

资本市场与金融衍生品博士论丛

主编 黄运成

2007 年欧洲衍生品市场分析与 衍生工具投资策略

——欧洲期货交易所年报暨论文精选集

Europe Derivatives Markets Analysis in 2007 And Derivatives Investment Strategies
—EUREX Annals and Paper omnibus

同济大学上海期货研究院 编
欧洲期货交易所



经济科学出版社
Economic Science Press

资本市场与金融衍生品博士论丛

主编 黄运成

2007年欧洲衍生品市场分析与 衍生工具投资策略

——欧洲期货交易所年报暨论文精选集

Europe Derivatives Markets Analysis in 2007 And Derivatives Investment Strategies
—EUREX Annals and Paper omnibus

同济大学上海期货研究院 编
欧洲期货交易所



图书在版编目 (CIP) 数据

2007 年欧洲衍生品市场分析与衍生工具投资策略——欧洲
期货交易所年报暨论文精选集 / 同济大学上海期货研究院、
欧洲期货交易所编. —北京: 经济科学出版社, 2008. 5

(资本市场与金融衍生品博士论丛 / 黄运成主编)

ISBN 978 - 7 - 5058 - 5095 - 8

I. 2… II. ①同…②欧… III. 期货交易 - 欧洲 - 文集
IV. F832.05 - 53

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2008) 第 064931 号

责任编辑: 张 频

责任校对: 王苗苗

技术编辑: 董永亭

2007 年欧洲衍生品市场分析与衍生工具投资策略

——欧洲期货交易所年报暨论文精选集

同济大学上海期货研究院 编

欧洲期货交易所

经济科学出版社出版、发行 新华书店经销

社址: 北京市海淀区阜成路甲 28 号 邮编: 100036

总编室电话: 88191217 发行部电话: 88191540

网址: www.esp.com.cn

电子邮件: esp@esp.com.cn

北京欣舒印务有限公司印刷

永胜装订厂装订

787×1092 16 开 14.5 印张 280000 字

2008 年 5 月第 1 版 2008 年 5 月第 1 次印刷

印数: 0001—4000 册

ISBN 978 - 7 - 5058 - 5095 - 8/F · 4367 定价: 26.00 元

(图书出现印装问题, 本社负责调换)

(版权所有 翻印必究)

总序

现代市场经济中的资源配置，主要是通过资本市场来进行的。资本市场的发展是现代市场经济发达程度的标志。资本市场的发育滞后，不但会影响整个社会的资源配置效率，而且还会导致整个市场机制的扭曲和变形，并进而造成社会经济运行的失序或无序。

对处于经济体制转轨过程中的中国而言，资本市场的发展具有非常特殊的意义。可以说，中国的经济体制能不能从计划经济全面走向市场经济，能不能从外延扩张最终走向内涵提高，资源配置机制能不能从简单组合逐步过渡到要素整合，在很大程度上都取决于资本市场的发展水平。当前，中国已经具备大力发展资本市场并努力构建现代金融体系的宏观和微观基础，在今后相当长的时间内，推进资本市场的健康快速发展，是我们所要追求的目标。

投资银行在资本市场发展中具有特殊意义。在中国，证券公司虽然数量不少，但规模小，业务创新不足，盈利模式单一，在国际市场竞争中实力较弱。中国投资银行业未来发展应通过为资本市场提供高质量的金融媒介服务、开展工具和业务模式创新等方面赢得利润，重新定位。

国际资本市场在 20 世纪 80 年代之后获得了持续高速发展，并在整个金融体系中成为替代传统商业银行的主导力量，其关键在于这个市场所具有的成长性和透明度。在当前中国资本市场发展的关键阶段，寻求优化上市公司资本结构的制度基础和技术措施，保证公司如实披露信息、保持足够透明度的公司治理结构，具有重要的理论价值和很强的现实意义。研究资本结构和公司治理就是要提高上市公司质量乃至整个资本市场的成长性和透明度。影响公司资本结构的因素主要包括股东和股权结构、激励机制等制度性因素和行业的成长周期及其市场竞争程度等非制度性因素。公司治理所追求的目标

