



市场——背景与历史

期货与期权的历史

对大多数投资者来说，不论是个人还是专业投资者，衍生产品是刚刚新加入到投资世界中的，它们由“火箭专家”构思，特别复杂，并对投资者的金融健康特别有害。但是，正如我们将看到的，真理再向前跨一步就变成谬误。

早在成为投资世界的新加入者之前，有关在古希腊时代开发橄榄油期权的实例已经在历史书中被发现了。在罗马文献中也发现了有关西班牙的金属，特别是银的期权交易的实例。在 17 世纪上半叶，在日本的大阪港建立了一家名为“Do-

jima 米市”的高级而复杂的大米交易所。它常被称为第一家有组织的期货交易所。该交易所于 1730 年正式得到日本天皇政府的认可。

英国第一家集中的商品市场于 16 世纪 60 年代在皇家交易所成立（后来成为伦敦国际金融期货期权交易所的原址）。不幸的是，皇家交易所毁于 1666 年的伦敦大火，但交易仍在当时伦敦城涌现出来的几家咖啡馆中得到继续。最终每一家咖啡馆都开始专门从事某一特定产品的交易：在弗吉尼亚和波罗的咖啡馆的伦敦商品交易所专门从事商品期货交易，在耶路撒冷咖啡馆的伦敦金属交易所专门从事金属期货的交易，在约那森咖啡馆的伦敦股票交易所专门从事股票交易。同时，在荷兰阿姆斯特丹交易中心有交易郁金香的期权市场。不幸的是，对这些期权的投机性滥用导致了荷兰经济的崩溃。

就我们今天所知，有组织的期货市场实际上是在 19 世纪发展起来的，主要在美国。1848 年芝加哥交易所（CBOT）成立时，芝加哥不仅是铁路中心，同时它也是大湖地区的重要港口，并靠近中西部农田。由于芝加哥是如此重要的农业市场中心，因此芝加哥交易所（CBOT）的成立是为了给农民提供一个保证他们的牲畜和谷物价格的中心市场。

这些早期的期货合约被称作“将达成的合约”，它们允许农民和农产品购买者确定商品的交收细节。虽然它们是农民和农产品商人为了管理气候和供求对耕作的影响而引入的，但它们不久就被用于投机目的，而投机者带给市场的唯一好处就是流动性。

迈向 20 世纪 60 年代之际，由 19 世纪 90 年代末芝加哥牛奶和鸡蛋交易所演变而来的芝加哥商品交易所（CME）引入了生猪肉期货合约。该合约以 12 片新鲜未切片的猪肉为基础，它已成为世界上最成功的期货合约之一。随着 1972 年

限制美元和其他主要货币波动的《布雷顿森林协议》的失效，人们一致认可了金融期货合约的需要（最近，欧洲汇率体制的终结又使金融期货更加兴旺）。为适应金融期货的需要，芝加哥商品交易所（CME）成立了芝加哥商品交易所（CME）的分支机构——国际货币市场（IMM），专门交易金融期货。随着金融期货和期权的引入，衍生产品市场开始迅速地扩张。这种扩张在某些市场和产品上几乎是爆炸性的，并且随着新的产品、交易方法和交易所在全世界的引入，这种扩张今天仍在继续。从某种意义上说，这种扩张是日益增加的各种类型投资者的繁杂性、个人电脑的运用和日新月异的通讯方法所导致的金融市场全球化的结果。

自期货和期权出现以来的所有发展历程中，向前迈出的最重大的一步是 1973 年芝加哥期权交易所（CBOE）引入标准合约并设立清算所。在引入标准合约以前，每次交易都要在有关的双方之间分别协商诸如基础工具的数量和价格、期权和期货合约的执行价格以及到期日等细节。但是，标准合约恰恰详细规定了交易什么和交易多少、合约的存续期和基础工具的质量，并且不能由交易者作改动。合约标准化有很多优点，包括使得交易集中化和加速交易过程这一事实。

