

Money Management Strategies for Futures Traders

 東航金融·衍生译丛
KIEK CES FINANCE

在期货市场中，资金管理技巧意味着稳健投资之举与莽撞冒险行为之间的差异。期货交易者对本书期待已久，它将向读者展示如何自律地承担风险以避免被击败的技巧。读者通过《期货交易者资金管理策略》一书将学会如何把那些已被证实的资金管理策略与期货交易结合起来。在几乎不需要读者具备多少数学方面专业知识的情况下，本书将说明在不需要牺牲那些在最初吸引交易者进入期货市场的巨大利益的前提下如何衡量和限制风险。

投资之道 理财必备

期货交易者资金管理策略

瑙泽·J. 鲍尔绍拉 (Nauzer J. Balsara) 著

荣 军 译

 上海财经大学出版社



Money Management Strategies for Futures Traders

 東航金融 · 衍生译丛
KIHK CEN FINANCE

在期货市场中，资金管理技巧意味着稳健投资之举与莽撞冒险行为之间的差异。期货交易者对本书期待已久，它将向读者展示如何自律地承担风险以避免被击败的技巧。读者通过《期货交易者资金管理策略》一书将学会如何把那些已被证实的资金管理策略与期货交易结合起来。在几乎不需要读者具备多少数学方面专业知识的情况下，本书将说明在不需要牺牲利润而最初吸引交易者进入期货市场的巨大利益的前提下如何衡量和限制风险。

投资之道 理财必备

期货交易者资金管理策略

瑙泽·J. 鲍尔绍拉 (Nauzer J. Balsara) 著

荣 军 译

 上海财经大学出版社



图书在版编目(CIP)数据

期货交易者资金管理策略/(美)鲍尔绍拉(Balsara, N.J.)著;荣军译. —上海:上海财经大学出版社, 2015. 3

(东航金融·衍生译丛)

书名原文: Money Management Strategies for Futures Traders

ISBN 978-7-5642-2127-0/F·2127

I. ①期… II. ①鲍… ②荣… III. ①期货交易-资金管理
IV. ①F830.9

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2015)第 044116 号

□ 责任编辑 李成军
□ 封面设计 张克瑶

QIHUO JIAOYIZHE ZIJIN GUANLI CELÜE 期货交易者资金管理策略

[美] 瑙泽·J. 鲍尔绍拉 著
(Nauzer J. Balsara)

荣 军 译

上海财经大学出版社出版发行
(上海市武东路 321 号乙 邮编 200434)

网 址: <http://www.sufep.com>

电子邮箱: webmaster@sufep.com

全国新华书店经销

上海华业装潢印刷厂印刷

上海景条印刷有限公司装订

2015 年 3 月第 1 版 2015 年 3 月第 1 次印刷

787mm×1092mm 1/16 15 印张(插页:3) 261 千字
印数:0 001—4 000 定价:45.00 元

图字:09—2005—252 号

Money Management Strategies for Futures Traders

Nauzer J. Balsara

Copyright © 1992, John Wiley & Sons. Inc.

All Rights Reserved. This translation published under license.

No part of this publication may be reproduced, stored in a retrieval system, or transmitted in any form or by any means, electronic, mechanical, photocopying, recording, scanning, or otherwise, except as permitted under Section 107 or 108 of the 1976 United States Copyright Act, without the prior written permission of the Publisher.

CHINESE SIMPLIFIED language edition published by SHANGHAI UNIVERSITY OF FINANCE AND ECONOMICS PRESS, Copyright © 2015.

