



寰宇期貨 231

期貨賽局 (上)

THE FUTURES GAME (Third Edition)

Who Wins, Who Loses, And Why

Richard J. Teweles & Frank J. Jones / 著

Ben Warwick / 編輯

黃嘉斌 / 譯

寰宇出版股份有限公司



Education

US

Boston Burr Ridge, IL Dubuque, IA Madison, WI New York
San Francisco St. Louis

International

Bangkok Bogotá Caracas Kuala Lumpur Lisbon London
Madrid Mexico City Milan Montreal New Delhi Santiago
Seoul Singapore Sydney Taipei Toronto

目錄（上冊）

前 言

第I篇 賽局基礎 007

第 1 章 為何從事期貨交易？ 009

第 2 章 期貨市場的性質 040

第 3 章 期貨交易機制 092

第 4 章 期貨價格行為 134

第II篇 交易賽局 179

第 5 章 交易篩選方法：基本分析 182

第 6 章 交易篩選方法：技術分析 202

第 7 章 價差交易 250

第 8 章 選擇權 277

第 9 章 賽局計畫 322

第10章 資金管理 362

目錄 (下冊)

第III篇 贏家&輸家	007
第11章 誰贏？誰輸？為什麼？	009
第IV篇 期貨經紀人	041
第12章 期貨客戶的經營、維繫與服務	043
第13章 監管：我們法庭見	070
第V篇 挑選賽局：市場	095
第14章 一般資訊來源	098
第15章 利率期貨市場	120
第16章 外匯期貨市場	136
第17章 穀物與油籽市場	158
第18章 肉品期貨市場	220
第19章 貴金屬與工業金屬	270
第20章 能源市場	312
第21章 食物、纖維與木材市場	340
第22章 指數期貨市場	422

前言

這是很多人視為天堂的一場期貨賽局。

——Robert Lynd

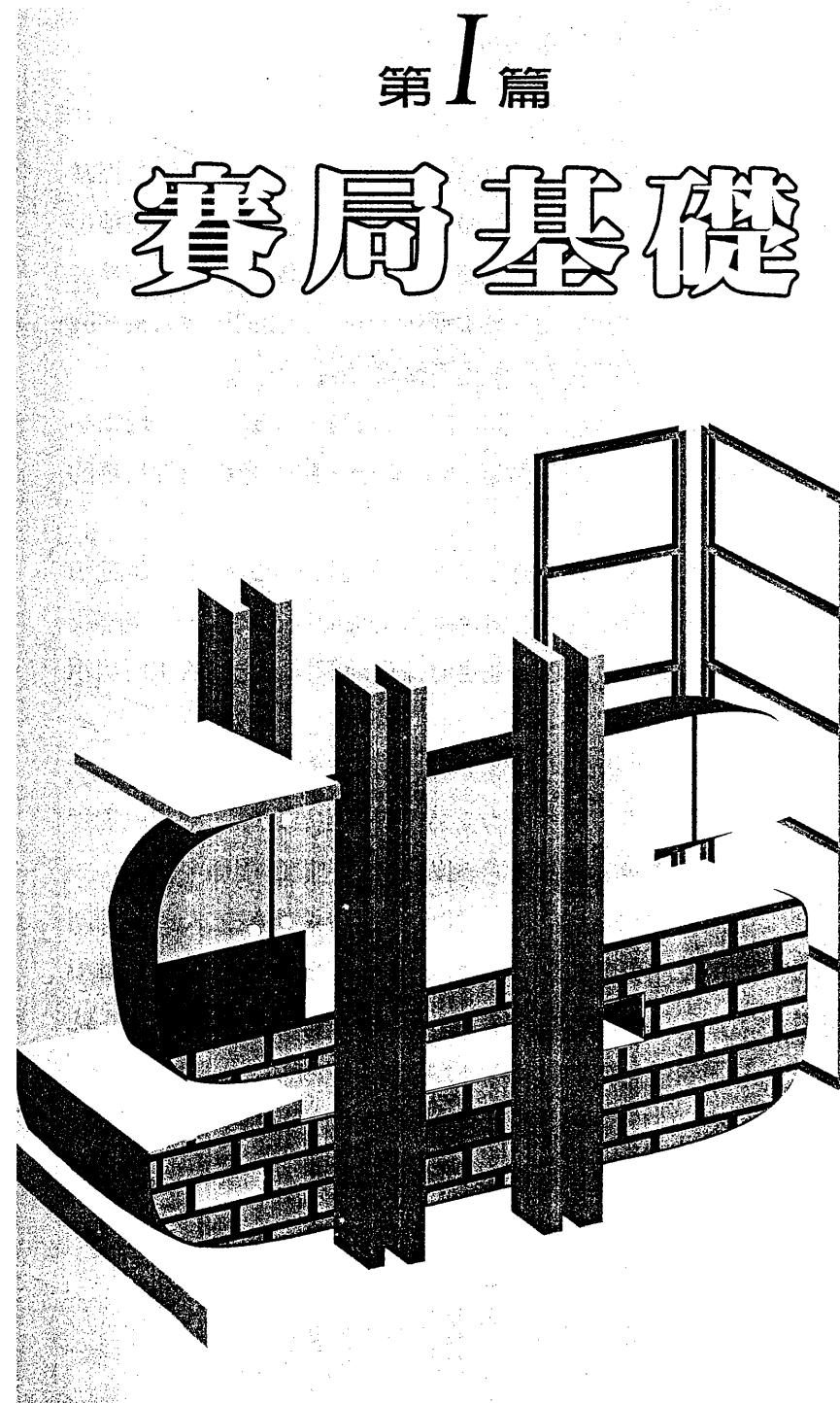
本書再版發行至今，已經11年了。在這段期間內，期貨與選擇權產業發生重大的變化，而現在，金融期貨居於市場主導地位；很多交易所彼此合併；佣金費率大幅下降，使得期貨變成更有用的避險與投機工具。

