

布鲁斯 · 科夫纳

世界级的交易商

今天,布鲁斯 · 科夫纳(Bruce Kovner)很可能是世界上最大的银行间货币市场 Interbank Currency Market 和期货市场交易商。仅在 1987 年一年中,他就为自己以及基金中其他幸运的投资者,赢得了超过 3 亿美元的利润。在过去的 10 年里,科夫纳实现了 78% 的年平均复合收益率的辉煌战绩。1978 年初,在科夫纳处投资的 2000 美元,10 年后就成了 100 多万美元。

尽管有了这些难以置信的交易纪录和巨大的成交量,科夫纳仍努力保持低姿态。他拒绝所有的采访,以此保留自己的隐私和神秘。但这一次,他破例了。

科夫纳说:“看起来我无法避免某些抛头露面的事,而且事情常常被歪曲,变得离谱。我想这次采访至少可以有助于建立一个精确的记录。”

同那些想象中的、持仓总面值可以用几十亿美元来衡量的交易商的形象不一样，科夫纳有着敏锐的理解力与随和的言谈举止。在高杠杆效应的货币和期货市场中，他更像是一名教授，而不是一名大规模的交易商。实际上，科夫纳就是作为一名学者开始职业生涯的。

从哈佛毕业后，科夫纳在哈佛和宾州大学教授政治科学。尽管他喜欢教书，但他对学术生活并没有太多热情。“我总是在上午面对白纸，然后想写些什么辉煌的东西，我没有从这种过程中得到过乐趣。”

70年代早期，科夫纳曾管理过一些政治竞选活动，他想最终自立门户。他放弃了政治，因为他没有经济来源，也没有沿政治的阶梯往上爬的热情，虽然那时他还给各种州政府和联邦政府的部门当顾问。

在寻找职业方向的过程中，科夫纳在70年代中期将他的注意力转到了金融市场。他相信他所受的经济学和政治科学的教育提供了最适宜的背景，而且他还发现为做好交易而去分析世界的想法颇具魅力。大约有一年，科夫纳专心地研究市场以及相关的经济理论。他阅读他能搞到的所有书籍。

他深入研究的主题之一是利率理论。
“我爱上了收益曲线 (Yield Curve)。”

“收益率曲线是政府证券的收益率与到期日之间的关系。例如 如果连续的长期债券的收益高于短期债券的收益 —— 比如 五年期国库券的收益比一年期的高 —— 那么在图表上收益曲线就会是一条持续上升的斜线。”

科夫纳对利率市场的研究与利率期货交易的最初年景同时开始。那时 利率期货市场还不成熟 价格也严重扭曲 这些本应很快被今天的套利者根除，但它们却持续至今。就像科夫纳解释的那样：“对于花旗银行（Citibank）和索罗门兄弟公司（Solomon Brothers）来说 市场还无足轻重 但对我已经足够了。”

科夫纳发现的主要异常现象之一与不同期货合约间的价格差有关。期货以特定的月份交易（例如，3 月、6 月、9 月和 12 月）考虑普遍存在的商业周期 利率理论预言，近期合约（例如，3 月）应比远期合约（例如，6 月）的价格高（低收益率），尽管最近的两个合约确实趋向于反映这种关系，但是科夫纳发现较远期的合约间的价格差 常常从几乎是零的水平开始。他的第一个交易是买入一份远期合约，并卖出一份更远期的合约，他希望随着时间的流逝，当远期合约变成近期合约时，二份合约间的价格差会扩大。

那第一个交易正像教科书上的理论讲的那样，科夫纳完全成了一名交易商。他的第二个交易是市场内套作（Intramarket Spread）在同一个市场 对同种期货 买入一个月的合约，并卖出另一个月的合约）在这个交易中，他买入了铜的近期合约，并卖出远期合约，他希望铜的供应紧张能使近期合约的价格高于远期合约虽然事实最终证明他的想法是正确的但是他行动得太早，并在交易中输了钱。在这两个交易结束后，科夫纳仍然有所进步，他 3000 美元的初始资本增加到了 4000 美元。

