

金融怪傑
(Market Wizards)
(上)

JACK D. SCHWAGER 著
俞濟群・王永健 譯

在你學會飛之前，先得學會耐摔。

—Paul Simon

一個人的上限會是另一個人的下限。

—Paul Simon

如果我想成為流浪客，我會盡可能尋找最成功流浪客的資訊和建議。如果我想成為失敗者，我會尋找從未成功者的建議。如果我想在一切事上成功，我會環顧我四週成功的人，並依照他們的方式行事。

—Joseph Marshall Wade

（摘錄自Havry D. Schuitz和Samson Coslow

合輯之Treasury of Wall Street Wisdom）

目 錄（上）

序.....	7
謝辭.....	9
前言.....	11
我的故事.....	13
第一篇 期貨與外匯	
揭開期貨的神秘面紗.....	3
銀行間外匯市場的定義.....	7
麥可・馬可斯——好戲不再來.....	9
布魯斯・柯凡納——縱橫全球的交易員...	53
理察・丹尼斯——傳奇人物.....	81
保羅・都德・瓊斯——攻擊性的操作藝術	109
蓋瑞・貝弗德——公債大戶.....	131
艾迪・塞柯塔——各取所需.....	141

賴瑞·海特——控制風險…………… 163

第二篇 股票

麥可·史坦哈德——差別認知的概念…… 183

序

本書有許多令人歎為觀止的故事：

- 一名交易員在操作生涯之初屢次被擊垮，後來把三萬美元變成八千萬美元。

- 一名基金經理人做到了許多人不可思議的事——連續五年投資報酬率達到三位數。

- 一名來自美國小鎮的交易員，白手起家，最後成為全世界最大的債券交易員之一。

- 一名曾當過證券分析師的理財高手，憑著主攻股價指數期貨，七年來每月的平均投資報酬率為25%，相當於每年投資報酬率超過1,400%。

- 一名麻省理工學院電機系畢業生，靠著電腦程式操作指示，16年來的投資報酬率竟高達250,000%。

上述這些例子，只不過是本書所訪問諸多理財高手中的若干故事而已，本書訪問的交易員各有其法，成就斐然。

這些交易員如何超凡出眾？大部分人認為，在市場上旗開得勝，一定有不傳之秘，但真象是：我所訪問的這些交易員如有共同特質的話，他們的態度因素比招式來得重要。有些交易員只用基本分析，有些只看技術分析，有些短線進出，有些長期持有。雖然他們的交易方法不一而足，差異很大，但我的心得是，他們的交易態度與原則有共通性，這一點很重要。

想要成功，交易是最後機會之一，它能使一個人在資金相當少的情況下，晉身為百萬富豪；當然，只有少數人（就像本書所訪問的人）功成名就，但至少機會是存在的。

我不奢盼本書的讀者能成為超級交易員——世界上本來就沒有這麼便宜的事，我相信這些訪問能刺激思考，協助多數態度認真、心胸開朗的讀者改進交易的表現，也許有人會因此而成為超級交易員。

Jack D. Schwager
Goldens Bridge, NY
1989年5月

謝 辭

首先，我要感謝Stephen Chronowitz花費極大心力與時間，詳細審閱本書的每一章節，提出許多寶貴的建議。我相信本書如果稱得上有什麼優點的話，他居功厥偉。

我也感謝內人Jo Ann，不僅忍受當了九個月的「寡婦」，而且是一位難能可貴的忠實讀者，常識豐富，不時給我建議，我通常敬謹接受。例如她會說：「這是我所看過你寫得最爛的！」（不用說，那段文字被我刪除了）。

當然，我也要向同意接受訪問的所有交易員致謝，沒有他們就沒有本書。大體而言，他們不須且無意求名，因為他們只替自己所管理的帳戶交易，或已經管理所想要的資金，其接受訪問的動機只是要幫助別人。例如，有一位交易員說：「我剛入行時，發現一些成功交易員的傳記或訪問特別有用，我也希望飲水思源，幫助後進。」