清算所被引入并充当所有交易者的最终对手，使投资者可以与不同的对手开始或结束合约。一旦交易发生并被清算和登记，清算所就介入，打破买方和卖方之间的联系，最终自己成为交易对手。这意味着买方是从清算所买入而卖方是卖给清算所。场内交易合约的引入，使投资者获得了三个主要好处：

(1) 交易便利

集中的市场意味着合约可以更容易被交易，并且流动性集中于某一场所。同它们只能在场外交易、买方和卖方不得

不个别匹配相比，这是一个重要的优势。

(2) 二级市场

二级市场的建立使买方或卖方可以在获利，或者至少在已减少损失时进行交易，以减少头寸，而不必一定要同原先的对手交易。原先了解他们头寸的对手可能不准备以公平价格进行交易。

(3) 对手风险

清算所的引入保证了投资者不会遭受交易对手的信用风险。不管是市场的专业投资者还是个人投资者，一旦他们违反合约责任，清算所保证市场的所有使用者都不会遭受任何损失。

伦敦交易期权市场 (LTOM)

1978 年，在遭受来自伦敦城某些旧势力的多次反对后，伦敦股票交易所引入伦敦交易期权市场 (LTOM) 进行英国股票期权交易。1978 年，伦敦交易期权市场 (LTOM) 成为除美国以外仅有的两个期权市场之一。现在，实际上每个欧洲国家都有自己的期货和期权市场，并且更多国家准备在不久的将来建立他们自己的市场。大部分早期的反对意见是不公平的，并且是道听途说的，特别是在美国芝加哥期权交易所 (CBOE) 成功之后（不幸的是，今天大多数对衍生产品的批判同 1978 年一样是道听途说的）。导致市场启动相对缓慢一些的主要因素包括：产权和市场都是新的、有期权存在的股票的数目较少、培训和教育的缺乏，以及缺乏伦敦股票交易所的保证。最近几年，有人认为，伦敦股票交易所首家上市场内交易期权的唯一原因是想保持它对英国股票产品的控制权和阻止

其他交易所取得领先地位。

刚开张时，伦敦交易期权市场（LTOM）只交易十种股票的看涨期权。直到 1981 年，看跌期权才被引进，并且即使在那时也并非所有有期权的股票都有看跌期权。随着知识和经验的增加，市场在不断发展。到 1982 年 3 月，换手的合约已超过 100 万 约合 2 亿多英镑。这一增长也得益于股票市场的不断上涨。于 1981 年 3 月首次引入的看跌期权最终在两年后的 1983 年被引入到所有股票上。

在 1978 年，人们认识到，只在每个交易日结束时更新的市场指数（FT 综合指数和 FT-SE 30 指数）不适合于期货和期权合约的交易 因此 伦敦股票交易所联合《金融时报》开始新指数的编制工作。它后来演变为 FT-SE 100 并于 1984 年元月被引入。随着 FT-SE 100 指数的引入，新的期货和期权合约被引入到伦敦交易期权市场（LTOM）期权 和伦敦国际金融期货交易所（期货）^①。由于每分钟更新一次，FT-SE 100 指数使得投资者可以利用整个市场的变动来管理市场风险或非具体风险，而不仅仅是用单个股票期权来管理具体股票风险。

1987 年这一年中，在伦敦交易期权市场（LTOM）成交的期权合约超过前九年的总数。不幸的是，1987 年 11 月的股灾不仅在交易期权上，而且在整个股票市场上，还有在相应的受损失的量上，都沉重地打击了投资者的信心。虽然英国不是仅有的在股灾中遭受损失的市场，然而，英国股票市场连同交易期权的恢复要比美国和荷兰等其他国家花更长的时间。但是，随着对期权市场兴趣的增加，更多的股票合约已被引入。

在 1990 年与伦敦交易期权市场（LTOM）合并以前，伦敦国际金融期货交易所的英文缩写亦为“LIFFE”。这里需要与合并后的亦名为“LIFFE”的伦敦国际金融期货期权交易所相区别——译者注。

