

第 愿章 约翰·亨利，约翰·宰利公司

愿 系统的、自律的长期趋势跟踪者：耐心、有远见的分析能手

约翰·亨利在许多方面都很有名。他的公司 约翰·宰利公司(愿公司)按照旗下管理的资产规模，长久以来一直是最大的纯管理期货交易公司。在管理期货业界，他还以有远见而出名。最近，他又收购了佛罗里达青枪鱼棒球队(愿)，而在这之前，他已拥有了其他一连串的棒球队，包括拥有纽约扬基队(愿)的股份。

我曾经期待着与约翰的会面。我第一次和他相识是在 愿年我在美林公司工作的早期。那时，美林公司和其他诸如迪安·威特公司，史密斯·巴尼公司和谨慎银行这样的经纪公司已经积累了大量的资产。我在美林工作时，参加过向美林的各个公司介绍约翰·宰利公司的世界货币基金或米尔本及亨利基金情况的路演工作。那时，我对约翰和他的公司非常了解。愿世纪 愿年代，他在美林设在美国和欧洲的分支机构中发展了很多的关系，并且一直持续至今。

愿 纯粹的期货交易商

愿岁的亨利，一直是最大的期货交易商。目前资产为 愿亿美

元，而 1997 年 12 月，资产达到高峰时为 10 亿美元。作为对冲基金业一个分支战略的管理期货业，估计总共有 100 亿美元的规模，而任何一家公司的资产就占 1%~2% 的比例。亨利在全世界的金融、非金融期货市场以及远期交易市场进行交易，包括：货币、利率、股票指数、金属期货、能源期货以及农产品期货。

亨利更愿意将自己的公司视为商品期货交易顾问，而不是对冲基金，但为了方便，他也接受后一种称谓。不像其他如卢奥伊斯·培根（Luis Bacon）或保罗·图多尔·琼斯（Paul Tudor Jones）那样的期货交易商，后来发展为全球宏观对冲基金经理，亨利一直是一个纯粹的期货交易商。他在某些交易项目中确实交易了少量的标准普尔指数期货和那斯达克指数期货。

他说他单独交易股票，但不是为了客户。“关于这个问题我考虑了很长时间，但已经有许多人做得很好，似乎不需要我们来提供这种服务。客户们已经有资金投入股市了，他们不需要我们去做。”他同时注意到，股票并不是流动性最好的投资，尤其是与期货相比。

在管理期货业，大多数交易使用计算机自动交易，而不是由人来审慎决定。同时他们曾经征收较高的费用，为 1% 的管理费加 1% 的激励费，或 1% 的管理费加 1% 的激励费，而一般的对冲基金管理公司为 1% 的管理费加 1% 的激励费。1997 年 12 月，亨利将其 1% 的管理费加 1% 的激励费的费用结构改为 1% 的管理费加 1% 的激励费。费率的降低可以在业绩不稳的时期起到安抚投资者的作用。同时，这一改变使重点更多地放在报酬的激励费部分，而固定的管理费部分的重要性降低了。

在管理期货业，亨利一直保持低调和谦逊，不显山露水。我一直知道他是一个有远见的人。在 1997 年的一次行业协会大会上，他

发表了重要的讲话，指出管理期货交易商有必要降低费用并提高风险管理技术来吸引机构投资者。他认为吸引机构投资者对于管理期货业的长期生存非常关键。他的许多同行不乐意听到这些，甚至他自己公司的人也不接受这个观点。但是，在长期内，他将可能被证明是正确的。

亨利说，**第一**公司试图遵循一种持续发展的哲学，这与信诚投资公司（**第二**）的内德·约翰逊（**第三**）所使用的相似。

在管理期货业，**第一**公司经常第一个推出新产品。亨利已经进行了发展有效总收益互换产品的工作。尽管这一产品与许多传统指数的互换产品没有多少不同，但**第一**公司使那些互换产品在使用杠杆和资本配置方面取得了重大进步。**第一**公司还在决定使用多少杠杆时需要审慎决策的结构化票据（**第四**）方面进行了发展。这为想知道或需要知道（**第五**）如何表现的规律的购买者提供了更大的方便。亨利注意到，“作为一个自律的、系统的经理不仅需要适应投资，还要适应如结构化票据和互换这样的产品的发展。”

第一公司还有一些自有的交易账户，可用来检验新的想法和方法。公司还为防御性投资项目在股票市场进行前期的工作和交易，该防御性投资项目可作为只做多头投资的另一种选择。目前，**第一**公司没有向其他基金管理公司投资，但也正在开发这一方面的产品。