2015 年中文版专有出版权属上海财经大学出版社

版权所有 翻版必究

总 序

20 世纪 70 年代,随着布雷顿森林体系瓦解,美元与黄金挂钩的固定汇率制度遭到颠覆,金融市场出现了前所未有的大动荡。风险的巨大变化,带来了巨大的避险需求。以此为契机,金融衍生品逐渐从幕后走到前台,成为风险管理的重要工具。金融期货是金融衍生品最重要的组成部分。1972 年,以外汇期货在芝加哥商品交易所的正式交易为标志,金融期货在美国诞生。金融期货的本质,是把金融风险从金融产品中剥离出来,变为可度量、可交易、可转移的工具,被誉为人类风险管理的一次伟大革命。经过 30 年的发展,金融期货市场已经成为整个金融市场中不可或缺的组成部分,在价格发现、保值避险等方面发挥着不可替代的作用。

我国金融期货市场是在金融改革的大潮下诞生的。2006 年 9 月 8 日,经国务院同意、中国证券监督管理委员会批准,中国金融期货交易所上海挂牌成立。历经多年的扎实筹备,我国第一个金融期货产品——沪深 300 股指期货——于 2010 年 4 月 16 日顺利上市。正如王岐山同志在贺词中所说的:股指期货正式启动,标志着我国资本市场改革发展又迈出了一大步,这对于发育和完善我国资本市场体系具有重要而深远的意义。

股指期货到目前已经成功运行了一段时间,实现了平稳起步和安全运行的预期目标,成功嵌入资本市场运行和发展之中。股指期货的推出,对我国股票市场运行带来了一些积极的影响和变化:一是抑制单边市,完善股票市场内在稳定机制。股指期货为市场提供了做空手段和双向交易机制,增加了市场平衡制约力量,有助于降低市场波动幅度。机构投资者运用股指期货,可以替代在现货市场的频繁操作,增强持股信心。同时,股指期货具有一定的远期价格发现功能,可在一定程度上引导现货交易,稳定市场预期,减少股市波动频率。二是提供避险工具,培育市场避险文化。股指期货市场是一个专业化、高效的风险管理市场。股指期货不消除股市风险,但它使得股市风险变得可表征、可分割、可交易、

可转移,起到优化市场风险结构、促进股市平稳运行的作用。三是完善金融产品体系,增加市场的广度和深度,改善股市生态。发展股指期货等简单的基础性风险管理工具,不仅能够完善金融产品体系,增加市场创新功能,提高市场运行质量,同时也有助于保障金融资源配置的主动权,实现国家金融安全战略的重要选择。

股指期货的成功上市,打开了我国金融期货市场蓬勃发展的的大门。中国是一个经济大国,一些重要资源、重要基础商品、金融资产的定价权,必须通过稳健发展金融衍生品市场来实现和完成。“十二五”规划提出,要加快经济发展方式转变,实现经济结构调整。这需要我们不断扩大直接融资比例,积极稳妥地发展期货市场,同时也对我国金融期货市场的发展提出了更高的要求,给予了更加广阔的空间。下一步,在坚持国民经济发展需要、市场条件具备、交易所准备充分的品种上市原则的基础上,中国金融期货交易所将进一步加强新产品的研究与开发,在风险可测、可控、可承受的条件下,适时推出国债期货、外汇期货等其他金融期货品种,为资本市场持续健康发展,为加快推进上海国际金融中心建设,做出应有的积极贡献。

金融期货在我国才刚刚起步,还是一个新的事物,各方对它的认识和了解还需要一个过程。因此,加强对金融期货等金融衍生品的功能作用宣传、理论探索和实践策略的分析介绍,深化投资者教育工作,事关市场的功能发挥和长远发展。

东航金戎作为东航集团实施多元化拓展战略的重要金融平台,始终对境内外金融衍生品市场的现状和演变趋势保持着密切关注,在金融衍生品市场风险研究与资产管理实践等领域,努力进行着有益尝试。这套由东航金戎携手上海财经大学出版社共同推出的“东航金融·衍生译丛”,包含了《顶级对冲基金投资者》、《债券与债券衍生产品》、《奇异期权交易》、《外汇交易矩阵》、《期货交易者资金管理策略》五本著作。它们独辟蹊径,深入浅出地向读者展示了国际金融衍生品市场的奥秘与风景。相信此套丛书一定能够有助于广大投资者更加深入地了解金融衍生品市场,熟悉投资策略,树立正确的市场参与理念和风险防范意识,为中国金融衍生品市场的发展贡献力量。

