

投机市场

——债券·股票·期货·外汇交易技巧

[美] 萨奇斯·J·克豪里 著
曾 威 银 路 张爱民 译

成都电讯工程学院出版社

投机市场

债券股票期货外汇交易技巧

[美] 萨奇斯·J·克豪里 著

曾威 银路 张爱民 译

成都电讯工程学院出版社

• 1989 •

投 机 市 场

Speculative Markets

原著〔美〕萨奇斯·J·克豪里

曾 威 银 路 张爱民 译

尤 力 王重伦 银 路 校审

*

成都电讯工程学院出版社出版

四川省温江农业学校印刷厂印刷

四川省新华书店经销

*

开本 787×1092 1/32 印张 12.187 字数 258千字

版次 1989年1月第一版 印次 1989年1月第一次印刷

印数 1—10000册

中国标准书号 ISBN7-81016-098-2/F·10

(4452·11) 定价: 3.55元 (平装)

3.75元 (复膜)

译者前言

只要你随手翻开近几年西方发达国家的经济学论著目录，立即就会发现，关于金融证券方面的著作，已在整个经济学著作中占据相当大的比重，金融证券已成为国外经济学研究中的一个热点。但遗憾的是，我国在这方面的研究才刚刚起步，理论研究和实际水平都远远落后于发达国家。

我国最近开始在全国几十个大中城市开放金融证券市场，许多读者希望全面了解金融证券的理论和证券交易中的盈利方法，为此，我们从美国出版的众多著作中，挑选了萨奇斯·J·克豪里博士的《投机市场》一书，并及时带回国译成中文，以飨读者，同时也希望能以此为我国金融市场的发展贡献微薄之力。

1970年度诺贝尔经济学奖获得者萨缪尔森曾说过：“经营普通股票是一种艺术”，这句话颇耐人寻味，正因为证券投机是一种艺术，才会有人在一夜之间成了富翁，有人因一念之差而倾家荡产。不过，从证券投机的最新发展来看，已开始使用越来越多、越来越复杂的科学工具，所以不能说证券投机中不具备科学性，但更重要的是艺术性和技巧性。并不是熟读证券投机著作就能致富，但不读这方面的著作，则更不可能发财。

本书以及其它金融证券方面的书籍，将把你带入一个奇妙的领域，层出不穷的投机工具，让人眼花缭乱，目不暇接。本书中关于颇具匠心的买卖选择权、三明治选择权、蝴蝶选择权的介绍，关于何时做多头、何时做空头的分析，关

于如何减少投机风险的策略，关于用最小的投资获得最大利润的途径，关于期货与现货的对比分析，关于外汇市场的最新动态等，定会使你受益非浅。

本书由曾威、银路、张爱民翻译，代昭、陈运、程萍和屈光等参加了部分翻译工作。在翻译过程中，曾威和张爱民承担了大量的组织协调工作，全书最后由银路校对定稿。

在翻译过程中，我们得到了西南财经大学经济信息系主任向重伦副教授和四川大学经济管理学院尤力副教授的大力帮助，并在繁忙中抽空审阅了全书，在此谨表示我们的诚挚谢意。我们还得到电子科技大学管理工程系主任黄锡滋教授以及姜德明同志、四川科技出版社、电子科技大学出版社的帮助和支持，在此一并表示感谢。

由于我们才疏学浅，译稿中谬误之处难免，恳请各位读者指教。

译者

1988年7月于成都

序 言

金融市场的革命增加了市场的机会，同时也大大增加了市场的复杂性。只有职业的金融家们适应了这场革命，因为只有他们能够很好地把握住获利的机会。然而，仍然有许多问题没有解决，虽然每一种新证券的基本原理都可以被人们很好地理解，但是这些基本原理是十分复杂的，至今还没有完全理顺。例如，人们对期货市场怎样影响商品现货市场及其影响的范围，就了解得不多；人们对期货和选择权的扩散对金融系统和其它经济部门的效益和稳定性的影响，也了解甚少。

令人失望的是，面对这场革命，如何把新的证券综合应用于发展完善的投资计划，课堂上的东西仍远远落后于华尔街的实际。这种现象可以在1983年之前出版的每一本关于投资方面的教科书上看出。这些教科书的重点在股票和债券方面，而几乎没有对它们的工具进行分析。

然而，投资领域内的几位知名教授已经认识到了这个问题，他们很快就在华尔街与课堂之间架起了桥梁。他们介绍了“高级投资学”，或称为“投机市场”的新内容，但课程中所使用的材料仅包括几篇文章和不同书籍中的零星章节，其中每一章只单独涉及一个主题，结果，学生们在这些课程中只获得一些支离破碎的知识。另外，在目前出版的书籍和发表的文章中，也都没有充分讨论过象利息选择权和股票指数期货这样的新工具，教师和学生对于这些新工具都有许多奇特的疑问。

