

WILEY

大连商品交易所译丛  
DALIAN COMMODITY EXCHANGE

# ZERO-SUM GAME

The Rise of the World's Largest Derivatives Exchange

## 零和博弈

世界上最大的衍生品交易所崛起之路

[美] 艾瑞卡·S. 奥尔森 著

CHICAGO BOARD

中国财政经济出版社

大连商品交易所译丛

# 零和博弈

世界上最大的衍生品交易所崛起之路

---

艾瑞卡·S. 奥尔森 著

大连商品交易所研究中心翻译组 译

中国财政经济出版社

## 图书在版编目 (CIP) 数据

零和博弈：世界上最大的衍生品交易所崛起之路/ (美) 奥尔森著；大连商品交易所研究中心翻译组译. —北京：中国财政经济出版社，2013. 11

书名原文：Zero - sum game

ISBN 978 - 7 - 5095 - 4979 - 7

I. ①零… II. ①奥…②大 III. ①金融衍生产品 - 研究 IV. ①F830.9

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2013) 第 286576 号

责任编辑：刘瑞思

责任校对：杨瑞琦

封面设计：汪俊宇

版式设计：兰 波

Title: Zero - Sum Game: The Rise of the World's Largest Derivatives Exchange by Erika S. Olson

ISBN: 978 - 0 - 470 - 62420 - 3

Copyright © 2011 by Erika S. Olson.

All rights reserved. This translation published under license from the English language edition, published by John Wiley & Sons. No part of this book may be reproduced in any form without the written permission of the original copyright holder.

本书中文简体字翻译版由威利公司授权中国财政经济出版社在中华人民共和国境内（不包括香港、澳门特别行政区及台湾）独家出版发行。未经出版者书面许可，不得以任何方式复制或抄袭本书的任何部分。

中国财政经济出版社 出版

URL: <http://www.cfeph.cn>

E-mail: [cfeph@cfeph.cn](mailto:cfeph@cfeph.cn)

(版权所有 翻印必究)

社址：北京市海淀区阜成路甲 28 号 邮政编码：100142

营销中心电话：88190406 北京财经书店电话：64033436 84041336

北京中兴印刷有限公司印刷 各地新华书店经销

787×960 毫米 16 开 14.5 印张 200 000 字

2014 年 11 月第 1 版 2014 年 11 月北京第 1 次印刷

定价：40.00 元

ISBN 978 - 7 - 5095 - 4979 - 7/F · 4041

(图书出现印装问题，本社负责调换)

质量投诉电话：010 - 88190744

打击盗版举报电话：010 - 88190492，QQ：634579818

# 大连商品交易所译丛

## 编 委 会

主 任：刘兴强

副主任：李正强 李 鸣

编 委：高小真 王凤海 朱丽红

夏 耘 刘志强

# 译丛序

近年来，我国期货市场保持良好发展势头，市场发展质量和效率不断提升，服务实体经济的能力不断增强。伴随着我国期货市场的发展，大连商品交易所也逐步从成立之初的农产品区域性交易所发展成为综合性、全国性的期货交易中心，目前已成为全球最大的油脂、塑料、煤炭期货市场和第二大农产品期货市场。

过去 20 余年，大连商品交易所秉承改革创新理念，始终坚持服务实体经济的根本方向，在推进市场管理体制建设、规则制度建设、技术设施建设、市场和产业培育等方面进行了积极的探索与实践，形成基础设施日趋完善、品种结构渐趋合理、市场运行安全稳定、市场规模持续增长、市场功能逐步提升、国际影响力日益提升的良好局面。

当前，我国正处于全面深化改革的关键时期。党的十八届三中全会为我国未来改革发展描绘了壮丽蓝图、指明了正确方向，《国务院关于进一步促进资本市场健康发展的若干意见》对期货市场发展提出了明确要求。可以坚信的是，未来期货市场的发展将按照市场的内在需要，在新机制的建立和完善上出现质的飞跃。