朱玉辰

原中国金融期货交易所总经理

2014年10月

译者序

期货交易是人类社会商品经济发展到一定阶段的必然产物。近一个多世纪以来,中国期货的发展从萌芽到逐步完善经历了一个艰难曲折、坎坷不平的历程。中国期货市场经过十几年的发展,经历了1992~1993年的“期货热”、1994年的整顿、1995~1996年的规范化治理和打击过度投机阶段,目前的交易行为已趋于规范化,并逐步发展成熟,吸引了越来越多的投资者。

本书对于那些具有较少甚至是不具有期货交易实践经验的交易者而言,是一本实用的指南手册。实际上,每一个成功的期货交易者即使是在无意识的情况下,也会在交易过程中运用资金管理策略。本书的目标就是帮助人们更有意识、更加准确地运用资金管理策略。作者使用平实易懂的语言,深入浅出地介绍了期货交易的资金管理策略,与读者分享了自己在此方面的心得与体会。

全书共分十章。第一章“理解资金管理过程”,从市场选择、风险控制、特定交易风险评估以及如何在各种相互竞争的交易机会之间分配资金等方面对期货市场的资金管理过程进行了概述,使读者对全书产生概括性的了解。第二章“破产的动态学”,具体讨论不予行动和不当行动的原因,即交易者在期货市场中失败的原因。它促使交易者思考是自身的失误导致了亏损,还是交易系统或交易方式对当前市场情况的不适合而引起了失败。第三章“估计风险与回报”,描述如何对交易的回报和许可风险进行估计,这将帮助交易者对与交易相关的可能报酬情况有所了解。第四章“通过分散经营控制风险”,描述了如何使用分散经营策略以减低交易风险。第五章“商品的选择”,介绍了4种进行商品选择的方法,使交易者可以在那些令人迷惑的交易机会中进行筛选,得出能够符合自己满意程度要求的交易机会候选名单。第六章“对未实现利润和未发生损失进行管理”,介绍了如何通过设立止损单等方法使交易者的利润得到切实的保障。第七章“管理资金:控制暴露风险”,介绍了决定交易的资本数量的方法,帮助交易者完成确定暴露风险比例的重要过程。第八章“管理资金:分配资本”,介绍如何

在商品间进行风险资本分配的各种方法和在交易期间增加用于该交易的资本分配的策略。第九章“机械交易系统的作用”，把研究限定在反应型系统之上，讨论机械交易系统的设计，以及为交易与资金管理而进行的这种设计的隐含意义，并为提高固定参数的机械交易系统的效能提出建议。第十章“回归基本”，概述了造成不良业绩的主要问题，希望能使读者免于陷入这些问题导致的困境之中。

客观地说，由于成书时间较早，本书的资金管理策略在今天已经不再是什么“秘诀”。但是目前国内仍然少有关于期货交易的书能够将交易过程描述得如此形象，对交易系统的阐述如此浅显易懂。这也正是那些初入期货市场的交易者所真正需要的。对于那些交易经验丰富的交易者而言，本书也不失为书案上的必备籍册，不时翻阅将能使他们不忘如何正确地运用相关的资金管理策略。

时间仓促，文中翻译难免有不当之处，译者在此诚心地欢迎读者进行斧正。

序 言

本书以资金管理为主题,是针对谨慎投资者的入门读本。尽管以下的措辞听起来似乎有些自相矛盾,但成为防御型的交易者是可能的,也是一项又有益而又值得追求的。行为投资者如果分不清什么是积极主动,什么是鲁莽行事,就很可能使自己的投资退化成赌博行为,最终将不可避免地导致财务破产。本书并不伪称能够培养读者在期货市场中获得暴利的技巧。相反,它向读者展示的是如何通过训练进行风险控制,从而避免在市场中遭受损失。哪怕我们只能帮助读者规避掉期货市场中众多风险中的一个,本书的目的也就达到了。

