



伯纳德·奥佩蒂特

“我们非常稳定地
赚了不少钱！”

讨论主题：

- ☞ 从下至上的分析
- ☞ 动态分析
- ☞ “瑞士方法”客观与中性
- ☞ 风险与机率分析
- ☞ 最佳分散组合
- ☞ 顶尖交易员的特质
- ☞ 停损

巴黎巴银行隶属于巴黎巴集团，这是一家国际性银行，在全球 60 多个国家设有分支机构。巴黎巴集团的总资产超过 2,690 亿美元。伯纳德·奥佩蒂特掌管巴黎巴银行的全球股票衍生性交易，他是一位身体瘦高而内向的法国人。

不论就国籍还是地理位置来说，巴黎巴银行都不同于其它主要银行，它充满法国色彩，伦敦分行坐落于伦敦西区而不在市中心（多么大的差别啊！）法国人不论到哪里，总是占据一层大厅。水晶吊灯发出朦胧光芒，更增添整体的气派。让人不禁勾起一种陈腐的念头：优雅而不知如何形容。会议室摆设一些完成计划的纪念品以及著名的法国标志——巴黎圣母院、香榭里大道与艾菲尔铁塔。甚至饮水也是依云与皮尔的品牌。

伯纳德·奥佩蒂特主要是从事股票选择权与指数选择权等衍生性产品的交易，涵盖所有的主要市场以及一些新兴市场，例如：巴西、阿根廷、墨西哥与大部分的东南亚国家，现在又增添了匈牙利、俄罗斯与波兰。“我们有客户服务业务与资产管理业务，客户服务业务大体上是提供指数产品，我们扮演交易商的角色。另外，我们也有相当庞大的资产管理业务，不仅仅是证券业务而已。”

伯纳德·奥佩蒂特背景

“十七年前，刚从学校毕业，我就进入巴黎巴工作。最初任职于巴黎巴的技术部门，但这段时期并不长。当时还处于资讯科技

发展的初期，个人电脑很不普及。1982 年到 1987 年之间，我在巴黎总公司从事投资银行的业务。在这段时期，我针对一家我们拥有 25% 股权的保险公司进行交易，这家公司的其余股份是由一般大众持有。当时，爆发了一场股权争夺战，从战役开始到结束，股价上涨了 400%。这是 1986 年的事情。我对自己说：‘我应该想办法进入风险套利领域，我应该寻找另一个并购的潜在对象。’ 1987 年 我被调到纽约。1990 年开始 主管纽约地区的业务，一直到 1995 年为止。”

“接下来，我主管整个集团的衍生性交易业务，据点延伸到伦敦与亚洲。我们非常稳定地赚了不少钱，但从来都没有打算提高公司的知名度，因为我们不准备对外募集资金。所有的交易都使用巴黎巴本身的资本。当时，我的名字经常在纽约上报。”

“我主要是寻找特殊的交易机会 包括 合并、并购、破产和各种各样的公司重组，通过非常开放的态度，从事各种股票、选择权与债券的交易。有一点非常重要——我们始终采用从下至上的方法。从来没有任何从上至下的案例，每笔交易都是针对特定公司进行。我们有兴趣的是特定公司发生的特定事件，我们要的就是这些，对象是某个人希望这么做或另一个人希望那么做。就是如此，我们绝对不会因为利率、汇率等总体因素或总体趋势发生变化而进行交易。”

“我从事这方面的工作长达八年，两年前被调到伦敦，主管全球的股票衍生性产品交易。我之所以接受这个职务，主要是因为可以继续从事风险套利交易。我负责管理纽约、伦敦、巴黎、新加坡、东京与香港的 40 多位交易员，他们都是世界最顶尖的选择权交易员。”

风险套利

“习惯上，风险套利都被视为合并与并购的相关套利交易，我们最初也是这么做，但目前我们所谓的风险套利已经不局限于这个领域，还包括各种证券价格受到严重打击的交易机会，只要任何公司事件可能造成重大的价格变动，而且我们可能因此而受惠，就成为风险套利交易的潜在对象。”