本書第一版，當時被視為是針對非主流產業所做的客觀、務實的研究。很多期貨玩家（包括我在內）都利用本書作為必備參考工具書。對於以下開疆闢地的作者們所做的貢獻，敝人在此致以最高敬意：理查杜里斯（Richard J. Teweles）、法蘭克瓊斯（Frank J. Jones）、查理哈洛（Charles V. Harlow）與霍伯史東（Herbert L. Stone）等人，為本版奠定了穩固的基礎。

在此，藉此機會感謝那些協助本書做徹底改版的人，尤其要感謝亞當懷海德（Adam Whitehead）、理查彭霍夫特（Richard Bornhoft），如果沒有他們兩人的大力幫忙，本書根本不可能完成。另外，我也要感謝卡拉卡維雷蒂（Carla Cavaletti）、任迪藍伯斯（Randy Lambeth），以及彭霍夫特集團的成員，比爾恩特維索（Bill Entwistle）、查特理維德（Chad Leavitt）、隆蒙特諾

(Ron Montano)、伯納維金遜 (Bernard Wilkinson)、泰利紐康 (Terry Newcomb)、麗莎理夫 (Lisa Reeve)、鮑伯麥克摩里斯 (Bob McMorris)、羅斯奴真 (Russ Nuzum)、雪隆拉蒙特 (Sharon Lamont) 與戴伯拉巴基特 (Debra Bagett) 等人所提供的協助。

班沃維克 (Ben Warwick)



某股票交易者與另一位期貨交易者是好朋友，兩個人經常交換操作構想。有一次，這位股票交易者遭逢連續虧損，被迫出售其會員席位，在另起爐灶之前，兩個人碰面聊天。期貨交易者表示：「你的問題就是沒有從事期貨交易。」如同鬥敗公雞的股票交易者回答：「可是，我根本不懂期貨啊！」

幾百年以來，不論在哪个交易領域裡，大家都建議玩家必須先「熟識地形」。本書第1篇的4章篇幅，將先介紹期貨交易的「地形」。

第1章「為何從事期貨交易？」，探討投機的觀念，並說明期貨交易的演進歷程。可能從事期貨交易的潛在玩家，大多有證券方面的交易經驗，所以本章也討論這兩個領域之間的相同與相異之處。

第2章「期貨市場的性質」，說明期貨交易的環境。探討主題包括：期貨契約、期貨契約交易市場、主要玩家、期貨與現貨價格，讓交易者能夠理解市場與操作績效之間的關係。

第3章「期貨交易機制」，協助交易者選擇經紀人，討論期貨交易開戶程序與應該注意的事項。除此之外，本章還會討論契約資訊、交易指令的種類、法規，以及稅務考量，後者雖然不是最重要的問題，但能夠避免還是應該儘量避免。

第4章「期貨價格行為」，深入說明價格行為，釐清歷史與未來價格變動之間的關係，以及價格趨勢的問題。

第 1 章

為何從事期貨交易？

「投機客觀察未來，在事情還沒有發生之前採取行動。」

——伯納巴魯克 (Bernard Baruch)

導論

這是一本探討期貨交易的專業書籍。金融交易活動，同時涵蓋多個不同領域——經濟學、數學、統計學與心理學是其中最明顯者。期貨交易者可能也涉及現貨市場交易，但也可能是專業的場內交易員 (floor trader) 或是投機客。期貨未平倉契約價值的半數以上，持有在投機客手中；雖說如此，但很少領域的參與者，他們大多擁有的交易興趣是遠超過交易知識的。

本章準備討論投機客所扮演的經濟功能，以及交易自非尼基人以來的演進歷史。另外，我們也會由機構角度來闡述交易，分析投機行為，解釋期貨與證券之間的差異。最後一節的

「你是否應該從事投機交易？」，讓交易者從私人角度考慮某些一般性準則。

投機客扮演的經濟功能

關於期貨投機活動，最常見的合理化解釋很簡單：期貨交易有益於整體大眾，而後者是期貨市場交易物品的最終消費者。期貨交易最主要效益在於避險的可能性，讓價格變動風險得以轉嫁；因此，生產、行銷與加工成本都得以降低。如果真是如此，假設消費者確實能夠受惠於所節省之成本，期貨交易顯然有益於消費者，而這也是經濟體系所應該發揮的功能。

