

资本市场与金融衍生品博士论丛

主编 黄运成

2013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

经济科学出版社

责任编辑：张摇频
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 9 号 邮编：100048
总编室电话：010-68284137 发行部电话：010-68284143
网址：www.cfe.com.cn
电子邮件：cfe@cfe.com.cn
欣舒印刷厂印刷
永胜装订厂装订
2007 年 1 月第 1 版 2007 年 1 月第 1 次印刷
印数：1000 册
定价：45.00 元
(图书出现印装问题，本社负责调换)
(版权所有 翻印必究)



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

摇摇一、前言——永不休止的演变摇摇 赖茨摇摇 欧洲期货交易所法兰克福股份公司

摇摇二、导论

摇摇摇摇(一) 充满挑战的市场摇摇 娜塔莎·德特兰摇摇 本书编辑

摇摇摇摇(二) 一起工作摇摇 查德·贝尔利亚努摇摇 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

摇摇摇摇(三) 自由和挑战摇摇 斯特凡·比克塞尔摇摇 欧洲基金和资产管理协会总裁

摇摇三、衍生品市场

摇摇摇摇(一) 跨境挑战摇摇 查德·欧文

摇摇摇摇(二) 为增长而自动化摇摇 李·奥利弗

摇摇摇摇(三) 战胜结算和清算风暴摇摇 杰尔夫拉兹·蒂诺

摇摇摇摇(四) 衍生品：弥补货币市场的不足摇摇 伦丹·马顿

摇摇摇摇(五) 基金管理业中的衍生品摇摇 伦丹·马顿

摇摇四、市场创新

摇摇摇摇(一) 从市场波动中获利摇摇 杰姆·卡罗夫

摇摇摇摇(二) 单一股票期货摇摇 约翰·费里

摇摇摇摇(三) 交易所交易基金革命摇摇 约翰·费里

摇摇(四) 期权投资方案 卡罗·奥利弗

摇摇(五) 别具特色的分类指数衍生工具 卡罗·奥利弗

摇摇(六) 德国联邦政府期货：为储蓄行业建造一个防护坝 伦丹·马顿

摇摇(七) 为增长而创新 尔夫拉兹·蒂诺

摇摇(八) 债券投资组合之衍生品策略 昂内尔·马尔泰利尼

摇摇(九) 下一件大事——信用期货 约翰·费里

五、批发市场结算

摇摇(一) 从回购中获益 塔莎·德·特兰

摇摇(二) 债券：欣欣向荣的业务 克·克拉克

摇摇(三) 交易所加速发展柜台市场 查德·欧文

六、案例研究

摇摇(一) 可调整的阿尔法投资满足养老基金的需要吗 伦·鲍德温 欧洲期货交易

摇摇(二) 运用可调整的阿尔法投资策略 奇·斯特拉瑟斯 美林投资经理

摇摇(三) 为阿尔法而指数化投资 斯·迪特勒博士 瑞士信贷

摇摇(四) 负债驱动的投资 库特勒 巴克莱全球投资者公司

摇摇(五) 负债驱动的投资——一位从业者的观点 卫·科诺迪·阿胡鲁雷迪顿 (瑞士信贷) 公司合伙人

摇摇(六) 全球战术资产配置对期货的运用 罗琳娜·米尼欧·帕卢罗博士 高盛资产管理公司

摇摇(七) 期货替代现金的案例 拉·斯马特 标准寿险投资有限公司

摇摇(八) 波动性交易：案例研究 歇尔·多米尼斯博士

摇摇(九) 基金范畴的期货 顿·斯科尔弗格德·坦戈

摇摇(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

摇摇(十一) 优化的股票组合：利用衍生工具增加价值 利普·邦尼和高登茨·施奈德 瑞银全球资产管理

摇摇(十二) 战术资产配置中的期货 桑·约哈迪 摩利基金管理公司

第二部分 衍生工具投资策略

- 录一、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
- 录二、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
- 录三、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
- 录四、利用期货复制对冲基金的收益——一种欧洲视角
- 录五、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

2024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

► 彼得·赖茨摇欧洲期货交易所法兰克福股份公司

在 15 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。1995 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 1980 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 15 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 15 亿美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 15 亿美元（如果折算成欧元为 10 亿欧元）。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！

