



海外金融衍生品市场 风险案例选编 **二**

RISK MANAGEMENT CASES FROM OVERSEAS
DERIVATIVE MARKETS (VOL.2)

有足够知识准备的投资者
才是真正受保护的投资者



中国金融期货交易所
China Financial Futures Exchange

编写说明：

经过二十多年的发展，股指期货在国际上已经是一个成熟的金融品种，但国内投资者对其尚属陌生。作为一个创新金融产品，股指期货具有较高的专业性，操作复杂，风险较高。如何趋利避害，少走弯路，减少不必要的损失，是国内投资者在从事股指期货交易之前需要面对的课题。

中国金融期货交易所高度重视风险教育，认为风险管理是股指期货市场永恒的主题。为了进一步贯彻中国证监会关于加强投资者教育的要求，本着为投资者服务的宗旨，中国金融期货交易所组织专业人士，选编了海外金融衍生品市场发展过程中一些具有典型意义的风险案例，以及一些投资者参与衍生品交易时所经历的具有警示意义的教训。前事不忘，后事之师。我们希望投资者通过学习这些风险案例，吸取其中的经验教训，充分认识股指期货的风险，以审慎的态度从事股指期货交易，重视风险管理，实现市场平稳运行，有效发挥股指期货规避股票市场系统性风险的积极作用。

目 录

内容摘要	2
案例 1：高手成长之初 历经苦痛折磨	3
案例 2：克服人性弱点仍是长期任务	6
案例 3：乐极生悲 投资市场不可忽视风险	8
案例 4：小心部署及遵守纪律的重要性	10
案例 5：欠缺耐性是投资成功的大敌	12
案例 6：交易竞赛高手告诫投资者切勿妄自尊大	15
案例 7：盲目误信别人不可取	21
案例 8：知道自己犯错时 请立即了结出场	22
案例 9：市场沿着阻力最小的方向运动	24
案例 10：纪律、纪律、还是纪律	27
案例 11：控制损失的意义	30
案例 12：学会摆脱希望与恐惧的影响	33
案例 13：历史上大炒家的失败教训	36
案例 14：一分耕耘 一分收获	39
案例 15：摊子不宜铺得太大	41
案例 16：利弗莫尔对待追加保证金的态度	43
案例 17：谨慎选择时机是绝对必要的	45
案例 18：罗马不是一天建成的	47

内容摘要

他山之石，可以攻玉，在中国股指期货创新发展之际，借鉴发达国家的成熟经验应是有益的探索。接下来，让我们一起走入国际市场，研读全球衍生品市场发展过程中一些具有典型意义的真人真事，他们中有些人在重大的风险事件中被彻底击垮，有些人则在惨痛教训面前“吃一堑，长一智”，后来又东山再起。我们希望通过这些真实故事，让读者能从这些具体的历史风险案例中吸取经验教训，为更好参与我国首个股指期货产品——沪深 300 股指期货的真实交易打下坚实基础。

上个世纪二十年代美国投资界有一本畅销书《股票作手回忆录》，时隔 70 余年后仍在当今投资界中有着其重要地位。作者利弗莫尔曾经是那个年代最伟大的作手之一，他说过一句话“华尔街没有新事物。华尔街不可能有新事物，因为投机就像山岳那么古老。股市今天发生的事情以前发生过，以后会再度发生。”我们学习风险案例的目的，就是吸收前人的经验教训，更好认识市场，认识自己，强化风险意识，提高交易胜算。简单的比喻就是要学会站在巨人的肩膀上，如同荀子在《劝学篇》中所言：“君子性非异也，善假于物也。”

以下案例汇集就围绕着人的角度来出发，谈到风险意识及良好交易习惯的重要性。我们衷心期盼大家能从案例中得到启发，充分吸取前人的经验教训，更好认识市场，认识自己，强化风险意识，提高交易胜算。



高手成长之初 历经苦痛折磨

本篇的主人翁艾西高达是一个优秀的交易大师，在前期风险案例选编中我们提到的马加斯就是在遇到艾西高达后，才从一个长期失败者转变为一个出色的专业投资者。在1972年到1988年间，艾西高达成绩出众，管理的基金长时间高速增长，似乎尚无其他投资者可以与之比拟。史惠加访问马加斯的时候，马加斯大力推荐道：“你必须访问艾西高达，他不但是极出色的投资者，而且是极出色的思想家。”艾西高达买卖的基础全部以电脑发出的讯号作为依据，严格遵守交易计划。不过，在艾西高达自身的成长历程中，也难免尝尽酸甜苦辣，经历各种风雨考验，可以说高手也是从风险教育中成熟起来的。

1960年末，美国财政部宣布停止出售白银，艾西高达认为此举将会导致白银价格上升，一心以为鸿福将至，开立了期货账户，准备大展身手。在等候入市机会的时候，经受不住经纪的引诱，艾西高达选择卖出黄铜，结果最终以止损离场，金钱及信心同时受到打击，痛定思痛之余，精心等待买入白银的良机。不过，令人可惜的是当他购入白银之后，银价又开始回头下跌，又出现损失。表面看来消息利好，而白银价格反而下跌，好像难以理解，其实这是投资市场常见的情况，但对于当时的艾西高达来说，却是一个惨痛的经验，

入市后不久再次止损离场。反复投资失利，市场的变幻莫测，都令到艾西高达深感诧异，百无聊赖之际，听闻理查·唐志仁发表议论，认为遵循电脑买卖系统，纯粹以跟随大势趋势做出买卖的决定，就足以在衍生品市场上大派用处。艾西高达出身于麻省理工学院电子工程系，在运用计算机进行程式化交易设计方面有得天独厚的优势，从此走上了程式化交易道路。

1970年初，艾西高达到一间大型经纪公司工作，担任分析员，并且负责设计电脑买卖系统。由于艾西高达设计的电脑程式证实可行，经纪公司通过数百名营业员向外界推销该套买卖程式化交易系统，同时吸引了数百万美元的资金，根据电脑讯号的指示进行买卖。在70年代初期，几百万美元已经属于相当庞大的管理基金，可惜试验成绩并不理想，导致艾西高达毅然决定辞职，自行创业。理由甚为简单，管理阶层经常漠视电脑发出的买卖信号自作主张做出决策，结果便是炒的一团糟，例如，糖价在五美分的价位，电脑分析系统发出买入讯号，管理阶层认为不宜冒险进货最好在糖价回吐二十点的时候才购入，期糖的价格义无反顾头也不回的继续上升，决策层认为仍不宜进货，最好等待糖价回吐，但市场价位仍然上升，还是没有等待到买入的机会。在三番四次的错过上车的机会之后，糖价突破九美分大关，决策层这时反而认为牛市形成，机不可失，为管理基金购入期糖合约，结果，期糖随即见顶回落，电脑接着发出卖出的讯号，决策层再次视若无睹，自然一败涂地。全无纪律的买卖方式，盲目交易带来惨重教训都给艾西高达留下了深刻印象，从而坚定了其后期走向自行创业程式化交易的道路。

艾西高达除了在程式化交易方面有丰富经验外，对于投机心理

学也极有研究。艾西高达承认心理学方面的研究成果，对于投机交易获得成功占有重要地位。艾西高达过人之处，还包括观察入微，以及反应敏捷。举例来说，史惠加习惯将手表拨快，避免迟到。艾西高达在接受史惠加访问期间，便问：“你将手表拨早若干时刻？”艾西高达给人的感受。不但炒卖成绩出众，兼且已经寻获生活真正意义，海阔天空任我飞翔。

简评

早年艾西高达从事投机活动时没有纪律性，也缺乏有效的交易系统，其结果就是屡次亏损。而在经纪行的经历也使他认识到即便有好的程式化交易系统，如果不按交易系统的讯号交易，也是无原则的冲动交易，结局同样是失败。这一案例其实是告诫我们遵守交易纪律的重要性，盲目交易、冲动交易、情绪化交易都可能会带来负面的结果。此外，艾西高达重视投机心理学的作法可能也对我们有一定的启发，适当了解心理学可能有利于我们更好控制自己的情绪波动。

总而言之，我们在参与沪深 300 股指期货交易过程中，也要克服交易过程中随意性，要通过投资计划事先制订、事中执行、事后检验中不断完善自己的交易体系，做到理性参与。



克服人性弱点 仍是长期任务

在总结了早年的失败教训后，艾西高达开始了自主创业程式化交易的道路，通过不断完善，其程式化交易系统准确度也明显提高，取得了较好的成绩。但是即便是艾西高达，也在长期投资的生涯中出现过投资成绩下滑的时期，问题不在于交易系统上，而是出在人性的弱点上。以下我们就通过史惠加对艾西高达访谈来加以了解吧。

