

# 期货交易策略

Kroll on Futures Trading Strategy

Stanley Kroll 著

罗耀宗 俞济群 译

本电子书送给bbs.macd.cn论坛的朋友们

本资料仅供学习交流-请勿作商业用途

## 前 言

在「股市大亨」（Money Master）這本佳作中，作者約翰崔恩（John Train）描述了九位投資大師的生平事蹟和專業技能。其中幾位明星－華倫包菲特（Warren Buffet），班傑明葛拉漢（Benjamin Graham），洛威普萊斯（T. Rowe Price），賴利狄許（Larry Tisch）和約翰坦普頓（John Templeton），都是我們耳熟能詳的大師。在這些堪稱「謀殺者行列」的投資人中，你也可以找到史坦利柯洛爾的大名。崔恩描繪了史坦利在「不可能賭場」中賺錢的期貨操作。果真如此，柯洛爾在賭桌上的確演出幾場精彩好戲，這絕非意外或純屬運氣。

一九七〇年代，史坦利有一場為時三年的演出，他將自己的一萬八千美元擴增到一百萬美元。而他為他的合夥人也賺到相同的報酬。史坦利其它的精彩演出，讀者可以從崔恩的著作一窺究竟。這裡要指出的只是，這些表現明白展現出膽識和智慧。

我並非「期貨人」。我試圖堅守在自己比較了解的金融工具，主要是股票和債券。對我而言，閱讀「柯洛爾論期貨操作策略」（Kroll on Futures Trading Strategy）無異受教。令我印象最深刻的是，柯洛爾建言中最重要的原則幾乎完全根植於對紀律和常識的關注。簡言之，他建言中最佳的卻是透露出一切良好投資策略的基石－留心市場，多做研究，保持冷靜。史坦

#### 4 / 期貨交易策略

---

利指出，不幸的操作者「根據情緒而非紀律，依感覺而非邏輯，以主觀而非客觀行事。」

史坦利的操作哲學係從一中心思想導出若干重要原則，這個核心思想幾乎是所有投資行為的關鍵——辨別市場重大持續走勢，並且順勢操作。多數聰慧的投資人可以了解，在期貨市場和股票市場獲利的關鍵都一樣。史坦利備受重視而且表現良好的原因之一，即是他腳踏實地而非浮沙建塔。

如果你見到史坦利會和我見到他一樣，立刻為他所認定操作期貨需要了解的事情無需太多的想法感到刻骨銘心。這也就是大多數真正專家最突出的優點之一。他們不會過度自信或假裝萬能。最好是假設自己知識不足，而不斷研究自己的假設和數字，史坦利另一個重要原則是——在現實世界中操作。就如他所說，「期貨操作所需要的紀律和客觀方法是本書一再重覆的主題。」其實，這就是本書的主題。

閱讀「史坦利論期貨操作策略」一書，能使所有投資人頗有斬獲。它不會讓你一夕間成為鮮活的期貨操作者，但本書可以提供忠實的建議。對新手而言，書中平舖直敘的文字可以提供市場運作，以及何種投資「系統」運作良好的訊息。對專家而言，本書涵蓋若干砥礪之道。史坦利也對一般投資人提出優良投資人成功的線索——不斷努力從事研究，並且付諸實行，以有紀律的方式順勢操作。每位投入市場的人士都可以從史坦利的建言中受益。

Douglas A. McIntyre  
總裁兼發行人  
金融世界雜誌  
紐約市  
5.27.1987

## 序

從西雅圖來訪的基金經理人，情緒顯然極不穩定，令我感到十分難堪。一九八五年十一月中旬一個月蕭瑟的下午，他來到華盛頓港，和我研究期貨操作。當我坐在既是位宅又兼做辦公室的遊艇艙房中，他痛苦地描述著，過去幾年他一直在黃豆市場慘遭洗盤，造成一連串損失的經歷——儘管在這樣的空頭市場下，一切解釋都顯得很合理。但問題是，他讓自己受到新聞、電視報導和小道消息的影響。雖然偶而他會抓對市場走勢（下跌），卻始終受到驚嚇（他稱之為「守勢」），幾乎經常在行情逆轉時出清良好的倉位。這段期間，他總會抱牢賠錢的倉位，使得原本表現欠佳倉位的損失更加惡化。他和我談話時所表露的心態，和他操作的差勁程度十分吻合。

在一吐心中憤懣後，他問道，我的操作系統這段時間在黃豆市場的操作表現如何？我回答，「從六月十一日，操作系統一直指示放空」。「六月十一日？那有什麼了得，」他不平地表示，心裡盤算這只不過是五個月的時間。我回答說，「一九八四年六月十一日。」接著便是一段沈默。我們倆人都了解，過去十七個月持續放空黃豆，每口的利潤會超過\$10,000。

遺憾的事是，在過去卅年，這類談話一直重覆不斷，教我不得不遽下結論說，任何一位操作者最凶惡的敵人絕不是市場或其它玩家。而是受到妄想和恐懼鼓舞及騷擾，欠缺讓利潤奔

馳否則停損的紀律，無法忍受無聊和惰性，貿然採取行動，對自己（經常是正確的）分析和操作決策缺乏信心的人——他自己。

有人曾經說，在期貨操作上要賺取一小筆財富，最確切的方法是先要擁有一大筆財富。不幸的事是，這種犬儒式的邏輯卻隱含著普遍的真理。輸家的確要比贏家多得多。既然如此，為什麼這場遊戲仍然吸引大量投資人？根據我近卅年來的經驗，我認為期貨市場顯然對投資人而言，一開始就有機會以一小筆賭本翻出大筆財富。對貿易商和金融機構而言，期貨市場則是規避財務風險，而且能夠在交易中避免確實損失爭取獲利的機會。無數家族的財富以及國際商品王國都是以機靈且獲利十足的期貨交易起家的。

操作者要登上贏家行列，一定要超越慾望和一廂情願的想法。要想成功，投資人必須實際而且客觀，踏實而且守紀律，更重要的是，要對自己獨到的分析和市場策略滿懷信心。在無數次的操作上，始終指引我的一句金言即來自於傑西李佛摩，他或許是本世紀頭五十年間最成功的市場獨行俠。他表示，「市場只有一個方向，但不是多頭或空頭，而是對的方向。」

我一生以追求投機獲利做為我的專業生涯。但我還是認定自己既是學生又是實務派人士，畢竟在現實裡，一個人絕不會從市場、價格走勢和交易策略中停止學習。經歷這些年，我仍關心從市場上獲利——獲取暴利。但在衡量巨大的財務風險、緊張、寂寞、孤立、疑慮，甚至莫名的恐懼，當然這幾乎都是期貨操作者的經常伴侶，你不應該只以獲利為滿足。暴利必須成為你的目標。

這就是本書所要陳述的。本書內容涉及策略以及從市場攫取暴利的戰術。本書要談的是如何在市場即將發動大行情之際

登上列車，並且在能力所及之範圍內穩坐到行情結束。本書內容也包括教你如何**在賺錢的操作賺得更多，在賠錢的操作賠得更少**。本書也告訴讀者在賺錢的倉位中以金字塔方式加碼操作追求最大利潤並控制虧損。

我相信，可行的金錢管理策略和戰術，與一流的操作系統或技巧對獲利操作一樣重要，這點可以從數百位操作者在現實中從事數萬筆的操作中得到證實。

雖然理想上我個人希望二者兼具，但我仍偏好良好的策略和戰術。我認為，一流的戰略和戰術，加上平庸的操作系統，會比條件相反時操作得更好。本書一大部份內容會解說上述前提，因為我認為一流的策略和戰術是一切成功操作的關鍵。

在研讀本書之前，最後還要提醒一點。讀者可以寫信給我，請發行人轉交，我願意進一步和讀者討論書中的任何問題。我會盡己所能和利用時間回覆。

Stanley Kroll



## 謝 辭

謹向以下單位表達我誠摯的謝意：

感謝 Commodity Research Bureau Inc 和發行人 Gerald Becker 同意我從他們出版的精美刊物中翻印圖表。感謝編輯 Seymour Gaylin 及資深行政助理 Wanda Hardy 提供我許多複製圖。

感謝 MBH Commodity Advisors 發行人 Jake Bernstein 允許我翻印他完美的季節圖。

感謝 Futures 雜誌總編輯 Darrell Jobman 同意我在本書第十八章翻印我為該雜誌纂寫的部份文稿。

感謝 Traders Press Inc 總裁 Edward Dobson 允許我從 Edwin Lefevre 所著的「股市作手回憶錄」（Reminiscences of a Stock Operator）中翻印部份文稿。

特別感謝本書編輯 Dick Luecke 在編輯文稿時，提供我在寫作技巧上一流的學習機會。

本書大部份內容取材於最近五年我為金融世界（Financial World）雜誌纂寫的期貨雙週專欄。金融世界雜誌同意我在本書中使用那些素材所表現的合作態度，令我感佩。

# 目 錄

## 第一篇 期貨交易策略和戰術

- 第一章 什麼叫做操作策略？為什麼那麼重要？…………… 3
- 第二章 好技術系統只是成功的一半…………… 11
- 第三章 務求簡單(KISS; Keep It Simple Stupid)…………… 17
- 第四章 贏家和輸家…………… 25

## 第二篇 價格趨勢的分析和研判

- 第五章 操作工具…………… 35
- 第六章 基本面分析和技術面分析分道揚鑣時…………… 45
- 第七章 把注意力集中在長期趨勢上…………… 55
- 第八章 趨勢是你的朋友…………… 67
- 第九章 為什麼投機客(幾乎)老是做多？…………… 77

## 第三篇 操作時機

- 第十章 三個最重要的投機特質：紀律、紀律、紀律… 91
- 第十一章 市場走勢總已經消化吸收了消息…………… 103
- 第十二章 每個人都有一套系統…………… 113
- 第十三章 順勢／逆勢——雙重操作方法…………… 131
- 第十四章 善用週而復始的季節性波動…………… 143
- 第十五章 留著利潤最好的倉位：滑掉最賠錢的倉位… 153



## 12 / 期貨交易策略

### 第四篇 操作實戰

第十六章	J.L.李佛摩這個人 .....	163
第十七章	市場無好壞之分 .....	167
第十八章	損失一定要加以控制和設限 .....	173
第十九章	逮到超級行情的激情 .....	185
後記	市場不坑人 .....	199
附錄	長期月線圖表 .....	205

## 圖表目錄

圖表				資料來源
1-1	玉米	12, 1986	日線圖	商品研究局(CRB)
3-1	咖啡豆	12, 1989	日線圖	商品研究局
5-1	小麥	3, 1975	日線圖	商品研究局
5-2	取暖油	長期	週線圖	商品研究局
5-3	黃金	長期	月線圖	商品研究局
6-1	取暖油	2, 1986	日線圖	商品研究局
6-2A	CRB穀物期貨指數		週線圖	商品研究局
6-2B	CRB貴重金屬指數		週線圖	商品研究局
7-1	棉花	7, 1987	日線圖	商品研究局
7-2	銅	長期	月線圖	商品研究局
7-3	銅	12, 1984	日線圖	商品研究局
7-4	德國馬克	9, 1984	日線圖	商品研究局
7-5	糖	長期	月線圖	商品研究局
8-1	糖	7, 1986	日線圖	商品研究局
8-2	黃豆	長期	週線圖	商品研究局
9-1	黃豆	長期	週線圖	商品研究局
9-2	瑞士法郎	長期	月線圖	商品研究局
10-1	黃豆	5, 1983	日線圖	商品研究局
11-1	玉米	長期	週線圖	商品研究局

## 14 / 期貨交易策略

11-2	黃豆	長期	月線圖	商品研究局
12-1	長期	13, 3, 1987	工作底稿	史坦利柯洛爾
13-1	原油	長期	週線圖	商品研究局
13-2	國庫券	7, 1987	週線圖	商品研究局
13-3	咖啡豆	長期	長期	商品研究局
13-4	電腦走勢分析	2, 6, 1987		
13-5	黃豆	3, 1987	日線圖	商品研究局
14-1	糖	7, 1987	日線圖	商品研究局
14-2	玉米	7, 1987	日線圖	商品研究局
14-3	黃豆		季節週線圖	MBH商品顧問公司
14-4	棉花		季節週線圖	MBH商品顧問公司
15-1	小麥和玉米	7, 1987	日線圖	商品研究局
15-2	小麥和玉米	7, 1987	價差日線圖	商品研究局
17-1	CRB期貨價格指數		週線圖	商品研究局
18-1	咖啡豆	5, 1987	日線圖	商品研究局
18-2	瑞士法郎	12, 1986	日線圖	商品研究局
19-1	黃豆	3, 1984	日線圖	高品研究局
19-2	白銀	長期	週線圖	商品研究局
19-3	咖啡豆	5, 1986	日線圖	商品研究局
19-4	棉花	7, 1987	日線圖	商品研究局

# 第一篇

## 期貨交易策略和戰術

## 第一章

### 什麼叫做操作策略？爲什麼那麼重要？

一九四〇年代，我還在孩提時代，每逢星期六最大的一件事，是口袋裡裝著七十五美分，帶著弟弟去看電影。口袋裡的錢，既要買票，又要買些零嘴解饞。在那個單純的幼年時光裡，星期六下午是那麼有趣，充滿繽紛的色彩。每個星期，我們總是一再做著相同的事情，樂此不疲。

轉眼間，四十年過去了，星期六下午的電影已成塵封往事。可是我每個星期還是有不同的樂子，那就是不斷上演的商品投機「好戲」。這是開啓夢想和財富大門的鑰匙。它永遠有「續集」：每個晚上，演員都會趁機喘一口氣，順便猜猜明天會有什麼樣的禍福降臨自己身上。在這齣永遠演不完的戲碼中，我們這些操作者（trader）就是基本演員。我們在懵懂無知時丟掉的東西，總會有一天會在日積月累的經驗中找回來。只要我們肯拼命，立志在市場中賺大錢，我們就能富甲一方。我們賣命工作，爲的是即使不能錦上添花，也能全身而退。我們渴望在暮色蒼茫中，駕著快車衝向古色古香的老屋，或著靜靜浮在水面上的大型遊艇；我們希望身邊的每一個人，都真的彼此相互關懷。

但是要享有這一切，首要之務是一擊倒市場。不是這樣嗎？

#### 4 / 期貨交易策略

---

開宗明義地說，我們是投機客（speculators），不是賭徒（gamblers）。我們潛心鑽研每一種市場狀況，不管是過去的價格走勢，還是眼前的價格動向；我們全神貫注於市場中的技術因素或基本因素，或者均衡兩者。接著我們必須想出一套策略，兼顧賺錢和賠錢的倉位。所有這些事情都必須在進入市場之前就做好。此外——這一點最重要——我們不能光爲了行動而操作、不能光爲了刺激而操作、不能爲了弄些稀奇古怪的事取悅朋友而操作。我們之所以願意冒那麼高的風險，原因只有一個：賺大錢。

一九六七年，我接到一封信，摘錄其中一段如下：

紐約一位朋友寄給我十月十七日你所寫的「全球糖市快報」（World Sugar Market Letter），我發現內容蠻有意思，照著去做，竟然賺了不少錢……李弗摩（Jesse Livermore）的話，讓我想起亡父。在我還是小孩的時候，有一次問過老爸，要怎麼樣才能在期貨市場賺錢。父親的答案是：「你必須放大膽子，而且必須做對才行。」我接著又問：「要是膽大卻做錯了，會怎麼樣？」他說：「當然你會跟著船沈下去。」

很不幸的，他就發生了這種事。

我一直利用電話、信件、面對面、甚至國際傳真的方式，跟投機客、避險操作者「對話」，樂在其中，而且對我的事業生涯很有幫助。這件事我也一直用很認真的態度在做。這許許多多的接觸，每當深思，就有一個相同的問題老是浮現心頭。這個問題就是：連「最不成功」的操作者，偶而也會碰到市場中有很豐腴的利潤呈現在眼前——難以捉摸，也很難抓住，但就是在眼前擺盪。如果你能避開「大洗盤」（big wipeout）的驚濤駭浪，就能把那麼龐大的利潤抱回家。但是你要怎麼樣才能



避開「大洗盤」的浩劫？——在商品操作的世界中，這是司空見慣的事情。或者，用像上面那封信中的所說的比較怕人的字眼，如何免於跟船一起下沉？

自人類聚居在一起，互相交換石板、長矛、手斧和食物以來，商品交易的遊戲中，就有贏家和輸家之分。而且，雖然現代的商品交易有很明顯的獲利潛力，也有很高的信用比率（最低可以只用合約價值6%的「自備款」建立倉位），大部分投機客，包括許多專業人員（professionals）最後都成了輸家，而且不少人是「大輸」。

撇開少數在現場操作的專業人員不談（這些人在交易廳大搶帽子，所付交割費用微不足道），能夠持續不斷賺大錢的操作者，是那些建立較長期倉位的人。他們往往是順著大趨勢操作。

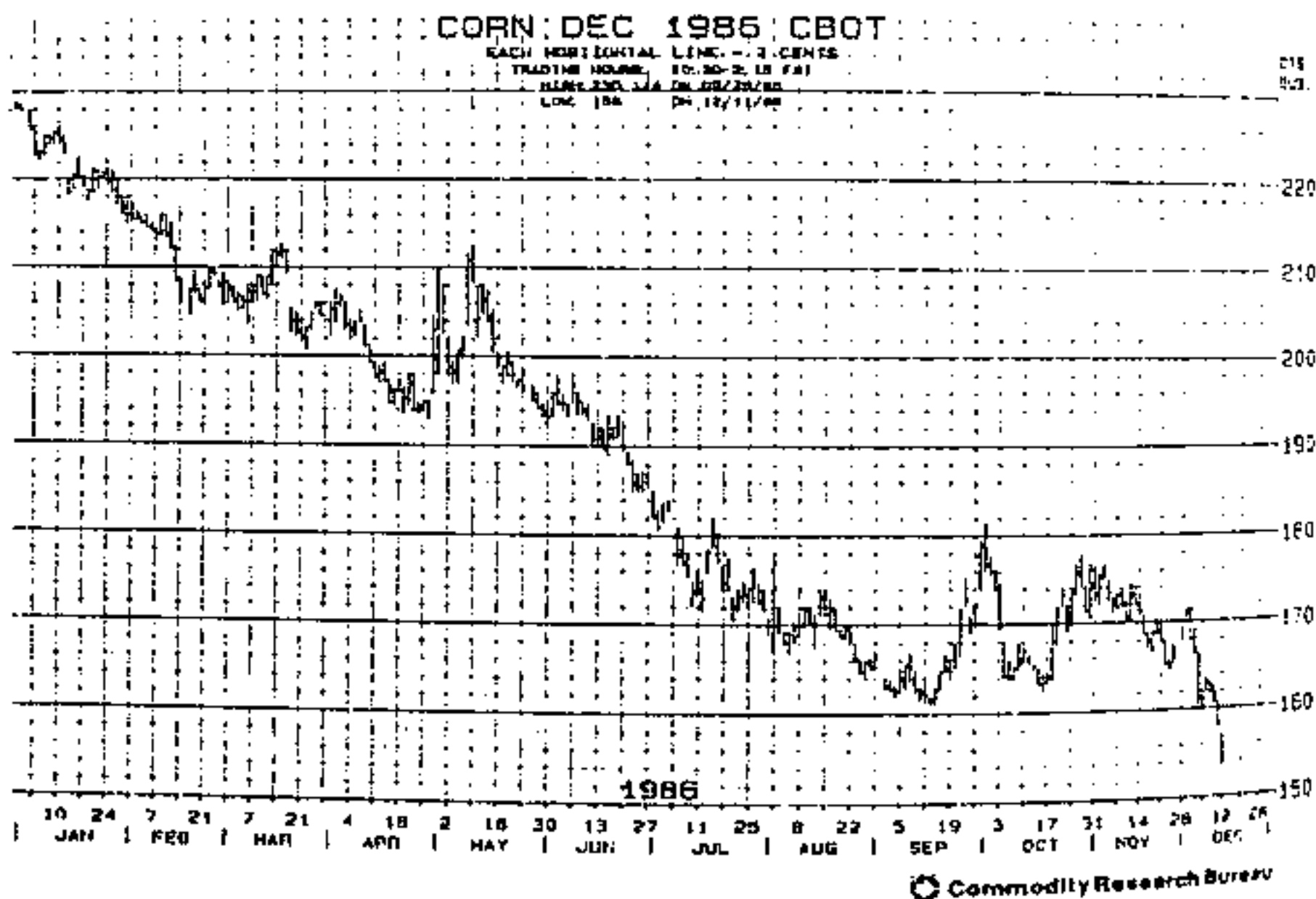
在某些大倉位和攸關利潤龐大的操作上，我很幸運，都站在對的一邊；有些倉位，我持有的時間長達八個月或十個月。為免遭「大洗盤」殺傷，驕傲地站在贏家的陣營內，我們總結了一些必備的「戰術」，如下所述，是贏的策略中所不可或缺者：

1. 只有在市場展現強烈的趨勢特性，或者你的分析顯示市場正在醞釀形成趨勢，才能放手進場。有志賺大錢的人，一定要找出每一個市場中持續進行的主趨勢，而且順著這個主控全局的趨勢操作，要不然就是觀戰於場外（見圖1-1）。

## 6 / 期貨交易策略

圖 1-1 一九八六年十二月玉米走勢：十分明顯的空頭大勢

操作策略的最主要要素是找出每一個市場的主要趨勢，而且順著趨勢的方向操作。「順勢而為」的倉位會給你帶進可觀的利潤，所以千萬不要輕易「棄船」。整個大勢走跌的趨勢中，間有起伏，萬一這個過程中，不幸做了一些不利的倉位，如能控制因此發生的損失，一年只要出幾次妙招，存款簿上就會多出好多錢。



2. 假設你正要順勢操作，進場點有幾個：前一個趨勢顯著反轉之處，或者橫向整理盤顯著向某個方向行進之際，或者主趨勢不變的情況下出現漲多回跌或跌深反彈之處。也就是說，

在主趨勢下跌的走勢中，小反彈遇反壓時賣出，或者反彈到距最近一次下跌底部的45%到55%（或開始反彈後算起第三天或第五天）時賣出。在趨勢是上揚的走勢中，技術性回檔遇支撐時買進，或者回跌到距最近一次上漲高點45%到55%（或者開始回檔的第三天或第五天時）買進。準此，要是你判斷趨勢錯誤，或者決定置眼前的走勢於不顧，稍後又硬要在主趨勢下跌的走勢中買進，或者在主趨勢上漲的走勢中賣出，你很有可能發生可觀的虧損。

- 3.「順勢而為」的倉位，可能有很大的利潤，所以千萬不要輕易「棄船」。在這個過程中，可能出現許多誘惑，引誘你見到一些小波動，急於逆勢搶帽子。除非你熟於此道，而且設了停損點，否則不要隨意叫進出。
- 4.只要所建倉位合於大勢所趨，而且市場的走勢證明趨勢對你有利，你可以在第二點所述的技術性反轉處加碼（金字塔型）。
- 5.保持倉位不動，直到你用客觀的分析之後發現，趨勢已經反轉，或者就要反轉。這時就要平倉，而且行動要快！下面幾章會詳細探討一些特定的平倉戰術。這裡我們只簡單地說明。你可以根據電腦趨勢追蹤系統所發出的趨勢「翻轉」訊號，一路設定停損點，或者依據45到55%的反趨勢操作，苗頭不對時，趕緊平倉。如果隨後的市場走勢告訴你，行進中的主趨勢依然不變，平倉行動採取的時間過早時，同時，你同樣是必須在小趨勢出現技術性反轉之處，建立「順勢而為」的倉位。
- 6.可是如果市場走勢很不利，也就是沒跟你站在同一邊（不像原先所想像的那樣），那怎麼辦？首先，你怎麼知道你抱了

個壞的倉位？商品公司裡管信用交易的職員，或者你自己每天所做的賺賠紀錄，會很明確地告訴你事實不是如此，即使你不承認都不行。跨越本世紀初葉，赫赫有名的棉花投機商人華茨（Dickson Watts）曾經說過，在這種情況下，「要快點跑，要不然就熬下去」。這句忠言中，「熬下去」的部分，顯示他要不是有足夠的資金死守下去，就是他這個人喜歡被虐待。我的建議是不妨聽聽他的建議，但把後面那半句話給刪掉。

不用我多費口舌，大家一定都知道我們非得要有一套一流、顛撲不破的策略。商品操作的世界就跟對奕、比賽網球、跑馬拉松、兼併其他公司一樣，要成功或勝利，既要靠技巧，也要有策略層面上的考慮。同一種技藝或同一個競賽中，就技術層面而言，參加者的資格往往十分接近，經驗也不相上下，唯一能夠區別贏家和輸家的地方，在於他們能不能持之以恆，恪守紀律，應用一流的策略和可行的戰術。

商品期貨的交易中，優良策略運用得當尤為重要。沒錯，我們全都知道基本規則，不是嗎？操作者不管投身這個市場有多久時間，一年結算下來，從沒有一年賺過（對不起，這裡我所說的是絕大部的投機者）的話，也當然曾經聽過，或許能夠一字不漏地琅琅上口一些老掉牙的至理名言，像是「趨勢是你的朋友」、「認賠殺出，縮小虧損，放手讓利潤自己增加」、「一開始的虧損是最便宜的」……等等。從這些話裡面，我們不難看出贏的策略最根本的形式是什麼樣子。而且，我們可以看出，賺錢賺個不停的贏家，總是心無旁騖地堅守這些基本策略，而不斷賠錢的輸家卻是心無旁騖地一再避開和違背這些基本守則。

最後，雖然始終一貫的可行策略，顯然是操作成功的要件，另外還有三個特質不可或缺：紀律、紀律、紀律。本書其餘部分會說明這些道理，也會拿例子來證明這些道理沒錯。我可以拿自己（活生生血淋淋）的經驗挺身作證：每當我漫不經心或蠢到竟然偏離這些「教條」時，我一定賠錢——有時賠很多錢。而根據前面所說的策略和戰術操作時，通常都會賺錢——這沒什麼好驚訝的。這種經驗應該人皆有之。

## 第二章 好技術系統只是成功的一半

好幾年前，我在紐奧爾良一場技術操作研討會上，對約六百位投資人演說。這次會議，是「技術分析集團」（Technical Analysis Group）主辦的，為期三天。這個集團也叫做Compu Trac，是個很優秀的組織，每年都辦研討會，幫助會員吸取更好的技術操作工具，同時探討最近有關市場的動向。我的演講內容談到：在你發展出或取得良好的技術交易系統之後，需要採取哪些行動。我的看法是，你需要可行的市場操作策略和戰術，加上良好的資金管理。

合兩者之大成，也就是既有技操作系統，又有良好的操作策略和戰術，你就可以躋身常勝軍的行列。大部分時候，一年結算下來，你都會賺。大部分操作者都覺得，只要有良好的技術系統，或良好的畫線方法，就能克敵致勝，斬將奪旗。事實上，良好的技術系統，甚至於精確的趨勢預測，只是成功所需條件的一半而已。光是準確地找出市場大勢所趨，或某一次走勢的價格目標，還是不夠的，更遑論要做到這種程度十分困難。為了讓賺錢倉位所獲利潤愈多愈好、賠錢的倉位損失愈低愈好，你必須採用一套可行的策略。

談到這，我就想起多年前在曼哈坦南區經營自己的清算公司的往事。那時我跟幾位客戶見面，他們都是專業操作者，一直在想辦法擬定策略，希望從未來幾個月裡大撈一筆。他們的



運作情形就好像是一個小型的操作集團。以前，由於眼光短淺、進出時機沒有按照既定原則進行，完全忽視前後一致或可行策略的必要性，所以老是賠錢。檢討了許多市場的情形，而且預測它們可能的走勢和價格目標之後，我建議未來幾個月操作可可豆。那時候可可豆的價位在12.00左右，我預測會漲到20.00出頭。大家都同意這個分析（要是當時我知道現在所知道的，自己一定會捏一把冷汗）。那個下午我們就開始做多，每個人都在12.00附近建立了一個初步的多頭倉。

我們做對了。幾個月內，可可豆果真漲到22.00！這次操作，我賺了一些錢，但就所做分析的準確性來說，實在應該可以多賺一些的。至於其他的那些老兄呢？哦，真可憐，前後六個月內他們賠了約廿萬美元。怎會有這種事？他們是在12.00開始買進，而且價格果如所料地漲到20.00出頭，他們他在這個價位出清最後一筆合約，那又是什麼地方出了差錯？

原來他們一開始顯得很審慎（我想不通為什麼會這樣，其他賠錢的操作中，他們幾乎都是一頭栽進），價格從12.00漲到15.00途中，再慢慢提高加碼的金額。很不幸的，他們的倉位像是個倒金字塔，遇到第一次回檔，他的帳戶就出現很大的虧損。信用交易人員寄來那份眼熟能詳的通知時，他們大為恐慌，趕緊把整倉位清掉。如果這還不算糊塗的話，後來他們更犯了典型的大忌。多頭倉清掉之後，他們推斷，可以利用眼前的一波下跌走勢，把剛發生的龐大損失撈一些回來，於是放起空來。想想，他們是在大多頭市場的技術性反轉處放空嗎！沒錯，當市場不可避免地恢復漲勢時，他們沒辦法迅速轉成做多。空頭倉也一樣把他們搞得灰頭土臉。接下來幾個月，他們的操作情形一直是這個樣子。等到塵埃落定，我們全都在22.00出清最

後一筆多頭合約時，他們發生了約廿萬美元操作損失這筆錢拱手讓給不見得比他們聰明，但更能嚴守紀律，策略上也比較高明的其他玩家。

顯然他們的策略和戰術，是進出市場不正確的絕佳反面教材。在他們該左轉（買進）的時候右轉（賣出）；應該什麼事情也不要做，只要坐著數鈔票的時候，他們卻左轉。只要照著這些不幸的專業操作者所做所為反其道而行，幾乎就可以說明什麼叫做良好的市場策略。

這件小小的可可豆不幸事件，只是許多更鮮活例子中的一個；我們可以找到不少例子，說明期貨操作者在成為大輸家的路上，會怎麼一再忽視良好市場策略和資金管理的最基本教條。大部分投機客都是無意中製造了這些災難，但是結果都一樣：大賠。

前些時候，甲先生來電話抱怨，說我建議的操作系統，一點都不管用。他剛剛在市場栽了大跟斗，原始資金賠掉了約35%。表面上看，這顯示那套操作系統很不理想。他那麼說，讓我覺得很奇怪，因為我也一直用這套系統，結果卻相當令人滿意。我深入問他：「你一開始投下多少資金？開始使用這套系統後，你最大的倉位是哪個？」他的回答令人咋舌。他一開始投入二萬五千美元，任何時候最大的倉位都有十五口玉米、十口小麥、一口糖、一口可可豆、二口木材、二口活豬、一口瑞士法郎，總共是三十二口。我問他，他有沒有看過和確實瞭解這套系統所附的手冊。他說有。那麼，為什麼手冊裡明明寫著二萬五千美元的投資組合，最多只能有六口合約，他卻能抱著三十二口？我又問他，為什麼手冊裡建議可可豆最低投資金額是五萬美元，他要買可可豆？但是這還不打緊，最叫人吃驚

的是他的木材倉位；木材倉位是他的投資組合中賠錢最多的部分。我們的系統中根本沒提到木材。

他爲什麼要做這種自取其敗的事情？爲什麼他花了三千美元左右，買了套那麼好的電腦操作系統，卻又要完全忽視操作訊號和策略？他跟大多數的投機客一樣，江山易改，本性難移，不良的操作習慣很難克服。操作壞習慣？這位不幸的老哥顯然是根據自己的情緒喜惡去操作，沒有嚴守紀律；憑一時衝動行事，不用邏輯性的思考；用自己的主觀意見，捨棄客觀態度。他讓輸的恐懼戰勝贏的希望。操作系統指示的方向跟他希望建立的倉位相同時，他當然會去建立倉位，而當系統不同意他建立倉位時，他還是去建立倉位。簡言之，他是用自己的系統，不用電腦中經過千錘百鍊、證明可行系統。他的系統騙了他，害他緊抱賠錢的倉位，一旦賺了幾百美元，卻趕緊出清賺錢的倉位。他顯然是想證明他的操作決定比電腦系統所做的決定要好。最後的輸贏結果顯示他錯了。那麼，他總該從這裡面得到教訓了吧？錯了！他不但不思己過，還把自己的損失和表現不如我們操作系統，歸咎於運氣不佳。你能想像這樣事情嗎？！

如果你認爲這只不過是獨立的個案，那我再舉個例子。在這之後不久，有位老兄來找我。這個人買了同樣的電腦的系統，卻犯了一個錯誤，就是他把這個系統交給一個專業營業員去操作。他的下場比上面所說的那個人還慘，原始投資一萬美元，賠了九成左右。我開門見山問他同樣的問題，他答說一萬美元資金操作的是玉米、活豬、瑞士法郎、糖和銀；其中有些不只一口合約。粗看他的操作內容，果然證明我所懷疑的事情沒錯——以他的資金來說，不只剛開始建立的倉位太大，而且過度交易。在他的營業員在場的情況下，我根據系統所發的訊號，檢

視了他戶頭的進出情形。（他一直認自己完全照系統所指示的行事，其實沒有。）我一一剖析，讓他聽得頻頻點頭稱是。我說，假使他完全依照系統所指示的訊號和策略去做，他只會賠20%。這麼一來，他會留下足夠的錢去翻本，甚至還有賺一跟他眼前的處境相比可說判若雲泥。

這裡面有個很紮實的教訓：這兩個例子中，系統都沒有傷害操作者，是操作者傷害了系統——也傷害到自己。

這個世界上目前沒有單一的系統或操作方法，可以永保勝利，將來也不會有。但是，我們可以找到許多不錯的系統，如果使用得當，並配以良好的操作策略和資金管理（其中當然包括不要建立過大的倉位，也不要操作過度），可以給操作者犀利的武器，常有賺頭。這些東西可以讓操作者在賺錢的倉位上賺到更多，不賺錢的倉位上賠的更少——這正是我們一直在尋求的利器。

另外一個重要的策略成分，可以進一步削銳戰勝的「利器」。這個策略成分跟建立倉位時，要選哪個市場的問題和最後的決定有關。最近我碰到了一個很有意思的兩難問題，在這裡提出來，跟讀者分享我的解決方法。我替舊金山一位投資人開了新戶頭，並評估哪個市場適合他進入。就外幣來說，依據我的系統，我六個月來一直做多日圓，賺了不少錢，但是最近放空瑞士法郎，只賺很少的錢。我希望能建立外幣倉，但是要選擇做哪一種貨幣？我決定放空瑞士法郎，因為這個倉位是最近根據訊號才建立的，而且反轉停損點距目前的市價只有卅五點，每口損失最多限制在四百七十五美元內，而日圓倉位的停損點距離遠多了，換句話說，賠損金額風險比較大。我的策略中，就是有這麼一個踏實的層面，強迫你不要讓（或者說是設



法不要讓)還不算少的利潤變成虧損。什麼叫做不算少的利潤？我指的是比保證金多一倍或更多的利潤。

解決了這個新戶頭的初始倉位問題之後，我的電腦系統放空所有三種穀物——黃豆、玉米、小麥。我只選其中一種倉位。由於穀物市場跌幅相當大，賣超嚴重，即使是溫和的反彈，幅度也可能相當大。我希望能夠限制放空的風險，那麼該選哪種穀物來做？我可以選走勢最弱的一個市場來做，也可以選反轉停損點最接近市價的市場來做。玉米的停損點是十六美分——對這個移動速度相當緩慢的市場來說，風險實在很大。黃豆的停損點更高到四十四美分，空頭倉的訊號在十四個月前就已發出，而且有大的利潤。但是，四十四美分，相當於二千二百美元的風險，對於一個新倉來說，未免太高了些。小麥的買進停損點只比目前的市價高出九美分，相當於每口約五百美元的風險，含手續費在內。因此我的決定似乎十分明顯：賣出小麥。對穀物來說，賣小麥的風險最小，如果市場如主趨勢顯示的那樣繼續下跌，那麼反轉停損點就會不斷跟著市場調低，直到絕不會發生虧損的地步，不久後便會鎖定利潤，包賺不賠。這便是每天例行狀況中，可行市場管理策略的明顯例子。

## 第三章

### 務求簡單（KISS；Keep It Simple Stupid）

我認識一個叫做喬的人，他的座右銘是KISS。這並非他生性愛談戀愛，KISS其實是keep it simple，stupid的縮寫，也就是務求簡單，簡單到不必用大腦的地步的意思。喬操作期貨之所以那麼成功，靠的就是這一點。

一九八五年十月初，喬做多糖期貨和放空黃豆，著實賺了不少。那時候，大部分市場早就有既定的趨勢。投機做多的經紀商（commission house）多如過江之鯽，他們在市價之下有大量的停損賣單。在這種情況下，喬覺得市場很容易受放空的專業操作者突襲。因此，他沒有一窩蜂參與，他覺得多頭氣勢較弱的市場，他要找的是沒有那麼多人擠在裡面的新戰場，慢慢地將注意力放到咖啡豆上面。喬原來有個怪癖，從來不操作咖啡豆——事實上，他根本不喝那種東西！生產國、強而有力的交易商和專業現場操作者的實際做法來看，喬覺得咖啡豆的投機客都是堆滿籌碼在玩。

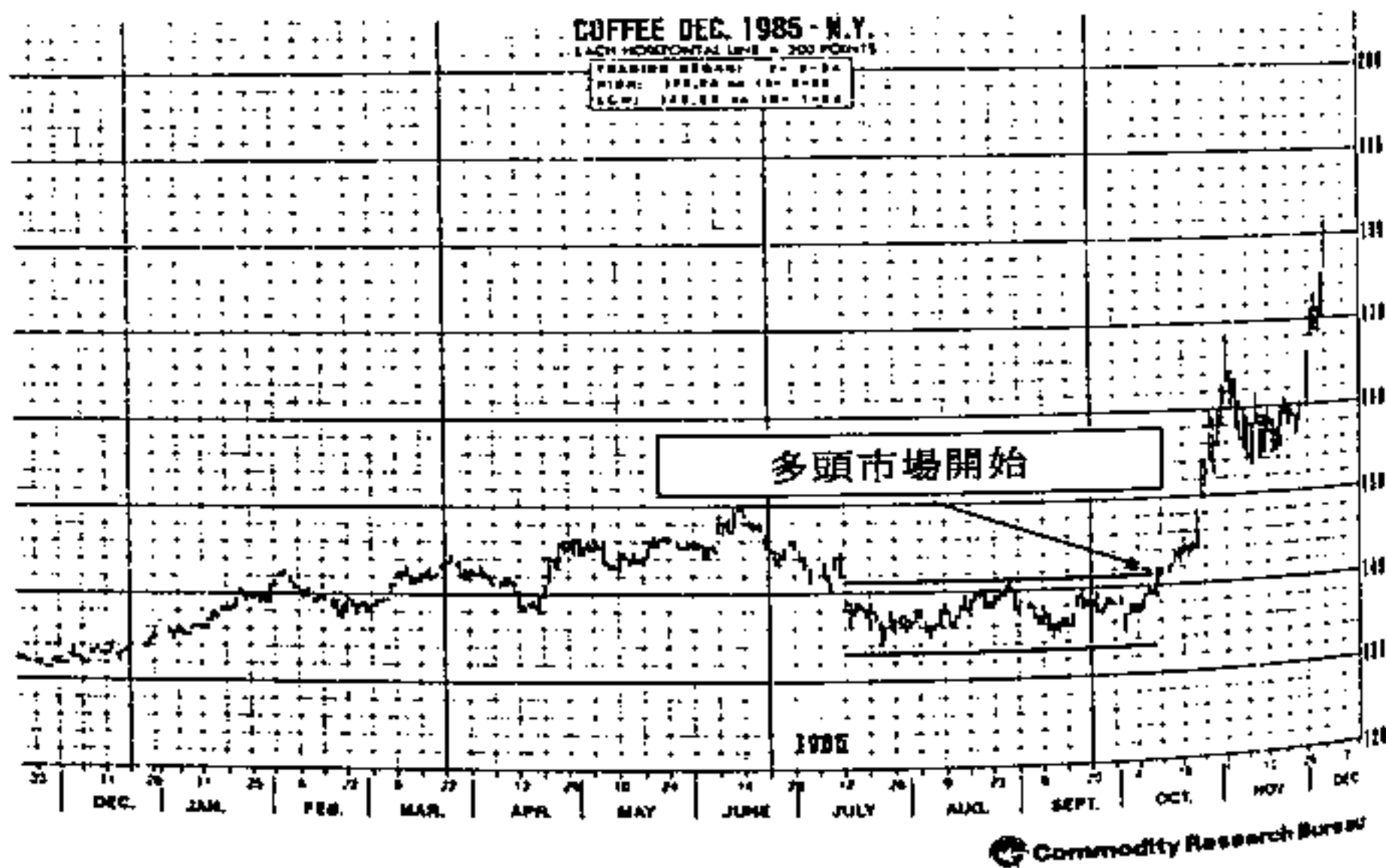
可是情勢的演變，說服了喬重新觀察這個波動劇烈的市場。最近的價格走勢顯示主要趨勢是橫向整理，回檔在134.00（即期十二月）有強大支撐，上檔在140.00到141.00間有反壓。從七月中旬以來，就一直呈現這麼寬的橫向整理區間；其實喬曾



經有少數幾次反向操作，即在市場跌回區間底部時買進，漲到區間高檔時賣出。近幾個月，喬賺了一些很小，但有意思的利潤。喬對咖啡豆市場的技術面研究得愈多，愈覺得這個市場終究要突破134.00到141.00的交易區間（見圖3-1）。

圖3-1 一九八五年十二月咖啡豆

一九八五年七月到十二月間，咖啡豆期貨鎖在134.00到141.00間。精明的技術操作者看出，不管是在哪個方向突破（收盤價），都會為下一步的大行情奠定基礎。他們所想的沒錯。十月十日，十二月期貨以141.65收盤——多頭市場就此開始！即期價格走完多頭行情前，最後漲到270.00。



但是它會往哪個方向突破呢？喬不知道。不過有一點他有把握，那就是一旦收盤價落在區間之外，可能會有很大的波動，而他希望這種事情發生的時候，自己早已置身其中。

十月七日那一週，市場非常沈靜，就像暴風雨前的寧靜，這表示有某些大事就要發生。喬向他的營業員下了一張開放式交易委託單（open order），買進某一數量的十二月期貨，進場點設在141.60，並且賣出同數量的十二月期貨，進場點則設在133.40；如果某張委託單填發，他會取消另一張單子。這表示，如果市場還是在原來的區間內上下起伏，那麼他會待在场外，當市場往任一個方向突破，他會馬上躍身其中。

喬並沒有等太久。十月十日上午，十二月咖啡豆期貨以138.80開盤，全天在上下三百點內升沈，最後以141.65收盤，比前一天收漲了229點。這就是喬一直在等待的狀況，他也在141.60至141.80間幫客戶和自己大量買進。

喬對這個倉位相當安心，因為市場已經突破久盤的局面，漲到更高的價位。下一個阻力區則是在一九八四年160.00附近的高價（即期每週收盤價）。在160.00以上他還會買進更多。但是他的大部分客戶都對所建的倉位感到緊張，接下來幾天，就把自己的不安告訴喬。他們有這種情緒，是因為華爾街幾乎所有的市場通訊和顧問師都一致看空，其中包括一些很有名而且據說關係網很夠的評論報告。而喬似乎充耳不聞，一頭做多。

客戶的「關切」，從非常渴望知道他葫蘆裡賣的什麼藥到有點恐慌的人都有，但是他一成不變的回答總是：「它是個多頭市場。」十一月中旬，他的一位客戶讀了一篇建議人家放空的報導，要求喬解釋猛做多咖啡豆的理由。喬知道，簡單的技術分析，有些人就是聽不進耳裡，打電話來的人一定是要聽到

某些他能瞭解，而且能合邏輯的說明目前的市況。喬回答電話的時候，眼睛老瞧著窗外，看到的是灰冷的天空，顯示一波寒流就要逼臨——突然間，他靈機一動，找到了所謂合乎邏輯的解釋！喬拿眼前的景象信口開河說，寒冬已近，第一道嚴重的霜害會傷害咖啡豆作物，減少收成，做多正是因為收成減少會促使價格上揚。這番說詞合情合理，客戶似乎聽得很滿意，因此喬決定下次再有人來問，用同樣的回答就可以了。

市場確實如喬所預料的多頭走勢，而且漲幅開始加大，脫離了寬廣的橫向整理交易區間。接下來那個週末，喬閒著沒事幹，突然想到赤道以南的巴西，北半球的冬天正是它的盛夏。嚴冬……霜害……收成傷害……全是一派胡言！

喬既已在141.60到141.80間買了最初的十二月期貨，而且在上漲途中還建立了兩次金字塔型的倉位，看著市價漲到180.00以上，自然是件賞心悅目的事。合約在十二月到期時，每口利潤已有一萬四千美元以上。而價格還在漲，最近月份期貨直到270.00才止漲回跌。喬那「簡單的」故事到此告一段落。

可是我的故事還沒結束。這裡面所給我們的鮮活教訓是：我們這些操作者是在十分困難、以小搏大的環境中打拼，成功是屬於那些單純地嚴守紀律、腳踏實地、態度客觀的人。就像喬，我寧可因為錯誤的理由而做對事情，不喜歡有了正確的理由卻做錯事情。

對操作者來說，事情單純化尤為重要，因為你看到、聽到市場上的每一件事情都是那麼複雜。這一陣子，商品操作者碰到的亂流、逆流、矛盾，比我記憶中的任何時刻都更為混淆視聽、把人看得眼花撩亂，無所適從。那麼操作者要怎麼辦？

一九八五年十二月——就在我們相信通貨膨脹日趨沈寂的時

候——一份著名的商業專業報紙卻告訴我們，全世界的通貨膨脹實際上已經加劇，而不是紓緩。接著，就在著名的商品走勢圖供售業者賣給我們的圖表中，顯示各類商品價格蠢蠢欲動，就要全盤緩緩上漲之際，我們看到了「新聞報」（Newsday）裡面有這麼一段（1985年12月4日）：

聯合國一份報告說……供給過剩愈來愈嚴重，可能會抑低商品市場，直到本年代結束。雖然價格有可能反彈，主要工業國整個需求的復甦會續呈疲軟局面，這個現象至少會拖到明年。

「至少會拖到明年」——那麼同一段中說「直到本年代結束」又是怎麼一回事？操作者要聽信哪一句話？該怎麼辦？

每次黃豆大漲的時候，我們總會聽到巴西的乾旱日益惡化，對黃豆收成造成數量不明的傷害。可以想見的，每次黃豆價格下跌的時候，我們就聽到巴西或美國中西部喜獲甘霖或氣候對作物生長有利。咖啡豆的情形也一樣，大多頭和大空頭市場迅速交叉出現，走勢超越任何人的最樂觀預測，連身手敏捷的操作者也為之震顫不已。糖是另一個暴起暴跌的市場。商品評論家告訴我們糖大漲的原因是需求增加、收成減少；價格下跌的時候，則是需求降低和收成可能增加。聽了這些話，操作者該怎麼做？

我可以告訴你，在這種公說公有理，婆說婆有理的情況下，操作者該怎麼做。碰到這種情況時，操作者應該回到畫圖桌，這裡我們指的是去看商品走勢圖，除了每天之外，還要長期研究歷史性的季節性價格傾向，而且要拿出可靠的老朋友——柯洛爾／懷爾德長期電腦交易系統（Kroll/Wilder Long Term Computer Trading System）。這些技術工具是經過約卅年實務經驗累聚出來的心血結晶，一併使用，可以給人很大的信心，相信



嚴謹和客觀的趨勢追蹤分析，加上信奉和恪守經過分析所得的預測，顯然會是進出市場的最好方式。這套策略極其客觀，可以使你的賺錢倉位賺得更多，賠錢的倉位賠得更少。腳踏實地的分析和預測市場趨勢，加上行之久遠的策略，絕對是不可或缺的要素。李佛摩講得十分明白：「市場只有一邊，不是多頭的一邊，也不是空頭的一邊，而是對的一邊。」

談到「對的一邊」，我就想起最近我到洛杉磯，主持一個週末研討會，演講如何融合長期操作系統，及期貨操作策略。我的演講內容成分兩個部分——首先，談長期操作系統，它的目標是在可接受的風險內，如何求取資本增值，以及資金如何撤離；其次，我講到應配合操作系統，運用操作策略去達成這些目標。

光說來參加研討會的廿來位投資人都很聰明，而且有充分的準備並不夠。兩天的研討課程中，我全程卯足了勁，對這些非專業性投機者之全神投入和思慮週全，一直留下很深刻的印象，大體來說，他們懂得電腦，對開戶和管理自己的戶頭，種種事情也都瞭若指掌。他們很能吸收，而且盡己所能，熱心地學習操作系統和附屬的策略。

把如何融合操作系統和操作策略的電腦技術教給他們之後，我講到另一半——操作成功的策略。在這裡，我強調恪守簡單和基本的優良資金管理信條十分重要。成功的投機者最重要的特質是嚴守個人紀律、依賴自己、腳踏實地、實事求是，可是這些「美德」是最難傳授的。而且，就算學會了，實地應用上還是十分困難。

投機要成功，部分要求是操作者不管是在建立倉位的大小上，還是交易的頻率上，都要比一般水準低。操作過度會增加

手續費和發生虧損。更糟的是，這麼做，會使操作者所處的精神和情緒狀況完全跟應該有的情形背道而馳，因為碰到走勢對自己有利時，從頭到尾，操作者都應該保持從容優裕的態度，坐賺錢的倉位，不要輕易去動它。我確信單以時間的長短來決定一個倉位要抱多久是不對的。老是有人問我：「長期倉位要抱兩個月、三個月還是四個月？」我通常會答說：「沒人這麼問的。」只要市場對你有利，不管多久，倉位都要繼續抱下去；你什麼事情都不要管，讓管信用交易的職員、你所用的操作系統、或者一份客觀的圖形分析來告訴你，市場什麼時候開始對你不利（後面幾章還會就這個重要的主題多談一些）。

很顯然的，只要你能發展出所需的技巧和策略，碰到大波動時抱著賺錢的倉位不放，而且你有一套系統或技術方法，能在損失一發不可收拾之前，趕緊平掉倉位，那麼一開始你並不需為大賺一筆，而投下龐大的資金。強調準確進出時機的操作者，開始時可以用低到一萬五千到二萬美元的資金進場。這筆金額不大的進場資金，發生錯誤的空間非常之小。而且，我們要知道，商品市場有如一個偉大的財富公平機器，它不會考慮你進場資金的多寡，只會想到要給那些有耐心、恪守紀律、能幹的人獎賞，給那些漫不經心、愚笨的人懲罰。進場資金雖不多，還是有可能產生持續不斷和可觀的利潤。這一點，我個人的親身經驗可以作證。期貨市場中，充滿著靠小錢起家，憑智慧成巨富的真實事例。



## 第四章 贏家和輸家

布里埃內（Bourriene）在1829年所寫的回憶錄中，談到一件往事說，拿破崙被人問到，他認為哪支軍隊最好。「得勝的軍隊最好，女士，」皇帝答道。

在閱讀一些談到贏家和輸家的評論時，我就會想到這個故事。1983年1月10日的「華爾街日報」，發表了一篇調查報告，談的是廿位資深商品專家和他們認為那一年上半年最好的投資標的是什麼。第一個選擇得三分，第二個選擇得二分，第三個選擇得一分。結果如下：

買進銅	18 分
買進黃金	16 分
買進外幣	15 分
買進股價指數	14.5分
買進活牛	11 分
買進白銀	7.5分

這裡有一些很有趣的地方，值得我們進一步深思。首先以及最明顯的，專家所有的建議都是買進。這顯然是個錯誤，因為這六項優先選擇中，只有兩項——股價指數和銅——在那六個月的期間內真的上漲。其餘四項，黃金、外幣下跌，活牛和白銀只橫向盤整。而且，雖然所有的選擇都偏多，那段期間內不少真正的多頭市場，如玉米、黃豆、可可豆、棉花、糖，卻完全

沒人提到。

銅一再上榜不是值得我們注意嗎？上一次（一九八二年下半年）的調查中，銅排名第二，一九八二年上半年的調查也排名第一。在前後一年半的期間內，雖然銅一再名列前茅，實際的價格走勢，以及成功的操作者所做的決定，卻不受這排名的影響。這段期間內，銅價勉強在很寬的區間內橫向移動（一九八二年大部分時候下跌，一九八三年上漲）。

這裡我們所要說的要點是：預測期貨價格走勢多麼困難——即使只是預測未來六個月的走勢也沒那麼容易。專家頻頻損龜應該對那些認真想一顯身手的商品市場玩家具有鼓勵作用，從而去注意兩件事情：

1. 專家常常是錯的，而且

2. 操作商品求取最高利潤的方法，是在投資商品和掌握時機時、運用技術方法，同時必須有良好的資金管理，並把注意重點放在趨勢的「追蹤」上，不是放在趨勢的預測上。

但是商品市場中思慮週延的學生一定會問：為什麼專家常常犯錯？為什麼有那麼多操作者賠錢？答案可能要花一番唇舌迂迴說明，不能一針見血。但是，想想我所說的「投機客的悲嘆」，可能有幫助。

除了1975年到1980年因事未進市場之外，過去卅多年來，大部分時候我都待在華爾街或一艘大船上一間安靜、閒人免進的房間，裡面有操作螢幕、電話、技術研究書籍、以及其他必須的隨身用品。當然我一心一意想要的是：賺錢的倉位賺愈多愈好，賠錢的倉位賠愈少愈好，同時也要避免慘遭洗盤。

我一直是獨來獨往，一個人操盤——這主要是出於個人的選

擇，而且是早年在美林公司（Merrill Lynch）當商品營業員，開始這一行的事業生涯時，學會這麼做的。有一段特別的時期，一群做可可豆的人讓我加入每天盤後的討論會，地點選在曼哈頓南區大名鼎鼎的馬車夫酒店。這些可可豆「期友會」通常都會聊天到快傍晚的時候，可是我們看得出來，裡面的商戶（commercials）和本地大戶（locals）無限制供應免費飲料，甚至免費市場小道消息，目的是要誘人入彀，讓號子的營業員和他們客戶所做的倉位沒辦法維持下去，而且沒有利潤；這場遊戲本來就是這樣，有人失，才有人得。我們可以從這種聚會裡面得到十分明確的訊息：不管別人多有經驗或多麼能幹，跟別人分享操作構想和市場意見，是不會有太大好處的。金融市場上放諸四海皆準的真理是：「懂的人不會說，會說的人不懂。」

接下來幾年，我偶而有機會演講或教授期貨交易方面的課程。我所講的內容大體上以市場策略、戰術、資金管理為重點，而不是講一大堆市場小道消息，告訴別人要買什麼、要賣什麼。每上完一堂課，我總覺得自己很有收穫，覺得又對自己所選擇的行業有了更深一層的認識，知識領域擴大了。

這裡面記憶最深刻的，也許當屬週末在邁阿密、芝加哥、紐約、達拉斯、洛杉磯所舉辦的一連串投資研討會。出席聽講的人年齡從十九歲到八十六歲都有，其中有幾位是父子檔，當然也有夫婦檔。聽講者的經驗從完全是生手到專業現場操作者和upstairs操作者都有。雖然我講的比聽的多，也還是能夠趁機問很多問題，所聽到的答案深富啟發性。

幾百位學員當中，我發現在經驗上有一個驚人的共同處。所謂投機客的悲嘆，並不是只有生手才有，可以看得出來，許

多有經驗的專業操作者只是不願承認個人也有相同的遭遇。不管是職業，還是業餘的投機客，最常見的挫折也許是：「我看到市場按照我所分析的方向移動，而當我進場建立倉位之後，價格突然反轉，往相反的方向走。」如果我們告訴你，所有的操作者都曾在某個時候有相同的挫折感，這話能不能叫你釋懷？這種現象之所以發生，主要是因為戰術和進出時機不當，而不是「他們」懷有陰謀，刻意把你（和我）掃出市場，讓你帶著龐大的虧損黯然離開。「他們」怎麼可能知道你（和我）剛買或剛賣，走勢一反轉，你就招架不住？我曾經碰到這種來回震盪，又搓又洗，一進場就不對，讓我深受打擊，心有餘悸之餘，還胡思亂想，認為自己的買賣單即使有很完美的避險操作，「他們」還是有可能找到辦法修理我，讓我兩筆倉位都發生虧損。這種想法可能不合邏輯，但在一連串的慘痛經驗之後，我們一定會有這種草木皆兵的感覺，覺得處處有人跟自己做對。

這種「悲嘆」的結果是這樣子的：「我老是在每次反彈的高點附近買進，在底部附近賣出。」事實上，這種情形的產生，是那些抬轎子的投機客總是在大家都買進的時候跟著買，大家都賣出的時候跟著賣，於是就形成頭部和底部——至少在短期到中期的情形會是如此。這種不用心和進出時機不當的後果是可以想見的一那一定是很大的虧損和很小的利潤，整體算下來，當然是賺少賠多。

下面這些話你是不是覺得很熟悉？

- 「我告訴營業員幫我買進糖，但他叫我賣出。」（這話的意思是：講話的人可能一直想做多糖期貨，可是沒做成——當然了，後來價格上漲了。）
- 「我的營業員打電話來，叫我買進一些糖。我不覺得這

個主意有什麼好，但是他就是叫我買進。」（這話的意思是：講話的人後來確實買了一些糖，可是一買進，價格馬上就下跌。）

如果你不認為這些話常聽到，那一定是因為你才剛開始操作，要不然就是因為你這個人太健忘！這種四處可以聽到的話，顯示了一種四處可以見到的現象——那就是我們總是會去找一些方便的方法，使自己的錯誤看起來很合理。可不可以讓我找一個一針見效的解藥，根治這種輸家心態？

我的辦法是自己私底下去分析所想操作的市場，部署好要用的策略和戰術，不要讓別人知道。別去請教別人的意見——所謂別人的意見，指的是營業員的「忠告」、市場小道消息，甚至是別有用意的營業廳耳語。而且，不要把你的意見告訴任何人。張三買玉米，李四買可可豆，王五買債券，你都不必在意。只要有某種方法或技術證明對你管用，根據那種方法或技術去做客觀的分析和市場研判，並且堅守分析和研判的結果就可以了。此外，只有在合乎實際和客觀的技術證明顯示有其必要時，才修正操作策略。這些證據可能是你的走勢圖、你的電腦系統、你的朋友或信用交易職員所發出的訊號，他們會提醒你，你的倉位岌岌可危、你的戶頭中保證金已經不足。簡而言之，要是你的操作賺了錢，那麼你應該抬起胸膛，了無懼色地領取你應得的獎賞。如果賠了錢，要怪也只能怪自己。很顯然的，進出市場你都必須有信心和勇氣，如果你沒有這種信心，也許那筆操作你根本不該去做（除非是要平掉不利的倉位、抑低虧損）。

投機客的悲嘆還沒有結束，但是大體來講，看起來似乎全都跟不用心或進出時機不當、漠視良好策略的基本信條、缺乏信心、沒有堅守良好的技術系統或操作方法有關。因此，認真



自我反省之後，便會得出以下的結論：整體操作要成功，良好的策略和管用的戰術，跟良好的技術或盤圖技巧一樣重要。

最後，如果不談些「贏的渴望與輸的恐懼」，有關贏家和輸家的討論不算完整。我沒看過有哪些書籍、文章談過這些，甚至沒人討論過，可是瞭解這一點，絕對是操作成功的根本要素。

最近我接到澳洲一位男士寫來的信，主要重點是談操作利潤十分難以掌握：

我在紙上模擬交易的操作總是我實際的操作要好很多，我也分析過為什麼會這樣。結果我相信答案在於一個很簡單的真理，也就是要看贏的渴望或輸的恐懼，哪一個比較強勢。紙面上的模擬操作中，只有贏的渴望，而實際的操作中，主要是只有輸的恐懼。

這不是普遍共有的經驗嗎？我們每個人都曾經有過很深刻的印象，發現自己在紙上的投資組合表現遠比實際的投資組合要好。投資快訊和經紀商所鼓吹的紙上和「理想投資組合範本」，也會出現同樣的情形。過分沈浸在輸的恐懼中，導致投機客操作過度，不是所建倉位太大，就是進出過分頻繁。操作者務必控制倉位做得過大或進出過多的衝動，這件事不只很重要，也可以說是非有不可的行為。這方面，我的一般原則是每個期貨倉位，都必須有約二千到四千美元做為後盾。此外，每日進出和小波動搶帽子的行為應該留給專業操作者或現場操作者去做，一般人不要輕易嚐試，因為專業或現場操作者的資金通常較為充裕，這種類型的操作比較有經驗，而且所需負擔的交易費用很低。在這裡，耐性和紀律是必要的特質，因為懂得和能夠運用準確進出時機的操作者，即使進出金額不大，也能



因此累聚利潤。進出金額大的操作者，如果所有的戰術和進出時機漫不經心或不準確，並不能賺錢。

我曾接到過數十位投機客的來信，其中有許多是生手，他們在信中提到，利用長期電腦操作系統兩三年，他們一直賺錢。這些信中一再出現的一個要點是，我們有必要用客觀和嚴守紀律的態度，一絲不苟地遵照系統所指示的去做。他們經驗可以給其他操作者一個啓示，知道要怎麼做，才能在風險受到控制的環境中，以及目標捉摸難定的情況下，經常獲得利潤。第十二章會專門討論這個主題。

## 第 二 篇

# 價格趨勢的分析和研判

## 第五章 操作工具

有一首非常通俗的鄉村和西部歌曲，談到四處爲家賭客所給的忠言。就像舊約聖經「傳道書」一章告訴我們「萬事萬物都有四季」，賭客也提醒我們：該抱就抱，該收就收——有時要趕緊捲鋪蓋出城！這個質樸無華但一針見血的智慧，很多人都知道，經驗老道操作者也都奉爲圭臬，身體力行，因爲如果他們不奉行，很快就會成爲「故」操作者。

這些年來，許多投機客對商品交易抱著十分天真的想法，讓我覺得很驚訝。要進入這個市場十分簡單。許多狀況中，你只要找營業員一談、填一些表格、連支票一同寄過去就可以了。幾天內，你就可以大進大出，隨你喜歡，愛建多大的倉位就建多大的倉位。由於你的「自備款」可以低到市價的6%，所以剛開始只要一萬美元，就能夠控制約十七萬美元的倉位。雖然想到潛在的龐大獲利會讓人興奮不已，可是不要忘了，一旦走勢對你不利，只要波動個3%，你的老本就可能蝕掉一半；波動個6%，全部老本就會耗光。

同一個人，受過多年的訓練，也下過多年的苦功研究，本來爲的就是從事一個特殊的事業，或一個這麼特殊的職業，事到臨頭，卻可能不想一頭栽進期貨市場裡，這不是很叫人詭異嗎？而一頭栽進去的人，往往沒受過多少訓練，或是有什麼實務經驗，所憑藉的不過是一個耳語、一個謠傳，或營業廳內一

些一知半解的閒聊。我見過有些人爲了買照相機或電視機，花了不少時間和精力去「鑽研」，要建立穀物或金屬大倉位的時候，卻沒花什麼時間和精力。在期貨交易的戰場上，到處是本想大展身手準投機客的屍骨。

絕大部分的生手操作者，從愚蠢和毫無章法的投機中得到短暫和昂貴的一連串教訓後，心不甘情不願地加入前面所說那些投機客的行列——心情更悲傷，處境更糟糕，而且很遺憾的，他們並沒有更聰明。

我一直堅信，任何領域，不管那是外科手術、航海、投機或者其他什麼事情，如真想有所成，就一定要做週延和有條不紊的準備。可以想見的，一個人如果另外還有吃重的全職事業或專業工作，那他一定沒辦法全心全力去研究和準備期貨的投機。可是他（她）還是可以找到辦到，爲投機的市場操作預做準備，提高成功的機率。

