

· 股指期货知识系列丛书 ·

 中国金融期货交易所  
China Financial Futures Exchange


朱玉辰 主编

# 期货投资经典案例 (修订本)

## Case Studies on Futures Investment

刘英华 编著



 上海远东出版社

· 股指期货知识系列丛书 ·

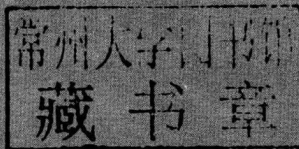
 中国金融期货交易所  
China Financial Futures Exchange

朱玉辰 主编

# 期货投资经典案例

(修订本)

刘英华 编著



 上海远东出版社

## 图书在版编目(CIP)数据

期货投资经典案例/刘英华编著. —修订本. —上海:  
上海远东出版社, 2010

(股指期货知识系列丛书/朱玉辰主编)

ISBN 978-7-5476-0153-2

I. 期… II. 刘… III. 期货交易—案例 IV. F830.9

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2010)第 012756 号

责任编辑: 严 侃

封面设计: 李 廉

版式设计: 李如琬

责任制作: 李 昕

## 期货投资经典案例(修订本)

编著: 刘英华

出版: 上海世纪出版股份有限公司远东出版社

地址: 中国上海市仙霞路 357 号

邮编: 200336

网址: [www.ydbook.com](http://www.ydbook.com)

发行: 新华书店上海发行所 上海远东出版社

制版: 南京展望文化发展有限公司

印刷: 上海望新印刷厂

装订: 上海望新印刷厂

版次: 2010 年 2 月第 2 版

印次: 2010 年 2 月第 1 次印刷

开本: 710×1000 1/16

字数: 164 千字

印张: 14.25 插页 1

印数: 1—9200

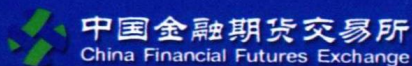
ISBN 978-7-5476-0153-2/F·409

定价: 39.00 元

版权所有 盗版必究(举报电话: 62347733)

如发生质量问题,读者可向工厂调换。

零售、邮购电话: 021-62347733-8555



中国金融期货交易所

China Financial Futures Exchange

· 股指期货知识系列丛书 ·

主编 朱玉辰

编委 朱玉辰 李正强 胡 政

惠 涓 姚兴涛 臧大年

胡俞越 雍志强

**刘英华** 毕业于吉林大学商学院，获经济学硕士学位。曾为深圳证券交易所指数小组成员、衍生品小组成员，从事指数及衍生产品研究及设计工作，参与开发沪深300、深证100等指数产品。现就职于平安证券衍生产品部，主要工作为衍生产品研究和结构化产品设计。曾与傅德伟、孙培源编著《期权：应用与监管》，曾发表学术论文多篇。

#### 免责声明

本书仅作为介绍股指期货基本知识、揭示股指期货交易风险之用，不作为投资者投资决策的依据。任何依据本书进行投资所造成的损失，编者不承担任何责任。

# 总 序

经过多年深化改革和不断扩大对外开放,我国国民经济持续健康稳定发展,资本市场迎来了重要的发展机遇期。随着国务院《关于推进资本市场改革开放和稳定发展的若干意见》的贯彻落实,以及各项改革发展工作的不断深入,资本市场发生了转折性变化:规模明显扩大,功能有效发挥,运行规范性与运行质量大幅提高,逐步呈现国民经济“晴雨表”的作用,为资本市场的创新发展打下了坚实基础。

积极稳妥地发展股指期货等金融期货市场,既是资本市场进一步深入发展的客观需要,也是市场各类投资者进行风险管理的迫切要求,对完善市场结构、丰富交易品种、加快金融体制改革、增强国民经济的抗风险能力具有重要意义。从全球经验来看,股指期货的突出作用和根本生命力在于:为市场提供了保值避险的工具,增加了做空交易机制,使股票市场的系统风险能被有效分割、转移和再吸收,从而为市场提供风险出口,在日常波动中化解市场风险,在动态调节中维持金融平衡,增强市场整体的弹性和灵活性,促进市场实现健康、持续、稳定发展。股指期货推出后,还将产生创新示范效应,引发系列金融创新,不断丰富金融产品,增强市场机构差异化竞争活力,开启金融市场自主创新的新时代,促使金融产品多元化、投资策略多样化、竞