愿愿 长期趋势的跟踪者和偏差交易者

如果用一个主题来概括亨利的哲学，那就是他知道一个人不可能预测任何事情。

亨利是一个追随长期趋势的人。他的哲学建立在这样一个前提下，即在做出投资决策时，市场价格是需要知道的关键信息。他说，“市场就是人们的预期，”这些预期是通过价格趋势来传达的。“我们生活在一个不确定的世界。一个人不可能预测将来的任何事情。在一个不确定的世界，识别并追随长期趋势可能是长时期内惟一可行的投资方法。”

亨利认为人工的方法更有价值，因为技术方法和连续性检验都不能应用到全权交易中。

亨利说，他的优势是有耐心，他的目标非常长远。他希望一般在每笔交易中持有头寸的时间是几个月而不是几天。头寸持有的时间也有长达一年甚至更长的時候。亨利说华尔街的专业人士告诉他，~~任何~~公司可能是与他们打交道的期货交易商中最长线的公司。他又说，“这种(长线)战略有助于降低成本，加快增长速度。”

亨利说，当他在 1951 世纪 50 年代第一次研究市场时，就想找到一种能在许多市场条件下都适用的方法。他的研究表明，在过去几十年里最有效的方法是长线投资。“在面对市场趋势不好时，真的想采取行动。通常在假定价格波动是不好的前提下，这被称为‘避免波动’。然而我发现避免波动的确限制了处于长期趋势中的能力。关闭停损头寸，保留待执行交易在长期内成本很高。长线方法不回避波动，而是耐心地守株待兔。这样减少了被迫退出一波主要的长期行情的可能。”

他相信在困难的交易时期(如对管理期货交易来说过去 猿年就是困难时期)保持耐心是一个人最重要的武器。“我从来没觉得我们有神秘的黑箱。我们有跟随趋势变化的哲学。我们设定杠杆以保证当困难时期结束时我们仍然能够生存。在那样的时期，我

们不追求丰厚的利润，我们追求仍然持有头寸，以跟随能持续几年的主要行情。”

基金的杠杆率在资本的猿-远倍之间。管理期货业的杠杆与对冲基金业的不同，是缴纳的保证金与合约价值的比值，以此反映经理掌握的资金量。

亨利强调市场总是处于变化之中。在他开创事业之时，他注意到市场的动力是货币供应。现在，市场没有单一的动力。市场总在不停地变化，新的变量和事件成为动力。例如，现在(猿园年 怨月)，石油和货币的动向成为动力。在 猿年第三季度，动力是亚洲金融危机和在全世界蔓延的风险。他说，“对变化的理解和接受一直是我们的哲学特点。没有人能预测未来。在某一时期驱动某一市场的动力在下一时期将不会起作用。这就是我使用旧模型进行收敛交易(猿年 猿月 猿日)的问题。”

亨利认为，投资者最大的问题之一就是他们固守特定的观念或联系。一些交易员的失败不是他们看不到货币供给和其他一些基本面变量的重要性，而是在市场出现新的动力时，他们还继续认为旧的仍然重要。固守陈旧的经验或过时的统计上的联系远比接受市场不可避免的混乱和变化动态危险。

亨利对他的交易形式除了叫“跟随趋势”外，又叫“偏差交易”(猿年 猿月 猿日)。“市场改变，走向新的均衡价格的时候是我们盈利的时候。当市场从当前状况产生偏差，就会出现行情，这时就是盈利的大好时机。我们不预测发生改变的时机，我们只是耐心地在各个市场交易，并保持头寸，以便于当行情到来时抓住它。”他强调这不应该同被动投资混为一谈，因为电脑程序每天 圆小时都在运转，以便在市场噪声中发现行情到来的信号。

亨利 严格风险控制

亨利曾经以交易记录的不稳定而出名。在过去几年里，业绩的波动性减弱，1987年是这一问题的分水岭。例如，1985年，作为历史第二长、规模第二大的金融和金属期货投资项目，上升了 25%，仅在 1986 年一个月内，该项目就上升了 15%。而在 1988 年，该项目损失了 15%。正是这种情况促使他加强了风险控制。1989 年，该项目反弹了 15%。

亨利说，市场广泛而强劲的行市使得长期方法易受到回调的打击，并且这样的事确实发生了。市场的波动太大，使得信托投资者难以承受。尽管 宰恩公司在年底前又创新高，但他降低了杠杆率。

