

交易所交易基金 和电子迷你股指期货 操作实务

EXCHANGE TRADED FUNDS AND E-MINI STOCK INDEX FUTURES

Includes SPDRs, QQQs, E-mini S&P500 and E-mini
Nasdaq-100 futures, iShares, streetTRACKS and HOLDRS

戴维·勒曼 著
董文政 崔景士 等译
张晓刚 苏中一 校



上海期货交易所
SHANGHAI FUTURES EXCHANGE

期货与金融衍生品系列丛书

主编 姜洋

交易所交易基金 和电子迷你股指期货 操作实务

EXCHANGE TRADED FUNDS
AND
E-MINI STOCK INDEX FUTURES

Includes SPDRs,QQQs,E-mini S&P500 and E-mini
Nasdaq-100 futures, iShares, streetTRACKS and HOLDRS

戴维·勒曼 著
董文政 崔景士 等译
张晓刚 苏中一 校

百家出版社

图书在版编目(CIP)数据

交易所交易基金和电子迷你股指期货操作实务/(美)勒曼著;董文政、崔景士等译. —上海:百家出版社,2003. 11

(期货与金融衍生品系列丛书)

ISBN 7-80656-979-0

I. 交... II. ①勒...②董... III. ①基金—投资—基本知识
②股票—指数—期货交易—基本知识 IV. F830.9

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2003)第 085078 号

上海市版权局著作权登记号:图字 09-2002-537 号

责任编辑 郭丽丽

特约编辑 张 戎

封面设计 桑吉芳

交易所交易基金和电子迷你 股指期货操作实务

(美)戴维·勒曼 著

董文政 崔景士 等译

百家出版社出版发行

(上海天钥桥路 180 弄 2 号)

(邮政编码 200030)

新华书店上海发行所经销 上海华成印刷装帧有限公司印刷

开本 640×935 1/16 印张 20.25 插页 1 字数 280000

2003 年 11 月第 1 版 2003 年 11 月第 1 次印刷

印数:1-3000 册

ISBN 7-80656-979-0/F·102 定价:40.00 元

总 序

上海期货交易所总经理 姜洋 博士

金融衍生品市场对很多不理解的人来讲,还是谈虎色变,认为会带来很大的风险,是一个“零和博弈”的赌场。从表面上看,衍生品交易是一种“零和博弈”,然而,衍生品交易的作用在于将投资风险从风险厌恶者转移到风险偏好者那里,从而使得每一个参与者都实现了与其相适应的风险水平,结果是吸引更多的资金投入基础市场。在投资日益国际化的大环境下,如果不利用衍生产品的对冲和价格发现功能,才是最大的风险。

虽然期货与金融衍生品市场没有融资功能,但它提供了与融资功能密不可分的一项职能——风险管理。通过利用衍生品市场进行风险管理,与传统风险管理手段相比,具有更高的准确性和时效性。衍生市场的流动性可以对市场价格变化做出灵活反应,并随基础交易头寸的变动而随时调整,较好地解决了传统风险管理工具管理风险时的时滞问题。衍生工具操作时多采用财务杠杆方式,大大降低了交易成本,同时具备更大的灵活性。如果没有完善的期货与金融衍生品市场,货币市场和资本市场的融资规模不可能得到有效扩大,融资效率也不可能得到显著改善。

从国际经验看,期货,尤其是金融衍生品正在改变着基础市场的风貌。金融衍生品市场的发展,对金融市场的规模、效率、功能、完整性、安全性、国际化等诸多方面大有帮助,其主要作用表现在直接和间接两个方面。一方面,金融衍生品市场是金融市场的一个重要组成部分,有助于健全市场架构,扩大市场规模;另一方面,金融衍生品市场的发展又可以大大促进金融市场各组成部分的快速发展。从某

种意义上讲,金融衍生品市场的发展对金融市场发展的间接作用比直接作用要大的多。由于衍生品为市场参加者提供了一个风险管理的市场,使基础金融市场得到补充和完善。

加入 WTO 后,我们商品市场就暴露在的巨大国际市场风险面前,尚未完全市场化的中国经济将真正参与资源的全球优化配置,也意味着尚未完全市场化的中国经济将承受来自国际市场风险冲击的严峻考验。国内与国际两个市场充分衔接,国内各类资源、各类产品的价格将逐步与世界范围内同类商品价格同步,接踵而来的是国际市场由于需求、价格波动带来的随机的、不可预测的风险。这其中,不能回避的一个现实,就是我国应该有一个完备的市场体系,尤其是应该有一个完整的金融市场体系,一个完整的金融市场体系至少应该包括资本市场、货币市场、金融衍生品市场,目前只有商品衍生品市场,一个缺乏风险转移市场的金融体系是不健全、不完善的市场体系,中国证券市场的发展,债券规模的扩大,客观上也要求衍生金融产品与之匹配,衍生市场的不断发展完善,才能为国内外的经营主体提供一个风险规避、套期保值和增加收益的市场。