函数则经历了从公司利润最大化到股东资产价值最大化再到相关者利益最大化的演变。资本结构在深层次上影响着治理结构，并共同作用于公司价值。

作为资本市场中最为重要的组成部分，金融衍生品市场是市场经济发展到一定阶段的产物，也是金融市场为现货市场服务的最为有力的工具之一。衍生品市场的发展是金融市场风险管理的需要，金融市场的风险不因衍生品出现而消失，但通过衍生品市场，金融市场风险可以被转移和重新配置，这就是风险管理的意义。衍生品交易的实质在于将金融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。在中国目前日益国际化的经济环境下，如果不能加快发展金融衍生品市场并发挥其价格发现和风险对冲的功能，那么这种现状本身就是我们面临的最大问题和需要解决的最严重风险。

尽管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，与传统手段相比，具有更高的准确性和时效性。金融衍生品的流动性可以对市场价格变化做出灵活反应，并可以随着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。金融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，金融衍生品正在改变着基础市场。金融衍生品市场的发展，对资本市场乃至整个金融市场的规模、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，金融衍生品市场是资本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资本市场各组成部分的快速发展。衍生品市场为参与市场的各方投资者提供了一个风险管理的市场，使资本市场得到补充和完善。

加入 WTO 以来，中国市场就暴露在巨大的国际市场风险面前，尚未完全市场化的中国经济将逐步真正参与到资源的全球优化配置中，这也意味着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，与国内工业尤其是制造业相关的各类资源、各类产品的价格将局部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是中国应该有一个完备的市场体系，尤其是应该有一个完备的由商品期货期权和金融期货期权组成的衍生品市场。因为只有金融衍生品的不断发展完善，才能为

国内外的经营和投资主体提供一个风险规避、套期保值和增加收益的金融市场。

中国经济市场化整体水平已经得到了很大提升,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,开发并推出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,将有助于经济稳定和资源配置效率的提高,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。

处于经济转轨阶段的中国正面临国际商品和金融市场价格波动所带来的机遇和挑战,在这一形势下,积极发展金融衍生品,对于维护国家经济利益、保持经济金融的稳定、保障资本市场的稳步发展都具有重要意义。目前正在建设中的中国金融期货交易所正是对金融衍生品的研究与开发的具体实践。

“资本市场与金融衍生品博士论丛”的作者均拥有相关学科的博士学位和具有多年从事资本市场与金融衍生品方面的理论研究与实际操作的经验。该丛书的内容来自三个方面:一是作者的博士论文;二是作者承担的国家级课题;三是作者在实践中过程的总结和最新研究成果。丛书内容资料翔实,论述全面,分析深刻。相信这套博士论丛的出版必然会对我国资本市场和金融衍生品市场的实际操作、科学研究和政府监管提供非常重要的参考价值。

黄运成
2007年3月

序 言

中国经济金融环境正经历深刻变化，经济全球化和开放程度日益深化，金融资本领域市场化程度不断提高。随着股权分置改革、利率市场化和汇率弹性波动机制的有序推进，经济中的不确定因素显著增多，市场参与者迫切需要相应的价格发现和风险管理工具来规避金融风险，现实的发展催生我国对金融衍生品的巨大需求。金融衍生品市场具有价格发现和分散风险作用，它将金融市场的“集中性波动”化解为“经常性波动”，发挥“安全阀”的内在稳定作用，使整个经济体系和金融体系具有抵御重大风险冲击的能力。因此，金融衍生品市场的发展具有重要的经济战略意义，是具有完整经济体系和富于灵活弹性的金融体系的不可或缺的组成部分。国务院应时之需，2006年1月正式批准设立金融衍生品交易所，目前各项交易制度和技术筹备工作基本完成，但是市场交易尚未正式开始，其发展道路依然“路漫漫其修远兮”。