他不认为这种交易形式有压力。主要的压力在那些对 宰恩公司的做法不理解的投资人身上。“每次当我们有持续业绩不良的时期，他们就怀疑是否我们的哲学不再有效。我经常接到这样的问题，‘市场改变了吗？’（和抱怨）在跟随行情方面投入的资金太多了。”我经常说市场确实发生了改变，并会一直发生改变。那就是我们成功的原因。”

但亨利的意识中确实是用长远的眼光看待任何问题。“建立在正确的哲学基础上的方法将在长期内保持成功。可能会有较长的业绩不良的时期，所以如果使用了杠杆，就一定要相应地加以控制。”

这些年来，亨利的哲学一直保持不变——无论是在上升的年份还是下跌的年份。他的观点是市场总是在变化，是动态的。“你必须遵循建立在变化基础上的哲学，并且在任何行业或事务中适应变化不如跟随大市好。”

他说跟随行情的本质就是随着时机变动。

亨利相信所有成功的交易商都是行情跟踪者——即使他们说他们不是。他认为真正的问题是“你如何定义行情？”而不是“你是行情跟踪者吗？”一些人将行情定义为短线，而另外一些人是中线或长线投资者。

愿缘 值得记忆的日子

历史上，在股市大跌时，管理期货交易商总是一只独秀。通常在这样的时期，他们是惟一表现不错的投资类型。这种情况发生在员愿年 愿月和 员愿年 愿月。 员愿公司证明了这一点。

在 员愿年，金融和金属期货投资项目全年上涨了 愿缘。第四季度是 员愿公司历史上收益最高的季度。亨利回忆起这段时期时，他说他认为他为股灾准备好了头寸。那时， 员愿公司在全世界卖空股票指数期货。不幸的是，利率工具的行情使他们在这一领域也进行了卖空。在股灾当天，他们表现出色，但是到第二天开盘时， 员愿公司损失惨重。损失又蔓延到货币交易。尽管受到重创， 员愿公司最初损失不小，但 员愿年该季度最终却成为亨利事业史上业绩最好的季度。美元最终急剧下跌，金融与金属期货账户全年的净收益超过了 愿缘。

员愿年引起市场大混乱的俄罗斯和长期资本管理公司危机，也使 员愿公司收获颇丰。在这期间， 员愿公司的所有投资项目都表现良好。愿月和 愿月间，当股市大跌时，其金融与金属期货投资项目收益超过 愿缘。 员愿年全年，该投资项目上涨了 苑缘。

员愿年， 员愿公司的金融与金属期货投资项目下跌了 员缘——

是其最大的年跌幅。关于 1980 年和大部分 1980 年的市场，亨利说他为他已习惯看到的整个行业的行情最终没有出现而感到失败。“每次当我们的业绩不佳时，你就能听到人们说，‘跟随行情已经不灵了，市场已经改变了。’那是一种矛盾的说法。我坚信市场总在变化，并且适于我们基本哲学的时机会再次到来，使我们达到新的更高的业绩水平。”

亨利在困难的 1980 年坚持他的方法和战略。金融与金属期货投资项目在 1980 月下跌了 40% 之后，在第四季度大幅反弹，上升了 50%，使该项目全年的收益达到 15%。亨利公司在第四季度鉴于债券和美元的强劲走势，进行了大笔交易。

识别行情很关键。不是许多人都擅长识别行情，在某些时期，他们识别行情比其他人更为困难。过去的几年和 20 世纪的 70 年代就是例子。在这些困难的时期，通过降低杠杆率而求得生存，这就是亨利的自律的表现之处。他的哲学是“是什么”比“应该是什么”更重要，尤其是关于价格和市场走向。

8.1 多元化投资

亨利说他经常把自己视为一个保守的投资者，这也是为什么他对他的多元化投资项目有所偏爱的原因之一。然而，鉴于客户的需要，进取型的金融与金属期货项目在公司内占据主要地位。他估计，在高峰时，该项目占公司业务的 30%。

他个人是一个保守型的投资者。事实上，有报告显示，他在收买佛罗里达青枪鱼棒球队的时候，1 亿美元的费用是用国库券支付的。公司合伙人连同客户的资产一起在 1000 万 ~ 2000 万美元之间

