

95
F830.59
55
2

国际著名股票、期货交易双料专家——

克罗谈投资策略

[美] 斯坦利·克罗 著
刘福寿 张良华 译
施梅琛 吁剑萍 译

XAL35/17



中国经济出版社



C

208394

序

一个偶然的机会有幸结识了斯坦利·克罗先生。在那之后不久,我得到斯坦利先生这本英文手稿——《克罗谈投资策略》。阅读了这部手稿之后,感觉到书中介绍的一些投资策略对我们确实十分有益,于是产生了将此书译成中文,推荐给国内广大读者的想法。在征得斯坦利先生的同意后,遂将这一想法付诸了实际。

斯坦利·克罗先生可谓期货市场上的一位传奇式人物,1960年斯坦利先生进入了全球金融中心华尔街。他在华尔街的33年之中,一直在期货市场上从事商品期货交易,积累了大量的经验。岁月流逝,财富积累,斯坦利先生带着他在华尔街聚集的几百万美元,远离这一充满竞争的市场,漫游世界,独享人生。五年的游历中,斯坦利先生潜心研究经济理论及金融、投资理论,并先后出版了五本专著。《克罗谈投资策略》是斯坦利先生的第六本专著。

期货、股票行业目前在我国还处于刚刚起步的阶段,与具有上百年期货、股票市场历史的美国比起来,还有不小的差距,特别是期货、股票投资策略问题,对广大投资人员来讲还处于朦胧状态。在该书中斯坦利先生总结了他几十年的投资经验,自成一套分析体系,对诸多情况下的投资策略都有其独到的见地,实为一本不可多得的投资工具书。

在此请允许我感谢刘福寿、张良华、施梅琛、吁剑萍同志,

是他们在百忙之中将此书译成中文,使国内读者得以及早地分享斯坦利先生的这一成果。

田原

1994.6.10

期货交易中的墨菲法则

让我们首先介绍一下墨菲法则。该法则主要是描述基于某一说法的事物发生的倾向和趋势。这一说法就是：如果某件事有可能变坏的话，这种可能性就会成为现实。

一个更为生动的解释就是：假定你把一片干面包掉在你的新地毯上，这片面包两面都有可能着地。但是，假定你把一片一面涂有一层果酱的面包掉在新地毯上，常常是带有果酱的一面落在地毯上。

在这一点上，墨菲法则告诉我们：你若想提前知道哪些交易有可能遭受损失，这类交易就包括：

- a. 那些你不曾建立保护性的止损委托的交易，或者
- b. 由于不谨慎而持有过多的头寸，超过了你应该持有的头寸。

为了避免这些所谓墨菲法则交易的负面影响，我们应当坚持：

- a. 无论何时都要为所持有的头寸建立保护性的止损委托。
- b. 为每一帐户积累的合同数额定一个上限，而且无论在何种情形下都不要超过这个数。

墨菲法则在许多情况下都很有趣，但一旦与实际的商品交易联系起来，就不再那么有趣了。

目 录

序	田源
期货交易中的墨菲法则	
前言	(1)
1. 导言:人们称为 J. L. 的人	(4)
2. 投资策略的重要性	(11)
3. 赢家和输家	(16)
4. 基础分析和技术分析	(23)
5. 孙子(2500 年前)所著《孙子兵法》和交易致胜艺术 (公元 1994 年)	(34)
6. 你所期望的赌博方式	(40)
7. 知者不言,言者不知	(46)
8. 为什么说不存在“坏”的市场	(51)
9. 感觉与现实	(55)
10. 风险控制和约束:成功的关键	(63)
11. 长线与短线	(67)
12. 涨势买入,跌势卖出	(76)
13. 拉里·海特:亿元资金经理人	(83)
14. 创建并运用一个技术性交易系统	(88)
15. 交易系统 II:克罗的建议	(96)
16. 后记:克罗的持续获利市场策略	(102)
17. 跋:90 年代中国和香港的投资机会	(106)