实践无止境，发展无止境，学习也无无止境。在改革创新、服务实体经济的实践过程中，大连商品交易所非常重视对期货市场相关理论与实务的学习和研究。为更好借鉴国际经验，深入把握期货市场发展演变规律，我们组织翻译了“大连商品交易所译丛”，选收范围包括传记、教科书、理论专著等。我希望，这套



零  
和  
博  
弈

翻译系列丛书的出版不仅能为社会各界更好了解期货市场提供有用的读本，也能给我国期货市场实践带来一些有益的启示，进而对我国期货市场深化改革创新、更好服务国民经济发展起到一定的促进作用。

**刘兴毅**

大连商品交易所党委书记、理事长



# 中译本序

《零和博弈》是一部讲述美国期货交易所发展历史的著作，以自传体小说的形式向读者生动描述了芝加哥商业交易所（CME）通过收购竞争对手发展成为一家占据美国场内衍生品 85% 以上成交量份额的超级交易所集团的历史。这本书以 2006—2007 年美国三家交易所之间的并购故事为主线，时间跨度虽然仅有 117 天，但以小见大、以点带面，不仅浓缩地展现了资本运作在美国期货交易所发展过程中的巨大推动作用，也揭示了美国期货市场对国民经济运行的广泛影响以及其历经 160 多年长盛不衰的深层原因。作者以轻松幽默的文笔，近距离刻画了并购故事中的各个利益相关体和人物，有大气务实、锐意进取的，也有精明算计、观念陈旧的，进而鲜活地展示了美国期货交易所发展过程中面临的各种观念制约和利益障碍。书中大量的逸闻轶事让我们更深入地了解美国期货交易所日常管理运作的方方面面。

作为资本市场的重要组成部分，期货市场在世界经济运行中发挥着日益重要的作用，但由于期货交易具有较强的专业性，很多人可能对期货交易所和期货市场还不是特别熟悉。正如作者在本书前言中指出，期货交易是一种复杂的交易方式，期货交易所的运作机制对很多人来说也是个谜。本书以通俗易懂的语言阐述，期货市场对国民经济的影响要比普通人想象的大得多，期货市场为企业提供风险管理工具，帮助企业实现稳定经营，并通过其价格发现功能，影响各类大宗商品的生产和流通，进而对与消费者密切相关的各类

下游商品的价格波动起到了间接的稳定作用。

作者着手撰写本书的时候，全球金融危机还在发酵。场外衍生品在金融危机中起到推波助澜的作用，提高场外衍生品市场透明度、建立场外衍生品集中清算机制成为欧美监管机构的重要任务。期货市场不仅经受住了这场危机的考验，而且在当时华尔街为千夫所指的环境下，展现了金融服务实体经济的正面形象，为规范欧美场外衍生品市场提供了监管蓝本。场外衍生品入场交易、集中清算成为国际监管趋势，本书最后一部分对美国期货交易所在场外衍生品清算服务方面所做的一些努力进行了简要的介绍。

从世界范围看，期货市场发展与实体经济发展密切相关。从农产品期货到工业品期货，再到金融期货，从期货到期权，再到掉期，市场品种的不断丰富、交易工具的日益多元与经济成熟的程度、金融对实体经济的渗透程度紧密相连。20世纪末以来，随着跨国市场竞争加剧和全球化趋势增强，或为抵御外来竞争、争夺市场资源，或为追求规模效应、提升市场效率，区域内、跨国间的交易所并购、整合从未停歇。与此同时，随着新兴经济体市场化改革不断深入和对外开放程度不断提高，新兴市场期货交易所发展迅速，越来越受欧美交易所和其他各类机构关注。根据美国期货业协会（FIA）发布的全球衍生品交易所成交量排名，2000年时前20位的交易所中仅有2家来自新兴经济体，分别为巴西期货交易所和南非期货交易所，到2013年这一数字已上升到10家，中国4家期货交易所全部位列其中。