(绝大部分的资金是亨利本人或 斧勾公司的,而亨利通过信托关系拥有 斧勾公司的资金)。

亨利提供四个类别共 190 个投资项目——即广泛多元化项目(广泛多元化项目)、金融项目(金融项目)、外汇项目(外汇项目)以及多种风格项目(多种风格项目)。每个项目的风格、时机选择和市场类型的组合不同。投资风格的不同是基于投资项目在市场中使用几种交易方向——多头、空头还是中立,还取决于决定头寸规模的方式。时机选择指的是行情的识别是在短期内,还是在很长的时期内。投资项目还可以由进行交易的市场来划分。总体上, 斧勾公司在全世界的大约 150 个市场上进行交易,平均拥有约 100 个头寸。

广泛多元化项目包括初始投资项目(初始投资项目)、全球多元化项目(全球多元化项目)和 斧勾全球分析学项目(斧勾全球分析学项目)。在这一类别中,初始投资项目是最大的,管理的资产总共有 100 亿美元。初始投资项目有两种交易方向,即头寸既可以是多头的,也可以是空头的。时机选择是长期型的。它是一种在所有主要市场类型中进行交易的多元化项目——市场类型包括利率、股票指数、货币、金属期货、能源期货和农产品期货。

金融项目包括金融与金属期货项目(金融与金属期货项目)、世界金融远景项目(世界金融远景项目)、全球金融投资组合(全球金融投资组合)、国际货币与债券投资组合(国际货币与债券投资组合)以及全球债券项目(全球债券项目)。在这一类别中,金融与金属期货项目的规模最大,有 100 亿美元。它是在 1969 年 10 月开始交易,寻求识别并利用货币、利率、金属期货和非美国

股票指数中的中期价格行情。金融与金属期货项目要等到市场行情完全清晰后才进行投资。它的投资风格有三种交易方向，换句话说，头寸可以是多头的、空头的或中立的。亨利注意到金融与金属期货项目在市场上升时，表现更好，而在市场下跌时表现更糟。

外汇投资项目包括国际外汇项目（~~圣保罗标准普尔 500 指数~~）、欧元货币组合（~~欧元期货与期权~~）和美元项目（~~道琼斯工业平均指数~~）。其中最大的是国际外汇项目，有 ~~1.5 亿美元~~，该项目寻求并利用主要货币和次要货币的中期价格行情，主要在银行间市场从事交易，交易可以为多头、空头和中立的。

多种风格投资项目包括战略分配项目（~~纳斯达克 100 指数~~）。该项目从 ~~1989 年 7 月~~ 开始设立，最近已经发展成为最大的项目。截止 ~~1999 年末~~，资产达到 ~~1.5 亿美元~~。~~亨利~~公司向该项目中分配不同的战略。~~亨利~~公司对于项目的选择以及每种项目的投资分配的抉择都是由投资委员会来决定的。~~亨利~~公司的 ~~15 个~~项目的任何一个或全部都可以应用到战略分配项目中。在各个项目间的资产分配以及所使用的项目的选择是动态的，随投资委员会的决定而改变。一般地，对每一单个项目的投资分配最多不超过账户资产的 ~~10%~~。

8.1 规模

亨利注意到今天的市场比 ~~1989 年~~ 的市场大得多。在 ~~1989 年~~，他没有在全球范围内交易。最初，他认为为实现全球多元化的资产规模应为 ~~1 亿美元~~，而今天大约应该是 ~~10 亿 ~ 15 亿美元~~。

~~亨利~~公司从事滑动研究，以检验所持有的头寸对公司参与的市场的影响。在过去 ~~10 年~~ 之中，~~亨利~~公司已经看到了该问题已经解

解了(滑动的意思主要是指某交易的第一笔价格与所持有的头寸整体被执行完的平均价格之间的差异)。但亨利注意到规模也可能对经理有利。如果你有合约需要出售,会有人主动上前来支付你的价格。

但是鉴于 笨匀公司的规模,它在某些市场没有交易,例如橘子汁、钯金属或燕麦期货市场。他们主要关注于流动性较好的金融和货币市场。

亨利说今天大多数的客户是美国本土的基金,这些基金主要由零售客户组成。笨匀公司的客户是像美林、迪安·威特公司和谨慎银行这样的最大的合伙公司。美国之外的投资者通过美国的经纪公司来投资。他注意到一些美国之外的投资者因为 笨匀公司遵循某种原则而将公司看作是一只黑箱。他不同意这种说法。“交易是一种哲学,不是黑箱。市场是人们的期望。”