※ ※ ※

有关图表在本书的位置

利沃默的出生证.....	(5)
涨势市场	(14)
跌势市场	(14)
燃料油 1986 年 2 月份每日价格图.....	(27)
长期(1991 至 1993 年)恒生指数图	(29)
1984 年中期 CRB 谷物期货指数图	(31)
1984 年中期 CRB 贵金属指数图	(31)
日经指数(现货)图	(43)
IBM 公司股票价格的长期图表	(49)
1994 年 5 月份每日的棉花价格图表	(60)
长期(1968 至 1976 年)糖价格连续图表	(68)
1994 年 3 月份每日恒生期货价格图表	(70)
1994 年美国债券长期价格图表	(72)
1987 年 7 月每日谷物价格图表	(80)
1987 年 7 月每日小麦价格图表	(81)
1987 年 7 月谷物—小麦差价图表	(82)
霍克哈默最佳移动平均组合表	(97)

前 言

多年以来我一直有一个愿望，就是写一本关于股票和商品交易策略的书，但由于多种原因，始终未能如愿。然而，在1993年我又回到香港时，感觉时机到了，于是就热情地投入本书的创作。很不幸的是，有许多流行的观点都试图把股票交易策略同期货交易策略隔离开来，大多数人认为股票市场和期货市场就如同是两个不同的世界。而事实并非如此。

许多有经验的交易者都已逐渐意识到股票和商品投机交易有许多相同之处，尽管二者之间在逻辑方面有一些不同点。就安全的交易策略、风险控制以及全面约束需要等基本性原则而言，二者极为相近。两个市场的主要区别在于杠杆效应或称齿轮效应。期货交易者通常只需相当于市价仅5%的资金，而股票交易者通常却必须交纳50%的定金。正是这种杠杆效应把二者区别开来。如果期货交易者需交付合同价值50%的定金而股票交易者只需交纳5%，那么情形就会完全相反的。你能想象得出吗，那时商品交易就会被视为安全的、保守的，而股票交易则将会被视为有风险的和投机的。

本书承认两个市场运作中所存在的巨大差异。进而讨论两个市场中的策略、战术、风险控制因素等，即二者相近以及相互区别的方面。你将会发现两个市场相似的地方远远多于其差异之处，从而把在其中一个市场上所掌握的投资技巧运用到另一个市场交易中必将是巨大的财富。

还需指出的一点是我们通常所谈的“追势策略”，也就是随主导趋势的方向进行交易。例如，趁低买入直至支撑价位是人们比较偏爱的交易方式，但只有当这一市场发展主要趋势为涨势的条件下我们才会这样做。如果市场发展趋势是看跌，这样做仍将可能遭受损失。在一个看涨市场上进行的卖空交易亦是如此。

下面我们简单地谈一下，交易中所应当持有的头寸规模。这就象是问这样一个问题：“多大规模才算是过大呢？”我认为，如果你进行的交易同市场价格趋势方向相反，并且有帐面损失，那么即使只有一份这样的交易合同也嫌过多。而另一方面，如果你的交易方向同占优势的市场趋势相同，并且市场价格又向着有利于你的方向变动，那合同数肯定是多多益善。这种说法太笼统了吗？好，让我们讲得更具体一些。我建议 in 股票交易中用于保证金交易的资金最好不要超过你本人资金的35%；对于期货交易，则不宜超过25%。另外，一个比较好的想法是把资金投放于不同的市场，比如说十个市场，从而其中任何一个市场中的估算错误或其它不幸事件对于你的资产组合都不会有致命伤。因此，如果把你可获得的用于保证金交易的资金分散于比如说十个市场（对于一个资金额比较大的帐户可分散投资于更多数量的市场上），你就很容易算出你所应当持有的头寸的规模。

最后应当指出的是，无论是在哪一个领域的投资策略的探讨中，没有一个会不提及“墨菲法则”而能成为比较完善的策略的，正如我们所知，“墨菲法则”并非法律，不过是一种处理事物的方法，简单地说，就是“如果某件事有可能变坏的话，这种可能性将会成为现实”。