誠摯感謝Elaine Crocker的諄諄善誘，才使我有辦法完成若干章節。我也謝謝Courtney Smith、Norm Zadeh、Susan Abott、Bruce Babcock、Martin Presler、Chuck Carlson、Leigh Stevens、Brian Gelber、Michael Marcus和William Rafter給我建議、指導和其他協助。最後，我要感謝Irv Kessler、Doug Redmond和Martin Presler等三位交易員接受我冗長的訪問，卻沒有納入本書（前兩位是因為我的問題太技術性和深奧，後者是因為出書在即，無暇再做後續訪問和彙編）。

前 言

有一本書叫做《大看板》……，描述一對地球人被外星人綁架。他們被帶到212號鉛子星的動物園做展示。

這一對科幻人物所住動物園的一面牆上有面大看板，顯示股票和商品的報價，另有新聞接收機與電話連接到地球的某個經紀商。外星人告訴這對俘虜，已經為他們在地球上投資一百萬美元，可由這對地球人自行管理，等到他們返回地球時便家財萬貫了。

當然，電話、大看板和新聞接收機都是假的。只不過是要讓這對地球人表演給動物園觀眾看得更生動——時而雀躍歡呼，時而竊笑、憤怒、或恐懼如嬰兒依偎在母親懷裡般得到滿足。

地球人的紙上功夫不錯。當然，這也是外星人的戲碼之一。宗教也混入其中。新聞接收機提醒他們，美國總統已經宣布全國禱告週，每個人都要祈禱。地球人那一週在市場表現欠佳，橄欖油期貨投資小虧，因此他們也祈禱了一番。果真有效，橄欖油上漲。

- Kurt Vonnegut Jr.

《五號屠宰場》

如果隨機漫步理論的學者是正確的，地球上的交易員一定和基爾格·特勞特（Kilgore Trout）小說裡被俘地球人的遭遇相同，一樣迷惘（特勞特是Vonnegut小說中無所不在的科幻小

說作家）。212 號鉛子星上被俘的地球人以爲他們是根據實際報價在操作（事實上不是），真實世界中的交易員認爲他們能憑聰明才智或技巧擊敗市場。如果市場時時刻刻真有效率而且隨機，這些交易員把成敗歸諸於本身的技巧或缺點，但實際上不過是幸運罷了。

訪問本書中的交易員後，使人很難接受這樣的觀點。有人深信，要持續這麼多年贏過許許多多交易員，幾乎不可能。當然，如果交易員的人數夠多，基於機率法則，經過長時間，有些人一定會超越其他人。我想書中傑出交易員能脫穎而出的機率，應由數學家決定。同樣地，本書訪問的交易員自己毫不懷疑，經過長時間，輸贏的問題是由技術而非運氣決定的。我認同這樣的觀點。

我的故事

研究所畢業後，我先幹商品分析師，很興奮地發覺我的經濟與統計分析，正確地預測許多商品價格的重大起伏。不久後，我便起了交易的念頭。問題是，我任職的部門不准分析師進場交易。我和麥可·馬可斯（本書訪問的第一位交易員）討論了我的困擾和處境。麥可說：「我當年在那兒工作時也有相同的問題，你應該學學我，在另外一家公司開戶。」他介紹他新公司一名經紀人給我，我便開了戶。

那時我的薪水低於同部門的秘書，因此也沒有多少資金可以從事冒險。我於是央請家兄投資2,000美元開了個帳戶，由我充當顧問。由於此事要保密，我無法從辦公室打電話，每次買賣就必須搭電梯到地下室，從那兒打公共電話。最難過的不光是每次下單會遲延，令人心急，而是必須小心不讓別人察覺我老是開溜。有時，爲了不讓人起疑，不得不延到隔天早上才下單。