当前，我国期货市场发展面临良好的机遇和条件。党的十八届三中全会精神的贯彻落实、“新国九条”的实施，为我国期货市场对更高层次发展指明了新的努力方向、提供了新的政策动力。同时，经过20多年发展，我国期货市场已具备由量变到质变的基础，期货交易所也有了承担更多责任的条件和义务。但我国期货市场发展也面临诸多制约因素，存在经济市场化、国际化程度加深与期货



市场发展服务不足、场外市场和金融同业介入竞争与期货机构竞争力不足、国际交易所谋求内地市场与国内期货市场对外开放程度不足等矛盾，我国期货交易所在市场体系完善程度、品种和工具多样性、投资者结构合理性以及功能发挥的广度与深度等方面与境外成熟市场仍有较大差距，难以满足市场需求。

新形势下，我国期货交易所亟需通过改革发展来不断提升对产业和实体经济的服务能力。这要求期货交易所始终坚持发挥市场功能、服务产业和实体经济的发展方向，始终坚持维护市场公开、公平、公正，防范系统性风险，确保市场平稳运行的基本原则，始终坚持一手抓新品种开发、一手抓老品种维护的工作思路，对内强化市场自身建设，努力提升市场运行质量，对外增强品种国际定价权，稳妥推进市场国际化。

大连商品交易所组织翻译的《零和博弈》为我们提供了一部难得的研究美国期货交易所发展历史的书籍，有助于我们吸取成熟市场经验，认识期货交易所发展的客观规律，更好服务实体经济。

**李正强**

大连商品交易所总经理



## 前 言 | Preface

2006年10月6日下午，在位于西杰克逊大道141号总部大楼六楼的会议室里，芝加哥期货交易所（CBOT）的高管团队都在等待首席执行官伯尼·丹的到来。没有人知道为什么被突然召集过来。伯尼·丹进来后直接开门见山地挑明了此次会议的目的：“我们的同城对手，芝加哥商业交易所（CME，业内将其昵称为Merc）打算以80亿美元的价格收购我们。11天后，CME将会对外公布他们的‘CME集团’计划——一个巨兽即将出笼，他们将控制全国衍生品交易85%的份额。”

在整个团队中，我是少有的几个具有并购经验的人，在此之前，曾经有过三次公司被收购的经历。因此，我深知这两个公司的合并，只不过是并购大戏中的短暂一幕。因为，CBOT与Merc的员工、会员和交易员在过去的一个世纪里始终互相看不顺眼，在各方力量的纠缠下，这次合并过程将会异常混乱。但事实上，从那天起一直到9个月后的这段时间里，并购过程的混乱程度远超出了我的想象。

在媒体的大肆宣传下，2008年与2009年的经济危机期间，衍生品突然成了最令人憎恶的词，这是我始料未及的。我也无法想象，本书中的一些主角——CME集团以及它的最大竞争对手之一——洲际交易所（ICE）会深陷在这次自大萧条后最具有深远意义的金融监管改革浪潮漩涡的中心。当2010年7月20日，奥巴马总



统签署《多德—弗兰克法案》<sup>①</sup>时，国会对于期货交易所经营方式的赞赏已经非常明了。在高达615万亿美元的场外衍生品市场中，华尔街的投资银行占据了很大比例，新的立法意在将这部分庞大而棘手的产品移入交易所或清算所。您即将读到的这个故事证明：这次改革可能是一次明智的决策。

但是，在我开始写这本书的时候，金融危机尚未发生，期货交易所也没有被当作潜在的救世主。早在2006年的时候，我就开始不断地记笔记、收集文章以及分享我在衍生品行业的所见与所学，一是为了告诉世人，CME和ICE为了争购CBOT而展开的高达数十亿美元的竞购战是一个难以置信的传奇故事；二是我发现期货总是被大众所误解，甚至一些身处于金融业的人也无法正确地认识期货的作用。在日常生活中，期货能够帮助人们稳定商品价格，包括谷物、饼干、汉堡、电力、燃料等等，不胜枚举。它对全球消费者的影响，远比那些所谓的知名投行更为直接，然而，却很少有人知道期货是如何运作的。原因大概是这些交易所在很长一段时间内都是私有的，这个情况直到最近才发生改变。事实上，他们一直都在尽力保持自己在金融行业中的神秘感。