问：史惠加 答：艾西高达

问：多年投机生涯当中，可有某一年的成绩较为差劲？

答：有，以 1980 年的表现最劣。

问：为什么呢？

答：商品期货的大牛市宣告结束后，而我的心态却一时未能扭转过来，经常在低位买入，以及尝试持有多头应对一面倒向下的市势，成绩自然并不理想。

问：是因为在此之前欠缺大型熊市的经验么？

答：对，因此不得不以真金白银换取宝贵的教训。

问：当时阁下的风险管理制度是否失去作用？

答：实际上，电脑分析系统指示暂时离场而我则坚持继续作战，同时不断去寻找市势的顶点或者底点，结果在我主观认为过度抛售的情况下，市场仍持续下跌，令我投资损失不菲。

问：最后如何了断？

答：暂时停止交易。

问：阁下的买卖规则包括什么要点？

答：第一，减低损失，尽早投降。第二，赢要赢到尽，有风驶尽帆。第三，减少持仓头寸。第四，遵守纪律。第五，在适当的时间修改买卖规则。

问：阁下谈到一方面要遵守纪律，另一方面则需修改买卖规则，两者之间，如何能够共存？

答：两者必须兼顾。

问：在什么时间修订买卖戒条？

答：大部分时间我都会遵守纪律，根据既定规则。

问：可曾有难于跟随既定规则的买卖经验？

答：遇到上述情况，在没有应付的方法的时候，便自动停止交易，放假休整，直至心情平静，可以循规蹈矩方再次投入战场。

问：换言之，任何一个投资者，都不可能长期跟随既定的规则进行买卖？

答：第一，规则要符合投资者的个性。第二，日久生厌，是人之常情，因此要作为一个比较出色的投资者，买卖规则必须不断改进，才能取得出色的成绩。

问：从事投机买卖，勇气是否重要？

答：非常重要。

问：如何训练，才可能达到充满信心的阶段？

答：透过默想，沉思作战方法。认真学习总结，积累经验，长期坚持，效果自然明显。

问：说来容易，是否可以轻易训练成功？

答：第一，要持之以恒。第二，必须认真从事。否则将会变成白日梦，必须分清楚灵感与空想之间的分别。

简评

在艾西高达已完成了程式化交易系统的设计，取得了多年的成功交易经验后，也还一度因为人性的弱点，将主观上期盼带到投资决策中来，结果导致了明显的亏损。这说明对于投资者而言，克服人性弱点仍是长期任务。一位优秀的程式化系统交易大师都不能完全避免主观想象给投资带来的负面影响。作为我们刚刚开始股指期货等衍生品交易的投资者而言，也要时时提醒自己注意克服人性的弱点，遵守交易纪律，理性参与。



乐极生悲 投资市场不可忽视风险

接下来的故事我们介绍一位由胜转败，最后经历千辛万苦才由败转胜的交易者，看看发生在他身上的经历对我们有什么启发。

1981年，西里巴踏入芝加哥期权市场，担任半年多文员职位之后，市场一位人士对其委以重任，将五万元美金给西里巴作为投资资金，在两个星期之内，一连串的收益使资金账户增值到七万五千美金，

对于初入行的投资者来说，自然妙不可言。年轻气盛的西里巴在胜利冲昏头脑的情况之下，不但认为期权买卖易如反掌，更是自认为天资胜人一筹，不可一世，实际上，西里巴入市方式是同时买入认购期权及认沽期权，博取市势上落幅度会增加，从中图利。当市势转而趋向牛皮市，震荡幅度减小的时候，便会全军覆没。黑暗的日子终于来临，西里巴手上资金在六个星期之内急跌至只剩下一万五千美金，反胜为败。1979年5月一架航班飞机失事，机上乘客全部遇难。西里巴说：“当时我的心情与客机失事可以互相比拟，简直痛不欲生！”

幸而经过失败的教训之后，西里巴发愤图强，终于成为成绩骄人的专业投资者，西里巴财富的主要来源是两三次大市的暴升暴跌，从这一角度看，西里巴事实上是一个机会主义者。但另一方面，西里巴平时的表现也非常稳定，西里巴曾经在十七个月内连续取得不俗的投资成绩，其突出之处在于能够稳重求胜，长短兼备，在专职的投资者行列之中也是罕有的杰出人才。早期乐极生悲，投资失败的教训对于西里巴后来形成稳健的交易风格有着深远的影响。

简评

期货及期权市场往往有较为明显的杠杆效应，操作得当，投资者用较少的资金就有可能取得较大的回报，但是，反过来说，一旦交易失利，可能出现的损失也是相当明显的。西里巴在早年投机生涯中，初试牛刀，就大有斩获，一时间自信心膨胀，变得不可一世。最终乐极生悲，账户资金在六个星期内损失近八成，由七万五千美金跌到一万五千美金。如此鲜活的例证告诫我们，在参与沪深300股指期货交易过程中，切不可因为短期的优良成绩而过分骄傲，要当心乐极生悲

的结局，永远将风险控制放在首位。过去的成功并不代表将来就不会出现惨痛的失败，小心谨慎应是我们应有的交易态度。



小心部署 及遵守纪律的重要性

西里巴投机期权遭受惨败，当时是1979年，失败带来的重创导致他心情烦闷，感觉上是自毁前途，第一个念头就是转行，已经找到一份餐厅经理的工作，最后还是放弃了。痛定思痛下，西里巴向市场经验丰富的经纪请教，归纳各方面的教训得到下列结论：首先，必须遵守纪律。其次，必须做好功课。第三，戒贪，每日目标减低至赚取三百美元，一年累计也可得到七万五千美元的利润。

上述的投资指南，犹如黑夜中的明灯，在低风险的情况下，艰苦而小心的经营，令到西里巴在暗淡的前途看到了曙光。在此之前，西里巴主要买卖一种上落幅度较大的股票期权。为了保障投机生涯得以延续，西里巴改为交易波音飞机股票期权，当年波音飞机的股价上落轻微，期权价位变动自然较小，正符合西里巴的要求。在一段颇长的时间内，西里巴每次买卖只赚取四分之一，甚至八分之一的价位，便心满意足，每日盈利的目标是三百美元，达到目的就停手，丝毫不敢过分贪心，成功的控制交易风险，结果，资金账户净值慢

慢上扬，西里巴本人也得到了严格的训练，犹如军训般地纪律严明。今日的西里巴已经踏上成功的阶层，但回想起该段时间的甘苦时常感到小心部署及遵守纪律的重要性。

西里巴经常对向他请教的后辈说：成功必须经过艰苦的训练，勤有功，戏无益，同时要坚持原则，不受外界影响。事实上，当时西里巴每次买卖只是一手作为单位，经常受到其他上市代表的欺凌。他们称西里巴为最长时间的一手合约买卖专家，当时还有一位大投机者，在期权市场取得数以百万计的利润，经常对西里巴百般侮辱，为了实现自己的目标，西里巴只有忍耐，坚持默默耕耘，向自己定下的目标迈进。

西里巴由一手合约做起，从无到有，由小变大，其间的奋斗经历值得学习。从西里巴的例子可以总结出其走向成功的经验。

第一，初入行时曾经惨败，差点中途退场。但由于拥有投资大师共同的特点：自信、坚强，终于苦练有成，踏上成功之路。西里巴毅力超凡，在长时间买卖一手合约的过程当中，虽然饱尝其他上市代表的欺凌仍然坚守原则实在难能可贵。

第二，风险管理时刻不敢忘记，承受了第一次失败的教训后，西里巴非常注重控制可能出现的风险。宁受侮辱，也不愿意在不适当的时间提高持仓。

第三，对未来市势经常前后左右，反复检讨。对于任何突变，都做好准备功夫，做到知己知彼，百战不殆的地步。87年股灾之时，其他炒家大多措手不及，西里巴则可以从容应付，把握机会，得到可观利润。

第四，勤恳工作，成功非侥幸。在西里巴成功路上，努力工作，准备充分，是重要条件。

简评

西里巴在投资期权失败后，最终认识到小心部署及遵守纪律的重要性。但在他以一手作为单位，开始艰难扭亏历程时，也经历了巨大的压力。由早期成功到巨大失败的重压，资金账户严重缩水后只能从一手开始交易，每日均需要面对其他经纪嘲讽和排挤，成功之途是相当艰辛的。作为我们参与股指期货投资者而言，看到大师级人物在失败过程中经受的曲折，也从另一个侧面提醒我们一定要将风险控制放在首要位置。我们需要切实认识到小心部署及遵守纪律的重要性，在交易顺利时不可因为过于兴奋而忽视风险管理。



欠缺耐性 是投资成功的大敌

债券期货合约是美国期货市场活跃的金融期货品种之一，每日成交量往往以十万张计。债券期货市场的交易池拥有超过五百个交易员。买卖的时候要高声呼叫，在一个窄小的交易场地内互相碰撞在所难免，事实上，对于局外人来说，此种毫无制度的买卖方式可以顺利进行，近乎奇迹。汤姆·博文是出色的债券期货投资者，以买卖金额计算，博文堪称当今世上相当大的个体户，单独一次买卖