亨利每个月向投资者提供一份报告,阐述每一主要市场的主要动态,而没有提供具体的头寸和细节。

愿图愿 公司的组织化

在组织公司方面,亨利比其他对冲基金明星经理们成功。他从 员愿年就处于半退休状态,即不从事日常事务管理,现在有 愿多人 为他工作。他不像其他大多数受访的对冲基金经理那样,他不是 一个基本面交易商。也许正是他的人工的、跟随长期行情的方法使他 能够部分地退身而出。

他承认他不喜欢经营公司,但喜欢绝大部分投入到公司工作的人。

公司由职能来进行架构——分为交易部、研究部、信息技术部、

投资支持部、协调部、投资者服务和营销部、公司财务部、管理部以及人力资源部。

对于那些需要跨越公司部门的专长以提高决策水平的活动，就利用委员会。最重要的委员会是投资政策委员会，由亨利担任主席。这个高级顾问小组主要负责判断并监管各个交易政策，以及与 宰因公司投资程序的实施和其应用到市场相关的事务，包括新市场和战略的研究、流动性、头寸规模、规模极限以及业绩周期。除了亨利之外，文瑞·塞德拉切克(灾灾灾灾灾灾灾灾)和马克·热佩任斯基(灾灾灾灾灾灾灾灾)也是投资委员会的成员。作为总裁和首席运营长官的塞德拉切克还负责日常事务的管理。在他 灾灾年来到 宰因公司之前，曾是哈佛管理公司(灾灾灾灾灾灾灾灾)的执行副总裁和首席财务长官。热佩任斯基是研究与交易部的高级副总裁。

尽管在决定报酬体制中，有关个人和集体业绩的所有因素都被考虑在内，首要的决定因素还是公司的业绩。

在 灾灾年之前，公司在康涅狄格州的韦斯特波特(宰宰灾灾灾)还有一处办公地点，那里曾是管理部、协调部和营销部的总部。后来该处办公地点与在佛罗里达州的博卡拉顿(灾灾灾灾灾)的总部合并，合并的原因部分是由于韦斯特波特的租金上涨，还因为期货市场的景气。博卡拉顿的办公地点是亨利所在的地方，在这里进行交易和研究工作。

亨利说他确实没有典型的一天。以他现在的角色，他几乎没有每天必须做的事情。“在这一行里，如果你没有参与到一笔交易中去，观察市场是非常浪费时间的事情。我的好奇心促使我经常坐在报价屏幕前。在世界上我所参与的市场的某个地方总有故事在上演，通过价格变动来观察事态的发展是很有意思的。”除此之外，日本市

场在东部标准时间凌晨两点闭市之前，他是不会上床睡觉的。

亨利将大量的时间用在研究方面。并且研究经常不是集中在股票上。他关注相关系数以及平衡投资组合的方法。“你不能研究圣杯，你不能进行调整。你做的越多，将来的效率就会越低。”

亨利说他今天的角色就像是父母在看着孩子长大。原则和程序已经被规定好了，他只是注意观察它们是否被执行。他可能给一位交易员打电话，问他，“我们做这个好吗？”而不是说，“去做这个。”

亨利还没有想过彻底退休，让公司在没有他的情况下继续运转。他也没兴趣将公司出售，因为那样会给他带来现金，而他早已有很多了。但从技术上讲，因为公司是机械系统，它能被出售。

愿怨 对股票采用防守型方法

亨利认为，市场上过多的钱集中于过少的人手里，一些大的全球宏观管理公司的解体对于一般的市场参与者，尤其是管理期货交易商来说可能是件好事。“市场应该致力于价格的发现，而不是做出膝跳反射般的反应。”

在亨利看来，今天的美国人对于股票的态度已经失去理智。他们的期望只是基于过去缘年的表现，他说，如果有一件事是肯定的，那就是在过去缘年让他们赚钱的东西，在今后缘年将不起作用。

这种态度并不影响到期货市场——只影响股票市场。在采访的时候疯狂上涨的股市对于他所交易的利率和货币期货影响很小。

亨利研究股票已经许多年了，但是股票在他心目中的地位很低，因为缘年公司在期货领域已经做得很好了。亨利说公司将单独地引入股票交易，并且将成为与众不同的股票投资者或经理人。

在新的尝试中，他们将把他们过去 30 多年在金融市场学到的经验应用到股票投资组合中去。亨利解释说，“我们肯定会使用防守型的方法，既不向多头方也不向空头方倾斜。我们的关注焦点将是使用我们的基本哲学，即你不可能预测任何事情，因此跟随行情是最为谨慎的投资方法。我们将投资于某些特别的股票板块，并且在投资组合中拥有的股票数量要比大多数的经理多得多。我们不试图预测哪一只股票或哪个行业将会走好，而是根据股票的走势和波动性来判断他们在长期内的价值。”