“就目前发生的美国烟草公司诉讼案件来说，这与公司并购没有特殊的关联。法院与国会都有持续性的发展。烟草公司的动作不断，原则上已经算是血淋淋的残酷战场。一方面是烟草公司，它们希望保护自己，避免承担各种潜在的责任与风险；另一方面是主管当局、政府、法庭与许多禁烟份子构成的利益集团。”

“这场战争的结果势必影响烟草公司的股价，涉及数百亿美元的金額。所以，只要你掌握得准，这就是赚钱的机会。在一笔典型的风险套利交易中，我们会保持非常开放的态度，研究每种可能的发展。从这个角度针对烟草或其它股票进行交易。”

“当然，这也可能是方向性的交易。如果我们认为烟草公司将赢得下一场战役，就会做多烟草公司。反之，如果我们判断对方将赢得下一场战役，当然就会站在空方。如果我们相信下一场战役的结果将导致股价暴涨或重挫，就可以买进跨形交易（straddle，同时买进相同数量的买进选择权与卖出选择权。只要股价发生任何方向的重大变动，买进跨形交易都可以获利，细节部分请参考附录）。反之，如果我们判断这场战争短期之内不会有任何结果或选择权的价格太高，就可以销售跨形交易。我们的态度非常开放，没有既定的立场；只要胜算足够高，我们不排除任何的交易机会。总之，这就是我们十年来从事的业务。”

从下至上的分析：掌握胜算的专家

伯纳德·奥佩蒂特在上文中强调，主要的对象是个别公司，他研究一家公司，成为这家公司的专家。相反的策略则是从上至下，首先分析国家政策和产业，然后才是个别公司。奥佩蒂特花费无数的时间研究交易对象，竭力掌握公司管理阶层、股东、员工、往来银行、债权人、债务人以及该公司股票交易者的心态。他盘算后续的可能发展与股价反应。通过这个角度切入，直接归集资讯，胜算自然超过那些仰赖二手资讯的分析师。

个案研究 西北航空公司

“1993年，我们曾经介入西北航空公司。该公司在1989年曾经发生融资并购的事件。接下来，整个航空产业就陷入严重的衰退，整体损失高达数十亿美元，西北航空的业绩也一落千丈。从资产负债表中观察，西北航空当时的银行债务很高，但债券发行的数量非常有限（如果记忆没错的话，总负债大概是六、七十亿美元，除了5亿美元的债券之外，其余都是银行债务）。由于短期内再度陷入困境，公司提出破产的威胁。公司高层分别与银行集团、员工、供应商进行强硬的协商，只要商谈对手将因为西北航空破产而受损，公司的态度就非常强硬。”

“西北航空开始赢得一些让步。银行同意取消利息费用，提高担保品的估价，波音公司也同意延迟飞机货款的交付时间。为了取得这些重大的成果，西北公司摆出即将破产的姿态。每天，它们总是通过媒体放话：‘我们打算宣告破产。’这也是公司债券价格

不断下跌的原因。最后，1美元面值的债券价格只有 10 美分。”

“根据我的分析，公司不可能破产。我认为这一切都是吓人的手段。当然，这种手段对公司非常有利，逼迫谈判对手让步。对于我们来说，从事债券交易没有什么意义，因为规模实在太小。所以，我们开始买进西北航空的债务。当然，结果也可能赔得很惨，但我相信胜算更高。总之，我们认定西北航空正在玩弄吓人的手法。”

“一旦谈判对手让步之后，一切都奇迹般地恢复正常。公司开始公布一些漂亮的数据，债券价格回升到平价，我们也赚进四、五倍的利润。后来，公司挂牌上市，经营绩效还是很理想。”

“整笔交易涉及许多基本分析。现代的基本分析需要进行动态研究，尤其是遇到这类的特殊情况。”

“欧洲迪斯尼是另一个非常类似的案例，当时，市场上有一种欧洲迪斯尼的可转换公司债流通；当它们遇到麻烦时，就如同西北航空一样，通过媒体制造各种杂音，渲染情况的恶劣程度。它们玩弄银行、股东与每个人，但没有触及债券，整个事件的发展也完全相同，包括我们的获利在内。”