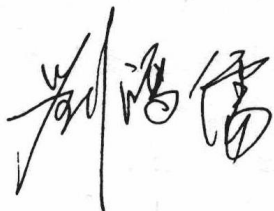
争模式多层次化的金融生态环境早日形成。

同时,必须充分认识到,在推进资本市场改革、创新、发展过程中,随着我国参与经济全球化竞争程度的不断提高,我国经济和金融市场与国际市场的联系变得更加密切,我国资本市场发展正面临日益错综复杂的外部经济金融环境。而且,我国资本市场发展的基础尚不牢固,夯实市场发展基础,防范和化解风险,是我们必须面对的一项长期艰巨的任务。在这种情况下发展金融期货市场,必须深入贯彻落实科学发展观,时刻保持清醒冷静的头脑,适时总结历史经验教训,充分借鉴国际成熟经验,准确把握资本市场尤其是股指期货市场的内在发展规律及我国资本市场“新兴加转轨”的阶段性特征,深刻认识股指期货等金融衍生品的产品属性,把加强风险控制和强化市场基础性制度建设一以贯之地放在战略性高度,按照“高标准、稳起步”的要求,扎实做好各项筹备工作。

在各项工作中,持续深入地开展投资者教育工作是重中之重。国际经验充分表明,构建健康稳定的金融期货市场,离不开成熟理性的市场投资者。我国资本市场发展时间不长,相当数量投资者的风险意识淡薄,投资理念尚不成熟。因此,需要进一步提高对投资者教育重要性的认识,从认识风险、揭示风险和防范风险入手,高度重视投资者教育工作,积极构建层次丰富、覆盖面广的投资者教育体系,进一步提高投资者教育的针对性和有效性,做到“把风险讲够,把规则讲透”,切实增强投资者的自我保护意识、法律意识和风险防范能力,牢固树立起“买者自负”的意识。这既是保护投资者合法权益的重要内容,也是加强市场基础建设的重要内容,更是推进资本市场改革发展的一项长期性、系统性工作,关系到金融期货市场的平稳运行、功能发挥

及长远发展。

为了进一步推进投资者教育工作,中国金融期货交易所组织编写了“金融期货投资者教育丛书”。这套丛书面对的是广大普通投资者,力求以内容详尽、深入浅出、生动活泼、通俗易懂为特色,重点宣传“一个有足够知识准备的投资者,才是真正受保护的投资者”的理念。其主要内容:一是向广大投资者介绍金融期货基础知识和基本操作;二是帮助投资者认识金融期货的风险,提高风险防范能力;三是探讨金融期货市场发展过程中的热点问题;四是加强投资者的自我保护能力。相信本丛书的出版,能够给广大投资者提供必要的信息和有益的借鉴,从而对我国股指期货市场的发展起到良好的推动作用。



2008年6月

## 主编的话

一个完整意义上的股票市场，应该包括股票发行一级市场、股票交易二级市场和管理股市风险的股指期货市场。这三个部分有机协调，构成一个不可分割、相伴共生的统一整体。股票发行一级市场实现筹资，股票交易二级市场实现资产定价和优化配置，而股指期货市场则实现股市风险的分割、转移和再分配，以保障股市健康、持续发展。从其实践来看，全球大多数股票市场都是由这三个部分组成的，只要有股票市场，就一定会伴生股指期货市场。股指期货市场以期货交易方式复制现货交易，构建了服务和服从于股票市场的影子市场，使股市风险变得可表征、可分割、可转移和可管理。有了这样一个虚拟的影子市场，犹如给原本单轨运行的股票市场增加了一条轨道，有助于股市更加健康、稳定和可持续发展。

近年来，中国证监会不失时机地施行一系列改革创新举措，我国资本市场发生了转折性变化。特别是股权分置改革的顺利推进，解决了我国资本市场上的重大制度缺失；创业板的推出，则成为多层次资本市场体系建设的重要举措。在股票市场规模稳步扩大、市场总体继续保持平稳运行、市场化运行机制逐步建立健全的同时，需要解决的突出问题是股票市场的长期稳定发展问题。从全球实践来看，股指期货是维护股票市场稳定的积