本书试图通过把不同的投机工具加以综合，总结学术上和实际上投机技巧的发展情况及其蕴涵的意义，以改善目前的状况。尽管这样做仍不能解答所有的疑问，但它至少可以给出一些启示，告诉我们问题解决的程度。本书还总结了金融市场上投资者和投机者所采用的不同策略。本书中用到的数学和统计技巧很少，然而，要注意的是，要使所涉及的所有主题都严格地连贯和一致是不可能的。

本书的内容在投机市场课堂上使用时很成功，学生们的反映良好。我希望读者能受益于本书，并期望着读者的建议和批评。

萨奇斯 · J · 克豪里

Sarkis J. Khoury

SPECULATIVE MARKETS

Copyright © 1984, Macmillan Publishing Company, a division Macmillan, Inc.

目 录

第一章	投机市场：发展和概况	(1)
1.1	综述	(1)
1.2	其它主要的进展	(5)
1.3	新成果	(7)
1.4	迎接挑战	(11)
1.5	后面各章内容简介	(12)
	小结	(13)
第二章	股票选择权的基本知识	(14)
2.1	综述	(14)
2.2	定义	(17)
2.3	选择权清算公司	(17)
2.4	购买买方选择权	(20)
2.5	卖出(认购)买方选择权	(29)
2.6	买方选择权保险费的决定因素	(37)
2.7	伯-斯买方选择权估价模型	(47)
2.8	买方选择权估价——另一种方法	(50)
2.9	经验的测试	(56)
2.10	卖方选择权	(58)
2.11	认购卖方选择权	(64)
2.12	选择权和股票的其它关系	(71)
2.13	授权证	(74)
2.14	股权	(77)

小结	(78)
第三章 高级选择权策略	(79)
3.1 引言	(79)
3.2 联合选择权	(79)
3.3 购买股票买卖选择权	(79)
3.4 认购股票买卖选择权	(85)
3.5 购买联合选择权	(91)
3.6 卖出联合选择权	(64)
3.7 综合的联合选择权	(96)
3.8 进出差价选择权	(99)
3.9 选择权市场的套利机会	(117)
3.10 选择权合同和税法	(124)
3.11 信托发现了选择权	(128)
3.12 选择权策略——概述	(129)
3.13 选择权市场的影响	(134)
小结	(135)
第四章 利率选择权	(136)
4.1 利率选择权导论	(136)
4.2 定义	(140)
4.3 GNMA与GNMA 选择权市场	(141)
4.6 付息债券选择权的估价	(177)
小结	(186)
第五章 商品期货交易	(187)
5.1 提要	(187)

5.2	期货合同的定义	(187)
5.3	商品期货合同的起源	(187)
5.4	期货交易市场的组织	(188)
5.5	商品期货市场的种类	(188)
5.6	订单的种类	192)
5.7	订单的填写	(194)
5.8	报价单	(196)
5.9	期货市场的主要经纪人	(797)
5.10	商品分析的途径	(198)
5.11	商品期货价格的决定因素	(202)
5.12	商品期货合同的利用	(210)
5.13	有价证券及其考虑	(214)
5.14	期货市场对现货市场的影响	(215)
	小结	(228)

第六章 利率期货、股票指数期货和它们的选择权··(229)

6.1	引言	(229)
6.2	利率期货市场	(230)
6.3	期货交易的技巧	(240)
6.4	债券期货合同的数学表示	(247)
6.5	短期债券期货合同的定价	(263)
6.6	短期债券和长期债券的利用	(267)
6.7	金融期货市场的效率	(286)
6.8	短期债券期货市场对短期债券现货市场的 影响	(289)
6.9	税收补偿	(290)

6.10 股票指数期货	(290)
6.11 期货合同选择权	(308)
小结	(324)
第七章 外汇市场	(326)
7.1 定义	(327)
7.2 市场的规模	(327)
7.3 市场参加者	(328)
7.4 货币构成	(330)
7.5 交易结构	(331)
7.6 必要的定义	(332)
7.7 外汇率报价单	(333)
7.8 外汇报价	(333)
7.9 购买外汇	(335)
7.10 外汇期货的使用	(336)
7.11 外汇市场的一致性	(337)
7.12 外汇风险的类型	(338)
7.13 现货价格与期货价格之间的关系	(339)
7.14 利率均等理论	(340)
7.15 现代期货外汇率理论	(349)
7.16 不自由浮动	(353)
7.17 外汇期货	(360)
7.18 货币选择权	(370)
小结	(379)

第一章 投机市场, 发展和概况

1.1 综 述

在过去的十年里, 证券市场发生的变化, 完全可以恰当地比喻成一场革命。在美国的金融史上, 从来还没有给投资者、套头交易者和投机者提供过如此众多的选择机会。尤其在二十世纪七十年代中叶, 出现了许多新的合同, 其中一些已取得了显著成功, 而另一些也程度不同地取得了成功。