伦敦交易期权市场 (LTOM) 和伦敦 国际金融期货交易所 (LIFFE) 的合并

1990 年, 伦敦交易期权市场 LTOM 和伦敦国际金融期货交易所 LIFFE 宣布合并 成为统一的期货和期权市场。

伦敦国际金融期货交易所 (LIFFE) 成立于 1982 年 进行金融产品的期货和期权交易, 它的出现, 是日益增加的外汇市场的波动性的结果。这种波动性同 1972 年关于汇率的《布雷顿森林协议》的崩溃以及最近的欧洲及其汇率体制 (ERM) 的动荡相联系。刚开始时, 它仅交易两种期货合约, 但伦敦国际金融期货交易所 (LIFFE) 已成功地发展成为欧洲最大和最活跃的交易期货和期权的市场, 并成为世界第三大市场。

新市场被命名为伦敦国际金融期货期权交易所 (LIFFE)。伦敦国际金融期货交易所 (LIFFE) 和伦敦交易期权市场 (LTOM) 之间的合并, 轻松地巩固了伦敦国际金融期货期权交易所 (LIFFE) 在欧洲和世界排名表上的位置。新市场已被证明是如此成功, 以至于在 1992 年它不得不迁至在坎依桥 Cannon Bridge 的更大、更新的场所——拥有特意建造的总面积超过 31 000 平方英尺的交易大厅。现在该市场交易 17 种以上固定利率、货币市场的期货和期权 (它们代表了世界上在一个交易所中交易的、范围最广泛的金融期货和期权) 以及 72 种股票期权、4 种 FT - SE 指数合约。这些合约属于三类 : (1) 短期利率 ; (2) 中长期政府债券 ; (3) 指数和股票产品。

(1) 短期利率包括 :

- 三个月期英镑 + ^Λ①
- 三个月期欧洲美元 + ^Λ
- 三个月期欧洲马克 + ^Λ
- 三个月期欧洲瑞士法郎 + ^Λ
- 三个月期欧洲里拉 +
- 三个月期欧洲货币单位 +

(2) 中长期政府债券包括：

- 长期金边债券 + ^Λ
- 德国政府债券 + ^Λ
- 意大利政府债券 + ^Λ
- 日本政府债券 + ^Λ

(3) 指数和股票产品包括：

- FT - SE 100 + ^Λ #
- FT - SE 250 +
- 单个股票期权 ^Λ

合并以后，伦敦国际金融期货期权交易所（LIFFE）继续扩张和发展交易所的股票部分，引入新的合约以及自动将期权的理论公平价值和提示性期权价格显示于 CEEFAX 的自动报价系统，并引入一系列的新的教育材料。

伦敦证券和衍生产品交易所 (OMLX) 是如何来到伦敦的

虽然伦敦国际金融期货期权交易所（LIFFE）是伦敦最知

① “+”代表期货，“^Λ”代表期权；以及下面将要出现的“#”代表弹性期权。

名的股票和指数衍生产品交易所，但它决不是唯一的。就面积而不是重要性而言，第二家小得多的伦敦指数和股票衍生产品交易所是伦敦证券和衍生产品交易所 (OMLX)。作为成立于 1985 年的瑞典期权市场——OM 斯德哥尔摩 (OMS) 的全资分支机构，伦敦证券和衍生产品交易所 (OMLX) 最初以 OM 伦敦的名义于 1989 年 12 月成立。瑞典财政部对股票和债券开征流转税导致多达 40% 的瑞典股票和债券交易流失到英国。当宣布对衍生产品交易开征相似的税收时，OM 斯德哥尔摩 (OMS) 决定学习股票市场的例子，在伦敦设立瑞典衍生产品的市场。对流转税作出反应的创新的结果是设立 OM 伦敦 (OML)。尽管在 OM 伦敦 (OML) 交易的产品是基于瑞典公司的股票，但由于交易所对瑞典投资者来说是离岸的，因此他们可以豁免流转税。

为了联合两个不同地方的相同工具的交易，在伦敦和斯德哥尔摩之间建立了电子联系，从而使得指令和价格信息可以从一地传递到另一地。起初，OM 伦敦 (OML) 是 OM 斯德哥尔摩 (OMS) 的翻版，产品范围、规则手册和程序都从瑞典带来并在伦敦全部采用。另外，大多数职员是在斯德哥尔摩市场取得经验的瑞典人。交易所的成功吸引了大量国际交易公司。在第一年底，超过一半的会员是北欧人拥有的或以北欧人为基础的，但到了 1994 年，99 家会员中只有不到四分之一的会员属于这种类型。