张数可达到二千张合约，以每张十万美元计算，涉及金额总共达到二亿美元。博文是三十多岁才踏入债券期货市场的，只有六年的时间就做出如此成绩，令人敬佩。博文曾经接受史惠加采访，明确指出，对于普通投资者而言，缺乏耐心是最容易犯的错误。

问：史惠加 答：汤姆·博文

问：请问普通炒家最容易犯的错误是什么？

答：欠缺耐性，急于入市。

问：正确的态度是什么？

答：小心选择入市的价位，三思而行。

问：换一句话说，要等候适当的入市价位。

答：大部分炒家经过两三次胜利之后，便会飘飘然的幻想遍地是黄金，成功易如反掌。对于得胜的理由在于长时间的等候入市良机的关键问题则完全抛到脑后。在胜利冲昏头脑的情形下随意改变事先的计划，胡乱买卖，每日都要有买卖才感到满意。

问：后果如何？

答：忽然之间出现输钱的持仓，但因为欠缺壮士断臂的勇气，又沉迷于早先的成功虚幻中，账面的损失越来越大，最终一败涂地。

问：普通投资者面对交易失利，出现账面赤字时应该如何处理？

答：平仓离场。

问：越快越好？

答：入市之前就应该非常有耐性等候机会，根据同一理由，假如投资者发觉持有合约必须放弃，亦要选择适当的价位平仓，

问：总而言之，入市入市都要审慎选择适当的时机。

答：对，但做错了的买卖都要马上解决，不得采用鸵鸟政策拖延时间。

问：假如市势一面倒的单边发展，拖延时间损失岂非越来越大？

答：一年之中必有三四次类似的情况，到了某个阶段投资者必须咬紧牙关，挥刀了断。

问：长时间计算是否第一时间选择离场仍较为有利？

答：是。

问：入行初期，只是一手一手的买卖，但现时阁下已经成为债券期货市场上的大户，出入是否较为困难？

答：当然，每一个人都要适应周围的环境，穷则思变，变则通。

问：如何应变？

答：改变买卖方式，事实上，市场的形势，亦经常不停的变动。

问：与初入行时比较，债券期货市场有什么值得关注的改变？

答：可以增加大手的买卖，举例说，一次可以成交两三百张的合约而市价仍不会变动。

问：你的意思是说，一个价位可以成交两三百张合约？

答：对。

问：一千张合约对市势的影响又如何？

答：要看市场情况而定，但大部分时间都可以轻而易举的做成买卖，债券期货市场的套现能力是非常高的。

问：平均来说，假如急于出售一千张合约，市价的变动可能是多少？

答：不可一概而论，可能下一至两个价位。

问：也就是说，影响轻微。

答：事实的确如此。

简评

从上述访谈中，我们可以了解到，欠缺耐心是投资成功的大敌。很多投资者不是输在市场分析上，而是输在耐心不足上，还没有完全准备好，就盲目交易，结果自然不太理想。这样，在我们参与股指期货交易过程中，就一定要从知识准备，风险管理各个环节入手，耐心分析，冷静把握，理性参与。



交易竞赛高手 告诫投资者切勿妄自尊大

接下来这个故事主人翁是威斯坦，也是一位有传奇色彩的投资人。威斯坦最初任职地产经纪，其后转为职业投资者，经过一次惨痛的败仗之后，威斯坦发愤学习交易技巧，终于踏上成功之路。他投资范围广泛，包括股票，股票期权，股票指数期货，外汇期货等各种金融品种。在芝加哥商业期货市场的一次期权买卖竞赛，威斯坦成功地在三个月的比赛中独占鳌头，其交易并没有依赖金字塔式的加码方法，纯粹以技巧取胜，成绩骄人。经过多年的投资交易，威斯坦综合实战经验，定下七条买卖戒律：

一、时刻做好功课。

二、切勿妄自尊大。

三、了解个人可能遇到的各项限制。

四、要有独立的意见（群众永远是错的）。

五、伺机出击。

六、买卖策略必须富有弹性，见机行事。

七、连续盈利之后更加小心防范出错。

上述清单基本上没有新意，可以说是老生常谈，但细细分析实际上是从事投资交易必备的条件，再三重复也不会令人生厌。另一方面，威斯坦认为要在金融衍生品市场立足，学会如何取得胜利固然重要，如何面对挫折也是关键性的学问。接受失败，尽早平仓离场，减低风险才可在获利时有风使尽帆。