我已經不記得最初幾次的交易詳情。只記得繳了佣金後，斬獲比損益平衡好不到那裡去。後來有了一次令我終身難忘的交易。經過詳細分析二次世界大戰後的整個棉花走勢，我發現由於政府的種種輔助計畫，1953年以來只有兩個產季真正稱得上自由市場（即價格由市場供需決定，而非政府的輔助計畫決定），我正確地做成只有這兩季能用來預測價格的結論。不過很不幸地，我未能結論現行市場資料不夠充分，不足以做出有意義的分析。當時棉花交易價爲每磅25美分，比較這兩個產季，我推論棉花價格會上漲，升到大約32美分到33美分的頂

峰。

最初的預測十分準確，棉花漲了好幾個月，後來加速挺升，並在一週內由每磅28美分躍升到31美分。最後階段的漲升是因為一些我認為無關緊要的消息，我心想：「已很接近我預測的高價。」於是決定放空。剛開始棉花還小漲了一些，很快地便跌破了每磅29美分的水準，在我看來這似乎十分自然，因為走勢和我的分析一致。然而，我的獲利和得意僅曇花一現，棉花價格不久即反彈創新高，還一路上衝，破32美分、33美分、34美分直上35美分，最後我賠光了，被迫出清部位。兩手空空的這段日子，也許是我一生中最難得的空閒，最後棉花價格飆到99美分，比本世紀上一次天價還高出一倍多。

那次交易使我被淘汰出局了好一陣子。接下來的幾年，我又牛刀小試一番，每次交易規模不超過2,000美元，最後又是一筆交易大虧而一無所有。唯一足堪告慰的是我的損失金額比起來算是很少。

兩件事終於打破這種屢戰屢敗的模式。第一，我碰到了史迪夫·柯諾維茲（Steve Chronowitz），那時我是豐布羅爾（Hornblower & Weeks）公司的商品研究部主管，聘用史迪夫為貴重金屬分析師。兩人共用同一間辦公室，且很快成為好友。我是個基本分析師，史迪夫則不同，他完全是技術分析派（基本分析師使用經濟資料預測價格，技術分析師則利用市場內部的資料，如價、量和人氣，來預測走勢）。

在那以前，我對技術分析抱持有色眼光。懷疑那玩意兒只看圖表能有什麼價值。然而，和史迪夫併肩工作後，才發現史

迪夫對市場的預測常常正確，於是我開始體認以前對技術分析的觀念錯誤了。交易要成功光靠基本分析還不夠，必須把技術分析對交易時機的掌握也納進去，至少我這麼認為。

第二項讓我交易反敗為勝的因素，是體認到致勝的關鍵絕對少不了風險控制。我決定不再讓自己因為一筆交易而輸光家當——不管我多麼執著對市場的看法。

很諷刺地，我認為是成功的轉捩點而且是我一生傑作的交易，實際上卻是虧損。當時德國馬克在超跌後漲破長期盤整的區間。依據我對市場的分析，德國馬克正在打底。我在馬克還在築底的時候做多，並且在近期的低檔之下，同時下了取消前有效的停損賣單。我推論，如果預測正確，馬克應不會創新低。幾天後，馬克開始下跌，我在小賠後停損出場。幸虧我這麼做，因為馬克行情重挫有如殞石墜地。在過去，這樣的交易一定使我一貧如洗，但我只是小賠而已。

沒多久，我又看多日圓。日圓經過技術性盤整，蓄勢待漲。我交易時通常只下一口合約，我所能承受的風險是價格下跌15檔，然而我一口氣下了三口合約，今天回想起來真是難以置信。市場沒有回頭。但我出場太早，幸好還保留其中一口合約做長，這口合約使我的帳戶增值成原來的三倍。我從這次開始獲利。接下來的幾年，我善用技術分析、基本分析和風險控制，結果從阮囊羞澀而變成資產超過10萬美元。