期貨市場另外還提供其他功能，例如：連續、精確而公開的價格資訊，以及連續的高流動性市場。沒有投機客，期貨市場就不能運作；所以，期貨市場有助於提升社會效益，而且投機客讓此得以運作，所以他們對於社會效益自然也有貢獻。投機客嘗試預測價格的未來動向，然後在期貨市場建立對應的部位，如果其判斷正確，就可以獲利。他們的判斷可能正確，也可能不正確，所以可能賺錢，也可能不賺錢，但其行為本身將創造足夠的交易，使得期貨市場具備充分的流動性，並因此而提升商品的行銷效率。在某些情況下，投機客被指責其行為會破壞市場穩定；假設真的賺錢的話，他們沒有必要證明是透過穩定價格或破壞穩定價格來賺錢；他們進入市場只取得賺錢的機會，但也因此讓市場交易變為可能。

另外，對於那些沒有從事人為操縱行情的投機客，也沒有證據顯示他們會破壞價格穩定。很多研究報告顯示，投機客可能緩和——而不是強化——價格波動¹。當期貨市場的成交量與未平倉量相對較小時，現貨市場的價格波動經常較為嚴重。

在任何特定時刻，避險者的交易量不僅太小且不足以提供有效率的市場，而且避險者也經常一窩蜂的買進或賣出，唯有仰賴業餘投機客與專業交易者或套利者，才可能扮演這些交易的對手。

投機或賭博？

很多人認為「投機」與「賭博」是同義語；比如我們常聽到「證券投資」與「期貨賭博」。甚至某些老經驗的投資人也認為，期貨交易與賭博之間並沒有明顯的差異。可是，另一些人認為，投機與賭博是全然不同的兩碼子事。差異通常涉及風險性質與社會效益。賭博所創造的風險，只是為了讓某人來承擔；如賽馬、撲克與輪盤等活動。賭徒們願意承擔這些風險，藉以換取賺錢的機會。這些活動並不會創造明確的社會效益，除非你相信賭徒們必須藉此宣洩某方面的慾望，否則僅會尋找更糟的宣洩管道而已。

投機與投資之間沒有顯著的差異，只是前者所實現的報酬，或許會顯著不同於期望報酬。「投機」與「投資」實在沒有辦法做明確的區分，因為兩者基本上是涉及相同的活動，差

別只在於實現報酬與期望報酬之間的偏離程度多寡。我們不應該只根據持有交易工具的時間長短或形式，來區別這兩種活動。資產本身的價格波動，以及交易者的信用擴張程度，此兩者才是造成實際報酬與期望報酬之間發生偏離的主要原因。

不同於賭博，投機客所承擔的風險，是原本就存在於自由資本主義制度之商品行銷程序中。在黃豆作物的成長、收成、加工與行銷過程中，凡是擁有黃豆、豆油或豆餅的人，或承諾買進這些東西的人，都必須承擔價格變動風險。不論期貨市場存在與否，都不會影響這些風險的存在。如果投機客不願承擔這些風險，總有某些人必須承擔。這顯然不同於賭徒，因為賭徒創造的賭局，只是為了滿足賭博的慾望；投機客卻並沒有因為其投機慾望而把原本不存在的風險注入經濟體系。

真理可能落在這兩種極端看法的中間某處：如果避險者在期貨市場運作，目的只是為了降低風險，並因此把節省的東西轉交給消費者，如果這一切都仰賴投機客才可能發生，那麼投機行為顯然具有社會價值，這點應該是無庸置疑的。事實上，避險者在期貨市場上操作，主要目的是為了提升獲利，而不只是為了降低風險。如果他們相信存貨應該避險，或應該預先賣出尚未收成的作物，他們就會這麼做。如果他們相信只需要做部份的避險，那麼就會做部份的避險。在某些情況下，如果他們對於未來價格走勢很有把握，他們可能會承擔全部風險而完全不避險。事實上，這種選擇性避險才是常態，而不是標準教科書上所暗示的完全避險，或大部分避險都能或幾乎發揮作用。

另外，很多交易商也不會拒絕一些明顯的機會，他們在期貨市場建立的部位，其方向可能與現貨部位相同——這當然是提高風險的投機行為，而不是降低風險的避險行為。如果這類投機交易成功，對於公司本身與業主都有利益，而且整個經濟也會因為企業與業主的利益而蒙受利益，所以整個經濟也會因為投機行為而蒙受利益。可是，如果這類投機交易不成功，公司、業主與客戶都會受傷害，那就很難辯稱做為其交易對手的投機客造福了任何人。

很多個人投機客的交易動機，可能無異於賭徒；換言之，他們願意承擔相對可觀的風險，藉以換取賺大錢的機會。此外，他們也可能透過投機行為獲得某種快感，就如同賭徒會藉由賭博行為獲得快感一樣，而不只是單純想要金錢報酬。可是，兩者之間還是存在重大差異，期貨投機行為是避險行為得以順利進行的必要條件，就整體而言，顯然有助於創造社會效益。