作为交易竞赛高手，威斯坦告诫投资者切勿妄自尊大，早期投资教训使其深刻认识到了这一点。下面我们可以通过史惠加对威斯坦的访谈来加以理解。

问：史惠加 答：威斯坦

问：阁下开始投入金融投资行业之时，可有定下奋斗的目标？

答：一般美国人都希望成为百万富翁，我与别人不同，欠缺雄心壮志，但自从到欧洲旅游之后，我开始发觉金钱的重要性，便跟随大众矢志赚钱。

问：在什么时候立下的宏愿？

答：1970 年中期，开始投资生涯三至四年之后。

问：当时已有百万财富。

答：对，由于积聚相当的储蓄，便开始四处旅游，在法国看到一座城堡价值三十五万美元。

问：价钱相当便宜。

答：现时价值五百万美元，回到家乡便立志再赚取三十五万美元，购买该座城堡。

问：实际上阁下当时已有足够的资金买入，何须定下赚钱计划？

答：我认为利用新赚取的金钱较为恰当，另一方面也可令到斗志更加坚强。

问：换一句话说，为了得到心爱的城堡，阁下加倍努力，炒卖后果如何？

答：买入较平时多的合约。市势果然上升，但未到三十五万的目标，错过获利平仓的机会。

问：阁下买入大手的大豆好仓，错过平仓的机会，关键问题出在哪里？

答：错在定下不切实际的获利目标。

问：换言之，出市的价位属于主观愿望，而非根据图表分析。

答：正确，加上未曾仔细考虑风险问题买入比平时较多的合约，综合来说，并非理想的买卖决定。

问：后果如何？

答：上升两日之后，价位突然之间排山倒海的崩溃跌停板。

问：没有及时离场？

答：反应迟钝，束手待毙，福无双至，祸不单行。第二日继续跌停板，因此仍然处于困境，无所适从。

问：当时感觉如何？

答：只要恢复买卖，不论任何价位都要平仓，做一个了断。

问：情感上可有受到冲击。

答：受到极大的挫折，根本不能做出任何理智的决策，晚间不能入睡，只祈求次日恢复买卖，早日脱离苦海。

问：第三日，战况如何发展？

答：开市之后半小时，经纪通知我仍然没有打开跌停板的希望，因此留在家中，以免受经纪行同事的耻笑。

问：憎人富贵厌人穷是人类的劣根性。完全没有行家向你慰问？

答：面对面可能假以辞色，转身就论人是非，令人难以忍受。

问：闷坐家中的时候如何度日？

答：向其他经纪行了解行情。

问：第四日仍然跌停板？

答：对。

问：每日大概输去多少钱？

答：大概 125000 美元一天，以当时年平均收入 15000 美元衡量，加上小弟并非出身富有家庭，类似损失简直是惨无人道。

问：当时账户多头头寸净值多少？

答：未买入大豆多头之前，积聚了 150 万美元的利润。换一句话说，每日财产减少 10% 左右。

问：故事非常动人，请继续。

答：当时，精神处于崩溃的边缘。金钱损失的速度犹如不停的大出血，直至死亡为止，最后结账总共输去六十万美元。

问：有什么值得一记的事情。

答：有，在公园内倒在陌生的女孩的怀中痛哭。

问：可有脱离市场的动机？

答：开始怀疑自己的能力之余，的确考虑金盆洗手以免输得一

干二净。

问：金钱上的损失和成功路上尝到失败的经验，两者打击哪种较为惨重？

答：金钱的损失，跌停板的市况，束手待毙的困境，都令人毕生难忘。

问：阁下曾经涉足股票及期货市场，两者比较有何区别？

答：截然不同，与期货市场最大的差别，股票走势很少出现清晰的趋向。

问：道理何在？

答：当大机构和专业炒家卖出股票的时候，永远不会以一口价卖出而是分批抛售，任由市价上升，逐步减少库存，买入的时候正好相反。

问：结果令到市价上下波动极小，隐藏真正的趋势方向。

答：对，因此期货投资者经常在股市败走麦城。

问：但你在股市也经常取胜，秘诀在哪里？

答：未入市之前，我会小心找出市势的倾向，顺势而行。

问：是否要依赖另一套分析工具？

答：工欲善其事，必先利其器。

问：什么器具？

答：例如背驰讯号，升降指数，市场心态，持仓比例等等。

问：做好分析之后，便可以知道大市的趋向？

答：虽不中也不远矣。

问：在股票市场或期货市场买卖必须运用不同的分析工具。

答：因人施教不可避免。

问：股票市场的特点有什么值得一提的。

答：多不胜数，例如：个别股票的特性。公用股指数领先上升。利率上升时公用股下跌等。

问：由于股票及期货市场的买卖经验的帮助，阁下在股票指数期货市场可以大展身手。总结阁下多年的投资经验，普通投资者对市场的认识主要在什么地方出错？

答：误认为投机买卖犹如赌博。

问：两者有何区别？

答：我认识的多位投资者，经年累月的赢钱，纯粹以技术取胜，岂能与赌博混为一谈。

问：可有其他重要的误解？

答：最大的谬误，莫如对新闻的反应过敏，举例说，肯尼迪总统被刺，股票市场急跌但马上回升并创出新高。

问：意义何在？

答：只要基本因素及技术形势不改变，单一突发的新闻不足以扭转市势。要升的自然要升，要跌的自然要跌。

简评

威斯坦反复告诫投资者切勿妄自尊大，这是从切身的教训中得到的体会。当初交易顺手之余，妄自尊大给他带来惨痛的教训，大豆投资中损失资产净值的四成有余。我们投资者从事股指期货交易过程中，也要吸取前人的经验教训，切勿妄自尊大。威斯坦关于股票与期货市场走势的不同变化特征的描述，可能也值得我们关注，在未来的股指期货实践过程中结合我国的国情认真加以体会。



盲目误信别人不可取

《专业投机原理》的作者维可多·斯波朗迪也曾在书中谈到早年成长时的经历，指出盲目误信别人是不可取的，即便是顶级的投资机构也不要轻易盲从。当时是1966年底，维可多来到美国莱曼兄弟公司，该公司总共有32位合伙人，他负责为其中12位合伙人整理账目与交易记录。莱曼兄弟公司是一家主要的投资银行，它在许多投资中累积了庞大资产，例如：以每股4美分的价格大量买进利顿工业，并持有至每股价格为120美元。在莱曼兄弟工作，让维可多有机会实际观察投资银行的作业情况，并了解这家世界上最大的市场参与者之一是如何操作股票与期权的投资组合。于是，他逐渐明白期权的运作方式，并因此成为期权会计帐的专家。

维可多·斯波朗迪谈到他在莱曼兄弟学到一条永生难以忘怀的经验，就是不可盲目误信别人。由于他当时负责登录账目，所以相当了解莱曼兄弟公司赚了多少钱。有一天登录账目时，维可多发现莱曼兄弟不断为其信托基金买进超级电子的股票。当时他对于投资尚迥然无知，主观猜想这家大投资机构应该了解自己在做什么，所以他打电话给自己的朋友哈里·洛瑞恩，并把这件事告诉哈里。哈里听信维可多的说法，以44美元的价位买进不少股票。在随后的几个月之内，维可多无助地看着股价一路跌至30美元。哈里最后卖出他的持股，总共亏损4万美元，误信别人带来严重后果。维可多强调这也不是他自己最后一次误信别人“应该知道自己在做什么”而

建立头寸，这是反复出现多次的错误。

简评

维可多在世界一流的投资银行中从事登录账目工作，有便利条件了解顶级机构的专业操作，但误信别人带来的结果是严重亏损。作为参与股指期货交易的投资者而言，不可迷信所谓的大户动向，从历史上看，盲目误信的教训是惨痛的。我们应当将精力集中在冷静分析市场，严格控制交易风险上。



知道自己犯错时 请立即了结出场

维可多·斯波朗迪在长期投资生涯中也总结出了许多有用的交易法则，其中有一个交易法则称为“鳄鱼原则”。这源自于鳄鱼的吞噬方式：猎物愈试图挣扎，鳄鱼的收获便愈多。假定一只鳄鱼咬住你的脚；它咬着你的脚并等待你挣扎。如果你用手臂试图挣脱你的脚，则它的嘴巴一张一合，便同时咬住你的脚与手臂。你愈挣扎，便陷得愈深。

所以，万一鳄鱼咬住你的脚，务必记住：你唯一的机会便是牺牲一只脚。若以市场的言语表达，这项原则是：当你知道自己犯错

时，立即了结出场，不可再找借口、期待、祷告或采取其他任何动作，赶紧离场。不可试图调整头寸、避险或其他无谓的措施；赶紧认赔出场！维可多形象将投资者犯错比拟为被鳄鱼咬住，确实在这一情况下，立即了结出场是理智的选择。

维可多强调犹如他自己学习许多事物一样，这项“鳄鱼原则”也是来自于惨痛的经验。维可多谈到：

“70年代中期，我在 INA insurance 上建立一个很小的期权头寸。我买进 20 手 12 月份到期而履约价格为 25 美元的认购期权，价格为 1.25 美元（每手合约 125 美元）。我买进之后不久，股价开始下跌，期权的价格先是下跌 1/8 美元（每手合约 12.5 美元），接着出现 1/4 美元（每手合约 25 美元）的跌幅。根据我当时交易期权的法则，当损失 1/4 美元时便应认赔出场。然而，我当时不仅没有接受 500 美元的损失，反而以 3/8 美元的价格卖出 60 手 12 月份到期而履约价格为 30 美元的认购期权，以期通过这个新交易头寸的获利来对冲原来持仓的亏损。这个时候，股价因为并购的谣言而开始上涨。我以 3/8 美元卖出的 12 月份 30 美元认购期权，其价格上涨至 1 5/8 美元，而 12 月份 25 美元认购期权的价格则上涨至 2 1/2 美元，现在该怎么办？没问题，我又仰仗着并购的谣言而以 1 1/8 美元的价格销售 25 手认沽期权！接着，公司方面正式否认并购的谣言，认沽期权的价格由 1 1/8 美元上涨至 1 3/8 美元！看起来，我每采取一步挽救措施，情况便进一步恶化。这只鳄鱼终于饱餐一顿——他把 500 美元的损失扩大为 6000 美元，这仅因为我没有遵守一项自己明明知道的正确原则——让亏损止于少额。

你知道吗？INA 当时算得上是一支冷门股；没什么交易量，价格也罕有表现。一旦价格出现明显变化时，应该很容易预测走势。

我当时认为，如果承认自己在 INA 上犯了错误，相当于承认自己不认识英文字母。由于固守自尊与虚荣，我一再地违背交易法则。”

这种惨痛的教训最终教育了维可多，在他将来的投资生涯中学会了正确处理亏损，不再让任何借口左右自己的行为，严格遵守既定的止损计划。

简评

“鳄鱼原则”的形象比喻令人印象深刻，维可多自己的教训对我们也有一定的启发。华尔街有一句老话“让盈利充分增长，把亏损止于少额”，这可能是我们在参与股指期货交易中应当牢记心中的，学会正确面对失利局面，才能有效控制风险。



市场沿着阻力最小的方向运动

《期货交易策略》的作者克罗曾经谈到过关于对市场运动的一些认识，可能其中也有些内容对大家有所启发，让我们来看看克罗是如何说的。

“阻碍长线操作成功的最主要原因是觉得单调乏味和失去纪律。”

操作者学会怎么很有耐性地坐拥赢利、随大势的头寸之后，才有赚大钱的机会。很遗憾的，一般投机客只在持有逆势而为的（赔钱）头寸时，才最有可能展现耐性和“坐而不动的功夫”，当然他们也要为此付出很高的代价。其实，他们应该壮士断腕，当机而行，马上平掉赔钱的头寸，抑制损失金额。

我第一次尝到这个教训（我们总是一直在学这个教训：我们在市场里面“玩”得愈久，尝到的次数愈多），是1960年我年轻时在美林公司当学员，到芝加哥受训时知道的。那时候我们整天都要待在商品交易所的营业厅内，有时我会“不经意”离开其他学员，跟在梅尔的屁股后面跑。后来我才知道，梅尔是当时公认芝加哥谷物交易的“元老”，在芝加哥和欧洲有五十多年的经验。这一次和以后几次到芝加哥，我从梅尔身上学到很多东西。但是我记忆最深的一件事，是他告诉我，不管实际或我们所认为的基本面如何，商品价格通常会往阻力最小的一个方向移动。不管是理论上应用上，凡是真正想经由操作期货赚大钱的人，都必须彻底了解这个简单的观念。这个观念真的十分简单，尤其是跟即时电脑系统普及而出现许多复杂的技术分析相比时，更显得简单。

梅尔先生根据半个多世纪的亲身体验和市场观察，发现到我们前面所说的那个现象，也就是商品价格总是往阻力最小的一个方向前进。事实上，这也许不算是什么特别深刻的观察。学过电子的都知道，电流是往阻力最小的方向行进，学工程的人都知道，水是往阻力最小的方向流（你看过不假外力，水能够自己往上流吗？）。如果你曾经在上下班高峰时间到纽约地下月台上赶搭火车，应该也会发现人体也是往阻力最小的方向移动。梅尔先生在这句简短的话中，所指的意思是说：商品价格往往会朝支配性力量所引导的方向前进，