“在欧洲迪斯尼的案例中，债券是可转换债券，属于衍生性交易工具。可能是这个缘故，让我们有机会掌握价格混乱的交易机会，因为许多衍生性产品交易员不熟悉根本证券，而根本证券的交易者又不熟悉衍生性工具。如果你同时了解这两方面，就能够取得优势。”

深入的策略性思考可以让你看见别人看不见的东西，并因此而获利。当然，情况未必始终如此。某个事件或许没有大家忽略的资讯或隐藏的议题。另外，辛勤工作不一定能够让你产生特殊的见解。特殊的见解需要通过经验的培育。经由媒体报导追踪公司的发展，这是累积经验的好方法。

- ◆ 了解所有的玩家，留意他们的言行。所谓玩家，是指具备不可忽略的影响力的人，包括团体在内，举例来说，工会就可能是重要的玩家。
- ◆ 了解他们为了本身的利益，应该说些什么话；或者，他们说的话可能带来什么利益。动机是什么？隐藏的议题又是什么？只要涉及利益关系，任何的谈话都不可轻信。
- ◆ 谁是最大的损失者？
- ◆ 谁是最大的受益者？
- ◆ 对于每个利益集团，他们希望发生的最佳、次佳与第三种结果是什么？
- ◆ 每个利益集团操纵事件发展的着力点与影响力在哪里？
- ◆ 每个集团对于每个结果的反应将如何？如果某个人这么做，其他人的反应与后续的发展可能如何？

通过这种方式思考公司事件，这显然是一种技巧，需要时间来培养。可是，这也可以增添交易的趣味。最后，请记住，对于奥佩蒂特来说，价格受到公司事件的驱动，而公司事件又是由某些有权力的人塑造的。权力就代表影响力。因此，在整个价格变动的因果关系中，你首先应该考虑：“谁具有影响力？”务必记住，对于某家公司或特定情况，很多人都具有影响力。永远要保持开放的心胸与客观的立场。如同奥佩蒂特所描述的故事，市场往往是一场权力的游戏。西北航空的案例涉及许多人，包括银行在内。权力与影响力不断流动，这使得你在追踪公司事件的过程中更困难、也更有意思。

动态分析

伯纳德·奥佩蒂特介绍了一种非常有趣的观念，前文中并没有

特别说明。

“基本分析非常重要 但我所谓的‘动态分析’(dynamic analysis)也是如此。你想知道某家公司究竟发生了什么,某个人究竟做什么,目的是什么,打算什么时候做,能够做到什么程度。任何事件背后都必定有一段故事 你必须了解这段故事。”

根据伯纳德·奥佩蒂特的看法,公司事件不可能在真空状态发展,必定有来龙去脉,务必了解整个因果关系与背景。

“就股票交易来说 我认为技术分析有 99%是胡扯 这种说法或许不适用于外汇、大多数的商品、指数和利率。技术分析在后面这几个领域内相当重要,因为这几个市场并没有统一的正确做法,即使你的操作相当不理想,结果也可能胜过全然不理睬。可是,我还是要强调一点,盘算背后的故事很重要——谁打算做什么。”主角或许不是银行、公司的供应商与股东 而是政府、供/需关系与生产者。

“条条大路通罗马 你也可以单独通过技术分析赚钱。虽然我个人不知道怎么做,但我相信可以办到这点。”

“任何事件背后都必定有一段故事,你必须了解这段故事。”

在西北航空的个案中,奥佩蒂特采用的就是动态分析。他希望知道其中的“故事”。动机何在(影响的着力点在哪里(换言之,谁是主角)?分析之所以属于动态,因为情况不属于静态。他所关心的不是去年的损益表和资产负债表。奥佩蒂特处理的是活生生而正在发展的对象,随时可能产生变化而对股价构成重大的影响。

可是,动态分析未必始终是最适用的分析工具。伯纳德·奥佩蒂特随着不同情况与交易类型而改变分析的方法。这点很重要,你必须了解自己交易的市场类型与时间架构。举例来说,在流动性高的市场中进行当日冲销的交易,技术分析显然较基本分析更

恰当。从另一个角度说，如果交易的基础是建立于某个国家未来几个月的经济展望，采用基本分析应该更适当。

“我从事许多不同形态的交易。举例来说，可转换的套利就是其中一种。这属于比较纯粹的衍生性交易，动机可能是买进隐含价格波动率 (implied volatility) 而放空历史价格波动率 (historical volatility)。这类交易比较适合采用技术分析。对于风险套利来说，交易性质则截然不同。”