本书的撰写尽可能避免数学化,因此,读者除了基本代数以外不需要了解任何其他数学知识。复杂数学的使用不仅无法对读者进行更好的阐释,也无法使他们变成更好的交易者。

致 谢

本书的撰写仰赖于许多人的关心、耐心和理解,我谨对他们一并表达谢意。但是对于以下的这些人来说,仅仅一句“谢谢”是无法表达我的心意的。

我最要感谢的是米努·帕特勒(Minu Patel),感谢您统计方面的真知灼见和专业的规划支持。如果没有您的帮助和鼓励,本书将无法完成。谢谢您,米努。我要特别感谢逻辑系统公司的戴夫·洛登(Dave Lowdon),感谢他给予我的系统程序支持;感谢马克·维默勒(Mark Wiemeler)和肯·麦加恩(Ken McGahan)为本书绘制了相关图表。同时,我还要感谢研究生助理丹尼尔·斯奈德(Daniel Snyder)和 V.阿南德(V. Anand)为本书付出的不懈努力。我要感谢约翰·奥利森(John Oleson)向我介绍利用图表进行风险与回报分析的技巧。

与我所欠上述诸人的人情债相比,我欠奥尔加·恩格尔哈特(Olga Engelhard)院长与凯瑟琳·卡尔森(Kathleen Carlson)副院长的也很多。感谢奥尔加院长鼓励我撰写本书,感谢凯瑟琳副院长给予我行政工作上的有力支持。我还要特别感谢我的系主任 C.T.陈(C. T. Chen)教授为我创造了易于思考、利于著书的环境。我还要感谢东北伊利诺伊大学基金会(Northeastern Illinois University Foundation)对于我研究工作的慷慨支持。

最后,我想要对约翰·威利父子(John Wiley & Sons)出版社的卡尔·韦伯(Karl Weber)致以谢意,感谢他对于像我这样第一次写书的作者所给予的巨大耐心和支持。