我的第三个交易真正使我进入了职业生涯。1977 年初，大豆市场出现短缺。每周的榨豆（Crush）都出乎意料，没有人相信这个数字（榨豆是用来做豆粉和豆油的大豆数量）。我注意 7 月/11 月合约的差价（老的 7 月合约与新的 11 月合约间的差价）。既然看起来我们在耗尽所有的大豆，那么我想老的 7 月合约定会扩大它与新的 11 月合约的差价。这个差价的盘整范围很小，7 月的合约仅有 60 美分的溢价。我计算出我可以容易地在盘整区以下，大约 45 美分的溢价处获利。那时，我并未意识到价格差会有多大。我在 60 美分附近做了份差价，“也就是，买入 7 月的大豆，同时卖出 11 月的大豆”但差价扩大到 70 美分。然后我再做另一份差价。我不断地堆金字塔。

你建立的头寸有多大？

我最终建立了大约有 15 个合约的仓位，但在那之前我不得

不换一家经纪公司开始时，我在家小经纪行里交易。公司的头是一位资深的场内交易商，他每天都要去交易，发现了我做的头寸。那时，我已经把我的仓位增加到 10 或 15 份合约一份净合约的保证金是 2000 美元，而差价保证金仅是 400 美元。

他告诉我：“你交易的差价仓位就像个净多头头寸（Out-right Long Position）。我要把你的保证金从每份 400 美元增加到 2000 美元。”（差价合约保证金比净合约的保证金低，这反映出一份净多头或空头合约比差价头寸的波幅更大。理由是：在差价合约中，头寸中的多头合约部分可能至少是部分对冲了空头合约中的价格运动。然而，在商品短缺的条件下，一份间作作物的差价合约，比如做多 7 月的大豆合约 / 卖空 11 月的大豆合约的波动可以与净多头或空头头寸的一样剧烈）

他显然很关心你头寸的风险。

是的他注意到我仅在一份像净多头头寸的差价合约上放了每份 400 美元保证金。

实际上，他是对的。

他是对的，但我大发雷霆。

你大发雷霆是因为你觉得他做得不公平，还是……

嗯，我不能肯定我曾认为他做得不公平，但是我当然明白他是我目标的障碍。我把帐号移到了一家大经纪行，并有了一名不太能干的经纪人。市场继续上升，而我继续增加头寸。2 月 25 日我开了第一份差价合约；到 4 月 12 日，我的帐户达到了 43000 美元。

你是仅仅在市场上涨的同时增加头寸，还是有什么计划？

我有计划。我会等到市场运动到某个水平并回撤段特定的幅度，然后再增加仓位。我的金字塔式操作未曾出现过问题。

市场开始进入一连串的涨停板运动。4月13日市场创下历史新高。市场极其骚动不安。我的经纪人打电话到我家说：“大豆正在奔向月亮。7月的合约就要涨停了，11月的肯定也要涨停。你还在11月的合约上做空，真是个大笨蛋。还是让我帮你平掉11月的空头合约，要是市场再拉几个涨停板，你就可以赚更多的钱。”我同意了，然后我们平掉了我的11月的空头合约。

全部平掉？

全部平掉（他大笑）

这是个一时冲动的决定吗？

是一时的神经错乱。15分钟后，我的经纪人给我回了电话，他听上去惊惶失措。“我不知该怎么告诉你，不过市场跌停了，我不知道能不能帮你平仓。”我震惊了，大喊着命令他为我平仓。市场的跌停板略微打开，所以我脱身了。

你在跌停板上平仓了吗？

我在跌停板和跌停板略微上方之间的位置平的仓。我可以告诉你损失的程度。在我平掉11月的空头合约，留下7月的净多头合约时，我大约有45000美元。但在那天结束时，我的帐户上只剩下22000美元。我震惊不已。我不能相信我有多傻——我多么错误地理解了市场，尽管我已经研究市场多年。我愤愤不平，几天没吃东西。我几乎断送了作为一名交易商的职业。

但比起你 3000 美元的本金，你还是有了 22000 美元。恰当地看，你的盈利相当高。

绝对是的。我的盈利相当高 但是.....