比方说，如果多头头寸多于空头头寸，价格就会上涨；空头头寸多于多头头寸，价格就会下跌。任何时段内，这句话都正确，不管那是非常短的时间，还是中期到长期。此外，一旦某个主趋势形成，它往往会加快动力，根据自己的力量上行或减缓。在一个较大的多头趋势中，不管操作者是从技术分析看出市场真正的方向，还是从空头追缴保证金通知书中得知，总之他们都要赶快回平空头头寸，重新建立多头头寸。这些行动都会压过市场中的空头。价格会循着阻力最小的途径猛进。同样，在一个较大的空头趋势中，价格节节下滑，跌势会愈来愈猛，因为多方即使心甘情愿，忍耐不住还是需要接受市场价格进行平仓。面对这种空头趋势的市场，大部分多头抱持岌岌可危多头头寸的时间拖得越久，最后终于支持不住之时，跌势会显得愈猛，跌幅也就会愈深。这个最后的结果是不可避免的，专业的做空的操作者都知道和期待着这一点，每当市场显现疲态时，或者他们察觉卖出止损的价位更低时，他们就会采取行动。

如果趋势真的是你的朋友，那你为什么要逆势操作呢？我们不妨想想：逆势操作不就等于迎头面对一辆加速驶来的列车吗！所以下一次你在考虑建立某个头寸时，或本来就有某个头寸，不知道该平掉，还是加码操作时，不妨换个实际生活中的角度来想：顺势=你的朋友；逆势=迎头面对一辆加速驶来的列车！你会如何选择？”

简评

克罗的幸运就在于早期善于学习，乐于学习，从拥有半个多世纪交易经历的前辈梅尔那里得到了很多有益的教诲，并在自己的交易实践中不断总结完善，最终取得成功。其中关于市场总是沿着阻

力最小的方向运动的说法令人印象深刻。我们作为股指期货交易的参与者，可能也会在未来的交易生涯中观察到类似的现象，希望能够学会在有效控制风险的情况下把握市场交易机会。

10 案例

纪律、纪律、 还是纪律

克罗指出期货交易是会给部分投资者带来损失，这是件非常遗憾的事情。大体来说，操作者的表现应该会比账面上显示的要好才是。他们的表现不尽如人意，主要的原因是缺乏纪律，而这不可避免地会造成信心不足。克罗讲到这一点时说起了自己跟圣地亚哥 F 博士在电话中交谈的往事。

“F 博士对我说，他建立了个公债多头头寸，问我接下来该怎么办。我知道他从好几个星期前就从很低的价位做多到当时，所以那个头寸已经有很高的账面利润。我反问他：“喂，为什么要我告诉你该怎么处理你的头寸？你老兄已经够聪明的了，要不然怎么会在这波多头走势开始发动的时候就出动了，而且一直抱到今天都没放手？只要依照你原来相同的直觉或同样的技巧去做，应该没问题。更何况，我错过了这一波多头市场，等到大涨突破后，我一直在等拉回 40 或 50%，却都没等到，之后就没采取过行动。”

事实上，F博士这几个星期以来，一直给财经报纸上相互矛盾的消息弄得心神不宁。我把他目前的“病痛”诊断为患了ALOSC（acute lack of self-confidence，极度缺乏自信心）。经过短暂的，给他打了气，我给他开了药方，要他小休几天，再回到书桌前，对市场做个客观的分析，而且一定要严守纪律，遵守顺势而为的操作策略。”

克罗就纪律问题的重要性还有更多的强调，他在下文中又如此说道：

“谈到成功的操作需要严守纪律时，到目前为止，我都是根据自己的经验阐述自己的观点，其中包括我在美林公司当客户联络员四年、当市场分析师三年、某家清算公司总裁和营运主管多年、另外几年干过共同基金经理人。但是除了有七年是几个交易所的会员之外，我唯一在台前的经验是（1）亲自到营业厅观察交易情形，以及（2）曾在交易所试填一张简单的50手铜转期委托单，但没成功。因此，我想，有些读者可能有兴趣听听芝加哥一些成功和能干的营业厅操作员谈期货交易要严守纪律的观点。

期货同业公会出版的《FIA评论》杂志是业内知名的刊物，1987年1-2月刊有一篇很有趣的访问，访问了四位营业厅操作员，文章的名称是《营业厅操作员谈操作计划所需的纪律》。接受访问的每个人，在营业厅内都有各自不同的专业领域——其中一位是营业厅经纪人，替别人或公司填交单子；一个是套利者，交易的是差价，从两个不同但相关合约间的差价关系变化中套取利润；一个是“短线客”，在非常短的时间内抢帽子，这种人对营业厅的流动性很有帮助，所做的仓位很少留到明天；第四个是仓位操作者，他自己说，他找的是“长期趋势中赚大钱的买卖”。

以下是这些人对操作“纪律”的谈话。

营业厅经纪人：“营业厅经纪人必须遵守纪律，知道在某一个特定的价格水准，技术操作可能会怎么做，以及他所做的每一个市场，支撑在哪里，反压又在哪里。他不能为一时的激情给冲昏了头，而且必须知道各种消息会对市场和它的趋势造成什么样的影响。”

套利者：“我成为芝加哥期货交易所会员九年的时间里，发现到的最重要事情是，会员要成功……我不认为对市场有准确预测的重要性，比得上对自己有基本的认识。讲明白一点，我谈的是自律。”

短线客：“任何操作的关键在于纪律。我不在意那是长期的投机，还是锱铢必较的抢帽子，你一定要按照一定的规则去操作，尽快承认自己的损失。我犯过错，我们全都犯过错。比方说，事先我们会告诉自己，现在要买某些东西，只要发生对自己不利四档价格变动(tick)，我就要出来。等到市场真的出现对自己不利四档变动，我们又会告诉自己，再等一下看看（而没有马上退出），结果四档变成了四十档。总而言之，基本要求是一定要守纪律，遵守交易计划。”

仓位操作者：“仓位操作者也要遵守纪律。在他建立仓位之初，就必须知道在什么地方要带着损失出场。大致来说，仓位操作者要能勇于接受特定的损失，就像短线客一样落落大方。他必须严守纪律。他必须坐在那里，看到市场走势对他不利时还能够说：我总是会把止损写在单子上，用这种方式，我知道什么时候自己出场了。等到出了场，我会用另一种观点看这个市场，做另一个决定，决定要不要再回去或就此留在外面。”

总而言之，不管你选择操作什么，或者你选择要用什么方法操作，这些经验老到的营业厅操作员建议你一定要有一套计划。在这套计划里面，必须有一个紧急逃生点，使你的损失能在控制之下。而且，非常重要的一点是，你必须严守纪律，遵循你的计划。”

简评

克罗在上面的例子中明确告诉我们，纪律对于投资者成功的重要性。“纪律、纪律、还是纪律”。作为股指期货交易的参与者，在瞬息万变的市场中要想立于不败之地，就一定要高度重视自律，严格控制风险，遵守交易纪律。

11 案例

控制损失的意义

克罗指出操作者必须控制损失，就这一问题谈到了如下的理由。

“赔了钱要扳回损失，比当初发生损失困难得多。假设有位操作者，原始本钱是 30000 美元，赔了 10000 美元，相当于亏掉 33% 的本钱。现在他只剩下 20000 美元，为了赚回到原来的 30000 美元，他的户头必须设法增加 10000 美元——也就是要增值 50%。他原来只赔 33%，现在必须赚 50%，才会有原来一样多的钱。如果再把佣金成本考虑进去，情况会更糟，因为不管是赚钱的操作还是赔钱的操作，都要收取佣金。

好几年前，为了拟定某些操作策略，我对客户多年来的操作方式做了个调查。针对他们的一个操作层面进行研究。我想知道一件事，那就是如果用某种客观的公式，把损失局限在一定的限度内，比方说，

规定损失不能超过开仓保证金的 45%，那会有什么样的结果？毫无例外，操作成果有了大幅的改善。从下面的两个例子中你可以自己加以判断：

新英格兰地区一家金属制造商放了 105000 美元在一个操作户头里，九个月后不但老本全部赔掉，还多损失了 30000 美元。分析这家公司的操作情形，发现总共有三十五笔交易，其中十二笔赚钱，二十三笔不赚钱。问题还是出在这里——它的惨败在于平均每手利润只有 1799 美元，平均亏损却有 6844 美元。这很可怕，是吧？如果这家公司每做一个仓位就把损失限制在开仓所动用保证金的 45% 之内。全部的损失便会只有 9232 美元，而不是实际发生的 135000 美元。如果真的像我们所说的那样做，它的平均每手亏损金额会是 1340 美元，而不是 6844 美元。这不是有天壤之别吗？