欧洲期货交易所（EUREX）于1998年由德意志交易所（DBAG）与瑞士交易所（SWX）合并成立，经过近十年的超速发展，已经成为全球第一大金融衍生品交易所。2006年欧洲期货交易所所在欧洲的市场份额达到80%，其交易网络遍及全球近20个国家，参与机构达400多个，交易网络超过10 000个，已成为全球金融衍生品市场的领头羊，欧洲期货交易所业已成为国际金融衍生品市场的一个成功典范。

他山之石，可以攻玉。对于我国新生的金融衍生品市场来说，《2007年欧洲衍生品市场分析与衍生工具投资策略》一书的编译出版恰逢其时。本书是对欧洲期货交易所十年成功经验的一次全面总结，这对于借鉴欧洲期货交易所的发展思路和成功经验，摸索适应我国金融生态环境的发展模式，富有现实意义和指导意义。

全书分为两部分。第一部分是欧洲期货交易所的第一份年报，《2007年衍生品市场分析——对机构投资者而言的趋势和机会》，全景式地回顾了欧洲期货交易所自成立以来的飞速发展历程，总结了交易所

在开发和创新金融衍生产品、建立跨境电子交易系统、构建清算结算体系等方面具有远见卓识的举措。此外，年报专设“案例研究”，由全球知名投资公司的高级投资经理以案例分析的形式，深入浅出地剖析金融衍生品交易策略。年报所描绘的欧洲期货交易所跨越式的发展历程，以及金融衍生品交易策略，对我国金融衍生品交易所和投资者来说，极具借鉴意义。

第二部分由五篇关于衍生工具投资策略精选论文构成，是法国最大的五所商学院之一——里尔经济管理学院（EDHEC）资深研究人员的研究成果。这五篇论文以欧洲期货交易所衍生产品，如期货基金、股票指数期权和期货另类投资、商品交易顾问（CTA）、积极资产配置、债券资产组合管理等投资领域的市场绩效研究为核心，通过理论模型和实证检验，深入分析了跟踪趋势策略、全球资产配置策略（GTAA）、债券择时策略、板块轮动、对冲基金策略等具体操作策略和应用方法。本书的研究视角以投资者需求为导向，在一定程度上填补了我国在此研究领域的空白，对提高我国金融衍生品理论和实证研究水平颇有裨益。对市场人士来说，也能够深化对金融衍生品交易策略的理解和运用能力。可以说，在我国金融衍生品交易的发端之际，这五篇精选论文具有特殊的理论指导和实践应用价值。

本书具体的资料翻译和编辑工作分工如下：欧洲期货交易所年报《2007 年衍生品市场分析——对机构投资者而言的趋势和机会》由河海大学商学院的张颖博士、浙江财经学院金融学院的阎晓春博士、华东理工大学商学院的钱丽霞博士生完成；《欧洲期货交易所衍生工具产品在另类投资中的运用——期货基金》由毋剑虹先生指导；《从实现 α 到包装 α ，以积极的债券资产组合管理为例：使用固定收益衍生产品，设计更符合投资者需求的对冲基金策略》由大连商品交易所的徐毅博士完成；《可携阿尔法和可携贝塔策略在欧洲市场的运用——利用股票指数期权和期货进行积极资产配置》由金元比联基金的李飞博士生完成；《利用期货复制对冲基金的收益——一种欧洲视角》和《在可替代投资中的欧洲期货与期权交易所衍生产品：对冲基金的例子》由同济大学管理学院的王爱华博士完成。