是决策错误的愚蠢，还是你挽回的钱，使你如此痛苦？

不，那根本不是钱的问题。我想那是我意识到市场里真的有“火”。在那以前，我的 3000 美元直奔 45000 美元，没有一丝痛苦。

在赚钱时，你认为那是“小菜一碟”吗？

确实是小菜一碟。

你想过牛市最终会朝反方向运动吗？

没有，但很清楚，我在恐慌的一瞬间决定平掉差价头寸的空头合约，完全是无视风险。我想使我很不痛快的是，我意识到我失去了我本认为我有的理性步骤。那时，我意识到市场真的可以像它给你钱的速度那样使你输掉钱。那件事给我的印象极为深刻。实际上，我很幸运地以 22000 美元出局。

我想你那天的快速反应避免了一场彻底的灾难。

绝对是的。那天以后，市场以它上升时的速度直线下滑。或许，即使我没有做出愚蠢的决定，也会犯随市场下跌的错误。

差价合约最后怎么样了？

差价合约崩溃了。最终，它跌到我最初买入的位置以下。

那是你最惨痛的交易吗？

是的。非常惨痛

即使如此，你实际上还是在交易中赚了大钱？

在那个交易中，我的钱增加了 6 倍。当然，我是得益于疯狂的杠杆效应，而且我并不明白我的头寸的风险有多大。

在你的经纪人打电话告诉你市场跌停了以后，你立即平掉所有的头寸是因为恐慌，还是对控制风险你有种本能的感觉？

我不能肯定。那时，我意识到我已经受到了严厉处罚。至今，如果什么东西突然让我情绪不稳，以及我认为市场将出现反转，我会平掉所有与此相关的头寸

你有最近的例子吗？

1987 年 10 月 19 日——股票市场暴跌的那一周。我在 10 月 19 日和 20 日平掉了所有的头寸，因为我感觉世上出现了我不理解的东西。交易的首要原则——很可能有许多首要的原则——是不要让自己陷入一种糊里糊涂亏钱的状态，即，如果亏钱，也要明白自己为什么亏钱。

让我们再回到你的大豆交易后的日子。你是什么时候重新开始交易的？

大约一个月之后。几个月以后我的帐户回到了大约 40000 美元那时，我应聘了商品公司交易助理的职位。迈克尔·马库斯 (Michael Marcus)，一位著名的交易大师，以他特有的方式给我面试。几周后，他再次让我回到商品公司。“好了，”他说，“我有好消息，也有坏消息。坏消息是我们不能录用你为交易助理：好消息是我们录用你为交易商。”

商品公司给你多少钱进行交易？

35000 美元。

同时你也用自己的钱交易吗？

是的，那是我最高兴的事。商品公司有个政策，允许你交易自己的帐户。迈克尔和我都是进取型的交易商。

你受迈克尔的影响吗？

是的 非常大。迈克尔教了我一件重中之重的事（停顿）

那是伟大的引言。这句妙语是什么？

他教我，你可以赚到一百万美元。他告诉我如果你专心致志，奇迹就会出现。你很容易错过你实际上可以做的事。他告诉我如果你建立头寸并严守交易纪律，那么你就可以赚钱。

听起来他给了你信心？

是的。他还教会我另一件绝对重要的东西：你必须原谅自己经常犯错误；这没有什么不正常。迈克尔教会我做出最佳决策。犯错误，再做出下一个最佳决策，再犯错误，再做出第三个最佳决策 然后使资金翻倍。

你是世界上最成功的交易商之一，只有很少的交易商有这样的能力。是什么使你与众不同？

我不清楚为什么有些交易商可以赚钱，而另一些则不能。但我认为有两个重要因素。首先，我想象明天的市场会与今天不同的关键在哪里；我可以想象大豆的价格可以翻倍，或者一美元可以跌到一百日元其次，我在压力之下保持理性和纪律。