目 录

总序/1

译者序/1

序言/1

第一章 理解资金管理过程/1

资金管理过程的步骤/1

可用机会的排序/2

控制总体暴露风险/2

风险资本的分配/3

评估交易的最大许可损失/4

风险等式/4

确定交易合约的数量：平衡风险等式/5

风险等式不平衡时进行交易的后果/5

结语/6

第二章 破产的动态学/7

不予行动/7

不当行动/8

估算损失数量/10

破产风险/11

破产风险的建模/14

结语/19

第三章 估计风险与回报/20

对风险进行定义的重要性/20

对回报进行估计的重要性/20

使用常用形态估计风险与回报/21

头肩形/21

双重顶与双重底/25

碟形(圆形)顶和碟形(圆形)底/28

V形反转、钉形反转和岛形反转/30

等腰三角形和直角三角形/32

楔形/34

旗形/35

没有测量规则的回报预测/37

风险与回报的综合/39

结语/40

第四章 通过分散投资控制风险/41

估计期货交易的回报/43

估计单独商品的风险/46

估计同时交易的商品风险:商品相关性的概念/48

为什么分散投资是有效的/50

集中投资:分散投资的反面/51

检验商品相互关系的有效性/52

商品相关性是否显著的非统计学检验/53

对相关商品进行交易的矩阵/55

协同交易/56

价差交易/56

分散投资的局限/57

结语/57

第五章 商品的选择/59

互斥机会与独立机会/59

商品选择的过程/60

夏普比率/61

怀尔德商品选择指数/62

价格变动指数/64

经过调整的报酬率指数/66

结语/67

第六章 对未实现利润和未发生损失进行管理/68

为未发生损失制定截止水平/68

通过视图法制定止损点/69

波动率止损/71

时间止损/75

资金管理的货币价值止损/75

盈利交易未发生损失的模式分析/76

牛市和熊市中的陷阱/82

避免牛市和熊市中的陷阱/83

使用开盘价格行为信息设立保护性止损点/84

如何在限价锁定市场上生存/84

对未实现利润的管理/86

结语/89

第七章 管理资金:控制暴露风险/90

每笔交易进行等值货币投资的暴露风险/90

固定比例的暴露风险/90

通过改良的凯利方法得出最优固定比例/93

求得针对特定交易的最优暴露风险/94

鞅策略与反映策略/96

针对特定交易的暴露风险与综合的暴露风险/98

结语/101

第八章 管理资金:分配资本/102

在商品间进行风险资本分配/102

单一商品交易方案的分配/102

包含多种商品的交易方案的分配/103

等值风险资本分配/103

最优资本分配:引进现代最优证券投资理论/104

使用最优的 f 作为分配基础/109

风险资本与可用资本的关联/109

决定交易合约的数量/110

期权在处理带小数部分的合约数量时的作用/111

金字塔法/114

结语/118

第九章 机械交易系统的作用/120

机械交易系统的设计/120

机械交易系统的作用/122

固定参数机械系统/125

对于机械系统问题的可能解决方案/132

结语/134

第十章 回归基本/135

避免四星错误/135

损失引起的情绪后果/137

保持情绪平衡/138

总结/142

附录 A/143

附录 B/147

附录 C/150

附录 D/175

附录 E/200

附录 F/225

第一章 理解资金管理过程

从某种意义上说,每一位成功的期货交易者即使在无意识的情况下,也都会在交易过程中运用资金管理原理。本书的目标就是帮助人们在每天的交易中更有意识、更加准确地运用这些原理。本章从市场选择、风险控制(exposure control)、特定交易风险评估(trade-specific risk assessment)以及如何在各种相互竞争的交易机会之间分配资金等方面对资金管理过程进行了概述。这将使读者对本书获得概括性的了解。

买入或者卖出某种商品的信号可能产生于交易者对于历史数据的技术分析或图表研究。交易信号同样可以产生于基本分析或者对于影响商品价格的供求关系研究。交易信号的产生十分重要,但却不是本书论述的重点对象。本书论述的重点在于如何密切关注信号的决策过程。

资金管理过程的步骤

首先,交易者必须决定是否要根据信号采取行动。当交易者面对两种甚至更多商品,而账户资金又有限的时候,这就是一个很复杂而需要认真考虑的问题了。然后,交易者必须对于已经接受的每一个交易信号,决定自己愿意进行相应投资的资金份额。这样做的目的是为了保护资金不受到不当损失和过度的暴露风险,以使利润最大化,保证自己在未来能参与重要的行情。一种简单的选择就是每次做出固定数值的投资。更加简单的做法是:交易者选择对每一种交易的商品进行相同数量合约的交易。然而,这种资金分布可能只是次最优的。

对于每一个跟进的信号,交易者必须确定一个能够明确定义交易已经无法与预期相匹配的价格。这个价格被称为止损价格(stop-loss price),或者简称为止价(stop price)。入市价格(entry price)与止损价格之间的货币差额则定义了每单合约所能承受的最大许可风险。交易者分配给交易的风险资本除以每单合

约的最大许可风险,就得出了交易合约的数量。资金管理包括以下步骤:

- (1)根据客观的合意性判断标准对可用的交易机会进行次序排列。
- (2)决定在某一时间交易的资本份额。
- (3)在不同的交易机会间分配风险资本。
- (4)评估交易能够接受的每一机会的损失许可水平。
- (5)利用第3、第4步获得的信息决定每种交易商品的合约数量。