其他的人想些什么？

在交易或其他竞争性的场合，你随时都必须了解情况为什么是目前的状态。价格为什么是这个水准？今天的成交量为什么偏低？为什么某家银行买进这家公司的股票？为什么那家银行卖出股票？为什么公司的总经理买进额外的股票？如果你不了解周围的情况，就不太可能知道局面的发展与其中的缘由。不论你认为明天的价格将变动或维持不变，如果不能掌握今天，就不可能了解明天。

“我绝对相信
你应该与群众
背道而驰。”

“我经常提醒自己：‘我是否完全清楚自己的所作所为？我对于情况的掌握是否优于竞争对手？他为什么采取这个行动？如果我买进，他为什么卖出？他在想些什么？’如果我不知道竞争对手的思路，就觉得浑身不对劲。这属于反向思考 (contrarian)。我绝对相信你應該与群众背道而驰。可是，如何衡量群众的共识，这确实有些困难。另一方面，群众的共识也可能是对的，以美国市场最近的多头行情来说，群众的共识确实没错。”

“我必须了解对手的想法，以及我与他的想法差异究竟在哪

里。答案可能很简单。举例来说，他们考虑的对象可能不是隐含价格波动率。如果我认为自己是买进偏低的隐含价格波动率，但对手的想法不是如此，那我就知道对方的行为动机，如果我仍然相信自己的看法没错 那就够了。”

这类综合性的思考程序也是风险管理的适当工具。如此可以确保你没有疏忽任何的环节，完全知道自己为什么建立某个交易部位。因此，下单之前，你应该掌握这类的信息，清楚自己的预期是什么。一旦部位建立之后，才能够应对随后的发展，才能够断然采取行动。

采用瑞士方法对待未平仓 部位 客观而中性

伯纳德·奥佩蒂特对待未平仓部位的方法，我称之为“瑞士方法”，因为他随时都清楚自己必须把情绪抛到一边，保持客观而中性的立场。

每位交易者都知道，一旦部位建立之后，情况就完全不同了。从这个时候开始，一切都是真正的现实，不再是荧幕上闪烁的数据或帐面上的数字。期待将影响预期，情绪将干扰理智，客观变为主观。

部位开仓之后，就会开始寻找平仓的机会，结果将是获利或损失。每种情况引发的情绪都不相同。举例来说，如果部位发生损失，许多交易者期待情况会突然好转，他们很恐惧，不愿意接受损失的可能性。你有责任辨识这类的情绪，然后断然割舍。你的决策必须建立在公司相关分析的客观推理之上。

面对未平仓部位，务必留意自己的反应。如果没有清晰的思

路，可能会太早或太迟出场。处理未平仓部位的关键在于出场时机。当然，你有时候也会考虑加码，但最关心的问题通常还是出场。在这种情况下，你必须保持开放的心态与客观的立场来对待未平仓部位。

“智性上的诚实是关键所在。在思考上，每天都必须重新开始。你必须忘记部位的损失和成本。每天都是崭新的一天。每天都是从头玩起。今天之前的盈亏都已经埋单了，你又回到起跑线。帐户中没有预期的获利或损失 每天早晨都是重新来过。”

“对于一位优秀的交易员，如何控制‘心’的能力，其重要性远超过如何运用‘脑’。”

“你必须对自己非常非常诚实。千万不可欺骗自己。不论仓位承担巨额的损失或累积重大的获利，你都必须诚实面对自己。欺骗自己也是人们在市场上发生亏损的主要理由。我很乐意看到情况正是如此，否则我们就很难稳定获利。”

如同伯纳德·奥佩蒂特强调的，当你尝试从客观的角度评估未平仓股票时，情绪总是会产生干扰。

“对于一位优秀的交易员，如何控制‘心’的能力，其重要性远超过如何运用‘脑’。情绪是最棘手的部分，即使一个部位可能让你一败涂地或赚进数百万，你都必须保持完全客观的立场。”

