



寰宇財金 174

與操盤贏家共舞

期貨大師經驗談

Scott Slutsky 著

寰宇財務顧問公司 譯

寰宇出版股份有限公司
The McGraw-Hill Companies, Inc.

US

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

International

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

國家圖書館出版品預行編目資料

與操盤贏家共舞：期貨大師經驗談 / Scott Slutsky
著；寰宇財務顧問公司 譯。-- 初版。-- 臺北
市：麥格羅希爾，2002〔民91〕
冊；公分--(寰宇財金：174)
譯自：Masters of the futures : insights and views
of the futures industry's top players
ISBN 957-493-610-4 (平裝)

1. 期貨交易

563.5

9101179

與操盤贏家共舞 一期貨大師經驗談

© 2002 年，美商麥格羅·希爾國際股份有限公司台灣分公司版權所有。
本書所有內容，未經本公司事前書面授權，不得以任何方式（包括儲存
於資料庫或任何存取系統內）作全部或局部之翻印、仿製或轉載。

Original: Masters of the Futures

By Scott Slutsky

ISBN: 0-07-134111-0

Copyright ©1999 by McGraw-Hill, Inc.

All rights reserved.

1 2 3 4 5 6 7 8 9 0 P H W 2 1 0 9 8 7 6 5 4 3 2

作 者 Scott Slutsky

翻 譯 寰宇財務顧問公司

合作出版 美商麥格羅·希爾國際股份有限公司 台灣分公司

暨發行所 台北市 110 信義區忠孝東路五段 510 號 23 樓

TEL: (02) 2727-2211 FAX: (02) 2346-3300

<http://www.mcgraw-hill.com.tw>

寰宇出版股份有限公司

台北市 106 大安區仁愛路四段 107 號 13 樓

TEL: (02) 2721-8138 FAX: (02) 2711-3270

E-mail: ipc@ifcc.com.tw

<http://www.ifcc.com.tw/ipc.htm>

總代理 寰宇出版股份有限公司

門市地址 台北市仁愛路四段 109 號 13 樓(仁愛路圓環環球企業大樓)

周一~周五 8:30 - 17:30

劃撥帳號 第 1146743-9 號

出版日期 西元 2002 年 7 月初版

行政院新聞局出版事業登記證/局版北市業字第 323 號

印 刷 普賢王印刷有限公司

定 價 新台幣 300 元

ISBN : 957-493-610-4

網路書店：博客來 www.books.com.tw

華文網 www.books.4u.com.tw

目 錄

- 序 6
- 前 言 10
- 謝 詞 12
- 導 論 戴羅·卓布曼《期貨雜誌》前任總統輯 14
1. 競爭優勢 23
派翠克·亞伯 芝加哥期貨交易所主席
2. 一家新的期貨交易所 37
詹姆士·鮑威 紐約市期貨交易所主席與執行長
3. 選擇權觀點 51
威廉·布洛斯基 芝加哥選擇權交易所主席與執行長
4. 歐洲陣線 65
喬格·法蘭克 歐洲交易所執行長
5. 過去與未來之間的平衡 75
史考特·戈登 芝加哥商業交易所董事長

6. 交易者相關交易 83
喬·葛林柏格 阿拉倫交易公司總裁
7. 中國之窗 97
威廉·葛羅斯曼 香港期貨交易所首席顧問
8. 關於未來的看法 107
郝爾·韓森 卡爾基投資人服務公司前總裁
9. 效率探究 125
雅拉·海瑞斯 派瑞斯投顧公司總裁
10. 底層觀點 135
李斯力·霍斯金 雪梨期貨交易所執行長兼董事
11. 零售商的聲音 141
倍立·傑·林德 林德-華德克公司董事長
12. 法人機構的前景 151
勞倫斯·依·摩能 馬里亞投資公司總裁
13. 期貨的新興市場 163
詹姆士·依·奧利佛 芝加哥商業交易所第二副主席
、國際期貨與選擇權協會執行董事
14. 法國的經驗 177
傑哈得·佛瓦道爾 法國國際期貨交易所前任董事長
與執行長

15. 紐約重定位 183

丹尼爾·雷拔柏特 紐約商業交易所董事長與執行長

16. 共同合作方式 191

萊斯禮·羅斯山卓 羅斯山卓-柯林斯集團合夥管
理人

17. 未來的夢想 203

傑克·山卓爾 芝加哥商業交易所前任董事長、
RB&H 金融服務公司總裁與執行長

18. 掃清前路 225

威廉·雪波 雪波國際公司董事長

19. 爲歐洲而戰 233

傑克·威格沃茲 倫敦國際金融期貨交易所前董事長
ABN AMRO 芝加哥經紀公司（英國）董事長

結論：期貨的未來 245

史考特·史瓦斯基 優勢商品期貨公司總裁

附 錄 255

序

回顧最近二十年來全球市場所發生的劇烈變動，必須考慮一項明確的事實：在全球市場環境內——由即時資訊與高科技驅動的環境——金融風險隨時隨地都存在。對投資人與財務經理人而言，風險管理仍然是根本目標。

