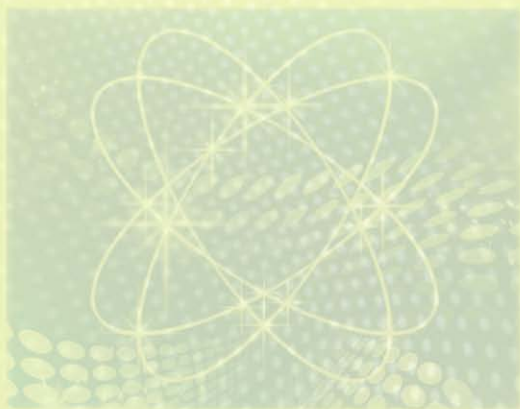


挑战国际市场



前 言

转眼间，21 世纪已过了 10 年。在此期间，中国经济取得了举世瞩目的惊人发展，GDP 已超越日本，成为仅次于美国的世界第二大经济体，并有舆论预测，在 2030 年之前，中国将成为世界第一。自从 2008 年以来，世界经济因次级贷款问题爆发而产生严重不景气，当美国、欧洲、日本这些所谓发达国家在对经济的重整倍感痛苦时，中国率先提出并迅速实施 4 万亿元人民币规模的经济刺激措施，成功地在 2009 年达成 8% 的增长目标。像中国这样一个前途与未来充满光明与希望的国家，在经济的自由化和市场经济引进过程中越发灿烂，中国的领导角色将受到全世界的殷切期待。为此，中国在金融方面的发展是必不可少的。

过去 20 年间，中国开设了证券、商品的交易业务，市场交易也逐步深入到普通社会，并走向自由化。但是，投资者对于市场屡次的暴涨暴跌所带来的风险，普遍缺乏足够的应对能力与手段，因而需要导入、完善、推广具有风险回避功能的期权交易市场，并对其进行培育。放眼全球，在 1970 年代的美国有关期权交易的价格理论的研究颇为盛行，并在 80 年代上

市了我们现在所看到的对于买卖双方都公平的期权交易。转眼之间，期权的市场规模在全世界爆炸性地扩大，超过了股票、商品、债券、外汇市场，绝大部分的市场交易都导入了期权，在广受欢迎的交易品种中，时常伴随着期权交易的规模大于对象资产。

为何期权交易的成长会如此迅速？这是因为实现了对于投资家来说梦幻般的锁定风险和无限大的利益的特点，并且也是集 20 世纪美国所有精华为一体的交易。其交易所要的资金仅需现货品种总贷款的 1% ~ 2%，而且在从数十倍规模的现货品种的波动中产生的高回报期限内，能够无限制地追求，当行情的波动与当初的预计正好相反时，其损失的金额也只限定在买入总贷款的 1% ~ 2% 的范围之内。

但是，投资的世界不是光靠进行期权交易就能生存的那样简单。在市场交易里存在着全世界的大规模商社、银行、保险公司、制造商、基金公司、加工业者、生产者、为了寻求短期利益的短线买家、个人投资家等不同立场与行为的参与者。在乌云密布中凭着直觉和运气来进行交易，虽偶然也会获胜，但在行家云集的市场中很明显就会不知不觉地变成败者。行家们不仅仅具有丰富的资金能力、投资经验、知识、信息收集和交易的卓越的能力，在失误的时候也能通过防卫手段将损失减小到最低。

在这个寻求利益的市场中要与这些行家公平作战，什么是必不可少的呢？那就是了解行情的走势，而这绝非难事。通过买方和卖方之间的力量关系来决定行情的走势是上升和还是下降，如果学会看懂这个力量的对比和行情的买进和卖出战略，同时实践低风险、高回报的期权交易，就不会受新闻、传言、

先入之见、供求统计等的影响，谁都会有自信挑战市场，与行家们进行对抗并取得胜利。如果能从美国期权市场的学习中，给中国今后的金融发展带来巨大贡献的话，我将感到无上光荣。

ACEI 董事长

高桥淳介

目 录

Contents

第一章 打开理财时代的序幕	1
谈谈失去的 10 年	1
罕见的负债大国：作为依靠的个人金融资产现状	3
位于转折点的日本人的存款和储蓄偏爱	5
存款储蓄和人寿保险不是稳定的资金投资	7
更加危险的公共安全网	9
过分依赖预定金的不健全的形式	11
国力由市场决定	13
401K 养老金培养自己的责任意识	14
进行更多的投资教育	15
为了拥有更多的商品投资知识	17
投资风险与自己的责任	18
投资是一项快乐的游戏	19
低风险、高回报型商品的诞生	20
荣获“诺贝尔经济学奖”的交易手法	21
通向货币期权的道路	23