以下内容将对每个步骤的显著特点进行概述。

可用机会的排序

目前,交易者可以对超过50种不同的期货合约进行交易,这就使得想要把资金专注于所有商品变得十分困难。如果再考虑资金有限的现实约束条件,那么选择商品就更加具有特殊的重要性。交易者可以根据客观的合意性判断标准对相互竞争的机会进行次序排列。这种方法试图减轻无限交易机会为有限资金而相互竞争的问题。

一个交易的合意性是通过以下几个因素衡量的:(1)预期的利润;(2)与获得该利润相关联的风险;(3)启动交易需要的投资数额。对于一个给定风险而言,如果预期利润越高,交易的满意程度也就越高。同样,启动交易需要的投资数额越低,交易的满意程度也就越高。在第三章我们会对图表法进行讨论,用它来预测风险和回报。在第五章我们还会讨论使用其他的方法进行商品选择。

在根据客观的合意性判断标准对相互竞争的机会进行评价之后,下一步工作就是设定一个终止点或是基准水平,以此制定出供最后参考的交易名单。交易者就不必对那些无法达到终止点的交易机会进行考虑了。

控制总体暴露风险

总体暴露风险是指投资于各个交易机会的资金占全部资本的比例。如果每一笔交易都赔钱的话,那么交易者将100%的账户余额用于投资就是一个毁灭性的错误。如果交易者走另一个极端,只使用1%的资本,那么这样做固然降低了破产危险,但获得的收益就很可能是微不足道的。

进行交易的资本比例取决于交易者对商品组合所产生回报的预期。总体来说,预期回报越高,建议的暴露风险水平就越高。最优暴露风险比例将使商品组

合的总体预期回报最大化。为了便于进行分析,已完成交易的回报数据可以被当作预期回报的代表。在第七章我们将对这一点进行具体阐释。

另外一个相关因素是商品回报之间的相关性。如果一种商品的某种变化总是伴随着另一种商品与其类似的变化,我们称这两种商品是正相关的。反之,如果一种商品的某种变化总是伴随着另一种商品与其相反方向的变化,我们称这两种商品是负相关的。而相关性的效力则取决于两种商品之间相关变化的大小。

总体来说,如果一个商品组合中商品间的正相关性越大,那么理论上的总体暴露风险水平的安全性就越低。这正需要谨防正相关商品可能产生的成倍损失。按照相同的逻辑,如果一个组合中商品间的负相关性越大,那么总体暴露风险的最优性也就越高。在第四章中我们将会讨论相关性概念及其在减少总体组合风险方面发挥的作用。

总体暴露风险对于可用资本来说可以是一个固定的比例。当然,这个暴露风险比例也可以根据交易账户余额的变化有所变动。例如,一个积极主动的交易者可能希望增加总体暴露风险,从而减少账户余额;而一个防守型的交易者可能就会不同意这种做法,而只会在看到账户余额增加之后才会选择增加总体暴露风险。这些问题将在第七章中加以讨论。

风险资本的分配

一旦交易者决定用于交易的资本总额后,下一步就需要将这些资金在各个相互竞争的交易之间进行分配。最简单的办法就是将资本在每种交易的商品之间进行平均分配。当交易者无法预测一项交易潜在的回报和风险时,这种简化的办法特别有帮助。然而,这种绝对的假设认为,所有的交易都代表着一样好的投资机会。对此种假设不以为然的交易者将会进行以下的资本分配程序:(1)识别交易间潜在的差异;(2)把上述差异转化为暴露风险分配或是风险资本分配上的差异。

交易间潜在的差异通过以下因素进行衡量:(1)成功概率;(2)交易的风险回报率(即将预期利润除以最大许可损失)或报酬率(即将已完成交易获得的平均货币利润除以遭受到的平均货币损失)。如果被考虑的那项交易的成功概率越大,报酬率越高,则用于该项交易的资金比例也就理所当然越大。在第七章中我们将讨论如何达到最优暴露风险。在第八章中我们将讨论在交易过程中增加暴