面对损失

面对帐面损失，交易员必定会承受重大的压力与恐惧。

“承受压力与恐惧，这是很重要的经验，如此可以避免重蹈覆辙。恐惧是一种情绪，经常干扰判断；同样的道理，陶醉的心情也会影响判断。你必须保持绝对中性的立场。”

所以，当你面临损失时，不要排斥恐惧的经验。可是，你必须善用这类的恐惧感，藉以防止未来的损失，千万不要因为恐惧既有的损失而越陷越深。当你查阅新价格的时候，不应该担心损失的程度，或期待情况可能好转。

“面对新的价格，你必须问自己一个问题：假设你还没有建立仓位，是否愿意在这个价格买进？如果答案是否定的，那就应该卖出。你必须非常客观地看待未平仓部位，如果你还没有建立仓位，现在是否愿意建立仓位？持有未平仓部位的过程中，新的资讯可能影响相关的预期。可是，你必须诚实面对自己。这是心态的问题。当仓位发生损失而出现新的消息，千万不可以跟自己讨价还价，欺骗自己情况已经发生变化，价格可能上涨。总之，跟自己打交道务必诚实 这是关键所在。”

如何处理获利

如同期待的心理一样，还有另一种情绪障碍往往造成不能客观分析未平仓部位，交易员经常担心未实现的获利可能消失。

“‘迅速认赔而让获利部位继续发展’这种说法虽然有点陈词滥调，但也是不变的真理。许多人都刚好背道而驰。大家都希望获利，内部的规定也经常鼓励这么做。很多人都把未实现的获利视为不存在。他们认为，获利了结才代表真正的获利，在此之前都是假的；认赔出场则相当于承认错误。

“至于出场究竟是获利还是亏损，完全不重要。”

同样地 交易员必须抛除这种‘必须获利’的情结。反之 问题的症结在于：建立仓位的根据是否正确。为了保持客观的态度，伯纳德·奥佩蒂特的考虑重点在于仓位的相关预期。

“如果预期中的事件没有发生，我就出场。至于出场究竟是获利还是亏损，完全不重要。一旦发现自己判断的情节出现错误，立即出场。还有另一种类似而比较容易处理的情况，如果我预期发生的事情都已经发生，也应该获利了结。这两种情况都相对容易应付，但事态的发展介于两个极端之间，那就比较麻烦了。”

必须以客观的心态处理未平仓部位，这就是伯纳德·奥佩蒂特强调的重点。这意味着你必须专心留意某些症结而忽略另一些问题。你必须留意的重点是：

- ◆ 预期的情况是否已经发生？
- ◆ 面对目前的价格，你想买进还是放空？
- ◆ 建立仓位当初所预期的行情发展，目前的实现机率是否仍然相同？

你必须忽略：

- ◆ 仓位目前已经承担多少损失？
- ◆ 仓位目前已经累积多少获利？
- ◆ 建立仓位的成本。
- ◆ 期待行情可能朝有利的方向发展。

交易 艺术与科学

“我想科学训练是一项正数，虽然有时候也会造成妨碍，因为金融市场并不存在诸如物理与数学之类的真理。可是，就思考的逻辑结构来说，科学训练还是有正面的助益。科学家必须诚实对待自己。这个领域内没于打混仗的余地。如果某个实验的结果不行，那就是不行，不能打马虎眼。事实就是事实，不能凭空捏造。”

可是，纵使尽量维持客观，但交易毕竟不是机械性的行为，其中存在相当大的技巧发挥空间。瑞士人擅长于制造漂亮的手表，

不是吗？

“交易的艺术成分远远超过科学。当交易员拟定一项决策，他绝对不可能完全了解该项决策背后的每项立论根据。你必须日夜思考行情的可能发展与交易的对策，但到达某个节骨眼上，就必须扣动扳机。拟定交易决策之前，你可能考虑千百种细节，如果我提出一个问题：‘你为什么买进这个而卖出那个？’你恐怕没有办法说出个所以然来。当然，你可以提出一些理由，但绝对不是完整的答案。你的决策可能是来自于最近三天的综合思考，所以要花三天的时间才解释得清楚。许多因素都存在于潜意识的层面。你不确定哪项因素促使你扣动扳机。从这个角度来说，艺术的成分超过科学，因为你没有办法充分说明行为的动机。选择权交易涉及许多科学成分，必须同时具备科学的训练与艺术的修养。这也是为什么很难找到优秀的衍生性产品交易员的原因。”