如果说期货交易所对很多人来说是个谜，那么期货交易的复杂程度更是呈指数般上升。期货交易是一个零和博弈——对于每一个赢家来说，一定会有一个对应的输家。它与股票交易具有根本性的不同，但是不幸的是，两者间的根本性差异很少被媒体提及。在股票市场里，当很多人竞购某公司的股票时，股价就会上升，每个持有该公司股票的人就会赚钱。期货合约的功能则完全不同，在下面的文章中，我会描述这些工具是如何发展与使用的。

---

<sup>①</sup> 译者注：《多德—弗兰克法案》被认为是“大萧条”以来最全面、最严厉的金  
融改革法案。该法案将之前缺乏监管的场外衍生品市场纳入监管视野，大部分衍生品须在交易所内通过第三方清算进行交易，并规定2011年7月15日起禁止美国公民进行所有贵金属（包括黄金、白银）的场外交易。

尽管我已经在这个行业待了三年，但每次听到一些所谓的“专家”大谈投机是多么的罪不可赦，或者谈到商品价格上涨是因为货币流入大宗商品交易时，我仍然会感到畏惧。这些报道总是忽略一些关键的信息，也缺乏对期货市场运作机制的必要描述，他们希望以此来成功激怒民众，促使政治家们指责或恐吓期货市场。围绕CBOT 的战争，如同《奇幻人生》中的故事，我将通过这个故事来为大家一一澄清关于期货的问题。

艾瑞卡·S. 奥尔森

2010年9月



没有比“哈特菲尔德—麦考伊夙怨”<sup>①</sup> 更有趣的故事了，而这次的故事主角则是 CME 和 CBOT。我认为，这两个交易所的合并注定将成功。或许有一天，当他们回过头去看为了合并而进行过的各种明争暗斗其实是如此的好笑。

——里克·桑特利 (Rick Santelli)，消费者新闻与商业频道 (CNBC) 直播编辑。摘自艾琳·米西林·布朗斯坦 (Arlene Michlin Bronstein) 著：《言出必行：芝加哥期货交易所史话》(My Word is My Bond: Voices from Inside the Chicago Board of Trade)。

---

<sup>①</sup> 译者注：“哈特菲尔德—麦考伊夙怨” (The Hatfield - McCoy feud)，指的是 1863—1891 年中居住在西弗吉尼亚州和肯塔基州边界两个家族之间的冲突械斗。此一夙怨冲突已经成为美国的民俗学词汇，指代党派群体之间长期积怨的符号，暗喻过度讲求家族荣誉、正义与复仇所会带来危险后果。



# 人物介绍

---

(按字母顺序排序)