第二章 限定风险的划时代方法：货币期权交易	26
智慧产生的期货交易	26
期货交易的构成	28
期权交易为何物	30
相当简洁的内容	32
看跌期权、看涨期权和权利金	33
选择履约价格	36
行使权利与放弃权利	38
期权的结算方法	39
世界商品交易所的大舞台	41
瞄准美国市场的货币期权	43
试一试实际交易	45
风险率为 2% ~ 3%	48
趁着退休的机会行动起来	51
因为限定期限，所以很好	52
76 岁的老年投资者	53
如何享受投资的乐趣	55
为了货币期权的普及	56
第三章 通过合规体系进行风险管理	58
风险说明的重要性	58
投资的过程也很有趣	60
贯彻合规管理（compliance）的确立	62
法制管理部门的作用	63
给客户的热情降温	66

拒绝了难得的客户	67
请小心那些甜言蜜语	69
合规管理的过程	72
市场规则和风险的再次确认	76
十人中九人始于一单交易	77
作为日本唯一的货币期权交易公司的责任	78
堂堂正正的做生意	80
 第四章 日本货币期权交易的倡导者	84
观看《红钻石》走进交易业界	84
在生丝市场中体验“红钻石”	86
投资高潮的出现	88
日本首次大豆输出	90
ACEI 的成立	91
拥有丰富国际经验军团的诞生	92
在国际市场开始独立交易	94
仅仅一夜从天堂到地狱	95
茫然自失的幻境中看到的	97
邂逅期权交易	99
果断地向期权交易转型	102
员工的再教育	104
货币期权交易的 No. 1	105
“社长，加油啊！”	106
开创在美国的立足点	109
当地法人的设立	110

在芝加哥商品交易所日元交易中的	
市场份额占第一位	111
第五章 “日元 - 美元” 攻防战以及货币市场的轨迹	114
21 世纪是货币的时代	114
明治维新催生日元	116
确立兑换比率: 1 美元 = 360 日元	117
影响世界的“尼克松冲击”	119
日元转向浮动汇率制	121
“外汇法”的全面修改和“广场协议”	122
日元升值时代的来临	124
日元升值过度和泡沫经济	126
泡沫经济的繁荣、破灭与日元市场	128
欧洲货币整合, 欧元的诞生	130
如果不能引导日元降价, 日本就会陷入大恐慌	131
以“亚元”的骨干国家为目标	133
第六章 在国际金融事务中开创未来	135
日本人投资意识的养成	135
参与证券交易是最大目标	136
证券期权挽救日本	137
激活人们的投资热情, 实现金色的梦想	139
三个理想, 以扩大交易为目标	142
贯彻人才第一的战略	143
更加注重对顾客的教育	145
进入国际市场和股票上市	147

第一章

打开理财时代的序幕

谈谈失去的 10 年

回首日本的经济史，从 1990 年起到 2000 年的这 10 年，可以算是值得好好向子孙后代讲述的 10 年。这么说，并不是指在战争中的失败，也不是指被无能的专制君主把国家当作“奶牛”，更不是指像古罗马时代末期那样，市民毫无生气、自甘堕落的游戏人生。

不过，仅仅是在这 10 年时间里，日本——一个曾经极度繁荣的国家，它的繁荣简直就像是海市蜃楼转瞬即逝，毫不费力地就走向了衰落。如此迅速而猛烈的经济崩溃，在整个世界上也几乎是史无前例的。而且，这种崩溃现象至今仍在持续着，甚至连刹车减速的迹象也看不到。

我们经常听到“失去的 10 年”这种说法，但是问题是情况会不会愈演愈烈，而演变成“失去的 15 年”、“失去的 20 年”呢？对此，不管是问作为经济舵手的首相或财政大臣，还是问那些智囊团，现在他们都无法作答。

1989 年 12 月 29 日，作为年终的最后一个交易日，日经平均指数（东京证券交易所上市的代表各个行业的 225 品种股价平均值）达到 38915 日元的高价，从 1985 年末开始仅仅用了 4 年时间就暴涨了大约 3 倍。