中国工业尤其是制造业的快速发展,必然带来对风险管理工具——衍生品市场的巨大需求。衍生品市场就可以创新工具,发展期货及金融衍生市场有利于减缓加入 WTO 给我国经济所带来的巨大冲击,有利于建立起一道保障国民经济发展的安全屏障,有利于提高我国的综合竞争力。

吸引国际资本的重要前提就是有一个成熟、发达的金融市场,使外商的投资具有安全性、流动性和盈利性。金融衍生品市场是保证安全性、流动性和盈利性的重要制度。新兴市场经济国家在吸引外资时,无不通过制度创新建立了相应的为外国投资者能利用的避险市场。韩国则是一个典型的亡羊补牢案例,在 1997 年亚洲金融危机中,韩国也深陷其中,相当重要的一个因素在于韩国未能及时完善风险管理市场。韩国吸取金融风暴防范的经验教训,大力推动金融衍生品市场,目前金融衍生品交易量在全球名列前茅。韩国能够成为第一个从亚洲金融危机复苏的国家,得益于包括大力发展金融衍生品市场在内的金融开放政策。

从整体上考虑,吸引国际资本,金融中心的作用不可忽视,而发展金融衍生品市场是建立国际金融中心的必备条件。上海正在建设国际金融中心,对金融衍生产品研究与开发都提出了新的要求。境内外机构投资者在金融创新方面的竞争将进一步加剧,对风险管理的要求会越来越高,规避系统风险的强烈需求将推动中国金融衍生品的开发研究工作。

发展金融衍生品市场实质是金融创新的过程。金融创新的经济基础取决于经济的市场化程度。我国经济市场化改革已经取得了重大进展,经济市场化整体水平得到很大提升,基本具备发展金融衍生品市场的宏观经济制度基础。随着货币价格市场化进程的推进、基础金融市场的发展和机构投资者队伍的壮大,开发并逐步推出特定金融衍生产品的时机已经成熟。发展成熟的金融衍生品市场,充分发挥其风险管理和价格发现功能,将有助于资源配置效率的提高和经济稳定,也有助于政府掌握准确的经济动态信息,丰富宏观调控手段。

上海是我国期货市场起步最早的地区之一,其发展经历了起步探索、清理整顿、规范发展这样一个曲折的历程。经过 10 余年的探索发展,上海的期货市场正面临着新形势带来的难得机遇和严峻挑战。面对新的形势和发展契机,上海期货交易所将战略目标定位于努力建成规范、高效、透明,以金融衍生品交易为主的综合性期货交易所。在产品体系方面,将逐步形成包括工业品等商品系列和包括股票指数、利率和外汇产品的金融系列两大类产品;在产品深度上,以期货合约为先导,逐步推出期货选择权合约并最终形成较完整的产品体系。在市场开放与会员国际化方面,逐步吸收国外会员并达到一定比例。在国际交流与合作方面,加强国外同业交流,争取成为国际上各主要期货行业协会会员。在技术创新方面,构建国际水准的一流交易平台,把上海期货交易所建设成为高新技术密集、辐射面广、运行效率高和交易成本低的期货交易中心。在风险管理方面,逐步改进现有结算与实时风险监控系統,在一定阶段引进国外成熟的期货、期权结算系统,或进行合作开发。在人才结构与内部管理制度方面,构建人才高地,进一步提高员工队伍整体素质。在确保金融监

管当局有效监管的前提下,分步骤稳妥地推出金融衍生品交易,发展离岸金融业务新品种,有计划地不断实现金融品种业务创新,从多方面强化上海期货交易在全国的领先和中心地位,并力争早日在上海建成以金融衍生产品交易为主的综合性期货交易市场,把上海建成亚太地区主要的衍生产品交易中心之一。