在拿白花花的銀子實地從事冒險之前，爲進入期貨投機預做準備的一個最有效方法，便是仔細鑽研有關期貨技巧和方法的書籍。我也認爲，想要做什麼新的事情，這都是研究和準備的不二法門。此外，我也覺得各種金融雜誌，以及每天和每週發行的商業期刊，上面所寫的文章或特稿，十分有用。不過，我所指的是談市場策略的文章，或重點放在一般經濟或商業狀況的文章。凡是想要預測期貨價格或價格趨勢的文章，我特別要把它們挑出來剔除掉，因爲，即使預測準確（通常不是這個樣子），你還是要面對一個問題，那就是市場是不是已經反映了這個預測。事實上，華爾街上有句古老的金科玉律：「謠言出現時買進，消息出現時賣出。」這句話說穿了，意思是：到消息公諸於世時，要採取任何行動總是嫌遲了些。

幾年前，有一次，我替客戶和自己建立了一個很大的合板多頭倉。剛買進的幾天內，某大投資公司的證券分析來看我，因為他剛知道我幫他買了合板。他感到焦慮，因為他剛參加過喬治亞太平洋公司（Georgia Pacific）的股東會議，聽一位職員說，該公司預期那一年年底前，合板市場都會守多於攻。我正想用外交官的禮貌，請他不要告訴我這種故事，卻驚見他從手提包裡抽出一本當期的「時代雜誌」。時代雜誌也對木材和木材產品的價格做了偏空的分析。他天生是個相當保守的投資人（我很奇怪，他從事期貨操作所為何來，而且在他開戶的時候，為什麼不告訴我他有多保守），過沒多久，我告訴他，他的合板倉位他比他所想像的還大，因為我已把沒有明顯趨勢的穀物倉位給平掉，改而加碼做更多的合板，這時他臉色更白了。

他的心過了一陣子才平靜下來。雖然他是個很有經驗和頗受敬重的證券分析師，也是一家著名投資公司的合夥人，可是以前沒做過期貨。接下來的討論中，我說明了幾點：我並不在意喬治亞太平洋公司那位老兄說了些什麼，因為：(a) 他不是不知道木材市場的價格走勢，就是(b)他早已知道，但不願跟大眾分享他的資訊，或者是(c)他講得不錯，可是這個資訊可能已經反映在市場上。對於為什麼要買更多的合板這個問題，我的回答是：市場走勢很強，證明這是個多頭市場，而且它是我們投資組合裡面表現最好的倉位，到加碼往上做金字塔型的操作時，帳面上已有很不錯的利潤。何況，我們的策略本來就是：表現最好的倉位要做金字塔型的加碼操作，表現最差的倉位要平掉。

上面提到的那件事，讓我耿耿於懷了一陣子，心情久久難以平復，但是隔天，有一件事使我的心思脫離了合板市場，以

及這次跟客戶奇怪的見面情形。我走到碼頭去信箱拿信，想看看所訂閱的東西來了沒有。出版商告訴我，郵件已經投遞，但到昨天晚上，可能還在途中。今天我的運氣不錯，因為它到了小港的辦事處。我的腳步加快了，走回船上，躺進甲板上舒適的躺椅內，懷著一顆期盼的心情拆開信封。接下來幾個小時內，我完全沈浸在閱讀那豐富的內容和做筆記。

你一定很好奇，是什麼東西讓我那麼全神貫注？是什麼東西讓我肯把美好的週六下午花在那上面？也許是一本心愛的雜誌，要不然就是一本等了很久才寄到的暢銷書？事實上，這幾個小時內，我看的是一本厚厚的東西，或許可以把它稱做當代小說，裡面滿是國內和國際的大事，對那些肯花點腦筋思考的人來說，可以從裡面找到未來的重要線索。未來？

這本很有趣的著作，是芝加哥商品觀點（Commodity Perspective of Chicago）出版的十年週線全距圖（Ten-Year Weekly Range Charts）。有了這本書，再加上個人的智慧、專注、經驗、對市場抱著客觀、嚴守紀律的態度，長期操作和投資獲利的大門必可打開一部分。

以我的經驗來說，非現場操作者最能獲利的方法，是長期、跟隨大勢的倉位操作。在這裡，操作者不想要預測頭部和底部，靠著這種預測去平倉（平掉隨勢而行的倉位）或反轉（為逆勢而行的倉位）。走勢圖的型態是可以運用的，其中包括50%的回轉法則（return rule），但這只能當做一般的指南，告訴我們支撐或反壓的可能地方在哪裡，或找出隨勢而行的倉位可以在哪裡做金字塔型的加碼操作。操作者不花精神去預測頭部或底部，而把心思用在找出主要的價格走勢是什麼。一旦趨勢確立，他希望能趕緊上車；不管是在主趨勢的小反轉之處進場，



還是在支撐點顯著突破之處（放空時）或反壓點顯著突破之處進場都可以——但他永遠都處身於持續性的主要趨勢中。

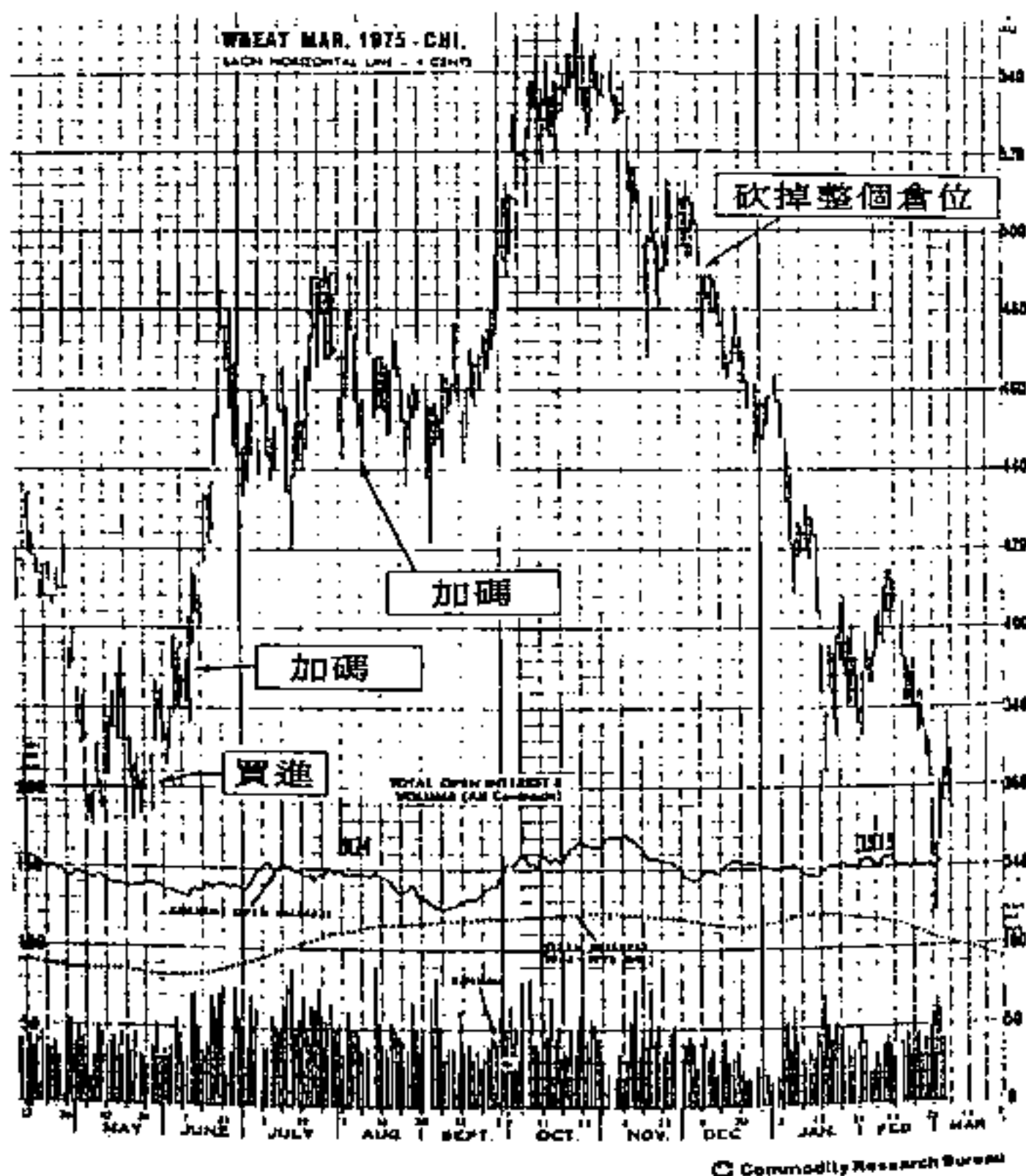
不可諱言，這種長期、隨勢的操作，不是最簡單或最容易的謀生方式，但是能夠這麼做的人，如果同時能夠避免在電光石火交會之間「被殺」，成果會十分驚人——利潤甚至可以達到電話數字那麼多。比方說，七〇年代中期，我和客戶準確地找出長期趨勢（上漲），而且在多頭走勢的主升段抱緊倉位不放（從3.60漲到4.90左右，還一路做金字塔型的加碼操作），結果從小麥市場得到可觀的七位數字利潤（見圖5-1）。

但是就像好的工匠，工欲善其事，必先利其器，而這裡我們所要提到的工具，便是一組整理得很好的長期連續走勢圖。我見過最好的一組，是前面提過的十年週線全距圖，每半年（分春秋兩季）出版一次。這組走勢圖於一九八四年問世，裡面共有卅張12.5吋×17吋的圖形。每一張圖都記錄了十年的每週收盤價。操作者如果每隔一段時間就去翻這本長期走勢圖，一定會得到一些截然不同、比別人強的觀點。這麼一來，市場的雜音和吵鬧就會被剔除，對聰敏和務實的分析者來說，主趨勢便會赫然擺在眼前。

期貨操作者也需要有人供應不錯的走勢圖，幸好，有幾家公司提供的圖還不錯。可能有些人有某種誤解，以為只有靠技術操作的人才需要圖形，依基本面操作的人則不需要。我曾想過這個問題，覺得所有操作者，不管他們的操作取向如何，都應該定期買張圖來看，做為整體分析不可或缺的一部分。這些圖不光是一堆紙的集合而已。大致來說，每週訂購送來的圖大概有二百張，上面有每天的高低價、成交量、未平倉合約、某種移動平均線、現貨價格或現貨與期貨對照價格、海外市場、

圖5-1 一九七五年三月小麥市場

做完了這一筆，我就關掉辦公室，收拾行囊，匿跡江湖達五年之久。這筆多頭倉，我從3.60左右做起，加碼兩次：六月在3.85附近的回檔之處，七月在跌向4.40的反轉處。我在1974年12月9日上午因反彈失敗，出清整個倉位。那個早上傳出的利多消息，本該使行情上漲三到四美分，但開盤反而下挫二美分。價格不能跟著利多消息而上漲之後，我覺得天下沒有不散筵席的時刻到了。這次做得很好，七週後，市價跌了一美元。



差價圖（straddle charts 或 spread charts）。這些圖裡面，會有一些依一定間距編成的週線或月線圖，期間長達廿年（見圖5-2和5-3）。最後，許多技術操作者特別有興趣的是振盪指標（oscillator）或趨勢指標（trend-indicator）表，如首屈一指的電腦趨勢分析客（Computer Trend Analyzer）以及紐約商品研究局（Commodity Research Bureau of New York）每週提供的圖形。要找出每一個市場的顯著基本趨勢，以及操作區間之上或之下的反轉點，這些圖形可以幫上很大的忙。

圖5-2 取暖油（近期貨）長期週線圖，1981-1986

長期週線圖提供的「視野」比日線圖要寬廣，對技術操作者來說，要找出和分析市場主趨勢以及支撐／壓力區，具有很大的價值。

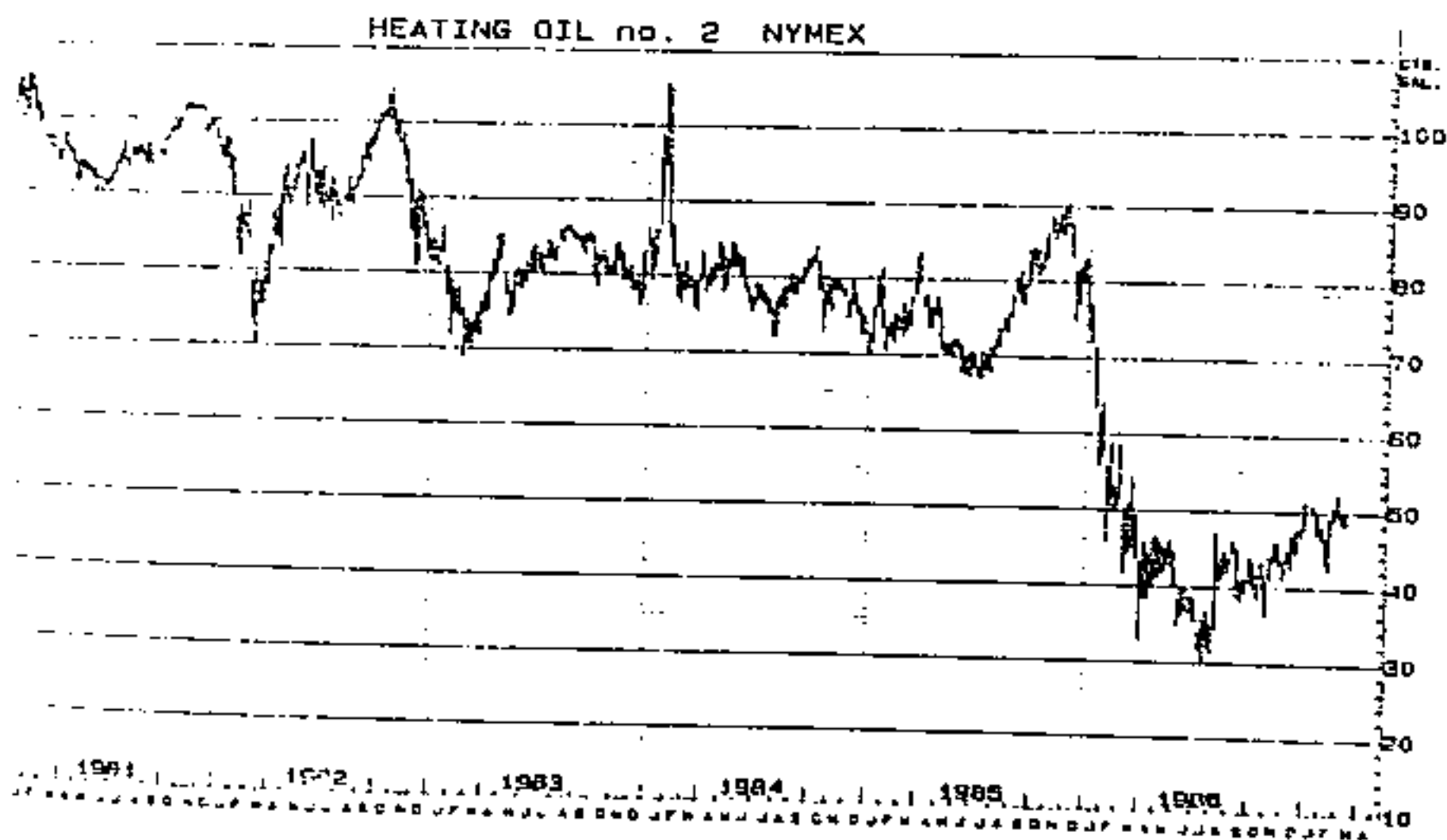
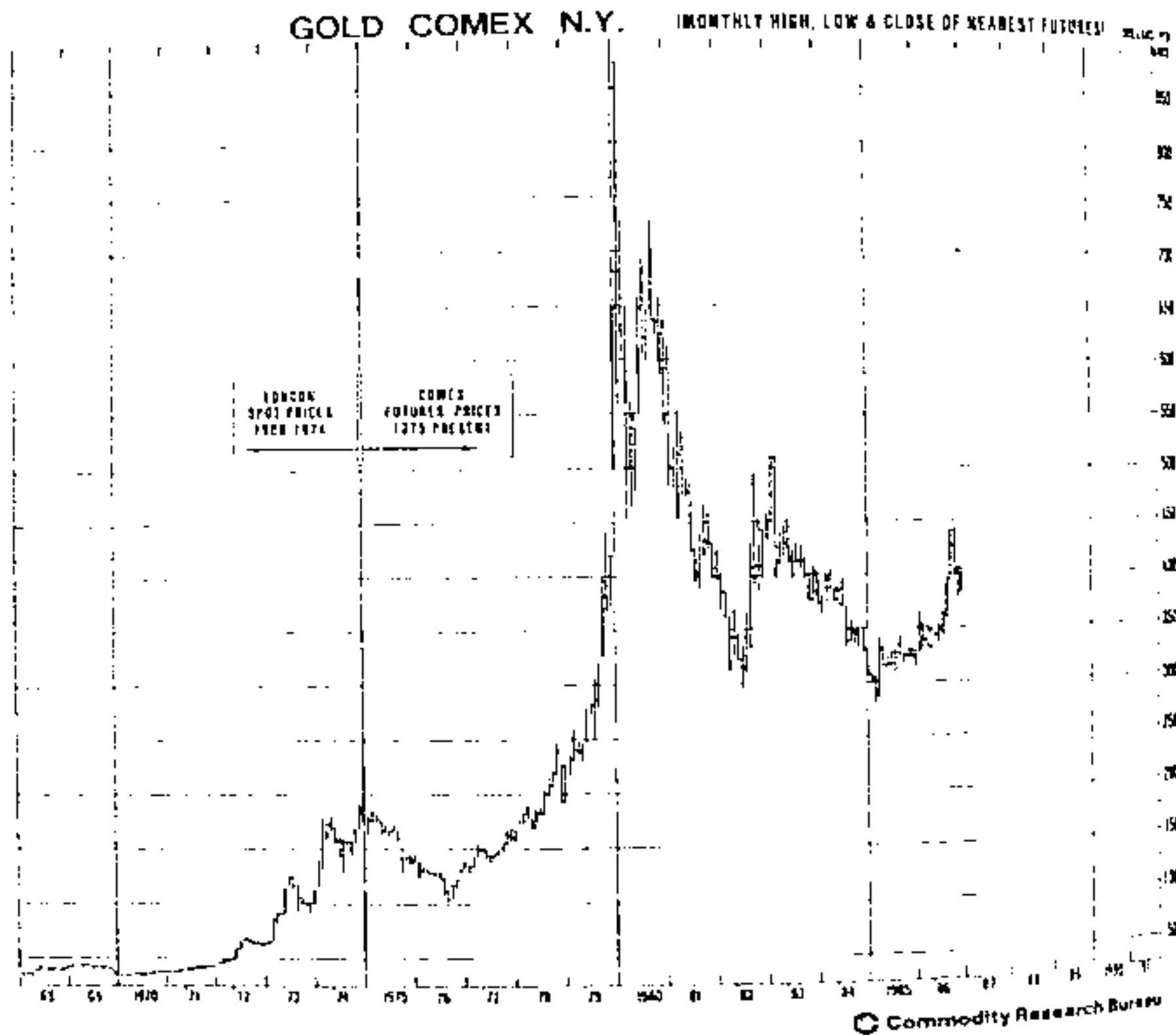


圖5-3 橫跨廿年的黃金（近期貨）長期月線圖

長期月線圖配合週線圖使用時，可以提供技術操作者最清楚和最有利的視野，使順勢的倉位操作更能得心應手。



商品研究局每年出版的**商品年鑑**（Commodity Year Book），對基本面分析師，或任何不想把眼光侷限在純技術性解釋的人來說，尤其重要。很厚一本的商品年鑑最先出版於1939年，毫無疑問是人們最常用的商品參考書。商品年鑑週延的圖表幾乎涵蓋所有全球性的商品，更有精彩絕倫的文章和實用的特稿，認真的操作者一定會拜讀。

最後我們要一提的事情——操作系統，並不是最不重要的。操作系統，尤其是資料庫和電腦取向的操作系統，在期貨投機和避險操作幾乎所有的進出和時機決策上，愈來愈有舉足輕重的地位。我們會在第十二章談這件事。

## 第六章 基本面分析和技術面分析分道揚鑣時

1989年仲夏日的下午，曼哈塞特灣（Manhasset Bay）是個炎熱、無風的天氣。我和好友、現場營業員東尼躺在他的單桅帆船上，了無生趣地盪了一個小時，等候兩點鐘的南風，把我們送到長島灣的北岸，享受一些特別的東西——新鮮的海貝和蚌類。寂靜的空氣中，船身一動也不動，唯一聽到的聲音是帆索摩擦的悉索聲，無聊地令人窒息，我們無精打采地談著，平常的話題快談光了。也許這跟我們將談到的以下問題有關。我所有朋友都知道，我有一個作風，那就是絕不聽別人談他的市場小道消息，我也不跟別人談自己所知道的。可是就在那艘船上，突然間我們聊起了取暖油市場。嚴格地來講，不能說是我們在談，應該說是東尼在講，而我在聽，但何必那麼吹毛求疵？

「我要告訴你一件非常機密的事情，但首先你得保證絕不對任何人提起，東尼鬼鬼祟祟地用近乎耳語的聲音說。「幹嘛裝出那麼一副神秘兮兮的樣子？」我問，「放眼看去，五百碼內沒有別人，而且，我對你的小道消息根本沒有興趣，要是你真的告訴我，我一定打電話讓每一個人知道。」嘿，這麼一來，看他老兄還講不講。

錯了！我的想法大錯特錯！我這麼客氣地反駁他，他不假思索又開了第二砲：「我跟你講，讓你嚐點甜頭，不過還是要拜託你老兄，千萬別把我告訴你的事情跟別人講。」



我想，他是下決心非說不可了——這其中一定有些名堂。果然不錯！「雅曼尼就要宣布沙烏地阿拉伯的石油產量要增加一倍。」接下來是很長的停頓。這種狀況下，我唯一能擠出來的話是：「那又如何？」東尼顯然不想讓我打馬虎眼。「那又如何？你就說這麼一句話？你難道真看不出來這裡面的意義嗎？全球最大產油國的石油部長說他要增加一倍的產量時，市場價格一夜之間不跌個廿美元才怪，甚至卅美元都有可能。這裡有錢可賺，我也剛剛把財神爺推到你面前。還有，營業廳裡的大戶都要大量放空。」

我只聽進我想聽的東西，而且，我怎捨得讓這種無稽之談破壞馬上就要來到的美好午後帆船之旅呢？「老哥，」我搶著打岔，「我對沙烏地阿拉伯這個國家懂得不多，不認識沙烏地阿拉伯的石油部長，產油量怎樣才算多，怎樣才算少，對期貨價格又有什麼影響，更是不懂。而且，我真的不知道，也不關心那些『大戶』在做些什麼，或沒有做什麼事情。」（我聽過的大戶故事有一籬筐，可以說，我已經有了免疫能力。）「但是我確實知道現在是做多的時候，我看到市價還會漲得更高。哪，我們可不可談點別的東西？」嘿，我顯然占了上風，我從沒看過這位縱橫沙場從來面不改色的專業操作者臉上有那麼驚訝的表情。可是我的做法救了那一天下午，我們玩得很盡興。

那天晚上，我們的談話內容一直迴繞在心裡。我沒浪費時間，馬上拿出各式各樣的圖表和技術分析書籍出來，仔細重新檢查市場走勢。也許有什麼地方我看漏了，或者有什麼地方研判錯誤也不一定。這個時候，多看一次有好無壞。

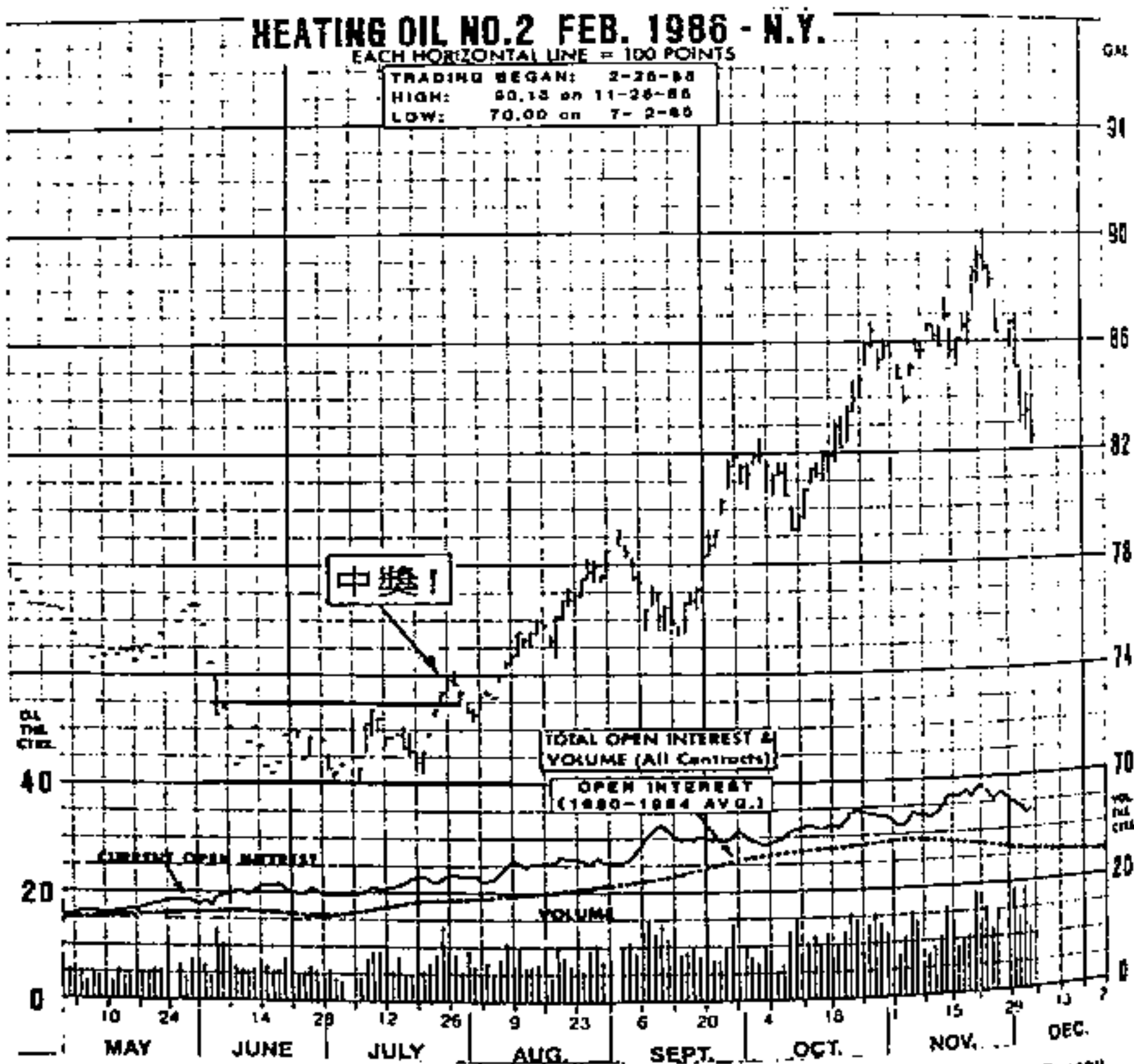
那是一九八五年的七月中旬，二月取暖油一直鎖在70.00到73.00非常小的區間內。有些電腦系統已在七月十日發出

倉回補並做多的訊號，可是我還必須等到收盤價站上74.00再全力以赴做多，因為我預期一波大漲勢呼之欲出——市場強勁的走勢「告訴」我這件事近在眼前。就讓那些大戶去談論和猜測沙烏地阿拉伯石油部長所要宣布的事情，以及這件事對市場的可能影響吧。就我來說，這是個多頭市場，此外什麼都別提！雅曼尼可能會，也可能不會有那種宣布，即使真講了那種話，這種利空消息可能早已被市場所吸收消化，反映在價格上。而且要是真的有那種宣布，那也只能給困獸猶鬥的空頭最後一絲希望，接著馬上會被勢如破竹的多頭大軍宰得片甲不留。簡單一句話，我的技術分析結果是看漲，再次就要見到一場典型的軋空浴血戰。

有勇無謀是最不智的行爲，我根本不把空頭小道消息聽進耳裡，安心地抱著二月取暖油多頭倉。幸運之神很照顧我，因為接下來幾個星期，盤勢橫向前進，來回起落，讓那些大戶和可憐的抬轎人有充裕的時間做滿空倉。終於這麼一天到來了！七月廿六日星期五，二月期貨強勢收盤，接近74.00，有苗頭了！不幸的空頭終陷住了，經過最後一陣短暫的反轉，市場開始一波強勁的漲勢，最後漲了約16.00美分，相當於每口6700美元（見圖6-1）。更叫人咋舌的是，沙烏地阿拉伯石油部長真的宣布了產量要加倍的消息（東尼所講的故事至少這一部分是對了），而且也預測價格會大跌。可是市場不爲所動——在它像萬馬奔騰般邁向更高價位之際，並沒有因石油部長史詩般雄壯的一席話而摔一大跤。這件事情一定叫那些勇猛的鬥士洩氣，也給空頭造成很大的痛苦；他們在多頭市場中聽信空頭小道消息，最後輸掉了數千百萬美元。

圖6-1 1986年2月取暖油

從1985年6月到7月，市場鎖在70.00到73.00的狹窄區間內。後來許多現場操作者預期沙烏地阿拉伯石油部長就要發表利空的聲明，紛紛做了很大的空頭倉，雖然如此，7月26日市場向上突破，開啓了大多頭走勢，直到90.00。許多大戶和抬轎子的人身陷軋空的窘境（以前他們常對別人玩這種把戲），虧損了數千百萬美元。他們犯了什麼錯？他們是在多頭市場中聽了空頭的小道消息。



這件不幸的往事給了我們很清楚的教訓：要玩就要在真實的世界中玩。我們務必要當心那些好傳小道消息的人，以及一些別有用心的耳語和免費的建議。當基本面和技術面的結論，和市場的預測走勢相互牴牾時，不管技術性的結論，或者死抱著逆勢倉位且不設定保命停損點的話，那你無異置自己於險境之中！

過了不久，我到日內瓦去，這個教訓更是真確。那時有個瑞士同行跟我聊了起來，談到操作利率的事情。他用十分懷疑的語調問：「你們那裡的投機客怎麼有辦法靠耳語和電視、報紙上所謂的新聞分析，去操作這個市場？每次有所謂的博學專家大談通貨膨脹、赤字、預算平衡、利率該漲該跌時，市場總會雞飛狗跳。甚至於你們那邊有個綽號叫死亡先生的著名經濟學家，徒子徒孫只要宣布他要出來講話，市場就會大跌，真奇怪。」

我真的不能不同意這位朋友的想法。他對美國風土民情的瞭解，使他把金融期貨交易描述成「笨蛋的遊戲」。沒錯，我們全都聽過不少人高談闊論，預測利率的可能走勢，大談影響利率的各種因素。比方說，我們老是聽到有些人在說削減預算赤字的努力碰壁、聯邦準備理事會就要放鬆（或緊縮）銀根、某一準備銀行的副董事長表示經濟可能開始過熱、某位本來認為通貨膨脹壓力下降的人士據說已經改變他對通貨膨脹的看法。

每次上面所說種種看法見諸電視螢幕或報章雜誌時，觀察聯邦準備銀行動向的人和金融期貨市場上的賭徒就會想從中找出邏輯上的涵義，並與市場上正出現的情形連想在一起，或者去探測市場可能出現什麼樣的走勢。在此同時，極少數精明謹慎、行事有規律的操作者，還是一如往常，追隨價格趨勢和以



客觀的技術分析為藍本，下好（通常）必贏的賭注。他們不用政治性的聲明和任何口號，坐在一旁看著別人所做的秀，等著即將上演的好戲。

尤其是在市場激烈波動的期間，更有必要把注意焦點放在市場趨勢的客觀分析上，不管是短期還是長期的分析，同時；忽視全部專家所說的話，以及因為那些話伴隨而來的騷亂和「警訊」（當然，要做到後面這一點並不容易）。

我發現自己最近也跌進同樣的陷阱裡，而這是很不應該的。我本來是很心平氣和地坐在桌前，看著圖形和那小小的綠色螢幕，至少到那時為止，還很成功地避免在明顯的空頭走勢裡做多利率期貨。可是在我翻開某份商業專業報，看到總統對於當時進行中的兩黨赤字縮減談判的談話時，可以感覺自己的脈搏加快。為什麼我要去注意這種事情，而最重要的，為什麼要讓這種事情影響我進出市場的動作？不過過了沒多久，我拿起電話，心情十分平靜地以市價買進不少公債期貨。很明顯的，我是在走勢穩固的強大空頭市場裡逆勢操作，而且是在一個小小的技術性反彈處買進。如果要有什麼動作的話，那應該是賣出，不是叫進。那為什麼我沒有「躺下來，直到情緒過去為止」呢？事後回想起來，我當時是屈服在兩種因素交互激盪之下，其一是我有一種不知節制一廂情願的想法，另一則是希望自己能在市場之中（我給自己找理由說，價格看起來似乎太低了，再賣也沒多少空間）。這筆操作賠了錢，可以給我另一個日後回想的教訓——這話不是說我這個人很喜歡教訓——也就是：在穩固的價格趨勢中，想要逆勢抓頭部或底部，對個人的財富絕對是有害的。

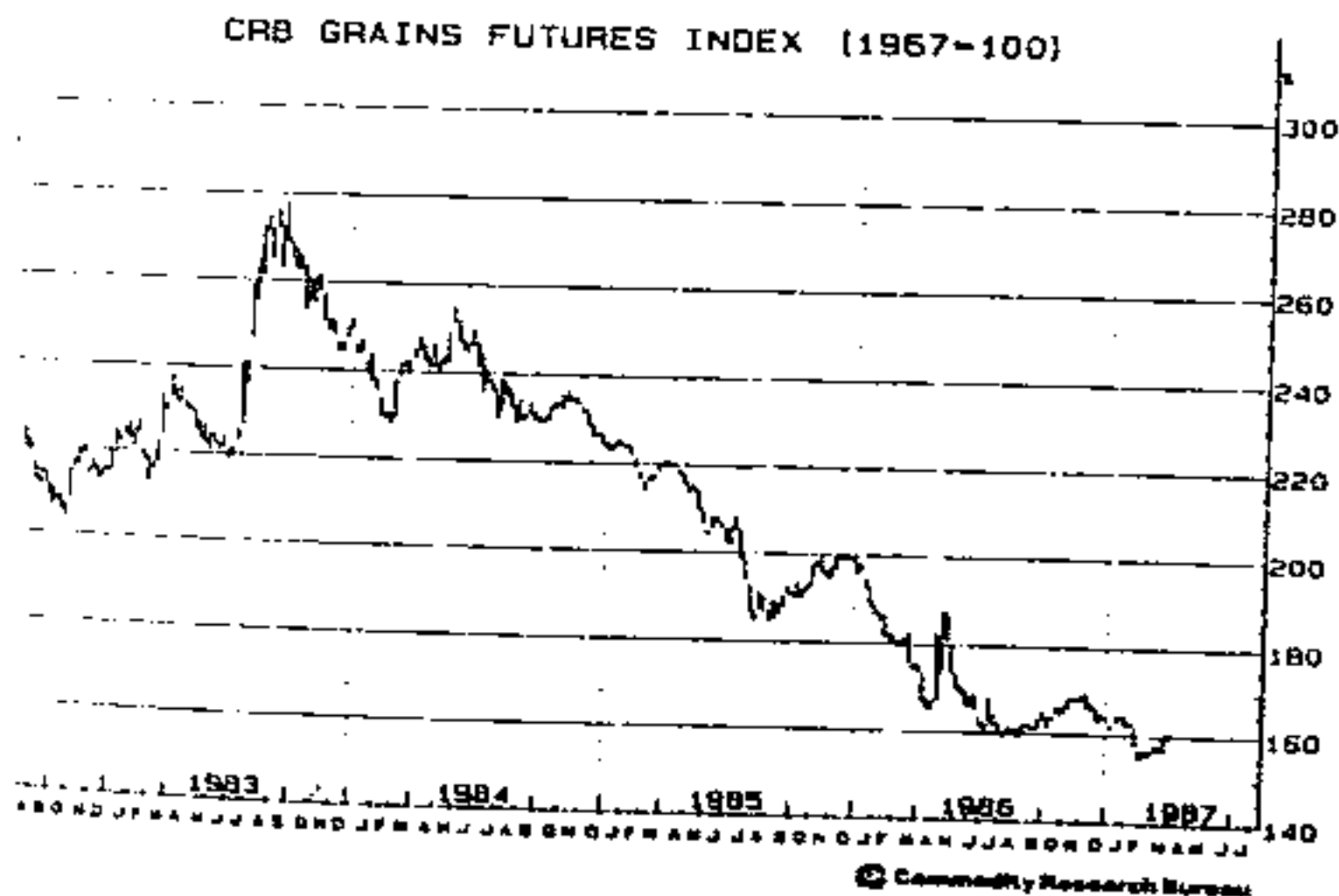
本書會一而再，再而三地提到兩件事情，一件事是操作期

貨時務必守紀律，知所節制，另一件事是要採取客觀的方法。我們都曾經有放鬆警戒的經驗，也都曾經忽略掉市場的技術面。（大體來說，只要我們想看清楚，市場通常都是很清楚的。）結果呢？結果如何，不言可喻。我老是認為，蛋要怎麼做，大部分的方法我都曉得。可是，在這個行業打滾了約卅年，我才知道有一種蛋的做法，無以名之，姑且叫做「商品操作員特製蛋」。這種蛋是丟在臉上給人吃的。我們每個人或早或晚，都

圖6-2A

1984年對期貨交易員而言是混淆衝激的一年。新聞報導和投資建議幾乎全面偏多，投機客在第一季大肆買進，認為價格開始上場。其實，短暫的上升趨勢只是主要空頭市場的喘息期，原來期貨市場從1983年便步入空頭，並延續到1985～86年。

只有守紀律且務實的交易員在期貨市場放空才能賺其錢。





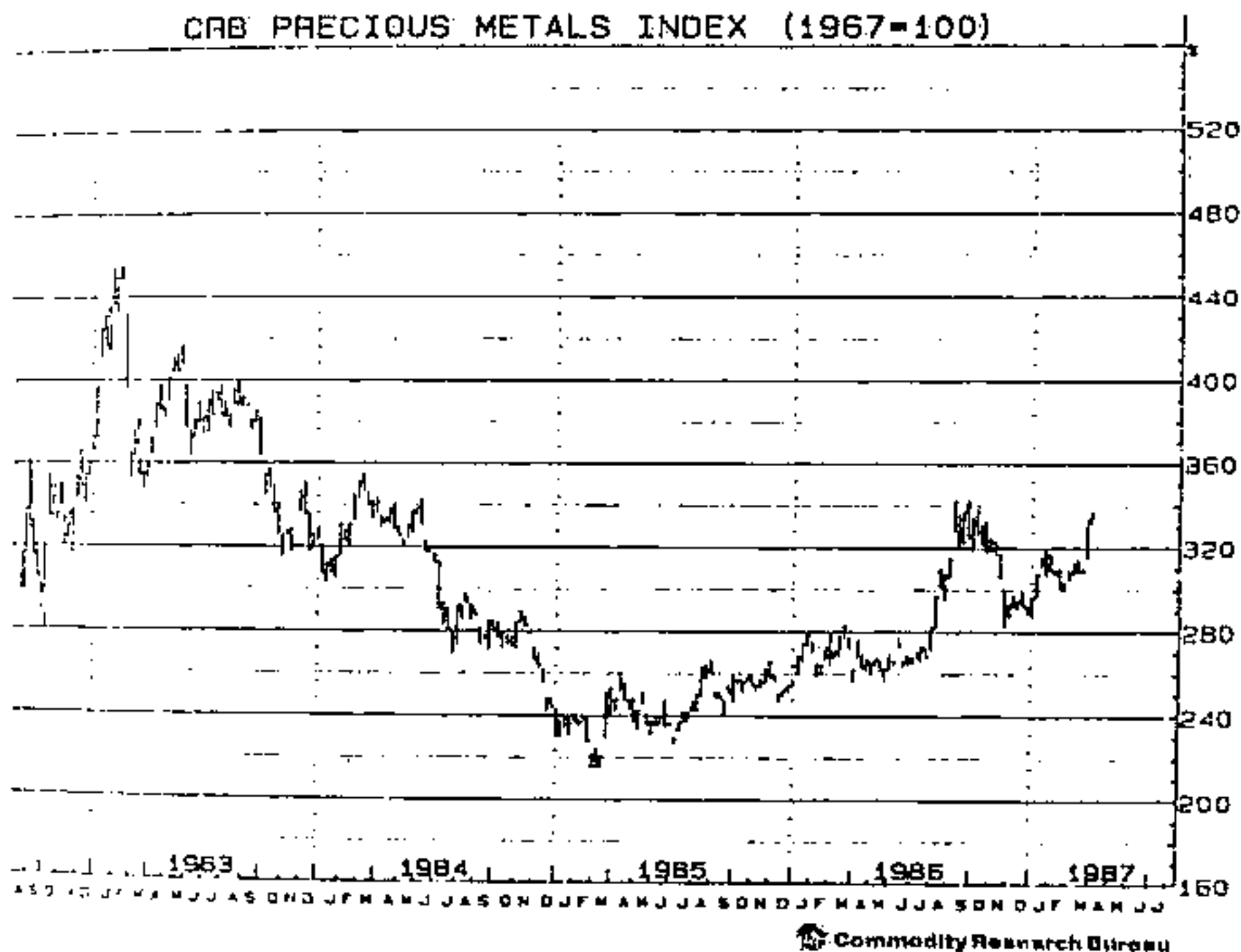
曾經吃過這種蛋。這是閣下吃過最貴的一道菜。而且，雖然臉上有蛋的操作者極力想把蛋抹掉，很遺憾地，卻有一股強大的人為力量——希望相對於恐懼、貪婪、沒有耐性，以及最重要的，不守紀律——抗拒著這種努力。

比方說，1984年秋，芝加哥穀物市場似乎就要突破上下差價頗大的橫向整理盤，進入本來就有的下跌走勢。所有不錯的長期趨勢追蹤系統都已翻跌，客觀的圖形技術也顯示這種情形。如果還需要進一步證實的話，那麼商品研究局（CRB）穀物期貨指數跌破230.00，證實了這一點（見圖6-2A）。

可是，報章雜誌上不斷有多頭題材和報導出現，使得這個成形中的空頭趨勢（走勢很強，後來持續了約二年）像霧又像花。報導說：美國穀物生長期間，氣候很差，不利收成；蘇聯穀物短缺，不得不在全球市場大肆蒐購；加拿大收成減少。利多消息到處都有！那為什麼穀物市場會下跌，跌個不停，前後達兩年之久呢？一九八四年開始的金屬市場走勢，也有類似的情況。那時候，有許多名嘴發表市場預測、經濟和分析，經紀公司也插上一腳，全都預測價格會上漲，建議客戶做多。真的，他們都叫人家做多！在這裡，商品研究局貴重金屬指數又說出相同的故事（見圖6-2B）。當時，價格就要承繼八〇年代初的空頭走勢，再跌一段——馬上就要在市場中得到證實。

聽了這些源源不斷而來的利多消息，人們不做多也難，不過，如果客觀和腳踏實地研讀各種技術因素，我們可以很清楚地看出這個市場走的是空頭市場，要不然頂多是盤軟的局面。成功的投機客既恪守紀律，又用很務實的方法分析趨勢，並採用可行的隨勢操作策略，對於這些雜音，根本聽而不見，而只是一心一意鑽研技術分析。這麼做，一方面可以因做空而賺到

圖6-2B



一點錢，另一方面，又可不必因做多而賠錢。

我們在圖形或者系統印出來的報表上面所看到的東西，老是跟我們在報章雜誌上所看到或者電視上所聽到的事情背道而馳，這就難免會在大部分投機客心裡上創造一種似乎永無止盡的矛盾情結。一般情勢的預測上，也可以看到這種情形。有一半的所謂博學經濟學家一直告訴我們：如果利率上漲，商品價格就普遍看跌，因為利率增高之後，持有存貨的成本會提高，

並促使貿易商減少或延後採購存貨。而且，在利率升高之後，投資人會把資金抽離風險較高的期貨市場，轉入收益較高的信用工具中。這種說法自然合情合理，問題是另一半的經濟學家告訴我們：如果利率下跌，我們也會進入空頭市場，因為這表示整體通貨膨脹下降，也就是商品價值跌落；而且，投資人眼見未來通貨膨脹趨緩，不會再買商品做為通貨膨脹的保值工具。

分析外匯市場時，也會有這種矛盾情結，操作者或避險者很難根據基本面的預期或市場事件去操作外幣。比方說，紐約一份主要財經專業報在美元走軟一段時間之後，指出：「昨天美元綻露強勢，令操作者大吃一驚。美元轉強部分原因起於波蘭勞工領袖遭到拘留。」西德馬克疲軟，原因在於德國銀行業者是波蘭的主要債權人。

可是那一天日圓碰巧上漲，那份報紙很有技巧地把日圓之所以強勢，歸因於日圓獨立於歐洲情勢之外。不過，要是實際情況相反，也就是日圓下跌或者西德馬克上漲，你一定也會聽到有人「創造出」合情合理的解釋並到處散播。

那些顯然矛盾和事後刻意編造出來自圓其說的新聞分析，把我搞得太迷糊或心浮氣躁時，我的反應是找個清靜的地方，詳細和務實地檢查我那些短期和長期圖形，以其他技術指標，目的是要在一片混亂中理出一個頭緒。做這種工作，最好是找僻靜之處，不要有人打擾，不要有電話，不要有忙碌的同事走來走去，也不要有人在旁邊焦慮地等著。這種場合是不是清靜，跟你做出來的分析是不是徹底，品質好不好，很有關係。我到哪裡去找這麼一個清靜的地方？我會駕帆出航，拋錨在舒適幽靜的港灣——不過，海灘、靜謐的公園、或者一處清靜、遠離他人的房間，也可以把事情做得很好。

## 第七章 把注意力集中在長期趨勢上

如果你覺得現在操作期貨要賺錢比以往困難，那麼問題出在你身上的可能，要比出在市場上的可能為高。技術操作者的眼光會愈來愈偏向於短期，也愈來愈側重於細微之處，原因主要有兩個：

- 1.市場雖有龐大的資金投入，但因漲跌差距（breadth）不夠大或者避險操作太少，不能應付龐大數量的訂單，以致市場波動加劇，價格走勢變得似乎毫無章法。
- 2.只重短線交易，但功能強大的微電腦和軟體程式日趨普及，讓許多技術操作者誤以為這是市場新的流行，也是最好的交易方式。

的確是這樣，每一天的長條圖（bar chart）或者點數圖（point and figure chart）、整個交易時間內不斷延伸的線形，佔滿了我們的視野。甚至我們每個月只要花少許的錢，就能在螢幕上或電腦報表上看到快速閃進的五分鐘（或更短）長條圖。我們不妨試想：一個交易日內短短卅或四十分鐘裡，見到頭肩頂出現就想要馬上操作的情形。可以肯定，這麼做未免太辛苦了些。最近有人向我展示這麼一個在螢幕上做微細分析的圖形。有一天，克利夫蘭一位操作者打電話來，說他剛在棉花市場上看到頭肩頂形成，問我的看法怎麼樣。我只能回答：「啊，真的？」沈默了一下子之後，我又說：「喔，你說的是哪個頭肩

頂？你看的是哪個棉花市場？」我講這些話，就好像是在問他早上的蘋果汁會不會在太陽底下擺太久了，言不及義，可是我就是不肯憑一時衝動採取行動。事實上，我一直在注意的棉花市場就跟他正在看的完全一樣：這個市場早就呈現牢不可破的上漲走勢，而且走勢強勁、活潑有力。從長遠的角度來看，我看不到有什麼地方像是在做頭。我再逼問他，問說頭在哪裡，他才說是在當天（1986年8月27日）那個交易日內的兩個小時內形成的。我告訴他，他看的是一個強大的多頭市場裡面一個很微不足道的整理，根本沒什麼了不起。我建議他找個價位買進，而不是賣出。市場走勢顯然跟我的看法相同，到收盤的時候，新高點出現了。從後來的走勢來看，那位仁兄所說的頭肩頂根本不存在——事實上根本從來沒那回事）！（見圖7-1）。

操作者要用那麼微細的方法，去做短線、搶帽子，剛好跟放長線釣大魚的做法背道而馳。要想不斷獲利、抑制風險，長線市場所提供的機會最大。把心力專注在比較長的趨勢上，就可以避免為每天市場上發出的雜音而分心，並且能夠對價格和趨勢走向保持更好的觀察。操作者眼睛盯著五分鐘的價格走勢圖，怎能對市場保持均衡的觀察？對這種人來說，三、四個小時就算是長期的了。

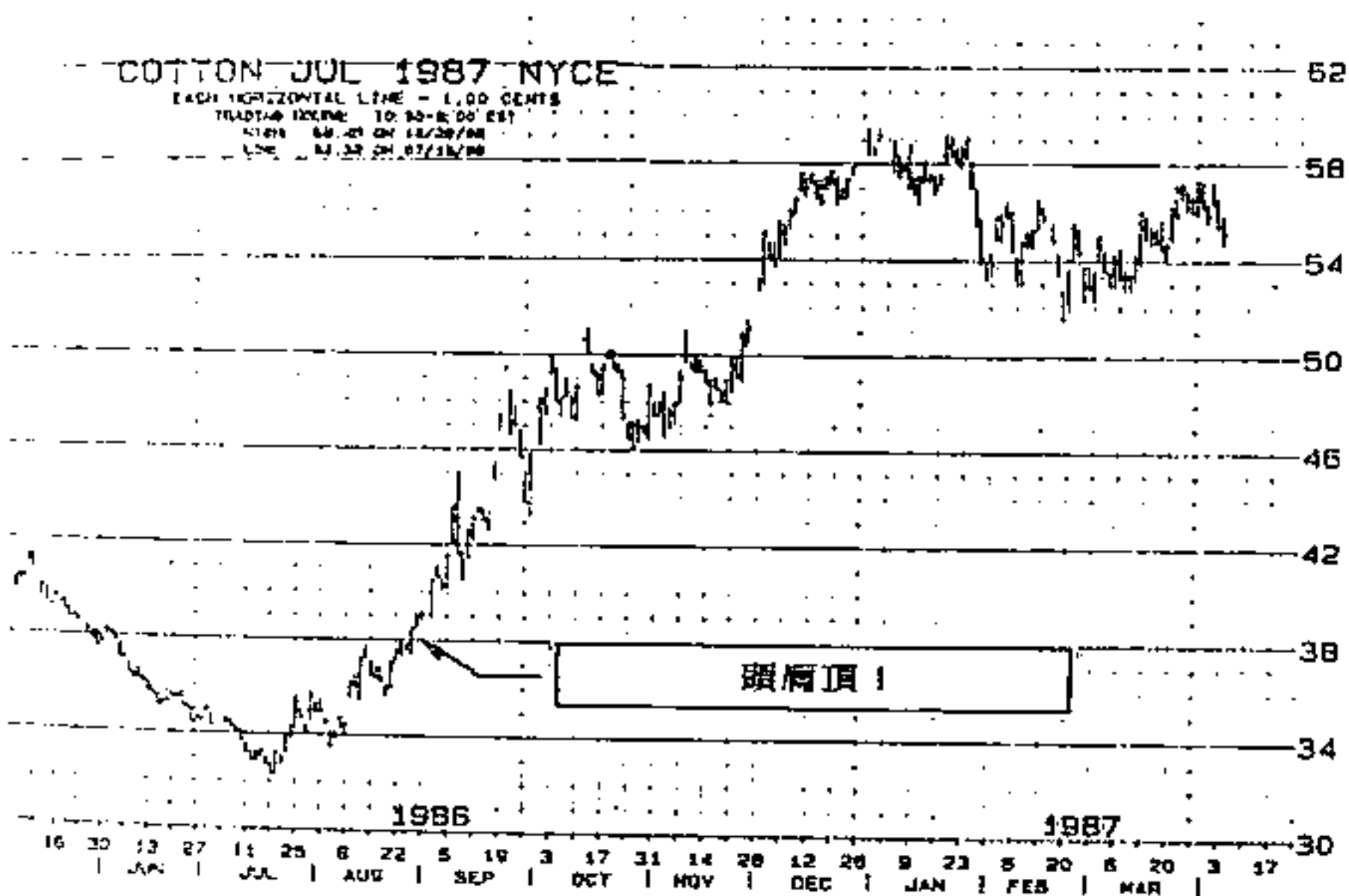
長線市場者的百寶箱裡，一定備有長期的週線圖和月線圖。沒有這些圖，我根本不敢操作期貨，就像沒有航行圖，打死我也不敢揚帆出航一樣。

這些長期趨勢圖除了能對主趨勢提供一目瞭然的畫面外，還能提供很理想的觀點，告訴我們什麼地方可能有支撐，什麼地方可能有阻力。我說「可能」，是因為這個世界上找不到萬無一失的方法，能百分之百找出趨勢和支撐／阻力點，但是這



圖7-1 1987年7月棉花

你能想像嗎？有人根據按分鐘跳動的微細圖形分析，脫8月27日有頭肩頂形成。這位操作者甚至根據自己的分析放空。他所稱的頭部只持續了約一個小時。事實上，這是個絕佳的買進良機，特別是收盤見到新高價時。從那裡開始，市場「開始飆升」。





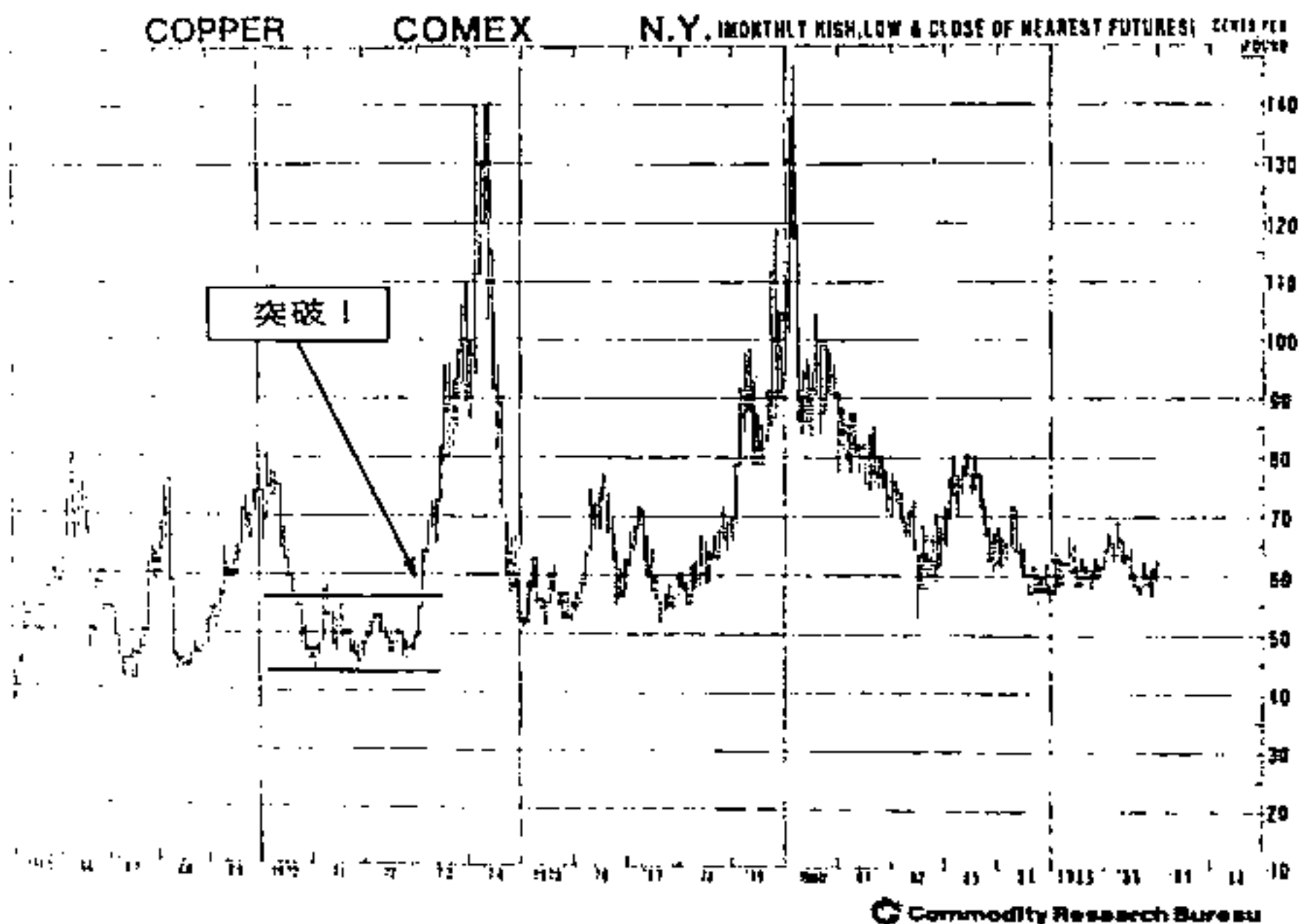
些長期圖形是你所能找到，做這件事情的最有效工具。講到這裡，我就想到那次操作銅的故事。那是1972年年中的事，我持續對各種市場做了深入而廣泛的觀察，發現銅是在45.00左右時，就能找到良好的支撐，反彈到55左右時，又會出現沈重的賣壓。而且，進一步研究銅價的長期價格循環週期時，可以發現從1964年以來，每隔幾年，就有一次很重要的多頭走勢出現，如下所述：

年 份	起 價	高 價	漲 幅
1964	30美分	62美分	32美分
1966	38美分	82美分	44美分
1968	42美分	76美分	34美分
1970	44美分	80美分	36美分

對於這種每兩年固定出現一次的型態，老實說，我並不很在意，因為那可能是巧合。可是長期走勢圖（見圖7-2）卻可看出一個重要的端倪，明白指出這個活力充沛的市場中有些什麼樣的狀況。這張圖顯示每一個底部——大漲勢的起價（30.00、38.00、42.00、44.00）——都是一底比一底高。由於主趨勢仍然橫向，於是我翻出了短期（電腦時代以前）的工具——日線圖形、趨勢線、移動平均線。依據這個分析，我開始在48.00到50.00的區間內慢慢加碼建立銅的多頭倉，最後持有約三百五十口。

圖7-2 (近期) 銅長期月線圖

1971年1972年間，銅價在45.00到55.00的大區間內浮沈。這個區間是很堅實的長期支撐區。我在48.00到50.00加間加碼建立了很大的倉位。1973年1月初收盤價高於59.00，走勢終於突破這個交易區間往上攀，一路可說毫無停頓，直到70.00。70.00附近短暫整理後，1974年第一季價格升抵1.30到1.40間。1985年前後，價格陷在55.00到70.00間，操作者不禁引頸期盼以前的那些高價到來。



一天早上，有位年輕人到我在布羅街（Broad Street）的辦公室來。他是遠東某一重要民間銀行家族的後裔。經過一陣不可少的寒暄之後，他道明了來意。

「我們知道你紐約商品交易所（Comex）大買黃銅，可不可以請教你個中原因何在？」

「喔，那還不夠清楚嗎？」我反問，「因為我認為價格會上漲。」

他繼續小心翼翼地探詢。最後他終於搞清楚我並沒有洞悉任何內線消息，而只是純粹依據技術分析和長期操作策略來操作時，他拿出自己銀行所編那本厚厚一本的銅價研究報告來。這本報告是一群知名經濟學家編纂的，要點是：銅供給過剩許多，需求疲軟，而且會繼續如此一段時間，價格至少會再不振一年。你可以想見，那時我心裡有多不痛快。我想，我的心情也會有一段很長的時間「不振」。

他們有可能是對的嗎？這位銀行家朋友丟下一本報告，叫人坐立不安。他走了之後，我也跟著出去，想要撫平緊張的神經，並防止自己打電話到營業廳，把多頭倉位平掉。這個人來訪，我打了心理戰，兩天後我的心情才平復。沒錯，倉庫裡積存的黃銅的確太多了一多的不像話！毫無疑問，龐大的供給量給市場帶來沈重的壓力。沒有人能夠想像銅市能夠避開再一年的不振，那些一肚子學問的經濟學家更是看得一清二楚。我自己也看得出來，不過還是決定不讓這件事煩我心。市場走勢斬釘截鐵告訴我，價格正要穩住在那時候的水準，而且不少有識之士和財力雄厚的人正在加碼建立倉位。最後，最沒有阻力的方向當然是往上走。這就是我的結論——我的策略是抱牢多頭倉，週收盤價高於56.00就多買些，初步的長期目標看75左右。

實際發生的事情實簡單的要命。在這之後不久有一天，中國大陸的一支貿易團抵倫敦，表面上是買五穀雜糧當做動物的飼料和農產品，臨行返國時，卻把所有的銅幾乎買光。一年後，那位銀行家朋友根據那份華麗且歸類為機密文件的報告而想要買銅時，市價已經超過1.00美元。

這次黃銅大捷，最後有一點一定要提一下，那就是我到底賺了多少錢。最後幾張退場單子遞出，墨汁還沒乾，整個倉位總共賺了大約一百卅萬美元。

我接到幾位操作者寄來的信和打來的電話，談到投機操作的各個層面。但是其中匹茲堡一位專業操作者1984年8月所寫的一封信，跟我們上面所說的那件事有特別的關聯：

我們都一直聽到別人講說操作目前的市場有多困難。外面那麼多電腦系統一再顯示趨勢「掉頭」，絕大部分的投機客都跳上了「新趨勢」，沒多久市場似乎又再轉向，而且是加速往另一個方面奔進。這種事情愈來愈成為家常便飯。

這種事情為什麼會發生？操作者又要怎麼做才能避免這種陷阱？很遺憾的，許多操作者在做技術分析的時候，眼光都過分短淺。比方說，大勢形成的下跌走勢中，幾乎每一個小小的技術性反彈，尤其是前後長達一個星期或以上的反彈，馬上就會人看成是新出現的上揚走勢。事實上，這只不過是整個下跌趨勢中一次小小的反彈而已。其實這是賣出而非買進的大好機會！

黃銅市場便是一個最好的例子。銅價最近出現技術性反彈，漲到76.00（十二月期貨），結果許多短期操作系統都「掉頭」說是上漲走勢出現。事實上，這次反彈的原因在於一些軟弱無力的投機性買盤進場。買盤縮手後，價格沒辦法

撐持在高處，又繼續走回原來的長期跌勢。五、六月間德國馬克（九月）反彈到38.00也是同樣的情形，許多抽佣商行受騙搶著做多。同樣的，它們的買盤沒辦法支撐該價位後，跌勢不但恢復，而且更為猛烈（見圖7-3和7-4）。

圖7-3 1984年12月黃銅市場

四月初漲升到76.00，只是長期下跌走勢中的一次期中反彈，主要是抽佣商行投機客在探底。他們進場買進，又鼓勵更多的投機性買盤介入。仍不死心的多頭投機客不想錯過下一波的黃銅多頭市場。空頭當然很樂於趁高拋出。投機性買盤後繼乏力，主跌趨勢又恢復，接下來六個月價格崩跌到55.00。