可是现在却是一片惨状：人们在为日经指数终于跃上 10000 日元的台阶而兴奋不已。不久前，该指数才达到 7000 日元的水平，毫无疑问，这是经济泡沫破灭以来最便宜的价格——已经跌落到 20 多年前的水平了。那些在经济泡沫没有破灭前的巅峰时期购买了股票的人们，一大半都不忍心面对自己严重缩水的财产。

购买不动产的人的遭遇更加悲惨。经济鼎盛时期，在被认为是全日本地价最贵的银座四丁目，其地价超过 1 坪 1 亿日元。与地价相同，从 1985 年末到 1990 年，6 大城市市区地价指数也暴涨了大约 3 倍。

这时，如将日本国土的价格加在一起，按照当时的美国地价，可以购买的国土面积相当于 3 个美国。当时日本国土地价总额为 2450 万亿日元，现在为 1500 万亿日元左右，仅仅 10 年左右的时间，日本就损失了 1000 多万亿日元的国家财富。同时，在证券市场流动的货币也大量减少。1989 年末，上市股票时价总额为 611 万亿日元，2003 年 3 月末大概为 233 万亿日元——股市市值扎扎实实地缩减了一半多。这种情况并不是意外的，日本企业的经营在这种情况下出现决算赤字的现象一点都不稀奇，2002 年 3 月在东京证券交易所上市的全体企业决算一共有 3696 亿日元的赤字，而且这个数字不包括持有庞大不良债券的金融机构。

结果，由于经济泡沫的破灭，日本损失了大约 1300 万亿日

元的资产。野村总合研究所的主席研究员理查德·库说“损失如此巨大的财富而没有陷入恐慌的国家只有日本。”

通过对土地和股票进行担保而得到融资的银行，因为股票价格的暴跌而持有巨额的不良债权。海外投资开始被撤回，银行也开始改变投资战略，忙于开展回收业务，而这进一步加速了土地和股票的价格跌落。

危机至今也还留有深深的后遗症。日本人即使面临如此惨状也比较安定，对于其他的问题也表现得相当迟钝——乍看之下，好像一点也不觉得贫穷——就这样平静地生活着。这就是日本现状。

罕见的负债大国：作为依靠的个人金融资产现状

虽然面临着世界历史上几乎没有先例的经济凋零的情况，但是却并没有听到暴动或者革命的新闻。从大正年间（1912～1926）到昭和初期（1926年始），日本曾经经历了和现在的状况非常相似的经济危机。

大正九年（1920），第一次世界大战后的不景气状况开始出现，之后这种慢性化的不景气状况在昭和二年（1927）发展成经济危机，倒闭的银行陆续出现。当时各地农民武装起义频发，政府疲于应付。

之后，由于军部的强迫，日本卷入了第二次世界大战。包括战后出生的一代，大家都清醒地认识到这是一部悲剧史。经过二战，日本自明治维新以来辛辛苦苦积累起来的国家财富全部被消耗掉了。战败后，日本拥有相当于本国GDP两倍的债务。大家是否注意到，日本的现状与二战战败后的境况是多么的

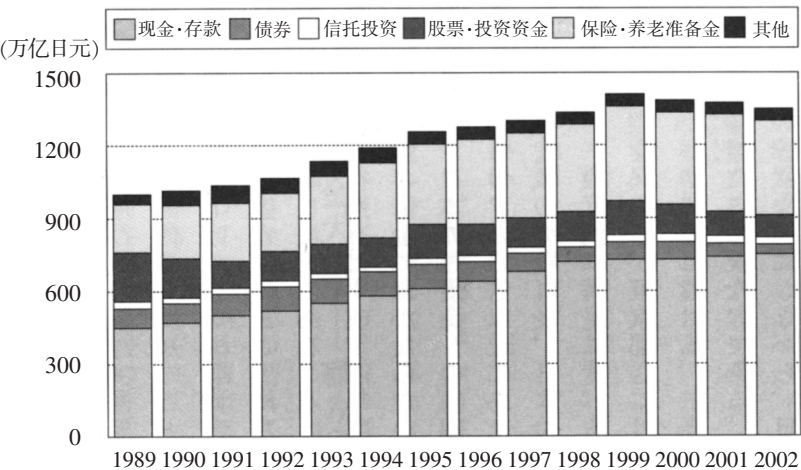
相同。

在 2002 年末，日本国债发行结余仅政府公开承认的金额就约为 690 万亿日元。所谓的国债，就是国家所欠的债。另外也有人指出，加上赤字横流的特殊法人等的隐性债务，日本的债务总额高达 1150 万亿日元。这相当于现在日本 GDP 的 2 倍多。