本书兼顾了理论性和实践性，既可以作为金融市场专业人士投资分析的参考读物，亦可作为高校及研究人员的研究资料。

全书由同济大学上海期货研究院博士生导师黄运成教授、欧洲期货交易所亚太区副总裁毋剑虹先生负责承译，与同济大学管理学院的马卫

锋博士共同组织协调全书编辑工作。中国证监会期货部的赵菊峰和华东理工大学商学院的钱丽霞承担了译校工作。大连商品交易所的徐毅博士后对译校工作提出了宝贵建议。

由于译者水平有限，加之诸多金融衍生产品专有名词为国内首译，书中难免存在疏漏纰缪，敬请读者指正。

黄运成

2008年1月

目 录

第一部分

2007 年衍生品市场分析

——对机构投资者而言的趋势和机会

3	一、前言——永不休止的演变	/彼得·赖茨 欧洲期货交易所法兰克福股份公司
5	二、导论	
5	(一) 充满挑战的市场	/娜塔莎·德特兰 本书编辑
6	(二) 一起工作	/理查德·贝尔利亚努 摩根大通期货期权全球业务董事长，德国 证券交易所集团期货行业联合会和监督委员会主席
8	(三) 自由和挑战	/斯特凡·比克塞尔 欧洲基金和资产管理协会总裁
10	三、衍生品市场	
10	(一) 跨境挑战	/理查德·欧文
13	(二) 为增长而自动化	/李·奥利弗
17	(三) 战胜结算和清算风暴	/萨尔夫拉兹·蒂诺
20	(四) 衍生品：弥补货币市场的不足	/布伦丹·马顿
23	(五) 基金管理业中的衍生品	/布伦丹·马顿
26	四、市场创新	
26	(一) 从市场波动中获利	/吉姆·卡罗夫
29	(二) 单一股票期货	/约翰·费里
31	(三) 交易所交易基金革命	/约翰·费里

35	(四) 期权投资方案	/ 李·奥利弗
37	(五) 别具特色的分类指数衍生工具	/ 李·奥利弗
40	(六) 德国联邦政府期货：为储蓄行业建造一个防护坝	/ 布伦丹·马顿
43	(七) 为增长而创新	/ 萨尔夫拉兹·蒂诺
46	(八) 债券投资组合之衍生品策略	/ 利昂内尔·马尔泰利尼
49	(九) 下一件大事——信用期货	/ 约翰·费里
54	五、批发市场结算	
54	(一) 从回购中获益	/ 娜塔莎·德·特兰
57	(二) 债券：欣欣向荣的业务	/ 尼克·克拉克
61	(三) 交易所加速发展柜台市场	/ 理查德·欧文
65	六、案例研究	
65	(一) 可调整的阿尔法投资满足养老基金的需要吗	/ 拜伦·鲍德温 欧洲 期货交易所
66	(二) 运用可调整的阿尔法投资策略	/ 阿奇·斯特拉瑟斯 美林投资经理
75	(三) 为阿尔法而指数化投资	/ 拉斯·迪特勒博士 瑞士信贷
78	(四) 负债驱动的投资	/ 休·库特勒 巴克莱全球投资者公司
83	(五) 负债驱动的投资——一位从业者的观点	/ 大卫·科诺迪·阿胡鲁 雷迪顿 (Redington) 公司合伙人
86	(六) 全球战术资产配置对期货的运用	/ 卡罗琳娜·米尼欧·帕卢罗博士 高盛资产管理公司
90	(七) 期货替代现金的案例	/ 莎拉·斯马特 标准寿险投资有限公司
94	(八) 波动性交易：案例研究	/ 米歇尔·多米尼斯博士
96	(九) 基金范畴的期货	/ 莫顿·斯科尔弗格德·坦戈
101	(十) 运用衍生工具优化组合收益	/ 约翰·德加里斯和威廉姆·弗拉纳根 瑞士信贷资产管理分部
105	(十一) 优化的股票组合：利用衍生工具增加价值	/ 菲利普·邦尼和高登 茨·施奈德 瑞银全球资产管理
108	(十二) 战术资产配置中的期货	/ 哈桑·约哈迪 摩利基金管理公司

第二部分

衍生工具投资策略

- 115 一、欧洲期货交易所衍生工具产品在另类投资中的运用——期货基金
- 134 二、从实现 α 到包装 α ，以积极的债券资产组合管理为例：使用固定收益衍生产品，设计更符合投资者需求的对冲基金策略
- 148 三、可携阿尔法和可携贝塔策略在欧洲市场的运用——利用股票指数期权和期货进行积极资产配置
- 179 四、利用期货复制对冲基金的收益——一种欧洲视角
- 198 五、在可替代投资中的欧洲期货交易所衍生产品：对冲基金的例子