七十年代和八十年代的金融环境可以概括成一个词: 不稳定。在这些年头里, 市场的风云难以预测, 使得有价证券持有者也不得不寻求保险。所有的市场, 不管是劳动力市场、金融市场还是商品市场, 都经历着动荡的价格涨落。随着通货膨胀率的增大和滞胀 (这在前几年还没有人想象过) 的出现, 失业率也随之增大。通货市场在中央银行于1973年决定上浮汇率时, 经历了史无前例的螺旋状变化 (参见图1-1)。脆弱的汇率系统还没有被证实是大多数预测的罪魁祸首。象通货期货合同和通货选择权这样的新工具的出现, 补充了期货市场, 提供了附加的套头交易工具。

图1-2显示了一些短期和长期利率的变化情况。债务市场证实了金融市场在七十年代史无前例的风云, 这些波动, 延及今日。在1974年, 创下了13周财政短期债券 (简称短期债券) 拍卖率周平均波动的历史最高水平, 波动的大小是

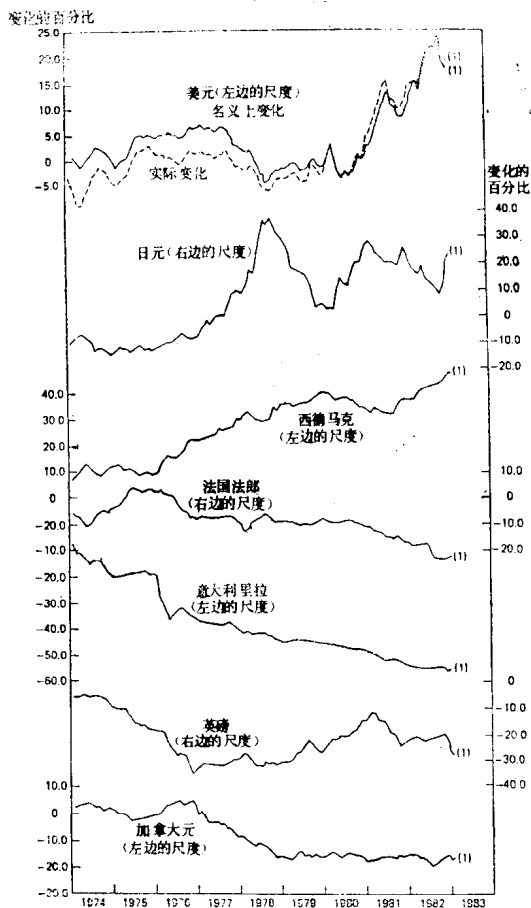


图1-1 实际汇率（从1973年3月起）水平交易权数的变化率

33.4个基点。一年之后，芝加哥交易所（CBT）推出了债券的期货合同，为持有有价证券的经营者提供了对付“高

利率风云”的新工具。

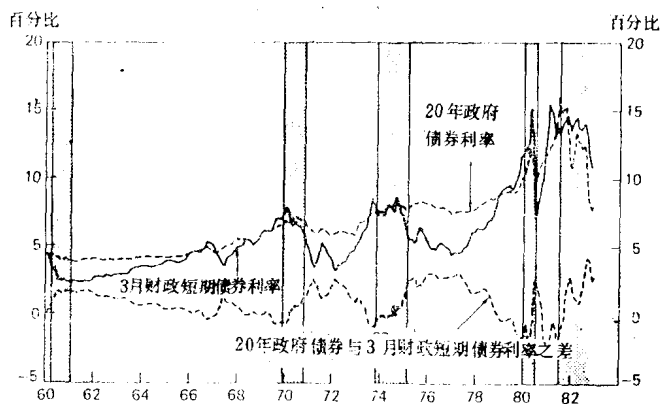


图1-2 收益的周期变化情况图

股票市场的变化令人目不暇接（见图1-3）。道·琼斯30种工业股价格指数（DJIA）的新高度和纽约股票交易所的记录量都创下了新纪录。在1982年8月到1983年2月期间，道·琼斯30种工业股价格指数增长了37.5%，其间指数的上涨和下跌都超过历史的日波动水平。用威尔塞5000权益指数，即纽约股票交易所、美国股票交易所的挂牌股票以及场外交易股份的总价值，以美元反映市场发展，测算出在1982年2月11日到1983年2月11日期间，市场交易量增加了大约3541.31亿美元。这次股票止跌回稳是广泛而深入的。1982年12月的股票量（16.82亿美元）几乎比1981年12月的股票量（9.56亿美元）高70%。以一年作为单位，1982年的股票量接近1975年的四倍，比1981年高出38%（见表1-1）。纽约