二战刚刚结束的时候，按照书上的说法，日本整个国土化为一片焦土。大街上充满了流浪儿童，普通人连肚子都填不饱。现在日本的状况和当时完全不同，在东京市中心大型的开发工程一个接一个的完成，表面上一派经济大国的繁华景象。可是，拨开表面的迷雾，可以发现经济状况与 1945 年的时候并没有什么不一样的地方，依然是满眼惨淡。

虽然面对这样惨淡的经济状况，但日本的政治家们却众口一词，不停地宣称日本仍然是经济大国。作为其根据的所谓的最后依赖，也就是那 1400 万亿日元的个人金融资产。

日本的个人金融资产



可是，即使是这一部分资产，到底也是会减少的。2002 年末的资金流通统计表明，截至平成十五年（2003）三月末，日本国民的个人金融资产跟前一年相比，减少了 1.9%，总额为 13782601 亿日元，并且连续 3 年都呈现减少的趋势。而且，按照现行的（1989 年开始使用）调查方式来看，2003 年减少的幅度是最大的，是 1998 年以来首次跌破 1400 万亿日元。

毫无疑问，导致这种现象的原因是由经济低迷造成家庭收入的下降，以及由股价下跌导致股票投资亏损的扩大。

经常说“国家不会倒闭”。确实是这样，国家要是能像企业那样倒闭的话，国家就不存在了。可是，国家确实在崩溃。所谓的国家崩溃，就意味着“国民金融资产”——即个人金融资产的消失。可以说，日本现在正在朝国家倒闭的方向前进。

位于转折点的日本人的存款和储蓄偏爱

人们说“钱是在天底下流通的”。可是最近的情形是，钱不是在天底下流通，而是被不断地存入银行或是放进“柜子”里。个人金融资产总额减少了，攒钱的心情却空前高涨。也就是说，手里的钱与其花出去，还不如作为存款和储蓄攒起来。表明这种趋势的是货币流通速度在急剧下降。所谓的货币流通速度，是表明有多少钱被用于有效经济活动的指标。它是用名义国内生产总值（GDP）除以通货供给量计算出来的。所以，这个数值上升的时候，表明钱被用于消费或是设备投资的可能性大，从而经济增长率就会增大。相反这个数值减小，表明通货没有被用于增加 GDP，从而使经济增长不断地被蒙上阴影。

内阁发表的 2003 年 1 月到 3 月的货币流通速度为 0.73，预

计4月到6月会进一步的降低。在20世纪90年代中期，这个指标的数值为0.9~1.0。总之，现在钱是不是不被使用了呢？从这个数字可以显著地看出来。

日本人非常喜欢储蓄。有一个很好的例子可以说明这一点。金先生和银先生是日本著名的超过百岁的双胞胎演员。当有人问“你们的演出费打算做什么用”的时候，他们回答说“要存起来，等上了年纪的时候花”。这样的话，被解释为日本人对上了年纪之后的生活有一种不安的感觉。但是却并不仅仅是这样。

发达国家的个人金融资产（2001年末）

	总 额	国民平均数
美国	4257 万亿日元（324000 亿美元）	1494 万日元
日本	1461 万亿日元	1148 万日元
英国	545 万亿日元（28000 亿英镑）	909 万日元
德国	430 万亿日元（37000 亿欧元）	523 万日元
法国	367 万亿日元（31000 亿欧元）	620 万日元

作为参考，请看上表。表中列出的是截止2001年末各发达国家的个人金融资产的总额。从其中的细目可以看到，在日本，现金和存款占54%，债券占5%，投资信托占2%，股票和投资占7%，保险和年金准备金占27%，其他的占4%。与此相比，在美国，现金和存款占11%，债券占10%，信托投资占13%，股票和投资占34%，保险和养老准备金占30%，其他的占3%。其他各国的细目此处略去不说，只看一下现金和存款，英国为24%，法国为27%。我们来看一下5个发达国家个人金融资产的构成比例，即可以发现，日本的现金和存款所占的比例非常