1995 年的头一个季度，在规范的交易所有名义价值 15 万亿美元（折合 10 亿欧元）的交易，有 1 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 15 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 1995 年发表。

股票指数，利息率基准数据以及更多。世界各地 ~~欧洲~~ 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 ~~2005~~ 年上半年，交易所就有 ~~1000~~ 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 ~~1000~~ 亿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 ~~1999~~ 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（~~长期限利率期货~~）”品种、“德国联邦政府短期期货（~~长期限利率期货~~）”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 ~~1995~~ 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 ~~综合~~ 指数期货合约，是欧洲期货交易所在 ~~2005~~ 年远月份交易量最大的交易品种，共有 ~~1000~~ 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 ~~2005~~ 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会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、导摇摇论

（一）充满挑战的市场

► 娜塔莎·德特兰摇本书编辑

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 远个月的时间里，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 1995 年 远月为止的 远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 1995 年 远月面市），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 1995 年 远月份，欧洲期货交易所道琼斯欧元斯托克 缘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 苑月下旬，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、

监管、流动性等因素外，所有制约市场加速发展的因素都随着交易快速增长而被削弱了。

在过去的几年间，市场变化的主要催化剂毋庸置疑是技术。并且，随着越来越多的使用者进入市场和交易规模的持续螺旋上升，如果动力将会一直保持的话，技术将必然持续扮演一个关键的角色。但也有可能想象，在未来几年最大的变化缘自机构和个人投资者。

从以往来看，机构投资者多半在市场中扮演落后分子的角色，但是幸亏他们对交易工具的熟悉程度在不断增长，也越来越具有风险意识，并且规则也在不断变化，我们有理由期待他们在未来几年对市场的参与程度发生惊人的增长。其实就在过去的这几年，《金融报》的“欧洲期货交易所在基金管理上的衍生工具”调查已经显示，这些使用者对采用哪些交易工具做好了充分的准备。并且，在这本书下半部分的案例研究中也说明，许多投资者已经开始积极的部署使用这些交易工具。

从我们的角度上来说，当然希望这样的趋势可以延续下去。并且，感谢新的可转让证券集合投资企业（~~法规~~）法案，人们的主动性也在发挥，就像曼氏金融集团和美国期货交易所正在采取的措施一样，我们可能、也可以期待将来市场上将会有更多的个人投资者。

试图再去想象这样的变化将会对市场造成怎样的影响，这样的猜测并不容易。但是，就像这本书能够想得到把这些放在一起：我们回眸市场简单的历史和更多衍生品使用者交谈，所以也可以想象、可以预测、去监控他们的效果、去检验类似于欧洲期货交易所这样的交易所的反应和动作，这是挑战。毫无疑问，更多的新产品将会出现，新的自动化模式将会被发明和配置，新的市场加入者将会涌现，跨界的投资者将会增加，交易网络将会比现在更为高级和复杂。希望我们已经为发展做了一些正确的事情，我们希望你们会喜欢读这本书，最后，期待我们大家都能在不久的将来沿着这些新的发展前进。

（二）一起工作

► 理查德·贝尔利亚努摇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

挂牌交易的衍生产品被证明是基金经理们管理风险最有效的方式之一。并且，行业研究告诉我们，那些使用衍生产品作为日常决策的货币基金经理手中的金额在不断增

长。这是受欢迎和令人兴奋的进步，我们行业内的所有人都赞同这一点。但是，为了实现持续的增长，我们很有必要建立协作关系。交易所、清算公司、技术支持、经纪人团体都需要紧密团结在一起去寻求实现目标的方式，这必将有利于提高我们市场的效率。

越来越多的关注节约的交易所股东在寻找交易量大的新产品系列，以推进最低限度的增长。当然，交易成本同时是衍生品使用群体仔细研究的主题。但是，关注的焦点不应该仅仅是数量、手续费和产品创新：我们需要确保外线设备能够支持最高程度的市场流动性和最高级别的运行效率。为了建造一个安全可靠的未来，我们需要在交易中和交易后的环境中做到这一点。