1991 年，OM 伦敦 (OML) 和 OM 斯德哥尔摩 (OMS) 引入了“CLICK”交易，它是一种基于屏幕的计算机化交易系统。当时，该交易所是伦敦唯一的拥有全自动交易系统的衍生产品交易所，这意味着不需要交易大厅，交易员可以留在自己的办公室中通过电话线和电脑同交易所联系。但是，该系统的主要优点在于显示的价格是确定的成交价格，而不是公开叫

价系统下的指示性价格，并且在引入新产品和新服务时也只需较短的响应时间。

1990 年下半年，瑞典政府意识到旨在征收额外资金的流转税正在起相反的作用，并将投资业务赶向海外，因此于 1991 年将该税减半，并于 1992 年完全取消。这意味着 OM 伦敦 (OML) 存在的主要理由已经消失了。

由于流转税的取消能够导致 OM 伦敦 (OML) 的关闭 因此，它决定将交易所转变为以伦敦为基地的国际衍生产品交易所。这导致了新产品的引入和新联合的形成。但并不是所有的产品都像交易所希望的那样成功，对此，伦敦证券和衍生产品交易所 (OMLX) 没有灰心，它正努力继续成为一家富于前瞻性和创新的交易所。

虽然美国在期货和期权市场的发展和组织方面起着领导作用，但不应忘记，伦敦也是一个衍生产品交易的世界金融中心。伦敦一共有五家期货和期权交易所。名单上不仅有伦敦国际金融期货期权交易所 (LIFFE) 和伦敦证券和衍生产品交易所 (OMLX)，还包括交易基于糖、土豆和其他农产品等软商品的伦敦商品交易所 (LCE)、交易作为运输指数的原油及相关产品的伦敦国际石油交易所 (IPE)，以及交易范围广泛的普通金属的远期和期权的伦敦金属交易所 (LME)。除了在伦敦国际金融期货期权交易所 (LIFFE) 上市的 72 种股票交易期权和在伦敦证券和衍生产品交易所 (OMLX) 的 24 种期货和期权合约外，这五家交易所一起提供超过 60 种不同合约——这是除美国以外最多的品种。

世界各地不同衍生产品市场成功的原因有很多，并且各不相同。但是，除了像其他市场一样运转以及将人们，也就是投资者，聚集在一起进行交易外，主要原因之一一定是它们考虑了有效的风险管理。市场的使用者属于三个不同的集团：

套期保值者、投机者以及套利者。

(1) 套期保值者

由于这样或那样的原因，套期保值者不愿承担风险，并将风险转移给愿意并能够承担风险的投机者。

(2) 投机者

作为承担风险的代价，投机者寻求高收益。

(3) 套利者

套利者在通过不同市场上买卖相同的工具，以利用价格的异常来锁定无风险利润。

虽然是交易所将三种使用者聚集在一起，但交易所的作用并不是确定市场价格，也不交易在市场上流通的任何合约，这些是市场交易者的作用。交易所的作用是充当进行投资业务的一个集中的、结构化的和协调的场所。除此之外，它将设立、执行关于交易和业务执行的规则，以及收集和发送交易信息。



市场结构

引 言

直到最近，广为接受的衍生产品交易所结构仍是建立在完善的美国的交易所所使用的公开叫价交易系统的基础之上。该系统包括一个独立的清算所，并且一般在该市场结构中存在着很多相关利益方。

首先，是交易所自身。交易所的作用是充当进行投资业务的集中的、结构化的和协调的场所。

另外，它将针对会员设立、执行关于交易和业务执行的规则以及收集和发送交易信息。正常情况下，交易所由作为市

场交易者的会员所拥有。交易所由从交易所会员中选举产生的理事会治理，并由代表会员的执行官员管理。交易所一般不是一个盈利组织。在盈利时，交易所将按照会员公司在该年度的交易业务量的比例把盈利重新分配给会员。