第一部分

2007 年衍生品市场分析

——对机构投资者而言的趋势和机会

一、前言——永不休止的演变^①

值得·赖茨 欧洲期货交易所法兰克福股份公司

在 12 个月之内可能会发生很多事情——特别是在我们这个高速发展的时代。在欧洲期货交易所，过去的这些年最大的特征就是不断在发生着改变。2006 年是第一次，我们用一本年报来记录这些变革。

在快速变革的背景下出这本年报，本身就是一个挑战，但回顾过去哪些事情已经发生了改变，和展望未来哪些事情还将发生改变，是一件多么有意义的事情啊。

我们期待您能同样发现这件事很有趣。

当我 15 年前第一次跨入这个行业工作的时候，衍生品市场看起来完全不一样。在 1991 年，我在交易所工作的第一年，后来的德国期货交易所当时还是一个独立的公司，它所拥有的挂牌交易合约只包括 14 只股票期权和 1 只指数期货。合同都是当地的，德国期货交易所的参与者也大都集中在法兰克福周边地区。

那一年，世界范围内共有 5.1 亿元的期货和期权合约在衍生品交易市场换手，名义周转总量为 1 352 070 亿美元（如果折算成欧元为 1 048 120 亿）。大部分的交易通过在市场上公开叫卖完成，当时的技术手段还比较落后，交流沟通方式也很原始，市场为严格意义上的地方性市场，国际交易行为很少发生。进一步来说，挂牌的衍生品交易是一项很稀缺的资源，除了我们市场的直接限制外，很少有人理解我们这个不可思议的世界，当然也就更少会有人使用这些工具手段。如今的世界变化真大啊！

2006 年的头一个季度，在规范的交易所有名义价值 344 万亿美元（折合 266 万亿欧元）的交易，有 22 亿份期权和期货合约换手。这些数字还是排除个人股票期权合约的增值部分——如果包括的话，总额还将更高。

这确实很令人兴奋——并且这是一项真正的荣誉——它在这场增长中起到了重要作用。今天，我们的交易行为发生了翻天覆地的变化，超越了所有人的认识。欧洲期货交易所所有 469 个交易品种挂牌，这些涵盖了下列各种：从德国或法国的个人交易，到泛欧洲的

^① 第一部分文章均于 2006 年发表。



股票指数，利息率基准数据以及更多。世界各地 700 多个地区的人们在我们交易所交易，各种阶层的个人、团体、企业使用我们公开发行的工具去管理他们的风险和投资。我们的交易量以超过所有期望的速度在增长：单是 2006 年上半年，交易所就有 8.24 万亿份交易合约发生。这意味着欧洲交易所清算公司发生了总额价值 5 647 万元的衍生品交易清算。

这个变化的所有内容都是通过技术手段得以实现的。没有它的话，我们不可能享有当今的风险管理可能，或者说，我们现在提供的产品将会很有限，我们的交易也不会在全球范围内开展。但是，就如同技术手段需要投资——而且还是持续性的投资，创新也需要远见。现在我们回过头来看，当年的我们和我们的成员是如何成功地运用了这两点的，想起来都觉得令人兴奋和让人满意。比如说，当我们第一次完全电子化的时候，这要追溯到 1989 年，我们当时怎么也想不到这项措施将会对未来的推动有如此大的影响。特别是当时的交易环境以交易池为基础由来已久，在此背景下我们的努力显得有些鲁莽，但我想现在可以很安全地说，德国期货交易所和瑞士期权交易所的奠基人从中得到了一些有益的经验。