为免除你误以为大亏损只会发生在公共操作者（public traders）身上，不妨来看一下另一个例子。这个例子中的当事人是欧洲一家极为老练精明的私人银行，行方指定的操作者总是拍电报给我，在芝加哥和纽约下单子。刚开始的资金是 100000 美元，十三个月后，钱只剩下 54500 美元，于是行方解聘了本地操作者（local trader），放弃投机性操作。这十三个月内，该行的十四笔操作里，只有三笔是赚钱的，平均每手获利少得可怜，只有 255 美元，平均亏损却高达 4156 美元。这是不是很不可思议？要是该行把亏损限制在 45% 的开仓保证金内，整个损失会只有 6719 美元（每手 634 美元），如果后来能够逮到好趋势并获利的话，也许还能继续操作下去。

控制损失和放手让利润愈滚愈多的道理

	金属制造商	欧洲银行
原始资金	105000	100000
最终真实亏损	135000	45000
获利操作所占百分率	34%	21%
平均每手利润	1799	255
平均每手损失	6844	4156
平均每手损失（如果限制在保证金的 45% 内）	1340	634
总亏损（如果限制在保证金的 45% 内）	9232	6719

谈到控制和抑制损失，许多经验老道的操作者都喜欢把操作策略比拟做下棋策略的若干层面。比方说，棋士必须肯牺牲某些子，以求获得某些战术上的优势，或者保全其他更有价值的棋子。从这里推论，从事投资交易，投资者就应有弃车保帅的打算，愿意牺牲逆势操作的赔钱头寸，保全顺势经营的赚钱头寸。紧抱和保卫赔钱头寸并没有什么道理，以同样多的钱，你可以拿去保卫和增加赚钱的顺势头寸。

下西洋棋另一个可以用在投机性操作上的策略，是白求胜，黑求和。这话是什么意思？两个旗鼓相当的棋士对弈的时候，白子先走，所以应该能占优势，所以他必须讲究攻击力，以求胜利。相反的，黑子一开始是处于劣势，通常必须采取守势。除非白子犯下过失，把优势让给黑子，否则黑子会一直处于守势局面。所以黑子如能求和就很满足，只能期望在下一盘中改下白子，再采取攻击性和求和的策略。

这个比喻跟期货操作有什么关系？如果你有顺势头寸——相当于下棋的时候先攻——你就处于优势，应采取攻击性的策略求取大赢。这种情况下，你就紧抱不放，跟着主要趋势走，不必急着获利了结，赚取蝇头小利。但是如果你抱的是逆势头寸——等于是下棋

时后下的一方——你便处于守势，如能全身而退，不发生任何损失，那就属于万幸了。假使你偏不信邪，硬要等着趋势反转，对你有利，让你大赚，那未免痴心妄想，太没道理。如果你能打平，不赔不赚，那就赶紧收抬头寸出场。顺势头寸赚钱的机率比起一厢情愿、在不利的情况还想获利的机会要高出许多。”

简评

控制损失从长远来看是提高投资者操作业绩的好办法，毕竟输去大量本钱后再要重新赢回来，其难度要大许多，控制损失的目的就是避免这种结局。在股指期货交易过程中，无论是初涉其间的投资者还是已有丰富经验的投资者，学会有效控制损失对于提高交易成绩都会是有益的帮助。

12 案例

学会摆脱希望 与恐惧的影响

其实，在投资过程中，人性的因素也发挥着重要的影响。关于这一话题，克罗也有过详细论述，我们也来看看大师的观点。克罗指出：

“操作者必须面对的心理问题之一，是下意识里两种基本人性情绪的交互出现，也就是“希望”和“恐惧”此起彼伏。操作者甲顺着主趋势的方向做多黄豆，而且坐拥利润。第一次回调时，他“害怕”继续持有原来的头寸，万一市场反转，他就会失去本来的利润。相反的，操作者乙逆主趋势放空黄豆，发生不大但不断增加的亏损。他会抱着赔钱的头寸，“希望”主趋势会反转，并就此开始下跌。在此同时，市场继续上扬，亏损继续增加。这里我们出现的是“希望”和“恐惧”两种基本情绪，可是却是一百八十度迷失方向。甲拥有赚钱的顺势头寸，应该紧抱不放才对，“希望”有利的市场走势能继续给他锦上添花。相反的乙抱着不赚钱的逆势头寸，实在应该平掉才对，因为他必须“害怕”不利的市场走势会继续下去（就跟往常一样），亏损会继续增加（就跟往常一样）。

可是矛盾的状况俯拾皆是。成功的操作中有一件关键要素，就是操作者对好市场和坏市场的反应方式：也就是赢和输的方式。克莱恩（Joe Klein）是他那个年代中最棒的现场操作者之一，飞黄腾达的事业生涯前后长达五十多年，足迹遍及纽约和芝加哥的期货交易所。他一针见血地说：“任何人都可以是英雄，只要他大手笔做多，而市场也急剧上扬，甚至有些日子以涨停收市。可是真正的专业人士的金字招牌，在于他落后时是怎么玩的：市场对他不利，看起来他再也站不稳时，他的一举一动，值得我们注意。”

克莱恩应该知道他们是什么样子。今天的知名现场操作者，往往集中全力在一个柜台或交易所，但克莱恩跟他们不同，他常年四处奔波。1940年代到60年代，他在棉花交易所小办公室的桌子，老摆着一只袋子，发现机会他就马上提着上路。如果黄豆或小麦市场开始跳涨，而且克莱恩的经验告诉他，必须认真好好玩一玩时，他

就会拎起袋子，叫辆计程车到拉瓜地亚机场，坐下一班机到风城。隔天早晨，克莱恩踏进黄豆交易柜台时，芝加哥交易所的人一点也不会惊讶：毕竟，那是采取行动的地方。

克莱恩有关赢和输的说法，真正的意思到底是什么？专家或者专业人士作为一个操作者，真正的考验——这也适用于其他任何专业领域——在于他们应对坏时期的方式。我见过许多趾高气昂、不可一世的投机客，他们上对了动能十足的单向市场（通常是上涨市场），累积了庞大的账面财富，可一旦市场转而不利（通常是下跌），不但原来的财富转眼成空，还倒贴了老本。真正的专业操作者的标记，在于他们忍耐的力量——他们能够渡过不可避免的低潮期，终而出人头地。”

简评

希望与恐惧是两种基本人性情绪，克罗关于处于盈利和亏损状态下普通投资者希望和恐惧情绪的描述，也告诫了我们要当心自己人性弱点可能带来的影响。当我们在参与股指期货交易过程中，出现严重亏损时，应当以控制风险为主，不要让主观“希望”延误了止损行为，从而带来更大的损失。

历史上大炒家的 失败教训

13
案例

在《空中隧道》一书中，作者通过亨利·华森对历史上大炒家的回顾，分析了部分炒家失利的原由，可能对于我们更好地理解投资市场有一定的启发。以下让我们来看看书中的描述吧。

“沃尔特遇到了一位名叫亨利·华森的老人，他已有七十开外，是华尔街的老将，曾经赚得了他的前程、也输光了他的一切，他了解华尔街上过往的许多有名的投机者。沃尔特把老人介绍给罗伯特，罗伯特很快就对老人的回忆感到兴趣。老人推荐罗伯特看看有关介绍鲁德生涯的书籍，鲁德是怎样在赢得了1300万美元后又输光了全部，最后成为一个吃救济金的穷人而死去。然后又谈到丹尼尔·苏利，在棉花期货市场上赚得1000至1500万美元之后，由于违抗了自然法则，结果1904年棉花大暴跌，在几天时间内便损失了他的全部资本和利润，从此在金融市场上消失了。利弗莫尔大约在1907年至1908年之间，赚到了数百万美元，拥有五艘游艇，后来破产、失去一切，但是后来东山再起。尤金，另一个很令人震惊的例子，在棉花市场上一度曾经获得上千万美元的账面利润，最后失去了一切。

华森对罗伯特说：我希望你能成功，为你着想，我想给你谈谈我的一些观点，华尔街上的大多数人失败的原因，因为我了解这些人的历史，他们曾经赚过相当数量的金钱，我个人与他们也很熟悉。丹尼尔·鲁德失败的原因在于他的自私和吝啬，他不信任他的助手，他的观念就是自己赚钱，而不管如何伤害别人的心。情况变了，但

是鲁德仍然拒绝改变自己，结果是他自己最后沦为一无所有的穷汉。托马斯·W·劳逊，就是那位写过《星期五 13 号》的人，他是华尔街上少见的最勇敢的交易员，一度大约拥有五亿美元，结果也是死于贫困。劳逊曾经有一群标准石油的朋友们，但是在他们帮助他赚得了数百万美元后，他就背叛了他的朋友们。按照我的观点，也就是他自己砍断了供给自己的手，无情地对待曾经是朋友的人，最终导致了自己的失败。人必须忠诚，并且对带来巨大利益的财务行为守口如瓶。罗伯特就此事也有自己的观点：只要一个人对自己的母亲、祖国、同事忠诚，对自己的妻子或恋人忠诚，那么，他的努力将会获得回报。他相信补偿的法则：当一个人对别人失去信誉时，那么他对自己也就失去了信誉，这就是失败的根源。

