也越来越强，多种资产的分散投资再也无法保证市场不会发生严重损失。这种程度的损失，可能会导致投资人过度反应，并因此决定再也不进行投资，结果把原本暂时性的挫折，变成了永久性的损失。

我们现在需要一种新的范式，能够针对市场风险进行动态调整，保障我们的资产安全，免受今日波动剧烈、变化莫测的市场行情的损害。我们需要借助某种方法，赚取高于市场平均水平的长期回报，但又要能够降低回撤风险。本书将证明动量投资能够帮你实现这些目标。

动量，即绩效的持续性，过去 20 年来一直是备受重视的研究领域。学术研究表明，从 19 世纪开始至今，动量都是一种有效的策略，而且适用于几乎所有的资产类

别。经过多年严谨的探究，学术界终于承认动量是能够赚取风险调整后的高回报的不二策略。

对于主流投资人士来说，动量大体上还是个未经开发的处女地。我写此书的目的，就是要跨域学术界与投资界的鸿沟。学术界对于动量的研究已经比较深入，而投资界对此的运用还非常有限。

本书的第一个目标，是要解释动量原理，让读者能够轻松了解并认识动量。我将简单叙述动量投资的历史，帮助读者快速掌握现代金融理论，提出动量之所以能够有效运作的几种可能的理由。然后，我们观察各种资产选择，以及替代性投资方法。最后，我会说明双动量——结合相对强度与顺势操作策略——为什么是最理想的投资方法。

我设计出一种简单易行的双动量运用方法，我将其称为“全球股票动量”（Global Equities Momentum, GEM）。我只采用一种美国股票指数、一种不包含美国的全球股票指数，以及一种综合债券指数，使用 GEM 投资方法，我所获得的长期投资回报率，可以是世界股票市场过去 40 年的两倍，而且还可以避开空头市场的损失。

我发现，人们花费许多时间和精力试图积累财富，却没有用同样认真的态度，去研究并寻找一种保护与创造财

富的最佳方法。沃伦·巴菲特认为，风险来自我们不知道自己正在做什么。本书试图纠正这些错误认识，并将投资引导到正确方向。

我尽力让绝大多数读者觉得本书有趣也有用。本书增加了相当高级的素材，让想要深入了解这个主题的读者能够满意，但也尽可能让本书内容通俗易懂，方便一般读者阅读。好了，让我们开始！



# 目录

- 第一章 全球首支指数基金 / 1
- 第二章 凡是上升者……持续保持上升 / 19
- 第三章 现代投资组合理论——原理与实务 / 39
- 第四章 动量的理性和非理性解释 / 55
- 第五章 资产选择——好的、坏的和丑陋的 / 71
- 第六章 精明贝塔与都市传奇 / 112
- 第七章 风险衡量与管理 / 131
- 第八章 全球股票动量 / 146
- 第九章 更好的动量 / 175
- 第十章 结论 / 204
- 附录 A / 214
- 附录 B 绝对动量——一种以规则为基础的简单投资策略或顺势操作的普适辅助策略 / 218
- 致谢 / 254