因此,无论何时,只要你一不小心,忘记建立保护性止损委托,或对于一个很好的平衡帐户你持有过大规模的头寸(尽管这一交易从图表上“看”起来相当好),你就极有可能再次熟识“墨菲法则”。请记住这一古老的谚语:“无论是杯子击破壶,还是壶撞碎了杯子,其结果往往都是对壶不利的。”这一道理也同样适用于投机;粗心和无能的人很少能追随有利的市场变动,也很少能获得利润的报偿。

在着手开始这本书的写作之前,我在此还要说上最后一句话,如果读者愿意继续就本书的某一方面进行深入探讨,欢迎大家写信给我,或通过出版商转寄。我将尽我所能并在时间允许范围内给您答复。

1. 导言：人们称为 J.L. 的人

当巨大的银色飞鸟向西飞往佛罗里达的福特·劳德戴尔市时，从空中望下去，介于墨西哥湾和大西洋之间的闪光的彩色轮廓分外突出。当飞机即将降落时，我仰靠在座位上，回想着此次圣诞节假期我到佛罗里达钓鱼旅行的主要原因。我对一个人们称为 J.L. 的人有一种强烈的兴趣，我之所以要到这里来是因为他过去常常来这儿。

我可以描述出在 20 世纪 20 年代他鼎盛时期的形象：身材高大，衣冠楚楚，神情严肃，坐在纽约到佛罗里达高速列车的窗边，企盼着钓鱼交友、放松神经、沉思冥想的日子，而更重要的是，企盼着能在华尔街和芝加哥的竞技场上奋勇厮杀之后得到一点休息，尽管这种休息只是短暂的。

他的名字叫杰西·劳里斯顿·利沃默。

本世纪确有一批卓越或幸运的市场操作大师曾在其鼎盛时期，靠着良好直觉及时结清持有头寸赚取百万美元计的利润。我自己，也曾多次很幸运地被算在这一 exclusive 群体中。但利沃默自成一派。仅就其有影响力的操作的规模和重要性，就其买入卖出时那种精确计算和有约束的操作方式，就其经常运用的不同于他人的超然的交易手段，他从未被任何其他入超出过。

杰西·利沃默出生于 1877 年 7 月 26 日，美国马塞诸塞州舒茨伯里市，是一对贫苦农民的独子。他 14 岁时离家工作，

Births Registered in the Town of Shrewsbury

149

DATE OF BIRTH (1877)	NAME OF THE CHILD (if a boy use)	AGE (in years, months, weeks)	CONDITION (if born illegitimate)	PLACE OF BIRTH	NAME OF FATHER
July 26	Jesse Leinster Lumsden	10		Shrewsbury	Thomas B. & Laura E. Lumsden on a Steer
July 29	Henry & Langley	10		Shrewsbury	John & Prudence Langley " on a Steer
July 30	Charles Albert Voluntary	16		Shrewsbury	Albert E. & Henrietta A. Voluntary

150

Animal Husbandry - Registrar.

NAME OF FARMER	OCCUPATION OF FATHER	BIRTHPLACE OF FATHER	BIRTHPLACE OF MOTHER	REPORT.	DATE OF RECORD.
Shrewsbury	Farmer	Expton	Leicester	Armed Husband	1878 Jan 10
Shrewsbury	Carrier	Canada	Canada	"	"
Shrewsbury	Carriage-maker	Shrewsbury	Shrewsbury	"	"

在波士顿的一家经纪公司做行情室操作员，每周赚 3 美元。

从这一平凡的工作开始，又做了几年学徒，在沿东海岸的几家不同的经纪公司进行小额股票头寸交易，这位沉默寡言而又具有献身精神的年轻人终于成为本世纪早期最令人敬畏和仰慕的市场操作大师之一。华尔街的其他操作大师给他起了个绰号：“投机小子”。

利沃默的世界就是价格的波动(股票和商品价格波动)和他执着的意念、精确分析以及对这些价格的预测。当代最著名的金融评论家之一爱德华·J·戴伊斯指出：“假定利沃默被剥夺得一名不文，只给他一点经纪公司贷款，把他锁在有电话和行情显示器的房间里，他再次出来时又会有一笔新的财富。”