交易技巧可以教授吗？

很难。多年来。我试图教过大约三十个人，那些人中只有四个或五个变成了优秀的交易商。

其余的二十五个怎么样了？

他们都破产了——这与智力无关。

当你比较那些成功的受训者和失败的受训者时，你发现了什么不同的特征吗？

成功者 往往坚强、独立 而且逆反。他们能持其他人不敢持的头寸。他们训练有素，持仓规模合适。一个贪婪的交易商总会被消灭。我知道一些有雄心壮志的交易商，从未保住他们赚来的钱。商品公司有一名交易商——我不想提他的名字——总是留给我杰出交易商的印象。他提出的想法总是精彩纷呈；他选择的市场也常常是正确的市场。从智力上讲，他比我更了解市场，然而我能保住钱，而他却不能。

那么他错在哪里？

头寸大小。他交易的头寸太大。我每交易一个合约，他要交易十个每年他会在两种不同的情况下使钱翻番，但最终却一无所获

在形成交易决定时，你总是用基本分析吗？

我几乎总是以市场的方法进行交易；我从不不仅仅靠技术信心，虽然我发现技术分析对我帮助也很大，在我不明白市场为何涨、为何跌之前 我决不会轻易下达交易指令的。

那是不是说，实质上你持有的每个头寸的背后都有一种基本面的因素？

我想是的。但我要补充的是，技术分析常常可以使基本面更清楚。我给你举个例子。在过去的六个月，我有理由说明加拿大元会下跌，又有理由说明加拿大元会上涨。我不清楚哪种解释是正确的。如果你拿枪对着我的脑袋，强迫我选择市场方向，我可能会说“下跌”。

随后美国 / 加拿大贸易协定宣布了，这改变了整个市场的面貌。实际上，市场在几天前就开始向上突破，因为谈判即将结束。在那个瞬间，我感觉良好，因为加拿大元价值的组成部分之一刚刚改变，市场已经投了票。

在协定以前，我感觉加拿大元已经高高在上，我不能肯定它是要回调呢，还是继续攀升。当市场开始运动，我就准备跟上这种运动（因为我们有两个重要因素的交汇：基本面的重要变化（尽管，我还没有聪明得足以知道协定会在哪个方向冲击市场）和技术上的价格突破。

你还没有聪明得足以知道贸易协定会在哪个方向冲击市场是什么意思。既然相比美国的贸易，美国 / 加拿大贸易占加拿大的贸易比重更大，假设贸易协定会使加拿大元上涨，不是很合乎逻辑吗？

事实未必如此。我还可以轻易地认为，贸易协定对加拿大元不利，因为消除贸易壁垒会使美国的商品损害加拿大的利益。现在仍有一些分析师坚持这种论点。我的观点是有比我知道得多得多的消息灵通的交易商。我只是把事情归到一起。他们知道怎么做，而且通过买入加拿大元在市场中投票。

概括说，当一个重要的基本面进展发生，市场运动的最初方向常常是长期趋势的最佳暗示？

正是这样。市场通常是指引，因为有些人比你懂得更多

你怎么看待技术分析？

我认为，技术分析既有大量正确的东西，又有大量玄虚的东西

那是个有趣的说法。什么是正确的，什么是玄虚的？

一些声称技术分析能够预测未来的技术分析师，给技术分析增加了许多天花乱坠的宣传。但必须清楚一点，技术分析只能跟踪过去，而不预测未来。你必须用自己的智慧作出结论，些交易商过去的活动中的哪些东西可能说明另一些交易商未来的活动。

对于我来说，技术分析就像个温度计。那些声称对走势图毫不在意的基本分析人士，就像声称从不测量病人体温的医生。那样当然愚蠢透顶。如果你是市场中的一名责任重大的参与者，你总是要知道市场所处的位置——它是过热，活跃亢奋，还是过冷，萧条凝滞。为了领先一步，你要尽可能地知道有关市场的任何东西。技术分析反映了整个市场的观点，而且的确因此发现了不寻常的市场行为。研究价格活动的细节，对我非常重要。研究走势图绝对重要，它提醒我存在的不平衡和潜在的变化。