在挂牌的衍生品交易过程中，运行效率通常都属于常见到交易行为中的落后分子。但是，随着 1995 年数量逼近 1 万亿份合约大关，行业必须确保增长的基础是安全的。

技术进步允许新的、高速度参与者加入到市场中来，为长期的增长趋势添加了动力。比如说，交易时处理信息能力达到了万分之一秒之内，给市场带来了新的使用者。但是持续增长的技术平台仍旧是吸引新的投资者到市场来的关键。我们可以确定的是，随着交易处理时间降到十万分之一秒，还将会有很多机会出现。

容量是另一个重要因素，特别是在上市交易的期权领域。随着全球交易容量以每年超过 10% 的速率增长，信息交通，受加速增长的交易驱使，以更快的速率增长。在找到方法实现这些业绩和容量需求上，创造力仍将是关键，如果我们希望看到行业以当前的增长速度持续发展的话。

1995 年由开普克（KPMG）公司代表期货业协会（CFTC）和期货与期权协会（NFA）做的一项行业调查，在交易所、清算公司和经纪人团体之间，突出显示存在着许多无效的领域。这些包括许多麻烦的商业行为，比如放弃运行。这项调查还显示有采用全球性标准的需求。在实现这些目标的过程中，已经体现出许多行业主动性，但是我们还需要做得更多。挂牌交易的衍生品行业，在过去的 10 年里，经历了一个令人目瞪口呆的增长速度。其容量每 3 年就全球性的翻番，也就意味着，在下一个 1995 年底的时候，每年的年交易量将超过 1 万亿的总量。如果这个能达到的话，需要我们所有人一起为之努力：交易所、清算公司、独立软件供应商们（ISPs）、经纪人、客户以及其他人员，要以可能的最快步伐创新。

这需要与关注流动性一样关注创新的进程，甚至要求的程度更高，在促进创新或在产品发展上。当然，具体运作通常不像创造性和标准性产品那样吸引人，但它们是我们开展业务的基石所在。它们需要持续的关注、不断升级以及再投资，而且不仅只在交易所的这部分。我们必须所有人都投入进来，并且紧密团结在一起工作，以确保在发展一个安全和有前景的未来上有牢固的根基。只有这样，这个领域才能不断吸引新的投资者，获得更大的容量，以及更多的新产品；只有这样，才可能在金融市场上作为一个掌控得很好、受到尊重的部分来维持它的声誉。

我们站在期货业协会的角度上来说，盼望和欧洲期货交易所以及其他世界范围内的大的交易所合作，来共同达到这个目标。我们将会获得前所未有的利益，当然也将面临前所未有的挑战。但我们的事业前景必将是广阔的，我们所有人都要为之而努力。

（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

当 2007 年 1 月欧盟可转让证券集体投资计划 III（UCITS III）颁布的时候，两件事情是明确的：首先，决策层不会为投资基金创造一个单独的市场（虽然这毫无疑问将是在未来实现它的一个重要步骤），此外，还有很多问题还没有答案。

扩大投资者范围的可能性就是这样一个还存在很多开放型问题的领域。

一方面，可转让证券集体投资计划 III 通过扩大按欧盟相关法规，经核准于欧盟境内向公众发售的开放式证券投资基金（UCITS）投资的工具范围，展示了一个资产管理新的纪元，因而促使行业在产品发展方面更为自由。基于这方面考虑，在基金设计方面，对衍生品自身的灵活性贡献最大，而此前只能出于防御性的套头交易目的，实施有效的资产管理技巧时运用衍生品。作为一个新的、完全成熟的资产分类，衍生品现在可以自由地使用，也可以对基金起到杠杆作用（只要全部风险暴露不超过新资产价值的 100% 即可），并且可以卖空（用现金结算）。

另一方面，由于可转让证券集体投资计划执行文件缺乏细节内容，监管者对合格资产的解释有分歧，导致在跨境范围内确认可转让证券集体投资计划“执照”中存在问题。为了保证执行和解释的连续性以解决此问题，委员会在 2007 年执行了可转让证券集体投资计划（UCITS）执行文件所规定的有限的权力，要求欧洲证券管理委员会（ESMA）对于合格资产的阐述提供建议。