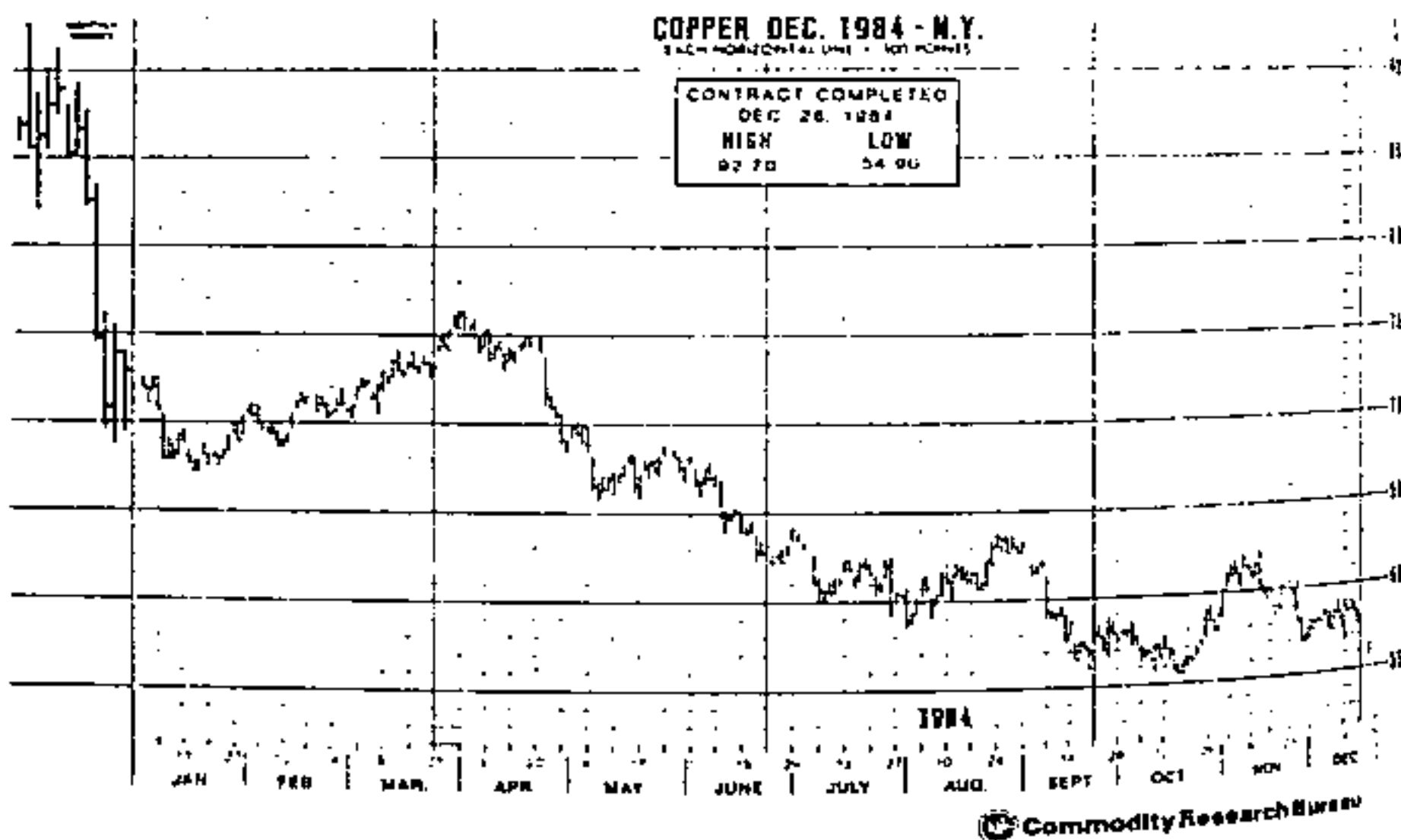
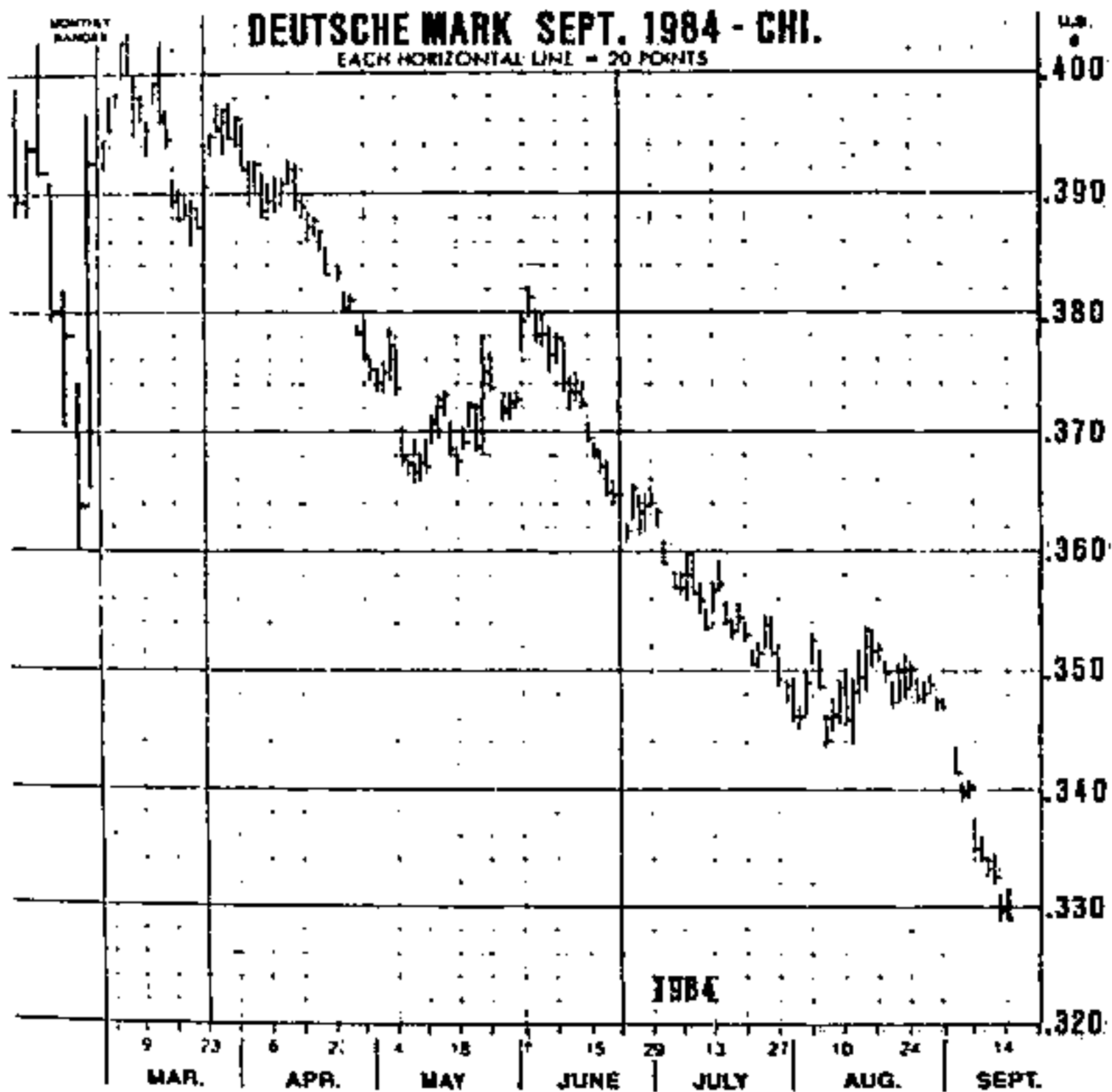


圖7-4 1984年9月西德馬克

許多投機客把五月到六月從36.00彈升到38.20解釋成趨勢由跌翻漲，而且在這個過程中還有抽佣商行的大量買盤介入。其實這只是長期（五年）空頭走勢中另一次期中反彈而已。知識經驗豐富的技術操作者，認為這是加碼放空的大好良機，尤其是彈向38.00，接近上一段下跌段的50%時，更是放空的好機會。他們嚴守分寸，得到了報償；投機性買盤枯竭之後，市場崩跌，9月時跌到33.00。





這兩個市場，跟近幾個月來其他許多市場一樣，短期綻露的強勢，其實不過是持續不輟空頭主趨勢中的技術性（整理）彈升走勢而已。毫無疑問的，把眼光放長，包括使用週線和月線圖，減少依賴非常短期的技術性研究，可以幫助投機客避開高賣低的情況。這種「自取其敗」的操作手法，不但令人沮喪，而且老是賠錢。

這封信十分貼切地說明了既想追隨趨勢做長線，又急著利用短期甚至分時的技術圖形，去抓進出時機和找趨勢的窘境。其實你只要行事前後一貫、相互呼應就可以了。想隨勢做長線投資的人來說，使用的應該是長期的工具——週線和月線圖、季節性研究、可能還要有一個側重於長期的良好技術系統。

倉位操作要成功，還有一件相關的事情必須考慮，不過這件事不常被人提到，那就是耐性！在必備的各種人格特質中，耐性跟紀律可說是難兄難弟；在任何「嚴肅」的操作場合中，紀律是不可或缺的。所謂紀律，就是我們前面一再提及的：操作者要嚴守紀律。談到這些人格特質，我腦子裡面就閃過一件往事。那是很多年以前的事了，一位年齡剛過卅的年輕人借了一萬美元，買了三個交易所會員席位（這裡沒寫錯，六十年代裡，一萬美元是可以買到三個會員席位，後來才有修正），自己開了一家清算公司。他急著建立名聲，讓大家都知道他是很優秀的分析師和經紀商，於是使出忍耐的功夫，一直等到「幾乎百分之百」的成功機會才把客戶和朋友的錢投入。

在這之前幾個月，他都只是單純地執行客戶的委託，沒事時寫些技術市場評論，現在這位年輕人終於找到了機會——他一直苦苦等候，千載難逢的穩贏良機。

那就是糖市！他把自己的假設檢查了一遍又一遍，盡己所

有去研究市場、研究所有的圖形，不管是過去的還是現在的圖形，總是看了又看。同時也討教了不少操作糖的技巧。接著，在他終於滿意，認為這就是他所等的機會時，便開始著手工作，包括撰寫報告和市場快訊，經由廣告、市場研討會、個人的接觸廣為宣傳。他不眠不休的做，一天工作十二到十四小時——成果終於展現在眼前。他為自己 and 客戶累聚了龐大的糖倉位，平均價格是2.00左右。看仔細——是2.00。

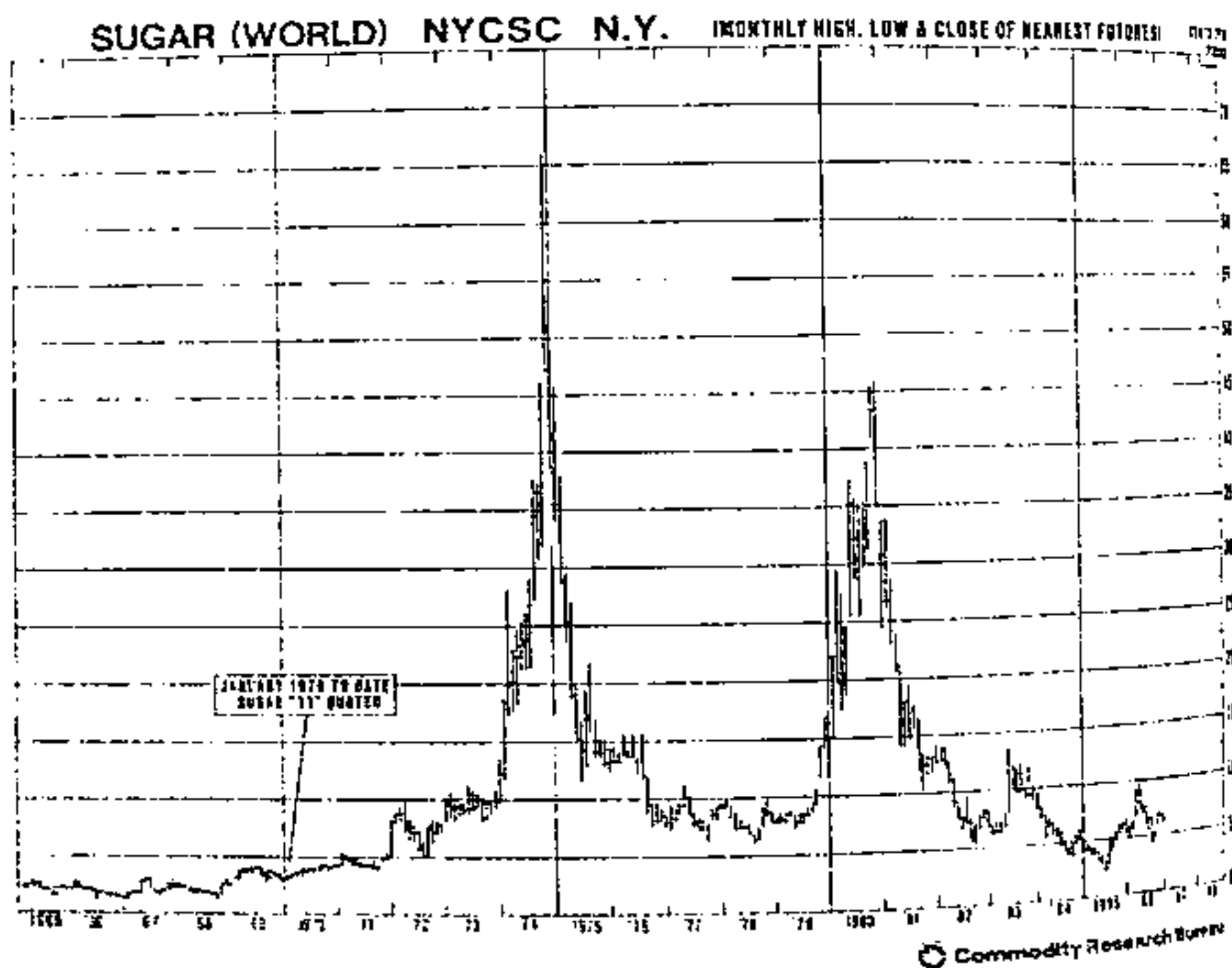
這位年輕人算得很精：單是麻布袋成本加上裝糖的人工就超過袋裡面所裝糖的價值，以那麼低的價格買進，他怎麼會賠？

但是他沒有把墨非定律（Murphy's Law）算進去。市場並沒像他所想的那樣往上爬，反而是繼續向下……一直跌到 1.33！他（我）眼睜睜地看著這種事情發生——而那週追繳保證金的通知更證實了市場崩跌的事實——但我仍覺得這件事不可思議。

在這段小小的潰敗過程，我輸掉了約三分之一的倉位。但我仍相信市場正處於歷史性低點，而且見到專業空頭殺出的情況下，未平倉合約正大減少，再加上檢查了長期和季節性的圖形，尋出長期走勢的可能端倪後，我對自己更有信心，相信多頭走勢終會來到。市場繼續走平之際，我們還是緊抱倉位不放。只要不殺出，我們就沒賠錢，損失的只是每一個期貨到期的換期（rollover）成本。最後，救兵來到，大多頭市場於1969年降臨，並於1974年達到60出頭的高潮，豐厚的利潤接踵而至（見圖7-5）。這是多麼過癮的一趟旅程！這也是絕佳的教訓，告訴我們：投機性操作時務必保持耐性、嚴守紀律，以及把眼光放遠。

圖 7-5 長期糖期貨月線圖（最近月份期貨）

說到耐性！我在1967到1968年大約2.00的價格水準累積了大量的多頭倉位，之後糖價立即掉落到1.33。這次大跌使我損失了三分之一的倉位，我一直持有糖多頭倉位為時兩年，之後市場突破長期盤整區，開始上揚。一旦走勢形成，多頭市場持了五年，糖價在1974年底漲到60.00以上的最高價位。



## 第八章 趨勢是你的朋友

1980年7月底，我剛結束長達五年，半輩子以來一次的暫時退休日子，回到紐約。經過十六年在期貨市場的衝鋒陷陣，我需要換換口味，鬆弛一下身心，給自己充電。回來沒多久，我就開始接到某大抽佣商行客戶聯絡員寄來的圖形和市場快報。我跟這個人從來沒碰過面，也沒通過信，我有個感覺，我只是他那個不抱太大希望的顧客郵寄名單中的一個。雖然這樣，他還是把這件工作做得很起勁，因為我的信箱裡塞滿了他公司寄來的資料和建議。雖然我從沒給過他很大的鼓勵，他依然數年如一日，資料源源不絕而來，有時還會有「特別情況」報告。

幾年倏忽而過，他換了公司，但我每年還是會從他那裡得到一、兩份報告。這種鍥而不捨的精神叫人難以置信！1986年春，我到華爾街，在忙碌的行事曆中發現空檔，而我竟然到了那位仁兄辦公大樓的大廳中，於是我搭了電梯上樓，找到當事人，自我介紹。這件事看起來有點荒誕不經，因為我是經過六年藕斷絲連的通信後才跟他見面。客套一番後，他問我要不要當他的客戶。我告訴他，必須先看過他客戶的交易紀錄之後（他可以把客戶的姓名蓋起來），才能做決定。他嚇了一跳，但還是慨然答應，看他的表情，好像就是表示即使把東西拿給我看，匆匆一瞥我也看不出個什麼所以然來。可是他錯了。

其實，我能夠從他的成績單裡看出一些東西來——他的表現

實在令人不忍目睹。我從他的報表裡，看到了前面一再說過「投機客的悲嘆」的活生生、血淋淋具體而微的例子。看起來這位熱心的老兄幾乎沒做對什麼事情，一般人不需要什麼聰明才智就可以看出事實確實如此。從帳面上看，他賺的時候是小賺，賠的時候是大賠，每天忙著搶進搶出，持有的倉位為期十分短暫，而這個人還好意思說他是長線操作者。實際上，他跟我這麼多年來見過的其他許多操作者沒有兩樣。他知道操作成功的規則和秘訣，但是在他建立倉位到把贏來的錢存進銀行之間，好像總有某些事情會發生。他一再掛在嘴上的口頭禪，叫我生厭（我必須說，以前從沒聽過這種話），那就是：「柯洛爾先生，你必須記住：趨勢是你的朋友。」我覺得很奇怪，既然他希望趨勢成為我的好朋友，為什麼不能是他的好朋友？我利用很短暫的時間看了他的紀錄，最後得到的結論是：這個人跟趨勢間如果有什麼「友誼」的話，那可以說純屬巧合——或者可以說是根本不存在。

臨走前，我請他告訴我當天糖的高低差價。我經過技術研究之後，發現趨勢剛由跌翻漲，兩年來由12.00跌到3.00，漫長穩固的空頭走勢有可能反轉。他必須把糖的代碼打進桌上報價顯示器裡，於是轉頭問我：「糖的代號是什麼？」我答說：「我怎麼知道你的機器用什麼代號？每套報價系統都有它自己的代號。」「那好，給我幾秒鐘時間來找，我找個人來問問。喔，對不起，好像沒有人知道代號是什麼，大家不做糖已有很長一段時間。」

就在這個時刻，我的感覺來了——不必等到我起身離開，走到電梯間，那種感覺就產生了。當然，那只是第六感，可是我就是摸索到一個絕對不會錯的訊息——沒錯，我們看到了糖的底



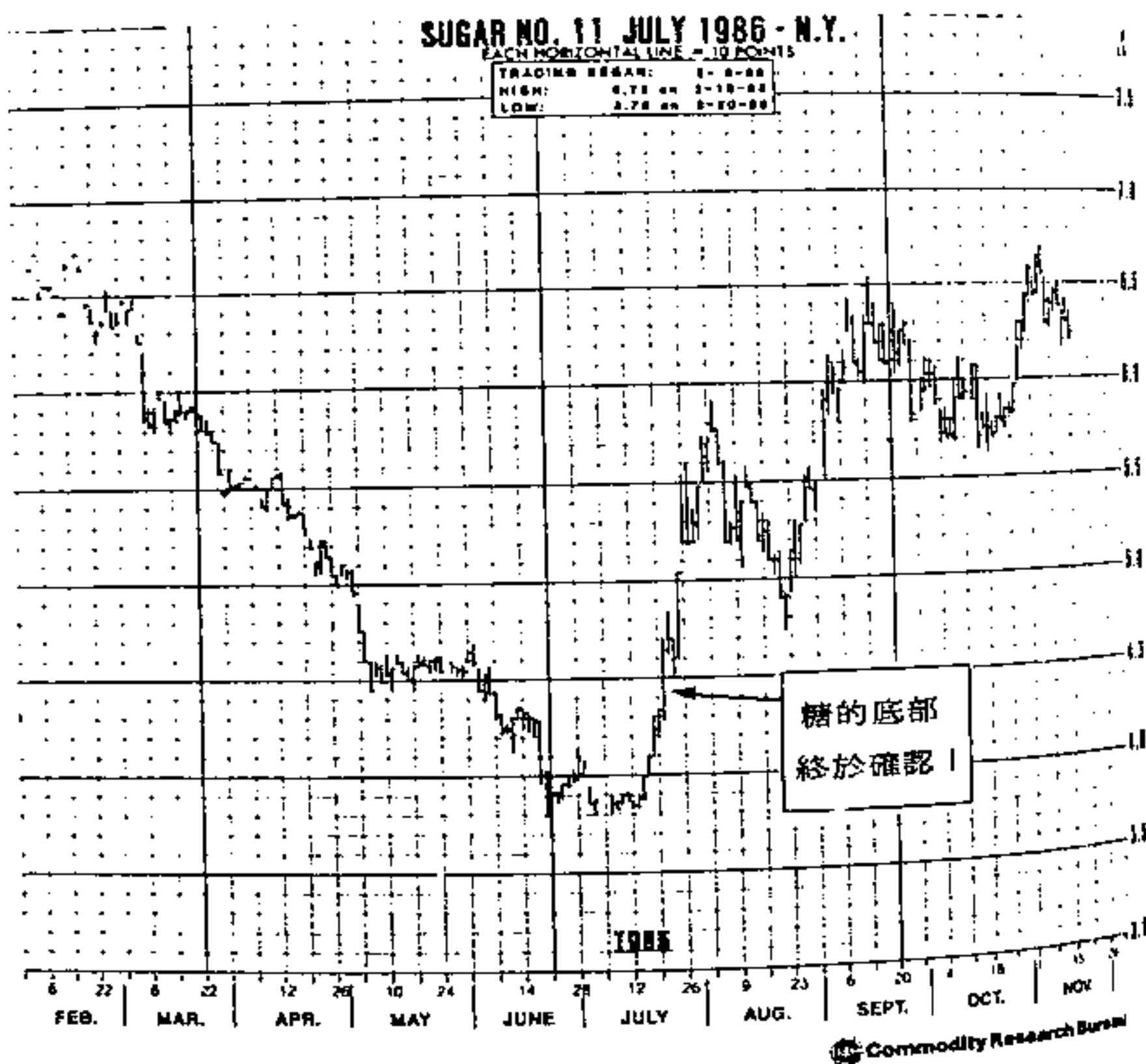
部。我的感覺就好像眼前站著一個留著絡腮鬍、穿長袍的先知，告訴我一句簡單和不可思議的話：「買糖，我的兒子……買糖。」我的圖形和電腦研究從七月十七日以來一直說的事情，到此可能得到了最後的確認。我不需要那位運氣欠佳的客戶聯絡員和穿長袍的先知告訴我糖市正醞釀一波重要的多頭走勢，不過，有這種人倒是沒有什麼害處。其實，那位老兄所表現出來的行爲，正好是廣大投機大眾的集體人氣；兩年來，這些人一直想找底部何在，卻被打得狗血淋頭（而且一窮二白）。毫無疑問的，現在大部分人不是停止尋找，就是「一朝被蛇咬，十年怕草繩」，相信糖除了下跌之外，其他的事情都不會出現，以致錯過了真正的底部（見圖8-1）。

成功的操作者跟絕大多數可憐的操作者不同，想做的事情是跳上現有的趨勢——在客觀的技術指標證實新的趨勢確實出現之後才躍身而入——而且就一直待在船上。待多久。要多久才算久？這些問題問得很好，而事實上，答案不能用幾個星期、幾個月幾年來回答。唯一切合實際的答案是：只要趨勢繼續對自己有利，或者要他上船的相同技術指標發出平倉的訊號之前，操作者都必須抱緊倉位，不管是幾個星期、幾個月？幾年？

一點也沒錯！我看過以倉位爲導向的成功操作者，很有耐心地抱緊倉位，長達兩年之久，在整個期間內，不斷把快到期的合約轉成更遠期月份的合約。舉例來說，1984年7月11日首次出現訊號時，許多精明的長線操作者大舉做空黃豆，而且一直放空到1985年12月6日——前後時間超過十七個月，每口合約的利潤高達一萬零五百五十美元。抓住放空點很難嗎？十七個月後抓住反轉點很難嗎？沒那麼難，因為有些電腦趨勢追蹤系統正好都在上面所說的兩個日子裡發出了賣出和反轉的訊號。

圖8-1 1986年7月糖

大部分投機客都希望趨勢成爲他們的朋友，趨勢跟他們頂多不過是泛泛之交而已。七月中旬糖終於觸底時，沒有多個投機客抓住了反轉點。兩年來，在走勢堅穩的空頭走勢裡，他們試圖去找尋底部，結果搞得灰頭土臉，因此大家的看法普遍是：這是個沒完沒了的空頭走勢。少數頭腦清晰的技術操作者，抓住反轉點，嚐盡了甜頭。



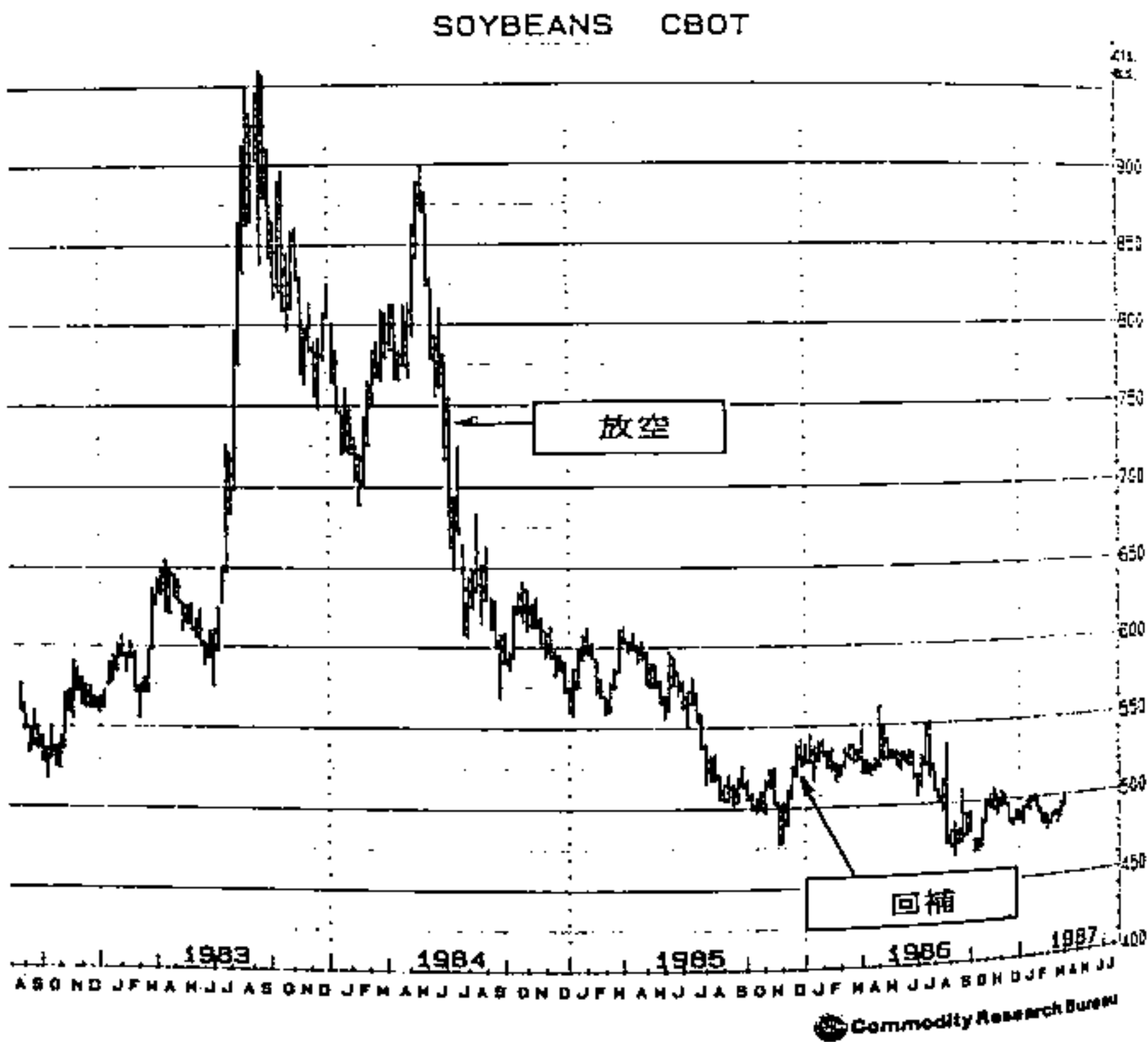
閣下可能會說，事情沒有那麼簡單——這裡面一定有圈套。你說的沒錯，是有圈套，可是這些圈套正是操作者必須具備和利用強烈的耐性和紀律去渡過的地方，只要市場走勢仍對自己有利，或在技術系統沒有顯現反轉的訊號之前，操作者必須很有耐性和嚴守紀律，抱緊倉位。事實上，大多數的抽佣商行操作者都在7月11日逮著了放空黃豆的機會，不過沒多久馬上回補，只賺得蠅頭小利（見圖8-2）。

阻礙長線操作成功的最主要原因是覺得單調乏味和失去紀律。操作者學會怎麼很有耐性地坐擁贏錢、隨勢的倉位之後，才有賺大錢的機會。很遺憾的，一般投機客只在持有逆勢而為的「賠錢」倉位時，才最有可能展現耐性和「坐而不動的功夫」，當然他們也要為此付出很高的代價。其實，他們應該壯士斷腕，當機而行，馬上平掉賠錢的倉位，抑制損失金額。

我第一次學到這個教訓（我們總是一直在學這個教訓；我們在市場裡面「玩」得愈久，學到的次數愈多），是1960年年輕時在美林公司（Merrill Lynch）當學員，到芝加哥受訓時知道的。那時候我們整天都要待在商品交易所（Board of Trade）的營業廳內，有時我會「不經意」離開其他學員，跟在梅爾（Julius Mayer）的屁股後面跑。後來我才知道，梅爾是當時公認芝加哥穀物交易的「長老」，在芝城和歐洲有五十多年的經驗。這一次和以後幾次到芝城，我從梅爾身上學到很多東西。但是我記憶最深的一件事，是他告訴我，不管實際或我們所認為的基本面如何，商品價格通常會往阻力最小的一個方向移動。不管是理論上或實際應用上，凡是真正想經由操作期貨賺大錢的人，都必須徹底瞭解這個簡單的觀念。這個觀念真的十分簡單，尤其是跟複雜的即時電腦系統普及而出現許多的技術分析

圖8-2 黃豆（近期貨）長期週線

這是個隨勢操作的絕佳例子。有些電腦操作程式發出在7月11日放空的訊號，而且一直放空到1985年12月17日，這一天，才有買進的新訊號出現。這個空頭倉抱牢十七個月的利潤是每口合約超過一萬美元。原先放空的人當中，只有很少數放空到最後一天，大部分人馬上獲利了結，錯過了真正大空頭市場的一大段行情。你不必天縱英明才能從頭賺到尾——只有耐性和嚴守紀律就可以了。



相比時，更顯得簡單。

梅爾先生根據半個多世紀的親身體驗和市場觀察，發現到我們前面所說的那個現象，也就是商品價格總是往阻力最小的一個方向前進。事實上，這也許不算是什麼特別深刻的觀察。學過電子的都知道，電流是往阻力最小的方向行進，學工程的人都知道，水是往阻力最小的方向流（你看過不假外力，水能夠自己往上流嗎？）。如果你曾經在上下班尖峰時間到紐約地下鐵月台上趕搭火車，應該也會發現人體也是往阻力最小的方向移動。梅爾先生在這句簡短的話中，所指的意思是說：商品價格往往會朝支配性力量所引導的方向前進，比方說，如果買盤多於賣盤，價格就會上漲；賣盤多於買盤，價格就會下跌。任何時段內，這句話都正確，不管那是非常短的時間，還是中期到長期。此外，一旦某個主趨勢形成，它往往會加快動力，根據自己的力量上衝或減緩。在大多頭趨勢中，不管操作者是從技術分析看出市場真正的力道，還是從空頭倉的追繳保證金通知書中得知，總之他們都要趕快回補空倉，重新建立多頭倉。這些行動都會壓過市場中的賣單。價格會循著阻力最小的途徑前行。同樣的，在大空頭市場中，價格節節下滑，跌勢會愈來愈猛，因為多方陣營即使心不甘情不願，忍耐不住還是得高舉白旗投降，砍掉賠錢的倉位，甚至還得放空。面對大空頭市場，大部分多頭抱持岌岌可危多頭倉的時間拖得愈久，市場最後終於不支下跌時，跌勢會顯得愈猛，跌幅會愈深。這個最後的結果是不可避免的，專業和放空操作者知道和期待著這一點，每當市場顯現疲態時，或者他們察覺賣出停損的價位更低時，他們就會無情地發動攻擊。

接下來我們顯然要問另一個問題，也就是投機客要怎麼去



衡量任一時點買盤和賣盤底下的動力，找出一個線索，管窺阻力最小的方向在何方？這可能是價值六千四百萬美元的趨勢分析問題——技術分析者的聖杯。到目前為止，這方面最好的著作也許當屬魏爾德（J. Welles Wilder）所寫的「技術操作系統新觀念」（New Concepts in Technical Trading Systems）。不管是在理論上，還是在實務上，他十分清楚地闡述了「方向性移動」（directional movement）和「相對強勢」（relative strength）的觀念，而且有一堆圖表和實際的例子配合解釋。技術取向的操作者，如果想從理論上或實務上研究這個難以捉摸但十分重要的市場動態概念，「技術操作系統新觀念」是最好的入門書。

幾乎每一個投機客都曾經或早或晚想過一個問題，那就是成功的操作大戶何以能夠建立龐大的倉位（數百口合約或更多），最後大贏一筆。在此同時，絕大多數的投機客都只持有很小的倉位，而且老是買錯或賣錯，爲了錯誤的經驗付出高昂的代價。兩者最顯著的差別（這一點值得我們好好想一想），在於有經驗、成功的操作者總是能夠「讀」出市場何時處在有趨勢的情況中（適於建立順勢而爲的倉位），何時是橫向整理（最好縮手觀望，或者逆勢操作短線進出）。

我曾經有過正好可以說明這種情形的操作經驗：在不同的場合中持有約三百五十口銅期貨，以及二百萬英斗小麥。這兩個倉位都很大，我也賠了錢，但是所賠的金額仍不及其他倉位小得多（那是在逆勢操作的時候，倉位不宜過大）的場合。我們應該看得出，當你所建立的倉位正好處在趨勢所走的方向中，而且坐擁利潤，那麼不管倉位多大，都不嫌大；相反如果你所抱的是賠錢、風雨飄搖中的逆勢倉位，那麼不管倉位多小，都

嫌太多。當然了，持有龐大順勢倉位的操作，還是得跟不時發生的技術性反轉搏鬥。不過這是預料中事，不足為奇，他應該有足夠的財力和定力，渡過這些危疑動盪的時刻。

如果趨勢真的是你的朋友，那你為什麼要逆勢操作呢？我們不妨想想：逆勢操作不就等於迎頭面對一列加速駛來的列車嗎！所以下一次你在考慮建立某個倉位時，或本來就有某個倉位，不知道該平掉，還是加碼操作時，不妨換個實際生活中的角度來想：順勢＝你的朋友；逆勢＝迎頭面對一列加速駛進的列車！你會怎麼選擇？

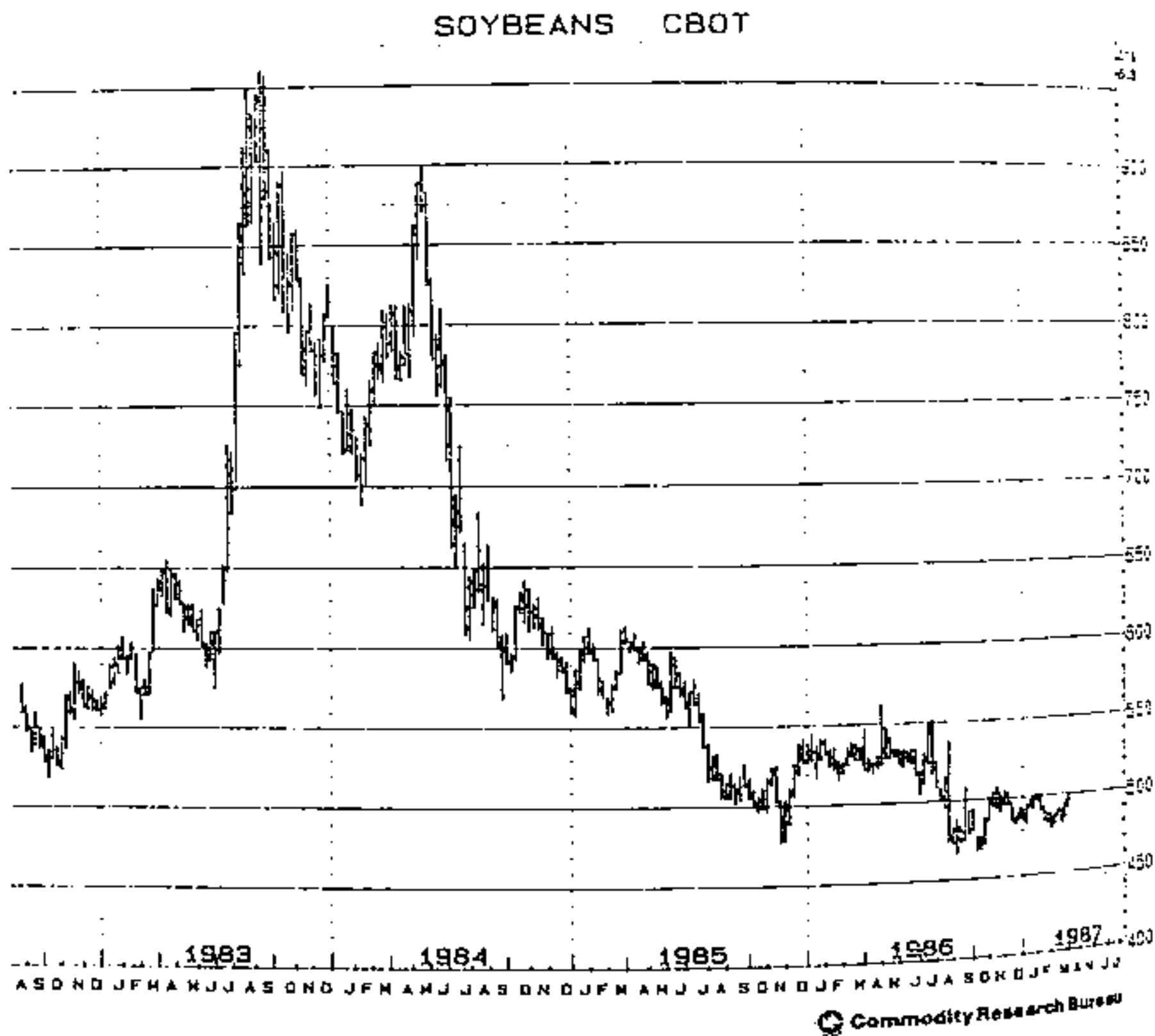
## 第九章 爲什麼投機客（幾乎）老是做多？

從電話聽筒中聽到的事情，幾乎令人不敢相信。聽筒彼端是南達科他州一位老兄，我們所談的是長期操作系統的事情。那位老兄抱怨，整個1985年，他老是在芝加哥穀物市場一而再，再而三慘遭「上沖下洗」。「我當然希望1986年穀物市場有一些好的趨勢出現，」他滔滔不絕地說，「因爲我已經受夠了這個要命、沒趨勢的市場。」要命，沒有趨勢，我口中喃喃唸著，他怎麼好意思說這種話？

1985年幾乎一整年，穀物市場一路跌個不停——玉米從四月的2.85跌到九月的2.20。小麥從三月的3.60跌到7月的2.75——那相當於每口4,250美元。最後是黃豆，叫芝加哥注意黃豆動向的人跌破眼鏡，因爲它幾乎是從1984年6月就開始節節下滑，沒有停過（見圖9-1）。事實上，有些精明的系統操作者，在1984年6月11日下午就注意到十分清楚的賣出訊號，因爲放空黃豆，可坐擁約12,000美元的未平倉利潤（每口）。到了1985年12月16日終於平倉出場時，利潤是10,500美元。

圖9-1 (最近期) 黃豆長期週線圖

1984年年中黃豆在9.00處反彈失敗後，就一直處於大空頭市場。你能想像竟然有位操作員說1985年的市場根本沒有趨勢？它就跟你看過的所有典型的下跌走勢完全一樣。精明的倉位操作者，在明顯的空頭市場中，一定會放空，而賺到很多的利潤。



南達科他那位老兄真正的意思——也許他根本不知道——是希望穀物市場上揚，同時引導他的信心上升，好讓他做多，賺些錢。

你是不是注意過，一般操作者說某市場「不錯」時，其實他的意思是說市場上漲，而他也正好做多？當他說市場「很糟」時，其實他的意思是說市場下跌，而他正好不幸做多。似乎不管市場走勢如何，反正他就是做多，可是在明眼人都知道的空頭市場裡，他卻套牢在賠錢的倉位裡，欲哭無淚。

我想，人的天性總是希望見到價格或價值節節攀高，而不是一路下滑。第二次世界大戰結束以後，全球經濟中通貨膨脹一直頑固且穩步上揚，即使在1980年代末明顯減慢步調，物價還是在上漲。我們一直被政治家和媒體所騙，以為不論對整個經濟還是對個人來說，通貨膨脹都是件很健康而且很好的事情。畢竟，誰願意今年賺的錢比去年少？誰願意自己的房子、財產、事業今年的價值不如去年？如果有人想從價格或經濟價值下跌的情勢中大撈一筆，可能會被人罵為大逆不道，甚至說他根本不是美國人。

可是姑且不論政治或經濟，千古不易的一個真理是：市場確實有一半左右的時間是在下跌，而且「滑得比飛得還快」，有經驗和成功的操作者知道，下跌走勢的市場要比上漲的市場，賺錢更穩而且快。

一般投機客要抓住顯著的下跌走勢，而且要能在某種程度內經常抓住，一個重大的障礙，就是他對任何市場天生就有一種看多的心理——他的營業員可能也是這樣。即使趨勢是很明顯地下跌，那些投機客還是固執地寄望價格終會反彈，或者講明些，他們以為自己能夠抓住反轉點，大賺一筆。這種投機方



式，以前是很昂貴的做法，將來依然一樣昂貴。

想要有所成就的投機客，不應該有這種主觀和一廂情願的想法，而應該運用客觀和可行的方式去操作。這種方式可能是他自己創造的某些東西、他訂的服務或市場通訊，或者是目前市面上出售的電腦化操作系統。可是，有了可行的方法或系統之後，並不能保證財源就會自動滾滾而進——使用的時候，應該照它原來的目的去用，前後一致，而且要嚴守紀律。這表示，你的方法或系統發出的所有訊號，你都要遵行，而不是只看到「買進」的訊號，或能證實自己個人的偏見沒錯的訊號，才照著去做。

我曾寫過一篇文章，討論操作者一面倒，偏愛多頭市場的現象。許多人寫信告訴我，這種特殊的市場偏好主要是投機大眾所採的方法，有經驗的操作者也會下賭在空頭倉，對空頭市場則會用比較務實的態度面對。

我們很難證實兩種看法何者正確。你要用什麼方法去叫一大堆專業操作者或分析師透露他們真正的市場倉位？不過，「華爾街日報」（The Wall Street Journal）半年一次調查廿位知名商品專家的意見時，每年可以窺出真實的情形兩次。這項調查裡面包含未來六個月內的買進和賣出建議。以下的評估是1984年1月，根據專家的意見發表的；第一個選擇給三分，第二個選擇給二分，第三個選擇給一分。

買進外幣	20分
買進公債	15分
買進股價指數	15分

賣出取暖油	12分
買進黃豆	10分
買進白銀	7分
買進活豬	5分
賣出黃豆	5分

這個結果一目瞭然：八位專家裡面有六位建議買進，而無視於期貨市場已普遍形成一個大頭部，即將在未來兩年多的時間裡一路下跌。事實上，八個建議中只有兩個後來能夠賺到錢，它們是——你先猜猜？——評分最低的兩個：買進活豬和賣出黃豆。如果你把1984年上半年八個「最好的投資」依序列出它們的實際表現，結論會叫你咋舌不已。以下計算出來的數字，是在每一個市場以一口合約為準得到的。

			賺	賠
買進	九月	德國馬克		\$ 1,000
買進	九月	瑞士法郎		4,000
買進	九月	日圓		1,562
買進	九月	公債		2,587
買進	九月	史坦普股價指數		8,875
賣出	八月	取暖油		1,029
買進	八月	黃豆		2,650
買進	九月	白銀		3,250
買進	八月	活豬	\$ 981	
賣出	八月	黃豆	2,650	
			— — — —	— — — —
			\$ 3,631	\$ 25,053

這裡我並不是要說有些人會把所有的錢輸光。下跌走勢到某個地方，操作者有可能已經把某些賠錢的倉位給平掉，甚至轉而做空。不過，從上面那份總結表裡，我們可以看到不管是哪一個市場，不管操作者過去的經驗或心思縝密的程度如何，買進的建議真的是多於賣出的建議。股票經紀公司發表的選股建議，也可以看到相同的現象：這裡，買進建議跟賣出建議的比例是九比一！

從摘要表的結果也可以看出，要預測期貨價格十分困難（不可能？）。不過，就是專家，所做的預測也有正確的時候，只是如果你有心把他們所做的預測一一紀錄下來，你會發現，他們的「安打率」可能不到50%。這裡出現另一件不言可喻的事情，也就是——合理的停損是不可少的保障，以免可以接受的小損失演變成一發不可收拾的財務大災難。

記憶所及，最長的空頭「秀」當屬1978年到1985年的外幣跌勢（美元的多頭市場）：瑞士法郎從69.00跌到35.00，德國馬克從58.00跌到29.00，英鎊從2.40跌到1.05左右。雖然有為期這麼長的空頭市場，我們卻見到不斷有人抓底部，專業和抽佣商行的投機客一直在追逐一個「大獎」——強勢美元走勢反轉。這七年時間內，全世界密切注意和等候外幣見底的操作者人數，可能比其他任何期貨都要多。操作者必須面對的關鍵問題，以及將來在類似的情況中必須繼續面對的關鍵問題是下面這些：

1. 這七年的空頭市場期間內不同的時間中，外幣市場是不是由下而上形成顯著的反彈？
2. 操作者要怎麼參與這種反轉，同時保持合理的停損保護，以免（事實上就曾經發生過）反彈訊號是錯誤的，市場最後還是繼續下跌？

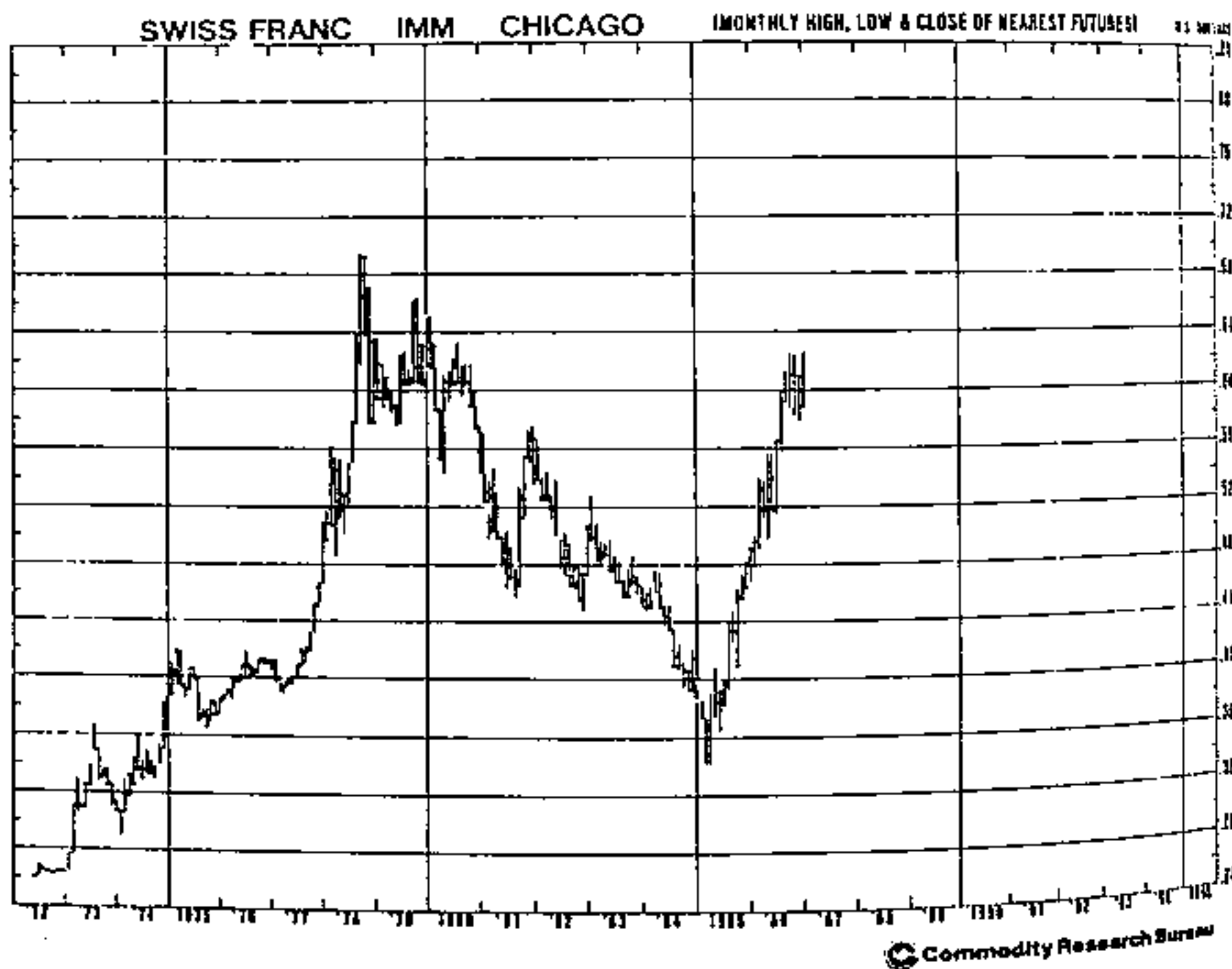
3.假使操作者已經轉而做多，而且因停損而平倉，那麼他要怎樣回到空方陣營，繼續在空頭市場中「玩」下去？

我經常指出，長期的大趨勢，尤其是下跌趨勢，不會很快反彈。它們常都維持一段令人難以忍受的時間，伴隨難以計數的假訊號，造成許多操作者慘遭沖洗出場。可是，我們還是能夠找到合乎邏輯的方式，使得運氣稍微對你有利。你一定要避免去抓頭部和底部，因為那頂多是種主觀和沒有根據的進出方式。此外，這種做法很少能夠成功。還有，你必須發揮耐性和嚴守紀律，等候你的技術指標或系統告訴你反彈已發生，在這個時候才跳上新出現的趨勢。如果你的指標帶著你走向另一個方向，也應該用合理的停損保護你所做的新倉位。萬一反彈是虛假和無法維持久遠的，反彈停損也能把你帶回持續進行中的趨勢。

以上面所說外幣長達七年的空頭市場來說，只要市場繼續在一個寬廣、連續的區間內下滑，也就是，這個區間內一個高點比一個高點低、一底比一底低，那我們就要十分小心慎重，避免去試探底部。我們找不到合乎邏輯的方式，提出強而有力的論點，去預測市場的反彈點，從而大下賭注在那一點上。一些過分急切的操作者，一直想這麼做，多年下來都徒勞無功。相反的，我們是按下面所述的方式去面對市場：在市場可能築底（或者由空翻多）的每一點，我們會找出相對的個別反壓點。每一個外幣市場收盤價都必須站上這些點，才能在我們的分析中合乎趨勢已反彈的論調。我們有許多千鈞一髮或「差一點」的時刻，但是你從所附的瑞士法郎長期走勢圖（圖9-2），可以看出趨勢明顯向下。1985年上半年市場在34.00左右觸底以前，沒有一次反彈的高點能夠超越上一次反彈的高點。我們所用的

圖9-2 瑞士法郎（最近期）長期月線圖

這是個典型、變動不居的長期市場走勢。1978年底瑞士法郎在69.00左右做頭反轉，1985年上半年以前，一直處在大空頭趨勢裡面。大部分投機大眾不管市場趨勢，執意做多，這七年的空頭市場幾乎是一場浩劫。1985年年中，趨勢反轉向上，大多數的投機客錯過了列車。不管是在感情上，還是在財力上，他們都已經筋疲力竭；過去幾年，他們死抱賠錢的多頭倉，已經無力跟市場戰鬥。可是在這段期間內，許多公共商品基金因放空外幣，得到了可觀的利潤。





長期操作系統之一，在1985年3月12日發出了初步的買進訊號，同年6月13發出了後續的買進訊號。我們的技術指標證實了分析無誤：第一次從34.00反彈到41.00之後，接下來出現50%的回檔（retracement）跌到37.00。這表示可以買進瑞士法郎，但只在38.05的價格水準（basis long-term weekly）。我們等著在回檔失敗和反彈恢復時進場買進。

預估趨勢會反轉、建立了新倉位之後，有必要用合理的停損來保護新的倉位。那什麼才叫做合理？這要看操作者個人可以忍受多大程度的「痛苦」而定。在我的書中，可以設定為保證金的50%到100%，換算成金額，也就是600美元到1,500美元。很明顯的，你願意冒多大的風險，跟你預做獲勝的機率多大有關係。所以說，如果你是個非常長線的操作者，一向能從賺錢的長線操作中賺到數千美元，那顯然你可以比那些時進時出的人冒更大的風險。

我們都看過許許多多逆勢操作的例子。同樣的，無數人硬要在趨勢明顯的市場中抓頭部和底部，輸掉的錢跟他可以合理預期賺到的錢根本不成比例——每口賠上15,000美元或更多。而且，你可以想像，一旦虧掉那麼多，當市場發出下一個走勢的訊號時，大賠特賠的人即使這個時候應該進場，也不會有太大的興趣。但是如果不是每口輸掉幾千美元，而是不到一千美元，情形會怎麼樣？他可以耐心地等候系統或其他技術方法發出的訊號。他可以在新的倉位再拿一千美元去冒險。假使他的系統或技術方法是可行的，那麼遲早他會在自己的倉位上賺大錢，而不必計較以前賠過的小錢。

有一首老兒歌說：「留下性命的人，有機會再上戰場。」我願為投機客改成：「操作不當而跑得開的人，只要留一口氣，

改天還能再進場（並賺錢）。」

你是不是曾經算過自己的投資組合中，長短期投資的比例，以及市場實際走勢的長短期波動比例，兩者有無差異？我曾這麼做過，結果頗耐人尋味。1985年5月，我打電話給幾位同事，請他們告訴我：他們以及他們的客戶在市場上所做倉位的情形。我也打電話給許多海外操作者和共同基金經理人。

很叫人驚訝，每個人都願意坦白告訴我所建立倉位的詳情。可是有件事情一點不叫人驚訝，那就是幾乎所有的非專業操作者，以及太多的專業操作者，在特殊的空頭環境中，大勢明顯強烈下跌時，都一面倒做多。那時候，我做過的趨勢分析顯示以下事實：

- 1.上升走勢：咖啡豆、取暖油、黃豆油。
- 2.下跌走勢：黃銅、德國馬克、黃金、原木、黃豆粉、英鎊、糖、瑞士法郎、公債、日圓。
- 3.橫向整理：玉米、燕麥、白金、史坦普股價指數、白銀、黃豆、國庫券、小麥（新貨）

做個簡要表，就可以發現廿一個市場中，只有14%呈上漲趨勢，48%趨勢下跌，38%橫向整理——在這種情況下，操作者一味做多實在不是時候。事實上，在這種情況下，思慮週密的策略應該是，投資組合中做多的部分不宜超過15%到25%。

但是，這個合乎邏輯的市場策略，一定要伴隨耐性，讓你的順勢操作倉位能夠充分成長，完全配合整個走勢的動向。知名操作者之所以能夠大賺其錢，原因便在他們能夠很有耐性地緊抱順勢而為的倉位。可是耐性顯然是一把兩邊都有利刃的劍。很有耐性地抱著逆勢操作的賠錢倉位，等於是打了一張非大賠

不可的鐵票。這個真理，幾乎每個操作者都可以挺身做證。

說到市場趨勢，我想到了1984年在日內瓦發生的一件事。那時我跟一個在銀行界做事的朋友討論策略問題，我問他對於某個很有名的「金蟲」有什麼看法。這位金蟲幾年來一直擇善固執地預測美國的超級通貨膨脹迫在眉睫，黃金價格會大漲到每英兩1,000美元。

這位金蟲的身分很是顯赫，不過他的市場靈敏度卻不如其人，因為實際市場的事件和趨勢，完全跟他大言不慚的說法背道而馳。我的銀行家朋友很快地想了這個問題，說：「我的外套口袋裡有個錶，多年來一點不靈光，可是每天還是會有兩個時候時間是對的。」這個教訓十分清楚：絕不要讓自己套牢在一個跟「實際」市場的「實際」趨勢不合的意見或倉位上。你必須相信和適應實際市場中主趨勢真正在發生的事情。忽視這些主趨勢，無異於拿自己的財物開玩笑。

## 第三篇 操作時機

## 第十章 三個最重要的投機特質： 紀律、紀律、紀律

一九八三年三月廿三星期三，我前一個晚上睡得不安穩，比平常起得早，八時卅分以前就到辦公室，坐好位置，眼前擺著價格螢幕和各式各樣的圖表和研究報告。離芝加哥穀物市場開盤還有整整兩個小時，但我早就難耐一股亢奮之情。接了一通讓我暫時分心的電話之後，我又重新檢查了一下黃豆市場的走勢，和早上我所要採取的策略。

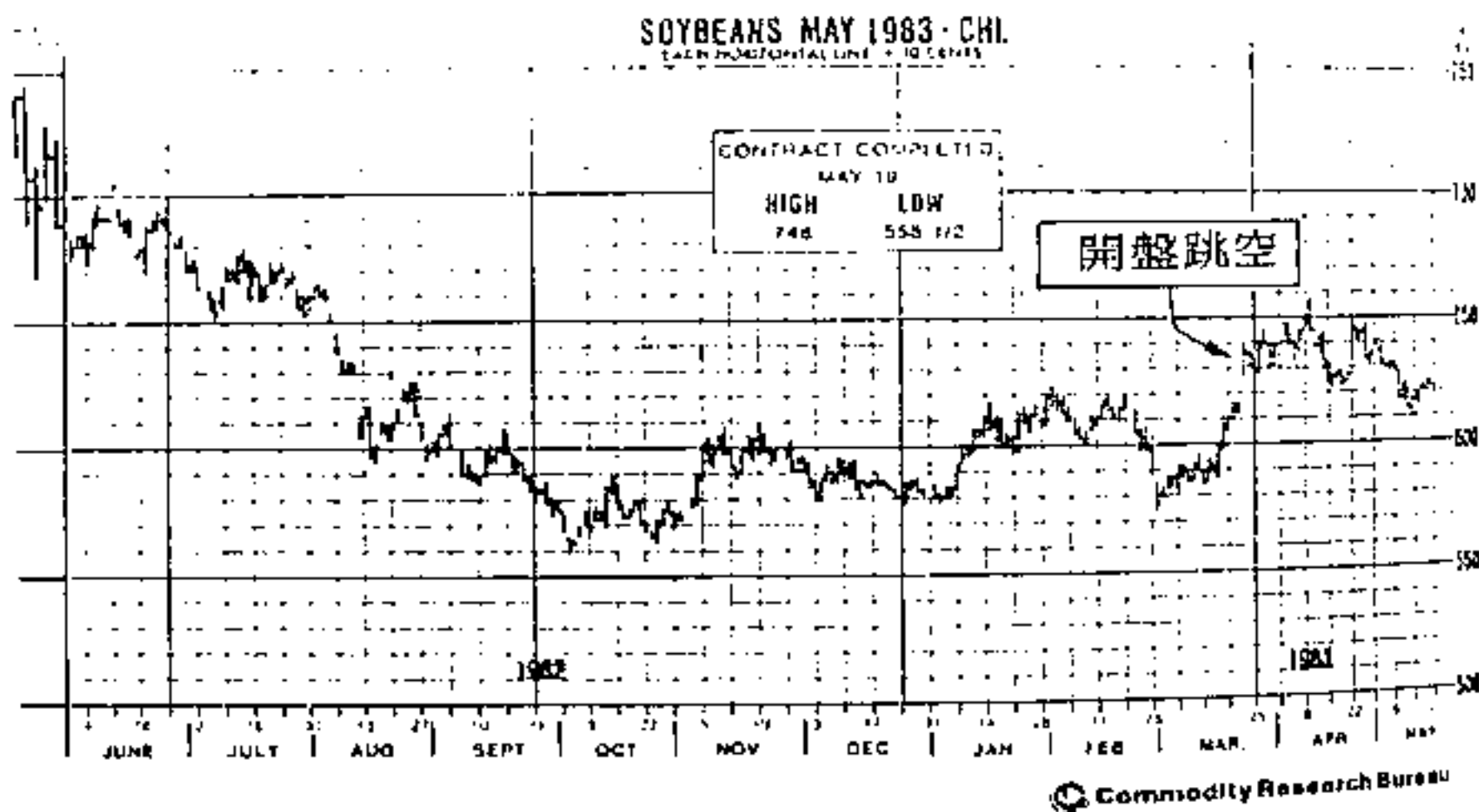
前一天五月黃豆以6.11收盤，而我在卡片上面塗鴉所做的市場分析顯示：「在五月黃豆收盤能夠站上6.23或開盤能夠跳空到6.23以上之前，黃豆市場的趨勢不會轉而向上。收盤或開盤跳空到這個水準之上時，我會買進。我預期在這種有力的突破之後，價格會飆漲。」

過去幾天的走勢告訴我，鵠候已久的多頭市場突破就在眼前，我馬上撥電話給我在芝加哥營業現場的人，也證實了營業廳內預期開盤價會大幅上漲。我非得採取行動不可！我掛進了開盤時的買單，往後一躺，深深吸了一口氣，等著眼前的綠色螢幕跳出第一根線（見圖10-1）。



圖10-1 1983年5月黃豆

三月廿三日早上，開盤漲勢凌厲，跳空突破6.23的阻力點。大幅突破之後，三個月內價格回走，一度拉回到前一個漲升段的50%左右。短暫的回檔證實是空頭最後的機會；市場接著發動驚人的漲勢。三個月後，1983年的這次多頭走勢，是芝加哥最大的新聞。市價漲了3.75美元，合每口約18,000美元。老兄，這可不是區區之數！



我在開盤時的孤注一擲——在開盤顯著的突破缺口建立倉位或加碼操作——是我多年來一直偏愛的戰術。這一步有風險存在，不過對積極進取的操作者來說，卻有潛在的價值。我支持種做法，而且在開盤跳空會形成主要趨勢時才使用。第二套戰術，是在寬廣的橫向整理盤有了明顯的突破，確立主趨勢反轉，或脫離橫向整理區，持續先前持續的趨勢時，才會在開盤跳空時操作。開盤跳空如果明顯與行進中的主趨勢相反，我在買進或賣出時會十分小心謹慎，因為這些缺口往往是營業現場操作者故意做來「誘人入彀」，引誘抽佣商行投資客建立根本做不下去的倉位。這種不用大腦的反趨勢跳空操作，看起來可能很誘人，不過它們最好是留給老經驗的專業操作者去做，因為如果所做的操作開始轉壞，他們有本事快跑出場。

五月黃豆以6.265開盤，悲慘的空頭就此被軋死。在我等候報告送到眼前時，心思不禁飄到十年前的往事，想到我一次玩這種開盤博命的事情。教我缺口突破操作藝術的老師是葛林（Mike Green），他是商品交易所（Comex）裡面十分精明和作風大膽積極的操作者。那時我是1970年代初商品交易所的一個新會員，經常走進交易所，到場內研究交易檯（pit）的運作情形。我總是瞪大雙眼，看著葛林擠在做黃銅期貨的人群當中，身體和聲音扭曲到極點，一次就在開盤的時候買進……50筆（lots）……100……150筆。那是個多頭市場，葛林知道得很清楚。他看起來就像是個大師，很有耐性地等候他那經過千錘百練的直覺告訴他，每一次的小回檔氣數竭盡，基本的多頭趨勢就要再次展示雄風。這個時候、只有在這個時候，他才會一跳而起——「買50……買100……買150。」

知道何時不要操作——很有耐性地等候在一邊，直到正確

的時候才一躍而進——是操作者所面對最艱難的挑戰之一。但是如果你要抬頭挺胸站在贏方的陣營裡面，這一點絕對不可或缺。曾經有過無數的日子，我內心的衝動強烈到要逼我多做一點，使我不得不耍些點子，好讓自己不要下單。我的辦法有下列幾種：