极力量。


推出股指期货是资本市场一项重要的基础性制度建设,对于完善市场功能、改善市场结构、健全资本市场的内在稳定机制和风险对冲机制具有重要意义。平稳推出股指期货,将给我国股票市场带来三个方面的积极影响:一是抑制单边市,完善股票市场内在稳定机制。股指期货提供的做空手段和双向交易机制,增加了市场平衡制约力量,降低市场波动幅度;机构投资者利用股指期货替代现货频繁操作,增强稳定持股的信心;股指期货的远期价格发现功能,能够引导现货交易,稳定市场预期,减少股票市场波动频率。二是提供避险工具,培育市场避险文化。股指期货市场是一个专业化、高效的风险管理市场。推出股指期货不是要消除股市风险,而是要使股市风险变得可表征、可分割、可交易、可转移,进而起到优化市场风险结构、保护股票市场稳定运行的积极作用。从金融危机表现来看,股指期货市场成为股票市场危急之时投资者规避系统性风险的首要选择,是市场风险转移的重要通道和出口。三是完善金融产品体系,增加市场的广度和深度,改善股票市场生态。发展股指期货等简单、基础性风险管理工具,不仅能够完善我国金融产品体系,增加市场创新功能,提高市场运行质量,使得金融系统更加灵活、有效和富有弹性,也是保障金融资源配置的主动权、实现国家金融安全战略的重要选择。

如今,股指期货在国际金融市场已是一个非常成熟的产品,但在我国,股指期货还是一个新事物,各方面对它还有一个学习和了解的过程。作为股票市场必不可少的风险管理工具,股指期货专业性强、波及面广、传导迅速、具有杠杆特性,是一把“双刃剑”,使用不当也可能带来新的风险。保护投资者特别是公众投资者的合法权益,是资本市场各项工作的出发点和落脚点。

一个有足够知识准备的投资者，才是真正受保护的投资者。因此，金融期货投资者教育工作的成效如何，事关金融期货的平稳推出、功能发挥和长远发展，是各项准备工作的重中之重。

自成立以来，中国金融期货交易所以科学发展观为指导，始终贯彻“高标准、稳起步”的要求，积极学习借鉴境外衍生品市场的成熟做法，认真总结国内商品期货市场的发展经验，全面扎实地开展了一系列股指期货上市的准备工作。结合我国资本市场新兴加转轨的阶段性特征，中国金融期货交易所认真分析和正确认识股指期货市场的内在发展规律和产品特性，充分借鉴国际经验和教训，并把风险防范放在突出重要位置。本着“将规则讲透、将风险讲够”的原则，从强化市场基础性制度建设和保护投资者合法权益的角度出发，开展了大量形式多样、覆盖面广的投资者教育工作，帮助广大投资者了解股指期货产品特性，熟悉交易所规则，树立正确的市场参与理念和风险防范意识。

成熟理性的投资者是市场内在的约束力量，也是市场健康发展的重要基础之一。广泛开展投资者教育，绝不是权宜之计，而是今后推进资本市场改革发展的一项长期性、系统性工作。中国金融期货交易所将以打造风险管理平台、倡导风险管理理念为己任，针对市场运行的新情况、新特点，持续深入地开展投资者教育工作，建立完善投资者教育工作的长效机制，努力建设一个结构合理、功能完善、安全高效、具有国际竞争力的金融期货市场，为推动资本市场健康稳定发展和国民经济持续健康发展作出积极的贡献。



2009年12月

# 前 言

期货的英文为“futures”，是由“未来”一词演化而来，它是指交易双方不必在买卖发生的初期就交收实货，而是共同约定在未来某一时间交收实货，因此国人就称之为“期货”。

虽然真正意义上的期货交易始于近代，但具有期货性质的远期交易历史可以追溯到中世纪。当时的农民和商人为了规避农产品价格风险，已经开始了远期交易。假定一位农民在某年5月种下谷物，在9月收获时以市价出售。由于谷物的价格受供求关系的影响，9月谷物的价格是不确定的。如果到时供小于求，谷物价格可能涨到很高，农民将获得丰厚利润；如果到时供大于求，谷物价格可能很低，农民就会获利较少甚至亏损。显然，农民面临着很大的价格不确定的风险。而对于需要买进谷物的商人来说，他们同样也面临着很大的价格风险。在供大于求的情况下，价格对商人们会很有利。但是当供小于求时，价格对他们就很不利。在这种情况下，农民和商人根据双方对9月谷物供求的预期，在较早的时间达成一个一致的价格，就很有意义。换句话说，他们可以协商制定某种类型的期货合约，这个期货合约可以消除双方各自面临的因未来价格不确定而产生的风险。这就是最早的期货交易。