亨利相信持有股票的长期收益不取决于选择表现将会好于大市的特定的股票。他相信如果你基于股票的特性而不是它们的前景选择足够多的股票，你就可以赚取长期利润，就像保险公司通过为大量的个人保险而赚钱一样。这样，无论市场上升还是下跌，都将使他们赚钱，但是这种广泛多元化而不进行预测的方法的主要益处降低了，比如说，只买入标准普尔 500 指数的收益。

亨利 分析能手

亨利 1929 年出生在伊利诺伊州的昆西(昆西)，他的童年的大部分时光是在阿肯色州的弗里斯特城(弗里斯特城)度过的，他的父亲拥有一些农场。当他 13 岁时，他的父亲去世了，他接管了家族的 1000 英亩(1 英亩 约 6460 平方米)土地并自学了套期保值的技术。他开始进行玉米、小麦和大豆的投机交易，最终成为一名商品期货交易顾问。1951 年时，他在加利福尼亚州的纽波特比奇开创了他的第一个公司。1952 年公司总部迁到康涅狄格州。同年，他又迁到了博卡拉顿，康涅狄格州的办公地点在 1955 年关闭。

曾有报道他说自己的智力水平中等，但对于数字很敏感。哲学一直让他着迷。当他还是孩子时，他在头脑中计算棒球击球和得分的平均值，这成为后来掌握期货交易的技巧。他进入过几家社区学院，学习了几门夜校课程，但从未拿到过大学的学位。尽管他参加了由哈维·布罗迪（Harvey Brody）教授的课程，但没有注册，他们二人公布了一套让赌博者在二十一点游戏中打败奇人的方法。

亨利说他有能读出言外之意的能力。识别出哪些信息与未来有关系是非常困难的，这需要能在纯数字中看出其他信息的能力。他举了未加工钻石的例子，未加工钻石从1953年到1957年连续5年价格不断上涨。在纽约市，每个人都相信钻石的价格不会下跌。钻石商人甚至部分停业，因为他们仅凭借存货的升值就已赚了不少钱。

他说，在当时还有类似的情况，他在中西部拥有农场。每个人都相信农场的价格永远也不会下跌，许多他认识的农场主相信他们不得不用不可能赚钱的价格和利率来购买土地。“1957年，我研究了市场的历史，发现这是一个典型的现象，即从美国的中心地带到曼哈顿的街头，某些硬通货部门的人们相信世界已经完全进入了一个新的境界。这是人们对于长期价格差异的反应方式。他们开始相信现在发生的一切将会永久持续下去。事实是新的情况确实出现了，而且比任何人预期的都要长，使一些促使价格趋同的交易商破产。但是新情况不是永久地持续下去，又一种新情况出现了。这就是为什么我要跟随行情的原因。1962年后，钻石的价格仍然只是当时的大约1/3。中西部农场的价格也还不到我在1957年出售土地时的价格。”

亨利相信没有人能预测未来，这个世界是十分不确定的。因此，一个人必须有一定的智慧来确定哪些数据（如果有的话）对于投资是

重要的。“大家现在的想法是，在过去 10 年中股票的业绩比其他任何投资品种都要好。这与今后 10 年的情况可能没有什么联系。但是在 10 年内你不可能说服任何人放弃这种想法，即 10 年的业绩不能使股价涨上天。现在，人们都相信在新情况或新经济中那些支持股价不断上涨的数据。但是他们不知道熊市的到来是不可避免的。

表 8-1 列示了其投资金融和金属期货项目的净收益率。

表 8-1 金融与金属期货项目的净业绩 (续)

年 度	净 收 益 率
1980	20.0%
1981	10.0%
1982	25.0%
1983	15.0%
1984	10.0%
1985	15.0%
1986	10.0%
1987	25.0%
1988	15.0%
1989	10.0%
1990	15.0%
1991	10.0%
1992	15.0%
1993	10.0%
1994	15.0%
1995	10.0%
1996	15.0%
1997	10.0%
1998	15.0%
1999	10.0%
综合平均年收益率	15.0%

- ① 交易开始于 1980 年 1 月。
- ② 投资增加和赎回的时机提高了 1982 年的收益率。1982 年新开的三个账户的收益率分别达到了 1982 年、1983 年和 1984 年。