1959 年我进入华尔街的最初日子里，利沃默就是我心目中的英雄。当我不断发展自身在价格分析以及交易中的专业技术水平时，他又成了我的教练和精神上的导师。同其他许多投资者一样，我深受他的战术、策略及市场哲学影响。

“市场只有一个方面，这个方面既不是牛市又不是熊市，”他写道，“这个方面就是正确的方面。”这一基本理论已深深印入我的脑海，挥之不去。每当我读到那些过多重视理论而不关注实际市场的空泛而又乏味的市场分析和策略时，我就会回想起这句话。

象大多数交易者一样，我也常常面临着决定哪些是应该持有的头寸，哪些是应当结清的头寸。在这一问题上，利沃默为我们提出了极好的、清晰的劝告，他在评论自身所犯错误时指出：

“我的确做了一件错事。棉花交易已表明我会遭受损失，

但我却仍保留着。小麦交易表明我有利可图，我却卖掉了。在所有的投机错误中，几乎没有比试图平均对冲损失更大的错误了。应当永远记住要结清显示有损失的头寸而保有显示出有利可图的头寸。”

然而，利沃默给众多投资者的最具意义的财富还是有关投资目标的总体策略。现时代，交易者日益依赖于功能强大的个人计算机和先进软件，这一财富的重要性就更显突出。即便是相对缺乏经验的交易者也可以借助于即时的短期图表显示，进行相当规模的买进和卖出。请注意体现利沃默智慧的这一片段：

在华尔街工作过这么多年，赚过也赔过数以百万计的美元之后，我想告诉你们：绝非我的种种见解使我赚了很多钱，我能够坚持我自己的主张。在市场上正确运作并不需什么技巧和手段。你在牛市中总会提前发现许多多头机会，熊市同样如此。我认识的许多人都在恰好的时机对市场作出了正确的判断，他们能够在可获取最大利润的价格水平上买进或卖出。而且他们的经验常常足可以与我的经验相抗衡。也就是说，他们并未从中确实赚到钱。能够对市场进行正确判断同时又能坚持自己意见的人并不一般。我发现这是世上最难学的事情之一。但是只有市场操作者牢牢把握了这一本领他才能赚大钱。有一种说法认为一个知道如何交易的交易商要赚取百万美元较那些对如何交易一无所知的交易商赚取几百美元更为容易，确实如此。

下面是利沃默对遭受损失所谈论的内容：

遭受损失是我所遇到的困难中最微不足道的。我遭受损失后从未为此伤脑筋。真正使我内心感到不安的，并非承担损

失,而是我做错事。

很遗憾,我在佛罗里达的垂钓之旅太短促了,大约一周之后我又回到了还处在严冬的纽约。当我等着大鱼上钩的时候,我想了很多有关利沃默的轶事和他的佛罗里达垂钓之旅,他的交易策略以及他相当多的有关市场运行方面的聪明才智。尽管他那时的垂钓成果较我那少得可怜的一小桶海鱼远为丰富得多,但我却享有他所不可能享受得到的优势:我能研读他的书并从中得到乐趣。

※ ※ ※ ※ ※ ※ ※ ※

几年前我就有了上述的这些想法,但当今天把它们写出来的时候它们同以前一样仍很切合时机。事实上,在过去 50 年甚至 100 年中它们都很重要,就如同它们在今后的 50 年甚至是 100 年仍将很重要一样。

1849 年,卡尔·艾尔佛斯曾说过:“外界事物变化越多,它们就越会保持本质的东西。”这当然也适用于利沃默的投资对策和策略。

杰西·利沃默可能是本世纪,也可能将一直是最具活力、最成功的独立的投机者和投资决策人。尽管他死于 1941 年,但他对其身后几代股票和商品交易商的影响却是巨大的。我曾读过,甚至无数次重读过他的著作,我把自己算作他的一个学生。当我到达亚洲后,我惊异地发现在地球的另一面竟有如此多的股票和商品投机者对这一投资界的传奇人物有着同样的感受。