衍生品是要求欧洲证券管理委员会根据定义分类的工具之一。欧洲证券管理委员会的解释非常宽泛，但是仍旧从合格资产中排除了基于非金融指数的衍生品（比如对冲基金）和现货衍生品（如原生标的资产）。然而，欧洲证券管理委员会承诺监控套头交易指数的发展，并且在 2007 年 10 月重新调查其头寸。恰好相反，基于现货和基于资产的衍生产品指数，如果它们符合欧洲证券管理委员会建议中定义的各种标准，可以视作合格的原生资产衍生品。特别指出，基于房地产公司股价的资产指数，可以作为一项合格的衍生品的基础。

委员会在第一稿的建议法规草案中比较严格地遵守了欧洲证券管理委员会关于衍生

产品的意见，最终执行措施有望在 2004 年年底之前通过执行。只要在新产品开发方面，充分利用可转让证券集体投资计划 III 的可能性已经明确，这一合格资产的阐述就代表向前迈出了一大步。

可转让证券集体投资计划 III 可以利用衍生产品去构建绝对收益基金和各种互换交易策略。对于仅做多头和多头空头基金的传统区分因此而消失了，而早先可转让证券集体投资计划仅允许对冲基金利用这类投资技巧。

随着可转让证券集体投资计划 III 和对冲基金之间界限的模糊，对冲基金经理将面临更大的压力以提供给投资者更好的服务。但对于基金经理利用可转让证券集体投资计划 III 的灵活性来说，风险管理是挑战：需要升级风险管理系统，需要管制（可能和缺乏衍生品专门技术相关），以此解释迄今为止可转让证券集体投资计划改造的缓慢步伐。

可转让证券集体投资计划 III 执行文件的实施，清楚地表明基金管理公司在衍生品投资方面更加容易。衍生品交易所，如欧洲期货交易所，也在扩大产品范围和提高流动性方面有所贡献。投资者对于创新产品的嗜好，将促使交易所仍旧继续努力，并以此促使经销商赞同。总的来说，虽然开始比较晚，但对那些寻求利用可转让证券集体投资计划 III 时机的人来说，机会还是很多的。

三、衍生品市场

（一）跨境挑战

► 理查德·欧文

电子交易的出现大大简化了跨境交易，但有时面对难以克服的挑战，交易所自身为达成跨境交易也付出了很大的努力。理查德·欧文在他退休前不久对一些主要交易所如何克服困难进行了调查。约尔格·弗兰克博士是德国期货与期权市场的缔造者，并将欧洲期货与期权交易所建成世界最大的衍生工具交易所。他这样概括跨境交易的困难：“每次我签署合作备忘录时都会得到一支纪念金笔，远年过去了，在这样的困境中，我得到了 一支金笔，但仍然没有合并。”

弗兰克明确知道稳固合作的重要性。瑞士交易所与法兰克福股票交易所之间，后者形成了德国新兴衍生工具市场，并且后来作为德意志期货交易所而著名，两者之间的长期联盟，设立了区别于其他联盟的基准利率，使得成员可以节约成本，从而激起了交易量的巨浪。

但是自弗兰克关于金笔的注释后，远年过去了，使前任欧洲期货与期权交易所老板如此沮丧的政治障碍，仍然是交易所部门的地区问题。在纽约股票交易所任命一个原先野心勃勃的投资银行家，有可能会激起购并投机的新浪潮。但是前高盛主管约翰·坦在欧洲给对手引人注目的提议掩饰了一个严酷的现实：尽管谈论了很多年，但现在跨境交易所合并问题仍然和弗兰克时代一样使人困惑。即使管理者和股东不经审查就批准交易，是授权在欧洲和美国的各方是否会真正促使大西洋两岸的投机旺盛仍有待观察。近来，甚至是管理者也对谁来主导这些“国际”概念表示了关注。

幸运的是，许多投资者对于跨境投资很感兴趣，并且已经进行了投资。对他们而

言，强有力的合并不但是实现国际扩张的唯一途径，事实上，借助于逐步发展通讯网络、扩大产品范围和合作协议的签订，像欧洲期货与期权交易所这样的交易所已经能够扩张到相当的范围。

例如，由于欧洲期货与期权交易所那时收到商品期货交易委员会的一份“暂不采取行动”文件，自1988年起，就向美国交易者提供衍生工具的电子交易平台。所谓“暂不采取行动”文件，允许外国交易所在美国销售产品而不受商品期货交易委员会规章的管制，自那时起，已经提供了多于15份这样的文件，并且这些措施确实取得了成功：事实上，截至1990年一季度末，在欧洲期货交易所的家族斯托克股票指数产品中的美国份额已达到了15%左右。