美好的時光後來結束了。我發現自己買賣越來越衝動，沒有遵照我所學到的規則。反省過去，我想當時我太恃才傲物，目空一切。猶記得有一次做黃豆虧了。我不但沒有在市場走勢

和我的看法背道而馳時認輸出場，反而過度自信那只是多頭市場的短暫回檔而已，於是加碼買進。我犯了雙重錯誤：判斷失準，又在政府公布穀物收成報告之前加碼買進，後來政府發布利空的報告，使我的資金淨值大跌。好不容易累積的獲利，在幾天內就輸掉了四分之一。

後來我把投資全部變現，買了一幢房子，接著又休假一年，寫了一本書（書名是《期貨市場完全指南》，1984年出版），儲蓄直降，幾乎五年之久無力重返市場。當我再回到市場，仍用老招式，由小額開始，先投入8,000美元，差不多一年便虧光了。我再挹注8,000美元，先是小挫數次，終於大贏幾番，兩年內我的帳戶擴增到逾10萬美元。我就此打住，不再擴大，一年來我的資產在不到10萬美元的水準起起落落。

雖然客觀來說，我的交易還算成功，但感覺上常自認不免失敗。基本上我認為，憑我的市場知識和經驗，應該更有斬獲。我常捫心自問：「為什麼沒有辦法把10萬美元變成十倍？為什麼資產不能再擴大，遑論要倍增？」

撰寫本書的動機之一就是要尋找答案，我要問這些成功的交易員：你成功的主因是什麼？你用什麼手法操作？你交易時遵守什麼法則？剛入行時有哪些經驗？有什麼可以奉勸後進？

從某方面來說，我尋求答案是為了幫助自己超越障越，但廣義地說我自認代表大眾發問，問一些別人有機會也會發問的問題。

第一篇 期貨與外匯

揭開期貨神秘面紗

在本書所討論的所有市場中，期貨市場或許是大部份投資人最不瞭解的市場。它也是成長最快速的市場之一。期貨市場的成交量在過去廿年間成長了廿倍以上。1988年，全美國所有期貨契約的成交量總值超過10兆美元（這是粗略而保守的估計值，估計方式為成交量2億4,600萬口乘上每口平均40,000美元的契約價值，其中不包括短期利率期貨，如歐洲美元期貨，以及單一期貨契約，其價值從每口糖11,000美元〔每磅10美分〕到每口S & P 15,000美元者〔指數為300點〕）。顯然，此處所涉及的期貨交易並不只限於豬腩。

今天的期貨市場涵蓋了世界上所有的主要商品：利率（如公債）、股價指數（如史坦普五百種股價指數）、外匯（如日圓）、貴重金屬（如黃金）、能源（如石油）、農產品（如玉米）。雖然期貨市場起源於農產品，但是這部分商品目前只占期貨總交易量的五分之一左右。廿年來，許多新合約的引進和飛速成長，導致金融市場（外匯、利率工具、股價指數）約占期貨總交易量的60%（能源和金屬市場約占其餘40%之半）。因此，雖然「商品」（Commodities）這個名詞常被用來指期貨市場，卻愈來愈不適宜。許多交投最熱絡的期貨市場，如金融工具，並不是真正的商品，而且許多商品市場沒有相對應的期貨市場。

期貨市場（futures market）的本質，可以從它的英文名稱看出來，它的交易對象是某個標準化的商品（如黃金）、金

融工具（如國庫債券）合約，希望於將來某個日期交貨，有別於目前立即交貨。舉例來說，如果某汽車製造廠眼前的生產活動需要馬上用到銅，那麼它會直接向某家廠商購買原物料。但是，如果同樣這家廠商擔心六個月後銅價可能上漲許多，那麼可以現在買進銅期貨，把價格鎖定在目前的價位附近（這種沖銷未來價格波動風險的操作，叫做避險[hedge]）。如果這段期間內銅價果真攀升，那麼期貨避險的利潤，大致可以沖銷實際買銅時增加的支出。當然了，如果銅價下跌，期貨避險操作就會發生虧損，但是廠商買銅的價格會比較便宜。