期貨交易的演變

交易可以回溯到遠古時代的人類活動。非尼基、希臘、羅馬與拜占庭帝國都曾經建構龐大的貿易網，也成為古文明的經濟強權。雖然大部分交易都是透過「以物易物」或「現貨持有」的方式進行，希臘市場與羅馬貿易中心已經具備現代交易的一些特色，例如：固定時間與固定地點，甚至出現未來交割的契約²。

歐洲羅馬帝國的衰敗，產生許多彼此敵對的封建國家。這種自給自足的封建領地系統，破壞彼此之間的貿易基礎。到了中世紀初期的歐洲，羅馬的都市文明已經消失，只剩下法國南部與義大利還有少數都市與遙遠的東方國家保持聯繫。中世紀期間，經濟與政治終於慢慢恢復穩定。大約在第11、12世紀，幾個封建君主成功地擴張領土與統轄權，奠定現代歐洲國家系統的基礎。

到了第12世紀，貿易逐漸復甦，歐洲大陸有兩個貿易中心綻出光芒。義大利北部的威尼斯、佛羅倫斯、比薩與米蘭等都市，與東方國家競爭貿易權利，試圖把勢力擴張到整個歐洲。同時，歐洲法蘭德斯區域（Flanders，當今的荷蘭與比利時）出現了另一個貿易中心；這個地區在羅馬時代就以精緻布料著稱，與英格蘭之間的貿易頻繁，後者當時就是歐洲的主要羊毛生產地。義大利商人主要從事奢侈品交易，包括：絲織品、香料、貴金屬、香水，在香檳伯爵（Counts of Champagne）領地，與法蘭德斯地區商人交換布匹、葡萄酒、鹹魚、木材與金屬製品。歷史證據顯示，早在1114年，香檳伯爵領地就成立交易市集，鼓勵商業活動，並藉此課徵費用。大約在12世紀，香檳地區市場可能就開始出現歐洲首見的遠期契約³。

當市集成立之後，馬上成為歐洲國際貿易的中心。商人不只來自法蘭德斯與義大利，也來自斯堪地那維亞、英格蘭，甚至蘇俄。香檳伯爵地區維護商人的安全，提供貨幣匯兌與倉儲設備等服務。各個地方的市集原本每年舉辦一次，輪流交易幾

種物料與製造品，但最後每個市集都發展出自己的特色，只針對一種或幾種相關商品進行交易；舉例來說，特洛伊（Troys）的亞麻與羊毛，雷姆斯（Reims）的皮革⁴。在市集最後幾天，都保留做為結帳之用。由於市集交易者來自不同地區，各有不同種族背景，結帳經常發生糾紛。正因為這類糾紛，所以發展出商事法，也慢慢形成所謂的「執法商人」（law merchant）。違法者會被帶到商人自己構成的「市集法庭」。

中世紀的商事法，其功能類似目前的交易所（集中市場）：規範契約內容；決定抽樣、檢驗、分級辦法；設定商品交割地點與日期等。大多數交易在性質上雖然都屬於現貨交易，但中世紀市集也開始出現市集狀（lettre de faire）的文件，這是指定未來交割商品的遠期契約⁵。市集狀的功能，最初雖然只是為了規範單一買方與賣方之間的現貨商品交易，但後來則演變為可以轉讓的文件，直到指定商品到達倉儲為止。當時，由於交通困難，很多商人都寧可只帶著打算交易的樣品參加市集，如果買方對於樣品滿意，則透過市集狀完成交易，其功能有些類似目前普遍使用的匯票⁶（bill of exchange），甚至有些性質類似於現代的棧單（warehouse receipt）。只要經由聲譽可靠商人的簽署，證明商品已經儲藏在遠距離的某地點，收據（市集狀）就可以轉賣給第三方，而後者又可以繼續轉讓或提領商品。中世紀末期使用的遠期契約，很多方面都類似目前的商品期貨契約，差別只在於這些遠期契約並沒有標準化規格，而且私人性質較濃厚。

不久之後，其他地區也陸續出現類似香檳地區的市集，例如：布魯吉斯（Bruges）、安特衛普（Antwerp）與阿姆斯特丹，顯示這種透過代表性樣品進行交易的方式是可行的。英格蘭也成立一年到頭都持續運作的聚會場所，專供原料商品與製造品的交易。這些場所稱為交易所（exchanges），1570年在倫敦成立的皇家交易所（Royal Exchange）就是著名的例子。皇家交易所後來分解為幾個專業交易所，也就是倫敦商品交易所（London Commodity Exchange）代表的團體。

倫敦商品交易所開始出現一些專業交易商（dealer），他們做為中介而承擔商人不願承擔的風險，以換取遠期交易的賺錢機會。雖然這些交易所仍然以現貨交易為主，但有愈來愈多交易是透過遠期契約進行的。

隨著制度的演變，賣方把商品賣給中介商，而後者再尋找潛在買方。透過這種方式，賣方幾乎可以確定能夠在合理價位出脫商品，買方也可以經由交易商取得相當標準化規格的商品。到了這個時候，雖然還沒有市場行銷分級系統與真正的期貨契約，但具體架構已經浮現了。