- 把李佛摩的金言掛在下單專用的電話上：「錢是坐著賺來的，不是靠操作賺來的。」
- 放一本航船雜誌在我的桌子上面（通常這就足夠引開我的注意力，不再去想一些不必要的操作）。
- 真的沒辦法忍耐時，只好暫時離開辦公室，到外面走一走，或者跟曼哈塞灣裡的藍魚或其他任何東西較量一下。

有好多次，次數比我敢承認的還多，我都太早平掉全部或部分的賺錢倉位。有些時候，則是完全錯過某個波動，只好眼睜睜地在外面看著別人大玩特玩，等待下一次的回檔再進場。我曾經花了一個多月的時間，偷偷注意銅和銀的走勢，（上班的時候）一點事情也沒做，結果因為吃零食而胖了八磅，最後才在一次小趨勢反轉中重新進場。雖然如此，簡單的真理依然是：成功的操作者永遠嚴守紀律、在場外保持客觀的態度，直到他能往主趨勢行進的方向進場為止。即使在那個時候，你還是要小心翼翼，不要躍身到毫無章法的市場裡，因為有些不按牌理出牌、沒經驗的投機客，可能莫名其妙下了一張大單子。即使你是往趨勢行進的方向操作，在不可避免的價格回檔期間（由現場操作者和商業公司造成，目的在洗出心志不堅的持有者，以便給自己創造更多的財富），你更要嚴守紀律和發揮耐性。

期貨交易老是會給大部分投機客造成很悲慘的命運，這是

件非常遺憾的事情。大體來說，操作者的表現應該會比帳面上顯示的要好才是。他們的表現不盡如人意，主要的原因是缺乏紀律，而這不可避免地會造成信心不足。講到這一點，我就想起跟聖地牙哥F博士在電話中交談的往事。F博士說，他建立了個公債多頭倉，問我接下來該怎麼做。我知道他從好幾個星期以前，就從很低的價位做多到當時，所以那個倉位已經有很高的帳面利潤。我反問他：「喂，為什麼要我告訴你該怎麼處理你的倉位？你老哥已經夠聰明的了，要不然怎麼會在這波多頭走勢開始發動的時候就上了車，而且一直抱到今天都沒放手？只要依照你原來相同的直覺或同樣的技巧去做，應該沒問題。更何況，我錯過了這一波多頭市場，等到大漲突破後，我一直在等拉回40或50%，卻都沒等到，之後就沒上過車。」

事實上，F博士這幾個星期以來，一直給財經報紙上相互抵牾的消息弄得心神不寧。我把他目前的「病痛」診斷為患了ALOSC（Acute Lack of Self-Confidence，極度缺乏信心）。經過短暫的談話，給他打了氣，我給他開了藥方，要他休息幾天，再回到畫圖桌，對市場做個客觀的分析，而且一定要嚴守紀律，遵守順勢而為的操作策略。

因為缺乏紀律，以致利潤不多的，不只限於抽佣商行的投機客和專業操作者而已。約卅年來，我觀察到一個非常反常的現象，也就是商品生產商的市場判斷老是跟商品最終的價格走勢不合。生產商總是比市場所允許的要樂觀些。1983年夏，我跟中西部許多玉米農民談過。這些農民的收成展望十分淒慘——種植面積縮小、收成率降低、作物發育不全。誰能比這些實際種植玉米的人更瞭解收成的狀況呢？所有這些，不正是大利多消息嗎？顯然我們這些投機客逮到了大好機會，可以趁即將

來臨的作物災難大撈一筆。可是，有一件很有趣的事情發生了，也就是市場反而下跌了60美分，不只是（做多的）投機客，中西部的農民也跌破了眼鏡。因為在做多玉米市場而慘遭「殺害」的投機客裡，不少正是中西部的農民。

事實上，商品生產商，特別是農作物的生產者，對於自己的市場抱持過分看多的態度，似乎已是個通病，原因出在他們栽種地區的作物生長或氣候狀況，當地政治人士對明天會更好的看法，或者純屬一廂情願的想法，都過分偏向樂觀。很遺憾的，到了作物最後收成的時刻，嚴重的避險賣壓出現時，這些看多的期望往往轉差，價格便一路下滑。

有時，普遍性的多頭期望，會使整個生產商產生如痴如醉的想法：如果預期中的價格漲勢實際上不但沒有出現，而且節節下跌，生產商便會面臨災難性的打擊。講到這，我們就想起1970年代中期緬因州的馬鈴薯市場——從這裡，我們得到一個客觀的教訓：不管是投機性操作，還是避險操作，進出任何市場都要嚴守紀律。那時，紐約商業交易所（New York Mercantile Exchange）裡緬因州馬鈴薯的投機性交易簡直到了無法無天、漫無節制的地步。保證金很低（你可以用每口低到200美元或更少的本錢去操作），甚至於交易所的會員會費也很低（我用約1,800美元的價格買到紐約商業交易所的會員資格）。這個環境下，有經驗的農民、往來的銀行家和經紀員，創造了一個很令人驚訝的策略，並給它取了個特別的名稱，叫做「德州避險」（Texas Hedge）。

主攻財務的大學生都知道，銀行提供融資給農民之前，會要求全部作物或至少一大部分的作物須做防止損失的避險措施。緬因州的農民這麼做了——他們在交易所裡買進了大量的四月



和五月馬鈴薯期貨，用以沖銷自己作物的風險。「買」期貨？等等，這聽起來似乎不太對勁。如果他們是做多田裡的作物，那他們不是該「賣」期貨來避險嗎？對了，當然他們是該賣出。（完了！）

想想看，竟有那麼多馬鈴薯農民「買」期貨來避險。這叫做避險！當然，抽佣商行的專家也買進並且在多頭倉上加碼操作，想在預期到來的多頭市場大撈一筆，發點橫財。那麼，既然該賣期貨的人都買了期貨，那麼又是誰笨得去賣和大量放空？他們是有錢和有經驗的貿易公司以及專業操作者。就是這些人。

結果不言可喻。我們不妨想像，一艘小舟上擠了太多人，一開始就顯得很不穩定，等到所有的乘客都跳到另一邊（「賣」出時），船自然會傾覆。馬鈴薯市場的情形就是這個樣子，只是「撲通」落水聲之後，那些人身上不是沾濕了海水，而是背了一身的赤字！商業銀行和大農戶沒有忘記這個教訓，他們此後懂得避險操作必須遵守嚴格和客觀的紀律。

操作者如果手頭上有兩個倉位，但爲了保衛逆勢而爲的賠錢倉位，而平掉順勢而爲的賺錢倉位，其結果也是不言可喻。不過這裡我想多說一點。不久前，K 打電話給我，問我對原木有什麼看法，我答說：「原木嘛，是種棒透了的建材，可以蓋房子、造船、做傢俱……甚至可以切成漂亮的小玩具和動物圖形。」

K 要知道的當然不是這些。我對原木「市場」有什麼看法？他那筆現有90.00 0美元損失的龐大多頭倉該如何處理（沒錯，是做多，而且當然是逆勢操作的）？我告訴他，每當我想到要做原木之前，我都會先找個舒適的地方躺下來，直到感覺過了再說。這個市場人氣太淡，不是我喜歡的那一種，而且它的趨

勢似乎總是不牢靠，容易受到扭曲、波動太激烈。簡而言之，我認為原木市場不做也罷。事實上，我對原木所抱持的這種態度，應該不會叫他吃驚才是。我給過他同樣的勸告，但他充耳不聞，最後竟然套牢在逆勢而為的賠錢倉位中。講到這，K不勝懊悔之情，坦承他剛賣掉十一月黃豆；十一月黃豆他隨勢操作，利潤很不錯，可是為了保衛賠錢的原木合約（繳保證金），不得不脫手。我給K的忠告很直截了當——平掉原木，買回黃豆。

他的反應不叫人意外——原木的虧損現在已經太大了，他要等到強勁反彈才清掉。「我怎能現在用這種價格平掉原木？」他一再重覆。「很簡單，」我答說，「你只要拿起電話，打給你的經紀員，告訴他用市價賣掉所有的原木的倉位，就是麼辦。」

很不幸的，K不理會我的忠告，還是緊抱原木倉。我的忠告並不是基於什麼了不起的市場洞察力，而是根據歷久彌新、千錘百鍊的投資金言——有利潤的東西要抱牢，發生損失的東西要平掉。通過電話後三個月的期間內，原木又跌了27.00美元，被他平掉的黃豆漲了1.60美元。要是K退出原木，買回黃豆，原來的損失當可撈回，而不必在原來的90,000美元損失上再發生更多的損失。

人性和我們一般的商業本能，可能是商品操作遊戲中最難纏的敵人。為什麼投機客老是在上揚趨勢的市場中見反彈就賣、在下跌趨勢中見跌就買，而不顧這種做法已經一而再，再而三給他們造成損失？上面所說的那通電話打過後不久，我注意到十一月黃豆在一段價格勁揚的期間過後，出現了我從未見過的驚人走勢。開盤時以漲停9.35報出，幾個小時內，跌了約55美

分，相當於每口2,750美元，價格掉到8.80美元。事實上，整個交易日內，市價來回相差40到60美分，盤中來回震盪，給投機客造成的損失高達數千萬美元。價格怎會震盪得這麼詭異？事後分析發現，原來有多得超乎尋常的抽佣商行投機客大玩「抓頭部」的遊戲，想在市場崩潰前，在準確的時點做好空倉。事實上，在期貨交易史上，多的是「聰明」的操作者，在錯誤頭部和底部一頭栽進市場，屍骨無存。他們逢高就賣，見低就買，理由很簡單，因為他們沒有耐性，做分析的時候缺乏理性，而且市場漲或跌得太多、太快。還有些操作者一頭逆勢栽進快速移動的趨勢中，原因是他太早平掉隨勢而為的倉位，現在在場外見到市場仍持續原來的走勢，心有不甘，想從反向操作中賺回一些錢，給自己找台階下。

很遺憾的，我本人也是這方面的「專家」。在我各式各樣不可寬恕的操作中，找黃豆期貨的頭部最爲突出。因為，每當我聽到有人找各種理由爲自己所建立的倉立辯護，並說：「這樣我怎會損失多少錢？」我的回答是：「找一個數字，找個很大的數字，你就是會虧損那麼多。」

事實上，這個遊戲是發生在70年代初，可是我記憶猶新。那是一般投機客所犯的錯誤之一。1972年，市場狂熱的時候，我「逮」到黃豆市場兩次——首先，我在10.30左右買進黃豆油，幾個星期後用11.30賣出。我自己想：嗯，賺頭真不賴。賣掉之後，市價繼續「小」漲到17.00……但沒有帶我同行。記得一部叫做「郵差總按兩次鈴」的老電影嗎？顯然我是個多麼容易滿足的操作者，因為不久後，我在3.19處買進五月黃豆，3.22加碼，3.24再加碼，3.36時全部清掉——就在黃豆創紀錄的大多頭漲勢開始發動之前。

3.36賣掉之後，我看著市場瘋狂、前所未聞、「難以持久」地繼續上升到8.59，我就是「知道」，時機已經成熟，可以好好放空了。價格超過了我「算出」的最上限，所有的技術指標（除了一種，我們馬上會談到）都大叫「超買」，而且以前黃豆的多頭市場都在五、六月做頭反轉。所以嘛，我在8.58左右建立了七月黃豆一個小小的空頭倉，而且決定在初步的倉位有不錯的利潤之前，絕不加碼操作（至少我做對了「某些事情」）。我也決定，要是市況轉壞，絕不會在市場內待太久，如果空頭倉證明是個錯誤，那我會把空頭倉平掉。這正是後來所發生的事情，我所做的事情也正如前述。僅僅兩個星期之後，你信不信，就在市場於13.00做頭反轉之前沒多久，我回補了空頭倉，每口損失15,930美元。

諸君下一次有股衝動，想要脫離嚴守紀律的操作策略，改用自己一廂情願的夢想時，或者想在動能十足的趨勢市場中找逆勢操作的頭部或底部時，務必記得在下這個慘痛（以及有點尷尬）的教訓。喔，對了，前面我說過所有的技術指標，除了一種之外，全都支持我看空的分析以及放空黃豆的決定，那到底是什麼？那就是「走勢仍然向上」！

談到成功的操作需要嚴守紀律時，到目前為止，我都是根據自己的經驗闡述自己的觀點，其中包括我在美林公司當客戶聯絡員四年、當市場分析師三年、某家清算公司總裁和營運主管七年、另外幾年幹共同基金經理人。但是除了有七年是幾個交易所的會員之外，我唯一在檯（pit）前的經驗是(a)親自到營業廳觀察交易情形，以及(b)曾在期貨交易所（Comex）試填一張簡單的50筆（lot）銅轉期委託單（switch），但沒成功。因此，我想，有些讀者可能有興趣聽聽芝加哥一些成功和能幹的營業廳經紀人談期貨交易要嚴守紀律的觀點。



期貨同業公會（Futures Industry Association）出版的「FLA 評論」雜誌，向該會訂閱就會送到。1987年1／2月號有一篇很有趣的訪問，訪問了四位營業廳操作員，文章的名稱是「營業廳操作員談操作計畫所需的紀律」（Floor Traders Talk About the Discipline Needed to Trade a Plan）。接受訪問的每個人，在營業廳內都各有不同的專業領域——其中一位是營業廳經紀人（floor broker），替別人或公司填交單子；一個是套利客（arbitrageur），交易的是差價（spread），從兩個不同但相關市場間的關係變化中套取利潤；一個是「帽客」（scalper），在非常短的時間內搶帽子，這種人對營業廳的流動性很有幫助，所做的倉位很少留到明天；第四個是倉位操作者（position trader），他自己說，他找的是「長期趨勢中賺大錢的買賣」。

以下是這些人對操作「紀律」的談話。

套利客：「我成爲芝加哥期貨交易所（CBT）會員九年的時間裡，發現到的最重要事情是，會員要成功……我不認爲對市場有基本認識的重要性，比得上對自己有基本的認識。講明白一點，我談的是自律。」

帽客：「任何操作的關鍵在於紀律。我不在意那是長期的投機，還是鎔銖必較的搶帽子，你一定要按照一定的規則去操作，儘快承認自己的損失。我犯過錯，我們全都犯過錯。比方說，事先我們會告訴自己，現在要買某些東西，只要對自己不利四檔（tick），我就要出。等到市場真的對自己不利四檔我們又會告訴自己，再等一下看看（而沒有馬上退出），結果四檔變成了四十檔。現在，突然之間，本來可以速戰速決的事情，變成了長期抗戰。總而言之，基本要求是一定要守紀律，遵守



遊戲計畫。」

倉位操作者：「倉位操作者也要遵守紀律。在他建立倉位之初，就必須知道在什麼地方要帶著損失出場。大致來說，倉位操作者要能勇於接受特定的損失，就像帽客一樣落落大方。他必須嚴守紀律。他必須坐在那裡，看到市場走勢對他不利的時候還能夠說：我絕不退出，因為我是對的。你不一定每次都對。身為倉位操作者，我建議要下停損單（註：他說的是實際下停損單，而不是利用所謂心理上的停損）。所謂紀律，就是一定要有這種東西；我總是會把停損寫在單子上，用這種方式，我知道什麼時候自己出場了。等到出了場，我會用另一種觀點看這個市場，做另一個決定，決定要不要再回去或就此留在外面。」

營業廳經紀員：「營業廳經紀員必須遵守紀律，知道在某一個特定的價格水準，技術操作可能會怎麼做，以及他所做的每一個市場，支撐在哪裡，反壓又在哪裡。他不能為一時的激情給衝昏了頭，而且必須知道各種消息會對市場和它的趨勢造成什麼樣的影響。」

總而言之，不管你選擇操作什麼，或者你選擇要用什麼方法操作，這些經驗老到的營業廳經紀人建議你一定要有一套計畫。在這套計畫裡面，必須有一個緊急逃生點，使你的損失能在控制之下。而且，非常重要的一點，是你必須嚴守紀律，遵循你的計畫。

## 第十一章

### 市場走勢總是已經消化吸收了消息

幾年前，我跟一位經濟分析師合寫一份可可豆的報告。寫完這份報告，我自己得到個結論，那就是從長期操作者的眼光來看，可可豆根本是不能操作的商品，處理這種東西的最好方式便是把它吃掉，不是去操作它。可是不管怎麼樣，這位同事和我還是必須去研究消息和價格走勢的關係。當我提出一個理論說，價格創造消息，而不是消息影響價格時，他顯得困窘狼狽不堪。「荒謬透頂，」他幾近咆哮地說，「大家都知道價格會跟著消息跑。其他不用說了。」大致來說，我不是個好賭成性的人，不過我倒願意拿點錢來賭這個「大家都知道」的常識。剛好那時有個可以賭的對象，我提出的說法是，我可以根據價格走勢和它與其它市場技術因素的交互關係，合理地預測出會有什麼樣的消息出現。我打這個賭，拿出了廿美元，這是我生平最爽快的一次賭博。

那時我們處於相當強勁的多頭趨勢中，做多的主要是抽佣商行的投機客，做空的主要是業內人士和一些專業貿易公司。（你可以猜得出來，我自己已有一套看法，知道誰會贏。）第一次大幅回檔後（有關回檔的解釋，通常是在事實之後出現），我指出，將來一定會有下面兩個消息之一出來：

1. 有個生產國突然「發現」能夠出口的可可豆比早先宣布（當然這是上次大漲的成因）的要多。
2. 費城或紐約某個可可豆倉庫裡意外發現數量龐大，一袋一袋的可可豆。

這一次的結果是「費城倉庫裡面發現到東西」，本人得一分，投機性多頭大舉平倉之後，市場又恢復上揚走勢。許多原來做空的人搶著回補，並趕快在最近的回檔處做多。接著我們見到長達一週猛烈的漲勢，包括兩個交易日漲停鎖定，貿易公司則趁這兩天賣出。那一週快結束的時候，我通知合夥人，上漲的原因會是下列兩者之一：

1. 非洲某個種植地區意外出現所謂的黑莢病。
2. 美國東岸倉庫裡的可可豆突然遭到蟲害。

這一次是害蟲惹禍。

要知道價格和市場消息間的特殊關係，糖市是絕佳的觀察場所。每一個思慮週密的操作，都應該好好研究一下每一次價格波動之後消息發布的方式。到1985年年中跌到2.50左右的糖市長期跌勢，整個過程都伴隨著每一種能夠想像出來的空頭消息。可是在市場反轉開始上升之後，利空消息都被人們塞到抽屜裡面去了，突然之間利多消息滿天飛。1987年1月26日，糖價漲升二百點（相當於以600美元保證金操作，每口2,240美元）之後，「華爾街日報」指出：

有報導說蘇聯在全球市場大買精製糖，使得期貨漲勢欲罷不能，三月合約以8.22收盤，上漲22點。分析師說，莫斯科買了50萬到70萬公噸的粗糖……有一位分析師甚至表示，蘇聯買進的數量高達一百萬噸以上。分析師說，傳說巴西要

把合約推後到1988或1989年，出口75萬噸到150萬噸的粗糖，而且古巴的收成和甘蔗加工出了問題，而且有跡象顯示乾旱可能會使收成減少，已經導致供給緊俏。

他們似乎能夠「傾巢而出」每一個想像得到的利多消息，可是等到價格跌個2000點，我可以跟你打賭，出現的消息「突然之間」會變得全部看空。

事實確實如此。我們心裡務必要記住一件事情，那就是市場價格一定會波動，而且在每一次波動之後，分析師和評論家也一定會等在那裡，對市場剛發生的事情提供完滿的解釋。對許多深思熟慮的觀察家來說，所有這些所謂的消息、櫃檯前的閒聊以及傳聞，都是一些專家和業內操作者企圖捏造來迷亂、混淆、引誘容易受騙的操作者建立根本站不住的市場倉位，而且能夠騙愈多人愈好。

這個世界上應該找得到方法來避免誤蹈這種一再發生的陷阱——的確是有這樣的方法。其實方法很簡單：聰明的操作者只要不理會那些謠言、櫃檯前的閒聊、市場到處流傳的消息所引起的激情就可以了。他只要把注意力集注在每一個市場底下，真實的技術因素，而且嚴守紀律，遵循一套對自己和自己獨特風格最有用處的策略就可以了。他絕不會忘記華爾街的金科玉律：知者不言，言者不知。

一九八四年底，我跟休士頓一位操作者在電話中有一段很有趣的談話。他問我，今年的玉米收成約是去年的一半，怎麼會有空頭市場呢？回答這個問題時，我又提到某個市場的價格走勢往往會和基本面——或者說是我們對基本面所具有的看法——脫節的現象。事實上，我們一再看到價格是供需間重要的等式，而且是引出消息和市場上對剛發生的事情一些耳語的重

要因素。

再回過頭來談玉米市場。當然了，最近收成的玉米數量確實遠比本季一開始業者和經紀商的估計為低，可是整個情勢卻必須在過去一整年的價格走勢中觀察。1983年初，玉米價格約2.75（最近期），而且，在基本面利多的情況下，到四月價格上揚了約45美分，成為3.20。接著，在獲利回吐賣壓下，價格回跌了約20美分（不到50%的回擋）後，多頭走勢再恢復，到八月漲到3.75。這一美元的漲幅，只需花六個月，如果你覺得這個數字不怎麼樣，那我們換個角度來說：這一美元的漲幅，只需用700美元的保證金，每口就能賺到5,000美元。

這是多頭市場？沒錯，可是事實上，整個多頭走勢已經持續了一整年，到價格漲到3.75時，漲勢已把所有的利多消息都消化在裡面，業者和專業公司只好把注意力集中在比較沒那麼重大的利多因素上，包括出口可能減少以及新作物的收成可能增加。那麼，這還算是多頭市場嗎？可能不是！可是以前是，也就是在價格上漲，消化利多因素之前，算是多頭市場。

顯然，看多和看空的市場心裡，對於操作者的買賣決定有很大的影響力。有經驗的操作者知道價格的波動是個寒溫計：它會把未來吸收消化在裡面。可是等到走勢持續了一段時間，你再也沒有辦法繼續吸收消化。那操作者該怎麼辦？他會注意觀察市場、留著走勢圖在身邊查考、閱讀報章雜誌的財經專欄、訂閱一些服務或顧問性質的快訊、聽聽經紀員和朋友對市場的看法。於是各色各樣的一大堆資訊齊聚眼前，而且其中多的是相互矛盾、背道而馳的資訊。這麼一來，操作者怎麼根據趨勢、支撐和阻力、價格目標、停損點、是否採金字塔型操作等資訊來做進出決定？這裡面牽扯到許多問題，而最根本的是：要買、



要賣，還是縮手觀望？

我認為答案非常明顯——前面已經說過，以後也會再提。市場走勢（價格）總是會預先吸收消化各種消息。而且你沒辦法確定消息是真是假。即使消息是真的，那麼市場價格是不是已經對消息有所反應？再說，即使你知道消息是真的，而且知道價格沒對消息有所反應，那麼還是有很多問題沒有得到解答：如何抑制風險、何處設停損、要不要加碼操作等等？這些全都回歸到相同的結論。市場操作要成功，你必須把注意力放在兩個領域：

- 1.一套技術方法，它已經證明是個合用的長期操作系統——能在電腦上運作——或者有可能成為這樣一套系統；你對它有信心。
- 2.完好的操作策略，而且你能嚴守紀律，適當地運用這套策略。

只要粗略看過玉米長期走勢圖（週線，圖11-1），也可以明顯知道市場在1983年年中於3.75附近做頭反轉。但是就像人們所說的，事後再看大家都會，但在當時，操作者怎麼知道那是個頭部？當時他可能不知道。直到1984年第二季，3.62附近反彈失敗時，市場看起來仍然像是多頭趨勢正在進行正常的技術性回檔。3.62反彈失敗，確認頭部形成。但是，我們還是有相關的問題——在這種情況下，操作者應該怎麼玩？說得更明確點，他應該在什麼時候和什麼地方做空？事實上，你把這個問題拿去問多少人，就會有多少個答案，也就是，這個問題的答案，絕對是莫衷一是。也許大家有興趣來看看，某個長期電腦操作系統在這段期間內所發出的訊號（91天期價格）。

買 進	賣 出	賺	賠
A. 1985年 3月22日@278.8	1984年5月 1日@336.5	\$ 2,825	
B. 1985年 3月22日@278.8	1985年5月15日@273.9		\$ 305
C. 1985年10月31日@234.7	1985年5月15日@273.9	1,900	

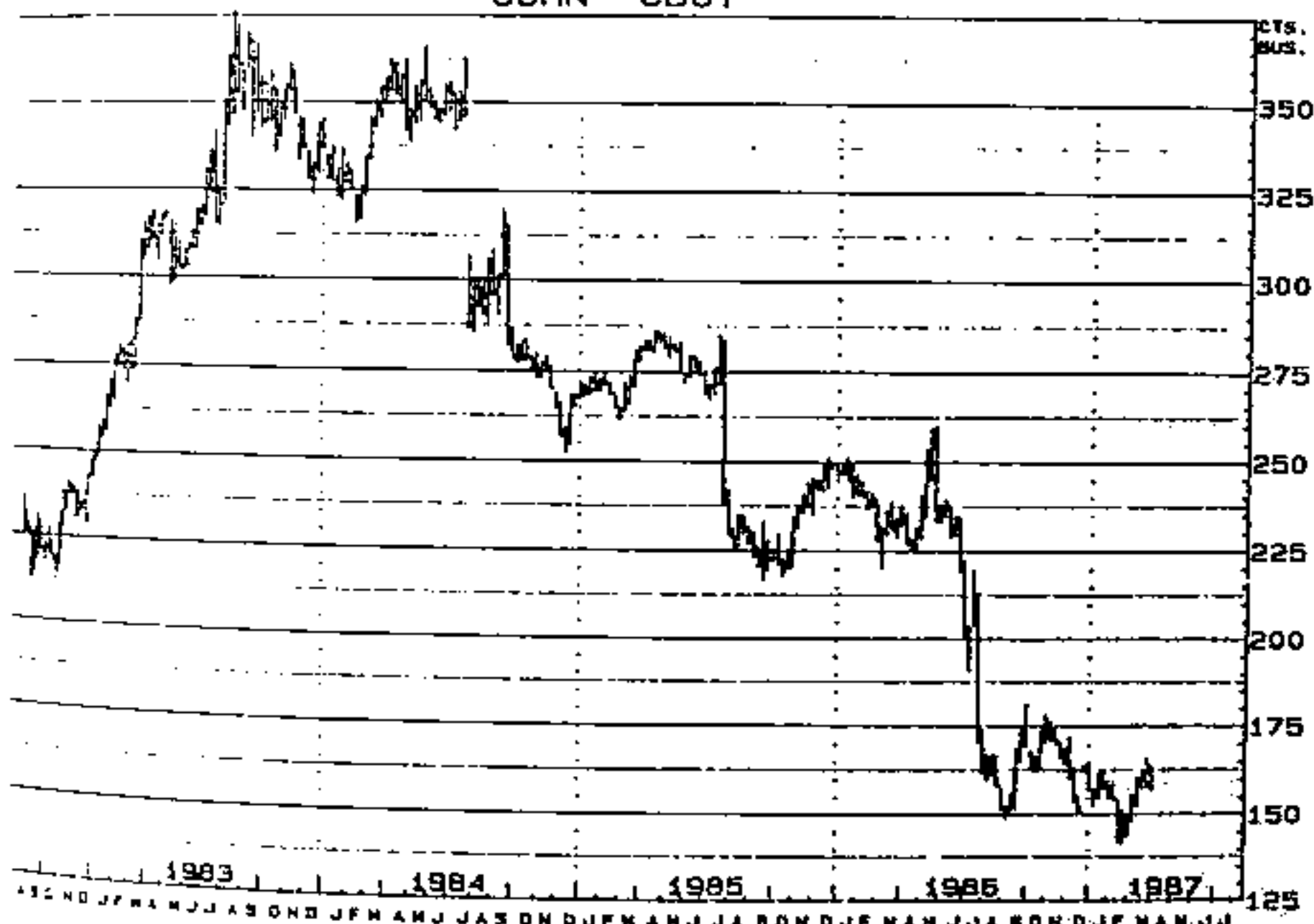
這三筆操作涵蓋期間從1984年5月1日到1985年10月31日，共十八個月，以趨勢和持有期間來看，操作A是1984年5月1日市場由大頭部區冒出後，訊號告訴我們初步放空的操作。這個空頭倉持有時間將近十個月，隨著市場下跌，系統不斷要我們把停損點往下移。1985年3月22的反彈，觸及所設的停損點，空倉只好回補，改做多（操作B）。市場上揚證明只是暫時性的（可是在回補空倉時，沒辦法知道這一點）。下跌走勢再度確立時，賣出停損再度發揮作用，要我們出清多頭倉，再放空（操作C），並持有五個月。賺賠數字和持有期間多長，數字自己會講話。

# 圖11-1 玉米（最近期）長期週線圖

從長期的觀點來看，玉米實際上在1983年年中於3.75處做頭反轉，不過當時我們絕對沒辦法知道這是反轉。實際上，1984年年中，往3.62彈升不成，頭部才確立。接下來兩年，是空頭趨勢，中間偶見小幅的反彈。1984年5月1日，長期電腦系統開始發出賣出的訊號。

Weekly High, Low & Close of Nearest Futures

CORN CBOT



也許有些操作者可以依照所謂的消息、櫃檯前的耳語、基本面的統計數字，做出比上所說更好的成績——但是，我從沒見過這種事情，至少沒有經常見到，而且在我真的見到之前，絕不相信有這種事。

如果不談聖嬰現象（El Nino），市場走勢相對於市場價格的討論絕不算完整。所有注意黃豆市場的人都知道，聖嬰現象是一股強大、定期出現的暖流，往南沿著秘魯海岸流動，能擾亂附近太平洋的正常天候。聖嬰現象使得秘魯沿岸的氣候變化不定，可以殺死或趕走海洋生物，並直接影響秘魯鯷魚的捕獲量。鯷魚捕獲量跟芝加哥商品交易所的黃豆價格有什麼關係？當然有關係，鯷魚是魚粉的主要成分，魚粉在國際市場上則是黃豆粉的主要競爭產品。

如果你覺得這事聽起來有點難以令人置信的話，那你不妨找任何一位黃豆分析師來談談就知道了。他可能會鉅細靡遺地，從地理或氣候的觀點，向你解釋下一次聖嬰現象會在何地和何時發生，導致全球黃豆價格上漲或下跌（食物和石油也會受到影響）。

我見過有關聖嬰現象長篇大論和精闢入理的研究報告，其中大部分都太複雜，對操作者失去意義。所以我就自己設計了一套簡單和直接的技巧，用來預測每一年聖嬰現象會存在或不存在。

在我的分析中，避開了氣候分析、長條圖或氣象觀察方面的資料。那我是用什麼東西當做基礎，去預測聖嬰現象。我是用價格走勢來預測，下面就要說明方法。從黃豆長期月線圖（圖11-2）來看，過去十五年內，市價大致是在4.00美元到10.00美元之間上下起伏。任何時候，只要市場處在這個價位區的上半

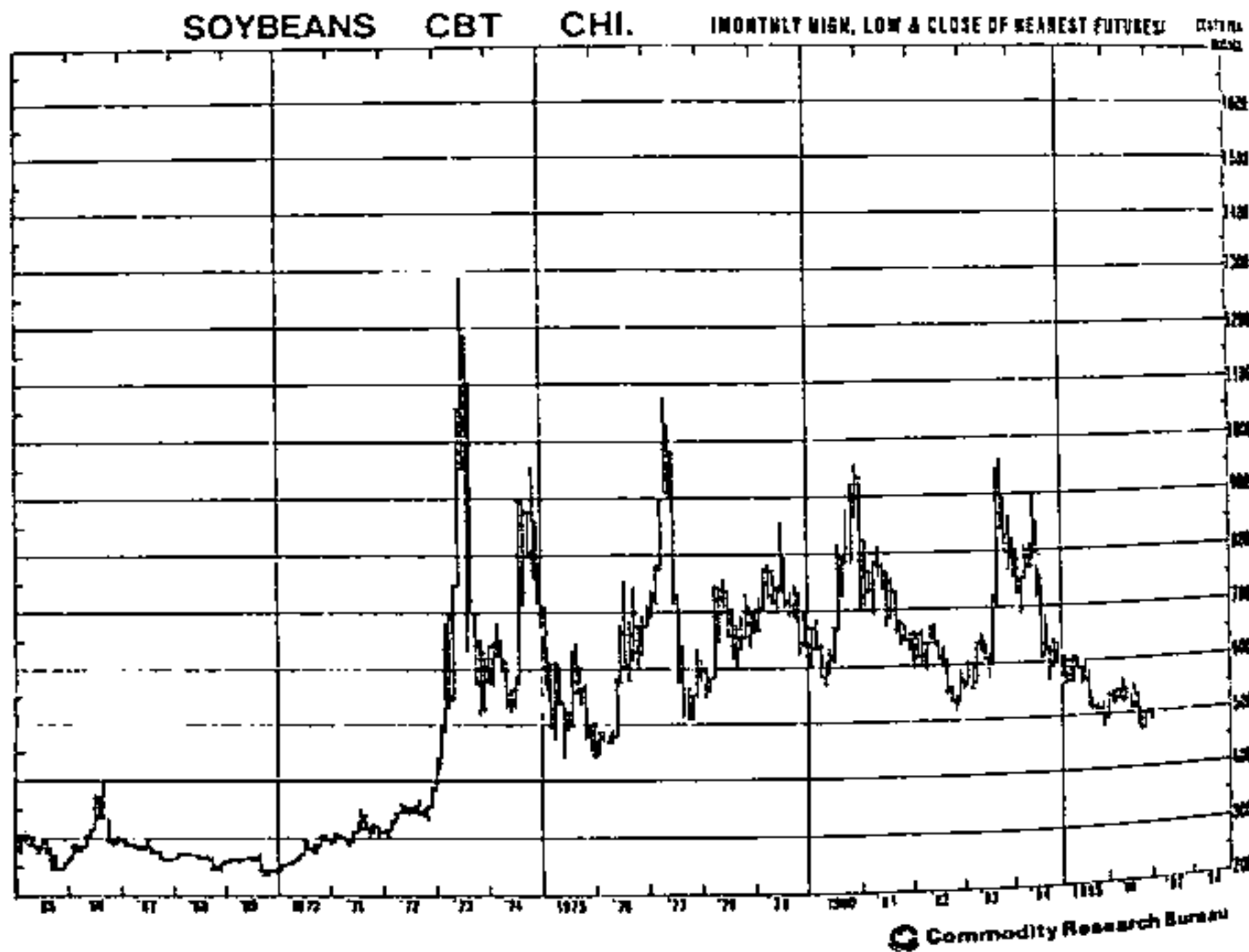
部，比方說是8美元，你就可以猜聖嬰現象正在發生作用（或至少「那些人」會說聖嬰現象發生了作用）。任何時候，只要市價處在價位區的下半部，比方說是5.50美元，聖嬰現象根本看不到。以底價起算，最近期月份收盤超過6.50美元，就可以說是相當有多頭氣勢，毫無疑問地就會有一些權威人士預測聖嬰現象發生很顯著的影響力。相反的，如果大多頭市場衝到9.00美元或更高的價位，最近期月份收盤低於7.50美元，可能預示聖嬰現象在龐大的太平洋某個地方溜走，導致鯰魚數量大增。這會壓低魚粉價格，最後則會促使黃豆價格上揚。

順便提一下，如果你沒有親眼見過芝加哥商品交易所營業廳內，在真正的黃豆多頭市場期間內的運作情形，那你就不曾見過真正的好戲。黃豆市場的多頭走勢，是有多頭市場裡面壯觀的，值得你找時間到芝加哥，從走道上觀賞那有如煙火衝天般的奇景。如果你到了現場，經紀人甚至有可能幫你安排到營業廳內走一遭。要是我們真的躬逢其盛，你一定可以在裡面看到我，不管是在走道上，還是在營業廳內，觀賞那有如從所未見的瘋狂場面。不過，說老實話，我經常出現在那裡，並不只是碰到那麼盛大的場面才會在場。你必須到營業廳和櫃檯附近，才能真正瞭解什麼叫做期貨投機。



圖11-2 黃豆（最近期期貨）長期月線圖

黃豆市場有廣大大眾和專業人士參與，每一次多頭市場創造的百萬富翁數目，比其他任何商品的多頭或空頭市場創造的數目都要多。只要市價跌到5.50以下，接著收盤彈升到6.50以上，就有一段大多頭市場會出現。價格創造了消息：上漲走勢會有多頭消息和耳語出現；回跌時則有空頭消息和耳語出現。



## 第十二章 每個人都有一套系統

如果幾年前你能夠看看坐在我桌子旁邊，那位衣冠楚楚的紳士——瘋狂地操作黃豆的那位——穿著的服裝的話，你一定會注意到有個很奇怪的地方。這位仁兄總是打一條棕色領帶——這也許沒那麼不尋常，可是他打的是同一條領帶。由於他的穿著一向很優雅，你難免要問：為什麼天天打同一條領帶？

他的回答很簡單：這條棕色領帶是他的「黃豆操作系統」。他的「黃豆操作系統」？沒搞錯吧？沒錯——幾個月的時間內，這位本來很聰明、十分理性的仁兄、某製藥公司的主管，完全相信他的「黃豆操作系統」絕對管用。

這位仁兄——我們姑且把他叫做馬文吧——以前從沒操作過商品，可是有一天他在俱樂部裡聽到兩位「經驗豐富的操作者」交換黃豆期貨利多心得，他覺得這樣就夠了。就在隔日，他來到美林公司，當時我還是那裡新進的客戶聯絡員。他問我們，要找一位看得懂商品看板的人幫他忙（這件事就落在我身上），而且開了戶。我帶他到商品大看板前，教他怎麼看穀物價格（那時還沒有桌上型螢幕可以看），並讓他瞭解一些必要的後勤作業，例如交易需要幾個小時的時間、合約的大小、佣金、保證金、保證金追繳程序。聽完，他就掏5,000美元的支票，馬上買進1000萬英斗（兩口合約）的五月黃豆期貨。接著，很難令人置信的精彩事情發生了。他很幸運，正好碰上十分有

名的1961年黃豆多頭市場。我們用不敢相信的眼神，看著這初出道的新手從1,000萬英斗做到2億2,500英斗（二口到四十五口），投入資金增加到10,000美元，再增加到80,000美元。

可是天有不測風雲，後來黃豆市場竟然連續三天跌停板（當時跌停幅度只有10美分）。馬文每天賠掉22,500美元——可能是半年的薪水一開始感覺到催繳保證金的壓力。然後他打著那條幸運領帶，出現在我們的辦公室。有一次他打著這條領帶，在某次重要的橋牌錦標賽中後來居上，贏得冠軍，從此這條領帶就成了他的幸運符。就是那麼幸運（但你絕沒辦法要他承認事情純屬巧合），那一天開盤跌停後，臨收前最後十五分鐘價格驚人彈升，跌停打開，漲到平盤，再漲到——信不信由你——漲停板。那個晚上，馬文好好款待自己和那條領帶，坐他新買的高級轎車，從我們在城裡的辦公室開回布隆克斯的公寓。不用說，從此以後，不管他穿什麼衣服，那條幸運棕色領帶總是一成不變地綁在他那揮汗如雨的脖子上。這當然是個很奇怪的操作系統，可是當事人絕對相信它管用，對他來說，這才是最重要的。不過很不幸的，在他投入的資金超過80,000美元後不久，幸運領帶失靈了，不過那完全是另一回事。

不一樣的是，他們現在生活在先進的科技世界中，我們的操作系統可以依賴更多合乎邏輯的程序、透過數學運算、利用電腦程式來運作，而不必靠幸運的棕色領帶。

這些科技中打頭陣的是目前功能強大的微電腦，它們能在電光石火之間，研究和計算出幾年前還難以想像的東西。

我每到一個地方、每一通電話、每一封信，談論的焦點似乎總是圍繞著電腦系統、軟體、線上報價、分時走勢圖等等東西打轉。新手只要花幾個小時，研究電腦的操作方法和軟體的

運作方式，就能開始測試現有的系統、發展自己的系統。他可以把不同系統的有趣部分結合起來，設計出滿足自己需求的東西；也就是，幫他從進出操作中獲利——賺錢的倉位賺更多、賠錢的倉位賠更少。

所以說，現在每個人都有某種型式的市場系統。可是它們都能算做操作系統？以下是我最近偶然看到，談投機和操作系統的問題：

但是，讀者應該徹底了解，投機沒有所謂的「皇路」。知道了問題的所有狀況，利潤就可以用數學公式精確地表達。但是我們不知道的數量，是系統架構所遭遇的絆腳石。……成功的操作者……沒辦法解釋，甚至也說不清，可是他們就是知道某支股票什麼時候適合買進，以及什麼時候價格漲得太高。他們沒有一個人知道系統有可能、或可以使他們的綜合選擇更為精進，而只是無意識地運用這些很不可能的事情。

把這些數字填在簿子上是多麼容易的一件事！圖形到處都是。我們找不到一支股票……這不表示……希望和恐懼交織，投資人有無限的機會買進某支股票，深懷信心一定賺錢。經紀人告訴我們，大約一百個人當中有一個人是用這種方式買進。剩下的九十九個人不是這樣子，他們會做計算、加減、四處找重點、試試這個系統又試試那個理論，冒險之後，身上的金毛都被拔光了。

這些話閣下聽起來是不是很熟悉？你是不是曾在華爾街上某本著作裡面看到或從市場建議快訊中讀到類似的句子？你可能看過類似的文句，不過，就像卡爾（Alphonse Karr）所說的：「事情變動愈多，它們愈能保持原狀。」事實上，最近你不可能看到這段華爾街特別流行的一句話，因為那是梅德貝利

( James K. Medbury ) 1870年所寫的。

如果操作者曾經在上個世紀試驗過系統，那麼現在用起來會比任何時候還正確。事實上，這件事可能是真的：幾乎每一個認真的操作者都會試驗過某種操作系統，改善進出時機、待在賺錢的倉位中盡可能長的時間、或者盡早退出賠錢的倉位。這三個目標都很重要，而整體結算下來能不能賺錢，主要要看操作者有沒有能力追求和達成這些目標。

一個良好追蹤趨勢的長期系統最引人的地方，是倉位通常建立在趨勢就要發動的起始點，而且是往趨勢行進的方向建立。一個良好的系統，會讓你在市場繼續對你有利的情況下，保持原有的倉位不動，一旦不利，又會用停損的方式讓你退出，如果趨勢反轉，它也會叫你反向操作。這裡的困難之處在於「保持倉位不動」，因為所有的系統操作者都發現，很難調整好市場停損點，在市場仍對你有利的情況下，繼續「待在船上」，但是（重要的就是這個但是兩個字）能在恰到好處的時刻，透過停損點把你拉出市場，可能的話還要反向操作。真實的世界充滿了緊張氣氛，設定停損點只能說是一項藝術，沒辦法像科學那樣精確。停損點可能設得太接近——只要小小的技術性回檔，你就會被洗出場——或者距離太遠——最後使你抱著巨大的赤字黯然退出，或是在趨勢反轉的時候，吐回大部分的帳面利潤。成功操作系統在設計的時候，最困難的地方可能就是要想辦法解決停損點要怎麼「微調」到恰到好處的地方。這也是新研究中最受到注意的焦點。

追蹤趨勢系統的另一個大問題，是價格在寬廣的區間內橫向整理時——這種情形比激烈的既定趨勢更常見——根據系統操作的人總是會在反彈時買進，回檔時賣出。這種洗盤的損失，



是順勢操作不可避免的一部分，操作者必須有耐性，財力也要雄厚，渡過一連串的洗盤損失，等候大波動到來，大賺一筆。系統一直讓你進出不斷，並且發生損失時，你確實需要有很大的耐性且肯遵守紀律，才能依照系統所說的去做。但是我們的經驗顯示，一旦你堅決採用某套可行的順勢操作方法，遵行不悖的成果，會比你一再懷疑它的能力、不斷想辦法「改進」它要好得多。

談到操作系統，我們就想到移動平均（moving average）法。這個方法顯然是所有方法中最古老和最基本的一種。最簡單的移動平均數是拿X個連續收盤價除以X。比方說，如果你要得九天的簡單移動平均數，那你可以把過去九天的收盤價加起來再除以九。最簡單的移動平均數組合，可能是五天對廿天，以及四天對九天對十八天。

圖形中多了這個「對」字，是因為操作者經過多年來的摸索、犯下錯誤和試驗之後，發現一種「交叉」或「穿越」（crossover）技巧，最能發揮移動平均線的效果。基本上，有兩種方法運用這些簡單的系統，而且有些時候的表現竟比其他更為複雜和精細的系統要好。當收盤價穿越你的移動平均線時，你就可以進場操作；比方說，利用十九天移動平均線時，價格往上穿越十九天移動平均線時，你可以買進，當價格穿越十九天移動平均線往下時，你可以賣出（甚至反向操作）。但是這個簡單的系統，比第二種方法缺少彈性。第二種方法是利用雙交叉法：比方說，以五天和廿天移動平均線交叉法來運用時，當短期移動平均線（五天）收盤價往上穿越長期移動平均線（廿天）時就買進，反之，如果五天移動平均線向下穿越廿天移動平均線，則賣出，甚至放空。

這些基本的策略當然能使你及早投身於趨勢之中，可是你也一樣肯定會遭遇許多言之過早的波動，而且因來回進出而發出停損出場的損失。可是，如果波動持續相當長的時間，你就會嚐到甜頭。

認真的系統操作者往往會更深入運用移動平均線。有些人利用所謂的「加權」（weighted）移動平均數，這種方法對最近價格的重視甚於以往的價格。比方說，十五天的加權移動平均線可能會給最近一天的收盤價權數十五，前一天的權數給十四，以下依此類推，直到十五天前的收盤價給一為止。然後再把最近一天的收盤價乘以十五，前一天的收盤價乘以十四，以下依此類推，然後再把總數除以權數的和（這個例子中是一百廿），得出移動平均值。還有些操作者使用指數平滑平均數（exponentially smoothed average）。這個方法是利用更為複雜的計算，跨越一個可能無限長的時距。這種方法顯然需要用到計算機，或者以更為務實的方法來做，則是裝一台電腦，裡面有專為這個目的而設計的軟體。

對任何移動平均系統來說——不管是簡單的，還是複雜的——一個十分要緊的問題是：移動平均數要用多少天？以及每一種不同的商品，是不是要用最適當的天數（專為那種商品而選定的天數）？談到這點，我們不妨看看技術分析師霍克海馬（Frank Hochheimer）和巴克（Dave Barker）所做十分傑出的研究。霍克海馬測試過1970到1976年十三種不同的期貨，每一種都用十分廣泛的平均數，從三天到七十天不等來測試。他的結果很明顯地指出，沒有單一「最佳」的通用組合。他的最佳「簡單」移動平均數（收盤價穿越某個移動平均值）估計出的最佳利潤如下：

最佳移動平均	累積利潤/虧損	操作次數	獲利次數	虧損次數	利潤/總 操作次數 比率
19天	\$ 42,920 +	1,393	429	964	.308
19天	97,925 +	774	281	493	.363
43天	24,646 +	565	126	439	.223
54天	87,959 +	600	157	443	.262
55天	222,195 +	728	151	577	.207
59天	165,143 +	432	158	274	.366
60天	270,402 +	492	99	393	.201

請注意這些是假設性的操作，是根據事後的計算而得。即時的操作成果不可能有上述的利潤。同時也請注意利潤對總操作次數的比率偏低，從.201到.366不等——這是系統和公式操作的典型結果。霍克海馬又測試了線性加權移動平均（linearly weighted moving averages）、指數平滑移動平均，最後則測試了簡單對指數平滑對線性加權移動平均。研究結果發表在1978年的商品年鑑中（commodity Year Book，紐約商品研究局〔Commodity Research Bureau〕出版）。

有興趣超越簡單、收盤價對單一移動平均交叉的操作者，下一個研究領域是雙重移動平均交叉法。利用這種方法時，必須計算短期和長期的移動平均值，比方說，八天和卅五天平均值。八天線穿越卅五天線往上時買進，相反的情形發生時則賣出。同樣的，霍克海馬做了十分傑出的研究，利用1970到1979年的廿種不同商品，測試最適當的交叉期間，一些最適組合情形如下：

白銀	13對26天
豬腩	25對46天
玉米	12對48天
可可豆	14對47天
黃豆	20對45天
銅	17對32天
糖	6對50天

巴克是另一個系統測試方面做了不錯研究工作的分析師。他針對1975到1980年的市場，測試了五天和廿天雙重移動平均交叉系統（沒有求最佳值），以及最佳雙重移動平均交叉系統的優劣。結果最佳的系統，表現總是超越直截了當的五和廿天系統，這一點自然不叫人驚訝，巴克的部分最佳組合情形如下：

白銀	16對25天
豬腩	13對55天
玉米	14對67天
可可豆	14對38天
黃豆	23對41天
銅	4對20天
糖	14對64天

移動平均線的運用還有其他許多種方法，有些專注在移動的動量。我認識倫敦一位外匯分析師便是利用移動平均線來找

趨勢和進出時機。他的整個焦點放得相當長，技術研究工作是利用一個月（廿一天）和三個月（六十三天）的移動平均線。開始的時候，他每天比較廿一天移動平均價格與相對應的六十三天線，用以感覺最近走勢的動力。接著，他會檢查六十三天線的斜度，如果曲線斜度由下跌轉為上揚，就是買進訊號，反之則是賣出訊號。由於這是一個相當長期的方法，所以操作次數相當少。這位分析師告訴我，三年半的時間內只做了五次德國馬克的交易，而且整個結算下來有獲利。我也跟其他的分析師談過，其中許多人都超越了移動平均線交叉的分析，重心改在移動平均線的斜度上，從各條線的斜度變化找出訊號。不過，我沒看過這些方法產生立即的成果。

以上提到的少數研究是在1970年代和1980年代初進行的，而且很明顯的，從那以後，有許多更為複雜的研究和測試。不過，以上所提仍可做為技術導向操作者做為研究和測試更進步和個人專用操作系統的起點。

我個人一再想到的問題是，良好的技術方法或操作系統，只是整個成功操作所需的一半而已。另一半——重要性一樣——是應用這些技術方法或系統的一套可行策略。我寧可有一套平凡無奇的系統，但一定要配上一套出色的策略，而不要系統出色，策略卻平凡無奇。當然，理想的解決方法，是一套一流的系統加上一流的策略。

一段時間以前，我跟一位才華出眾的數學家合作。這個人對一套絕佳的電腦導向操作系統設計所用的參數。我們見面談到技術層面時，我問他，一個操作者應該用什麼態度面對操作系統，才能因為利用它而得到最大的利益？他的看法如下：

• 他必須對自己的系統有信心，而不要老是依個人的情緒



偏見、或一廂情願的想法，想要超越、事後臆測、或「改進」它。

- 他必須有耐性在場外等候操作訊號，一旦建了倉位，要一樣有耐性抱著不動，直到反轉訊號出現。
- 他必須嚴守紀律，依照系統所指的訊號操作策略去操作。

這些年來，我跟不少操作者通過信；其中許多人都是有經驗的操作者，試驗過一連串的系統。就我的觀察，以下列舉的談話，幾乎是所有人利用操作系統共有的經驗，其中還有些很棒的建議。

**加州紅木市的S.H.：**

我對現在所用的系統很滿意。對我來說，它給了令我安樂和滿意的指引，提供了非常好的成果，在停損點管理、相關利潤或者沒有利潤的問題上給了我答案。要是沒用這套系統，我的利潤一定大幅縮水。

**法國巴黎的T.A.：**

很不幸的，我花了八個月的時間，才能完全贊同和接受系統告訴我的每一件事情。我已經能夠把自己撇開去賺錢，不過，要是我沒在系統內找捷徑，賺到的錢可能多出許多。

老實講，我在商品操作的基本知識方面，還有許多東西有待學習。我也需要多瞭解自己——我沒有耐性、缺乏紀律、有時愚不可及、誤以為自己很能幹，有獨立思考的能力，不是只盲從別人的系統。去年很叫人驚愕的一件事，是每次我違反系統所指示的方向操作，每回必敗。不只平均線法則助我一臂之力，也要感謝棉花和咖啡豆市場走勢亮麗，讓我能用自己的力量救自己。

不用說，1987年的時候，我一定會亦步亦趨地依照系統發出的買賣訊號去做。我自己窮忙，要在這裡賺五點，那邊賺十點，根本佔不到什麼便宜。我已有個結論，那就是自己跟坐在旁邊位一直在抓頭部和底部的老兄一樣無能。去年慘痛的經驗給了我一些很有用的教訓，絕不會馬上忘記，所以反而可以說是收穫豐碩的一年。

### 德州奧斯汀的M.L.：

我想，過去三年個人實際使用XYZ系統的操作經驗，可能會引起你的興趣。我是在1983年5月買這系統的，可是沒有馬上照它所說的去做。我自己放心不下，常常不信任那套系統，不是反其道而行，就是自己思考要做那些操作。但是說實在的，我一點一點按照系統原始的目的去利用它，最後則是持之以恆和滿懷信心地去用它。

整個算下來，我原來的戶頭裡面有19,000美元，三年後則有了81,814美元。所有這些都是經常性的小賺，賺得很合理，不是靠運氣掙來的，而且所冒的風險相當溫和，損失很小。

另外，就像額外附贈的一樣，這套系統傳授了耐性、前後一貫、多角化、紀律。雖然人性的貪婪和恐懼，會導致大部分投機客接受蠅頭小利和龐大的虧損，卻仍是廣泛的操作者的通病，幸好系統幫助操作者控制這些毛病，把注意力放在有紀律和策略性可行的投機方法上，克服了操作獲利路上的一些障礙。

講了這麼多，到底我葫蘆裡要賣什麼藥？我要說的是電腦

操作系統是最好的方法？我的答案是斬釘截鐵的——可能是吧。首先，我們要談談系統到底有多好？我在談到操作系統時，總會以一些形容詞，像是良好、不錯、可行，來說明這個東西。但是什麼叫做良好、不錯、可行？即使你能夠明白地定義它們，那你又如何決定某個系統良好、不錯、可行？也許最好的檢定辦法就是來個自由、沒有約束力的測試期（任何系統都不可能按這種方式提供給我們）。可是就算這樣做了，還是有缺點。一段相當短暫時間所得到的結果，可能不具有長期的代表性。因此，最好的檢定辦法，是要求使用系統至少兩年的操作者提出他們實地應用所得到的成果——而且你必須跟愈多的人談愈好。其次，即使那是個成功的系統，你還是得確定它跟你的操作方法和目標吻合才行。我見過一位操作者花了相當大筆的金錢在一套十分出色，並且證明可行的系統上，結果發現它跟自己的操作方法不合（他是個短線操作者，系統卻是長期倉位操作系統）。很遺憾的，買來的那套系統只好束諸高閣。簡而言之，每一套系統都有它的性格和理性，通常反映了開發那套系統的人的性格和理性，而且雖然它可能是不錯的可行系統對你也許不適用。

考慮選用某個系統時，你必須決定它是不是像賣方或廣告所說的那樣管用。讓我們驚訝的是，實際情形往往並非如此。幾年前，我跟西雅圖一位操作者碰面，他向我推薦他所開發的一套系統。這個人信用卓著，而且是在某家名聲不錯的公司工作，所以我決定好好看看那套系統，並保證全力合作。我請他給我看一些實際操作的成果，那位操作者拿出他自己戶頭的操作紀錄給我看。帳面上有利潤，而這應該可以證明系統管用。但是我還是暫緩做決定，因為他並沒有給我看其他戶頭的操作

成績。如果真的是那麼好的系統，為什麼該公司的其他客戶沒有限著搶用？我這個人一向喜歡打破沙鍋問到底，接下來就是要看它每天發出的訊號，我告訴發展這套系統的人，只要電腦處理後發出訊號，一律打電話告訴我。六個星期後，我確定我已經看夠了，不再向他詢價。我之所以這麼決定，倒不是這六個星期內，那個系統平掉的每個操作幾乎個個都發生虧損——那可能是因為沒有趨勢的橫向盤整中所發生的現象，而是被一些相當不同的東西弄得令我不放心。當初介紹這套系統時，他說它採用的是長線倉位操作方法，事實上，帳面上的歷史性操作紀錄的確證明這一點，可是很遺憾的，電腦一有訊號，並透過電話打給我時，聽在我耳裡，卻好像那些訊號是發自其他不同的系統。以下是我發現到一些有問題的地方：

- 帳面上的操作紀錄顯示84%的操作有利潤；即時操作成果卻只12%有利潤。
- 帳面上的操作紀錄顯示平均持有期間是34個月；即時操作的結果平均持有期間是5天。
- 帳面上的操作紀錄顯示平均利潤是2,884美元；即時操作的結果卻只有440美元的平均利潤。

不用說，從此以後我再也沒看過或聽過這套系統。

操作者所關心電腦化操作系統的另一個問題是價錢。便宜的系統只要75美元，貴的有7,500美元。事實上，一套系統的初始成本，可能是操作者做決定時最不需要計較的因素。最昂貴的系統，最後反倒有可能是最划算的。選購操作系統時，價格應該擺在性能（不——應該說是穩定、前後如一的性能）、合理的損減（drawdown）、賺賠比率有利（至少是三比一），以及跟你的投資理論相合等因素之下考慮。



我對於所謂的黑箱式系統抱持著懷疑的眼光；這種系統使用時，操作訊號會直接從電腦裡面蹦出來，不告訴我們邏輯理論依據如何，不讓我們看看相關的圖形，以及所做的分析到底用了哪些相關的「線」。操作者應該知道系統正在做些什麼事、發出的訊號為什麼說該那樣做、以及線路「長」得什麼樣子。當然了，系統到底是怎麼設計的，不會讓我們知道。有些比較好的系統，甚至會在呈現圖表時用彩色顯示，並讓操作者決定要不要印出計算結果、工作底稿和圖形。能夠把圖形儲存在硬碟上更能給人方便，因為將來還可以進一步分析，而且操作者可以把其他線路或研究成果「畫」在同一個圖形上。

下一個要討論的問題自然是：操作系統有哪些東西組成？你要怎麼操作？系統最後「吐」出來的東西是什麼？排除那些不用電子計算機或電腦的少數基本數字系統不討論，一個操作系統包含兩部分——硬體和軟體。硬體方面，你可以用可程式的電子計算機（如惠普公司功能強大的產品）或者一台微電腦。你必須用某種方法把每天的价格資料輸入，可以用兩手輸入，或者跟遠距的資料庫連線，如商品系統公司（Commodity Systems Inc.）的QUICKTRIEVE。要連線，必須有電話數據機。正常情況下，你需要兩部磁碟機（或者一部硬碟機，記憶容量至少256K）。軟體方面，如果你是用可程式的電子計算機，那你需要用某些方法「指示」電子計算機怎麼運算。但是大部分的系統都是在微電腦上面「跑」的，通常需要兩張磁碟、一張程式磁碟（把程式告訴微電腦），以及一張資料磁碟。資料磁碟每天更新，方法或者是用手輸入，或者是透過電話數據機跟資料庫連線。更新的資料可能是實際的价格，也可能是永續價格（perpetual prices）。所謂永續價格，是指資料庫計算出



來的一連串價格（九十一天永續數字是最見的形式），有平滑實際價格發生缺口或失衡的作用。利用永續資料有許多好處，其中之一是某個期貨月份到期時，你不必每次都要重新輸入或重新計算價格資料。所謂永續，顧名思義，就是永久和持續的意思。

整個程序從輸入每天的價格開始；每個下午收盤後，就要更新資料。如果你不是用手輸入，那你需要另一套軟體程式來做這件事；整個程序頂多只要幾分鐘。一旦價格資料輸入電腦，並由電腦存入資料磁碟後，就把叫取資料的磁碟移出電腦，啓動程式磁碟。依所用硬體速度和程式的複雜性，整個程式可能要跑十五到四十分鐘。這段期間內，電腦依據程式磁碟的公式以及資料磁碟的價格，計算停損點和其他的訊號。然後，一件幾乎像是魔術的事情發生了——你的印表機像是活了過來，吐出有各種價格和訊號的報表。

幾年前，我向同事展示了一套電腦系統，我的兒子那時候八歲，在旁邊靜靜地聽我們講話。他對我們所說的事情很感興趣，因為有時候他會幫我跑系統。我們談話間歇的一段時間內，小查理顯然再也按捺不住，衝口對來客說：「他騙你——他是從印表機裡面找到正確答案的。」喔，我不想直指印表機印出來的東西就是「正確的答案」，但我們顯然會希望那就是正確的答案。印出的報表有各式各樣的大小和格式，但通常如圖12-1所示。我們所說的這個系統可以在蘋果電腦或者國際商業機器公司（IBM）及它們的相容電腦上面使用，追蹤十六個市場。每個晚上，它會吐出報表，裡面會提到它建議做多頭倉還是空頭倉，加上做多少單位（視趨勢強度而定，從一口到三口不等）。接著它會給你當天市場收盤價資料（圖12-1中，所有

的價格都是91天永續資料）、反轉停損點，另三欄則告訴你要怎麼加碼和減碼。

圖 12-1 某個長期操作系統每天印出的報表(1983年5月的資料)

這個系統可以在蘋果、IBM或它們的相容電腦上面使用，計算時則用永續資料。

LONG TERM TRADING SYSTEM DAILY REPORT SHEET

05/01/83

	1 Position (Long/Short)	2 Close	3 Stop	4 1st Py.	5 2nd Py.	6 3rd Py.
CORN	3	1590	* 1580	1560	1631	1500
WHEAT	3	2744	* 2641	2720	2621	2540
SOYBEANS	3	4923	* 5063	4085	5001	4801
COTTON #2	3	5515	* 5802	5493	5500	5199
SUGAR #11	3	820	* 701	816	851	749
LIVE HOGS	3	4711	* 4385	4582	4661	4386
COFFEE	3	10482	* 13077	11329	13051	10328
NY L CRUDE	3	1778	* 1718	1750	1831	1627
H.OIL #2	3	4800	* 4925	4698	4925	4341
COMEX GOLD	3	4082	* 3959	4095	4167	3954
NY SILVER	3	555	* 534	560	570	545
JAPAN YEN	3	6506	* 6428	6523	6653	6507
SWISS FR	3	6477	* 6518	6483	6727	6408
1. BILLS	3	9449	* 9484	9447	9459	9421
S&P 500	3	27104	* 25374	28059	29274	27490
SOY.OIL	3	1513	* 1546	1512	1712	1506

你可以馬上看出來，系統會提供相當明確和精確的建議，但是有些系統的分析十分主觀，而且要由操作者自己解釋個中涵義。良好系統的另一個重要特色，是它絕不會像絕大多數的操作者那樣，老是只對任何市場的多頭走勢有比較高的興趣。所有的訊號都是從程式內的數學運算，分析過去X天（六天到七十二天不等，視所用的系統而定）的價格得來的。

最後，我們的結論是：操作系統是個工具，而且就像大部分的工具，有好的工具，也有普通的工具。要在市場上經常獲利，操作系統當然不是最後的解答，而且有許多成功的操作者根本不知道資料磁碟和一張破損的磁碟有什麼不同。但是，選對了系統，對於你的整個操作會有很大的幫助。可是——這是一個大大的「可是」——它的效益跟你使用它時表現出來的耐性和有無嚴守紀律成正比。