美国从欧洲期货交易所和欧洲其他交易所的产品交易中，取得的收益不是仅缘于“暂不采取行动”文件，也是跨境产品规模和近期通讯网络逐步发展扩大两方面同步发展的结果。

例如，1988年12月，欧洲期货交易所新道琼斯斯托克指数期货与期权首次上市，新道琼斯斯托克指数包含两部分：涵盖整个欧洲的道琼斯斯托克指数和涵盖欧元区的道琼斯欧洲区斯托克指数。

欧洲期货交易所执行董事成员彼得·赖茨说：“在欧元出现之前，我们就已将这些合约上市，因此我们是在未经试验的领域中冒险，在那时，泛欧洲的投资能否实现还不明了，并且实际上关于欧元本身都是个问题。”

几年后，1990年12月，欧洲期货交易所通过推广其更新过的交易技术，开始为其会员提供远程清算工具。欧洲期货交易所执行董事的另一成员丹尼尔说：“这项服务收效相当大已经很明确，它使在德国和瑞士之外的会员可以亲自清算交易，消除了通过欧洲期货交易所本地市场进行清算的要求。”

补充了这一措施，欧洲期货交易所成为世界上首家全球蓝筹股指数衍生工具上市交易的交易所。1990年12月，再次和全球指数提供商道琼斯指数合作，欧洲期货交易所道琼斯全球巨型公司指数期货与期权上市。这些补充了欧洲期货交易所现有的全国性的和欧洲的上市证券——国债、股票等。道琼斯斯托克指数和道琼斯欧洲区斯托克指数，进而满足了投资者对全球性产品的要求。

借助于它对道琼斯欧洲区斯托克指数基准的控制，欧洲期货交易所已将与指数构成公司挂钩的单一期货与期权的流动资金吸引到自己的市场上。现在德国、荷兰、法国、意大利、斯堪的纳维亚、西班牙、瑞士和美国公司的衍生工具上市交易，并且与海外公司挂钩的几种股票期权超过了其在主要国内市场上市的成交量。

同时，欧洲期货交易所已稳步扩大了其通讯网络，以确保世界各地交易者能够更快地连接到其网络上。1990年12月，欧洲期货所在直布罗陀开设了新的接入点，来满足越来越多的地方客户的需要，从而使得直布罗陀的交易者可以更迅速地连接到它的网络。前不久，15家会员公司在直布罗陀落成。

欧洲期货交易所得到了新加坡和澳大利亚地方管理者的批准，可直接联系会员，并已在中国香港和日本申请直接会员资格。澳大利亚会员首次于1990年连接成功，在新

加坡确立接入点不久，1997年 1 月，新加坡公司开始在欧洲期货交易所直接交易，接入点允许地方投资者直接在交易所进行交易。

欧洲期货交易所执行董事成员尤尔格补充道“如今接入到遍布全球的交易所非常容易，并且有足够的透明度——欧洲期货交易所现在 5 个城市拥有电信中心”。

欧洲期货交易所与其竞争对手在增大跨境交易量方面的成功，在 1997 年比以往时候更明了，并没有削弱某些实体寻求海外合并的热情，然而弗兰克收集的金笔可以充分地证明，跨境合并的范围是非常具有挑战性的。许多政府视它们的交易所为国家的王牌，紧紧控制所有权，避免任何损害主权的倡议，远东地区尤其如此。例如，新加坡和中国香港的财政部门规定，在它们各自的交易所中海外投资者集聚的股份不得超过 50%。而澳大利亚政府控制 50% 的上限，任何投资者在澳大利亚股票交易所持有的股票数量不得超过这个限值。

美国投资银行花旗银行的分析员迈克对亚洲证券交易所倾向于低价合并的观点持怀疑态度：“亚洲比其他地方更强调国家的重要性，更重要的是，与欧洲和美国不同，你要与极大的政治、法律和语言差异做斗争。”同样主要的是，这个地区中最大的交易所，如东京股票交易所（亚洲最大的证券市场）和韩国交易所（1997 年由韩国股票和期货交易所合并而成），在他们自己的证券市场上还没有上市。