真正意义上的期货交易始于19世纪中叶。1848年，美国芝

加哥期货交易所(CBOT)成立,这是现代期货市场和期货交易出现的重要标志。

19世纪初期,芝加哥是美国最大的谷物集散中心。当时,交通极为不便,信息传递落后,储存谷物的仓库很少,因此农产品价格常常发生大幅波动,使得农民和粮食贸易商都无所适从。为了避免大规模的损失,农民和商人们开始进行远期交易,双方确定一段时间后(比如下一年)买卖的数量和价格,到期时按照商量好的价格一手交钱一手交货。1848年,商人们自发成立了芝加哥期货交易所。在成立的初期,芝加哥期货交易所为会员提供的仍然只是远期交易。随着交易规模的扩大,远期合约在交易中遇到很多实际困难:质量、价格、等级、交货时间和地点等方面都由双方自己商定,没有明确、统一的标准,合约签订后能否履行与买卖双方的信用有很大关系。如果市场情况出现变化,违约风险和交易纠纷就会大量增加,这无疑极大地限制了期货功能的发挥。

为了进一步规范交易,降低风险,减少交易成本,1865年,芝加哥期货交易所推出了第一个标准化的期货合约——玉米期货合约。和远期交易不同,期货合约由于是标准化的,减少了很多交易纠纷,不仅可以在到期时像远期交易那样一手交钱一手交货,还可以在到期前对合约进行买卖。由于摆脱了一定要在到期时实现钱货两清的限制,期货交易迅速发展起来。这种对合约的买卖就成为期货交易的主要活动。而具有远期交易特点的到期一手交钱一手交货的活动占期货交易的比例越来越少。

在此之后,为了确保履约,芝加哥期货交易所推行了保证金制度,并成立了专门的结算机构,有组织的期货交易终于形成。最初的期货标的物主要是农产品,如大豆、棉花等。随着西方发

达国家进入工业化发展阶段,出现了铜、铝等金属期货和石油等能源期货。

进入20世纪70年代,世界金融体制发生了重大变化。布雷顿森林体系解体,各国货币和美元脱钩,浮动汇率制建立起来。西方国家也放松了对利率的管制,导致汇率、利率不断波动。为了有效规避这些风险,市场上出现了金融期货。1972年5月,芝加哥商业交易所推出了历史上第一个外汇期货,标志着金融期货的诞生。此后,国债期货和股指期货陆续出现。

从期货市场产生和发展的历史可以看出,期货交易的出现主要源于规避价格波动风险的需要,因此,规避风险是期货市场最主要的功能。然而,期货市场本身并不能消除风险,只是提供了一个风险交易的场所。通过期货交易,风险在不同投资者之间进行转移,达到重新分配的目的。通常,按照参与目的的不同,期货市场有三类参与者:套期保值者、套利者和投机者。通过期货交易,现实世界中的风险在不同类型的投资者之间重新分配,从而使风险厌恶者达到规避风险的目的。

期货市场发展至今,已经成为风险管理的重要场所,有力地促进了现货市场的发展,提高了现货市场定价的效率。尽管建立期货市场的初衷是为了规避风险,但由于期货交易本身的高杠杆性,如果投机者对价格变动的方向判断失误,或者套期保值者建立了过多的头寸,又或者投资者出现资金不足,都可能导致投资失败。更为严重的是,期货市场的失误可能导致企业破产,甚至期货品种消亡。在期货发展的历史上,这样的事例数不胜数。

前事不忘,后事之师。在我国股指期货即将推出之际,认真回顾国内外期货市场的投资案例,总结其中的经验教训,可以帮

助我们进一步认识期货市场的风险。对投资期货的个人或者机构而言,可以从这些投资案例中获得启示,对于风险控制和资金管理都有一定的帮助。而对于期货监管者而言,深入研究这些事件背后的制度性因素,对于规范我国期货市场,进一步完善我国期货市场的制度建设都有重要的意义。基于这样的目的,我们搜集了国内外十几个典型的期货投资案例,详细阐述了案例发生的背景及事件经过,分析了事件发生的原因,最终编成本书。