上述战略目标的实现需要有丰富的研究成果来支撑。在自身拥有实力雄厚的研究开发团队基础上,上海期货交易所还通过合作研究和委托研究等多种形式集聚了一大批致力于期货与金融衍生品研究的社会力量,以海纳百川的态势,致力于形成期货与金融衍生品的研究中心。

为进一步推动行业研究,上海期货交易所编辑出版了“期货与金融衍生品系列丛书”,以此作为一个载体,采集选编国内外专家学者和实际工作者的最新研究、翻译成果,把握创新趋势,深入探讨虚拟经济和实体经济关系。这套丛书试图从品种、制度和市场等各个方面剖析期货与金融衍生品的运作规律和发展趋势,深刻分析金融创新、金融风险、金融安全、国际金融中心建设等方面的关系,力争做到资料翔实,分析全面,相信这套丛书的出版能对我国期货市场和金融衍生品的运作研究起到良好的推进作用。

2003年1月

英文版序言

1997年5月5日,还是在清晨六点钟,我发现竟有数以百计的人和我一起排长队,这真令人难以置信。在这个春光明媚的清晨,我们在内布拉斯加州奥马哈市郊区的阿可沙本体育馆列队等待,登记入场参加会议。会议要到九点半才开始,但我们一小时之前就来到了会场门口。大会开始时,整个大厅已经挤满了大约9 000名听众。一般而言,一个普通的公司股东大会能吸引上几百名或者上千名投资者参加就不错了,但这次会议不同,它不是一个普通的股东大会,而是由沃伦·巴菲特主持的伯克希尔哈萨维公司的股东大会,是资本家们的伍德斯托克音乐节。

当这个有史以来最伟大的投资家走进大厅时,人群中爆发出雷鸣般的掌声。沃伦坐在伯克希尔哈萨维公司副总裁查理·芒格的旁边,表情轻松平静。股东大会的开幕式进行了10分钟便结束了,接着,此次集会的真正目的,也就是会议的真正主题——问答会开始。众所周知,在伯克希尔哈萨维公司股东大会的问答阶段,那些持有本公司股票并且期望获取丰厚收益的投资者,可以向投资专家提出任何所能想象的问题。由于问答阶段通常会持续4至6个小时,所以沃伦挥手示意大家坐下来。

体育馆里排列了12个麦克风,它们和投资者一样正准备恭聆世界上最伟大的投资专家传授投资经验。一个中年妇女首先向巴菲特提出了第一个问题:为什么这一年的投资费用比共同基金的投资费用高?巴菲特以对这一问题的解释作为问答阶段的开场白:“一般而言,投资经理,甚至一些表现出色的投资经理,也几乎不可能长期战

胜标准普尔 500 指数。”回答问题时,他轻轻颌首,头微微转动。实际上,在场的听众有许多都是投资经理,伯克希尔公司也持有世界最著名的投资银行之一——所罗门公司的大部分普通股,该公司经营着数十亿美元的资产。这是世界上最伟大的股票投资专家对指数投资优势的评论,虽然他有 35 年的优良投资记录,标准普尔 500 指数与他的记录相比也相形见绌——但他却在谈论指数化投资的巨大优势。这句具有讽刺意味的评论像炸弹一样震惊了阿可沙本体育馆,由此形成会议的一道风景线。

当巴菲特在创造历史上最伟大的投资记录之一时,离宾夕法尼亚州弗直山脉千里之遥的约翰·鲍格尔则悄悄地创造了另一项不同凡响的跟踪记录。他所设计的先锋集团旗舰基金,即跟踪标准普尔 500 综合指数的先锋指数信托基金,缓慢但却毫无疑问地印证了奥马哈预言家的预言。在过去的 25 年里,标准普尔 500 指数及由此产生的先锋指数信托基金轻松地战胜了大多数表现活跃的投资经理(即选股者)。该基金在 25 年前开始运作时只管理着 110 万美元的资产,而到 20 世纪末,它的资产总值已超过 1 000 亿美元,并在不久以后成为美国最大的共同基金。

巴菲特是对的!大多数投资经理无法长期超越他们面前的基准指数,现在如此,以后仍将如此,可以确信,永远不会超越他们参照的基准指数。在过去 30 年中,他们一直处于失败的境地,如今,全世界已有 25 000 亿美元以上的资金进入指数投资领域(美国大约有 14 000 亿美元)。

最近,在一场由我组织的几百人规模的研讨会上,有人问我:指数投资的资金量是不是在萎缩?我回答:实际情况恰恰相反。这个人又问我是如何得出这个结论的,于是我像背诵文章一样快速作了如下陈述:

- 现在几乎有 700 亿美元的资金投资于交易所交易基金,而 8 年前这个数字是零!