大约 10 年前,我曾有个想法,就是利用本世纪二三十年代曾与利沃默在华尔街共同工作或知道其人的人对他的回忆,写一本关于利沃默的书。我在金融类报刊杂志上刊登广

告,寻找那些拥有有关利沃默及其工作第一手资料的人,但不幸的是,我动手太晚了。我根本找不到任何拥有亲身的资料的人。这很令人失望,但我自己在华尔街的事业很活跃、繁忙,因此不久这项计划搁浅,我转而从事更有建设性的工作。

但是,我从未完全放弃有关利沃默的计划,而且在其后几年里,一有空我就坚持研读他的著作,并借助于利沃默的智慧和经验发展我自己的投资策略。

逐渐地,我有了一个想法,如果我不能写一本“有关”利沃默的有意义的新书,为什么我不能与利沃默“合作”创作一本书呢?与一个50多年前就已经永远地休息的人“合作”写一本书吗?一个同事劝我,认为滥用了30多年的“壕沟战”可能对于我的压力过大,当然除非我对于失败率问题有新的理论见解。我确实没有有关失败率的创新理论,但我意识到尽管利沃默的战术和策略中最好的一部分已得到发展并针对金融市场又加以阐释,经过了这么多年也难免变得有些过时。也许这些策略能够改造成与新的交易环境相适应,能够为世界范围内的新一代股票、商品和期权投资者重新注释。这些新一代投资人随着快捷的私人计算机、强大的软件系统以及即时的数据显示系统——这种数据显示能通过卫星以光速传递到全球最远的角落——的发展迅速成长起来。这些新事物是利沃默所不能梦想的。

本世纪90年代以及即将迈入21世纪的交易商用许多种语言分析市场并下达委托指令,而利沃默却只用英语,而且极有可能他不曾听到过绝大多数语言。为了达到最大的效果,我准备为那些具有活力的而又从未听过利沃默的19世纪新英

格兰口音的交易商们重新解释利沃默的教义,并使之具有现代气息,同时也把我本人的相关策略与之结合。

事实上,我现在正坐在距华尔街 12000 英里之遥的香港交易桌前。正是在这里我继续努力从事我自己所选择的职业,分析市场并进行交易,正如许许多多用着不同语言(英语之外)和方言的其他金融操作者一样。

对于某些人来讲这可能很奇怪,但归功于现代的卫星通讯技术,我在这里用于下达委托指令的瞬间就同在纽约的交易桌前下达类似委托指令一样迅捷。但不幸的是,即便靠着现代科技也有难以克服的一个不方便之处。由于位于地球的另一面,这意味着这里的时间较纽约时间早 12 个小时,因此为了在纽约和芝加哥市场交易,我就必须从晚上 8:00 开始工作,并在第二天早上凌晨才可结束工作。当然,只要保证那些住在亚洲的美国人得到补偿,那么“值夜班”这一点不方便之处就能很容易克服了。

2. 投资策略的重要性

在1967年,我收到了一封信,该信的部分内容引述如下:

我在纽约的一位朋友寄给我10月17日的《世界糖市场通讯》,我觉得很有趣,而且也是十分有利可图的。摘自杰西·利沃默的引言使我想起了我已故去的不幸的父亲。当我还是个孩子的时候,我问他是如何在期货市场上获利的。他的回答是:“你必须既勇敢又正确。”于是我又问:“如果我很勇敢,但却判断失误该会怎样呢?”他回答说:“那么你就会和船一同沉下去的。”

不幸的是,他属于后者。

我与众多股票和商品投资者所进行的交谈是我这项职业中令人愉快而又有价值的一面,这些多种多样不同的联系与接触持续了30多年的时间,一个不断重复的主题似乎就要出现了。即便是最不成功的交易商也曾偶然地发现过市场上存在着获取巨大利润的可能性,尽管这种机会很难把握,但却是实实在在地存在着的。如果你总能够避免大失败所造成的相当的危害,你就应抓住机会实现利润。但是,你如何才能避免这种对于世界范围内的金融投机者而言相当普遍的大失败呢?或者如前边引述的信中比较尖锐的话,你如何才能避免“和船一同沉下去”呢?

自从人们聚在一起进行石板、斧子或是一些吃的或穿的东西的易货贸易时,就已有了一种所谓赢家和输家。然而,尽管存