## 第十三章 順勢／逆勢——雙重操作方法

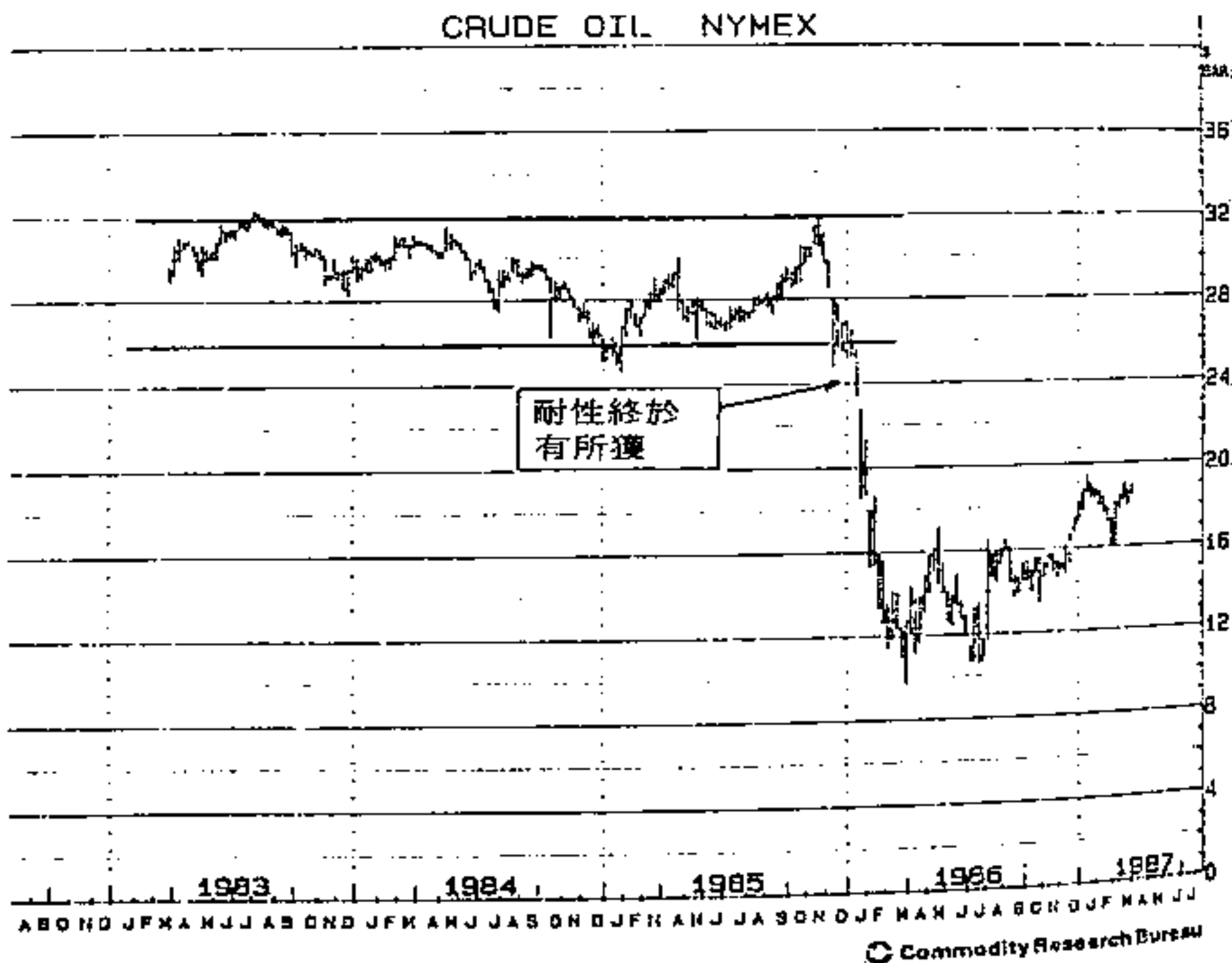
投資要成功，最理想的公式就是適切地融合良好的技術系統、完美的操作策略和理財原則。但是要創造、執行平衡，說的比做的要容易。我從事商品操作卅多年，曾經進場大宰別人，不過被宰的次數可能多些。依我的經驗，最賺錢和最能經常賺錢的方法，是所謂的長線倉位策略——在大波動出現一早就進場、有利的時機加碼操作，而且只要趨勢持續，應繼續守住原倉位不動。但是大部分操作者處理這個策略時，容易跌進根本的陷阱裡。

很遺憾，我們老是想在每一個市場情況中，預判明確的（上漲或下跌）價格趨勢。結果我們老是在自己以為的多頭時刻逢高買進，而且在應該是走空頭的時刻賣到最低點。這種操作當然是只賠沒贏。「為什麼我老是會買到高價、賣到低價？」這句話是不是你的寫照？

有一個十分簡單的真理，也就是市場大部分時候都相當平衡；換句話說，是處在一個寬廣、漫無目標的橫向區間內，沒有明顯的上揚或下跌趨勢。我們拿一張圖來說明1983到1985年三年內原油市場買高賣低的例子。那時候，市場是在26.00到32.00的寬廣區間內來回浮沈（見圖13-1）。每一次反彈衝向30.00-32.00，總是會使電腦和其他的技術指標翻轉向上，每一次接頭而來跌回26.00-28.00，指標又會變成翻轉向下。

圖13-1 原油（最近期）長期週線圖

1983到1985的三年內，原油在26.00到32.00的寬大區間內起伏。長線倉位操作者的系統每見市價漲向區間上檔，就發出買進訊號，跌向下檔又發出賣出訊號，把他們搞得七葦八素，慘遭上沖下洗的損失。但是他們的耐性終於得到報償。1986年1月，市場跌破區間底部並繼續下滑到11.00。這裡要說明的一點是：你一定要始終如一遵守所有的操作訊號，因為一月初下跌段的大利潤超過市場橫向盤整期間的一連串小損失。

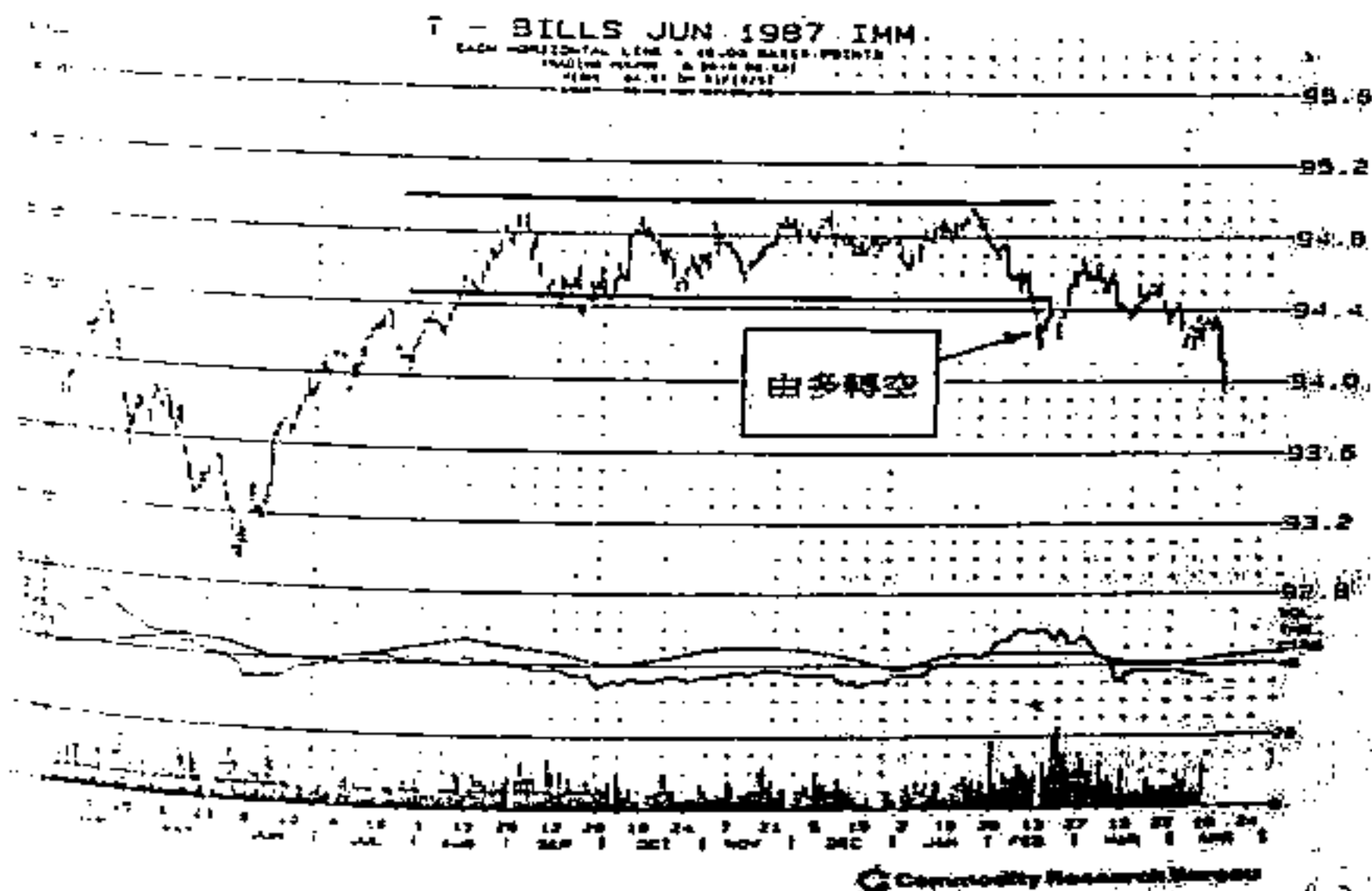




經過多年的摸索和測試，犯了不少其數的錯誤，我找到了一種雙重投機操作的可行方法，代替這種「喔，完蛋了」的操作方法，摘要如下：價格處於寬廣的橫向盤整期，你可以玩一種基本上叫做反趨勢操作的遊戲——價格回折到交易區間的下檔時買進，彈升到上檔時賣出。但是一旦市場跳出這個橫向寬帶時——不管是往哪個方向——就要捨棄反趨勢操作所建的倉位，順著突破所顯現的強勢方向系統（見圖13-2和13-3）。

圖13-2 1987年6月國庫券

1986年8月到1987年1月六個月的期間內，市場鎖定在寬廣的區間內（94.45 到95.00）。這段期間，你可以反趨勢操作，在95.00的上檔附近放空，94.95的下檔附近回補和做多。這些反趨勢倉位只會用收盤停損點來保護，停損點設在區間外不遠處（94.35收盤停損和95.10收盤停損）。收盤價不管往哪個方向突破，你都要清掉反趨勢倉位，建立新的順勢倉位。2月10市場突破向下，六月期貨以94.31收盤。收盤時倉位應該反向操作，由多轉空。



從1983年7月到1985年10月，市場走橫盤（130.00到160.00）達廿七個月之久。在這種市場中，你應該用反勢操作方法，於接近160.00上檔時做空，跌到130.00下檔時反轉做多。這種反勢倉位只用收盤停損來保護，設在交易區間外不遠處，也就是在127.00和163.00附近。經過幾次成功的反勢操作之後，市場終於在1985年10月往上突破，這時空頭倉要清掉，建立順勢而為的多頭倉。



這個方法可說合情合理且一針見血，不像許多當代的系統和操作理論那樣有迷人的「鐘聲和哨音」。最適當的操作方法應當融合兩個層面——技術操作系統和投資策略。不管是投機者、操作避險者或者金融機構，以嚴肅和有紀律的態度來遵循時，便能在可接受的風險環境中，得到經常性的市場利潤。對許多成功的專業操作者來說，這些是遊戲計畫中非常重要的一部分。這些人可能保守贏的策略不欲人知，但他們的利潤卻透露了一切。

要執行這個策略，先得確定每個市場的價格趨勢是橫向，還是有明顯的走勢（上漲或下跌）。

那你要怎麼確定趨勢是橫向還是有明顯的走勢？我通常是想瞭解那種商品的日線圖和週線圖仔細探究和研判。本書並不討論要怎麼樣找趨勢，這方面的參考書籍汗牛充棟。確認趨勢一個比較客觀的方法，是利用一些現成的公式，其中我見到最好的一種，是魏爾德的「方向運動指數」（Directional Movement Index）。這個指數用0到100的數值衡量新市場形成趨勢的程度，數值愈大表示趨勢愈強，數值愈小則愈趨近於沒有趨勢的市場（橫盤）。這個指數也定義和確認均衡點，也就是向上運動等於向下運動的地方。你可以用筆算出這些數值，但是利用可程式電子計算機，像是惠普公司的產品，或者微電腦（蘋果、IBM或相容電腦），速度會更快。這方面的套裝軟體可參考趨勢研究公司（trend Research, Ltd.）的資料。

確認趨勢的另一個方法，是像能夠提供每日或每週資訊的公司購買服務。多年來，我都是利用電腦趨勢分析表（Computer Trend Analyzer）。這個表可以在商品研究局期貨服務（CRB Futures Chart Service）每週出版品中找到（見圖13-4）。

圖 13-4

# COMPUTER TREND ANALYZER

Commodity	Delivery	Computer Trend	Trend Started		Current Computer		Market Close 3/4/87	Week's Change
			Date	Price	Support	Resistance		
CBS FUTURES	MAR. '87	UP	1/14/87	214.10	212.50		213.45	+ .35%
BRITISH POUND #	MAR. '87	SIDE FROM UP	2/6/88	1.4995	1.5220		1.4915	- 1.5835
CATTLE (Live)	APRIL '87	UP	1/12/87	58.40	58.30		57.47	- .30%
COCOA	MAR. '87	SIDEWAYS	1/23/87	1815	1785	1837	1829	+ .61%
COPPER "L"	MAR. '87	DOWN	10/10/86	177.83		181.15	176.54	+ 1.36%
COPPER	MAR. '87	DOWN	1/30/87	80.30		81.55	80.90	+ .50%
CORN	MAR. '87	DOWN	11/24/86	175 1/2		181 1/2	154 3/4	- 2 1/4
COTTON #2	MAR. '87	DOWN	1/16/87	53.15		58.25	54.75	- .41%
CRUDE OIL	APRIL '87	UP	12/11/86	15.65	18.05		18.45	- .18%
DEUTSCHE MARK #	MAR. '87	SIDE FROM UP	2/6/88	.5014	.5200	.5551	.5370	- 3.0476
EURODOLLAR	MAR. '87	DOWN	1/16/87	93.87		93.98	93.87	- .27%
GAS (Unleaded)	APRIL '87	UP	12/17/86	45.40	51.20		51.50	+ .51%
GOLD (Comex)	APRIL '87	UP	1/7/87	402.00	403.50		407.40	- 1.5
HEATING OIL #2 #	APRIL '87	SIDE FROM UP	2/4/87	48.85	48.05	51.35	49.98	- 1.86%
SOGS	APRIL '87	UP	1/30/87	45.47	43.65		45.27	- .10%
JAPANESE YEN	MAR. '87	UP	11/26/86	.5301	.5450		.5428	- 0.5828
LUMBER	MAR. '87	UP	1/12/87	173.00	180.00		182.50	+ 1.44%
MMI - MAXI	MAR. '87	UP	2/5/87	280.35	403.70		413.48	+ 8.35%
MUNI - BONDS	MAR. '87	UP	12/22/86	100.05	100.11		101.18	+ 22/11
NYSE (NYSE)	MAR. '87	UP	1/6/87	145.40	157.30		168.58	+ 4.10%
ORANGE JUICE	MAR. '87	DOWN	11/31/86	174.90		180.78	172.50	+ 1.10%
PLATINUM	APRIL '87	UP	1/9/87	521.86	506.00		525.60	- 8.18
PORK BELTIES	MAY '87	DOWN	12/31/86	65.77		66.60	65.37	+ .31%
SILVER (M.T.)	MAR. '87	UP	1/14/87	364.00	348.30		358.00	+ 3.50%
SOYBEANS	MAR. '87	SIDEWAYS	1/19/87	429 1/4	428 1/2	504 1/2	492 1/4	- 84
SOYBEAN MEAL #3	MAR. '87	UP FROM DOWN	2/2/87	146.30	147.80		145.50	+ 1.13%
SOYBEAN OIL	MAR. '87	UP	1/18/87	18.15	15.95		18.21	- .30%
S&P 500	MAR. '87	UP	1/8/87	253.55	268.60		281.38	+ 1.65%
SUGAR "11"	MAR. '87	UP	1/13/87	8.74	8.95		7.43	- .31%
SWISS FRANC	MAR. '87	UP	12/11/86	.5185	.5100		.5101	- 0.0028
T-BILLS (90D)	MAR. '87	DOWN	1/17/87	91.25		91.75	91.00	- 0.075
T-BONDS (30Y)	MAR. '87	SIDEWAYS	1/20/87	99.15	99.01	100.31	100.17	+ 2/11
T-NOTES (6M)	MAR. '87	SIDE FROM UP	1/2/87	104	103.74	104.14	104.14	+ 9/11
VALUE LINE (KLC)	MAR. '87	UP	1/6/87	134.55	143.50		157.35	+ 12.10%
WHEAT (CB)	MAR. '87	UP	1/10/87	285	281		282	- 1.70%

MARKET TREND CHANGES TREND REVERSALS CONTRACT TRANSFERS

這個技術方法是用數學公式算出各種價格運動數值，包括移動平均數、波動性（volatility）、振盪量（oscillators）和時間週期。這張每週送一次的報表其實是商品研究局每天的電子趨勢分析表（Electronic Trend Analyzer）衍生出來的另一個服務，其中還包括找出約兩百種期貨合約的趨勢和其他技術資訊。從圖13-4看得出來，電腦趨勢分析表確認了每一個市場是走橫盤、上漲還是下跌。對於每一個橫向盤整市場，它找出了支撐點和阻力點。收盤價如果低於所指出的支撐點，趨勢就會翻轉向下，收盤高於所指出的阻力點，趨勢就會翻轉上揚。此外，這份分析表指出了上揚走勢市場何時翻轉成橫盤（收盤價低於所指出的支撐點），以及下跌走勢市場何時翻轉成橫盤（收盤價高於所指出的阻力點）。

對於每一個橫向整理盤，你要找出以下的事情：

1. 盤整區的上檔和下檔
2. 以收盤價來看，價格水準（市場操作點）在哪裡從橫盤改為上漲（向上突破）或者從橫盤改為向下（向下突破）。

這些退場操作點（停損點）指出了你該滑掉反勢倉，建立順勢倉的地方，是在橫向盤整區間之外。退出反勢空頭倉的賣出停損點，是在交易區間的上檔之上。退出反勢多頭倉的賣出停損，是在下檔下方。那要多出多少？很明顯的，這是操作過程中最難以拿捏的地方，因為如果停損點擺得太近，你會一天到晚操作個不停，發生太多次平倉損失；如果放得太遠，你又會來不及逃生，而發生巨大的虧損。設立停損點的時候，應該先考慮自己願意在所建倉位上承擔多少的總損失，再看你進場點在哪裡，停損點就設在萬一發生損失，損失金額等於自己願



意承擔的總損失的地方。比方說，如果你操作的是黃豆，自行設定的風險總額是600 美元（合12美分），那麼賣出停損點（適用於多頭倉的狀況）應該設在買價以下12美分處，買進停損點（適用於空頭倉的情況）則設在賣價以上12美分處。以19 97年3月的黃豆市場為例來說（圖13-5），是在4.80到5.10間橫向整理，目前市價是4.89，你可能有興趣在4.86附近買進，但是賣出停損點要設在4.74（風險12 美分）。或者，你可能想在5.04附近放空，這時買進停損點要設在5.16（同樣是12美分的風險）。

談到清倉操作，我個人不但是把停損點當做清倉點而已，還會在這裡反向操作。如果市場收盤價到達我的買進或賣出停損點（各在交易區間外6美分的地方），我會改建順勢倉。如果我在5.04放空1000 萬，那麼收盤5.16的停損點處會買回2000 萬。如果我本來是在4.86處買進1000 萬，則會在收盤4.74的停損點賣出20 00 萬。

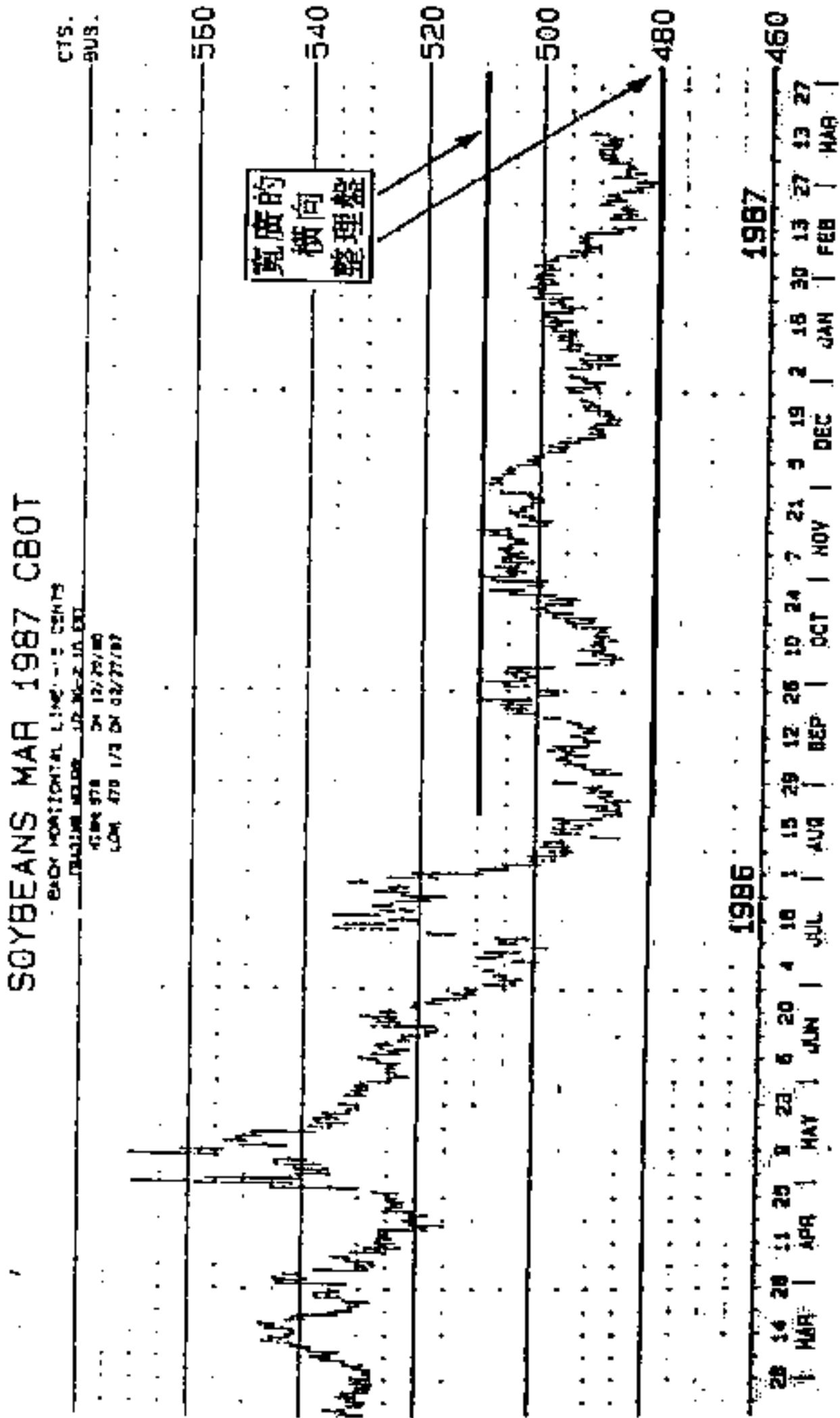
但是，如果倉位果如你所願，由於你是反勢操作，那麼在交易區間的另一端，你必須清倉並反向操作。如果你見高在5.04賣出1000 萬，而市場開始下跌，你必須在4.86買進2000 萬。相反的，如果你的第一筆操作是在低檔附近的4.86買進，而市場隨後反彈，那你必須在5.04賣出2000 萬。

這種操作的策略面在於，雖然操作是反勢而為，但是市場一旦達到你的停損點，你一定要停止原來的做法，改為順勢操作。同樣的，只有在收盤價達到停損點的時候才這樣做，因為我們都不希望盤中隨意的價格波動，只要一跳出交易區間，就發動停損操作，等到收盤時卻發現價格又回到原來的區間內。

談到如何退出順勢的倉位時，我們還是利用停損點——不

圖13-5 1987年3月黃豆

市場在4.80到5.10的寬廣交易區間內浮沈，只要價格仍在這個區間內，我們就可反勢操作，也就是回軟到4.86買進，反彈到5.04賣出。收盤價如果高於5.16，趨勢會由平翻漲，這時我們就回補，做多。收盤如低於4.74，趨勢則會由平翻跌，這時我們就請掉多頭份，改做空。



管是賺是賠，一到停損就退場。順勢倉初步的停損點是設在你所能接受的虧損處，也許是需繳保證金的80%到100%（如果你覺得這個金額多了些，也可以設低一點）。如果市場對你有利，你還是要面對退出（賺錢）倉位的問題。經驗顯示你絕對找不到可行和永遠可靠的方法，賣到最高點和買到最低點。我們都有過令人洩氣的經驗，一大早就賣出賺錢的順勢倉。因此，不妨坐等市場自動把你帶出場。設定「有效率」的停損點，可以做到這一點，也就是隨著市場對你有利的走勢，不斷亦步亦趨往前挪進你的停損點。直到最後碰到停損出場為止。

順勢倉停損出場（這裡所說的是盤中觸及停損點，而不是收盤才停損出場）時，不一定表示趨勢已經反轉，那可能只是表示你已到痛苦的極限，最好能夠壯士斷腕，認賠殺出，保存部分的利潤。你最好是用單純的滑倉停損，不要去跟人家學用什麼反轉停損（reversal stop）。假使大趨勢並沒有改變，你一定有機會在有利的時機再進場。

雖然這種雙重順勢／反勢操作策略很合乎邏輯，可是感情上可能很難照行不悖。以許多市場激烈的波動特性來看，玩這種策略要成功，必須有很強的心臟不可。我們必須檢查一下，為什麼會有那麼大的誘惑力，吸引那麼多投機客在寬廣交易區間的高檔賣進、又賣到低點。個中原因主要是「群眾知覺」造成的，因為市場彈升的時候，大家總是瀰漫著看多頭的氣氛，等到回軟，大家又瀰漫著看跌的情緒。價格衝向寬廣交易區間的高點時，市場總會充斥著許多利多消息，市場人士總預期價格會漲得更高，同時投機性買盤隨處可見。畢竟，沒人希望錯過「多頭快車」的起站。如果我們是在多頭趨勢市場買進，或者是在空頭趨勢市場賣出，那麼到頭來可能證明我是對的。但

是由於大部分市場大部分時候都是漫無目標呈現橫盤，這種逢高買進和逢低賣出的策略，往往是個不對的做法。事實上，在沒有趨勢的橫盤裡，逢高投機性買進和見低賣出的做法，剛好是專業性操作者脫手的機會，因為他們已經在更好的價位建立了倉位。

最近我跟華頓一位國際銀行家談過話。這個人早上剛跟某貨幣中心銀行的資深債券操作員見過面。「你知不知道，」他嘆了一口大氣，「那位老兄早上敲進了一億美元債券，午飯前又倒出，損失了十萬美元，沒眨一下眼睛。」

很明顯的，這種銀行、商業自營商、大機構、現場操作者，是大手筆來回進出的人——他們下的是大訂單、建立的是龐大的倉位、進出都是大金額。因此，賺的時候是大賺，賠的時候是大賠，不過不會比市場波動更激烈、更猛。由於他們做的是短線，我們這些比較長線的倉位操作者，被他們一感染，就很難堅守自己既定的抱牢倉位的策略。我們經常在專業操作大戶、商業號子，和抽佣商行、商品共同基金交織的火網中被刮得鼻青臉腫。

要防止這種龐大的洗盤，我們能做的並不多，可是縮小所建倉位的規模、操作次數不要那麼頻繁，卻可以把傷害降到最低。同樣的，我們務必不要在寬廣的橫盤中高買低賣，因為這正是大戶給投機客設下的陷阱。

雙重順勢／反勢操作策略如果運用得對，而且能夠保持客觀和嚴守紀律的態度，應該可以大幅提升你的整體操作成績。

## 第十四章 善用週而復始的季節性波動

莎士比亞說過：「當心三月份」，柯洛爾卻表示：「我沒擔心三月份（而且我的生日就在三月，讓我不安的是二月）」。

每年到了三月，我總會鬆一口氣，這是因為對順勢操作的業者來說，一月和二月常常是最忙碌的月份，不但市場的波動特別激烈，連價格走勢也似乎毫無道理地亂竄。

尤其是二月份恰好跟我所說的「二月小憩」（February Break）碰在一起。這段期間內，連工事堅固的多頭市場也回歸寧靜，持續進行空頭趨勢的下跌速度則會加快。二月小憩的根源在於穀物交易，因為生產商往往會保留每年的收成不上市，直到下一年開始再說。這個策略可以給他們帶來兩個好處：作物的應繳稅額可以延緩，第一季的銷售收入則夠用在四月十五日繳稅，以及做為一般農事用途。雖然農產品市場佔期貨交易的比率已不如往年，這個行之久遠傳統的二月農休仍然延續下來，而且仍然是個重要的市場因素。

期貨操作者有辦法從這個現象中牟取利潤嗎？我敢跟你說：首先，在這段期間內，建立新的多頭倉時，要多小心些，尤其是在農產品市場中。如果我得到買進訊號，我還是會去操作，只不過信心不會得到賣出訊號放空那麼強，所以說多頭倉的規模宜小些。



但是二月小憩另有一個很有趣的層面，不管是避險者還是長線操作者都可因而大大受益。三月初開始，你要密切注意你的日線圖，在一月到二月的收盤高價處畫一條水平紅線。這條線是個很管用的買進停損點。不管你要建立新的多頭倉，還是回補改做多，這個價位很可能是非常難以克服的阻力點，許多市場都難以越雷池一步（見圖14-1和14-2）。市場應該有足夠的強勢，也就是收盤價超越一月／二月的收盤高價，你才會在這個停損點以上買進。而且，週收盤價顯露的強勢比日收盤價現露的強勢更重要。並不是所有的市場都有能力穿越這個價位，因此逼近這個價位時，都應該做空，要不然就是縮手在場外觀望。可是即使有這麼個簡單的操作策略，所有的倉位仍然都應該用合理的停損點來保護。這個合理的停損點，我們在上章說過，是你的痛苦「門檻」，你可以根據個人能夠忍受多少金額的損失來設定，也可以按需繳保證金的一定比率來設定。

# 圖14-1 1987年7月糖

糖價強勁上漲趨勢在一月／二月的高價處受阻。沿著這個8.60的高價——停損線，是很管用的買進停損點（以收盤價為準），不管是做多，還是空會加碼操作。放空操作時可以在價格逼近這個價位時賣出，並以收盤價突破這個價位做為反向操作的停損點。

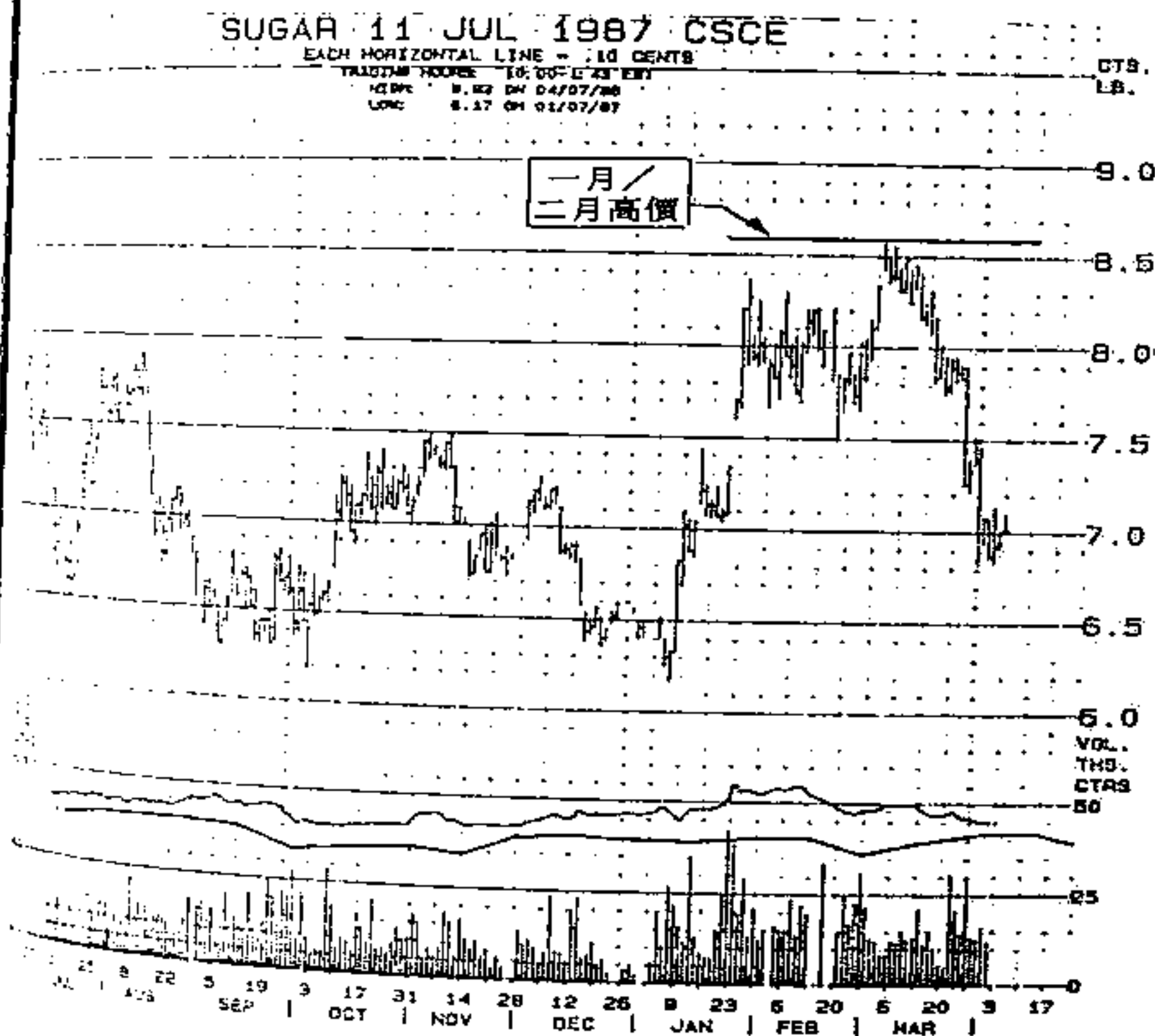
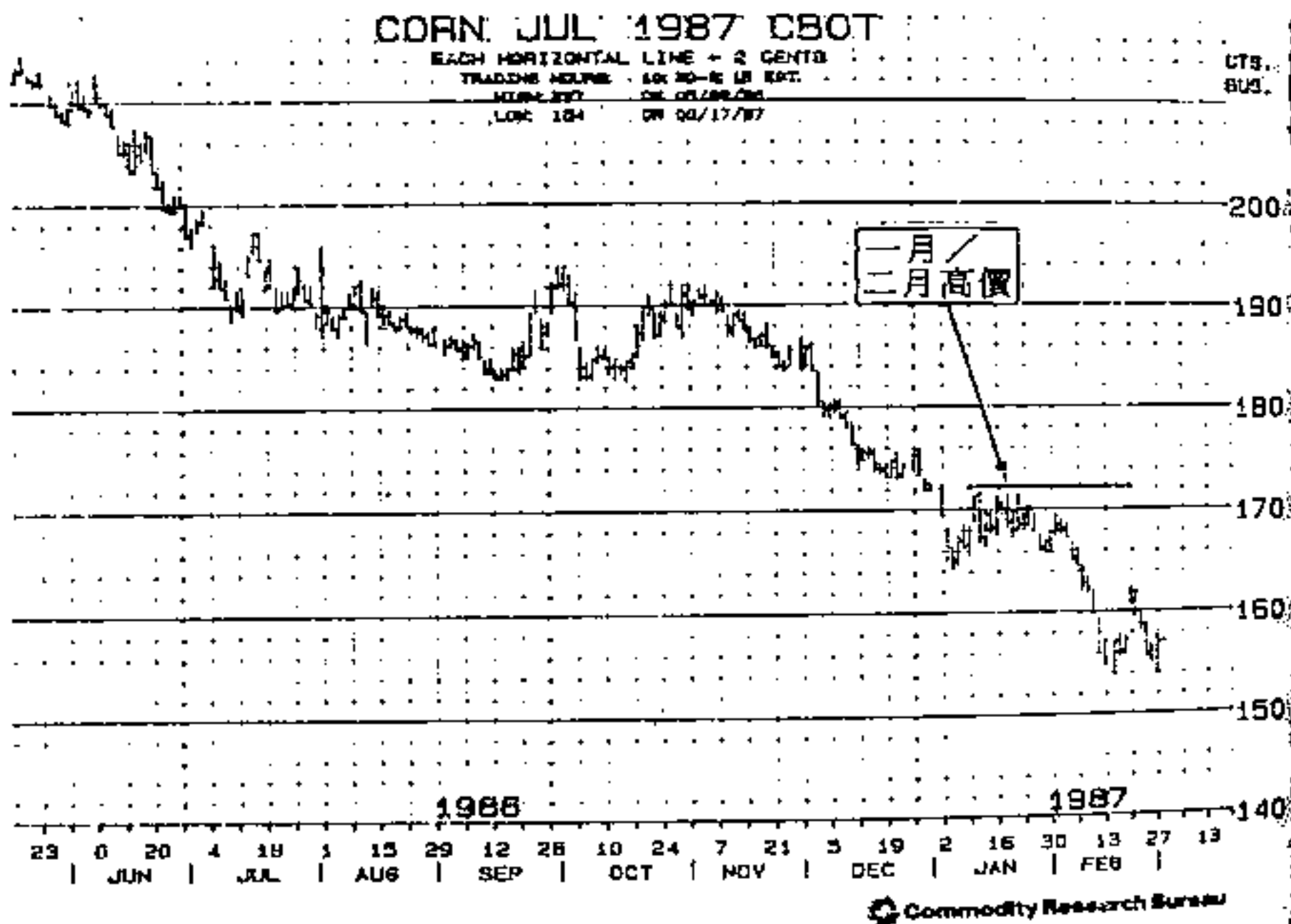


圖 14-2 1987 年 7 月 玉米

典型的空頭市場。一月／二月的回檔速度很明顯地加快。一月／二月的高價 1.72 所畫的橫線，是個壓力很大的阻力區。價格漲近這個阻力區時，你可以加碼放空。1.72 的頭部是個很管用的買進停損點，但是以收盤價為準，到停損點時改做多。



二月小憩只是週而復始影響期貨價格的季節性價格波動傾  
 之一。每一個市場都有它獨特的季節性特性，尤其是跟它本  
 身的供需有關者。如果你懂得這些，你的操作成績會更好。

期貨投機大師之一的甘恩（W.D. Gann）首先在期貨分析  
 中強調季節因素的重要性。他的經典之作「操作商品獲利之道」  
 （How to Make Profits Trading Commodities）以相當大的篇  
 幅，探討季節性的概念，認為這是價格分析過程中一個非常有  
 力的工具。舉例來說，甘恩觀察1841到1941年之間小麥的季節  
 性趨勢，根據他的分析，在這101年的期間內，每個月所創的  
 最低價格次數如下表所示。

一月	2次	七月	6次
二月	7次	八月	16次
三月	12次	九月	18次
四月	14次	十月	13次
五月	5次	十一月	10次
六月	9次	十二月	12次

甘恩的分析指出八月，也就是收成以後，創低點的次數最  
 多。他建議在三月或四月價格反彈時買進，因為大部分的頭部  
 都在五月出現。接著，如果五月或六月初真的見到市場顯現強  
 勢，那你應該放空，等著季節性趨勢把價格帶到八月的低點。

安茲渥斯（Ralph Ainsworth）也是在季節性傾向方面做過  
 許多研究的有名操作者之一。他出版有「安茲渥斯財金服務」  
 （Ainsworth Financial Service），是1930年代很權威的穀物預

測刊物。據說他的基本進出時機系統，是由許多個人獨門秘方「穀物操作黃曆」（Grain Trading Calendars）構成的（以下是小麥專用的「曆法」）。

2月22日 在阿根廷第一次穀物暴，看空情緒漫之後，「買進小麥」。

7月1日 在一段穀物收成看好的時期之後，因價格可能走軟時「買進小麥」。

11月28日 在南半球收成受到傷害的消息發布之前「買進小麥」。

1月10日 由於這個時候價格總是漲得太高，可能有超買之嫌，所以「賣出小麥」。

5月10日 最後一個冬害消息出籠，所以「賣出小麥」。

9月10日 黑鏽病引起恐慌，「賣出小麥」。

看過這些季節性操作系統之後，也許有人會覺得那不過是遠在1930年代和40年代的經驗和主觀研究，可是大家要知道，那個時候並沒有強有力的電腦軟體，此後分析師才有辦法用電腦和各式各樣的軟體去探討和超越甘恩、安茲渥斯和其他人的研究。

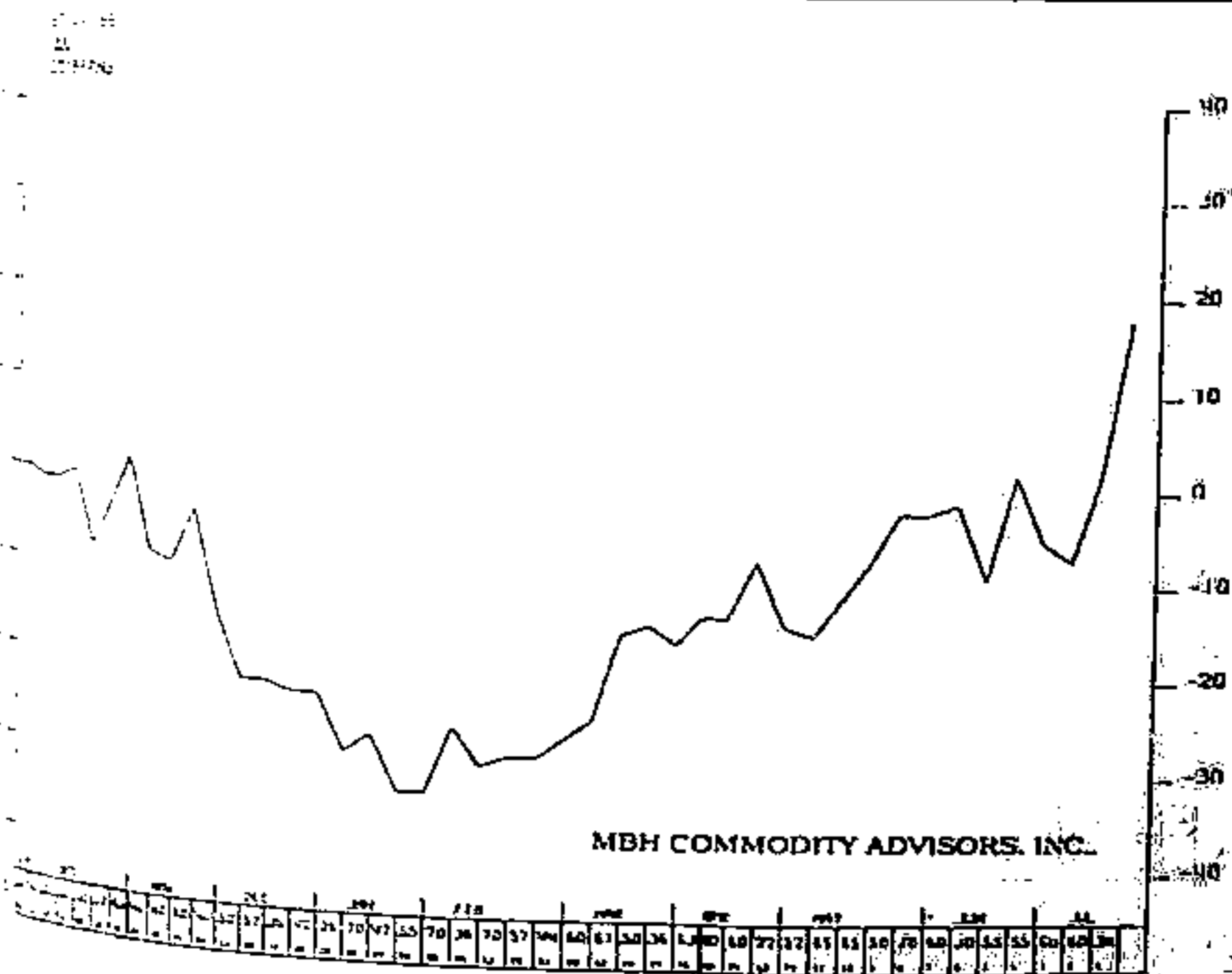
伯恩斯坦（Jake Bernstein）是季節性研究方面的著名大家，結合了現代的電腦科技和客觀的研究方法。他每年出版的MBH季節性期貨圖（MBH Seasonal Futures Charts），是利用電腦研究每週的季節性期貨傾向。這本平裝書涵蓋了約廿五種交投最熱絡的期貨市場，除了有很棒的季節性圖形之外，還有季節性價格分析文章，內容之豐富，我在其他地方不曾見過。伯恩斯坦首先在1977年發表現貨商品的季節性圖形研究（1953年到



1977年)，兩年後又發表商品跨期季節性圖形研究（Seasonal Chart Study of Commodity Spreads）。這些年來，他靠強有力的電腦設備，改進和擴充了這方面的內容，提供了更好的指引方向（見圖14-3和14-4）。

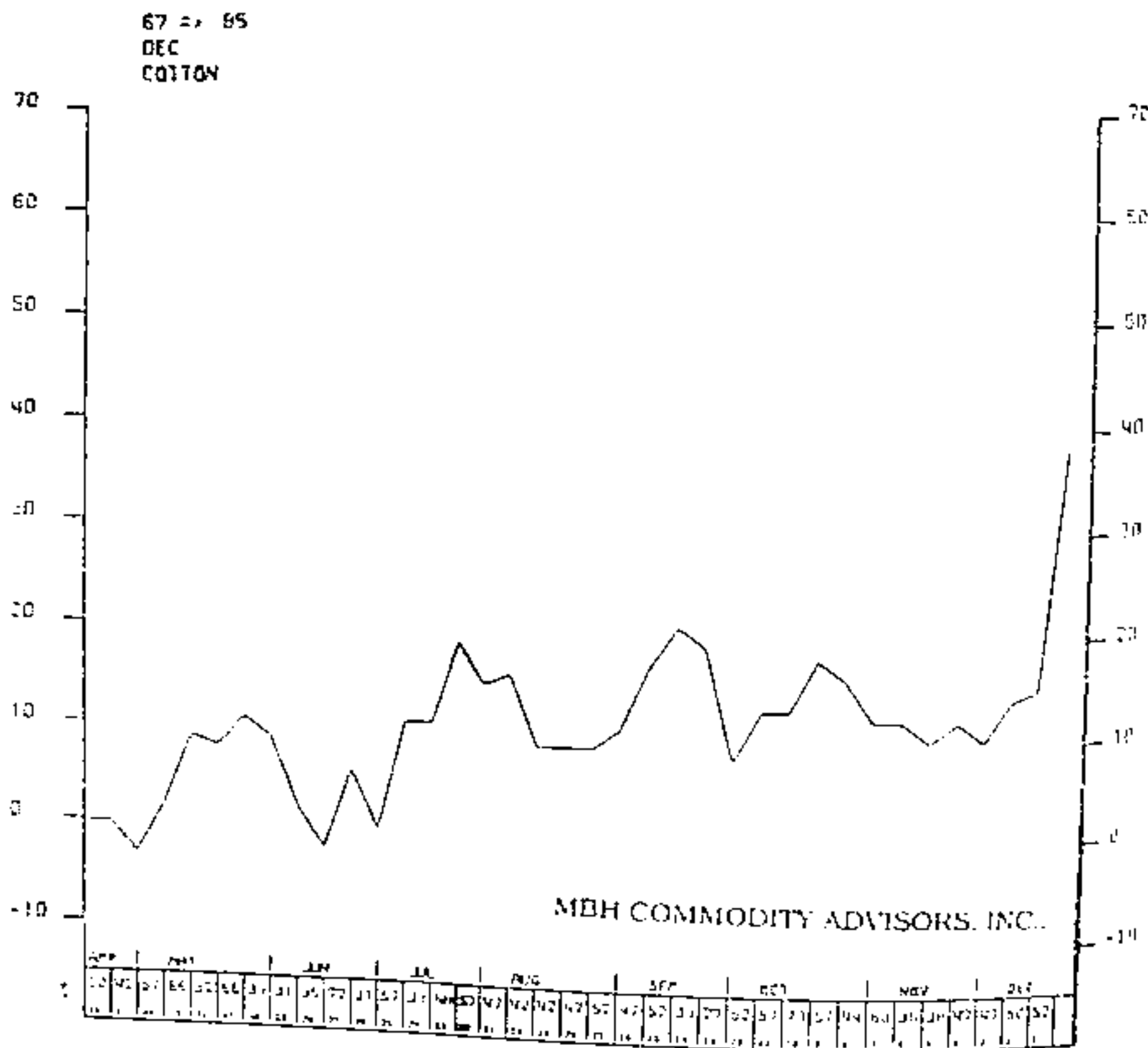
### 圖14-3 七月黃豆季節性週線圖

二月中旬（恰值二月小憩）到七月期貨到期的這一段期間內，似乎有相當強勁的季節性上揚趨勢。七月合約往往會以近高點到期。前一年年底出現的低點，會在一月間受到測試，向上突穿一月高點時，往往會引發季節性的波動。



## 圖14-4 十二月棉花季節性週線圖

十二月期貨似乎是所有棉花期貨中最具有季節性波動現象的期貨，十二月棉花期貨在四月左右達到季節性低點，此後就展現季節性強勢。大家可以看得出來，棉花的上下起伏相當激烈。



目前的版本是用圖和表顯示多種期貨週而復始的季節性傾向，包括每一種期貨每年、一年中每週上漲或下跌的比率。發行人伯恩斯坦在序言中指出，很遺憾的，真正懂得從季節性研究中牟取最大利益的操作者少之又少。投機客談到某個季節性趨勢現象時，常常只是爲了替自己建立的倉位辯護。如果自己這位不合季節性的研究結果，他又會到處找理由來解釋爲什麼有這種相異的現象，最後則是把季節性因素拋到一邊去。

從策略性的觀點來說，季節性考量是技術操作者工具箱裡一個很重要的工具。它不是個孤立的技術，也不能用來替代其他的系統或其他技術方法。但是它可以用來確認或否認其他技術操作的理論。在沒有檢查相關的季節性研究結果之前，我不貿然操作長線的倉位，這就像我不會不先翻翻釣魚資料，就沖沖跑去釣青魚。二月份並不適合釣青魚！

## 第十五章

### 留著利潤最好的倉位：清掉最賠錢的倉位

1980年代末的期貨市場走勢，是最近記憶中操作起來最艱困，成果最令人洩氣的一段時期。有了良好的操作策略，不管市場是上漲還是下跌，你應該都能夠不費吹灰之力得到利潤。可是在許多次「戰役」中，我們卻見到幾乎同時上漲和下跌的市場。不少走勢堅穩的上揚趨勢，間歇性出現激烈的回軟走勢。價格短暫下滑，破壞了上揚趨勢，投機性多頭倉因遇停損而出場。而到一個個停損點把資金「洗」乾淨，市場又恢復上揚走勢。在此同時，不少空頭市場也穿插著同樣激烈的反彈。反彈把投機性買進停損洗乾淨，把那些意志不堅但在空頭倉有利潤的人洗掉，接著盤面又恢復跌勢。

由於走勢詭異且激烈，催繳保證金的壓力老是迫在眉睫。每當接到那麼熟悉、開有透明小窗的信封時，你該怎麼辦？這些年來，我與其他操作者有過無數次的交談，也通過不計其數的信，談的是應付保證金催繳通知書的策略。大體來說，面對保證金催繳通知書時，他們總是猶豫不決，做法也不盡前後相同，但大家都希望能找到一種可行的策略。

保證金催繳通知書有兩種型式——一種是新開戶通知書，另一種是維持保證金通知書。兩者之中，當然以維持保證金通

知書最爲常見。交易所規定，接到新開戶催繳通知書後，要追繳新資金，不能平倉了事。但維持保證金通知書則可以存入新資金，也可以減少倉位來應付。

保證金催繳不可避免時，大部分操作者都做錯了決定。他們的擇有兩種，一是存入新的款項，另一是減碼經營。如果選擇減碼經營，那麼要清掉哪個或哪些倉位來應付催命符？大部分情況下，我不建議別人存入一筆新款，滿足維持保證金的要求。這種催繳通知書是個明顯的訊號，表示你的戶頭表現不好，沒有道理再拿錢去保衛這樣一個不好的倉位。比較適當的戰術是清掉一些倉位，免除追繳保證金的要求，並減低所冒的風險。但是如果你爲了降低風險而把倉位結束掉，這麼一來，你的獲利潛力和重獲獲利立足點的能力不也因此降低了嗎？一邊減低倉位，一邊保持獲利潛利，聽起來好像是可望不可及的目標，可是我們事實上還是做得到。那麼，要怎麼做？你要做的事是用成功的營業廳操作者所知道的基本策略，而不要用抽佣商行投機客採用的那一套。凡是帳面虧損最大的倉位，都應該結束，特別是它們與趨勢相反時，更應該這麼做。虧損最大的倉位既已消除，你的損失風險自然會降低。可是，操作最成功的倉位一定要抱緊，因爲這種倉位顯然是處在有趨勢市場正確的一邊，這麼一來，獲利潛力保住了。賺錢的順勢倉位，跟賠錢的逆勢倉位比起來，前者獲利的機率自然比較高。

很遺憾的，大部分投機客都會選擇結束賺錢的倉位，抱牢不放的卻是賠錢的倉位。他們會找理由來搪塞：「總之，沒有人因爲獲利回吐而破產。」可是，我們也不要忘記，沒有人能夠因爲一點蠅頭利而致富，尤其是在有龐大獲利潛力的趨勢市場中，賺取一點蠅頭小利就沾沾自喜，未免可悲。提早結束賺



錢倉位和緊抱賠錢倉位的策略，必須付出十分昂貴的代價，最後會自取其敗。這也是失敗操作者的典型做法。相反的，成功操作者的一個「正字標記」，是他們有能力，也願嚴守紀律，把賠錢的倉位給平掉，同時抱緊賺錢的倉位。而且，雖然獲利回吐比起認賠殺出，更能滿足個人的面子，可是我們要知道，我們在這個市場，不是爲了面子而來的。我們之所以會在這裡，爲的是在合理的風險中賺大錢。依據這個原則，我們要關心的是整體的獲利操作，而不要想方設法去證明自己是對的，市場是錯的。

從這裡可以推論出一個專業營業廳操作者已經證明管用的策略。這個策略是：在任何一個市場中，或兩個相關的市場中，你該買的是走勢最強的期貨，該賣的是走勢最弱的期貨。這麼做可以給你所下的「賭注」掛個保單，因爲如果市場上漲，你做多的倉位表現一定會優於做空的倉位；如果市場下跌，做空的倉位一定會比做多的倉位有更好的表現。另一個附帶的好處，是這麼一來，倉位需繳的保證金往往能夠降低，或者說，以同樣的保證金，你可以操作更大的倉位。舉例來說，從1983年年底到至少1987年年初，芝加哥玉米市場一直處於大空頭趨勢。相反的，小麥市場趨勢是大致上揚，給了技術或系統操作者一連串相當可靠的買進訊號。假設你得到玉米市場的賣出訊號，並在1986年6月做了一個空頭倉，每五千英斗的一口合約所需的保證金可能是400美元。接下來，我們假設你在同年的10月，在小麥市場得到買進訊號，也因此做了一個多頭倉。通常每一口小麥合約的保證金是750美元。所以說，對每一個小麥（做多）和玉米（做空）合約來講，你可能要繳1150美元的保證金。這筆錢嚇倒你了嗎？其實，對每一個小麥／玉米倉位來說，你

根本不必投入1150美元，甚至連750美元（兩個倉位中比較高的一個）也不要。事實上，只要500美元區區之數，你就可以建立倉位。我個人是不太贊成用這麼少的保證金，而傾向於繳交兩個操作中比較高的金額（這個例子中是750美元）。可是這還是有很大的槓桿作用，這一段期間內，小麥／玉米（跨期）倉位賺了多少錢，不必數學天才也算得出來。利潤的表現方式可以是單純的金額，也可以是所繳保證金的比率（請用你的計算機去算，我的只到七位數）。這是個高難度的分析？也許是吧——但還沒有難到不懂得要買進比較強勢的市場（小麥）、賣出比較弱勢的市場吧？！請參考圖15-1。拿捏這些跨期（spread，或叫做雙鞍〔straddle〕、換月〔switch〕）操作時機的另一個方法，是利用所謂的跨期圖，如商品研究局（Commodity Research Bureau）每週出版的CRB期貨圖（CRB Futures Chart Service，見圖15-2）。在這裡，你是把倉位看成一種跨期倉位而加以建立或取消，進出時機則以價格差距為依據。舉例來說，在圖15-2的小麥對玉米倉位中，小麥高於玉米的價格從63美分擴大到1.05。這42美分的波動中，假使你只抓到一半，那也有21美分的利潤，相當於1000美元（扣除佣金後）或保證金的100%以上。

買強（小麥）和賣弱（玉米）的例子。這是許多專業操作者尋尋覓覓的狀況：風險合理、保證金低，但獲利潛力不錯。這種機會每年都會出現——操作者務必提高警覺，時時留意買強賣弱的機會是不是出現在眼前。至於進場時機，可以根據你有信心的技術或操作系統發出的訊號，並根據這些訊號抓取每一市場建立倉位的時機。

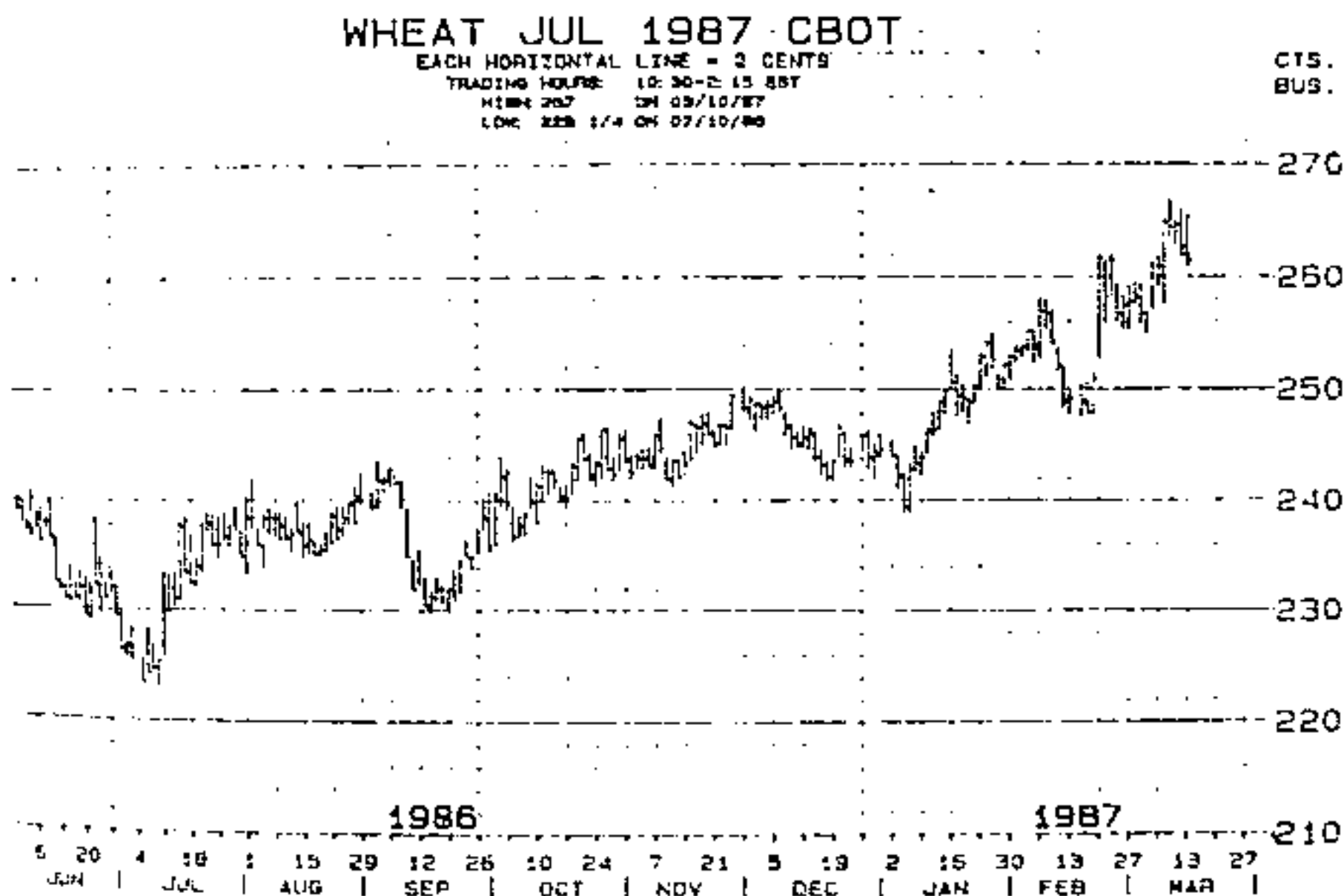
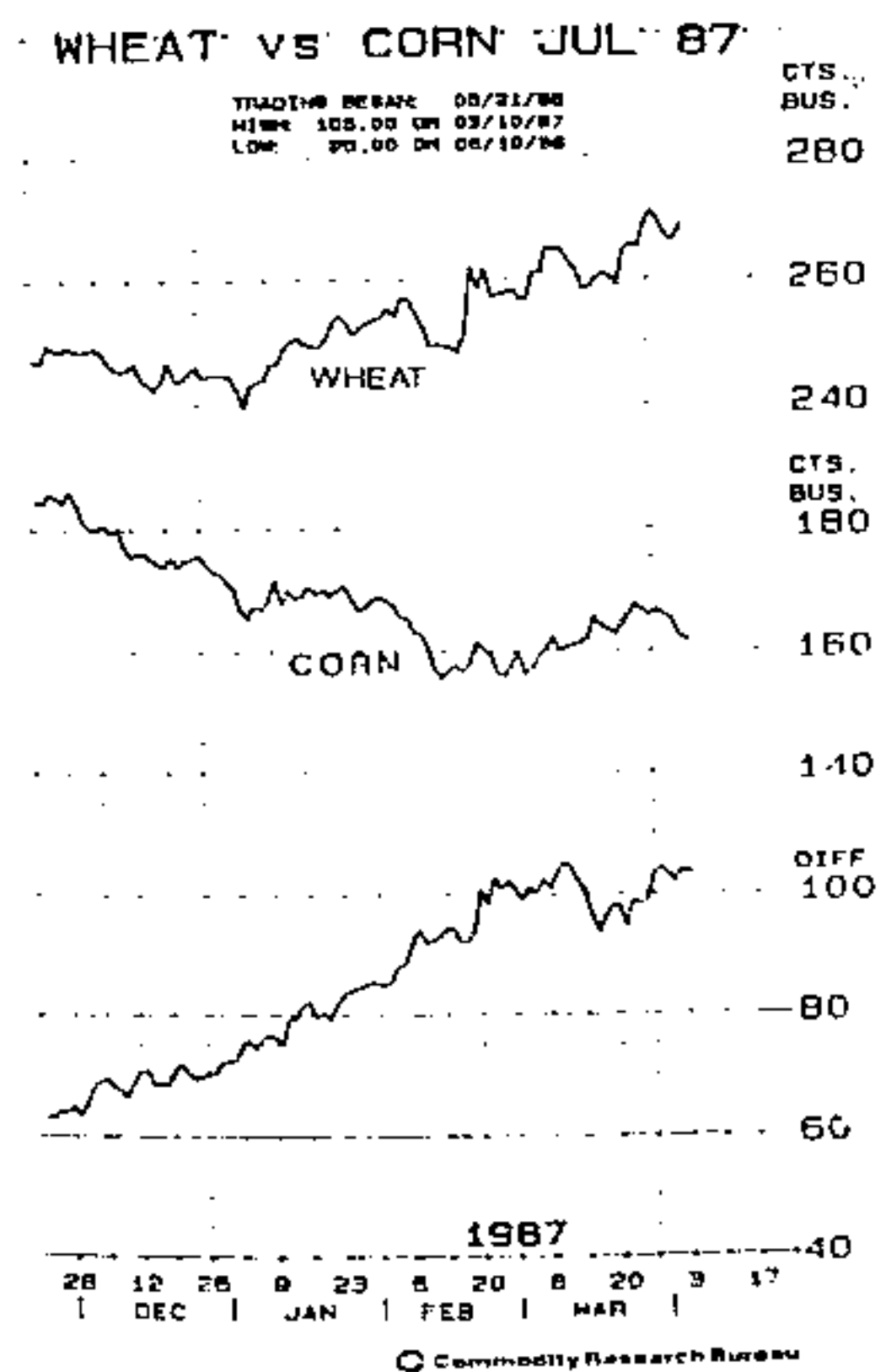