參與期貨市場的人，有上面所說的汽車製造商那種避險者（hedgers），目的是減低價格不利波動所產生的風險，除此之外，交易員（trader）也進入這個市場，目的是從預期的價格波動中獲利。事實上，許多交易員喜歡期貨市場甚於現貨市場，理由不一而足：

1. **合約標準化**——期貨合約都已標準化（對於數量和品質來說）；因此，交易員不必另外費心去找特定的買主或賣主，以建立或出清倉位。
2. **流動性**——所有的主要市場流動性都非常良好。
3. **放空容易**——在期貨市場放空和做多一樣容易。比方說，股票市場裡的空頭（借股票來賣的人）必須等價格往上跳時才能建立倉位，期貨市場則沒有這樣的限制。
4. **融資比率高**——期貨市場提供很高的融資比率，大致來說，初步保證金要求通常是合約價值的10%（期貨市場也用「保證金」一詞很不幸，因為這使它與股票市場的保證

金觀念發生很大的混淆。期貨市場裡，保證金的意思並不是說預先繳一筆款子，因為買賣當時並沒有實物的交易，必須等到到期日才有；在期貨市場，保證金基本上是保證履行合約的存款）。雖然融資比率高是期貨市場對交易員有利的一個特性，但不要忘了它是一把雙刃之劍。大部分交易員都在期貨市場裡賠錢，濫用融資是最重要的單一因素。大致來說，期貨價格比現貨價格波動大，而期貨市場之所以以高風險聞名，主要便是融資因素作祟。

5. **交易成本低**——期貨市場的交易成本非常低廉，比方說，股票投資組合經理人如果想降低市場風險，賣出等值的股價指數期貨合約，會比賣出個別股票便宜許多。
6. **沖銷容易**——市場交易時間內，只要價格不是鎖住漲停板或者跌停板，期貨倉位隨時可以對沖銷（offset）（有些期貨市場明定每天最大的價格變動幅度，以防止自由市場的力量在漲跌停板之外求得價格均衡；這種情況下，市價會變動到漲跌停板價位，並幾近停止交易。）
7. **有交易所的保證**——期貨交易員不需擔心進行交易之對方的財務是否穩健。所有期貨交易都由交易所的清算公司保證履約。

正由於期貨的結構特性，期貨與它們根本市場（underlying market）的關係非常密切（市場上有所謂的套利客，可以確保偏離常軌的價格波動幅度相當微小，而且為期十分短暫），所以期貨價格的波動與相對應的現貨市場有非常緊密的平行關係。請讀者務必記住，絕大部分的期貨交易集中在金融

工具上，而且許多期貨交易員交易的只是股票、債券和外匯。因此，就這一點而言，即使投資人從未涉足股票和債券以外的投資世界，以下各章訪問期貨操作者所編寫的內容，讀起來當不陌生。

銀行間外匯市場的定義

銀行間外匯市場是24小時交易的市場，隨著太陽起落，交易地點從美國、澳洲、遠東、歐洲回到美國。這個市場會存在，是因世界匯率波動劇烈，有必要滿足各個企業規避匯率風險的需要。例如，如果某日本電子製造商洽談外銷音響設備到美國，六個月內收到美元付款，這段時間該製造商可能受美元兌日圓貶值的打擊。如果這家日本廠商想要保住以日圓計價的銷售利潤，便可在銀行間外匯市場拋售等值的美元。銀行將依未來的特定日期，向這家電子廠商報出其所需金額的外匯價格。

投機客爲了從匯率波動中獲利，也到銀行間外匯市場交易。例如，某投機客預料英鎊會對美元下挫，便可賣出遠期英鎊（銀行間外匯市場所有交易都以美元計價）。預期英鎊會對日圓走低的投機客，會買進特定美元金額的日圓，並出售等值美元的英鎊。