顶尖交易员通常厌恶风险

受到媒体与一些丑闻的影响，一般大众认为交易员喜爱承担风险，乐于投机与赌博。可是，本书采访的每一位交易员都不承认自己偏爱风险。

“我非常厌恶风险。如果有机会的话我宁可赚取稳定的 10,000 美元，绝对不会考虑成功机率 10% 的 100,000 美元报酬。就经济学的术语来说，我个人的效用函数明显向原点凹。”

“你无需承担重大的风险，就足以赢取重大的获利。”

所谓的交易风险，当然是指价格波动率而言。谈论价格波动

率势必涉及机率的概念。根据某特定股票的历史价格波动率，我们可以估计该股票到达某目标价位的发生机率。因此，风险、价格波动率与机率属于不可分割的观念^①。优秀的交易员会等待胜算最高的机会——换言之，有利走势发生的机率最高而不利走势发生的机率最低。另外，不同于业余的交易者，优秀的专业交易员了解一点，风险与报酬之间并不必然维持正向的线性关系。某些情况下，你可以发现风险极低而报酬极高的交易机会。

“重点是你必须从理性的角度处理风险，而且还要一些想象力。优秀的交易员知道如何与何时承担风险，也清楚如何与何时避开风险。有些风险你必须承担，有些风险你不可以承担。关键在于如何区别这两者。你不需承担重大的风险，就足以赢取重大的获利。许多交易机会蕴含着可观的获利，但风险并不特别高。研究相关的市场行情与交易对象，或许必须花费大量的时间与精力，但实际投入的资金未必承担太大的风险。”

“有一个关于经济学家的故事。这位经济学家与朋友在纽约的街上走着，他的朋友看到人行道上有一张百元大钞，于是指着钞票说：‘教授，有一张百元大钞！’经济学教授冷漠地回答：‘不可能，如果真是百元大钞，早就被人拣走了。’可是，我认为有许多低风险 的赚钱机会。”

分析风险与机率

对于一个部位，伯纳德·奥佩蒂特如何分析风险与机率呢？

译按：在金融交易的计量模型中，风险通常被定义为价格分配的标准差。当然，价格分配考虑的价格可以是绝对价格、相对价格或资产报酬。选择权考虑的价格波动率通常是指根本资产报酬率分配的标准差。

“虽然我知道部位发生特定的损失之后就会出场，但我还是认为投入的全部资金都完全承担风险。另外，我也会考虑部位某个获利百分率的发生机率，然后评估我所承担的对应该风险。我会考虑可能结果的机率分析，例如：采取某项行动可能有 50% 的机率如何发展，或不采取行动可能有 50% 的机率如何发展，或 50% 的小赔对应 50% 的大赚。你必须了解最后结果的机率分配概况。”

分析一笔交易的可行性，伯纳德·奥佩蒂特把所有投入资金视为风险资本。他知道部位顶多只会发生特定程度的损失（例如：15%）即使最大的损失设定为 15%，他还是认为整体投入资金都全部承担风险。然后，从这个角度评估各种可能结果的机率分配，分析对应的报酬潜能。惟有通过机率分配的架构，才能掌握报酬的概念。

举例来说，如果建立某个选择权部位，起始价值为 10,000 美元，风险资本就视为 10,000 美元。为了评估风险 / 报酬比率，伯纳德·奥佩蒂特分析部位最后结果的机率分配。如此可以了解相关风险提供的报酬潜能。（从数学角度来说，把发生机率视为权重而汇总各种可能结果，然后比较这个报酬期望值与风险。）

资金管理

风险分析与管理的工作，不仅仅局限在价格波动率与机率上，还包括资金管理。

“你必须设定严谨的资金管理制度。绝对不允许自己越陷越深。你可以采用某种最大连续损失的规定，或设定某个风险值。你也可以采用某种操作法则，例如：‘损失不可超过某个限度’。你必须具备这类的心理规范，任何时候都不可以承担设定范围之外的风险。你必须确定自己不会被三震出局，这点很重要。情况很