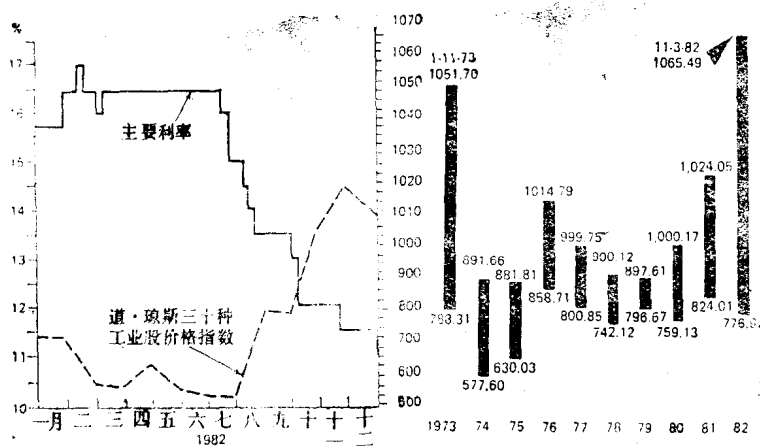


图1-3 1973年~1982年及1982年的道·琼斯三十种工业股价格指数的变化情况

股票交易所的日记录在1982年11月4日达到了149,385,480份股票,这个交易量相当于1915年全年的股票交易量。道·琼斯30种工业股价格指数在1983年6月16日达到了空前的高度,为1248.30点。许多分析家都预期这个记录还会被打破,果然,不久这个记录果真被打破了。

从宏观经济的角度来看,八十年代初期的经济条件导致了从1930年大萧条以来最坏的经济衰退,进而动摇了消费者对经济稳定的信任,增加了市场的风险性。其中,不稳定经济时期的两个重要标志是企业和银行的倒闭。在1983年2月3日后的一周内,就有690家企业倒闭,而上年同期只有449家企业倒闭;1982年关闭了42家银行,1983年2月15日,当田

表 1-1 股票量与公共机构交易比例

年份	交易量 (10亿股)	公共机构成交 的百分比
1982	16.5	41
1981	11.9	31.8
1980	11.4	29.2
1979	8.2	26.5
1978	7.2	22.9
1977	5.3	22.4
1976	5.4	18.7
1975	4.7	16.6

纳西州银行官员宣布诺克斯威尔联合美国银行破产时，就意味着迄今为止最后一家大银行倒闭了，这是美国商业银行历史上第四大银行的倒闭。当在传统上标志着稳定和经济实力的银行有这么大的比例倒闭时，经济的不稳定性以及其竞争的激烈程度也就随之而增加。除了银行的倒闭之外，还有福特公司、国际哈威斯特公司、潘艾姆公司以及其它许多公司提供的损失记录和高达11%的失业率，从这些经济现象中，你可以更清楚地了解到投资者小心从事的原因。

1.2 其它主要的进展

有几个惹人注目的进展已经而且继续对美国经济和金融、商品市场产生重要影响，由于篇幅关系，在这里只能提到一些主要方面。

金融中心(“超级市场”)的出现，改变了金融服务的支付

方式。希尔公司购买J·威特公司，美国捷运公司购买塞尔生公司就是两个例子。最近，美洲银行购买了贴现经纪业的查尔斯·斯瓦伯公司，芝加哥玫瑰公司被大通·曼哈顿银行购买以及诸如太平洋国民证券银行、西铁科普银行、美华银行、大众和南部国际银行等国内银行进入经纪业的扩张，都是金融服务支付的综合方式的进一步的例子。梅利尔·林克提出的诸如现金管理帐户等进展和革新后的成果，有效地减少了某些法律的影响以及1933年葛拉斯—斯特高尔法令的势力，这些法令企图把投资银行业变为分散的银行业。

在1975年5月1日成立的协商委员会推出了一种新的产业（贴现票据经纪业），提高了证券市场的效率。同时，在1974年劳动节通过的工作退休收入保险法也具有重大的意义。工作退休收入保险法为扩大个人基金提供了更大的推动力，其基金目前大约有3000亿美元。

税务法和证券管理委员会的规定也有助于证券市场的形成。1981年的经济赔偿税法旨在鼓励储蓄和投资，从而导致了美国历史上最大的减税。证券管理委员会规则的第415条在1982年3月10日颁布，这个规则对在将来延期或持续提供的公债和证券实行控制登记。这个规则给投资银行业带来了新的机会，也增强了这个行业的竞争性。有人声称，这个规则使得企业更加容易和便宜地发行债券和产权证券。如果规则第415条成为投资银行业的永久特征的话，那么这些影响将会继续存在。

证券市场中的所有变化给它们本身带来了新的活力，通讯技术的迅猛发展更为这个市场增添了活力。今天有三千万人直接拥有股票。证券市场还很年轻，对大众的影响还很