麥可・馬可斯（Michael Marcus） 好戲不再來 （Blighting Never Strikes Twice）

麥可・馬可斯最早在一家大經紀公司擔任商品研究分析師。不過，他對交易的興趣濃厚，終於驅使他放棄這個高薪的職位，全心全意投入商品交易的領域當中。他在做了一陣子場內交易員後，進入商品公司（Commodities Corporation）服務，這是一家僱用專業交易員從事基金操作的公司，馬可斯後來成為該公司最成功的交易員之一。幾年下來，他的獲利甚至超過其他交易員所賺的總和。他在十年之間，使公司的資金增長了二千五百倍，令人難以置信。

與馬可斯初次見面，是我到雷諾證券公司（Reynolds Securities）擔任期貨研究分析師的時候。當時，馬可斯已跳槽到雷諾證券公司的競爭對手處，擔任與我同樣性質的工作，我去接替他的遺缺。

我們在事業生涯初期定期見面，並交換意見。當我們對市場走勢產生意見不合時，儘管我總是認為自己的分析較具說服力，但最後卻總是證明馬可斯的預測較為準確。後來，馬可斯成為一個成功的交易員，並搬到西岸去了。

當我初次興起要寫這本書的念頭時，即想到要訪問馬可斯。馬可斯對我的要求起先是同意接受訪問，不過態度不十分

肯定。幾個星期後，他有些退縮，希望以假名接受訪問。我非常失望，因為馬可斯是我有幸認識最高明的交易員之一。幸好我們一位好朋友幫助我說服馬可斯改變主意。

採訪馬可斯的時候，我們已有七年未曾謀面。訪問是在馬可斯家中進行的，他的家是一棟雙拼式的建築物，位於山崖之上，可以俯覽南加州的海灘。這棟建築物的大門氣勢恢宏（我的助手形容它為「令人嘆為觀止的大門」），連坦克雄師都難以越雷池一步。

馬可斯在與我分離七年後的初次會面中，剛開始顯得有些生疏冷漠，不過一談到他的交易經驗時，話匣子便打開了。我們的話題著重於他早期「浮浮沈沈」的事業生涯，而他認為這是他事業生涯中最引人入勝的一段歲月。

你是怎麼開始對期貨交易感到興趣的？

我其實應該稱得上是一位學者。1969年我從霍布金斯大學畢業時，在班上成績名列前茅。我還擁有克拉克大學心理學博士學位，而我當時相信我的終身職業是做一位教授。

後來透過朋友介紹，我結識一位名叫約翰的人。他告訴我，他可以讓我的存款每兩週就增加一倍。這番話聽來實在很誘惑，而我甚至不敢問他如何辦得到。因為我深怕，要是知道太多事實真相，就會破壞這件美好的事，我可不想最後被澆一盆冷水。

你是不是太多心了？他的口氣聽來是否像是二手車的推銷員？

不是。我當時對投資一竅不通，於是請約翰擔任我的商品投資顧問，週薪30美元。他是我們學校的大三學生，偶而我也會請他吃洋芋片和汽水，這傢伙相信，光吃這些東西就可以過活。

你就付他這麼多嗎？難道沒有紅利？比如他做得不錯的話，多送他一點洋芋片。

沒有，就是這麼多。

你拿出多少錢來投資？

大約是我省下來的1000美元。

結果呢？

我第一次去交易公司，既緊張又興奮，我甚至穿上我第一百零一套西裝呢！我們去的是巴爾地摩的雷諾證券公司，那是一間寬敞高雅的辦公室，觸目所及都是桃核木傢俱，而且整間辦公室瀰漫一種安靜肅穆的氣氛，令人印象深刻。

辦公室最引人注目的是前面的一大片商品交易看板，是那種會發出滴答聲的老式看板。聽到那種滴答滴答聲，實在令人興奮。看板前面有一條走廊，交易員就坐在那裡盯著看板。不過，由於走廊和看板距離很遠，因此我們必須用望遠鏡來觀看板上的商品價格變動。這實在非常刺激，就像看賽馬一樣。

我後來聽到擴音器推薦購買黃豆粉，才意識到這是玩真