高，并且远远高于其他国家。

从这里我们可以看到，日本人喜欢那些回报很少、风险也小的资产。换句话说，就是日本人对“安全第一”的投资态度有着很强烈的认同。

可是，事实上，这几年处于零利率时期。现金就不用说了，即使是进行存款和储蓄，手里的钱也不会增加。

我们还可以看到，日本人不但积极使用手里的钱，而且连使其增值的想法也没有。而钱只有积极地使用，发挥其作用才能够增值。

虽然我也想相信政府不是很愚蠢，可是为了消解累积起来的“不良债权之山”，他们却煞有介事地讨论起通货膨胀目标论，欲将日本经济引向通货膨胀。他们的意图是发生通货膨胀后，不良债权和债务之山会稍微变小。可是这样做的话，经济就会马上垮掉。随后，财政赤字进一步恶化，高通胀等极端的通货膨胀增多，于是现金、存款和储蓄等瞬间就会变成一堆纸片。

因为会导致上述这样恶性的通货膨胀和对冲，即使是躺在钱堆里也是一件很为难的事。所以必须大量的把钱投资出去，投放到市场上，使社会经济血液的流动更加充满活力。

存款储蓄和人寿保险不是稳定的资金投资

日本的存款限额保护（payoff）的全面解禁事实上被延长到2005年，据说当初是2001年4月1日开始实施的。这些不需要再次说明。不过所谓的存款限额保护，是加盟现金保险机构的金融机构经营出现破绽时的一种对存款和利息的退还保证制度，

其最高限额是每人 1000 万日元。

现在这种情况下，在 2005 年 4 月 1 日开始实施存款限额保护解禁。如果小泉政府能够连任的话，运用其拿手的“阉 + 割大法”再一次进行延期的可能性也不是没有。如果能够实施的话，2005 年以后，没有防备的存款型资金运用倒是可以说是很危险。

现在我们应该注意到，这种不断地把剩余资金投资到存款储蓄上的“日本型金融资产运用模型”，是日本经济顺利发展时期留给我们的礼物。当时年利率一般为 5% 或者 6%，如果退休金 2000 万日元存为定期存款，每个月就会有近 10 万日元的利息，加上养老金，这些就是保证人们晚年生活安定的资金来源。

如果能按时地拿到利息，这种本钱得到保证的存款是安全的，可以说这是一种正确的资金使用方法。可是，正如大家所看到的那样，事实上现在是“零利率”时期。想要去取定期存款的利息，要么坐火车或汽车去银行，要么在 ATM 取，反正利息都是赤字。

这种低利息政策是为了救助陷入经营危机的金融机构的手段，是基于让企业能够轻松地返还借款并进行经营重建这一点来考虑的。可是，透过这一政策可以看到，以向银行注入公共资金为契机，日本的金融危机越来越严重了，企业的经营环境也丝毫不见好转。

低利息的时代今后会有很大可能进一步变得长期化。现在也应该重新思考日本人非常喜爱的保险倾向了。

政府在法律上承认人寿保险公司预定的利率下调。这在实际的应用之后，人们也要按照以前的合同努力地支付保险金——可是人们购买的人寿保险、养老保险和养老金等保险却都大幅的减少。让我们来进行一个粗略的计算。例如，2002 年

购买了保险金 1000 万日元、预定利率 5.5% 的终身保险，当利率降低到 3% 时，保险金也减少了四成，变为 600 万日元。

利用在退休之前还完贷款的支付方式购买属于自己的房子、平时节省家庭开销、努力存款、预防万一或者为晚年准备而购买人寿保险等等这些以前一般家庭关于金钱的生活计划，从根本上被动摇了。

更加危险的公共安全网

1961 年，日本引入了全体国民养老金制度。现在只要是日本国民，无论是谁，都能够享受到养老金带来的恩惠。这个基础就是国民养老金。工人还可以得到厚生养老金，公务员可以积累共济养老金，在有企业退休金制度的企业工作还可以累积企业养老金等，这样就给养老金制度套上了 2 层、3 层的保险。

这样看来，日本人晚年还是很幸福的，可是仔细看一看，好像还有一些不稳定因素存在。而且，现实情况是，国民 10 人中有 8 人“对晚年抱有不安”。2003 年，总务省进行了“关于个人养老金的市场调查”，回答“对晚年生活抱有不安”的有 39.3%，加上回答“总有点不安”的人，一共有八成的人觉得有些不安。现在日本是长寿大国，可是离成为能安心度过晚年的国家还很远，这也是显然的。可以断言，今后要继续维持现行的养老金制度的确很难。

现阶段，根据连续工作年数和工资水平而有所不同，对于工人和专职家庭主妇的夫妇，晚年两个人能够得到的养老金加在一起，每个月大概有二三万日元。如果不是要享受奢侈的生活，维持日常生活还是可以的。