第二个相关利益方是清算所。它依靠交易所一起运作，对所有交易登记，并负责交易所合约的执行和分配，同时为来自不同交易者和投资者的支付提供便利。

名单上的第三个相关利益方是使用市场及其产品的投资者和交易者。依据对产品的使用的不同，他们可以分成三种：愿意并能够承担风险，并因此在他们被证明是正确时增加潜在收益的投机者；不管什么原因厌恶风险并努力减少风险暴露的套期保值者；以及试图利用某些时刻在不同交易所交易的两种相同工具的价格异常来锁定无风险收益的套利者。

监督上述三个团体的就是管理机构。在英国，它们包括两个独立的机构：证券投资委员会（SIB）和证券期货管理局（SFA）。证券投资委员会（SIB）负责许可投资交易所及其职能，而证券期货管理局（SFA）则监督交易员和投资者。

伦敦国际金融期货期权交易所（LIFFE）

引言

伦敦国际金融期货期权交易所是按传统方式组织的交易所，它按照已在第一章中描述的规则运转。它由伦敦国际金融期货期权交易所（LIFFE）管理公司运作并经营，后者本身是一个无限公司，是集团控股公司——伦敦国际金融期货期

权交易所 (LIFFE) (控股) 私人有限公司的全资子公司。伦敦国际金融期货期权交易所 (LIFFE) 控股 私人有限公司由其会员轮流拥有, 这些会员以这种或那种方式在市场大厅交易或与交易所有利益关系。

全体会员由大约 200 家世界一流的银行和证券公司组成, 包括英国 30%、美国 21%、欧洲 (除英国外) 23%、日本 21% 和其他国家 5%。

定义

交易所按席位制进行运作。每一席位相当于持股公司的一个股份, 它赋予持有者在市场大厅中拥有一个或多个市场交易员的权力。任何想在伦敦国际金融期货期权交易所 (LIFFE) 的市场大厅中交易的组织或个人必须在伦敦国际金融期货期权交易所 (LIFFE) (控股) 私人有限公司中拥有一个席位或股份; 或者他们也可以通过租用与席位相联系的交易权来成为交易所的准会员 (Associated Member) 只要拥有席位的会员不想在市场大厅内进行交易。

伦敦国际金融期货期权交易所 (LIFFE) 的席位在不停地以数十万英镑的价格买卖, 具体价格很大程度上依赖于市场上现行的交易量。但是, 同公司的股份不一样, 为了持有席位或租用伦敦国际金融期货期权交易所 (LIFFE) 席位的交易权, 个人或公司不仅要有足够的购买席位的资金, 同时他们必须符合某些其他条件。这些条件是:

- 良好的商业信誉;
- 交易者的经验和资格应当是相关的和充分的;
- 具有符合伦敦国际金融期货期权交易所 (LIFFE) 理事会的财务要求的能力;
- 作为会员, 遵守相应管理机构的规则。

一旦因某种原因，会员在某一时刻不能满足条件中的一部分，那么，他们的会员资格将可能被取消。

虽然席位的所有拥有者都是交易所会员，但他们不一定是清算所会员。那些不是清算所会员的交易所会员必须同清算所的一个会员签订协议，以使他们的交易得到清算和登记。

交易许可证

每一个席位都附有交易许可证。许可证允许持有者在任一时刻在交易市场内有一名可以交易与许可证有关的合约的交易员。现在有五种类的许可证，每一种许可证允许持有者交易不同范围的产品。这些席位和许可证是“A”、“B”、“C”、“D”和“E”股份。

“A”股份

“A”股份允许会员公司或持有者注册多达三名的合格交易员。但是，在同一时刻只允许这些交易员中的一名进行交易。“A”股份覆盖了所有金融期货以及在伦敦国际金融期货期权交易所 LIFFE 交易的 FT-SE 100 和 FT-SE 250 期货合约。“A”股份持有者是期货会员。