本书的内容包括海外案例和国内案例两大部分。海外部分涉及的主要是股指期货方面的案例,也包括其他一些金融衍生工具案例。国内部分涉及的主要是国内商品期货市场的风险事件,如天然橡胶 R708 事件、苏州红小豆事件等,还包括一部分国内企业投资境外期货市场的案例,如株冶锌期货事件等。在案例分析的最后,我们加入了一些关于案例的链接,帮助读者了解案例发生时媒体的报道情况。

自 1990 年郑州粮食批发市场成立并引入期货交易机制以来,我国期货市场经历了近 20 年的发展,取得了长足的进步。当前,我国期货市场进入了一个关键的发展时期,尤其是股指期货即将推出,这将成为我国期货发展历史上具有里程碑意义的大事。我们相信,随着股指期货的推出,我国期货市场将翻开崭新的一页,资本市场将得到进一步完善,期货市场在我国国民经济中将发挥越来越重要的作用。

# 目 录

前言 .....	1
----------	---

第一部分 海外案例 .....	1
-----------------	---

1 美国“87 股灾” .....	3
-------------------	---

1987 年 10 月 19 日,一个被金融界称为“黑色星期一”的日子,一个被《纽约时报》冠以“华尔街历史上最坏的日子”。道琼斯指数一天内重挫 508.32 点,跌幅达 22.6%,股指损失 5 000 亿美元,相当于美国全年 GNP 的 1/8。

2 巴林银行事件 .....	12
----------------	----

1995 年,世界首家商业银行——巴林银行因金融衍生工具投资失败引致亏损高达 9.16 亿英镑。荷兰国际集团象征性地以 1 英镑收购了巴林银行,巴林银行长达 223 年的历史划上了句号。

3 住友铜事件 .....	25
---------------	----

1996 年,住友商社声称:其交易员未经授权参与期铜交易,并企图操纵市场价格,导致亏损达 18 亿美元,并同意支付 1.25 亿美元的民事罚款。这是美国政府开出最大金额的民事罚款。

4 芬丘奇公司操纵市场失败案 .....	34
----------------------	----

1996 年,CFTC 宣布芬丘奇公司存在操纵美国国债期货及现货市场的行为,需接受系列裁决,包括向美国财政部支付 60

万美元的民事罚款等。

## 5 香港金融保卫战 ..... 44

1997年末,以索罗斯为首的国际炒家开始攻击港元,利用汇市、股市和期市之间的互动规律大肆投机。1998年中,香港特区政府果断出手干预,限制国际炒家的投机活动,取得了最终的胜利。

## 6 长期资本管理公司的兴衰 ..... 54

长期资本管理公司拥有超豪华的数量金融团队,利用大量历史数据进行数量化分析和程序化交易来寻找套利机会。然而,他们忽视了“俄罗斯金融危机爆发”这一小概率事件……

## 7 英国国民威斯敏斯特银行巨额亏损案 ..... 64

1997年,NWM在一次内部检查中,发现德国马克的利率期权和互换期权账户存在虚假报账行为。其交易员通过操纵期权引伸波幅数据,提高期权的估值来掩盖损失。经确认,威斯敏斯特银行累计损失9 050万英镑。

## 8 法国兴业银行事件 ..... 73

2008年初,法国兴业银行宣布,由于旗下一名交易员私下越权投资金融衍生品,该行蒙受了49亿欧元的巨额亏损。随后法兴银行承认,其在交易监控上的监管漏洞已存在2年之久。

## 第二部分 国内案例 ..... 83

### 9 “327”国债期货事件 ..... 85

1995年2月23日,“327”国债期货合约交易出现异常,震惊了市场。当晚,上海证券交易所紧急磋商后宣布:确认空方主力恶意违规,部分成交无效,并于次日迅速做出反应,就国债期货交易的监管问题作出规定。

### 10 苏州红小豆事件 ..... 100

苏州红小豆期货自1995年6月1日推出至1996年3月8日停止交易,前后不足一年时间。在这短短几个月中,多头通过