圖 15-1 (續)



圖15-2 1987年7月小麥對玉米跨期圖

決定跨期（買強賣弱）操作時機的另一個方法，是利用跨期圖。這種圖有涵蓋許多相關的市場或同一市場兩個不同的期貨可選用。你可以依據價格的差距，決定要不要進場，或者要不要清倉。舉例來說，假設你在小麥價格超過玉米70美分時，做多小麥同時放空玉米，目前的差價擴大到1.00美元（這個倉位你已有30 美分利潤），你同時決定在差價縮小到90美分時停損出場，那麼你可能會下這麼樣一個單子：「在小麥價格超過玉米90美分時買進（多少數量）玉米和賣出（多少數量）小麥」。有了這麼一個單子，你就把利潤鎖定在20美分（扣除毀損〔breakage〕和佣金）。





這種買強賣弱策略的另一個層面，是能提供博學多聞的操作者額外的利潤。許多大多頭市場都有一個重要的特色，那就是價格會倒置，或者叫做倒置市場（inverted market）。在這種市場中，近期期貨的價格漲勢比遠期期貨的價格漲勢要兇猛，最後近期貨價格竟比遠期貨為高。造成這個現象的原因，是現貨（近期期貨）供給緊俏——或者大家認為緊俏。操作者應該十分小心謹慎地觀察這些跨月差價的變化，因為價格倒置，或者各期貨月份的正常溢價顯著縮小時，很可能就是一個非常重要的訊號，確認了多頭市場正在醞釀之中。事實上，碰到這種價格（收盤價）倒置現象發生時，如果我手頭上有多頭倉，通常我會加碼25%到50%。

此外，專業操作者都一直在密切注意價格倒置現象有沒有成形。一有價格倒置的跡象（以收盤價為準），跨期操作者就會買進有溢價的期貨，賣出有折價的期貨。可以想見，玩這種遊戲時，身手必須十分矯健才行，因為價格倒置的現象隨時都會恢復正常。可是價格倒置期間，你卻可以在合理的風險中得到不錯的利潤。總而言之，不管你把這種策略取什麼名字，務必留下獲利的倉位，滑掉賠錢貨；買強賣弱；做多溢價期貨、放空折價期貨。最重要的是你知道有這種現象存在、準確地找出哪個市場強、哪個市場弱，同時務必持之以恆、嚴守紀律，忠實使用這套策略。

## 第四篇 操作實戰

## 第十六章 J.L.李佛摩這個人

鋁殼的巨鳥劃過天際，往西飛向勞德岱堡，底下灣流（Gulf Stream）和大西洋間明麗的色彩十分壯觀。巨無霸客機抵達目的地最後一段航程中，我整個人陷入椅背，想著這次趁耶誕節假期，到佛羅里達釣魚的真正目的。我渴望見到一位別人稱之為J.L.的同行。我到這裡來，是因為他過去也常到這裡來。

我可以想像1920年代他在黃金歲月的模樣——高瘦的個子，拼勁十足的熱情，坐在從紐約駛向佛羅里達快車的窗邊。他心裡期待著釣魚打發時間、跟好友相處、放鬆身心並沈思的日子——最重要的，是在華爾街和芝加哥舞台上的英雄戰役後，找個喘口氣的時間，即使十分短暫也沒關係。他的名字叫做李佛摩（Jesse Lauriston Livermore）。

這個世紀，不少才華洋溢或幸運的市場操作者，都有過令人興奮和嫉妒的平倉動作，賺了七位數字的財富（當然是小數點左邊的七位數）。我自己在少之又少的場合中，很幸運地能躋身這群菁英分子之列。可是李佛摩那一類人物，只有他一個。以他藝高人膽大的操作，涉及範圍和規模之廣之大、以他買賣時嚴守紀律和算計之精準、以他一向獨來獨往不受他人左右的獨行俠風格來說，到目前為止還沒有哪一個操作者能出其右。

他出生在1877年的美國麻州史路貝利（Shrewbury），是貧窮農戶的獨子。十四歲的時候，他出外謀求差事；在波士頓

一家經紀公司裡當看板填寫員，週薪只有三美元。從一開始這麼個不顯眼的工作做起，再加上好幾年在東岸一家投機經紀商操作畸零單（odd lots）的學徒生涯，這位沈默、專注的年輕人，成了本世紀初卅年中，最叫人敬畏、讚嘆的市場操作者。

李佛摩的整個宇宙就是價格的波動——包括股票和商品——和他的最愛：精確地預測這些價格。那個時代中最偉大的金融評論家之一的戴斯（Edward J. Dies）指出：「即使李佛摩身上的每一塊錢都被搶光，只要經紀商給他一點點小小的貸款，把他關在房間中，給他報價資料和幾支電話，經過幾個月的熟絡市場波動後，他又會抱著一堆新的財富再出現。」

從1959年我開始在華爾街混飯吃的日子開始，李佛摩就是我崇拜的英雄。我開始鑽研價格分析和操作方法時，李佛摩就是我不曾謀面的教練和恩師。跟許多投資人一樣，他的戰術、策略和市場哲學，影響我甚大。

「市場只有一邊，不是多頭的一邊或空頭的一邊，」他曾寫過這麼一句話，「而是正確的一邊。」這個基本哲學已經深深鏤刻在我心底，難以抹滅。每次我看到有人長篇大論、言不及義，所談過分集中在爭議上，而不談務實的市場分析和策略時，就會想到這句話。

跟大多數操作者一樣，我也常常面臨要保留哪個倉位、清掉哪個倉位的決定。這一方面，李佛摩有一段精闢入理的話，描述他自己所犯的錯誤，一針見血地給了我們建議：「我竟然做過這種錯事，做棉花虧損了，而我還留在手裡，小麥有利潤，而我竟把它賣掉。各色各樣的投機大錯中，很少像有了損失還要去攤平那麼嚴重。我們務必記得：凡是有損失的，都要賣掉，有利潤的，都要留著。」

不過李佛摩留給投資人最重要的教訓，是包括投資目標在內的整套策略。現在操作者愈來愈仰賴強有力的電腦和相關的軟體，他的看法愈發顯得重要。即使是沒什麼經驗的操作者，也常根據不斷跳動的電腦圖形大進大出。

我們不妨來看看李佛摩的智慧：

在華爾街打滾多年、賺了幾百萬美元，也賠過幾百萬美元之後，我要告訴你這些話。我能賺那麼多錢，靠的不是我的想法，而是我的坐法。聽得懂這句話嗎？我一直坐得紋風不動。看對市場正確的一邊，根本不算什麼大本領。我們總是能看到多頭市場裡面，有很多人老早就做多，空頭市場裡，也有很多老早就放空。我知道有很多人在恰到好處的時間做對了恰到好處的事情，他們開始買進和賣進的價位，正是能賺最多錢的地方。可是他們的經驗總是跟我一樣，也就是，他們根本沒賺到什麼錢。能夠做對事情，還且能守成的人不多見。他覺得這是最難學的一件事，可是市場操作者只有真正懂得這件事，才能賺大錢。操作者懂得了怎麼去操作，賺幾百萬美元易如反掌折枝，而且比他不懂得操作時賺幾百塊錢還容易。

可是李佛摩最重要的智慧，是顯露在下面這一句話中（我總是覺得這句話指的不只是市場操作而已——也許那正是人生的至理）：「對我來說，賠錢是各種困難中最輕微的一個。認賠虧損之後，賠錢再也不會困擾我。做錯事——不是認賠——才會傷害口袋和心靈。」

很遺憾的，我的佛羅里達釣魚之旅太短暫了，一個星期後，我又回到了忙碌的紐約市。垂釣時，等著大魚自動上鉤的時候，我不斷想起李佛摩和他到佛羅里達釣魚的情景、他的策略，以



及他那深邃的市場智慧。雖然他抓到的魚無疑地比我還多，可是有件事我一定比他強，那就是我可以研究和享受他的著書和文章，他卻沒有這方面的著作足以參考。

## 第十七章 市場無好壞之分

1980年代初大部分時候，避稅是金融界和聯邦政府最關心的課題之一。一方面，國稅局和國會注意的重點擺在防堵避稅漏洞。事實上，1981年的「經濟復甦法案」（Economic Recovery Act）已把龐大避稅業者的心臟業務一掃而光。一些既有的做法（透過套稅〔tax straddle〕以及稅負移轉）消失了，投資人不再能夠把短期的資本利得改成長期的利得，把稅負延到一年或二年以後。

金融業中許多人——抽佣商行、營業廳經紀商、會計師和律師、投資大戶——花了很多時間和金錢，想設法創造可行的新避稅方法，取代政府明令禁止的老方法，以為因應。

可是創造出無數完全合法、無懈可擊的避稅措施的，卻是我們這些商品操作者無意間促成的。事實上，這種避稅方法確實合法且單刀直入，結果卻十分傷人——從表面上講。讀者知道我談的是什麼嗎？我講的是如何使操作發生虧損——賠錢，而且是在高信用額度、瞬息萬變的市場中因押錯邊而賠很多錢。

這些避稅措施發明者的名單中，我也忝為其中一員，其他還包括許多同行，他們大部分是專業操作者，有多年的成功紀錄。我們應該還可以做得更好！

投資人賺了錢的時候，總是會說自己技術高超、洞察力敏銳、進出時機拿捏得恰到好處。等到賠了錢，又說市場太恐怖、

波動太大、走勢太難逆料，甚至怪罪到全世界資金不夠、利率前景不明、政府赤字太大。還有人說是月有陰晴圓缺、太陽黑子作祟（別笑，真的有人這麼說）、褲腳反摺的寬度不對、裙緣大小不理想。這種賺了錢就說是自己的本事，賠了錢就怪罪到其他事情的心態不是很奇怪嗎？

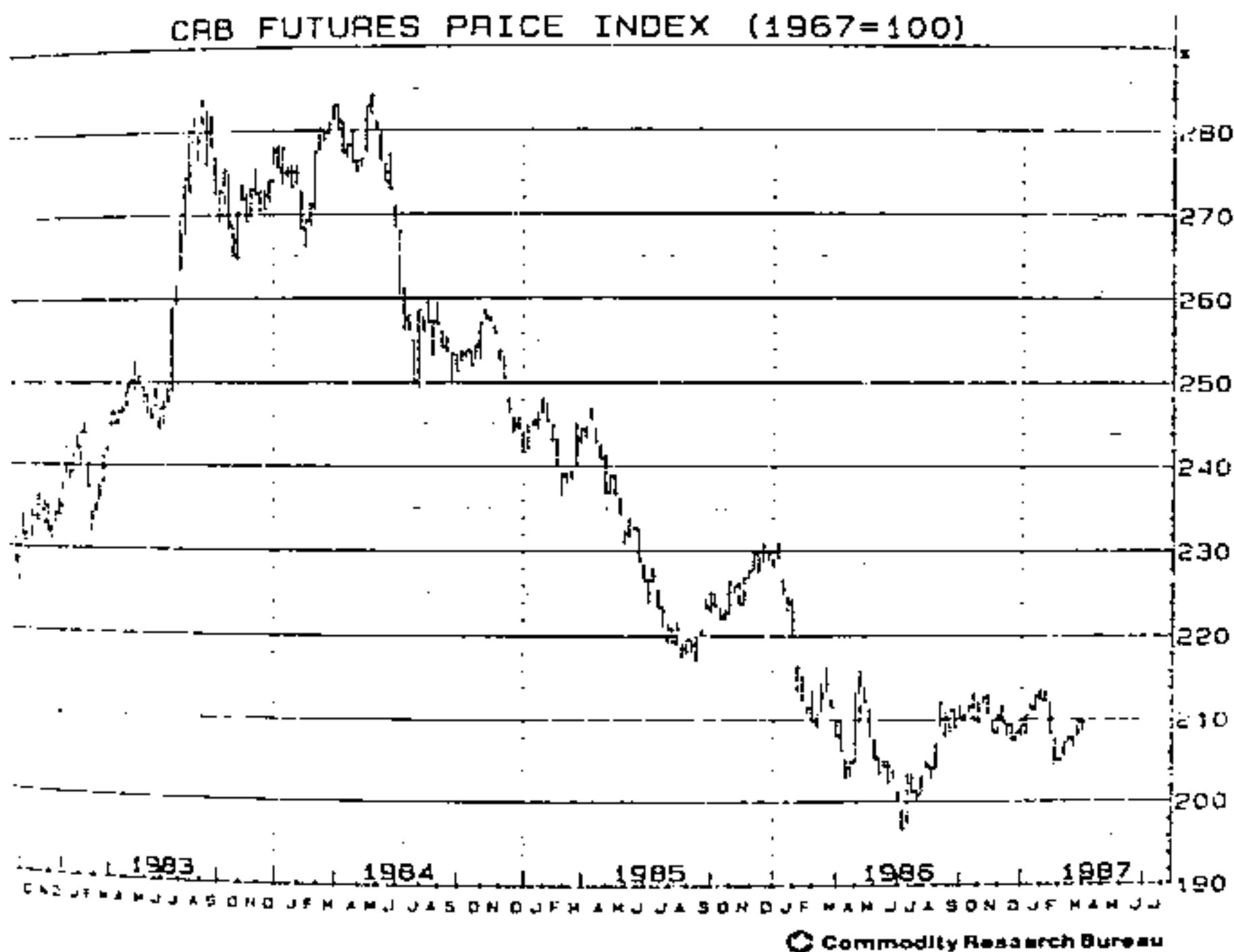
我們為什麼不能坦承自己對市場趨勢看走了眼、操作時機不當，或者市場戰術不對？只有勇敢地拿出務實態度，我們才有辦法找出自己錯在什麼地方、怎麼錯的，下一次要怎麼做才能避免再犯？

期貨市場放諸四海皆準的一個真理是：除了一些偶發和短暫的異常時期外，市場和價格趨勢本身並沒有好與壞、對與錯之分。有好壞之分，或者講明確些，有對錯之分的是投機客本身。在整個期貨歷史上，精明成功的投機客一再發現了這個基本真理。而且這句話還可以回溯到久遠的年代；商品買賣以有秩序的商業活動形式進行，至少有五十個世紀的歷史。早在西元紀元開始之前，依據法律規定進行的熱絡商品市場，就曾存在於中國、埃及、阿拉伯和印度。即使在那些時候，賺了錢的人也可能說市場很好，賠了錢的人則說市場很壞。

照這麼說，近代1983年年中到1986年之間，市場應該說是很差的了。這段期間內，絕大部分的投機客、抽佣商行、投資快報都大錯特錯——他們都沒抓對大部分市場主（下跌）趨勢的方向和波動的幅度。用簡潔的美國話來說，在我們應該左拐（賣出）的時候，卻右轉（買進）了。見圖17-1。

圖17-1 CRB期貨價格指數（長期週線圖）

1983年年中到1986年年中，市場一路下跌，大部分投機客還在玩做多的遊戲，每個月結算下來都是赤字。以客觀和嚴守紀律的態度面對主（下跌）趨勢的贏家，抱著所有彩頭回家，當然了，他們的月報表是黑字。



絕大部分的操作者玩了錯誤的一邊，並把虧損怪罪到那「瘋狂沒道理的市場」，可是贏家——一直用嚴守紀律和以客觀態度隨（下跌）趨勢操作的人——卻深信這市場實在棒極了。同樣的市場，吃同樣米的人，對市場好壞的看法卻截然不同。

事實上，在這些變動不居、似乎漫無目標隨意上下起伏，叫人不斷跌破眼鏡的市場中，嚴守紀律和保持客觀的態度比以前還重要。我們都曾有被市場上搓下洗，帶著虧損出場的經驗，但是你千萬不要被市場惹得火冒三丈或賠得心神不寧。1984年初，我建立了一個很大的國庫券倉位，在嚴守紀律的情況下，被洗出了市場。那時我從二月起就做空九月國庫券，利潤不錯，但見到六月國庫券一枝獨秀的強勢，我失去了勇氣。事後回想，這真是件很奇怪的事。我應該知道，像肉類或某些穀物市場，到期月份才有所謂的軋空行情，可是國庫券怎麼會有呢？不管怎麼樣，見到六月現貨展現的凌厲強勢，我退縮了，把整個九月空頭倉全部補回，隔天才發現崩跌，九月期貨一開盤就跌了20點——每口「才」500美元而已太爛了，當時我還沒學到買強賣弱那一招。可是比這件過早停損退出好空頭倉的事情還糟的，是我給自己不守紀律的做法弄得心神不寧，以致在9月10錯過了一個很好的買進訊號。根據這個訊號買進的話，整個上漲波段可以賺到5500美元，而我連一塊錢都沒賺到！

在這些艱苦的年頭裡，還是有許多頭腦清醒、嚴守紀律的技術操作者，戶頭裡的錢從原來的20%增值到40%，他們反倒認為那是不錯的年頭。以對和錯的角度來說，操作者必須面對的心理問題之一，是下意識裡兩種基本人性情緒的交互出現，也就是「希望」和「恐懼」此起彼落。操作者甲順著主趨勢的方向做多黃豆，而且坐擁利潤。第一次回檔時，他「害怕」繼



續持有原來的倉位，萬一市場反轉，他就會失去本來的利潤。相反的，操作者乙逆主趨勢放空黃豆，發生不大但不斷增加的虧損。他會抱著賠錢的倉位，「希望」主趨勢會反轉（也許不會，至少在他仍做空時如此），並就此開始下跌。在此同時，市場繼續上揚，虧損繼續增加。這裡我們出現的是「希望」和「恐懼」兩種基本情緒，可是卻是一百八十度迷失方向。甲擁有賺錢的順勢倉，應該緊抱不放才對，「希望」有利的市場走勢能繼續給他錦上添花。相反的乙抱著不賺錢的逆勢倉位，實在應該平掉才對，因為他必須「害怕」不利的市場走勢會繼續下去（就跟往常一樣），虧損會繼續增加（也跟往常一樣）。

可是矛盾的狀況俯拾即是。成功的操作中有一件關鍵要素，就是操作者對好市場和壞市場的反應方式；也就是贏和輸的方式。克萊恩（Joe Klein）是他那個時代中最棒的現場操作者之一，輝煌騰達的事業生涯前後長達五十多年，足跡遍及紐約和芝加哥的期貨交易所。他一針見血地說：「任何人都可以是個英雄，只要他大手筆做多，而市場也急劇上揚，甚至有些日子以漲停收市。可是真正的專業人士的金字招牌，在於他落後時是怎麼玩的；市場對他不不利，看起來他再也站不穩時，他的一舉一動，值得我們注意。」

克萊恩應該知道他們是什麼樣子。今天的知名現場操作者，往往集中全力在一個櫃檯或一個交易所，克萊恩跟他們不同，他常年四處奔波。1940代到60年代，他在棉花交易所小辦公室的桌上，老擺著一只袋子，想到馬上提著上路。如果黃豆或小麥市場開始跳漲，而且克萊恩的圖告訴他，必須認真好好玩一玩時，他他就會拎起袋子，叫輛計程車到拉爪地亞機場，坐下一班飛機到風城。隔天早晨，克萊恩踏進黃豆交易櫃檯時，芝

加哥交易所的人一點不會驚訝；畢竟，那是採取行動的地方。

克萊恩有關贏和輸的說法，真正的意思到底是什麼？專家或者專業人士做為一個操作，真正的考驗——這也適用於其他任何專業領域——在於他們因應壞時機的方式。我見過許多趾高氣昂、不可一世的投機客，他們上對了動能十足的單向市場（通常是上漲市場），累積了龐大的帳面財富，一旦市場轉而下跌，不但原來的財富轉眼成空，還倒貼了老本。真正的專業操作者的正字標記，在於他們忍耐的力量——他們能夠渡過不可避免的橫逆，終而出人頭地。

當然了，操作不順時感到洩氣，是人之常情。即使你極力保持客觀態度和嚴守紀律，任何一筆操作還是有轉壞的可能。我們都經歷過這種時候。我發現，應付這種時刻的最好方式，是遠離市場，待在場外，直到自己頭腦清醒，態度變得光明樂觀為止。當你回去的時候，市場還會在那裡。講到裡，我不禁想起一個有關十九世紀知名老棉花操作者華特茲（Dickson Watts）的故事。有位操作者問華特茲，說他所做的倉位規模叫他夜不安枕，該怎麼辦時，華特茲的回答單刀直入、一針見血：「那你就賣掉到你能夠安睡為止。」你是不是也曾因為自己的期貨倉位而晚上睡不好覺？你是不是曾經把它們賣到自己能夠睡個好覺為止？

## 第十八章 損失一定要加以控制和設限

期貨操作者如果能夠好好想想丹尼斯說過的話，操作起來一定會更順利。丹尼斯（Richard Dennis）是大家公認，今天操作最成功的大戶。這個人所獲得的利潤中，絕大部分來自百分之五的操作。提醒你，我們這裡所說的利潤，跟電話號碼的位數一樣多。

大部分投機客都用一堆機械化和電腦化的東西，幫他們找出趨勢和進出時機。他們花了很多時間盯著螢幕上的報價，以及各式各樣的圖形，有簡單的直線圖或點數圖，也有好幾度空間的移動平均線組合，更有一些奇奇怪怪的東西，像是RSI、DM或者R平方等等，不一而足。甚至於我們也能看到快速行動的即時報價走勢圖，操作者可以預先設定好要卅分鐘到六十分鐘的條形圖間隔，還是要小到三分鐘到五分鐘的間距。

但是，也許聽了我的一番話，你就會把這些紙上的或是電子的協助工具擺到一邊去，轉而把注意力集中在丹尼斯所說那句饒富趣味的話——他絕大部分的利潤來自百分之五的操作。

丹尼斯到底是怎麼樣找出趨勢和進出時間，跟我們的討論不一定有密切的關係——更何況他的方法屬個人秘密，無從探討。可是有一件事並不是秘密，也就是他視良好的資金管理和操作策略，就跟他所畫的圖形或電腦技巧一樣重要。這一方面，我們大部分人都能從中得到一些教訓。

在微電腦普及和功能強大的軟體上市之前，操作者只能依靠自己的經驗和記憶，運用自己解釋價格走勢圖或基本面資料的能力。決策過程往往要用到個人本能、直覺或者純粹的第六感。成功的操作者能夠產生一種「化學作用」，把這些主觀技巧和技術上的長才結合在一起。任何一段期間內，他們的操作成績如何，要取決於以上所說各種因素的合成狀況，再加上每個人獨特的資金管理方法和投資策略。

每個「玩家」都有自己的一套風格和方法，幾乎可說有多少人，就有多少種不同的風格和方法。所謂策略，有人是「別把所有的雞蛋放在同一個籃子裡面」（一次投資六種、八種或更多的市場），巴魯奇（Baruch）常被引用的金言則是「把所有的雞蛋都放在同一個籃子裡面，不過一定要小心看好」。事實上，我在1975年「退休」以前，投資策略有一個特徵，就是把所有或大部分的蛋都放在同一個籃子裡面，不管籃子裡面裝的是銅、小麥或者糖。有時這個做法帶來可觀的利潤。

毫無疑問的，丹尼斯成功的關鍵之一，就跟其他所有知名操作者成功的關鍵一樣，在於他們有能力控制虧損——把它們限制在可以接受的水準之內。嗯，你可能要問，爲了抑制自己的損失，到底什麼才叫做可以接受的水準？聽到這種問題，我的立即反應是說：把你所有的帳面虧損限制在你晚上睡得著的水準。很顯然的，一旦任何倉位的損失大到影響你的睡眠、你的工作績效，或者你的私人生活，那麼這種損失都「太過分」，需要把倉位減少或者平掉才行。可是我們實際見到的情形並不是這個樣子。我看過不少人在汽車經銷商那裡花好幾個鐘頭殺價，爲的是買新車省下幾百美元，可是在期貨市場上操作虧損了幾千美元，還是勇往直前，毫不退縮。很顯然的，我們必須

保持某種客觀和務實的態度，知道何時要忍痛砍掉不利的倉位。首先，我要指出，決定何時結束賠錢的倉位時，單依操作者個人對那個倉位能否維持長久的看法如何來判斷，是最不用大腦的方法。操作者覺得某個倉位有獲利潛力，或者那個倉位沒有希望，應該放棄，甚至滑掉後反向操作，這二者之間並沒有什麼差別。很少操作者、專業人士或者其他聰明人有資格做這個決定，因為這必須先假設他們有能力預測下週或下個月的價格。沒有人能做到這一點，所以我們務必用完全客觀的態度來做決定！要做到這一點，有個方法，就是用各交易所規定的保證金的一定比率，決定任何倉位的容許風險。比方說，你可以把損失限制在保證金50%或100%內。此外，一旦倉位有不錯的利潤，那你就要開始依某個預定的公式往前移動停損點。這個方法有很強烈的理論依據支持，每個交易所對它所交易的商品，都訂有一定的保證金金額，這個金額通常跟每個市場的價格水準和波動性有關，因此間接地影響到獲利潛力。

比方說，由於交易所規定的小麥保證金是750美元，玉米是400美元，你所冒的小麥倉位的風險，會是玉米倉位的二倍。而且我可以預期，小麥價格的波動會是玉米的兩倍。

依這種方式設定停損點，還有另一個好理由。你一定會想把自己的停損點設在遠離絕大多數抽佣商行投機客群集所謂合理的圖形點之外。這些大家一窩蜂所設的停損點，常常成為貿易公司（trade firms）和當地大戶（big locals）的箭靶。1987年5月的咖啡豆期貨就是個很好的例子。那時候，咖啡豆期貨在1985年年底於2.60做頭反轉之後，進入了大空頭市場。從1986年6月到9月跌勢暫緩，大致呈現橫向整理盤，介於1.65到2.00間波動。到了8月底，一大堆買進停損集中在逼近2.00收盤



價之處。這個事實沒有逃過專業操作大戶的注意。因此，在9月22日那一週，市場「突然」察覺專業性買盤大量介入，價格漲到2.07。啊——所有投機性停損買單一下子擁進。這些停損點洗滑，許多操作系統和投機性倉位轉多之後，買盤「突然」縮手。接下來，專業性賣盤「突然」大舉殺出。當然了，市場又恢復空頭趨勢，價格暴跌到1.00。這就是典型的空頭陷阱（見圖18-1）。

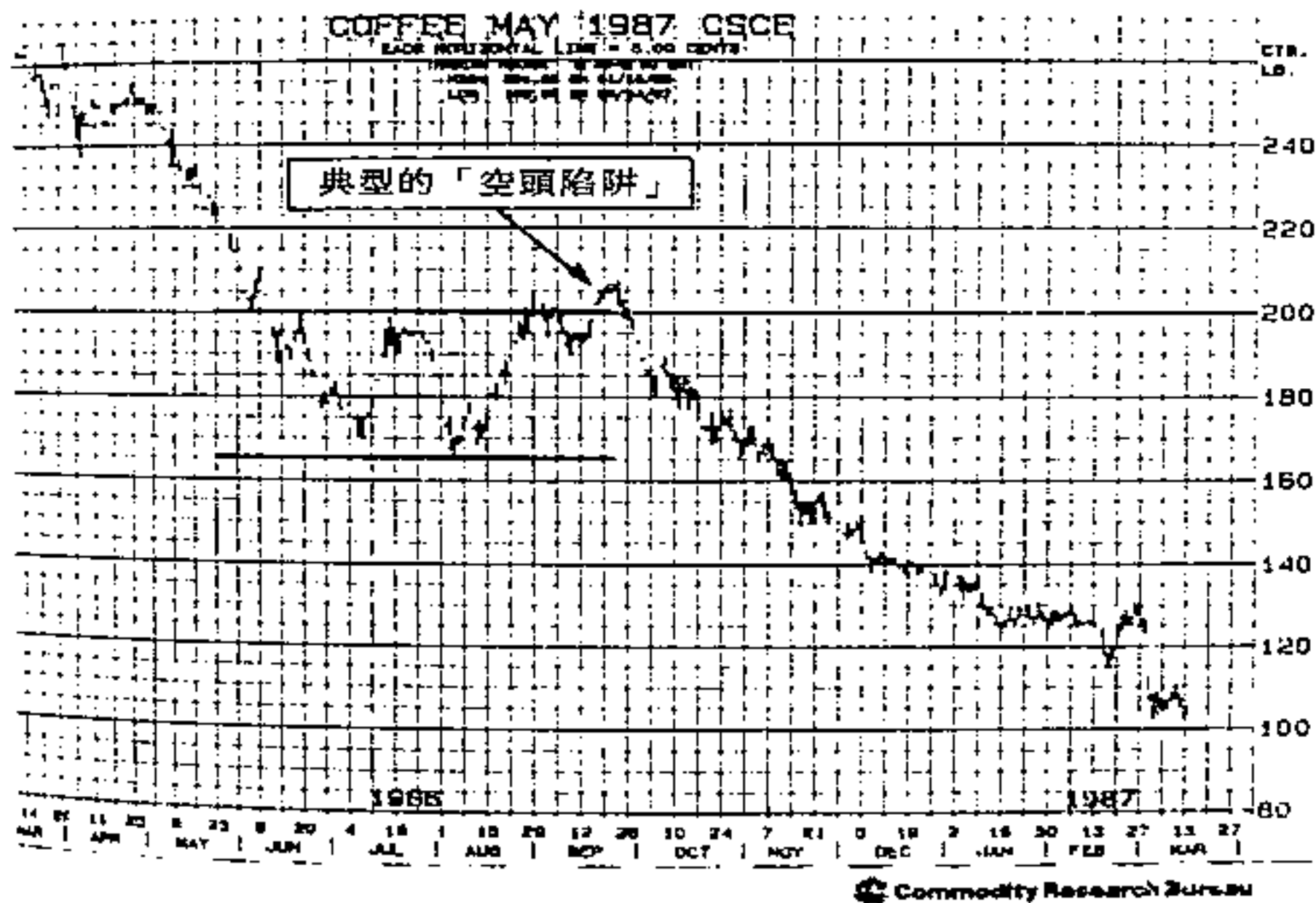
摩斯（Robert Moss）是芝加哥另一位專業人士，提到他的名字，大家就想到他做的是芝加哥期貨交易所（Board of Trade）裡的C期貨和D期貨。摩斯說他的操作策略如下：

- 讓利潤自行滋長，別擔心身懷利潤。該擔心的是如何把損失降到最低。
- 任何操作，我都不肯讓損失超過投入資金的4%。
- 我的操作中，5%到8%賺錢，10%不賺不賠，其他都賠錢。
- 五天裡面，通常我賺二天，打平二天，虧損一天。

操作者必須控制損失和整個進出次數，還有其他很強烈的理由，而這些理由都跟操作的成本有關。首先，不管是賺是賠，你都要付佣金。假設你來回操作一次的佣金是50美元，500美元的利潤就只能淨賺450美元，500美元的損失則共要從口袋裡拿走550美元。確實如此，我見過許多經常進出市場的操作者，一年的佣金帳單加起來就相當於起始投入資金的100%。其實，每一年他們只想能夠打平，就要有100%的操作利潤。我們不是該從這個角度來思考嗎？第二，賠了錢要扳回損失，比當初發生損失困難得多。假設有位操作者，原始本錢是30,000美元，賠了10,000美元，相當於虧掉33%的本錢。現在他只剩下

圖18-1 1987年5月咖啡豆

這個圖說明了典型的空頭陷阱。三個月的橫盤期間內（1.65-2.00），空頭趨勢暫時緩和，業內人士（trader）察覺到投機性空頭倉所設的買進停損點大量集中在2.00上方不遠處。於是乎，9月22日那一週，市場發現專業性買盤「突然大增，把所有的買進停損洗掉，並使趨勢追蹤系統反轉，投機性倉位轉而做多。這些買進停損洗掉之後，買盤「突然」萎縮，專業性賣單「突然」大舉殺出，重創市場，價格暴跌到1.00左右。



20,000美元，爲了賺回到原來的30,000美元，他的戶頭必須設法增加10,000美元——也就是要增值50%。他原來只賠33%，現在必須賺50%，才會有原來一樣多的錢。如果再把佣金成本考慮進去，情況會更糟，因爲不管是賺錢的操作還是賠錢的操作，都要收取佣金。你也可以自己再算出其他的輸贏比率，不過那可不是爲了好玩。

好幾年前，爲了擬定某些操作策略，我對客戶多年來的操作方式做了個調查。結果大致乏善可陳，而這應該一點不叫人驚訝。接著我重新架構，只針對他們的一個操作層面進行研究。我想知道一件事，那就是如果用某種客觀的公式，把損失侷限在一定的限度內，比方說，規定損失不能超過保證金的45%，那會有什麼樣的結果？毫無例外，操作成果有了大幅的改善。我比較了用這種「45%原則」清掉的倉位，以及那些沒有用這種清倉停損，而後情勢逆轉並產生利潤的倉位。你可以自己判斷：

1. 新英格蘭地區一家金屬製造商放了 105,000 美元在一個操作戶頭裡，九個月後不但老本全部賠掉，還多損失了 30,000 美元。分析這家公司的操作情形，發現總共有卅五筆交易，其中十二筆賺錢，廿三筆不賺錢。問題不是出在這裡——它的慘敗在於平均每口利潤只有1,799美元，平均虧損卻有6,844美元。這很可怕，不是嗎？如果這家公司每做一個倉位就把損失限制在保證金的45%之內。全部的損失便會只有 9,232 美元，而不是實際發生的 135,000 美元。如果真的像我們所說的那樣做，它的平均每口虧損金額會是1,340美元，而不是6,844美元。這不是有天壤之別嗎？

- 2.爲免你誤以爲大虧損只會發生在公共操作者（public traders）身上，不妨來看一下另一個例子。這個例子中的當事人是歐洲一家極爲老練精明的私人銀行，行方指定的操作者總是拍電報給我，在芝加哥和紐約下單子。剛開始的資金是100,000美元，十三個月後，錢只剩下54,500美元，於是行方解聘了本地操作者（local trader），放棄投機性操作。這十三個月內，該行的十四筆操作裡，只有三筆是賺錢的，平均每口獲利少得可憐，只有255美元，平均虧損卻高達4,156美元。這是不是很不思議？要是該行把虧損限制在保證金的45%內，整個損失會只有6,719美元（每口634美元），如果後來能夠逮到好趨勢並獲利的話，也許還能繼續操作下去。
- 3.拿這兩位操作者的成績和一筆小額操作基金的成果來比較，可以給我們很重要的啓示。這筆操作基金開始的時候只有18,000美元，十八個月後，資本增值到130,000美元。它總共操作了二百卅筆，其中一百五十筆賺。更重要的事，平均每口利潤是1,020美元，平均損失則只有515美元。

這些「剪影」告訴了我們饒富趣味的故事，結論也不言可論。第一個和第二個操作者逆著主趨勢而操作，而且沒有認真限制不利倉位發生的損失。相反的，他們很快就平掉賺錢的倉位，任令損失愈滾愈大。第三個例子中的操作基金，則十分注重紀律，順著當時的主勢而走，並嚴格遵守把損失降到最低的「政策」，讓利潤愈滾愈多。他們依一定的規則行事，從最後的結果可以看出這一點。

---

 控制損失和放手讓利潤愈滾愈多的道理
 

---

	金屬製造商	歐洲銀行	私人基金
原始資金	\$ 105,000	\$ 100,000	\$ 18,000
淨賺（損）	(\$ 135,000)	(\$ 45,000)	\$112,000
獲利操作所佔百分率	34%	21%	65%
平均每口利潤	\$ 1,799	\$ 255	\$ 1,020
平均每口損失	\$ 6,844	\$ 4,156	\$ 515
平均每口損失（如果 限制在保證金的45%內）	\$ 1,340	\$ 634	\$ -----
總淨損（如果限制在 保證金的45%內）	\$ 9,232	\$ 6,719	\$ -----

---

談到控制和抑低損失，許多經驗老道的操作者都喜歡把操作策略比擬做下棋策略的若干層面。比方說，棋士必須肯犧牲某些子，以求獲得某些戰術上的優勢，或者保全其他更有價值的棋子。棋士會不肯犧牲主教和城堡去吃對方的皇后嗎？從這裡推論，從事投機性操作者，操作者應有破釜沈舟的打算，願意犧牲逆勢操作的賠錢倉位，保全順勢經營的賺錢倉位。緊抱和保衛賠錢倉位並沒有什麼道理，以同樣多的錢，你可以拿去保衛和增加賺錢的順勢倉。下西洋象棋另一個可以用在投機性操作上的策略，是白求勝，黑求和。這話是什麼意思？兩棋鼓



相當的棋士對奕的時候，白子先走，所以應該能佔優勢，所以他必須講究攻擊力，以求勝利。相反的，黑子一開始是處於劣勢，通常必須採取守勢。除非白子犯下過失，把優勢讓給黑子，否則黑子會一直處於守勢局面。所以黑子如能求和就很滿足，只能期望在一下盤中改下白子，再採取攻擊性和求和的策略。

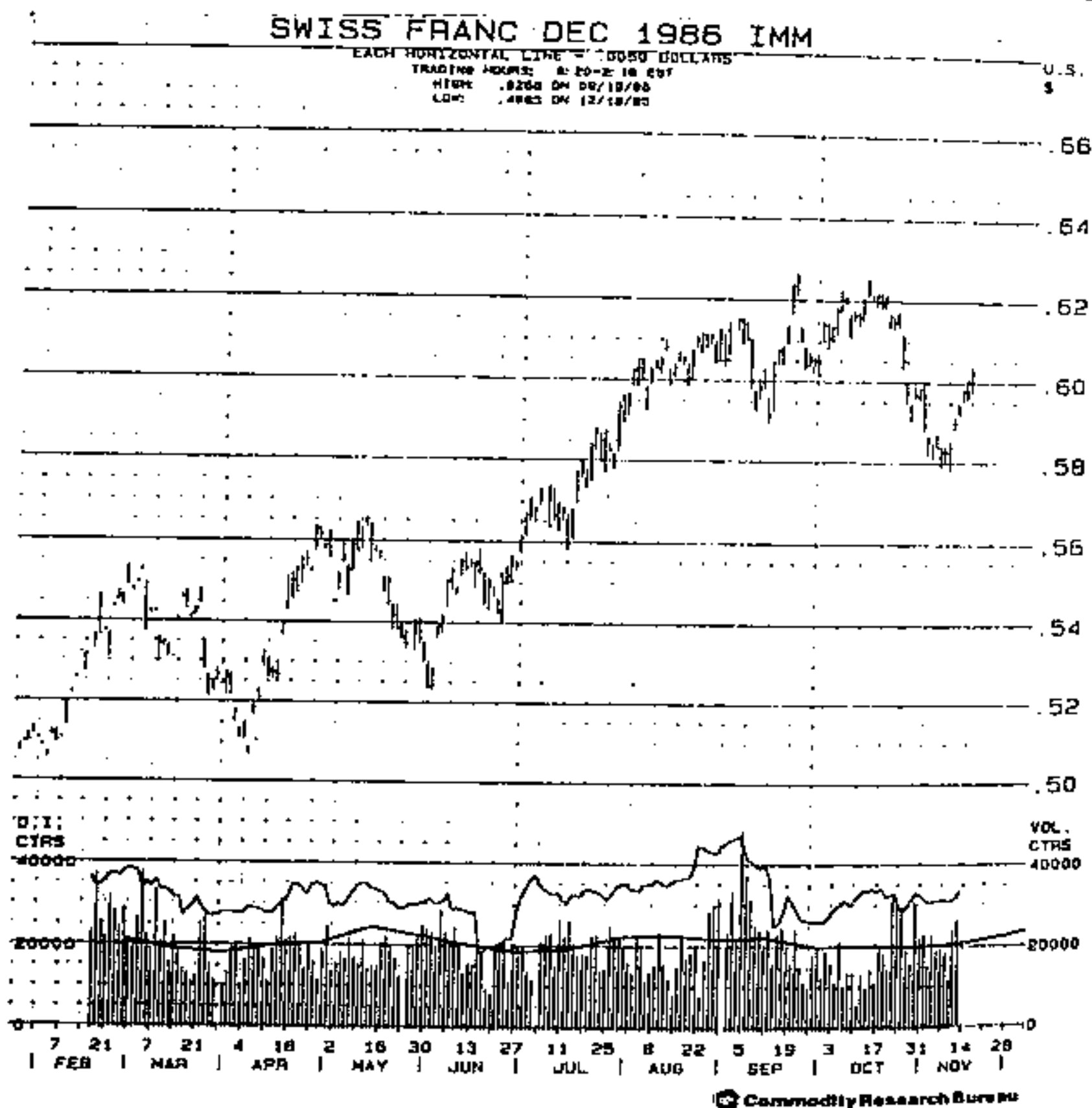
這個比喻跟期貨操作有什麼關係？如果你有順勢倉——相當於下棋的時候先攻——你就處於優勢，應採取攻擊性的策略求取大贏。這種情況下，你就緊抱不放，跟著主趨勢走，不必急著獲利了結，賺取蠅頭小利。但是如果你抱的是逆勢倉——等於是下棋時後下的一方——你便處於守勢，如能全身而退，不發生任何損失，那就屬於萬幸了。假使你偏不信邪，硬要等著趨勢反轉，對你有利，讓你大賺，那未免痴心妄想，太沒道理。如果你能打平，不賠不賺，那就趕緊收拾倉位出場。順勢倉賺錢的機率比起一廂情願、不利的情況，獲利機會要高出許多。

1986年年底，我做瑞士法郎，首先試用了這個策略。那一年，瑞郎呈現強勁的下跌趨勢，直到三月（見圖18-2），跌到51.00（基期十二月期貨），再轉而向上。呈現在眼前的是大多頭市場，價格一路上漲到十月初的62.00。我兩次進場做多，並在技術性超買的情況下，於61.00上面一點點，把最近一次的倉位倒掉。倒掉之後，價格繼續強勁上漲，我認為漲勢還沒結束，這時也不急著再進場。只在場邊觀望，等著下次急劇回跌時伺機做多。

圖 18-2 1986 年十二月瑞士法郎

11月3日那一週，市價跌破59.00的雙重底支撐，破了上漲趨勢線，使技術系統轉而發出空頭訊號。這次回檔在58.00找到支撐，接下來的彈升走勢中，我在59.50倒掉了多頭倉。目前我在場外。

跌勢走完之後，價格轉而向上，12月19日技術指標發出訊號，脫新的上揚趨勢出現。這是個適時的訊號，因為在十二月期貨到期之後，上漲波段仍有800點。



可是要在哪裡下買單？我估計59.00（十二月基期）的雙重底附近有良好的支撐，於是靜靜等候我覺得一定不可避免的技術性回檔。我沒有等太久，10月27日，價格掉到我的買進區域，我當然老實不客氣就裝了一些貨上車。我的好運持續了兩天，價格彈升了100點。可是我失策了，沒想到「那些人」一定發現我剛買進，等著痛宰我一頓。六天後，我抱了一百點的損失（每口1,250美元，而且我的倉位還很大），而且依市場走勢來看，所有合理的支撐都已跌破，現在只有全速下跌一途。這是多大的震撼！我發現自己突然生了期操作貨者一再生的病——滿臉蛋花。

接下來幾天，許多心急的客戶打電話來問「出了什麼事？」他們焦慮地詢問，提醒了我最好該拿出可行的辦法來處理這個狀況。於是我轉向一個可靠的「靠山」求援——已經用了約四年，有長短期圖形和趨勢追蹤電腦系統的「工作桌」。一點問題也沒有，趨勢顯然轉而向下，市場普遍瀰漫的也是濃烈的看跌情緒。價格跌到58.00，恰好是上一次上漲波動回折40%的地方。我估計，這個支撐區會有某種技術性反彈，如果可能的話，應該在59.50的阻力附近倒掉全部倉位。

這麼一來，這次操作就算打平，不賠不賺了。有人可能要問，這麼大的倉位不求勝，只求打平出場，這算哪門子的操作策略嘛？為什麼我不等著獲得利潤再說？我當然希望有賺頭，可是情況似乎不允許，這就是原因所在。雖然我想盡了辦法，只往主趨勢所走的方向建立倉位，可是市場波動那麼激烈，哪能次次如願？再說，你建立倉位的時候，可能是順著大勢所趨，等到建好，才發現趨勢已經反轉，這種情形可說屢見不鮮。碰到這種情形，最好的做法是儘快平倉退場，把虧損降到最低。

如果你能全身而退，毫髮無損，那就可說是邀天之幸了，還求什麼？可是還有一種情況，那就是等你平倉出場，市場又馬上轉回原來的走勢，顯示你平倉之舉為不智的做法。這種情況自然叫人吐血，可是我們不妨把它看做是這場遊戲的風險之一，你可以學著去適應它。而且，即使你退出得太早，你還是有機會帶著清晰的頭腦再伺機進場，找一個更有利的機會。這個機會對你順勢倉的利潤有利，也是你應該把全副心神和資金灌注的地方。

我的瑞郎倉位現在逆勢而走，價格已經穿越了上漲趨勢線和59.00的支撐線——因此我決定倒貨。由於我估計價格會反彈到59.50，所以就把它設定為賣點。雖然如此，我還是有個低於市價的停損點(below-the-market stop)，也就是在57.40左右。做為萬一反彈失敗的救命點。11月10日和11日，瑞郎果真反彈到我的賣出區域，我也照原定計畫做了該做的事。一次不賠不賺的操作就此完成。我會擔心市場再次翻轉向上，爬到新的高峰嗎？一點也不擔心。我是在考慮了各種狀況之後，才做了該做的事情。我想起了小時候，看到了早期棒球隊名投手佩奇（Satchel Paige）的一句話，到現在印象還是很深刻。佩奇說：「別往後看，前頭可能有人要暗算你。」事實上，在十一月的損益兩平平倉操作之後，市場確實翻回強勁的多頭趨勢。警覺性高的技術操作者有機會再回到多頭陣營內；許多操作系統在12月19日發出買進的訊號，就是個很好的機會。

蘇格蘭有句古話說：「看好自己的便士，英鎊會自己照顧自己。」引伸到期操作貨上，也許可以說：「看好自己的損失，利潤會自己照顧自己。」

## 第十九章 逮到超級行情的激情

有些操作者可能會有這樣的經驗，也就是日圓或瑞士法郎，或者是GNMA<sub>s</sub>或其他的金融期貨連漲一個月，讓人興奮不已。我要說的是，務實的操作者只會把全部的眼光放在美元上面，不會感到興奮或者動了感情。我們到底是從黃豆上面賺到大錢，還是從膠糖上面賺到大錢，其實都沒什關係。重要是是我們確實賺到了大錢。雖然如此，所有的金融期貨加起來，都不能讓人產生那麼大的激情，只有黃豆的大漲大跌，才有令人暫時停止呼吸的感覺！

我在華爾街第一次玩得直呼過癮的事，是發生在黃豆上面——1961年的芝加哥多頭市場。這個市場具備了所有的條件，能讓美林公司新進的客戶連絡員（註：指作者本人）留下深刻的印象。那時我剛因為接受六個月的訓練課程，來到芝加哥。雖然美林公司花了不少的錢教導我金融行業的所有層面，我的工具箱裡的其他產品，跟期貨的走勢比起來，還是相形失色。我走進馬斯勒（Sam Mothner）的主管辦公室時，我知道，自己已經上鉤了。馬斯勒是我的頂頭上司，也是我的導師。我自我介紹：「新來的商品專員（commodity specialist）報到。」簡短的交流後，我們又談了很久，而且幾乎都是他在講話！他設法驅逐我腦中一些不正當的想法。可是我十分固執，他大概可以感覺得出來，這位廿七歲的新進客戶連絡員像塊頑石。約



廿分鐘之後，我離開了他的辦公室，走馬上任，當新的商品專員時，心裡顫動個不停。

這些年來，每當黃豆市場沸騰不已的時刻，我總是堅持要到芝加哥營業現場一兩天。那幅奇觀，我可是百看不厭，也許沒有一個交易所像這裡有那麼激情的演出。我印象深刻的一次記憶中，曾驚愕莫名地看著某抽佣公司一位年輕的營業廳經紀員，在價格狂跌的時刻，帶了一筆很大的買單，跑到黃豆櫃檯前。當時價格似乎要暴跌到無底洞內，他的買單是唯一的買單。他的行動十分迅速和猛烈，以創紀錄的時間買進了百萬左右的黃豆。幾秒後，他十分吃力地走下黃豆櫃檯前亂成一團的台階，到他公司相當安靜和安全的電話亭。一大堆叫賣的人跟在他屁股後面，把他的所穿的營業廳操作員夾克給扯歪了。他還沒回過神來的時候，夾克上的兩隻袖子已經不見了。可是大家還是不肯放過他，搶拉著那件業已破爛的夾克，高喊和比手畫腳，那位年輕的經紀人買下他們想賣的所有黃豆。我永遠忘不了那一天——我敢說他也忘不了。

1975年，在期貨交易前線衝鋒陷陣十六年之後，我自己親自殺入敵陣的次數增多了——這其中，有大賺、也有大賠的時候。我在一些市場中大顯身手，也在許多市場嚐過敗績。這些市場有農產品、肉類、軟貨，也有金屬。那時我四十一歲，不管是個人還是金錢上，都已達成目標，覺得自己需要一段長時間的休息，鬆懈身心。所以我銷聲匿跡了五年。這段期間內，我讀書、寫作和旅行。我試著把期貨市場完全拋諸腦後。可是每當我聽到黃豆市場又有大行情，總是覺得脈搏加快，太陽穴發紅，焦慮刺痛著心坎。這種心情，想必讀者能夠體會。

1983年8月，我回到華爾街，馬上跑到芝加哥朝聖，向「黃

豆大王」膜拜。當時，市場又叫許多專家迷惑不已，因為價格在完全出乎意料的時間一飛衝天。一月到四月有溫和的彈升走勢，二月間曾短暫回檔，稍事喘息（又是二月小憩）。四月的漲勢在7.20受阻（基期1984年3月期貨），然後潰跌，連跌十週，一直跌到合約期新低價6.20左右。空頭市場成形，對吧？錯了！這一段大回檔之後，七月第一週左右，黃豆市場發動了溫和的上漲走勢，只持續十一個星期。可是就在這短短的十一個星期內，價格漲到9.90，只要1,500美元的保證金，就能賺到18,000美元之多。這一段可說是大行情加超級利潤！而且，在這段多頭走勢裡，特別是在9.00之上，漲勢之銳厲，密切注意芝加哥黃豆的人都說：「黃豆破十指日可待。」嗯，實際情況倒是沒到那麼多；價格接近10.00美元（基期三月期貨）就做頭反轉，接下來幾年則節節敗退（見圖19-1）。

如果你發現密切注意黃豆的人因為價格漲了40或60美分，而開始唱歌、吹口哨、手舞足蹈，再賭黃豆會漲個2美元或更多，絕對是對的。事實上，參加「多頭之舞」的人，還有中西部的商人。他們會買一些豪華的有形資產，像是房子和公寓、遊艇、汽車和珠寶。黃豆的多頭走勢，由於參與的大眾和專業人廣大，即使很短時期的漲勢，製造出來的百萬富翁，也比其他任何商品的大波動為多，而且能使原來的富翁更為有錢。

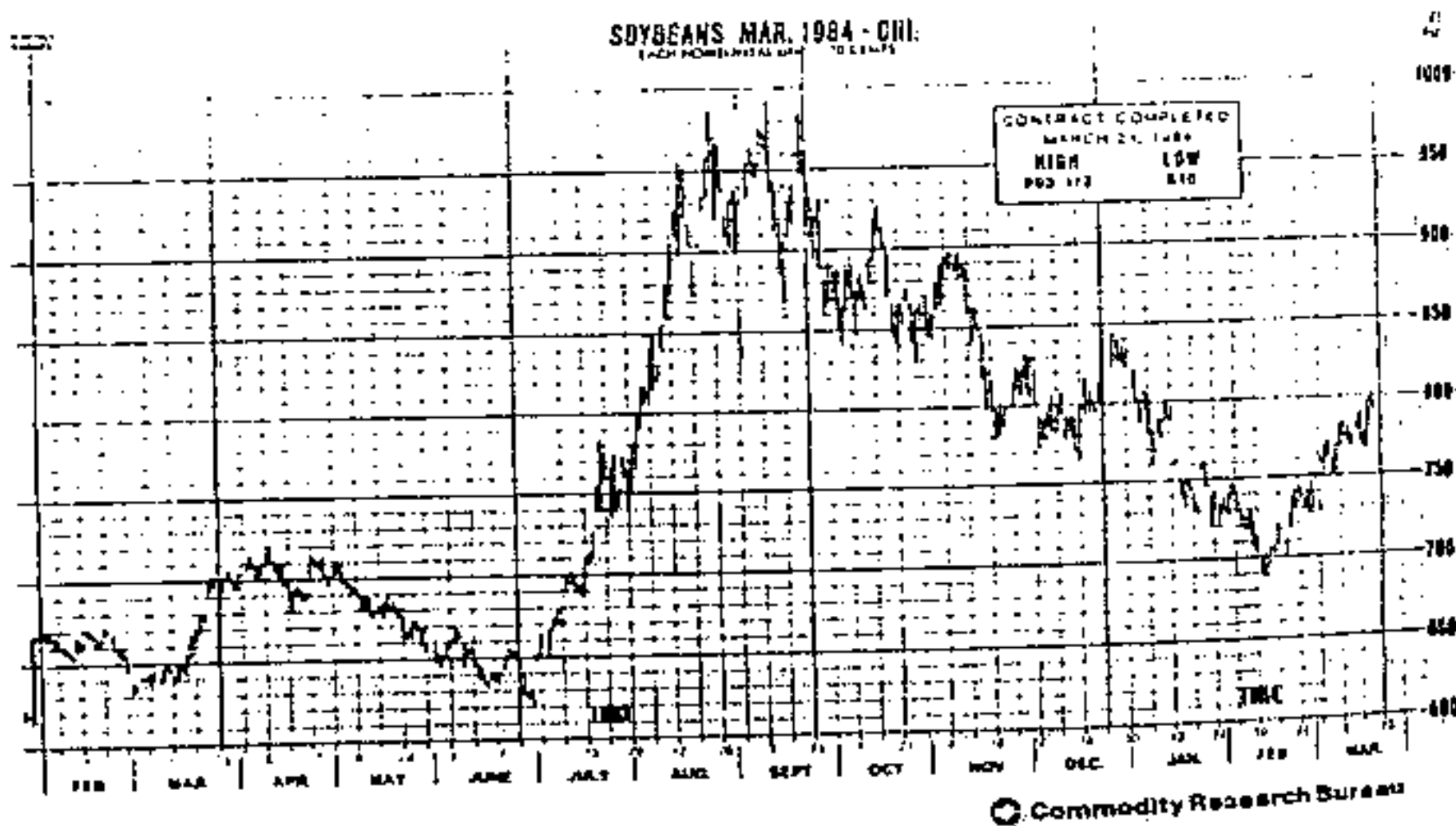
很遺憾的，很少一夜致富的富翁，能夠在市場轉而下跌，而且跌勢比原來的漲勢更猛的時候急流勇退。任何想買中古遊艇、大轎車、勞力士手錶、芝加哥湖邊公寓的人，可以等到黃豆市場多頭市場末升段以後再找人洽談。

很少期貨操作者需要別人提醒下面兩點：(a)如果你運氣夠好或者技術高超，逮到了某個大趨勢市場的頭部或底部，而且

如果你運氣夠好或者技術高超，能夠在走勢的大部分時刻抱牢原來的倉位，而且如果你運氣夠好或者技術高超，能夠抑制其他倉位的損失的話，你一定會賺很多的錢。(b)如果你像(a)所說的那樣，賺了很多的錢，你一定會找個時間好好痛花一頓。有沒有人有異議？我可以給你第一手的個人親身證詞，證明以上兩點所言不虛。

### 圖19-1 1984年3月黃豆

七月初價格暴跌到6.20之後，黃豆價格竟一飛衝天，再叫許多密切注意黃豆行情的跌破眼鏡。這是段動能十足的走勢，價格從6.20漲到9.90，僅僅三個月內每口漲了約18,000美元。雖然芝加哥的人仍在高唱「黃豆破十」，黃豆價格卻沒漲到十美元以上。接下來三年，黃豆市場一路敗退。



很明顯的，問題不在怎麼去花贏來的那筆大錢。我們都可以想出辦法做到這一點。真正有問題的地方，在於怎麼賺到大錢。你沒辦法根據市場上的小道消息做到這一點，或者因為以前五或十次戰役你都敗北，以機率來說，這次贏的機率大多了。要賺大錢，最好的賭注是嚴守紀律，以策略性計畫指導整個操作，小心算計好長期的戰役。

運氣可不可以把它當做好朋友呢？你可能因為運氣好而贏得一場網球賽或象棋比賽，可是你看過因為運氣不錯，只較量了幾次，就拿到重要的網球或象棋錦標賽冠軍嗎？我很難想像有這種狀況發生。同樣的，在期貨市場裡，你必須有良好的規畫和詳細的策略性的計畫，考量所有的緊急狀況，並以踏實和有紀律的方式執行。

談到詳細的策略性戰鬥計畫，我願意拿1987年初我操作白銀市場所準備的策略性計畫，來跟讀者分享。我當時的目標是：要嘛就大賺一票，要嘛就小賠一點。這個計畫涵蓋了下面會詳細說明的各個層面，而且每個大行情來臨時，你都該針對你的每一個大倉位，做這麼樣一個計畫。

當時主趨勢仍然下跌，長期支撐可能在5.00到5.50之間，上檔反壓在8.00附近（見圖19-2）。相反的中期趨勢是橫向整理，我估計最近期期貨週收盤價跌到5.00附近會有買盤進場支撐，6.00、6.50、7.00附近有壓力。

主趨勢下跌，中期趨勢是橫向整理。回軟到5.00-5.50時，應該會有期買盤支撐。收盤價超過6.50（最近期期貨）應該會使中期趨勢轉而向上，收盤價超過7.10，應該會使主趨勢轉而向上。





這麼一來，這個市場要怎麼玩？凡是願意和有能力冒很大財務風險和情緒風險的人，最好玩的可能是做多。1983年初主趨勢在14.00做頭以來，價格跌得很深，跌到相當的長期底部中，而且，在盤整期一延再延之後，市場應該終會向上擺脫這個區域。

這裡的關鍵字眼是「終會」兩個字。要預估市場在「何處」會發動，十分不容易——預測「何時」會動，更是幾乎不可能。可是還是有那麼多的操作者，包括經驗豐富的專業人士，卻爲了「何時」的問題大傷腦筋。要說明這點，我們只要看看1985年猛轟我們的那些多頭白銀市場研究報告和操作建議就可以了。可是市場在1986年上半年創下合約期新低價——那些大言不慚的看漲建議自此陣腳大亂。

我要在白銀市場裡怎麼玩？一開始，我就有個前題，那就是要準確地預測將來任何時候白銀或其他任何市場交易價格在哪裡，是近乎不可能的事。於是我的策略是架構一系列連續性的戰術行動，只有在前一個階段按照我假定的「劇本」演出之後，我才會進到下一個階段。這種方法可以把操作所發生的額外風險降到最低，控制它們在可以接受的程度內。

我的策略踏出的第一步，是在價格跌向5.00-5.50（基期最期期貨）支撐區時，累聚白銀多頭倉。現在，假設這個支撐水準守住了——在這個操作初步階段，我們難以保證它會發生——接著我們走到下一步：也就是，我們碰到週收盤價（最近期期貨）超過6.50時，再加碼買進白銀。假使市場繼續按這個普呈多頭走勢的劇本往前移動，碰到週收盤價（也是最近期期貨）超過7.10時，第二度加碼。這個時候，我研判中期趨勢在收盤價格衝破6.50時已轉爲向上，主趨勢則在收盤價格向上突破

7.10時轉為向上。

我對價格走勢的研判如何？要是市場依我假設的劇本移動，我預期初步的價格目標是6.80-7.00（基期最近期期貨，週收盤價），中期目標更進一步到9.50-10.50間。至於長期價格預測——在這個時候，談這件事未免過早了些。我對走勢的時間研判如何？在四個月到二年內。事實上，時間的研判是這個分析中最不準確和最沒有關係的層面。很明顯的，要玩這場遊戲，耐心是個必要的前提。

雖然前面說了那麼一大堆，我們還是必須承認，主趨勢依然是平中帶軟。因此，原來的空頭趨勢持續下去的機率仍然大些。基本上，我們現在是在穩固的空頭市場裡抓取底部，而這不是件簡單的工作。很明顯的，這個不確定的階段，不是心智薄弱和財力不夠的人所能面對的。

在這個時候，我們已把所有該談的策略都說過了，只除了一點。要是市場繼續下跌，而不是我們預計地上漲時，該怎麼辦？你有沒有聽過幾年前，有位專業投機客做了個很大的白銀多頭倉，每口賠掉了18,000美元？我知道有這件事，因為我就是那個人的經紀人——他是那個等到聽到其他大戶都在買進才買進的人。不管是不是大戶，白銀市場都是個變動十分迅速、融資比率極高的市場，所下的賭注非常高。所以說，除非你是個一流的被虐待狂，或者有無法控制的慾望，真的想在自己名下製造所得稅方面的虧損，否則你最好準備好救急應變計畫。也就是說，你一定要設定停損點，在個人的痛苦門檻達到時，利用停損把自己帶出場，比方說，在每口虧損到達1,200或2,000美元左右時，就要出場。而且，如果你確實因為停損而出場，你還是可以在價格跌到4.00到5.00時再做多。同時，你

要照著我們所說假設情境的其他部分去做，利用收盤價的買進停損點加碼操作。

這就是我在1987年2月，針對白銀所研擬的長期策略性計畫。我們來看看其中一些特別的地方：

- 1.最顯而易見的層面，是主趨勢呈橫向整理，但偏軟，而我等著要買進——這個想法違背了順勢操作的教條。但是中期趨勢是走橫盤，而且我所用的兩個長期早期預警系統，已經亮出了白銀的買進訊號。再說，銀市已經跌了不少，掉到5.00附近強烈的長期技術支撐區內。我也為防萬一，為免下跌趨勢繼續下去，設立倉位時也有佈下很有效率的停損點，用以抑制虧損。
- 2.下跌趨勢會持續下去嗎？我沒有把握。如果有真的持續下去，那我會帶著不大的虧損退場。如果走勢是上漲，脫離了長期的底部區域，那我一步緊跟一步的策略性情境可能會帶來很可觀的利潤。我估計獲利潛力比起風險高出許多，這場賭注是值得的。
- 3.這個假設情境適合一般操作者使用嗎？也許不適合。這是個高風險高報酬的遊戲，適合那些瞭解這是場豪賭，也願意接受它的人來玩。這場長期作戰，可能要花上兩年的時間，所以需要有很大的耐心和紀律。

未免這個假設情境對讀者來說太複雜，也太困難，那麼還有沒有其他可以賺大錢的方法？我們拿散布在全球各地約四百位商品操作者的經驗來說明。我每天都會監視他們所用長期操作系統印出的電腦報表，發現1985年10月10日發出了啡豆的買進訊號，買進價格是139.93（依據永續價格，相當於九十一天的期貨）。這件事有什麼了不起？到這裡為止看不出有什麼了

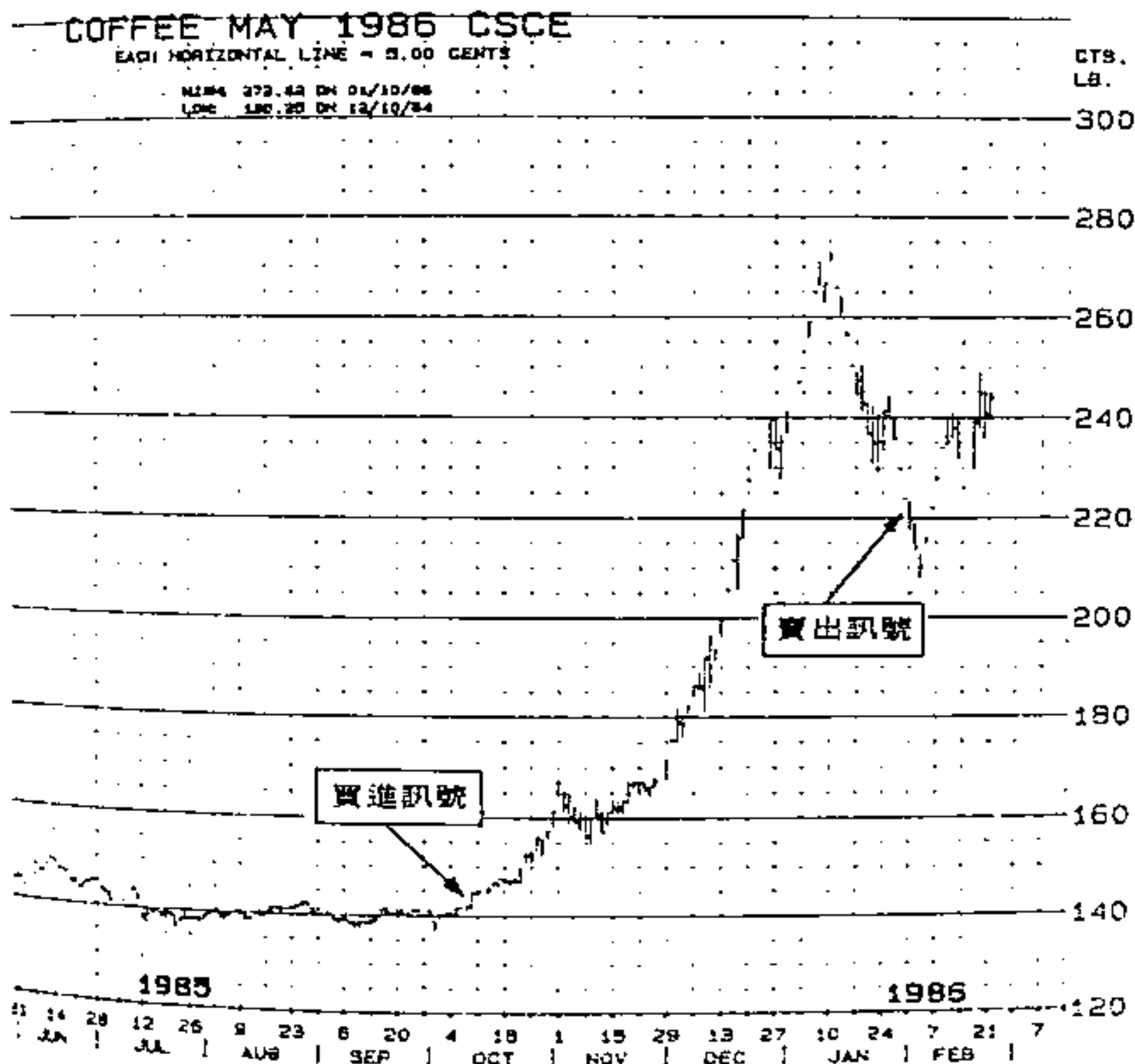
不起的地方。他們的系統一直還是看多，直到1986年1月29日才發出賣出訊號。賣價是多少？223.34。如果你要問這其中有什麼了不起的地方，那你該把小學算術搬出來才行。139.93和223.34的差價是83.41美分，這次波動合計每口可以賺到31,000美元（見圖19-3）。毫無疑問的，這是個超級利潤！

很明顯的，這不是你平常、每天的操作能夠賺到的利潤。可是有些成功的長期技術操作者和操作系統，一年結算下來，能夠賺到許多的大錢——我所說的大錢，是指每口利潤5,000美元左右或者更多。其他許多操作者能夠在大行情發動之初就搭上車，可是很遺憾的，他們沒辦法在行情繼續原來的走勢時，待在車上相當長的一段時間。任何人只要曾經操作過期貨市場至少幾年，一定有這樣的經驗：如果能多持有原來的倉位一段時間，就能賺大錢。這裡的關鍵句子在於「如果能多持有原來的倉位一段時間」，因為能夠做到這一點的人很少。講到這，我要請讀者再回過頭去看第十六章李佛摩所說的話，這裡我們只摘一部分：「你總是可以看到多頭市場裡有很多人早就做多，空頭市場裡有很多人早就做空……可是他們沒有從裡面賺到什麼錢……能夠做對事情又能抱牢不放的人少之又少。」

我們在建立倉位的時候，顯然沒辦法知道自己會不會賺大錢。因此，只要我們順著主趨勢的方向操作，我們都應假設每一個倉位都有潛力賺大錢，因此應該用這種心態去操作。這表示，倉位都要持有（用李佛摩的話來說，是「緊抱不放」）到停損出場為止。停損點要隨著市場的走勢不斷移動，直到把你帶出場為止。有一個很好的例子，是在完全出乎意料的情況下，出現大行情的走勢。這個例子是棉花。1986年8月13日有些利用長期操作系統的操作者，在34.54（永續基期價格）得到似乎

# 圖19-3 1986年5月咖啡豆

全世界四百多系統操作者在1985年10月10日得到139.93買進的訊號，然後在1986年1月29日的223.34得到賣出訊號（九十一天永續基期價格）。這次操作的利潤是83.41美分，相當於每口超過31,000美元。這種偶而一見的超級利潤，足可彌補長線倉位系統在寬廣的橫向整理盤中洗進洗出發生的虧損而有餘。





是一般性的棉花買進訊號。這個訊號看似有點可疑，特別是因為價格從68.00開始下跌以來，就鎖住在很強的空頭走勢中，過去幾個月，棉花操作者為了探測底部，虧損了很多錢。事實上，許多有經驗的棉花操作者，對於自己逆勢建立多頭倉賠損累累已感厭煩。可是這個時候，大部分新手謹照系統手冊上所說的金言：「所有的訊號一律遵守」，依訊號買進棉花。

我敢說沒有人比我對實際上發生的事情更為驚訝。1987年1月28日下午，也就是在買進訊號發出後五個半月，我接到南達科他州拉皮德城（Rapid City）一位製藥業者打來的一通近乎神秘的電話。他跟我偶而通通信，算是期貨交易中一位新手。閒話不表，當時他興奮地幾乎說不出話來——可是在我設法要他平緩下來，用清楚的語句說話之後，終於知道他要講的是什麼。他說，那個早上他的系統剛發出訊號，要他在54.83賣出棉花倉位。他把倉位倒得一乾二淨，發現自己的兩口合約賺了20,000美元以上。進一步交談之後，我才知道他也是到那一天才知道自己賺了那麼多的錢——這可能是他無意中在整個行情進行期間抱牢不放的原因（見圖19-4）。

毫無疑問的，南達科他州這位老兄經驗到了「逮到大行情賺大錢的震顫」。一旦你開始以前後一致的紀律，往主趨勢的方向操作，並抱牢倉位直到停損點把你帶出場為止，而且這期間不要建立過大的倉位，或者因為走勢令人無聊、或者根據市場上的小道消息而頻頻進出，你也有機會逮到大行情賺大錢，享受那難得一見的震顫。

圖19-4 1987年7月棉花

從68.00起幾乎馬不停蹄地下跌之後，系統操作者在1986年8月13日得到籌候已久的買進訊號。這個多頭倉可以持有五個半月，然後在1987年1月28日依賣出訊號清倉，每口利潤約10,000美元。這是走勢強勁的趨勢市場中，倉位操作系統創造超級利潤的另一個例子。可是同樣的系統，在上下起伏頗大的橫向整理盤中，卻頻頻讓操作者發生虧損。

# COTTON JUL 1987 NYCE

EACH HORIZONTAL LINE = 1.00 CENT

TRADING HOURS: 10:30-2:00 EST

HIGH: 58.43 ON 12/29/86

LOW: 32.32 ON 07/18/86

CTS.  
15.