“B”股份

“B”股份可以注册多达两名的合格交易员，但同样在同一时刻只允许这些交易员中的一名进行交易。“B”股份覆盖金融期权，也就是以金融期货为基础证券的期权。

“C”股份

“C”股份的持有者能够注册任意数目的合格交易员，但

它们只能交易为数有限的几种期货合约。

“D”股份

“D”股份是针对股票期权交易员的。同样，持有的组织应注册它们的合格交易员，并且他们只被允许交易 72 种股票期权合约和两种 FT-SE 100 指数期权合约。

“E”股份

由于伦敦国际金融期货期权交易所（LIFFE）及其产品的成功，因此，不仅对其交易者，而且对伦敦国际金融期货期权交易所（LIFFE）的资源，都有日益增加的压力。为了有利于克服这种压力和扩展金融期货，伦敦国际金融期货期权交易所（LIFFE）发行“E”股份。它允许持有的组织注册任意数目的合格交易员，但限制他们只能进行指定数目产品的交易。

理事会

伦敦国际金融期货期权交易所（LIFFE）由理事会管理。理事是从市场参与者中产生的，并且是由所有市场参与者选举出来的。这并不意味着理事必须直接在交易场内工作，但是他们或者他们的组织应持有席位，并且直接参与期货或期权。理事的正常服务期限是 3 年，但在成功地再次当选时，他们可以服务更长时间。每年由理事会选举主席和副主席。

伦敦国际金融期货期权交易所（LIFFE）的运作和发展受到许多由市场参与者组成的委员会的监督，这保证了所有针对市场而开发的新系统和新产品能在付出高昂错误代价前得到最终使用者的认可。每一委员会轮流向主要理事会报告。这些委员会的组成如下：

(1) 会员资格和规则委员会。设定、审议会员资格条件和规则。

(2) 场内委员会。负责对交易大厅的实物布置以及与交易有关的设施提出建议。它也将审议场内交易程序。

(3) 自动交易委员会。就交易所的自动交易池交易 (Automated Pit Trading 简称 APT) 提供支持和建议。

(4) 股票市场委员会。专注于股票和指数市场。

(5) 违约委员会。负责在会员公司违背其金融合约时应采取的行动。

市场管理

依据英国《金融服务法》，作为一个认可投资交易所 (RIE)，伦敦国际金融期货期权交易所 (LIFFE) 被要求维持一个有序而公平的市场。为此，伦敦国际金融期货期权交易所 (LIFFE) 引入了一个多级系统来监督和管理会员公司以及他们在市场上的交易。

定义

交易场内的交易受到被称作“交易池观察员”的交易所官员的管理。他们的作用是监视交易，以保证它们遵守交易所的规则和法规，并且把价格信息传递给价格报告员，由他们将细节输入交易系统。

交易池观察员对他们负责的合约的职责包括：

- 确保有效市场；
- 要求市场暂停；
- 追求高效市场；
- 监视做市商参与交易的情况；

- 接受并交易公开限价指令。

交易池观察员有权对交易员的轻微的违反规则和法规的行为进行罚款。

市场监督

虽然第一线的管理是交易池观察员的职责，但监督会员公司在场内的交易行为并不仅仅是他们的工作，主要责任由市场监督部 (MSD) 负责。市场监督部 (MSD) 的主要目标是通过监督和与会员公司的协商来防止事故的发生。为此，市场监督部 (MSD) 同交易所的其他部门以及证券投资委员会 (SIB)、证券期货管理局 (SFA) 和伦敦清算所 (LCH) 密切合作。市场监督部 (MSD) 由三个单位组成：监理和审计、市场监视和交易监视。

监理和审计

监理和审计小组负责对会员公司办公地的详细检查。特别地，他们将考察公司是如何进行其日常的对业务、控制和程序的管理。

市场监视

市场监视小组负责市场和个人合约的完整性。它们通过例行维护和具体事件处理来达到这一目的。例行维护包括每日开仓数的核算、设定同伦敦清算所 (LCH) 相协调的保证金水平、监视基础证券和资产的价格变动以及设定交易所交割结算价格 (EDSP)。

就具体事件行动而言，该小组将对影响股票衍生产品的公司事件作出反应，在每个会员和每个合约的基础上审议所