华森先生告诉罗伯特，丹尼尔·苏利在棉花市场赚得了他的资本，在积累了数百万之后，他对棉花市场已经非常熟悉，又开始进行一些其它股票和商品期货的交易，这样就分散了他的注意力，使他不能再专心地注意棉花的交易了，这是曾经给他带来巨大利润的市场。华森先生说：“我可以说出华尔街上许多人的历史，利弗莫尔、杜兰特、尤金，分析他们的交易就可发现一个共同的弱点，他们的交易太分散了。不是集中于一种商品期货或者几种股票，而是分散在各个品种上进行交易。结果火上烧着太多的烙铁，哪一块开始出问题了，就开始亏损了。他们总是将赚钱的商品期货或者股票头寸撤出市场，而保留亏损的头寸。另一个弱点就是，在华尔街上，当一个人亏损时，总是试图弥补亏损，而不是在趋势不利于持有头寸时就尽快结束亏损。大多数人在昌盛时期失去正常的判断，随着成功不断膨胀，认为自己是不可战胜的，拒绝遵守客观规律和听从他

人意见，结果继续反潮流而为，最后彻底破产。”

“华森先生，”罗伯特说：“我相信如果一个人以非自私的目的开始赚钱，那么，他最终将会获得成功。你的经验对于我是很宝贵的，你对其他人失败原因的分析是一堂有益的教授课程。万事万物都有时机和季节，如果在合适的时机做事，那么就会获得成功。知道在应该停止交易时撤出市场、守住你的资本，然后等待时机、在另一个季节再进入市场，那么就可以连续不断地获利。请问华森先生，有没有哪位在华尔街赢得了大量金钱、并且一直保有金钱？”“当然有，”华森先生说：“如果没有例外，那么，市场将不会继续运行下去。我可以告诉你很多这样的人，其中最著名的就是E·H·哈里曼（1849年～1909年，美国金融和铁路巨头），他一直到死都很富有，大约有三亿左右的资产。在他生命的最后的三年到四年中他赚取了大约上亿的利润。”罗伯特问道：“他是怎么做的？”华森先生回答：“他坚持只做一种类型的股票——铁路股，他不分白天黑夜地研究它们，从不把注意力转向其它股票和商品。但是他为了成功付出的代价也很大，他完全忽视了自己的健康，牺牲了所有的一切、全力贯注铁路股票，因此在很年轻时就去世了。这种人是我们国家繁荣的栋梁，这类的天才很少有。”

简评

通过上面的例子，我们也从一个侧面了解了历史上部分大炒家最终失利的结局。华森和罗伯特的观点代表了他们对这些人失败原由的认识，可能对我们大家也有一定的启发。总的来看，在参与股指期货交易过程中，我们应当认识到一个人过去的成功，并不代表

将来不会出现失利，永远要把风险控制放在第一位。

14

案例

一分耕耘 一分收获

在《股票大作手操盘术》一书中，利费莫尔曾经谈到关于怎样才能从市场挣些钱的话题，让我们也来看看他是如何说的。

“投机，天下最彻头彻尾充满魔力的游戏。但是，这个游戏愚蠢的人不能玩，懒得动脑子的人不能玩，心理不健全的人不能玩，企图一夜暴富的冒险家不能玩。这些人如果贸然卷入，到死终究是一贫如洗。

很多年以来，当我出席晚宴的时候，只要有陌生人在场，则几乎总有陌生人走过来坐到我身边，稍作寒暄便言归正传：“我怎样才能从市场挣些钱？”

当我还年轻的时候，会不厌其烦地设法解释，盼着从市场上既快又容易地挣钱是不切实际的，你会碰上如此这般的麻烦；或者想尽办法找个礼貌的借口，从困境中脱身。最近这些年，我的回答只剩下生硬的一句，“不知道。”

碰上这种人，你很难耐得住性子。其他的先不说，这样的问法对于一位已经对投资和投机事业进行了科学研究的人来说，实在算不得什么恭维。要是这位外行朋友也拿同样的问题请教一位律师或一位外科医生，那才叫公平：“我怎样才能从法律方面或者外科手术

上快快挣钱？”

我警告你，在投资市场上“一分耕耘，一分收获”，你的成功果实将与你在自己的努力中所表现出的真心和诚意直接成正比。这种努力包括自己维持行情记录，自己动脑筋思考，并得出自己的结论。如果你还算明智，就不可能自己读《如何维持体形》，而将锻炼身体这件事交给他人代劳。因此，如果你诚心实意想投资市场取得成功，就需要自己付出努力。

简评

一代投资大师利弗莫尔用诙谐的话语打消了投资者想赚快而容易的钱的错误想法。确实如此，投资成功也是需要付出的，这与成为优秀的法律专家和外科医生一样都需要知识和经验。在参与股指期货交易历程中，我们每一个投资者都可以将自己成长的经历记录下来，努力学习，不断提高，将风险控制落实到位。将来，多年后回顾我们的交易笔记，就可以清晰看到自己过去的错误及成长的过程。

摊子不宜铺得太大

利弗莫尔也指出在股票市场上摊子铺得太大、四处出击也是很危险的。这可能对于我们参与股指期货或者其它金融期货品种交易也有很好的借鉴意义。利弗莫尔指出：

“不要同时许多股票上都建立头寸。同时照顾几只股票尚能胜任，同时照顾许多股票就不胜负荷了。我在几年前曾犯过此类错误，付出了沉重代价。

我曾经犯过的错误是，因为当时某个特定的股票群体中某只股票已经明明白白地掉转方向，脱离了整个市场的普遍趋势，我便纵容自己随之对整个股票市场的态度转为一律看空或一律看多。在建立新头寸之前，我本该更耐心地等待时机，等到其他股票群体中某只股票也显示出其下跌或者上涨过程已经终了的信号。时候一到，其他股票也都会清晰地发出同样的信号。这些都是我本应耐心等待的线索。

但是，我没有这样做，而是迫不及待，要在整个市场大干一番，结果吃了大亏。在这里，急于行动的浮躁心理取代了常识和判断力。当然，我在买卖第一个和第二个股票群里的股票时是盈利的。但是，由于在买卖其它股票群中的股票时赶在转折点到来之前就已经入市，结果切掉了原来盈利中的很大一块。

回想当年，在二十年代末期的牛市中，我清楚地看出铜业股票的上涨行情已经进入尾声。不久之后，汽车板块的股票也达到了顶峰。

因为牛市行情在这两类股票群体中都已经终结，我便很快得出了一个有纰漏的结论，以为现在可以安全地卖出任何股票。我宁愿不告诉你由于这一错误判断我亏损了多大金额。

在后来的六个月里，正当我在铜业股票和汽车板块股票的交易上积累了巨额账面盈利的时候，我也力图压中公用事业类股票的顶部，然而，后者亏损的金钱甚至超过了前者的盈利。最终，公用事业类股票和其他群体的股票都达到了顶峰。就在这时，铜业股票的成交价已经比其前期最高点低了 50 点，汽车板块股票下跌的比例也与此大致相当。

我希望这一事实给你留下深刻印象，当你看清某一特定股票板块的方向时，不妨就此采取行动。但是，不要纵容自己在其他股票板块中以同样方式行事，除非你已经明白地看到了后面这个板块已经开始跟进的信号。耐心，等待。迟早，你也会在其他股票板块上得到与第一个股票板块同样的提示信号。注意火候，不要在市场上铺得太开。”

简评

从利弗莫尔在同时操作过多股票，摊子铺得太大，四处出击带来亏损的经历中，我们也就得到一定启发，要学会耐心等待合适时机。不宜多头出击，涉足过多品种的交易。在将来股指期货以及其它金融期货种类日益繁多时，要学会找准重点，同一时间不要过度交易太多品种，以免影响交易成绩。

利弗莫尔对待 追加保证金的态度

利弗莫尔对于追加保证金通知单的看法较为独特，在这里我们也将其引摘过来，以供大家参阅。利弗莫尔在《股票大作手操盘术》一书中提到：

“从经纪商那里，我从来只得到过一种铁定无疑的“内幕”消息。那便是追加保证金的通知。当这样的通知到达时，应立即平仓。你站在市场错误的一边。为什么要把好钱追加到坏钱里去？把这些好钱放在荷包里多捂一天。把它拿到其他更有吸引力的地方去冒险，不要放到显然正在亏损的交易上。