期貨契約發展

歷史上首先出現的有組織性的期貨交易，發生在1600年代的日本⁷。一些有錢的地主與封建貴族們發現他們卡在相當尷尬的處境裡，他們的生活型態傾向於都市持續擴張的貨幣經濟

時期，但實際掌握的資源則是以農業為基礎。封建貴族向佃農收取的租金，是以每年收成的某個比例計算，所以，這方面收入並不穩定，經常會受到氣候或季節性因素的干擾。貨幣經濟迫使貴族們手頭上必須隨時持有現金，收入的不穩定促使他們把剩餘稻米運到大阪與江戶（東京）等大都市儲存，方便於出售。為了變現方便起見，地主們開始針對都市或鄉下倉儲的稻米，出售棧票。至於買進這些棧票的商人，則是為了因應未來的需求（這些人也同樣擔心稻米收成不穩定）⁸。

最後，「米票」變成一種被普遍接受的交易媒介。可是，有些時候，倉儲設備不足以因應貴族的需要；碰到這種情況，很多商人在實際銷售米票之前，往往會先提供信用給貴族。

到了17世紀末，日本堂島（Dojima）稻米市場只允許期貨契約進行交易。1730年德川幕府正式公布「稻米記帳交易」。該市場的許多規定，非常類似於現代美國期貨交易法規⁹：

1. 契約期間有一定限制。
2. 任何期間契約都有標準化規格。
3. 每種契約期間的基本等級都預先決定。
4. 沒有任何契約得以展延至新契約期間。
5. 所有交易都必須透過清算所進行結算。
6. 每位交易者都必須與其挑選之清算所建立信用額度。

「稻米記帳交易」與當今期貨市場之間的主要差異，在於前者不允許採用現貨商品交割。這種「只允許期貨交易」的觀念，導致期貨現貨價格關係功能失調，也造成價格異常波動。

1896年，現貨價格與期貨價格之間的嚴重背離，迫使德川幕府下令停止期貨交易。可是，在期貨市場關閉不到2年的時間內，稻米現貨價格陷入一團混亂，充分顯示期貨交易維繫市場秩序的重要意義，於是德川幕府不得不重新開放期貨交易¹⁰。這個時候出現重大改革，允許採用實物交割，這也讓日本期貨市場與現貨市場正式銜接，消除最初的不穩定狀況。

日本市場把現貨與期貨銜接在一起的做法，似乎受到東方米票市場（Oriental rice-ticket market）的西方交易慣例影響。19世紀初期，隨著美國經濟發展，商品交易所由過去組織鬆散的俱樂部型態，慢慢發展成為正式的交易所；芝加哥期貨交易所（Chicago Board of Trade）就是第一個這類組織，成立於1848年，最初有82個會員。由於該交易所對於產品規格標準、檢查制度與衡量制度的統一規定，使得芝加哥的期貨交易蓬勃發展。

芝加哥期貨交易所的第一份契約紀錄，發生在1851年3月13日。這份契約授權在6月份交割3000蒲式耳玉米，每蒲式耳交割價格較3月13日價格低1美分¹¹。

美國主要商品交易所都座落在芝加哥與紐約地區。交易所地理位置的選擇合理，因為都處在主要運輸網路的關鍵位置。紐約是美國海運主要港口，適合從事國際貿易。芝加哥則是鐵路與運河交通中樞，整個運輸網路延伸到美國農業的心臟地帶，屬於國內貿易重鎮。

19世紀中葉左右，開始出現所謂的「未來交割」（to arrive）遠期契約，其性質非常類似中世紀的市集狀。隨著美國貨幣經

濟的擴展，商品供給有時過剩，有時不足，於是由傳統的現貨持有交易演變為遠期契約。最初，這些遠期契約很可能只是口頭約定，或交易雙方交換的簡單備忘錄。

隨著芝加哥的交易量放大，中介商與專業交易商漸漸無法承擔遠期契約蘊含的風險，雖然這是倫敦市場當時的運作慣例，但如果透過另一種形式的中介——第三方——來承擔相關風險，效果還是一樣：換言之，就是合理價格與標準化產品。

雖然第一份「未來交割」契約並不可以轉讓，但後來規範產品等級、數量與交割時間的正式文件，很快就允許契約轉讓¹²。「未來交割」契約的這些改變，結果演變為交割之前得以自由轉讓的美國期貨契約。美國境內發展的這種新型市場結構，也吸引來願意承擔風險的投機客。

由於芝加哥期貨交易量持續擴大，再加上投機客取代了倫敦市場類型的交易商，為了維繫市場秩序與期貨公平交易，需要一些額外的規範¹³：

1. 進行交易的商品，必須容易評估等級。
2. 政府定期審查，藉以維繫商品等級。
3. 交割當時必須付款。
4. 價格資訊必須公開，所有交易者都能取得相同的價格資料。
5. 買賣雙方必須承擔財務責任。
6. 買賣雙方的人數必須夠多，如此才能提供連續性的交易機會。