有时你进行一笔交易，是因为你看着走势图并说：“以前我见过这种模式，它常常是市场上升的先兆。”也就是，即使你没有任何基本面的理由？

是的，有时我会这样做我要补充的是，作为一名已经观察

过大量的市场，并身处许多市场的交易商，一种达到没有人可以理解的交易范围之外的价格运动，并未让我感到困惑不解。如果看到技术指标出现异常的运动，我绝对不会因此大惊小怪，甚至困惑不解。

那通常能暗示你要跟随市场突破吗？

当然能。

虽然市场常常会突破趋势，但应当更注意假突破。

因为没有人知道的原因出现突破走势的，价格变动狭窄的密集成交常常是极佳的风险 / 收益的交易。

如果突破是因为那天《华尔街日报》上有一条新闻报道，该怎么办？

它们很少相关联。物理学中的海森堡(Heisenberg)原理为市场提供了一种分析法。如果仔细观察某个东西，它可能在观察的过程中就会发生变化。如果谷物期货窄幅盘整，而且在《华尔街日报》刊载出一篇关于潜在谷物短缺的报道的那一天突破，那么维持价格运动的可能性就非常小。如果每个人都相信谷物价格的突破原因不明，而且突破突然出现，那么有内在重要原因的可能性就很大。

听起来你是在说，对价格运动的发生原因的解释越少，这个运动就越可靠。

嗯，我确实这样认为。投机商对一种价格模式注意得越多，出现假信号的可能性就越大。市场越是没有投机活动，技术突破的意义就越大。

计算机化的趋势跟随系统的广泛使用，是不是增加了假技术信号出现的频率？

我想是的。有几十亿美元靠使用移动平均线或其他简单模式识别方法的技术分析系统进行交易，这个事实有助于产生更多的假信号。我自己建立了相似的系统，这样我就可以有自己的判断基准。

如果你在价格从一个巩固阶段向上突破的时候买入，而价格却开始朝相反的方向运动——也就是回到了原来的区域。你怎么知道什么时候退出？你怎么区分市场的正常回调与错误的投资决策之间的差别？

无论什么时候建立头寸，我都预先设定止损点。那是自我保护的唯一途径。在我进入以前就要知道在什么地方退出。头寸的规模取决于止损点，而止损点取决于技术分析。比如，如果市场处于一个交易区间的当中，那么把止损点放在那个区间内就毫无意义，因为你有可能遇到突破。我总是把止损点设定在某个技术阻力位之前。

你有没有遇到过这样的问题，其他许多人都用同样的止损点，而市场可能被带向那个止损位置？

我从未考虑过那个问题，因为一个技术阻力位的意义在于——而且我已经花了很长时间研究市场的技术面——市场不该到达那个位置，如果你是正确的话。我尽量避免场内交易商可以轻易达到的点位。有时，我把止损点设在一个明显的点位上，如果我相信这个点位太远或太难达到的话。

举个实际的例子，在最近的一个星期五的下午，债券从一个扩展的交易区间向下高速突破。我能区分的是，这次价格运动来

得十分意外。我十分大胆地卖空债券，前提是，如果我的交易是正确的，那么市场应该不会以前一个盘整区域的一点成交量让价格折返。那是我的止损点。在这个位置 我很安心 因为我知道如果发生这种情况，我就退出市场。

谈到止损点，我想由于你的交易规模，你的止损点总是精神上的止损点，否则那不就成了是真的吗？

让我们这样讲：我已经安排好了我的生活，这样我就可以关心止损点了。它们永远不在交易场内，但它们也不是精神上的止损点。

是什么最终告诉你在一个重要仓位的交易上犯了错误？你的止损点可以限制你最初的损失，但是如果你仍然相信交易中内在的基本面分析，我想你会再试一次。如果你对市场的总体方向判断错误，你不就会受到一系列损失了吗？在什么程度上你会承认交易的失败？

首先，输钱本身会使我松弛下来，所以我会减少头寸。其次，在你说的情况下，技术走势的变化会使我改变想法。比如，我在美元上做空，但是美元突破了一个主要的中期趋势的最高价，那么我就要重新评价我的观点了。