到目前为止，交易所规避这一问题的方法是非正式的联合，这些较宽松的合作安排有助于绕开其他难以克服的规则方面的障碍。正如新加坡交易所 1997 年与芝加哥商品交易所签订双边对冲协议时所显示的一样，芝加哥商品交易所为其利率产品的 24 小时交易铺平了道路。新加坡交易所那时与澳大利亚建立了联系，现在正在与这一地区发展最快的交易所之一——马来西亚交易所研讨解决这一交易。

马来西亚交易所首席执行官穆罕默德希望可以说服这一地区的对手，将他们的交易所联合，以建成像法、比、荷交易所联盟那样的亚洲强队：“在亚洲，交易所不像发达国家那样成熟……但是我们相互非常了解。”

在欧洲，相似的举措也取得了成效——尤其是欧洲期货交易所与前赫尔辛基交易所达成的协议，赫尔辛基股票交易所（1997 年）在 1997 年与斯德哥尔摩交易所的所有者——瑞典期权交易所（1997 年）合作，创立了北欧证券交易所运营商 1997 年 1 月，两个交易所建立了联盟，欧洲期货交易所推出了针对诺基亚、芬欧汇川集团（1997 年）和北欧地区最大的电信运营商索尼爱立信公司（1997 年）的股票期权和北欧证券交易所（1997 年）股指期货产品。当前，芬兰股票期权和北欧证券交易所（1997 年）股指期货与期权在欧洲期货交易所交易。

赫尔辛基股票交易所协议迅速地取得了成效。到 1997 年 1 月，赫尔辛基股票交易所的产品交易额急剧增加，并且欧洲期货交易所已成为诺基亚期权的主导市场。1997 年欧洲期货交易所的市场份额达到了 50%——领先于 5 家竞争的市场。

赖茨说：“诺基亚期权转让给欧洲期货交易所之初，赫尔辛基交易所的日交易量仍为 100 万份合约；1997 年日交易量大约在 200 万份左右。欧洲期货交易所带来的客户扩大了参与网络，从而极大地驱动了交易量的增加。”

在欧洲期货交易所最新的主动跨境交易中，于 1997 年 12 月宣布了与英国上市的期货经纪人曼氏集团达成协议。这一开创性的协议是经纪公司与证券交易所之间的首次合作，将有助于扩大欧洲期货交易所在美国的影响范围。合作者同意进一步发展美国期货交易所有限责任公司（CME）（美国期货交易所——从前以欧洲期货交易所美国分部而知名），利用美国期货交易所有限责任公司（CME）作为产品的孵化器和革新者来创造新的上市合约。

其他交易所对欧洲期货交易所的新举措不得不做出反应，几家已顺应于欧洲期货交易所和芝加哥商品交易所建立跨境合作关系的潮流。例如，东京股票交易所与至少 10 家竞争对手签订了合作备忘录，包括法、比、荷交易所联盟、纽约股票交易所和新加坡股票交易所，同时，韩国交易所近来与芝加哥商品交易所商定研究合作的可能性。并且，欧洲期货交易所已通过 1997 年 12 月与大阪证券交易有限公司签订的合作备忘录，扩展了其自身的合作协议，在这份协议中，两家交易所商定研究合作方式，以扩大彼此的全球影响范围。大阪证券交易有限公司的董事长兼首席执行官米基奥·荣说，他希望此次合作能有助于扩大产品线，增加参与者，促进欧亚两洲的沟通合作。

如果交易所领域中潜伏已久的合并浪潮即将爆发，那么这样的协议很可能极具战略意义。然而，在满足股东要求不断增长的巨大压力下，它们对交易所而言的财务贡献在某种程度上看起来还是有限的，至少可预见的将来是这样。

正在扩大现有产品影响力的交易所将有更大的利润空间，在这一点上，欧洲期货交易所已经超越了对手。

（二）为增长而自动化

► 李·奥利弗

李·奥利弗回顾欧洲期货交易所的历史，审视了交易所对全电子化交易模式的创新性应用是如何影响到全球衍生品市场的。

考虑到全电子化交易模式的应用对世界所有金融市场的影响，再想想欧洲期货交易所的成立时间还不过 1992 年，简直令人难以置信。欧洲期货交易所是通过合并瑞士期权