如同稍早提到的，芝加哥的相關規定，非常類似於早期日本稻米期貨市場的規定。

芝加哥期貨交易所的期貨交易很快就達到規模，其他交易所也陸續跟進。1870年，紐約也成立商品交易所，包括紐約生產交易所（New York Produce Exchange）與紐約棉花交易所（New York Cotton Exchange）。紐奧良棉花交易所（New Orleans Cotton Exchange）也在同年成立；到了1885年，紐約咖啡交易所（New York Coffee Exchange）也積極從事期貨交易。19世紀下半以來，又有幾家新的商品交易所成立。

美國期貨交易的發展過程中，某些商品始終受到歡迎，例如：小麥。另外有些商品，例如：絲、牛油、胡椒等，基於種種理由而交易量不足，很快就消失了。

除此之外，類似棉花與咖啡等商品，曾經備受冷淡，但後來又重新獲得青睞。至於金融期貨契約，自從引進市場之後，就深受市場重視。美國期貨市場已經發展成為結構複雜的龐然大物，總共有11個交易所，以及大型的清算體系。目前提供交易的契約大約有150種。每個交易所為了拓展業務，不斷推出新契約，但某些契約則因為得不到產業與大眾的支持，也被迫取消掛牌。

除了第二次世界大戰期間，期貨市場曾經關閉一段時間之外，美國期貨市場的發展，由1865年以來，就一直持續，近年來更加速成長。可是，美國的期貨交易歷史也不是全然沒有問題。

期貨交易遭到的攻擊

自從期貨交易開始以來，就持續遭到各種不同輕重程度的批評。1890年代出現的反對浪潮特別嚴重，當時有很多經濟行業的法案規範均十分鬆散。1896年，德國甚至通過法案禁止所有穀物期貨交易，該法案在4年後廢除。

在美國，商品交易所也經常被視同賭場，賭場裡的投機客們都是寄生蟲，他們奪取原本屬於生產者或消費者的鈔票。聯邦政府與州政府，過去曾經——甚至現在偶爾還是如此——試圖限制或禁止期貨交易。1867年，伊利諾立法當局通過法案，規定凡是參與期貨契約（該法案稱為「賭博性契約」）交易的人，必須罰款 \$ 1000，在庫克島監牢拘禁1年以下。芝加哥期貨交易所的7位成員，曾經因為這個法案而被捕入獄。這個法案雖然隔年就廢除，但美國國會曾經提出100多個廢止期貨交易的相關法案。

1890年，俄亥俄的國會議員巴特沃斯（Butterworth）提出課徵期貨交易商懲罰性稅金的法案，在隨後的辯論過程中，堪薩斯眾議員方士騰（Funston）曾經如此形容期貨市場：

那些從事「選擇權」與「期貨」契約交易的人，只是賭博而已，而不論這些交易選用什麼好聽的名稱，這些行為既不會增添供給，也不會提升消費需求，更不具備任何有用的效益；相反地，他們針對一些虛構的東西進行投

機。他們所買賣的小麥，是所謂「虛無飄渺的小麥」，無疑地，這些可怕的力量將摧毀我們國家的農業。

雖然巴特沃斯的法案並沒有通過，但相關的騷動還是繼續發展；1892年，參議員瓦虛伯恩（Senator Washburn）在美國參議院表示：

根據我從芝加哥期貨交易所得到的資料顯示，該處95%的交易都屬於虛構性質，完全沒有涉及財產的交換，財產沒有經過交易或交割，或沒有期待被交割，而只是針對財產在未來某特定時間的價值進行賭博……。小麥與棉花就如同賭桌上的籌碼，變成賭博的工具。小麥與棉花生產者的財產，被當成蒙地卡羅賭桌上的籌碼。小麥生產者眼睜睜地看著他們倉庫裡的穀物，變成詐欺戲法的工具。在穀物生產者與最終消費者之間，出現了「寄生蟲」來榨取原本屬於他們的東西¹⁴。

另一個課徵所有農產品期貨契約懲罰性稅金的法案，1893年沒有在國會通過，但這只是因為國會休會前需要暫停眾議會議權力而需要三分之二多數決議，結果以些微差距——172票對124票——沒有通過。兒國會提出的另一個類似法案，實際上在眾議會通過，但這次沒有在參議會通過¹⁵。

幾乎所有試圖限制或禁止期貨交易的法案，在到達國會投

票階段之前就失敗了。可是，第二次世界大戰之後，持續性的限制立法大部分都集中在兩個看似無關的市場：洋蔥與馬鈴薯。這兩個期貨市場之所有遭到攻擊，主要是因為價格波動劇烈，導致相關產品的生產者、加工業者與行銷業者蒙受嚴重損失。過去，有關期貨交易的攻擊，相關產品的生產者與行銷者都是維護期貨交易的主要力量之一。可是，這一次則不同，這些人都加入了攻擊。

以洋蔥交易為例，攻擊者包括那些原本應該由期貨交易蒙受利益的人，以及那些經常失敗的投機客。這個市場的支持者實在不多，芝加哥商業交易所（Chicago Mercantile Exchange）可能是唯一的例外，因為其成員珍惜這種只在該交易所掛牌的產品。