前面你曾提到过 你已经建立了你自己的趋势跟随系统 来指示在这种系统管理下的大笔资金在什么地方会冲击市场。你用自己的趋势跟随系统交易你管理的一部分钱吗？

是的 大约百分之五。

那是你对自己建立的系统的信心吗？

总的来说，我的系统还是帮我赚了钱，但是它们有善变的特性，以及我不喜欢的与风险控制有关的问题。但是，既然对于我的其他交易它们可以提供分散性，所以我在小范围内使用它们

你感觉可能发展一套与一名优秀的交易商做得同样出色的系统吗？

我想那不太可能，因为这种系统的学习功能还需要深入开发。计算机只有在信息和范例的分类明确的时候才能“学”得好。比如，用来医疗诊断的专家系统就相当出色，因为所有的规则都十分明确。发展用来交易的专家系统的问题在于，交易和投资游戏的“规则”一直在变。因为交易决定包含了多方面的知识和因素而且对信息的解释规则一直在变。

你现在的交易量比早年的大得多，这样赚钱是不是难了？

现在能适应我最佳交易规模的高流动性的市场出现频率愈来愈少了。

现在你管理多少钱？

超过 6 亿 5 千万美元。

我想它们中的一半以上是赚来的。

是的，去年一年的利润大约是 3 亿美元

哪些市场因为流动性差使你交易困难？

虽然我喜欢铜市场，但它的流动性很差。所以现在，我在铜市场里吃了一大把却出不来也没赚到钱

ÔÛöïÖîÊîâ ÖÇ°£-ĩñ ÔŰ- ÄŦŦüÄEB; ÖB-Ê²Ã½Ö×æÄÅÄÜ
½ÖÖ×ÖÇ££;

ΙΟΕΙΓ^α Ε-ΟΩ^η ΑιΕ-ΑΞΑ^ΑΟ^Β Ο^Γ ΑΓ^ΔΟ^ΔΑ^ΔΟ^ΔΟ^Δ 1/2 μ^{1/2} ζ^Ω
 ο^Γ Ο^{1/2}»³⁻ 1^Υ Ο^Δο¹α^ΑΕ^{3/4}Ι²» Ι- Α^ΕΕ^Εμ[«]Ε^ΟΑ^ΓΖ^Ο°Ι- μ^ΑΕ^ΟΕ^{1/2}»Α^ΖΟ[»]Ο^Δ
 μ^{1/2} ζ^ΕΕ-Π^ΟΖ^ΟΟ²ζ[·]Ο^ΕΖ[·]Ο^Δ»^{α/2}Ο[»]Ο²»^{1/4}Ο^Γ Ο^{1/2}Ε^Ια[±]Ε^Ο®
 Ι^ΑΕ-Ο^Ωα^ΕΟ^ΕΒ^Ι Ο^ΕΒ^Ι Α^Δζ[·]Ε^ΟΑ²»·Ν^ΑΙ^μΑ^ΟΑ^Ο ζ^ΟΙ^Γ Ο^{1/2}Α^Α
 »¹ζ[·]Ε^ΟΩ^ΩΟ^ΔΒ⁴α^Δα[±]Ε^ΒΙ^Γ °¹α^ΑΑ^ΙΟ^Δα^Δ Ι^Ε

Ääöŭñ çšÈÀÑŭüÄÊß; ÖËÜ×÷ÂÆçĖŭÄÄ¶ƒĐĐŲŲŲ Ę-µ«ÓĐ
Ê±ĚÖÔŔ³ó´óĐĐĞĞÇ

[illegible]

ζ' ΑΕΔ' Αδον4-τ' μ1ΑΕε°- Αδ2ο×Ε14μΑαΑΕε ¼Ε×ΑδΟΕγ
 ΑΔΕ0μΑ3οΕΒε0¼Δ-Αδε1γ ½θ2θ2ο×Ακ04μΑ3Ε-π±ÜΑΕ0Οθε
 1ÜΑ1Ç0θ0μΑ1. ì0μΑΕΑδΕζ

[illegible]

¶ ŌÄãÜÀíµÄ×Ê½ŒÉýÁ;ÓŒ²Ã'Ê¼¼ŒÄĬÖŒÆŒ;