60

56

52

48

44

40

36

買進訊號

賣出訊號

1986

1987

32

2 16 30 13 27 11 25 8 22 5 19 3 17 31 14 28 12 26 9 23 6 20 6  
MAY JUN JUL AUG SEP OCT NOV DEC JAN FEB

## 市場不坑人

我每年都會去看紐約遊艇展。我跟兒子到那個走道逛逛，又到這個攤位看看，兩個小時下來，走累了，稍微休息一下，這時不禁聽到附近一個電子器材放出的談話聲。原來那裡有部很棒的棒球電影，據人表示，千萬不能錯過。這部片子的片名叫做「自然」（The Nature）由於我以前是棒球迷，於是把它租回家，在那個週末用錄影機放來看。那真是部很棒的影片——談的是個人的勇氣和奉獻、耐心、紀律，以及追求卓越的重要性。哦，當然了，片子裡描寫的是棒球，可是我覺得它適合不同的觀眾。它真的只是部棒球電影嗎？毫無疑問，當然是。可是從我的觀點來說，那是故事中最不重要的層面。對我來說，奉獻、紀律、自信、勇氣，才是它談的主題。

它給期貨操作帶來的啓示十分清楚，可是並不是一目瞭然。1960年代初，我剛涉入這個市場時，我的看法是很直截了當的，幾乎可以說是單純的。我研究了畫圖技巧、花了很多時間認識頭部和底部的形成，以及它們各式各樣怪里怪氣的名稱，也看了數不清，有關直線圖還是點數圖預測價格比較準確的爭論。我用了一些小小的索引卡片，把投機或避險的策略、良好資金管理的原則、賺錢致勝的個人和情緒特質，都記了下來。我把一張放在行事曆裡，另一張放在辦公桌最上面的抽屜，第三張放在襯衫口袋中，目的是隨時都看得到。就像其他操作者，我

傾向於把注意力集中在市場和操作的技術層面上，策略和戰術則遠遠退居第二位。

在期貨市場打滾約卅年，我可以發現兩者的輕重慢慢在改變，但是很明顯的，只是到了技術性和策略性考量大致旗鼓相當的地步。我常常講，如果要在「一流的技術系統，與平凡無奇的策略和戰術」以及「平凡無奇的技術系統，與優異的策略和戰術」兩者取其一的話，我每次都寧可選擇後者。有十五到廿年的時間內，吸引我興趣的是策略和戰術、資金管理、控制情緒——尤其是在我寫這本書的五年內。在你看這本書的時候，它們也會吸引你的興趣，我也希望，在你把這本書放回書架以後，這些東西也會繼續吸引你。

這些年來，我自己的操作成績有好的，也有很差的——從非常賺錢的操作到幾乎讓我一蹶不振的都有。不過有件事殆無疑義，那就是我最賺錢和最令我安心的操作，總是順著當時的大勢而操作的時候。相反的，我賠的最慘和感受到最大壓力的操作（兩者似乎是難兄難弟），總是在我建立或抱著逆勢賠錢倉不放的時候。這應該也是大家共同的經驗，不管是老經驗的專業人士還是新手，或者是投機客還是避險者，都應該有相同的體驗才是。不管是紐約、芝加哥、倫敦、還是蘇黎士、香港的操作，都應該有相同的感受才是。

我很幸運，能夠經驗到動人心魄，得到七位數的利潤，以及六位數的損失。很幸運能夠得到損失？是的，沒錯——因為我們從損失中學到的東西比賺錢的時候還多，事實上可能也是理需如此。但是，就像有人曾經說過：「我賺過錢，也賠過錢，可是賺的錢比賠的錢多。」

有位同行最近說過，經過這些年之後，我似乎對這一行保

留了一些幽默感。也許那是真的，不管在那一行努力，有點幽默感總是個資產。可是對期貨操作者來說，有幽默感和有平衡的觀點，兩者不可分的。在這個狂亂和不明確的行業中，你需要這些東西幫你渡過起伏不定的時刻。

在期貨市場打滾多年的操作者經歷漫長時間得到代價昂貴的經驗，知道個人心情好時，就會碰到好時光，心情低落如鉛壓心頭時，則會有壞時光。這種人真的需要很好的情緒均衡和市場眼光。他必須要趁著好時光長驅直進，但不要被突然的成功誘惑；他也必須避免在壞時機中隨波逐流（或迷失了自己）。

失望和洩氣是人的兩種基本情緒。真的想闖一番事業的操作者，一定要能自律，克服心理上的沮喪，堅持不到期貨投資所想要達成的目標絕不罷休，而且一定要堅持使用系統性的方法。同樣重要的，他必須保持自信心，要能渡過艱苦的日子（或者艱苦的好幾個星期或好幾個月），因為只有這樣，才能在下次的好時光中連本帶利把損失撈回來。而且，不管事情看起來多麼黯淡冷酷，只有操作者還活著，能夠抑制不利倉位的虧損，以後絕對會有「下一次的好時光」。

康勒（Dennis Conner）1987年用另一種方式來談這件事。康勒對期貨操作的細節可能懂得沒有那麼多，可是他是世界上屈指可數，深懂輸贏個中精髓的專家。對他來說，「美國盃」的比賽中，從沒人輸過那麼久，直到1987年他才連贏四場。他說：「重要的事情不是你怎麼走紅，而是你怎麼復原。」他真懂得個中三昧。

任何人寫了一本教人怎麼做的書，一定會有風險，因為總是有人看完了書之後，違背所有規則，完全照原來的樣子行事，或者顛倒來做，卻還能贏得勝利。這個世界上就是有些打高爾



夫球人，看了書上教人怎麼握桿之後，實際打球卻反其道而行，還是能夠一擊推桿進洞。有些操作者完全不理會什麼趨勢、不設什麼保護性的停損點，而且時進時出，依然能夠大賺其錢。我們全都想過這些不按牌理出的人到底是怎麼做到的？但是，有些打高爾夫球的人反手握桿，推桿進洞，或者期貨操作者忽視規則依然賺錢的事實，並不能證明什麼東西。這些事情只是進一步證實：奇怪和不尋常的事情有時確實會發生。而且，最重要的一點，是這些事情不會經常發生！你也不能指望這些事情發生。

那些不想按牌理出牌，一再違反已經證明管用的優良策略和資金管理原則，還想賺錢的人，不妨聽聽藍廬（Damon Runyon）的話：「賽跑不一定是跑得最快的人贏，比賽也不一定是最強壯的人贏，可是你還是必須盡全力去做才有希望。」你在整理花園的時候、做詩的時候，或者彫刻、烹飪的時候，盡可以大膽發揮想像力，違背所有的規則或者自己創造一些新的東西，把「紀律」兩個字看成只是字典上的另一個字眼，可是操作期貨的時候，卻一定要一板一眼，以嚴守紀律和務實的態度，依所有的規則行事，設法跟著趨勢亦步亦趨，趨勢才是你真正的朋友。你務必要抑制自己的損失，不要想去抓大波段的頭部和底部。當你錯誤的時候，讓那些追繳保證金的辦事員打電話來告訴你。你一定要去注意這種警訊，因為那些「帶著一點小傷跑開的人，來日一定能活著賺大錢」。你必須把自己訓練得能夠忽視個人的任何偏見，不要老是想做多，因為無疑的，你一定學過很次（昂貴的）教訓，因為「滑得比爬得快」。你必須有能力輕易地在市場下滑時做空，而且安之若素，一如市場爬漲時做多那樣輕鬆愉快。每當你有股衝動，想要去實驗、

想要研究新的策略或操作規則時，我會是第一個鼓勵這種想要獨樹一格做法的人。你儘管去做——不過是在紙面上、電腦上、假設性的模擬操作中測試。當你拿著白花花的銀子到那邊時，根本沒有時間讓你去實驗各式各樣的理論或策略。失敗的代價是十分慘痛的。所以說，你一定要照著那些已經證明，利用真實的操作和真實的金錢，在真實的市場中行得通的方法去做。

最後，我期望這本書能夠給你新的啓示，用新的眼光去看市場。如果我想還算不錯的話，看完了這本書，你會對自己操作獲利的能力更有信心。你應該知道：要順著大勢所趨去做；要控制你的虧損，同時讓利潤愈滾愈大；操作時務必用最務實的態度和嚴守紀律的精神。如果你記得住這些，而且身體力行上面所說的這些東西和本書介紹的其他策略，你的操作一定會有更好的成績，賺錢的倉位一定會賺更多錢，賠錢的倉位會賠更少錢。這些加起來，就是戶頭裡的錢會愈來愈多。

喔，最後還要提兩件事，一是謝謝你看這本書，二是祝你好運。

## 附 錄

## 長期月線圖表

### 頁數

207	商品研究局期貨價格指數(CRB Eutures Price Index)
208	活牛(Cattle, Live )
209	可可豆 ( Cocoa )
210	咖啡豆 ( Coffee )
211	銅 ( Copper )
212	玉米 ( Corn )
213	棉花 ( Cotton )
214	原油 ( Crude Oil )
215	英鎊 ( British Pound )
216	瑞士法郎 ( Swiss Franc )
217	德國馬克 ( D-Mark )
218	日圓 ( Japanese Yen )
219	黃金 ( Gold, NY )
220	取暖油 ( Heating Oil )
221	活豬 ( Hogs, Live )
222	木材 ( Lumber )
223	白金 ( Platinum )
224	豬腩 ( Pork Bellies )
225	史坦普五百種股價指數 ( S&P 500 Index )
226	白銀 ( Silver, NY )

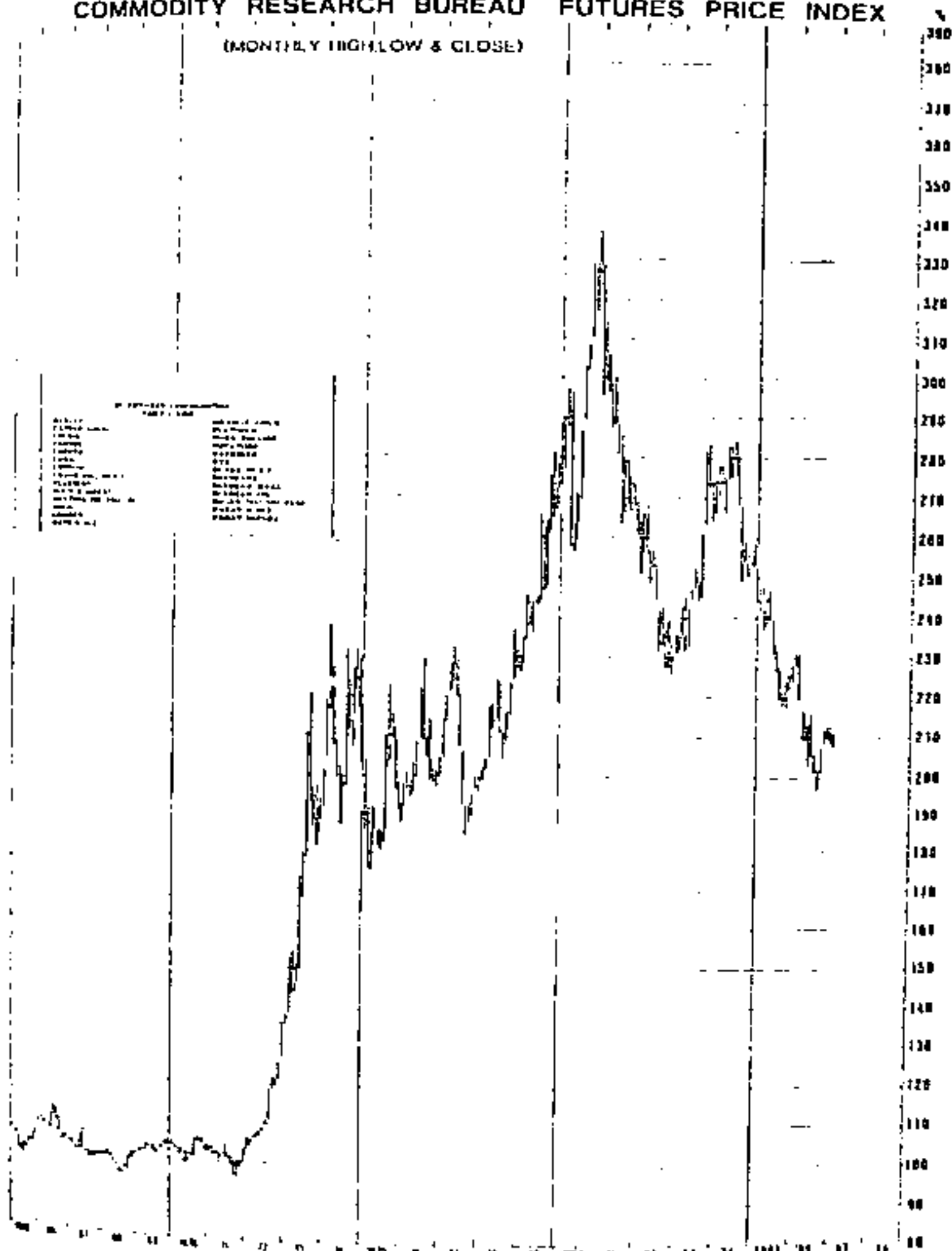
- 227 黃豆 ( Soybeans )
- 228 黃豆粉 ( Soybean Meal )
- 229 黃豆油 ( Soybean Oil )
- 230 糖 ( Sugar, World )
- 231 小麥 ( Wheat, Chicago )
- 232 國庫券 ( T-Bills )
- 233 公債 ( T-Bonds )
- 234 價值線股價指數 ( Value Line Index )



# 商品研究局期貨價格指數

COMMODITY RESEARCH BUREAU FUTURES PRICE INDEX

(MONTHLY HIGH LOW & CLOSE)



## 210 / 期貨交易策略

### 活 牛

交 易 所

芝加哥商品交易所

交易時間

10:05 A.M. to 2:00 P.M.

(紐約時間)

合約規模

40,000 磅

報 價

美元 / 磅

最小變動單位

每 磅

¢ 2 ½ / 100

每 口

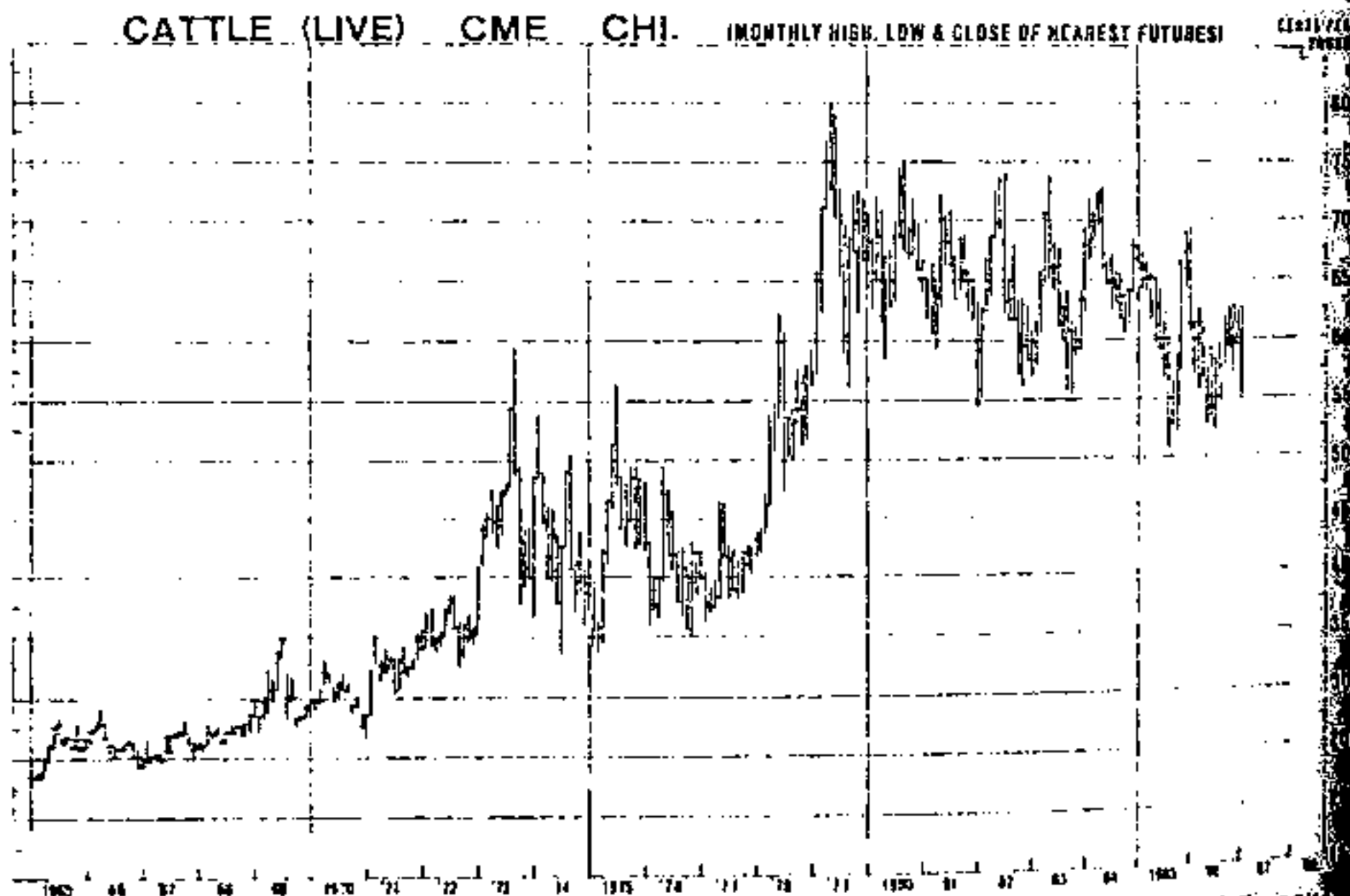
\$10.00

1 美分變動的價格

\$400

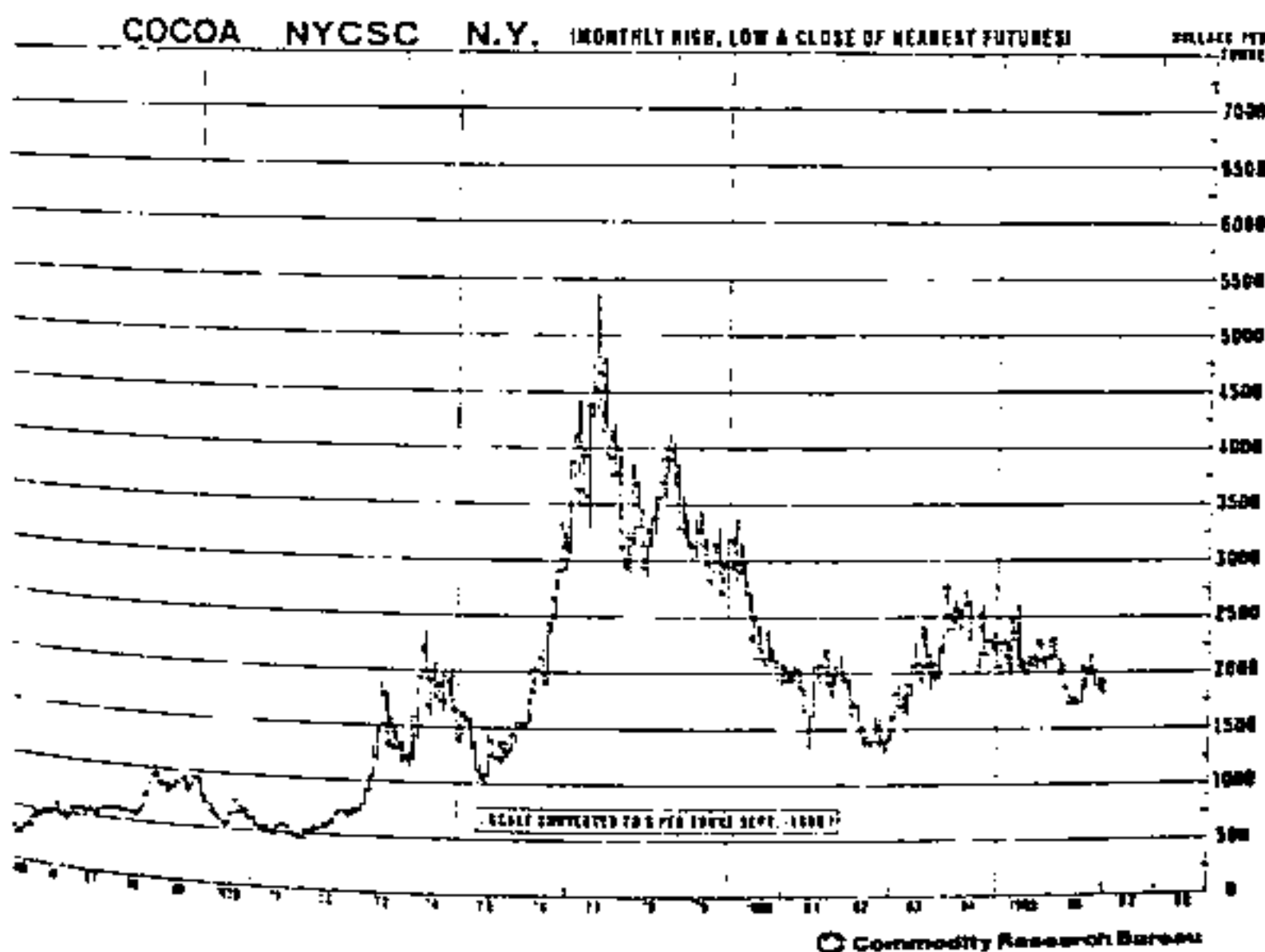
漲跌停限制

¢ 1.50 (相當 \$600)



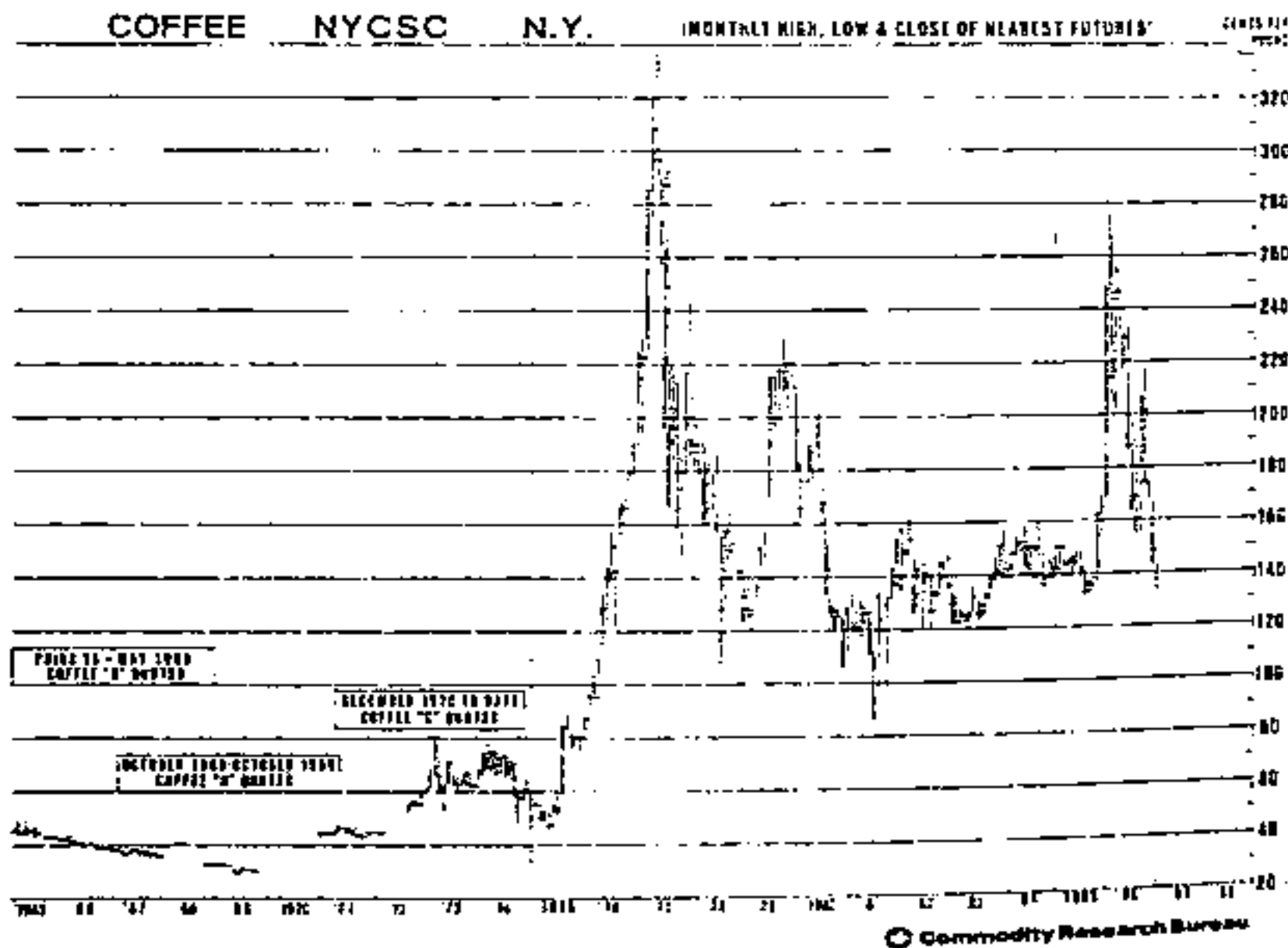
## 可可豆

交易所	紐約咖啡豆糖可可豆交易所
交易時間 (紐約時間)	9:30 A.M. to 2:15 P.M.
合約規模	10 噸
報價	美元／噸
最小變動單位	
每    噸	\$1.00
每    口	\$10.00
1 美分變動的價格	\$10.00
漲跌停限制	\$88.00 (相當 \$880)



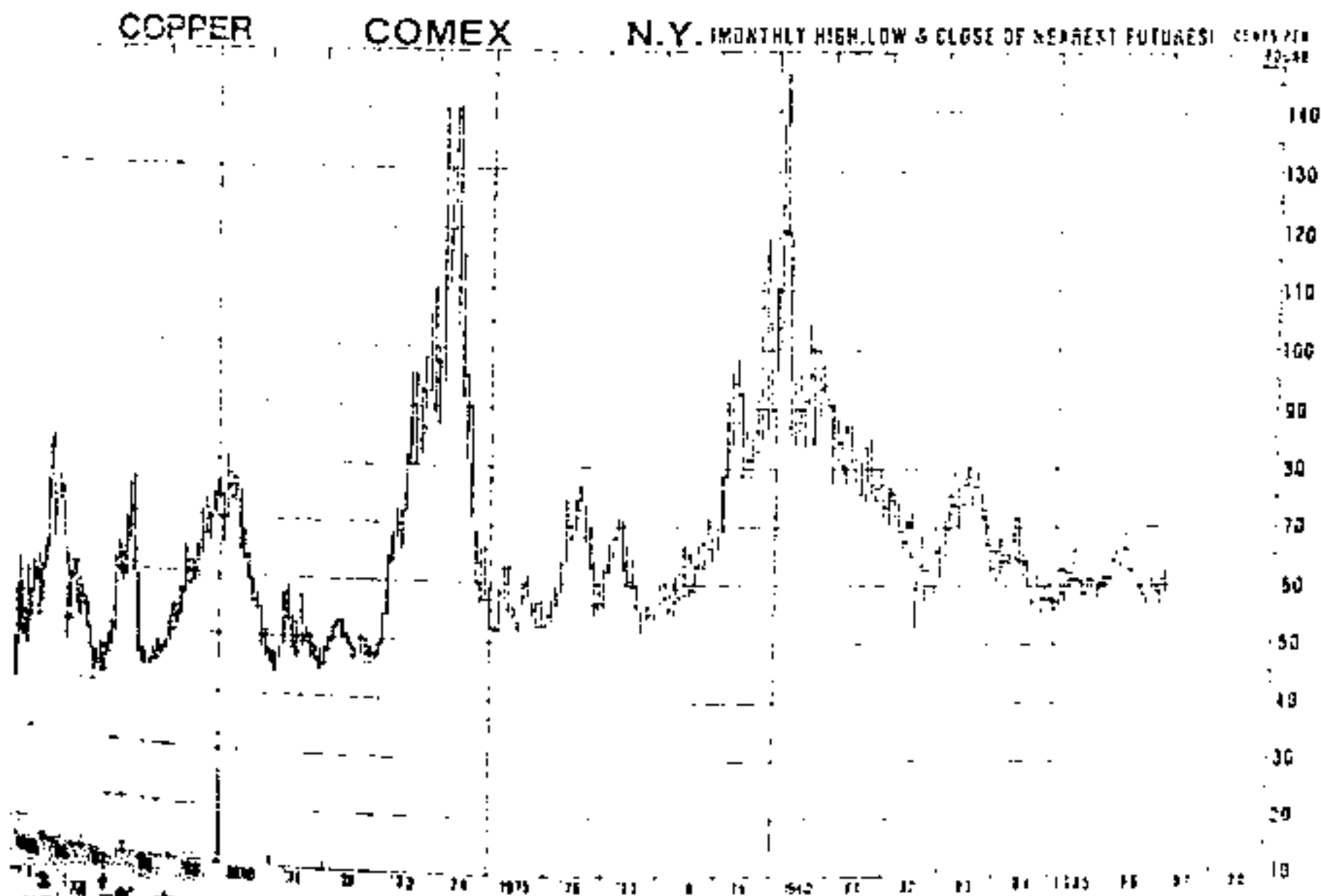
# 咖 啡 豆

交 易 所	紐約咖啡豆糖可可豆交易所
交易時間	9:45 A.M. to 2:28 P.M.
(紐約時間)	
合約規模	37,500 磅
報 價	美元 / 磅
最小變動單位	
每 磅	¢ 1/100
每 口	\$3.75
1 美分變動的價格	\$375.00
漲跌停限制	¢ 4.00 (相當 \$1,500 )
	即期月份無限制



# 銅

交易 所	紐約期貨交易所
交易時間	9:25 A.M. to 2:00 P.M.
(紐約時間)	
合約規模	25,000 磅
報 價	美元／磅
最小變動單位	
每 磅	¢ 5/100
每 口	\$12.50
1 美分變動的價格	\$250.00
漲跌停限制	¢ 5.00 ( 相當 \$1,250 )

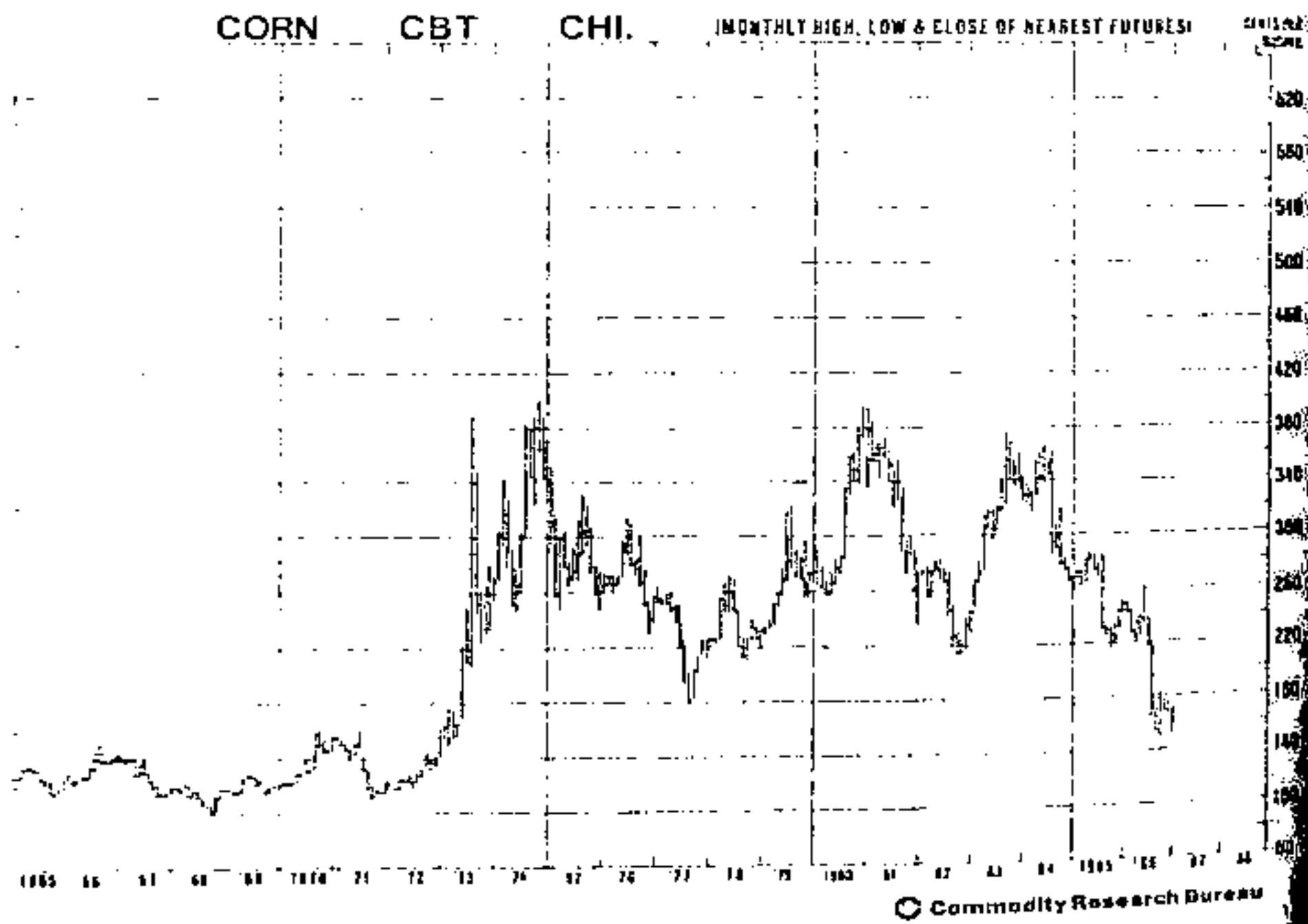




## 214 / 期貨交易策略

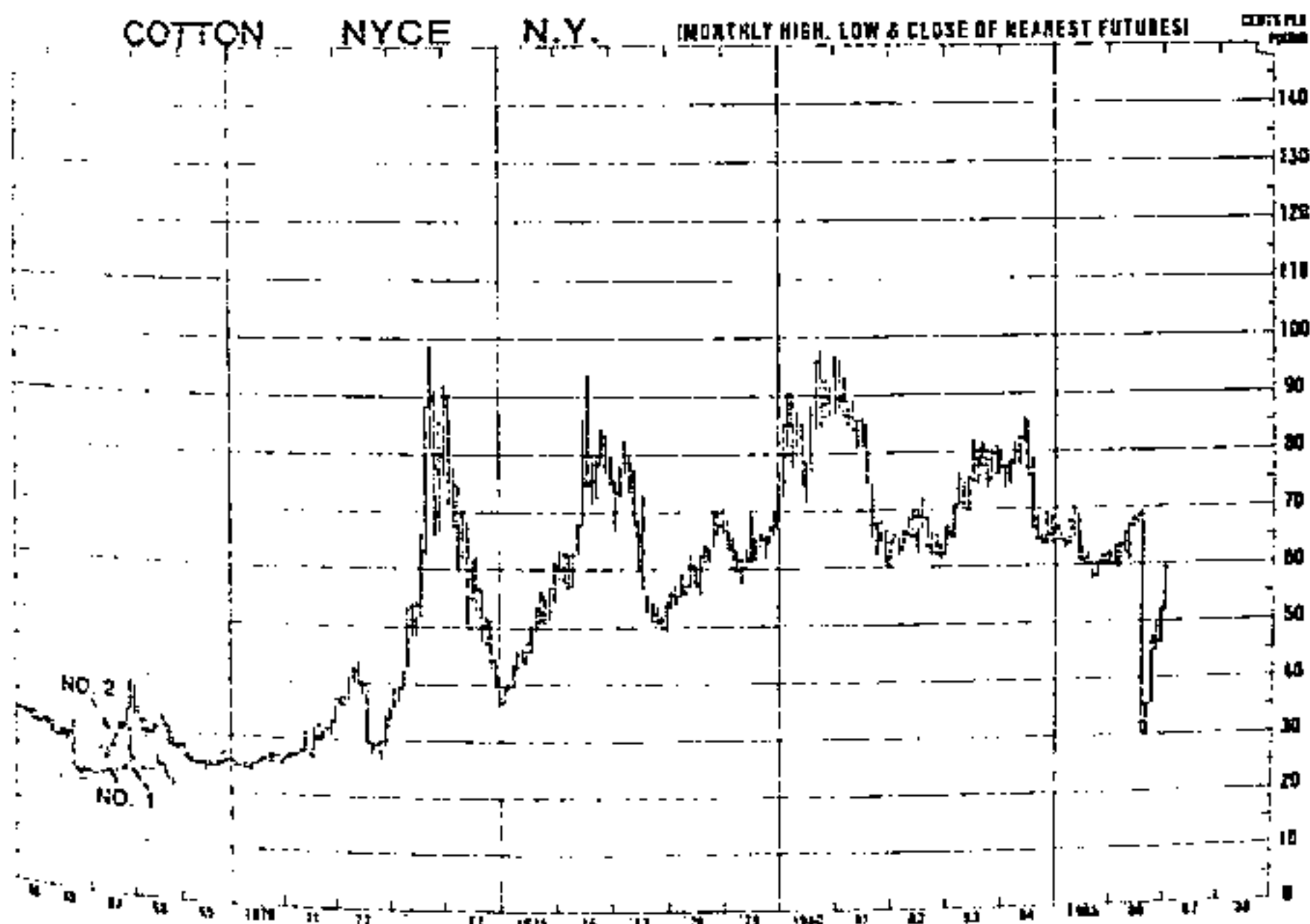
### 玉 米

交 易 所	芝加哥交易所
交易時間	10:30 A.M. to 2:15 P.M.
(紐約時間)	
合約規模	5,000 英斗
報 價	美元 / 英斗
最小變動單位	
每 英 斗	¢ ¼
每 口	\$12.50
1 美分變動的價格	\$50.00
漲跌停限制	¢ 10.00 (相當 \$500)



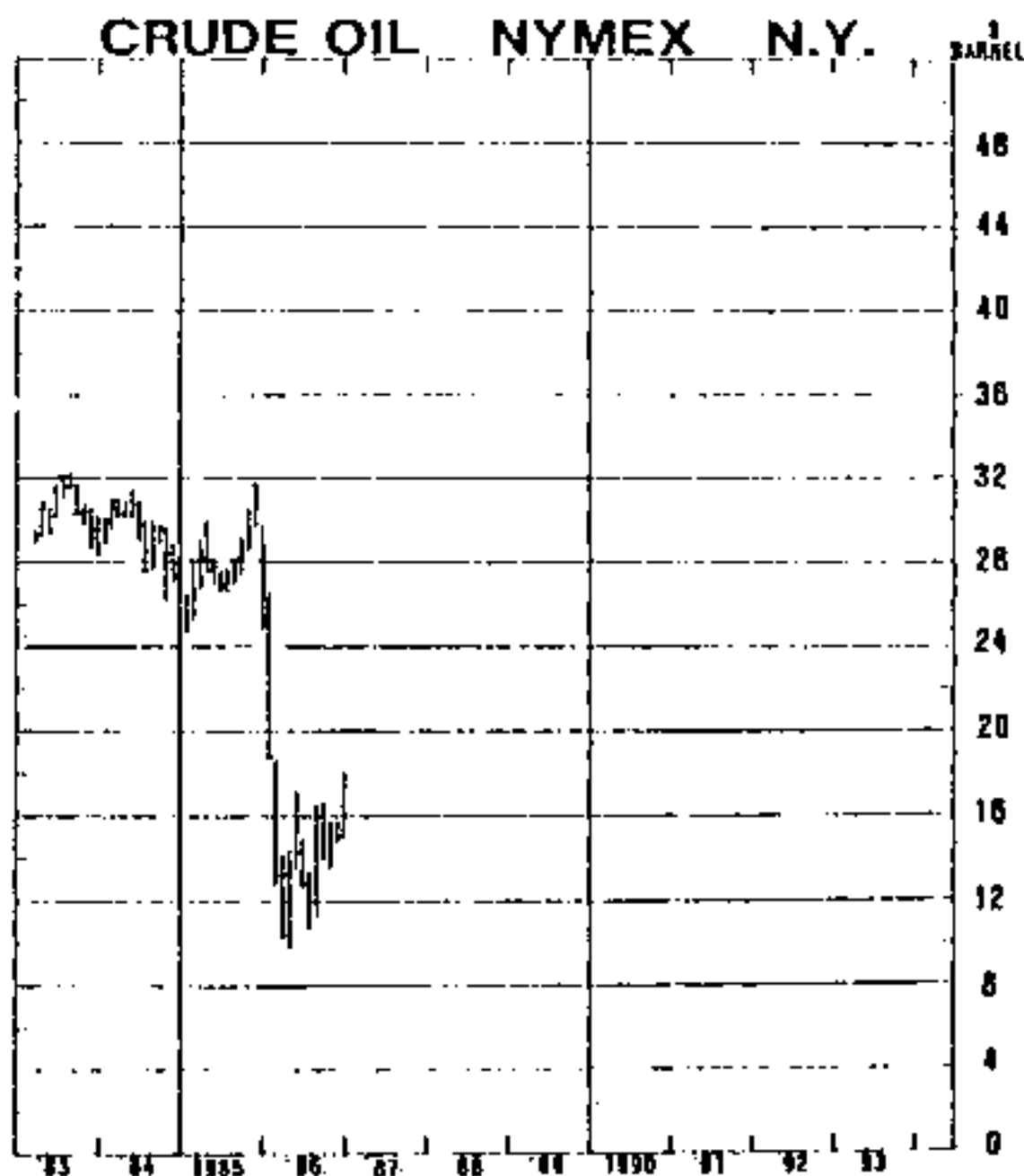
## 棉花

交易所	紐約棉花交易所
交易時間 (紐約時間)	10:30 A.M. to 3:00 P.M.
合約規模	50,000 磅
報價	美分／磅
最小變動單位	
每    磅	¢ 1/100
每    口	\$5.00
1 美分變動的價格	\$500.00
漲跌停限制	¢ 2.00 (相當 \$1,000)



## 原油

交易所	紐約商品交易所
交易時間	9:45 A.M. to 3:10 P.M.
(紐約時間)	
合約規模	1,000 桶 ( 42,000 加侖 )
報價	美元 / 桶
最小變動單位	
每 桶	¢ 1
每 口	\$10.00
1 美分變動的價格	\$1000.00
漲跌停限制	\$1.00 ( 相當 \$1,000 )



## 英 鎊

芝加哥商品交易所

8:20 A.M. to 2:24 P.M.

交 易 所

交易時間

(紐約時間)

合約規模

25,000 英鎊

報 價

美元 / 英鎊

最小變動單位

每.05

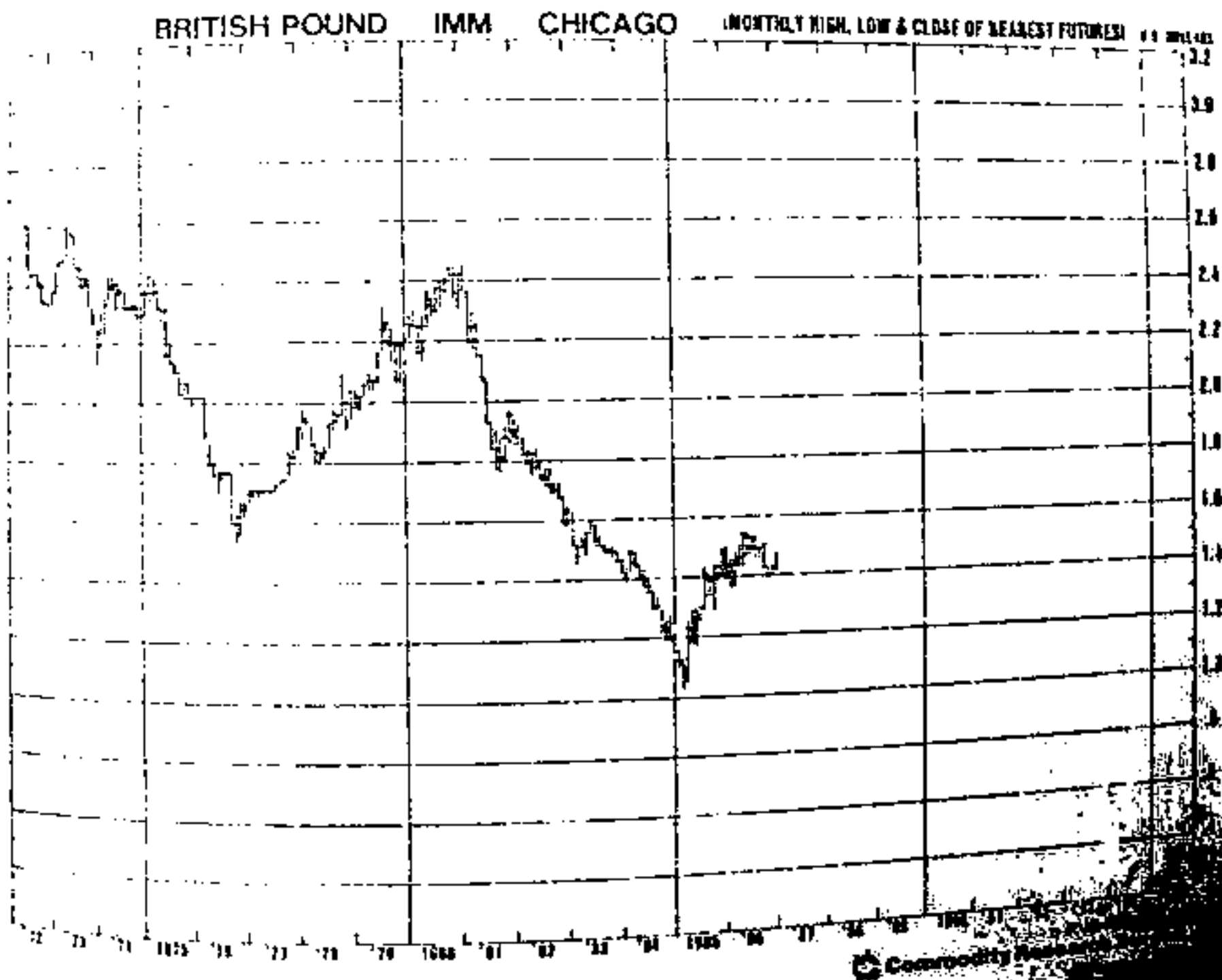
\$12.50

100點變動的價格

\$250.00

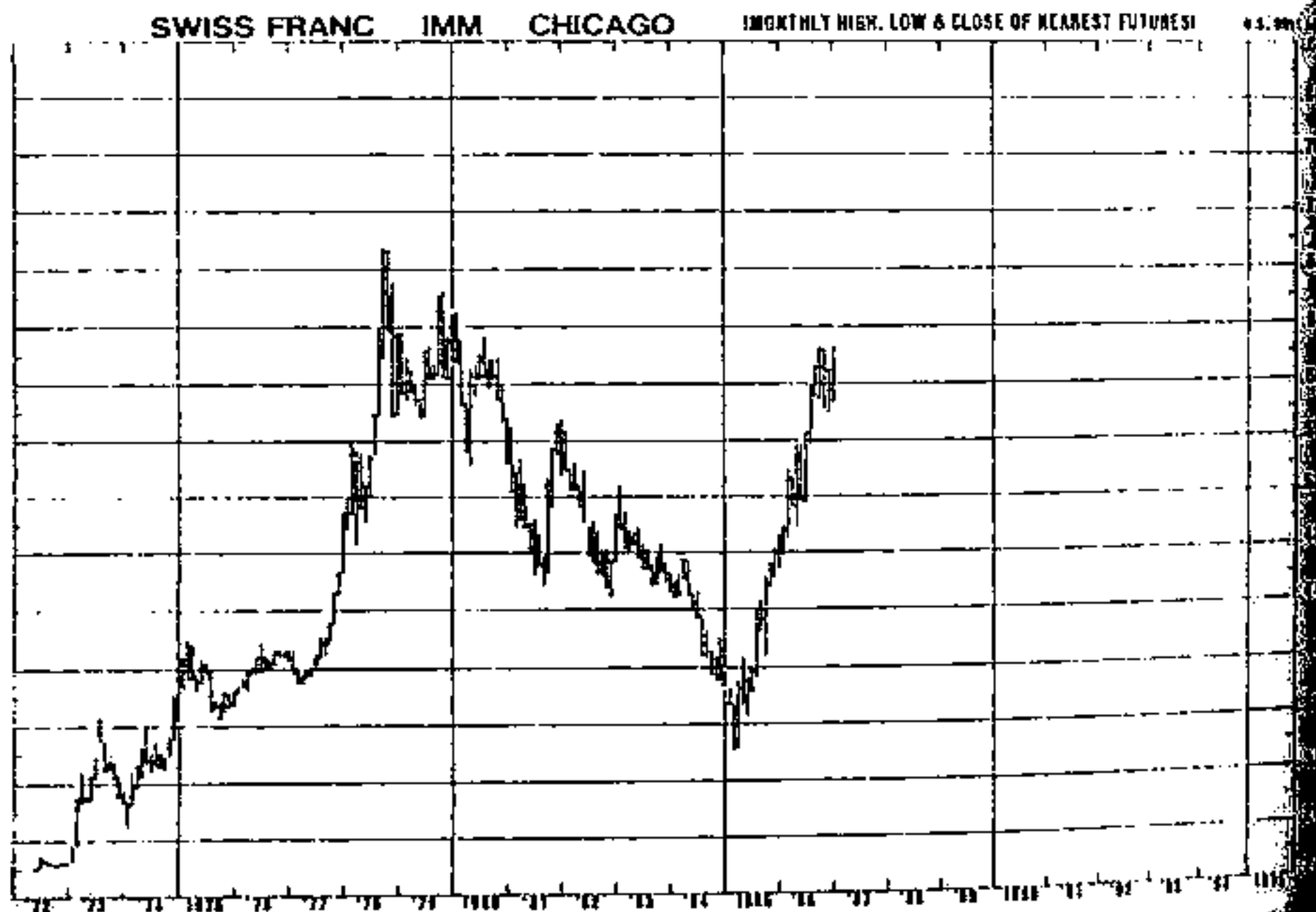
漲跌停限制

無



## 瑞士法郎

交易所	芝加哥商品交易所
交易時間 (紐約時間)	8:20 A.M. to 2:16 P.M.
合約規模	125,000 瑞士法郎
報價	美元 / 瑞士法郎
最小變動單位	
每 .01	\$12.50
100 點變動的價格	\$1,250
漲停限制	無

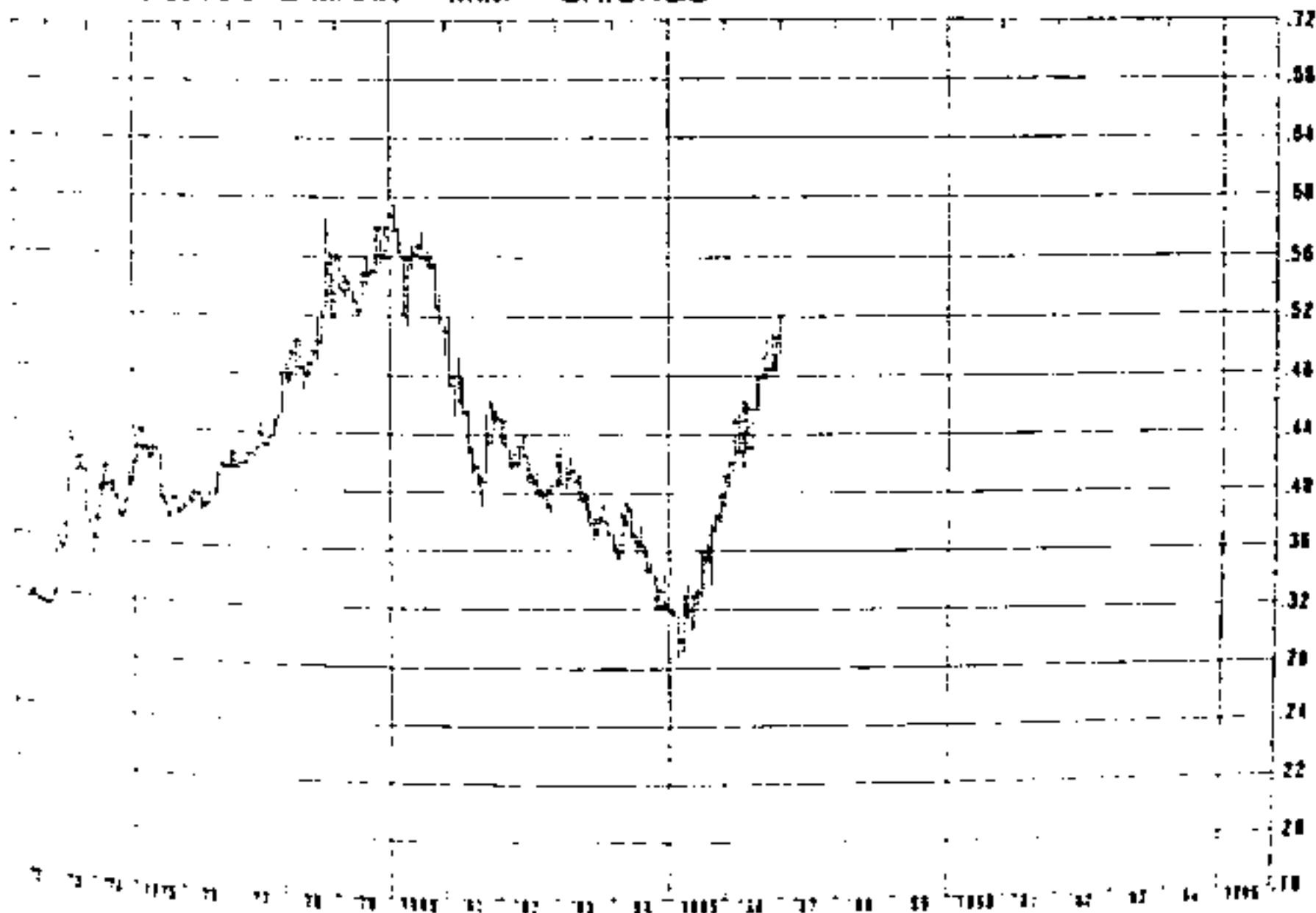




## 德國馬克

交易所	芝加哥商品交易所
交易時間 (紐約時間)	8:20 A.M. to 2:20 P.M.
合約規模	125,000 德國馬克
報價	美元 / 德國馬克
最小變動單位	
每.01	\$12.50
100點變動的價格	\$1,250
漲跌停限制	無

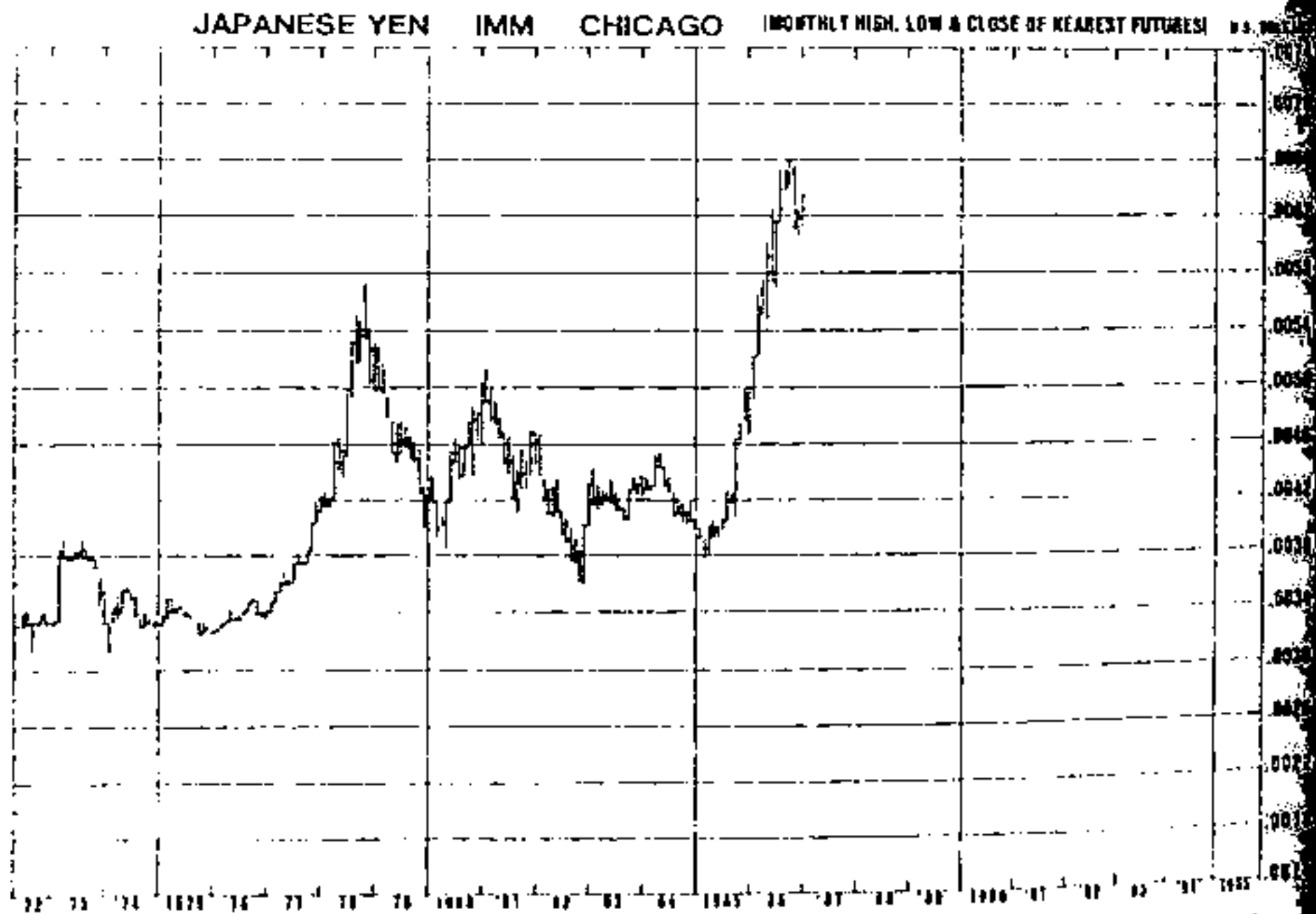
DEUTSCHE MARK IMM CHICAGO (MONTHLY HIGH, LOW & CLOSE OF NEAREST FUTURES) 2 3 2011 423