美國國會經過幾年的爭議之後，終於在1958年通過法案禁止洋蔥的期貨交易。洋蔥屬於小宗作物，只有少數地區生產，但提供這項產品期貨交易的業者，對於這項禁令非常不以為然。芝加哥商業交易所向美國地方法院上訴，要求判決這項法令違憲，結果沒有成功。某些人相信洋蔥相關業者所宣稱的，後者之所以攻擊期貨交易，主要是因為期貨交易導致洋蔥價格波動劇烈。可是，另一些人的看法則迥然不同，他們認為洋蔥相關業者之所以攻擊期貨交易，主要是不希望價格資訊過於透明，如此才能矇騙那些無知的生產者與消費者。事實究竟是如何，我們可能永遠都不得而知，但後者的看法畢竟有些根據，因為洋蔥相關業者對於期貨市場並不熱衷。

1987年10月19日股票市場崩盤，這可能是導致人們深入研究期貨交易對於行情波動影響的主要事件。這些研究的焦點之一，是股票交易方法、指數期貨與選擇權是否影響股票市場崩盤。很多人透過期貨市場進行動態避險操作，再加上指數套利（也就是一般所謂的「電腦程式交易」），或許驅使股價指數期貨跌破均衡價位，並引發進一步挫跌。這種價格脫序現象，將引誘指數套利者買進價格偏低的期貨，同時放空指數成份股。這些套利交易會對於股價產生壓力，使得期貨指數又下跌，結果陷入惡性循環。

沒有明確證據顯示1987年10月19日曾經發生這種惡性循環。布萊迪委員會（Brady Commission，由雷根總統指派成立的特別委員會，專門研究股票市場崩盤原因）發現，當天期貨交易只有20%與電腦程式交易有關。至於倫敦與東京市場崩盤等外部因素，則與期貨沒有相關，因為這些市場當時還沒有對應的電腦程式交易機制。所以，期貨交易——指數套利與投資組合保險——本身似乎不是造成1987年10月19日股票市場崩盤的主要原因¹⁶。

把期貨投機視為賭博，似乎有些不合邏輯，但還有其他理由足以引起責難。一般人經常認為，來自於期貨投機的獲利，沾染著不道德的色彩，但其風險承擔者——例如：保險公司——所賺取的報酬，卻不會引發類似責難。很多人對於期貨或證券的放空行為，也持著相同的負面看法。人們隱約覺得，價格上漲是好事，價格下跌則是壞事；更甚者，放空的人不只覺得價

格會下跌，而且還透過放空行為促使價格下跌。

就如同所有行業一樣，期貨交易也有「害群之馬」。交易醜聞通常都會被媒體大幅渲染，緊跟著就是學術界的責難，以及政府官員要求嚴格管制衍生性交易產業。最近發生的一些交易醜聞包括¹⁷：

交易者	機構	交易損失	相關市場
Nicolas Lesson	霸菱銀行	\$ 14億	日經指數期貨
Toshihide Iguchi	大和證券	\$ 11億	美國公債期貨
Robert Citron	加州橘郡	\$ 20億	利率衍生性產品
David Askin	葛蘭耐特避險基金	\$ 5億	抵押貸款衍生性產品
Metallgesellschaft		\$ 10億	原油期貨
Juan Pablo Davila	其里安	\$ 10億	銅期貨
Vicotr Gomez	漢華銀行	\$ 1億	墨西哥披索
Yasuo Hamanaka	住友銀行	\$ 26億	銅期貨

有一點值得注意，雖然發生這些不幸事件，學術界還是強烈認定期貨市場有其存在價值。我們看到一些有助於美國經濟的論證包括：協助農夫規避價格風險；企業得以更有效地管理資產與負債投資組合；讓借款者可以在國、內外資本市場找到最廉價融通管道，而不論債務計價或利息支付幣別¹⁸。

很多研究試圖證明，投機活動「會」或「不會」造成價格過份波動。截至目前為止，這個主題還沒有明確的結論，但證據傾向於顯示投機活動會讓價格波動更趨於緩和，而不是更劇

烈。投機活動會造成交易量擴大，這點是無庸置疑的，但沒有證據顯示交易量擴大會導致價格波動劇烈。

投機客為什麼要投機？

數以百萬計的投機客們為什麼要投機？關於這個問題，即使我們有可靠的資料可供運用，恐怕也沒有辦法在這裡詳細討論其特定動機或動機種類。可是，對於大多數投機客來說，一般性動機應該是很清楚的。最重要的動機，當然是賺大錢的潛能（相對於投入資本而言）。很少投機客會誤認為，其行為與更保守的投資人相同。大部分投機客都很清楚瞭解，為了取得更大、更快的獲利，他們必須承擔更大的風險，雖然有些人會像賭徒一樣，相信自己一定會贏，甚至不承認自己有輸的可能性。大多數投機客很快就會知道，重大獲利潛能莫不伴隨著巨大風險。