## 芝加哥期货交易所 (CBOT)

伯尼·丹(Bernie Dan), 总裁、首席执行官

鲍勃·雷(Bob Ray), 业务发展部高级副总裁

布赖恩·德金(Bryan Durkin), 首席运营官

C. C. 奥多姆二世(C. C. Odom II), 董事会成员

查尔斯(查克)·法勒(Charles “Chuck” Farra), 国际业务发展部总监

查理·凯利(Charlie Carey), 董事长

克里斯·马洛(Chris Malo), 业务发展与市场推广部执行副总裁

丹尼尔(格朗贝克尔)·格朗贝克尔(Daniel “Grombacher” Grombacher),  
金融产品经济学家

戴夫·莱曼(Dave Lehman), 农产品研发部主管、首席经济学家

戴维(罗德·斯图尔特)·米切尔(David “Rod Stewart” Mitchell), 市场分  
析师

弗兰科·坎皮奥尼(Franco Campione), 网站开发经理

弗雷德·斯图姆(Fred Sturm), 金融产品经济学家

吉恩·米勒(Gene Mueller), 金融工具研发部主管

珍妮尔·卡克赞克(Janella Kaczanko), 人力资源总监

朱莉·温克尔(Julie Winkler), 研究与产品开发部副总裁

基思·赖斯(Keith Rice), 市场分析师



零  
和  
博  
弈

凯文·奥哈拉(Kevin O'Hara), 首席行政官兼首席策略官  
玛利亚·吉姆斯基(Maria Gemskie), 公关部常务董事  
泰德·多卡斯(Ted Doukas), 教育总监  
汤姆·哈蒙德(Tom Hammond), 交易部常务董事  
汤姆·麦凯布(Tom McCabe), 运营部兼质量控制部副总裁  
威廉·M. 法罗三世(William M. Farrow III), 技术部执行副总裁

### 芝加哥商业交易所 (The Merc, CME)

安妮塔·里斯基(Anita Liskey), 品牌运营与公共关系总监  
克里斯·米德(Chris Mead), 产品营销部总监  
克雷格·多诺霍(Craig Donohue), 首席执行官  
利奥·梅拉梅德(Leo Melamed), 名誉主席  
傅品德(吉尔)·吉尔(Phupinder "Gill" Gill), 总裁、首席运营官  
特里·达菲(Terry Duffy), 董事长

### 洲际交易所 (ICE)

查克·威斯(Chuck Vice), 总裁、首席运营官  
戴维·古尼(David Goone), 高级副总裁、首席策略官  
杰夫·斯普雷切(Jeff Sprecher), 董事长、首席执行官  
凯利·吕弗勒(Kelly Loeffler), 企业公关与投资者关系副总裁

### 摩根斯坦利 (ICE 的投行团队)

克里斯·劳恩(Chris Lown), 投资银行部副总裁  
詹姆斯·冯·毛奇(James von Moltke), 金融机构组总经理、客户经理  
史蒂夫·芒格(Steve Munger), 并购项目联合主席

### 其他人物

比尔·布拉斯基(Bill Brodsky), 芝加哥期权交易所 (CBOE) 首席执行官

约翰·洛锡安(John Lothian), 约翰·洛锡安时事通信创办人, Price Futures 集团的经纪人

威尔·维卡斯(Will Vicars), 喀里多尼亚投资公司(Caledonia Investments) 联合首席投资官





# 目 录 | Contents

## 第一章 欢迎来到丛林 / 1

交易池是一个只有人们亲眼目击才肯相信其混乱程度的地方，特别是在每个工作日的下午1点14分。当时钟走向这一刻的时候，每个人都会听到一个刺耳的铃声，提醒人们离收市只有60秒了。铃声划过的一瞬间，整个交易池好像打开了地狱之门，原本只是交易员在竞价时发出嘈杂的嗡嗡声，突然之间变成了震耳欲聋的咆哮。

## 第二章 最佳状态 / 14

在三英尺外突然凭空出现了一个人，尖头的牛仔靴从褪色的黑色牛仔裤下面伸出来，黑色背心遮住了部分红白相间的竖条纹衫，脖子上扣了一个纳瓦约族风格的金属扣领结，一顶黑色的牛仔帽成功胜过了所有非主流的打扮。……他将帽子扔在柜子里，在旁边拉了一把椅子坐下，将双腿翘在我的办公桌上，露出脚踝周围异常闪亮的靴刺。……

## 第三章 我们的风格 / 25

“另一件事也是两个男人打架，只看到一个男人横躺在交易池里，一条腿受伤了，我也不知道是从交易池的楼梯上被踢下去还是推下去的。那会儿已经快收市了，所以大家就把他晾在那儿，跑单员们从他身上跳过来跳过去，直到收市铃声响起。貌似他也根本就没尝试过要起来，因为他知道没人会在收市前帮他。真是太残酷了。当然了，收市铃响起之后，就有人把他扶起来送到医务室了。”