## 220 / 期貨交易策略

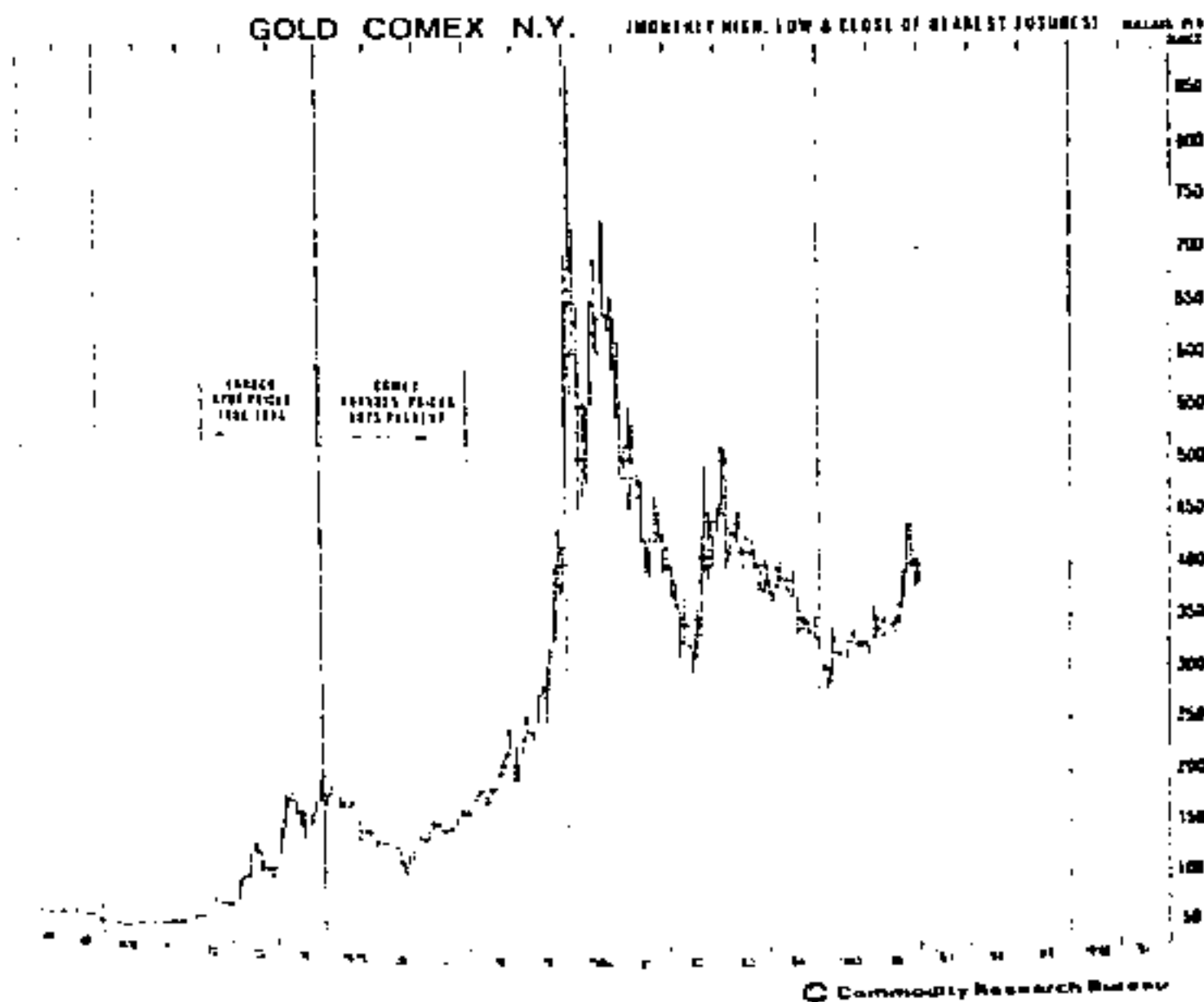
### 日 圓

交 易 所	芝加哥商品交易所
交易時間	8:20 A.M. to 2:22 P.M.
(紐約時間)	
合約規模	12,500,000 日圓
報 價	美元 / 日圓
最小變動單位	
每 .0001	\$12.50
100 點變動的價格	\$1,250.00
漲跌停限制	無



## 黃 金

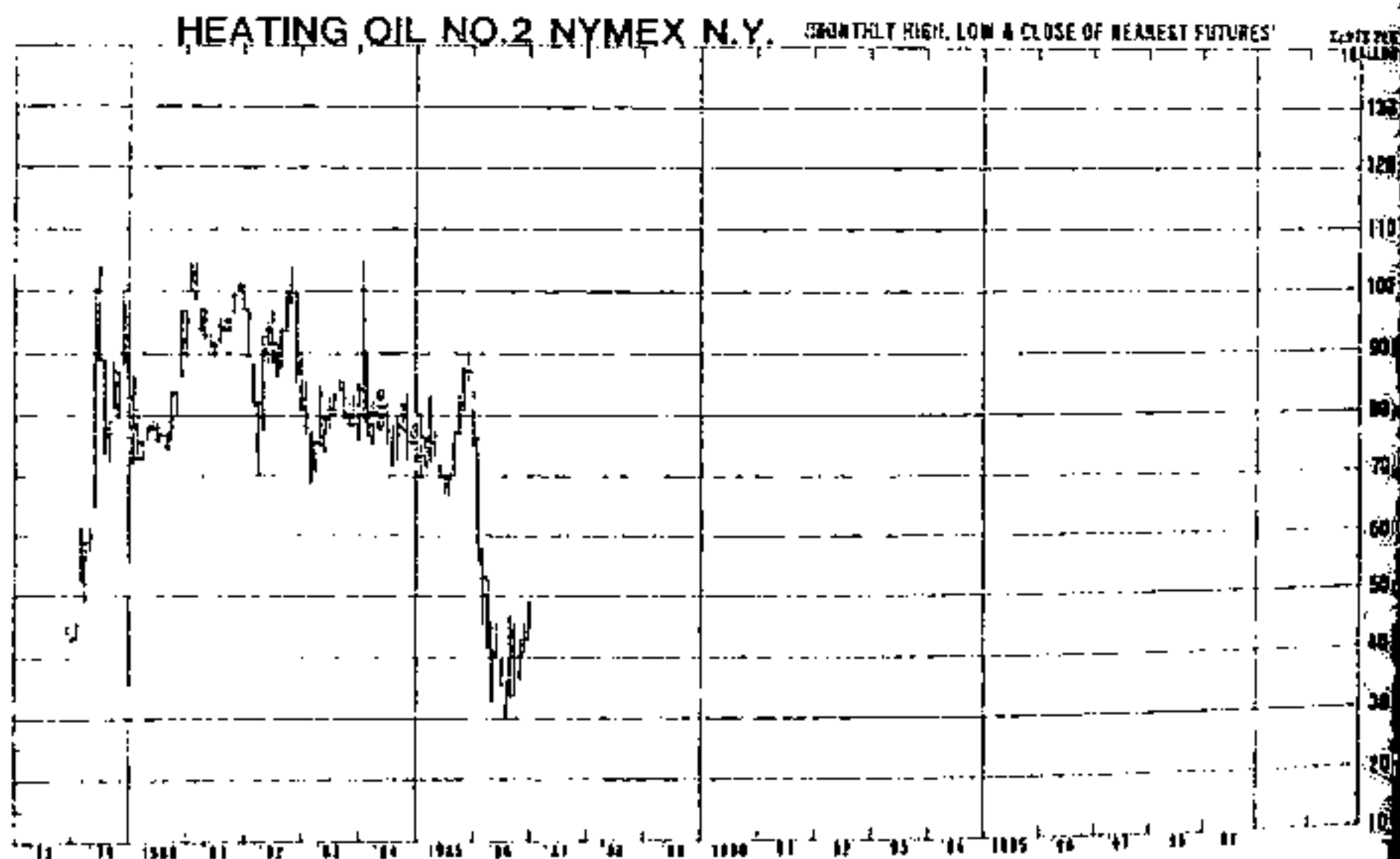
交 易 所	紐約期貨交易所
交易時間 (紐約時間)	8:20 A.M. to 2:30 P.M.
合約規模	100 英兩
報 價	美元／英兩
最小變動單位	
每 英 兩	¢ 10
每 口	\$10.00
1 美元變動的價格	\$100.00
漲跌停限制	\$25.00 ( 相當 \$2,500 )



## 222 / 期貨交易策略

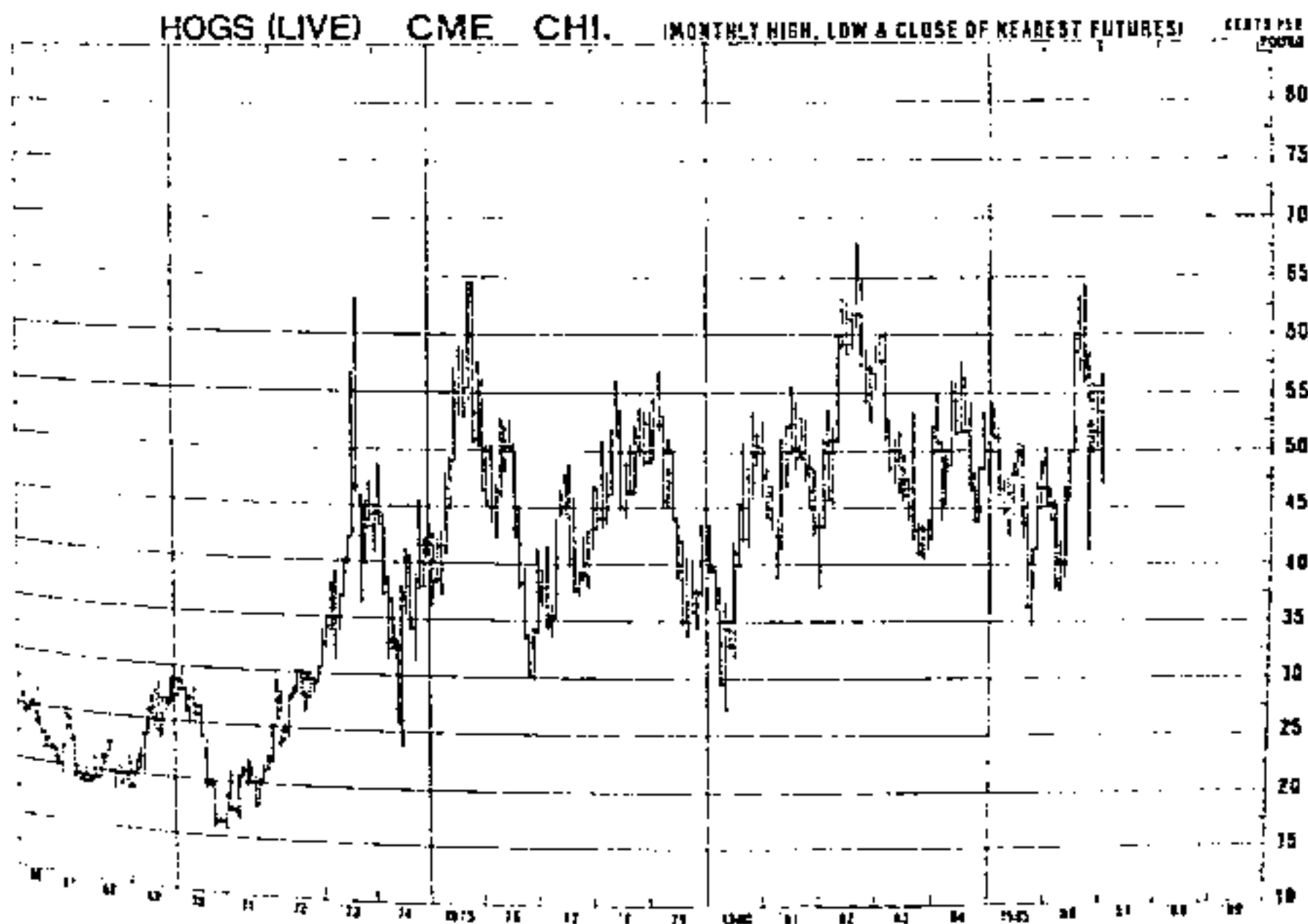
### 取 暖 油

交 易 所	紐約商品交易所
交易時間	9:50 A.M. to 3:05 P.M.
(紐約時間)	
合約規模	1,000 桶 ( 42,000 加侖 )
報 價	美元 / 加侖
最小變動單位	
每 加 侖	¢ 1/100
每 口	\$4.20
1 美分變動的價格	\$420.00
漲跌停限制	¢ 2 ( 相當 \$840 )



## 活 豬

交 易 所	芝加哥商品交易所
交易時間	10:A.M. to 2:00 P.M.
(紐約時間)	
合約規模	30,000 磅
報 價	美分 / 磅
最小變動單位	
每 磅	¢ 2 ½ / 100
每 口	\$7.50
1 美分變動的價格	\$300.00
漲跌停限制	¢ 1.50 ( 相當 \$450 )

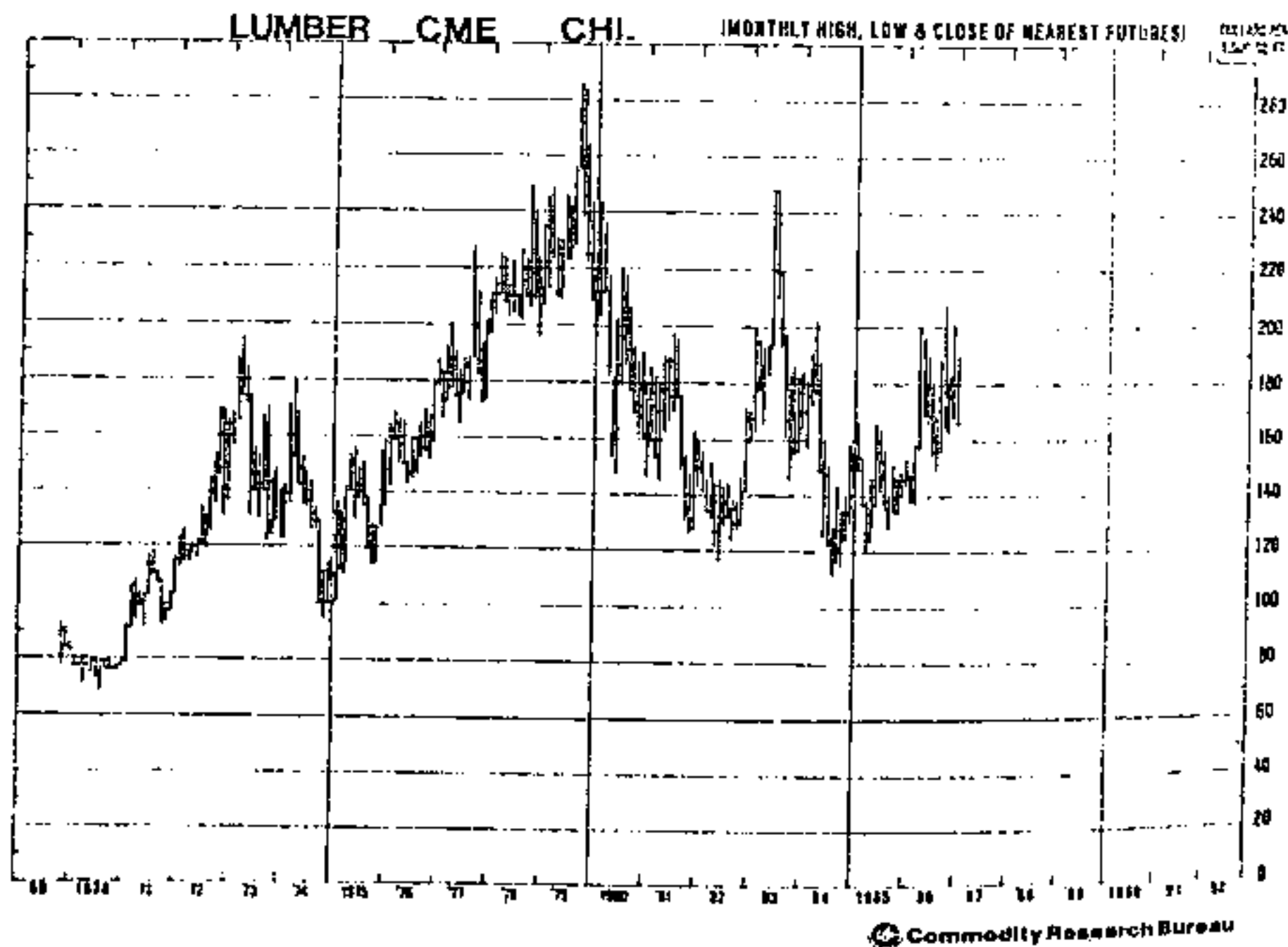




## 224 / 期貨交易策略

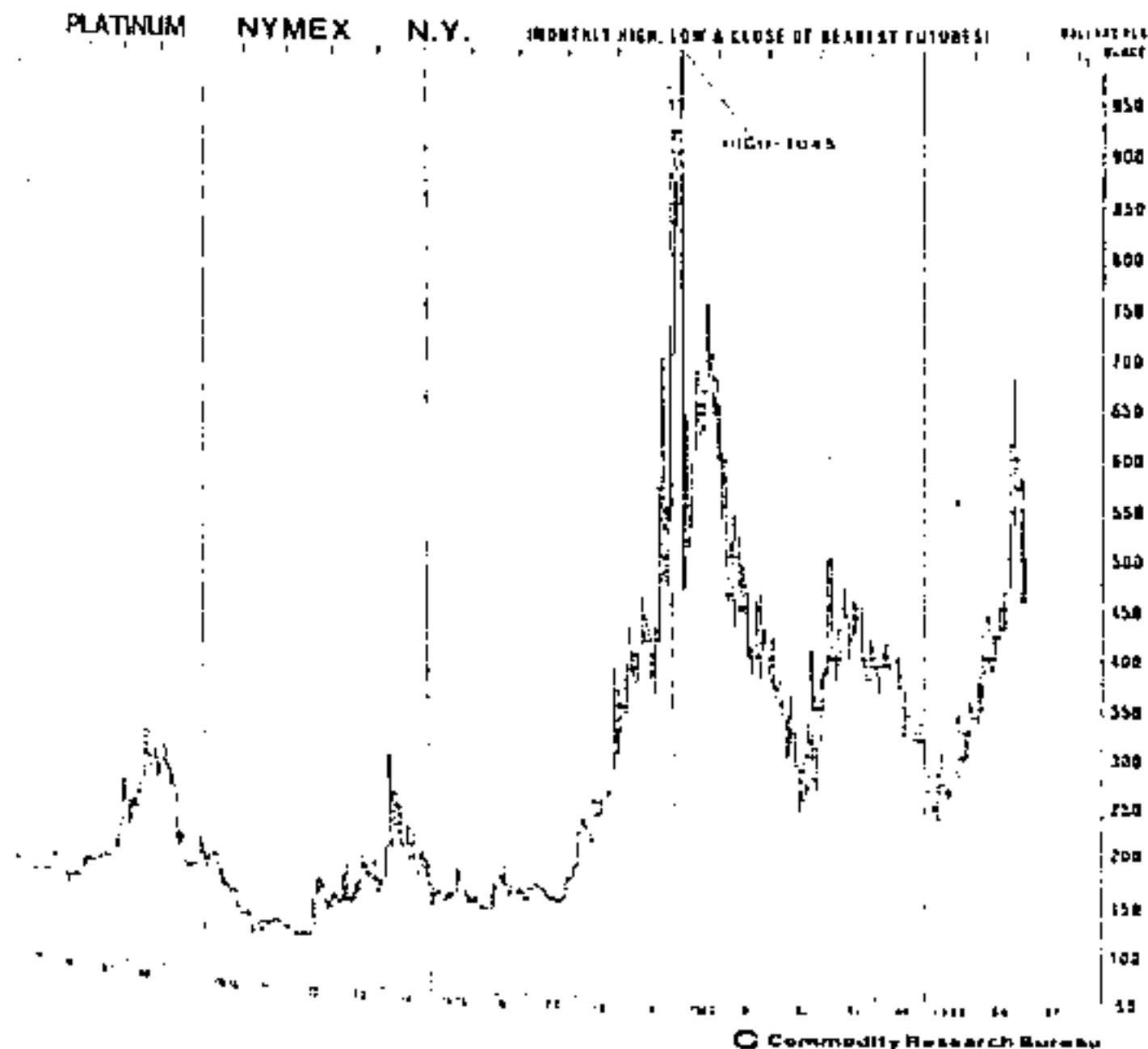
### 木 材

交 易 所	芝加哥商品交易所
交易時間	10:00 A.M. to 2:05 P.M.
(紐約時間)	
合約規模	130,000 板尺
報 價	美元 / 千板尺
最小變動單位	
每千板尺	¢ 10
每 口	\$13.00
1 美元變動的價格	\$130.00
漲跌停限制	\$5.00



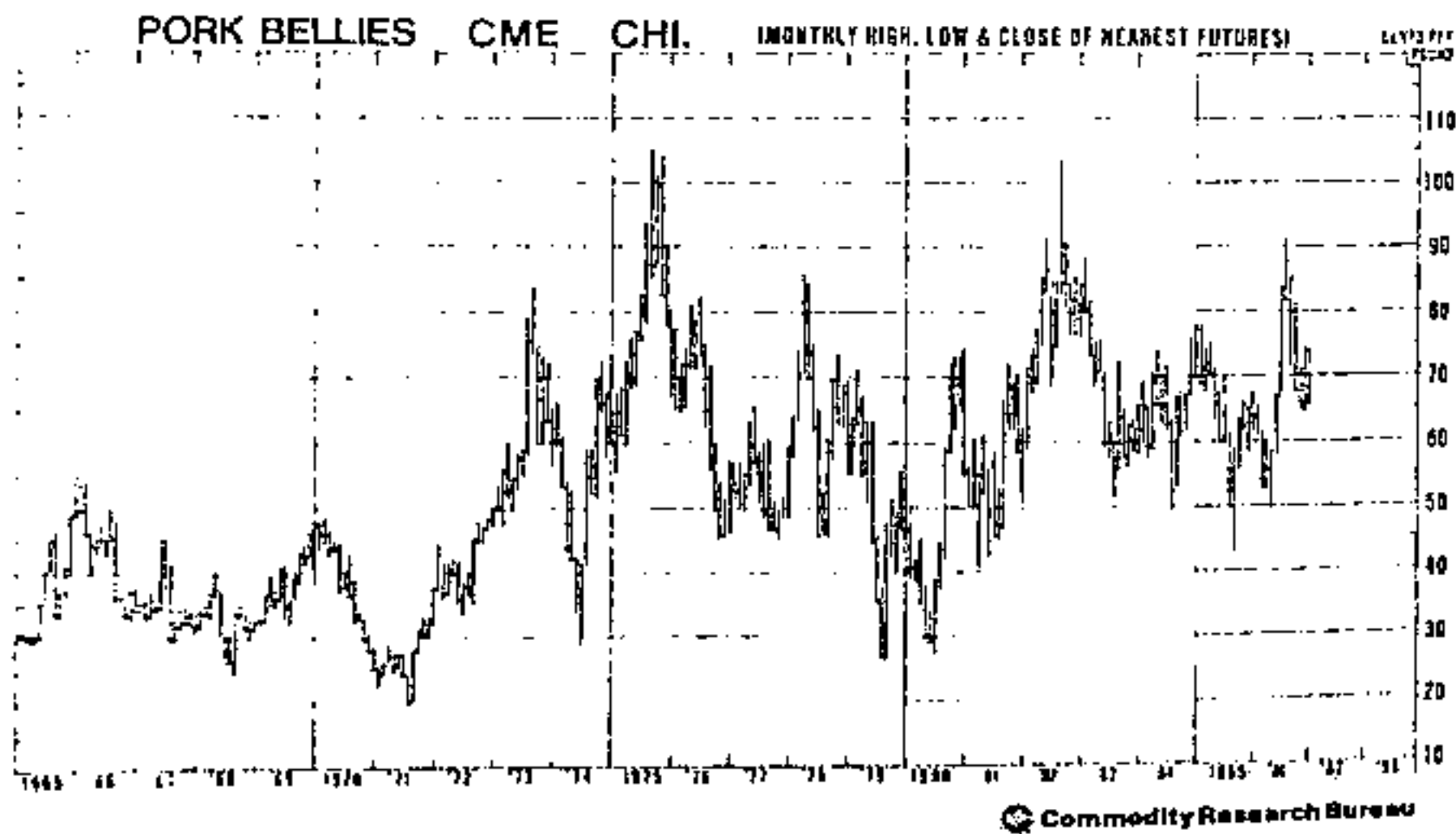
## 白 金

交 易 所	芝加哥商品交易所
交易時間	8:20 A.M. to 2:30 P.M.
(紐約時間)	
合約規模	50 英兩
報 價	美元／英兩
最小變動單位	
每英兩	\$ 10.00
每 口	\$5.00
1美元變動的價格	\$50.00
漲跌停限制	\$25.00 ( 相當 \$1,250 )



# 豬

交 易 所	芝加哥商品交易所
交易時間	10:10 A.M. to 2:00 P.M.
(紐約時間)	
合約規模	40,000 磅
報 價	美分／磅
最小變動單位	
每 磅	¢ 2 ½ /100
每 口	\$10.00
1 美分變動的價格	\$400.00
漲跌停限制	¢ 2.00 ( 相當 \$800 )



## 史坦普五百種股價指數

交易所

芝加哥商品交易所

交易時間

9:30 A.M. to 4:15 P.M.

(紐約時間)

合約規模

\$500 股價指數

報價

股價指數

最小變動單位

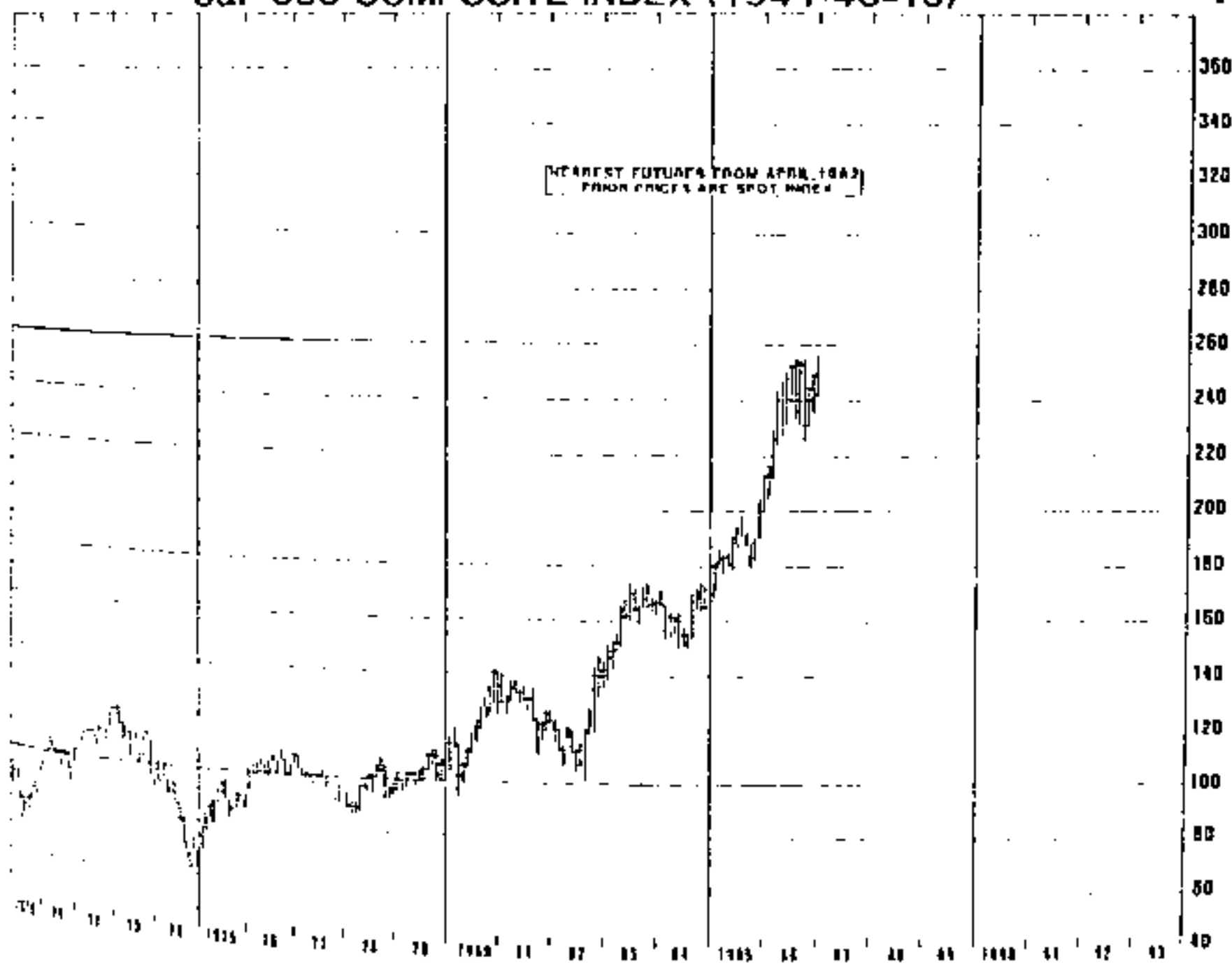
每.05

\$25.00

100點變動的價格

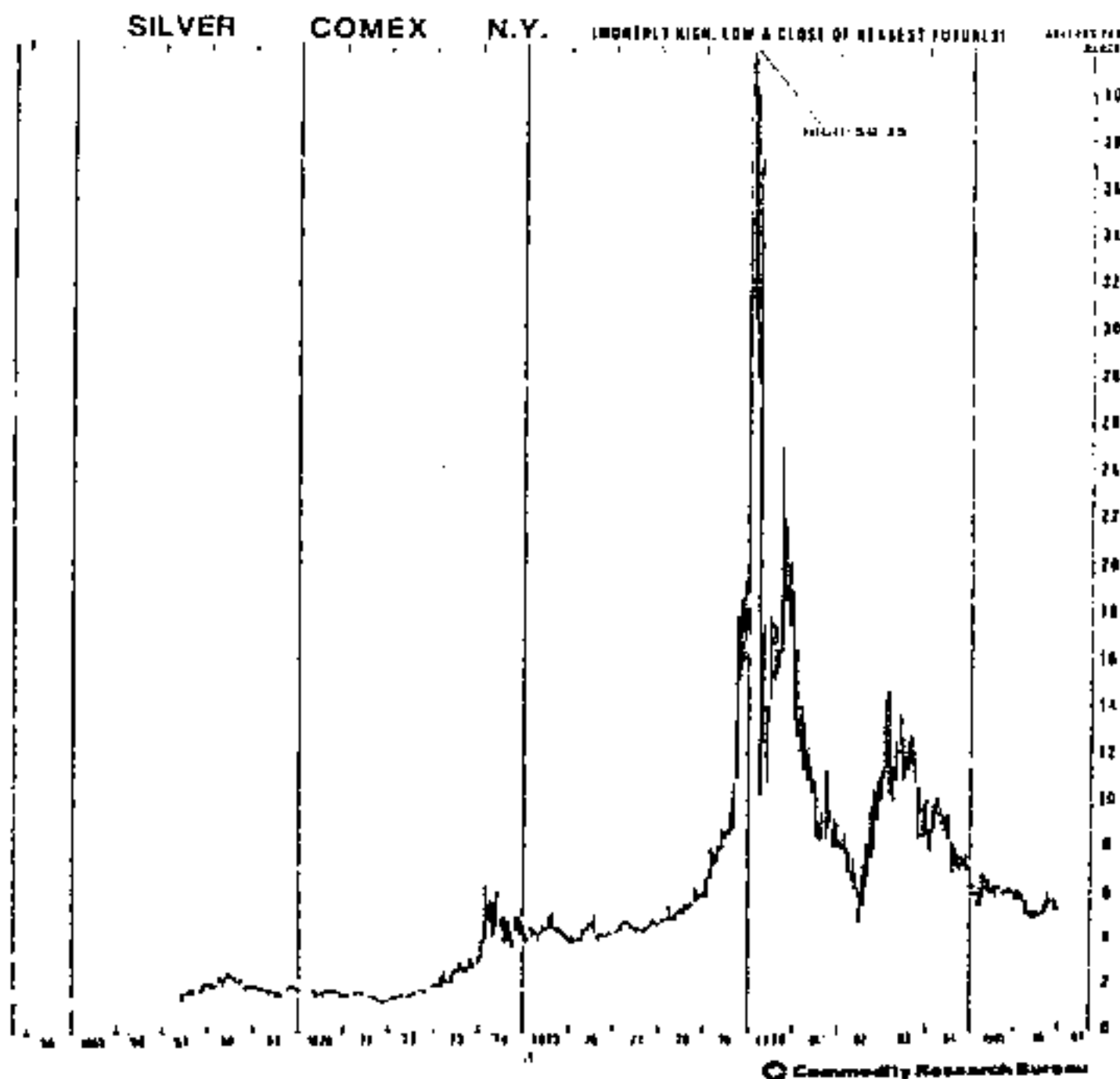
\$500.00

### S&P 500 COMPOSITE INDEX (1941-43=10)



## 白 銀

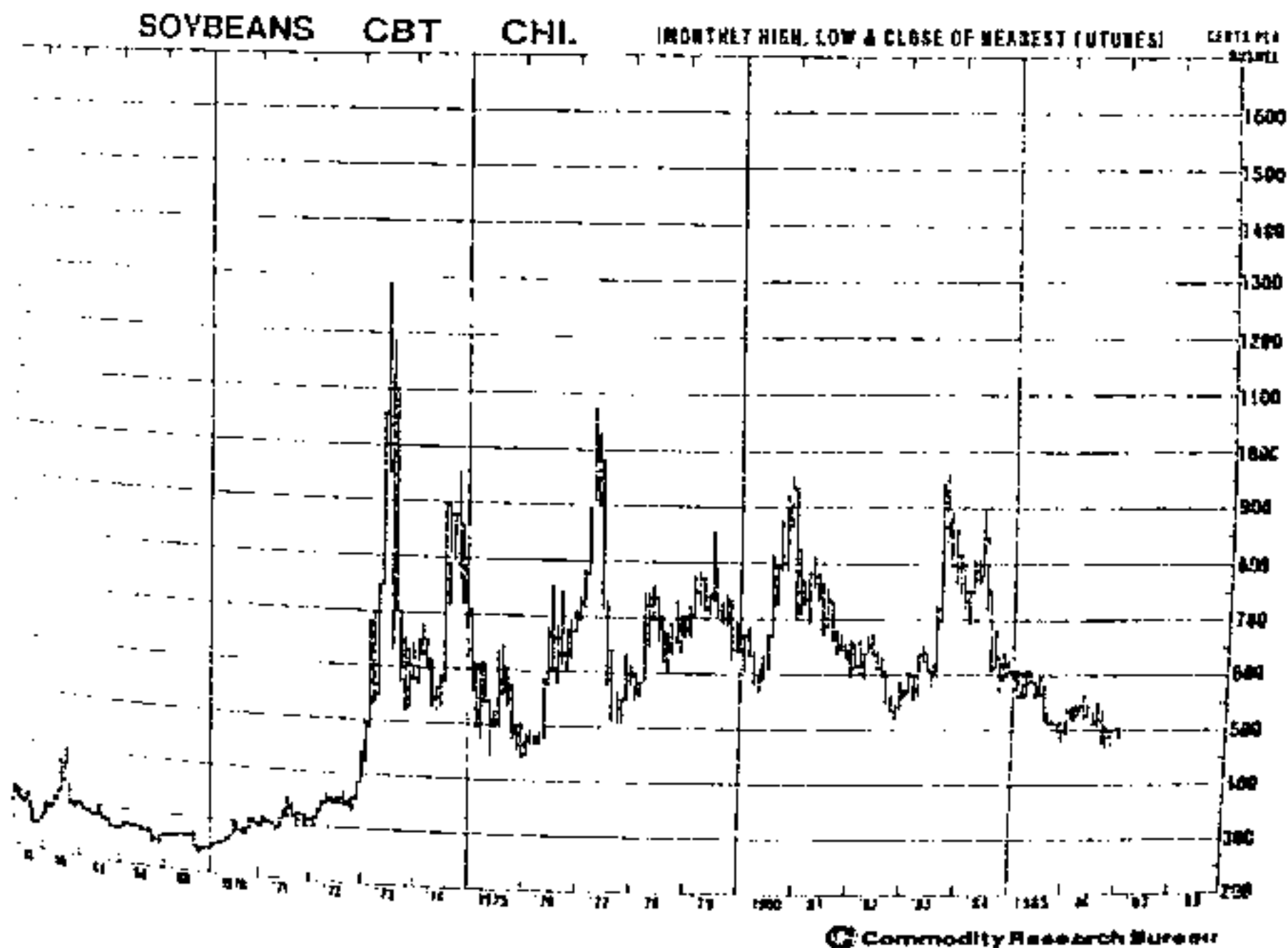
交 易 所	紐約期貨交易所
交易時間	8:25 A.M. to 2:25 P.M.
(紐約時間)	
合約規模	5,000 英兩
報 價	美元 / 英兩
最小變動單位	
每 英 兩	¢ 10/100
每 口	\$5.00
1 美分變動的價格	\$50.00
漲跌停限制	¢ 50.00 ( 相當 \$2,500 )





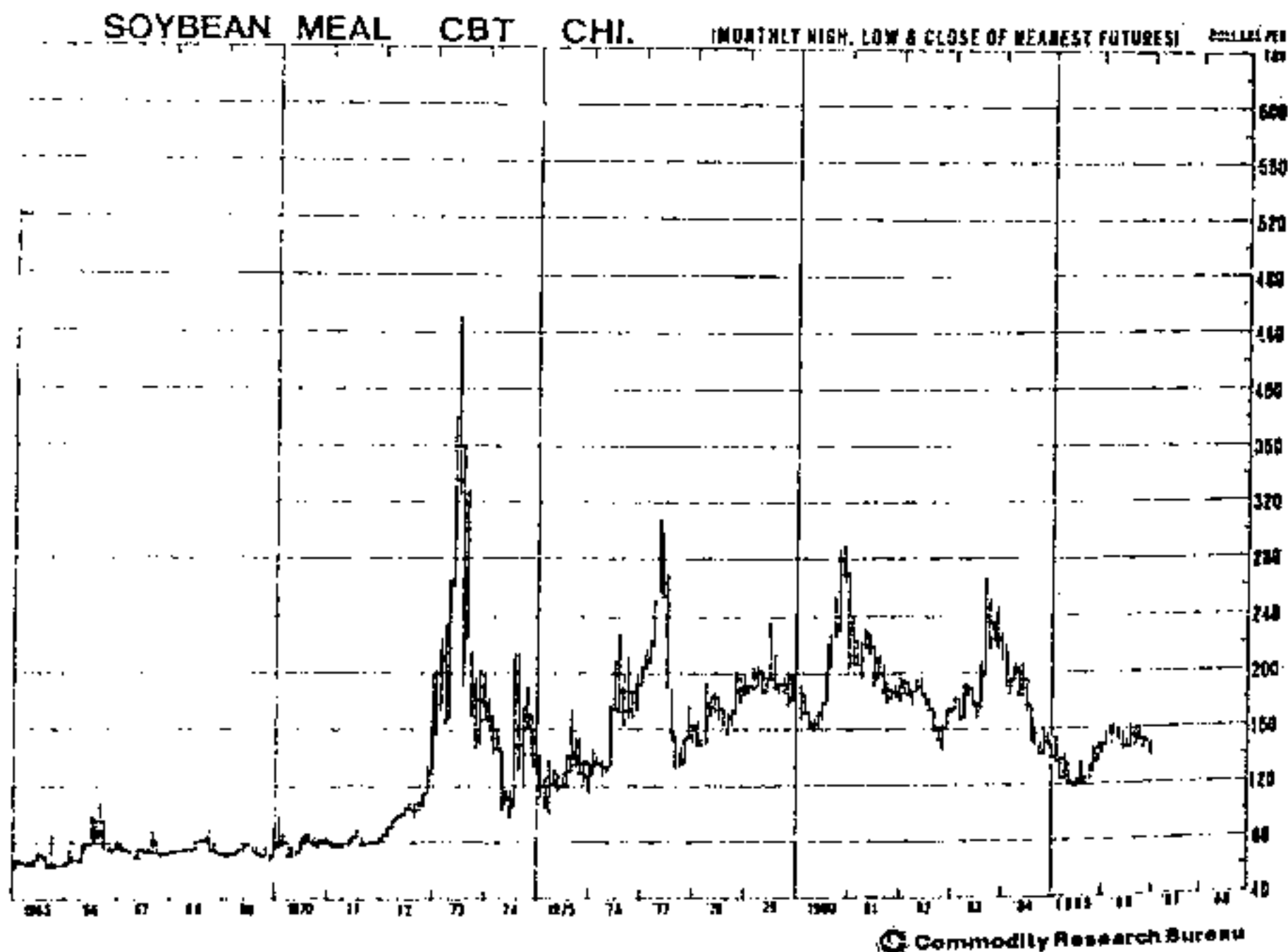
## 黃 豆

交 易 所	芝加哥交易所
交易時間	10:30 A.M. to 2:15 P.M.
(紐約時間)	
合約規模	5,000 英斗
報 價	美元 / 英斗
最小變動單位	
每 英 斗	¢ 1/4
每 口	\$12.50
1 美分變動的價格	\$50.00
漲跌停限制	¢ 30 (相當 \$1,500)



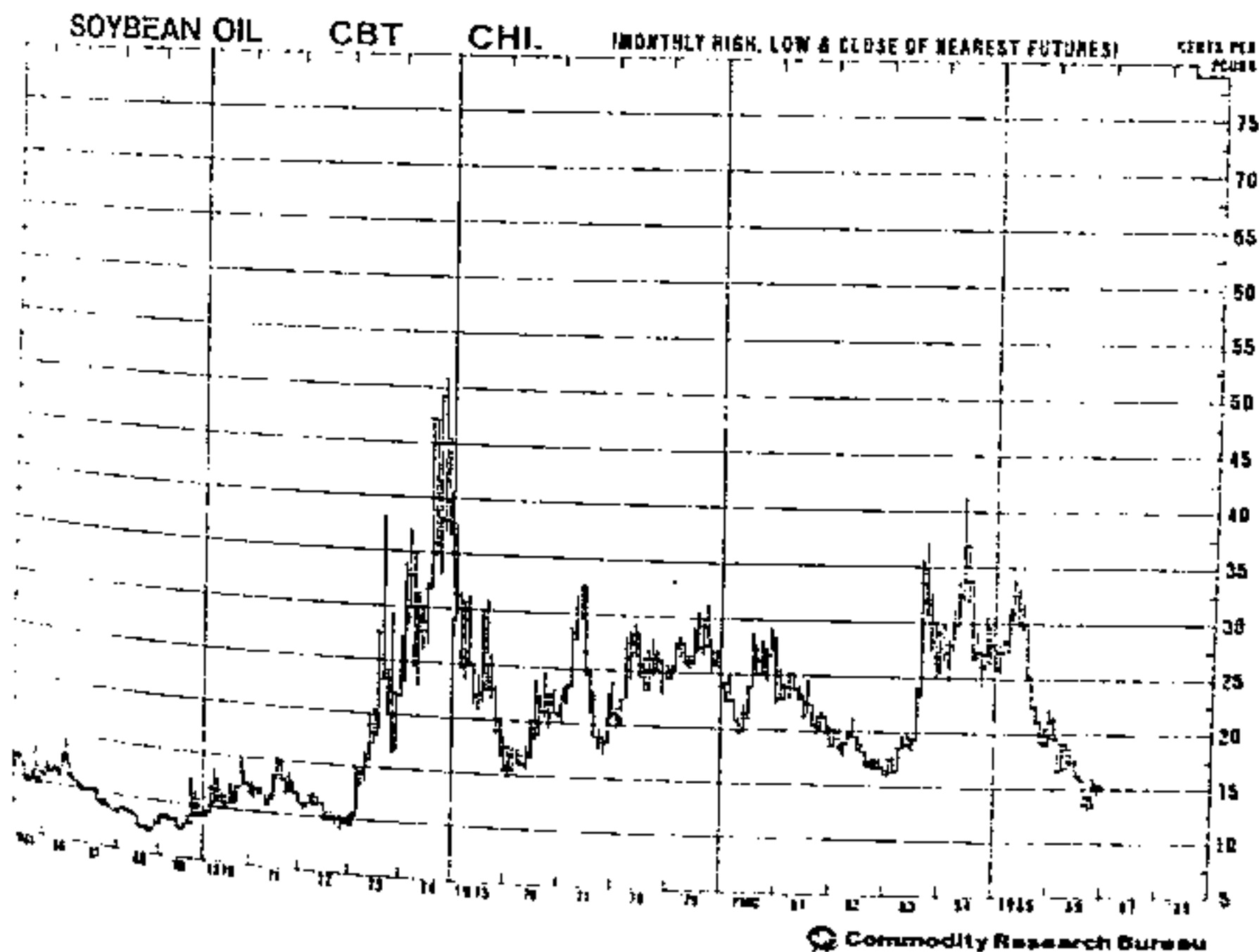
## 黃 豆 粉

交 易 所	芝加哥交易所
交易時間	10:30 A.M. to 2:15 P.M.
(紐約時間)	
合約規模	100 噸
報 價	美元 / 噸
最小變動單位	
每 噸	¢ 10
每 口	\$10.00
1 美元變動的價格	\$100.00
漲跌停限制	\$10.00 (相當 \$1,000)



## 黃 豆 油

交 易 所	芝加哥交易所
交易時間 (紐約時間)	10:30 A.M. to 2:15 P.M.
合約規模	60,000 磅
報 價	美分 / 磅
最小變動單位	
每 磅	¢ 1/100
每 口	\$6.00
1 美分變動的價格	\$600.00
漲跌停限制	¢ 1 (相當 \$600)



# 糖

交 易 所

紐約咖啡豆糖可可豆交易所

交易時間

10:00 A.M. to 1:43 P.M.

(紐約時間)

合約規模

112,000 磅

報 價

美分 / 磅

最小變動單位

每 磅

¢ 1/100

每 口

\$11.20

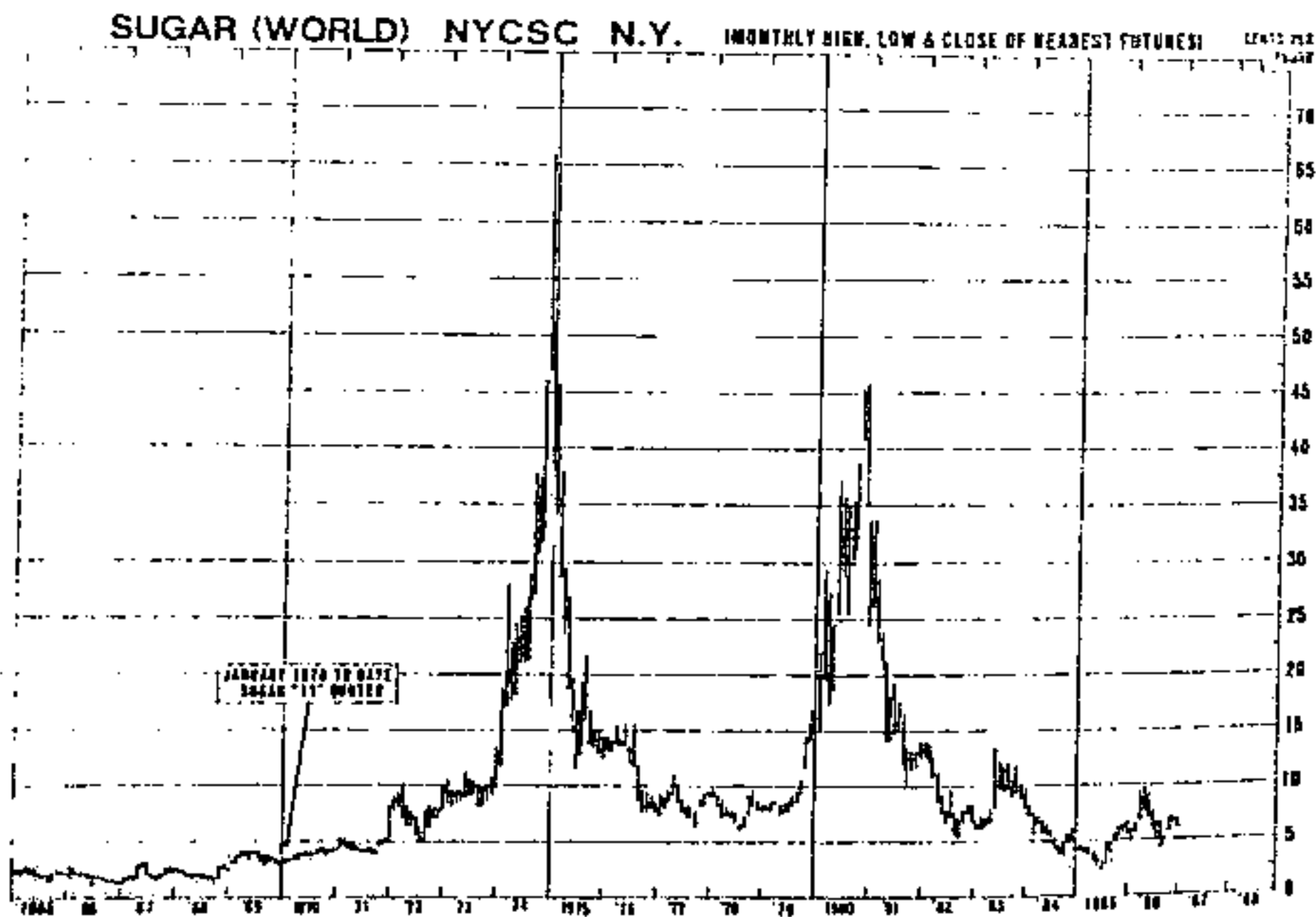
1 美分變動的單位

\$1,120.00

漲跌停限制

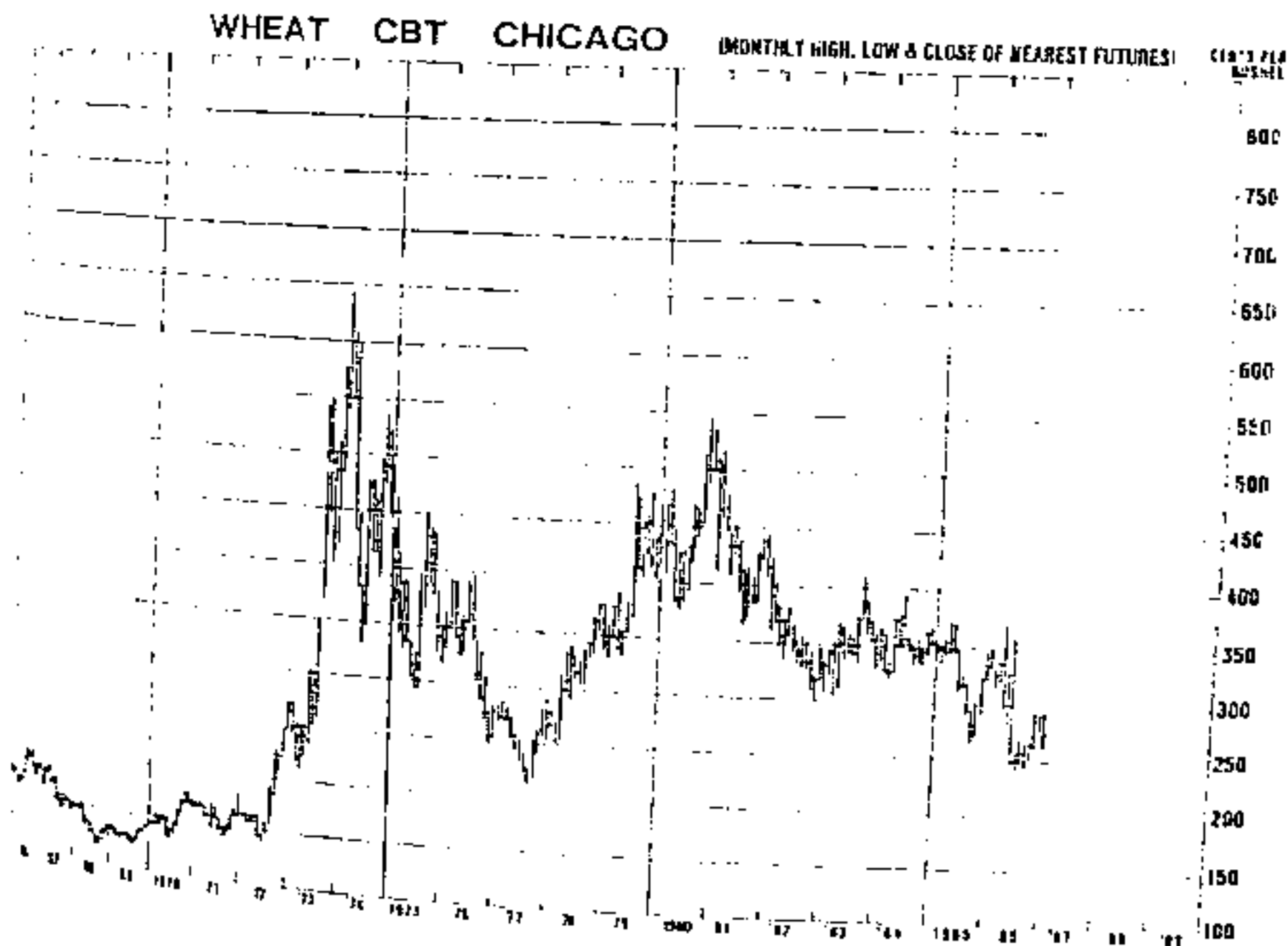
¢ 1/2 (相當 \$560)

頭二口無限制



## 小 麥

交易 所	芝加哥交易所
交易時間 (紐約時間)	10:30 A.M. to 2:15 P.M.
合約規模	5,000 英斗
報 價	美元 / 英斗
最小變動單位	
英 斗	¢ 1/4
每 口	\$12.50
1美分變動的價格	\$50.00
漲跌停限制	¢ 20 ( 相當 \$1,000 )

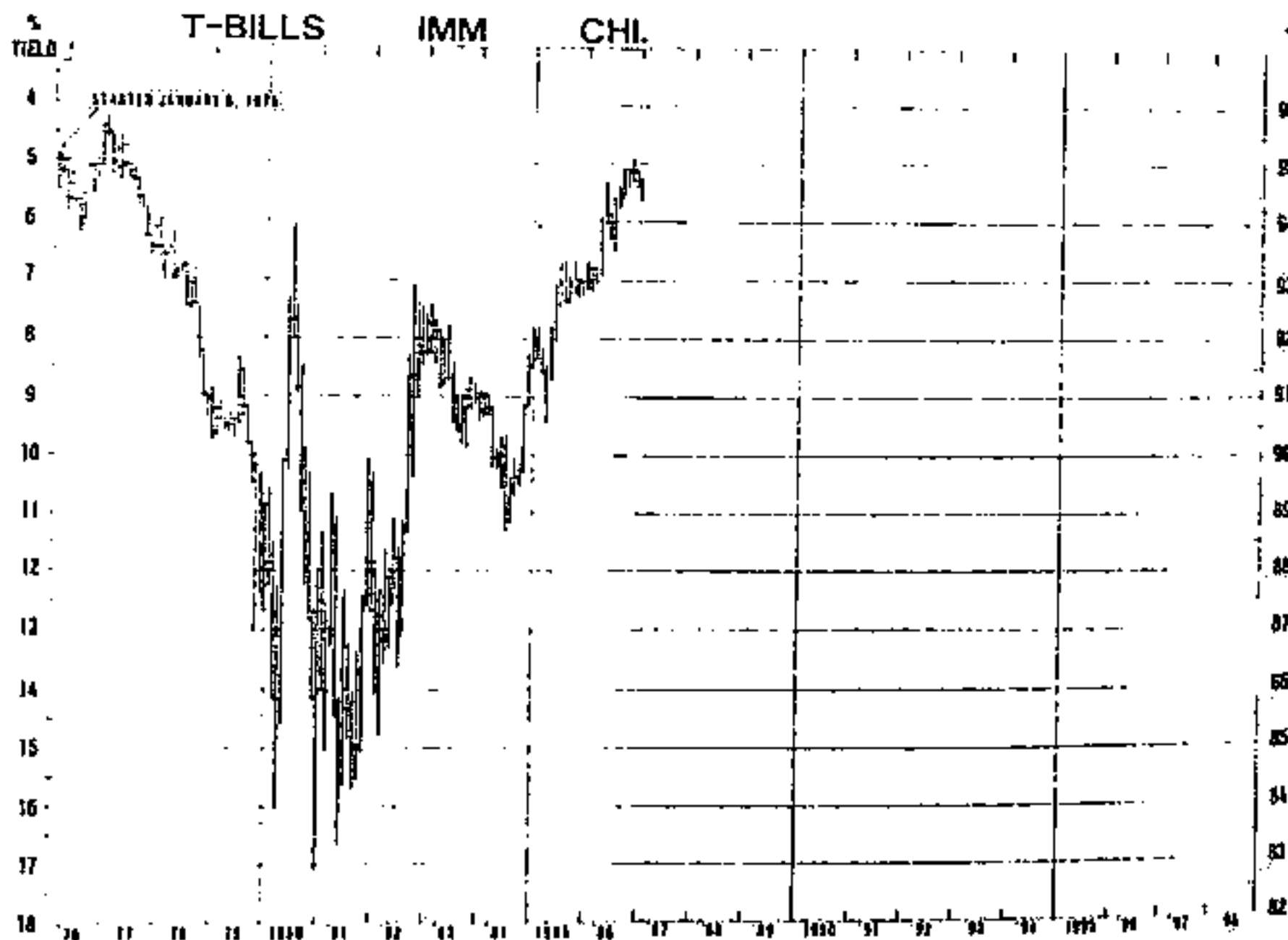




## 234 / 期貨交易策略

### 國庫券

交易所	芝加哥商品交易所
交易時間 (紐約時間)	8:20 A.M. to 3:00 P.M.
合約規模	\$1,000,000
報價	100 % 的點數
最小變動單位	
每.01	\$25.00
100點變動的價格	\$2,500
漲跌停限制	無



## 公 債

交 易 所

芝加哥交易所

交易時間

9:00 A.M. to 3:00 P.M.

(紐約時間)

合約規模

\$100,000

報 價

100% 的 1/32

每 點

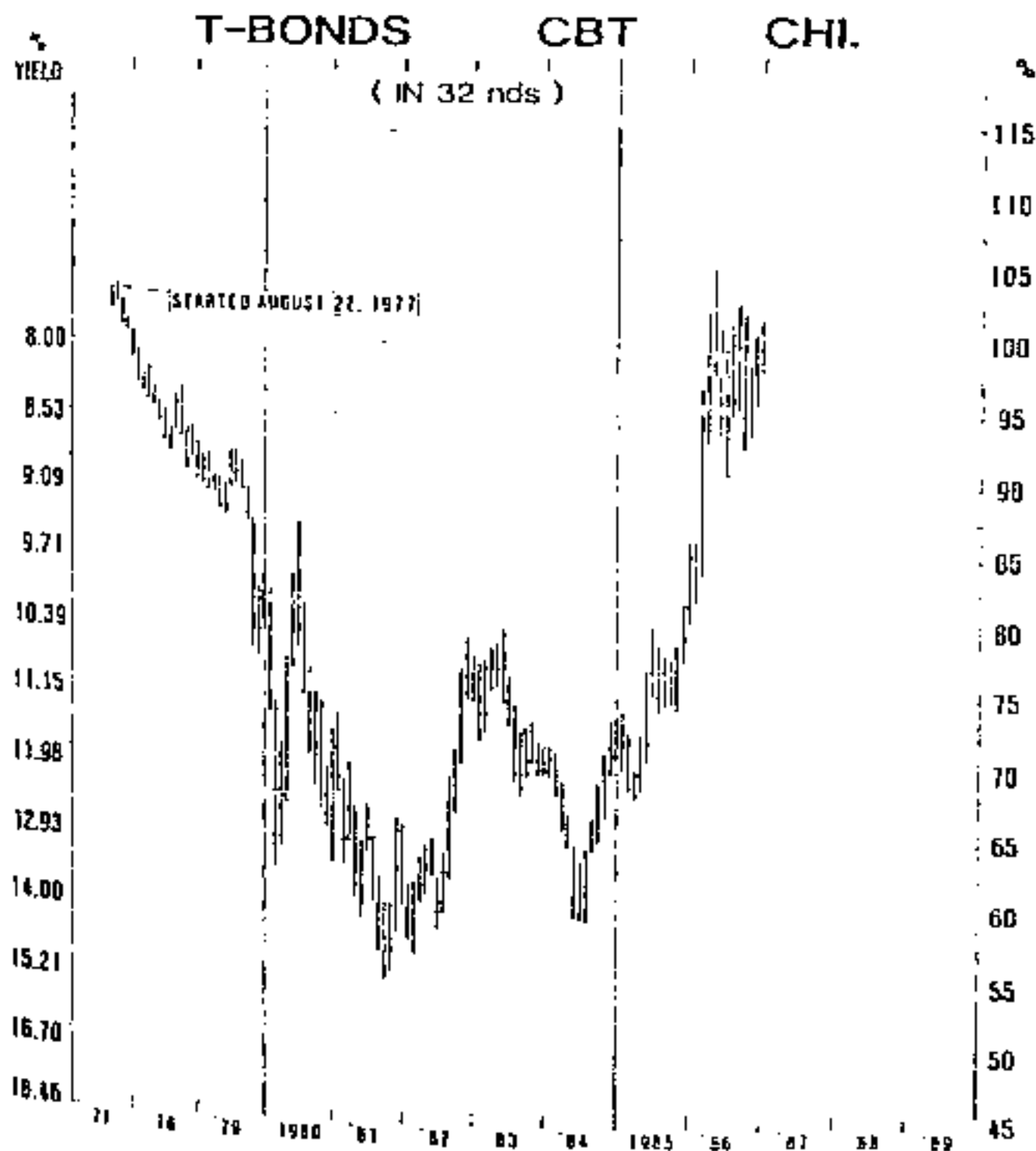
\$31.25

100點 ( 32/32 ) 變動的價格

\$1,000

漲跌停限制

96/32 ( 相當 \$3,000 )



### 價值線股價指數

交易所	堪薩斯交易所
交易時間 (紐約時間)	9:30 A.M. to 4:15 P.M.
合約規模	\$500 股價指數
報價	股價指數
最小變動單位	
每 .05	\$25.00
100 點變動的價格	\$500.00
漲跌停限制	無