从产品的角度上来说，我们也有一定的远见。举例来说，当我们第一次推出“欧洲期货交易所基金”、“德国联邦政府中期期货（Euro - Bobl）”品种、“德国联邦政府短期期货（Euro - Schatz）”品种合约，我们丝毫没有料到它在将来会变成事实上的利息率基准数据。当我们在 1998 年开始斯托克，创造了道琼斯斯托克指数，那时候还不能确定欧元是否能变成现实，更不要说会想到为此泛欧洲股票交易投资将减弱。但是，感谢我们成员的贡献，以及我们合作伙伴非常宝贵的贡献，我们可以再次得到这一权益。现在，斯托克 50 指数期货合约，是欧洲期货交易所在 2006 年 6 月份交易量最大的交易品种，共有 2 980 万合约换手。这些合约的交易并不是仅仅在欧洲范围内——其中有很明显的一部分是发生在北美和亚洲。

经过这些年的发展，再试着去猜测我们的交易量会增长多少是越来越困难了，并且让产品设计程序正确也变得不再容易。在最近的这几年，我们工作时带有这样一个目的，推陈出新的产品种类上市，如在交易所交易基金的期货和期权、波动指数期货以及其他。当前我们正在做即将面市的信用期货，对每个人来说，这项变革代表的都是一个巨大的令人兴奋的进步，从发行人到贷款人和股票投资者，就如同银行对业务延伸到贷款来说也是这样。当然，再次我们只能说开始想象这个创新将可能带来的衍生产品。

当然，无论预测增长，或者说，去确认未来某一天哪一种产品可能会变成欧洲期货交易所的产品系列中权重最大的产品，是多么困难的一件事，但是我们都会为此尽我们的能力朝这两个方向负责地去做。并且 2006 年会再次发现，技术、通讯和产品创新将会是我们面对的最大挑战以及主要支出项目。不过在面对这些情况时，我们比以往任何时候都具有更有利的地位。但是在产品委员会的基础上，如果没有我们成员的亲密合作关系、没有成员的卓越贡献，我们自己的内部努力很有可能被证明是没有价值的。我们对这些年来帮助过我们的所有人以及在未来事业上仍将支持我们的人怀有深深的感激。我们之所以能成功离不开你们的功劳。我们非常希望你们能欣喜地阅读关于我们和你们是如何进一步运用和发展这些市场的。

二、导 论

(一) 充满挑战的市场

娜塔莎·德特兰 本书编辑

毫无疑问，衍生品市场是当今金融市场上所能观察到的最令人兴奋和最有意义的现象之一。但是同样来看，因为它发展步伐如此之快，具有不同寻常的扩大效应，以及它的流动性和杠杆作用，所以说也是世上把握起来最具有挑战性的一个事物。

完成这本报并不是一件容易的事情，在这6个月的时间里，需要去设计、去完成、去写作、去编辑，而且这段时间衍生品市场并不是停滞不动的。新产品和市场不断涌现，我们见证了根据交易量来说增长速度最具有爆炸性的一个阶段。比如欧洲期货交易所来说，交易所创造了几项合约交易的记录，它的交易量增长在到2006年6月为止的6个月间几乎达到了第三位。同时，新产品开始出现过剩的现象——包括第一次发行的西班牙和瑞士股票期权（将会在2006年12月面市），在交易所上市的新的法国、荷兰、德国股票期权和一系列新的股票期货等，都在不同程度上出现了过剩。并且还有其他显著的变化。在2006年6月份，欧洲期货交易所道琼斯欧元斯托克50指数期货代替了国债期货变成了交易所交易分量最大的合约。这是个里程碑——当然，考虑到泛欧洲股票投资增长率来说，它并不是将会达到的唯一一个目标。在7月下旬，欧洲期货交易所与合作人——美国曼氏金融集团公司达成一致，宣告交易所和经纪公司第一次建立紧密联系。

但是，即使这样的改变已经向我们著作者提出挑战，也绝不会减少我们完成这本书的兴趣。比以往任何年代，衍生品市场在更大程度上推进金融市场发展，并且越来越多的投资者开始使用这个交易工具，我们尽可期待它的影响力不断扩大。衍生品是现金交易的一个低成本替代物、无价的风险管理工具，并且不受地理范围限制。除了不熟悉衍生交易、