最近的一份研究顯示，典型投機客是生活相當富裕的生意人，他們也經常在股票市場投資。對於這類交易者，某特定一筆交易的輸或贏，其重要性超過輸贏的金額大小。所以，典型交易者通常會迅速獲利了結，而聽任虧損持續發展。典型交易者比較擔心在場外觀望而「錯失機會」，相對比較不擔心在市場上選錯邊（換言之，「採取行動」的重要性超過經濟後果）。參與這項研究的專業經紀人也同意，絕大部分投機客持續從事交易的主要動機，是市場部位本身帶來的娛樂性效益¹⁹。除了少

數會因為虧損而獲得被虐待快感的人之外，即使是那些主要基於娛樂性動機參與交易的人，他們也寧可獲利而不是虧損。

投機什麼？

投機的慾望總是如此強烈、普遍，我們可以舉出成千上萬的例子。由歷史上觀察，某些案例甚至讓我們難以理解。最著名的案例之一，莫過於發生在1634年到1637年的荷蘭鬱金香事件。當時，荷蘭某些社會領袖對於鬱金香的愛好，蔓延到整個國家，乃至於每個人都不計代價想要取得罕見的鬱金香球根。交易變得瘋狂，價格也攀升到離譜的地步。當這股狂熱冷卻下來之後，荷蘭經濟也受到重大打擊，經過多年時間才得以慢慢恢復元氣。

18世紀發生不少類似案例，由身處法國之約翰佬（John Law）所提出的密西西比土地開發案，乃至於影響英國大眾的南海泡沫事件（South Sea Bubble）。後者醞釀出一種金融發展史上甚罕見的魯莽氣氛，讓無數人因此而傾家蕩產。某家生產名為「永遠轉動的輪子」的公司，吸引了眾多投資人承購其股票。某家新成立公司專門整修牧師住所，還有許多奇奇怪怪的公司，例如：提供倫敦地區的海煤、重建英國的所有房屋、海外小島移民、重新鋪設倫敦馬路、馬匹保險、把水銀轉換為可塑貴金屬。最荒唐的例子莫過於「一家號稱著潛力無窮的公司，但沒有人知道那是什麼」。對於每股100英鎊的股票，很多

人只存入每股 \$ 2 而承購 5000 股。每股的年度報酬為 100 英鎊，細節內容在一個月之後公布。對於這類股票，往往在 5 個小時之內就超額認購，主辦人當晚就跑到歐洲大陸，而且從此失去音訊²⁰。

1920 年代，美國的佛羅里達土地狂熱也可以媲美過去的泡沫事件。最後引發了著名的 1929 年股災。

某些領域經常發生投機活動，例如：土地；寶石與貴金屬；石油之類的天然資源；郵票、硬幣、畫作之類的珍奇；股票、債券、認股權證、股票選擇權之類的證券。

從事這些投機活動所需要的技巧，其類型與程度的要求可能各自不同，至於所需要投入的資本與相關買賣機制，情況也是如此。可是，不論那個領域，重點都是可觀的獲利潛能，以及相關活動帶來的刺激快感。任何特定領域，總有一些投機客覺得特別誘人，另一些人則覺得無趣。由某些角度來說，期貨市場的一般性質是非常獨特的。

期貨與證券或其他投機活動的比較

期貨交易之所以非常普及的原因之一，是因為這方面的活動進行容易。大部分經紀商都同時提供證券與期貨的相關服務。某些經紀商擁有自己的研究部門，另一些經紀商則透過各種管道取得類似服務，任何投機客如果需要這方面的建議，應該不難取得所需要的服務。有些經紀人不願處理期貨交易，他

們寧可專精於證券或共同基金領域；對於這種狀況，同一個辦公室內，應該還有很多經紀人可以提供服務。很少經紀人真的專精於期貨交易，他們通常也不會自稱是專家，但任何經紀人最起碼都應該能夠很有效率地建立或結束部位，或把重要資訊傳遞給客戶（如果客戶要求的話）。除了提供全套證券、期貨業務的經紀商之外，也有某些專門處理期貨交易的專業經紀商。這些專業經紀商可以提供更多的資料，更擅長處理期貨方面的交易指令，也更瞭解期貨交易者的需求，但沒有證據顯示他們的看法會優於或劣於其他經紀商。

期貨投機客如果想要自行擬定決策，應該會發現有關資料相對容易取得。一般新聞或經濟報紙都會詳細報導重要的政治或經濟資訊。關於特定期貨的重要供需資訊，政府主管部門或機構都會定期公布。有需要的人，往往可以免費或低價取得郵寄資料。除此之外，這類資料也很容易在網際網路上取得（在第 17 章列舉很多值得期貨交易者參考的網站）。交投熱絡的期貨產品，取得相關資訊的容易程度，可能更甚於數以萬計的股票、債券、共同基金。不論是股票或期貨，交易者收集相關資料所面臨的問題，大致上都相同。截至目前為止，我們沒有看到任何有關股票投資或期貨交易的模型，其操作績效能夠顯然勝過隨機漫步。可是，股票投資人或許可以享有些微的長期趨勢與長期經濟循環，期貨交易者則可以運用某些季節性因素。不論是股票或期貨交易者，都必須面對非開盤時段內發生重大事件的困擾；換言之，市場一旦開盤，價格可能劇烈變動。不