- 标准普尔 500 指数存托凭证每天进行 700 万单位的交易,其交易额通常位于美国证券交易所活跃证券排行榜的前列。

- QQQ 交易所交易基金,是一种专门跟踪纳斯达克 100 指数的

基金,一年多前,该基金上市第一天便实现了 250 万单位的交易,通常是美国证券交易所最活跃的证券(现在的交易量是那时的 20 倍)。

- 在过去 3 年中,芝加哥商业交易所的新型电子迷你标准普尔 500 指数期货合约日均交易量增长了 10 倍以上(从每天不到 10 000 万张到超过 100 000 万张合约)。

- 芝加哥商业交易所的新型电子迷你纳斯达克 100 指数期货合约在 1999 年 6 月刚上市时交易了 2 400 份合约,现在日均量超过了 80 000 手合约——不到 18 个月的时间增长了 33 倍! 现在,电子迷你标准普尔指数期货合约和电子迷你纳斯达克指数期货合约每天的交易量超过 100 000 手。

- 过去几个月,巴克莱全球投资公司已成功发行了几十种新型交易所交易基金,人们称之为 i 股。这些基金帮助投资者产生新的指数投资策略,也使拉塞尔 2000 指数、标准普尔/Barra 成长指数和价值指数等名声远扬。

总之,这些新型指数工具的发展已远远超过我们的估计。至少现在看来,指数投资的增长势头还在加剧。

之后,我问那个提问者:关于增长势头的问题你是否清楚了? 他立即回答:“完全清楚!”

随着指数化投资策略的不断发展,像交易所交易基金和芝加哥商业交易所的电子迷你股指期货那样的新型指数工具,已经开始引起大小投资者的普遍重视。不幸的是,这些工具是全新的,并涉及许多不同的指数,这使得不少投资者困惑,特别是新手感到难以跟上形势的变化。

本书对这些新型股票指数工具进行了全面的介绍——它们如何运作,交易人员如何运用它们,长期投资者如何运用它们。我也将进一步阐述:

- 中小投资者如何运用这些工具,如何比照机构大户的指数投资策略,去获取优良回报。

- 资产配置及有关的策略,如将交易所交易基金等各种指数化投资策略结合传统的选股投资技术精华来选股的“核心-卫星策略”(毕竟我们中间也有几个沃伦·巴菲特!)



● 利用流行的芝加哥商业交易所的电子迷你股票指数期货进行的投机、保值和价差交易策略。

本书主要是针对初级和中级水平的投资者而写的,但我相信它会给各个层次的投资者、顾问及交易者提供帮助。我希望向你发出挑战,或者说做一测试——当你读完此书,你就能通过这些新的股票指数工具,构建科学有效的长短期投资战略。

戴维·勒曼

专家评语

“《交易所交易基金和电子迷你股指期货操作实务》一书的出版，给散户和机构投资者提供了两种新型投资和交易工具的结构性及应用的非凡见识。这些产品的出现发展了指数投资平民化的趋势，给更多的投资者提供了利用指数优势获益的机会。要更好地理解这些激动人心的产品，戴维·勒曼先生的书是一本极好的参考工具。”

——尼克·诺帕多，道富公司副董事长和道富环球投资管理公司董事长和首席执行官

“对任何想投资交易所交易基金和电子迷你股指期货的人来说，这是一本必读书！戴维·勒曼把杰出的研究与实际例子结合在一起，给金融领域发展最快的产品提供了全面的分析。”

——杰·贝克，交易所交易基金营销副总裁，斯皮尔·利兹和凯洛格公司

“戴维·勒曼是这一行业最有力的传播者之一。他文风简明，注重案例分析，使这本书成为那些想投资交易所交易基金和电子迷你股指期货的人的必读书。标准普尔公司对公司在这些激动人心的新产品的成功所起的作用而感到自豪。”

——谢利·彼得森，标准普尔公司全球授权副总裁

“对那些想开始指数投资和想学会如何使用华尔街最成功的新

型投资工具——交易所交易基金和电子迷你股指期货的人来说,这是一本极好的指导书。”