成功的商人愿意给形形色色的客户赊账，但是，肯定不愿意把所有的产品都赊给唯一的一个客户。客户的数量越多，风险就越分散。正是出于同样道理，投入投机生意的人在每一次冒险过程中，也只应投入金额有限的一份资本。对于投机者来说，资金就是商人货架上的货物。

失败的投机者都有一个主要的通病，急于求成，总想在很短的时间内发财致富。他们不是花费2到3年的时间来使自己的资本增值500%，而是企图在2到3个月内做到这一点。偶尔，他们会成功。然而，此类大胆交易商最终有没有保住胜利果实呢？没有。为什么？因为这些钱来得不稳妥，来得快去得快，只在他们那里过手了片刻。

这样的投机者丧失了平衡感。他说：“既然我能够在这两个月使自己的资本增值 500%，想想下两个月我能做什么！我要发大财了。”

这样的投机者永远不会满足。他们孤注一掷，不停地投入自己所有的力量或资金，直到某个地方失算，终于出事了——某个变化剧烈的、无法预料的、毁灭性的事件。最后，经纪商终于发来最后的追加保证金通知，然而金额太大无法做到，于是，这个滥赌的赌徒就像流星一样消逝了。也许他会求经纪商再宽限一点儿时间，或者如果不是太不走运的话，或许他曾经留了一手，储存了一份应急储蓄，可以重新有一个一般的起点。

如果商人新开一家店铺，大致不会指望头一年就从这笔投资中获利 25% 以上。但是对进入投机领域的人来说，25% 什么都不是。他们想要的是 100%。他们的算计是经不住推敲的；他们没有把投机看作一项商业事业，并按照商业原则来经营这项事业。”

简评

作为白手起家赚到巨大财富的投资家，利弗莫尔对待风险仍是相当重视的，其将“追加保证金”视为铁定无疑“内幕”消息的态度就表明了高度重视风险管理。作为金融衍生品市场的新手而言，我们广大投资者在参与交易之初也要有良好的知识准备和理性心理预期，金融期货投资应当看作一项商业事业，认真对待。

谨慎选择时机 是绝对必要的

利弗莫尔还谈到了一个故事，强调了谨慎选择时机是绝对必要的，操之过急则代价惨重。他谈到：

“让我告诉你，有一次我一时心浮气躁，没有选好时机，结果和一百万美元的利润失之交臂。写到这里，我倍感困窘，几乎想把自己的脸转过去。

多年以前，我曾经对棉花强烈地看涨。我已经形成了明确意见，认为棉花即将出现一轮很大的涨势。但是，就像常常发生的那样，此时市场本身尚未准备好。然而，我一得出结论，当即一头扑进棉花市场。

我最初的头寸是 20,000 包，以市价买进。这笔指令把原本呆滞的市场刺激得上升了 15 点。后来，当我的指令中最后 100 包成交后，市场便开始下滑，24 小时之内回到了开始买进时的价格。在这个价位上，市场沉睡了许多天。最后，我腻烦透了，全部卖出，包括佣金在内，损失了大约 30,000 美元。自然，我的最后 100 包是在向下回撤行情的最低价成交的。

几天之后，该市场再度对我产生了吸引力。它在我脑子里挥之不去，我就是不能改变原先认为该市场即将形成大行情的念头。于是，我再次买进了 20,000 包。历史重演。由于我的买进指令市场向上跳

起来，完事后，又“砰”地一声跌回到起点。等待令我苦恼，因此我又卖出了自己的头寸，其中最后一笔再次在最低价成交。

六周之内，这种代价高昂的操作方式我竟重复了五次，每个来回的损失都在 25,000 美元至 30,000 美元之间。我变得厌恶起自己来。我虚掷了接近 200,000 美元，一丁点满意的滋味也没尝到。于是，我向自己的经理人下令，让他在我第二天走进办公室之前去掉棉花行情收报机。我不想到时候禁不住诱惑，再多看棉花市场一眼。这件事实在令人郁闷，然而在投机领域，无论何时都需要一付清醒的头脑，这种情绪显然于事无补。

那么，到底出了什么事呢？就在我去掉棉花行情报价机、对棉花市场完全失去兴趣的两天之后，市场开始上涨，并且上涨过程一直持续下去，直至涨幅达到 500 点。在这轮异乎寻常的上涨行情中，中途仅仅出现过一次向下回落过程，幅度为 40 点。

就这样，我失去了有史以来自己判断出的最具有吸引力、基础最牢靠的交易机会之一。总结一下，有两个方面的基本原因。首先，我没有充分耐心地等待价格行情的确立时刻，等时机成熟后再入市操作。事先我知道，只有棉花的成交价上升到每磅 12.5 美分，才说明它真正进入状态，将向还要高得多的价位进发。事与愿违，我不曾有那份自制力去等待。我的想法是，一定要在棉花市场到达买点之前很快额外多挣一点，因此在市场时机成熟之前就动手了。结果，我不仅损失了大约 200,000 美元的真金白银，还丧失了 1,000,000 美元的盈利机会。按照本来的计划，我预拟在市场超越关键点之后分批聚集 100,000 包的头寸，这个计划早就刻在脑子里。如果照计而行，就不会错失从这轮行情盈利 200 点左右的机会了。

其次，仅仅因为自己判断失误，就纵容自己动怒，对棉花市场

深恶痛绝，这种情绪和稳健的投机规程是不相调和的。我的损失完全是由于缺乏耐心造成的，没有耐心地等待恰当时机来支持自己预先形成的意见和计划。”

简评

从上述棉花案例中，利弗莫尔过去的失败经历就揭示了谨慎选择时机的必要性。初期参与股指期货交易的投资者也要注意交易时机的把握问题，特别是要吸取利弗莫尔的教训，切不可因自己判断失误，就纵容自己动怒，失去耐心，反而错失了有利的交易机会。

18

案例

罗马不是一天建成的

关于耐心等待投资时机问题，很多大师级的人物都反复加以强调。利弗莫尔对此也有自己的看法。他曾说道：

“不论何时，只要耐心等待市场到达我所说的“关键点”后才动手，我就总能从交易中获利。

为什么？

因为在这种情况下，我选择的正是标志着行情启动的重要时机。我永远用不着为亏损而焦虑，原因很简单，我恰好在准则发出信号时果断行动，并根据准则发出的信号逐步积累头寸。之后，我唯一

要做的就是静观其变，任由市场自动展开行情演变的过程，我知道，只需如此，市场自身就会在合适的时机发出信号，让我了结获利。任何时候，只要鼓起勇气和耐心等待这样的信号，我就能按部就班，从不例外。我的经验始终如一地表明，如果没有在行情开始后不久就入市，我就从来不会从这轮行情中获得太大的收益。原因可能是，如果没有及时入市，就丧失了一大段利润储备，而在后来行情演变过程中，直至行情終了，这段利润储备都是勇气和耐心的可靠保障，因此是十分必要的——在行情演变过程中，直至行情结束，市场必定会不时出现各种各样的小规模回落行情或者小规模回升行情，这段利润储备正是我不为之所动、顺利通过的可靠保障。

正如市场在适当时机向你发出正面的入市信号一样，同样肯定，市场也会向你发出负面的出市信号——只要你有足够的耐心等待。“罗马不是一天建成的，”没有哪个重大市场运动会在一天或一周内一蹴而就。它需要一定的时间才能逐步完成发生、发展、终结的整个过程。”

简评

耐心和纪律是许多投资大师总结出来的经验之谈，利弗莫尔也强调了耐心等待的重要意义。读罢上述内容，我们可能对耐心又多了新的认识，在将来参与股指期货交易过程中，学会谋定而后动，耐心把握市场机会，提高交易胜算。

NO1.

莫将期市当股市

NO2.

走出误区

NO3.

股指期货百问百答

NO4.

股指期货交易风险案例汇编

NO5.

海外金融衍生品市场风险案例选编(一)

NO6.

海外金融衍生品市场风险案例选编(二)

NO7.

股指期货入市指南

NO8.

沪深300股指期货问与答

NO9.

莫将期指当权证

NO10.

股指期货常识问与答

NO11.

沪深300指数问与答

投资者欲了解更多相关信息，请浏览中金所网站

www.cffex.com.cn

如有任何宝贵建议，请通过marketing@cffex.com.cn信箱与我们联系。

免责声明

本手册仅作为介绍股指期货基本知识、揭示股指期货交易风险之用，不作为投资者投资决策的依据。任何依据本手册进行投资所造成的损失，编者不承担任何责任。



中国金融期货交易所 China Financial Futures Exchange

地址：上海市浦东新区世纪大道1600号陆家嘴商务广场6楼
电话：8621-5016 0666 传真：8621-5016 0606

Address: 6th Floor, LJJ Plaza, No.1600 Century Avenue, Shanghai 200122, China
Tel: 8621-5016 0666 Fax: 8621-5016 0606

www.cffex.com.cn