——艾林·阿维德伦德,《巴伦》杂志专栏作家

“拥有指数基金对于所有的长期投资者来说都是必要的。为了利用好市场上众多的指数基金产品,戴维·勒曼对你想知道的每件事都做出了极好的解释。他表明,要想成为跑赢现有几乎所有资金管理者的基金的一员,的确不是一件难事。”

——劳伦斯·G·麦克米伦,《麦克米伦论期权》作者和麦克米伦分析公司总裁

“戴维·勒曼的书内容丰富,它全面阐述了交易所交易基金和股指期货在整个投资组合管理中扮演的重要角色。无论是对老练的还是积极的投资者所遇到的难点问题,戴维都能言简意赅,给予正确的指导。投资者现在应该意识到,这些工具在加强他们的投资组合中的价值和力量。”

——杰克·布莱克本,林德-瓦尔多克公司的高级商务关系经理

“戴维·勒曼是我所知道的最精心的市场研究人员之一。这本书展示了他理解市场真相的高深莫测的能力。”

——马克迪·库克,库克投资的职业交易商

总序	1
英文版序言	1
第一篇 从随机漫步理论到万亿美元现象	1
第1章 指数化投资策略为何如此出色/3	
1.1 指数化投资成为强有力的竞争工具/3	
1.2 指数化投资的竞争力/6	
第2章 指数化投资的玩家/17	
2.1 指数化投资的机构经理人/17	
2.2 交易所和做市商/20	
2.3 指数市场的主要投资者/25	
第3章 股票指数介绍/27	
3.1 标准普尔指数/27	
3.2 纳斯达克指数/31	
3.3 拉塞尔指数/33	
3.4 道琼斯指数/35	
3.5 威尔雪联合公司指数/37	
3.6 MSCI 指数/37	
第二篇 交易所交易基金	41
第4章 交易所交易基金的起源、优势和特点/43	
4.1 交易所交易基金的起源/43	
4.2 交易所交易基金的优势和特点/47	
4.3 结论/56	
第5章 交易所交易基金的结构和生成-赎回过程/59	

5.1 交易所交易基金的种类/59

5.2 生成-赎回过程/61

5.3 生成过程示例/65

第6章 交易所交易基金实战的一般策略/75

6.1 以交易所交易基金作为指数化投资的核心/75

6.2 积极的交易/76

6.3 套期保值/76

6.4 现金管理/77

6.5 行业操作/78

6.6 填补基准或风格缺口/79

6.7 参与国际市场/79

6.8 税收策略/80

第7章 主要交易所交易基金/82

7.1 交易所交易基金摘要内容指南/83

7.2 宽基指数与风格交易所交易基金/85

7.3 行业交易所交易基金/101

7.4 在国际市场进行指数化投资/117

7.5 主要的交易所交易基金品种/141

第三篇 电子迷你股指期货实务及案例研究

157

第8章 电子迷你股指期货的产生及其基本术语/159

8.1 电子迷你股指期货的产生/159

8.2 投资于指数期货的几个原因/165

8.3 进行期货交易的障碍/167

8.4 股指期货的语言/170

8.5 结论/176

第9章 电子迷你股指期货合约及交易原理/179

9.1 电子迷你股指期货合约/180

9.2 交易规则及例示/182

9.3 电子迷你股指期货的价格信息资源/189

9.4 流动性/192

9.5 现货与期货/193

第10章 电子迷你股指期货和交易所交易基金的短期策略/203

10.1 使用电子迷你股指期货进行套期保值/206

10.2 保护你的投资组合/208

10.3 九种短期策略/211

10.4 对新投资于电子迷你股指期货投资者的几点建议/233

第四篇 对交易所交易基金和电子迷你股指期货的再探讨 237

第11章 长期策略:运用交易所交易基金进行资产配置/239

11.1 资产配置的重要性/240

11.2 将传统的共同基金与交易所交易基金相结合/250

11.3 买进低成本的固定收益证券/265

11.4 国债的风险和收益/266

第12章 风险:最容易被忽视的词/270

12.1 一些风险和资金管理的案例/271

12.2 风险和收益/273

12.3 巴菲特、麦利威瑟及未知的风险/276

第13章 美国以外的交易所交易基金/280

第14章 交易所交易基金和电子迷你股指期货的未来之路/285

第15章 交易所交易基金和电子迷你股指期货常见问题答疑/290

第一篇

从随机漫步理论到万亿美元现象

指数化投资策略为何如此出色

指数化投资的玩家

股票指数介绍