唯一具有爭議的問題是：目前的期貨交易所——大體而言，這是設計最重要風險管理工具的場所——是否禁得起現代經濟部門帶來的嚴厲挑戰。

現代科技與店頭市場產品，已經對傳統期貨市場造成前所未有的嚴苛挑戰。這些議題非常困難而複雜，並且幾乎已經到達必須解決的緊要關頭。交易所提出的回應至少將決定期貨市場是否能在風險管理領域內繼續扮演重要角色。事實上，這也關係著期貨市場是否能在二十一世紀繼續生存。史考特·史瓦斯基的《與操盤贏家共舞》訪問期貨產業內最頂尖的參與者，由他們就某些議題提供看法。因此出版本書也代表追求正確答案的重要資源。

在閱讀本書或分析受訪者回應的過程中，讀者請記住一點：一直到最近幾十年之前，我們都生長在安穩的環境中，因為期貨市場是獨屬於農產品的領域。很早以來，情況就是如此，當時一位叫做約瑟夫的年輕人離開他的 11 個兄弟，向埃及法老解釋一個夢境，這個夢預言埃及將發生連續七年的乾旱。約瑟夫設計一項穀物的買進避險交易，這個舉動不只讓埃及人免於挨餓，也把期貨市場侷限在農產品之內。

這種情況一直維持到 1972 年 5 月 16 日芝加哥商業交易所（CME）國際貨幣市場（IMM）推出金融期貨合約為止。這項創舉代表第一個可供普遍運用的外匯風險管理工具，也揭開金融期貨時代的序幕。從此期貨集中市場陸續推出利率與指數產品——再經由各方面力量的配合，包括：財務、全球市場與電腦科技進步——使得原本相對單純的產品，演變為目前非常複雜的衍生性產品類型。由於這種轉變的規模很大，速度很快，而且金融衍生性產品對於美國金融服務產業也扮演成敗關鍵的樞紐地位，使得我們經常忘記現代金融產品被作為風險管理工具，只不過是最近二十五年的事。

在某種非常明確的意義上，金融期貨的演進是順著二十世紀的大趨勢前進，使我們由世界龐大的一端，邁向無限小的另一端。這個趨勢仍然會繼續發展。就物理學而言，這個世紀起始於一般相對論，處理整體宇宙或龐大的對象。由此處開始，我們邁向微小對象的量子物理學。同樣的情況也出現在生物學，由巨大到細微，由個別細胞到基因工程。在金

融市場中，情況非常類似。當金融工程配合著電腦科技的發展，我們設計一系列的投資策略，市場方面的運用也由巨大轉向微小，整個途徑完全與科學相互呼應。

信孚銀行前任主席查爾斯·杉佛（Charles Sanford）稱此為「微粒金融」（particle finance）。整個觀念就是把每種財務與投資形式——由贍養費到零息債券——都分解為細小的風險單位以供交易。我們甚至可以這麼說：生物學上的複製羊桃莉，在利率領域內也有對等的利率交換交易（interest rate swap）。

今天，我們處在生意圈中，就不可能不管理風險——換言之，我們就必須運用衍生性產品。事實上，美國聯邦準備理事會主席葛林斯班在國會聽證會曾表示：

近幾年來發展的各種衍生性產品，已經提升我們的經濟效率。這些合約的經濟功能，是把過去的整體風險分解，轉移給那些最願意承擔與管理各項風險成
分的人^①。

也就是在我們生存的世界裡，金融衍生性產品被利用來規避利率與匯率風險，用來管理資產與負債，用來提升股票與固定收益投資組合的績效表現，用來規避商品價格上漲或

^①1994年5月25日美國眾議院能源與商業委員會（Committee on Energy and Commerce）通信與財務次級委員會（Subcommittee on Telecommunications and Finance）的證詞。

貸款利息增加的風險。透過這些運用，各種金融事業經由各種方式降低風險，提高利潤。例如：由經營效率提高的企業，到存款戶與借款戶都受益的銀行；由績效表現更理想的投資經理人，到作物價值得以保障的農夫；由能源的商業使用者，到貸款的零售使用者。

當時序邁入二十一世紀，我們仍然會藉由衍生性交易工具來管理風險，這一點顯然非常確定。可是這場由芝加哥發起而世界各地響應的革命已經遭逢嚴峻的挑戰。店頭衍生性市場已經嚴重威脅集中市場交易的期貨與選擇權，現代科技也迫使公開叫價傳統交易程序幾乎面臨淘汰。集中市場將如何回應這些挑戰呢？相信本書可以提供部分答案。

里奧·密拉米德

芝加哥商業交易所主席

1998年11月

前 言

當我著手編寫本書時，我想著：「誰可以由本書受益呢？內容應該如何安排才能讓每個人都受惠呢？」

如果你曾經有個夢想，如果人家告訴你辦不到，如果人家告訴你絕對不會成功，那麼這本書可以鼓勵你放手一搏，追求你的夢想或目標，雖然圍繞在四周的環境不斷變動。我的交易世界即將面臨天崩地裂的變動。我希望知道這個領域內的領導者認為我們將如何變動，如此才可以未雨綢繆，針對未來最可能的發展預先勾畫適當的途徑。他們似乎最有資格告訴我們：什麼是最佳的因應之道。這是我為什麼編寫此書的理由。

關於期貨交易與傳統的公開叫價市場，很多人都抱持著悲觀的態度，但接受本書採訪的期貨產業多位頂尖玩家都非常樂觀。沒錯！我們即將面臨重大變動，但這些領袖們可以幫助你瞭解最可能發生什麼，讓你瞭解如何在新的交易環境裡謀取求生之道。

如果希望在期貨交易獲取成果，就必須付出代價；這需要仰賴事實、風格與勇氣的配合和累積。身為一位交易者，你面對著一套基本行為準則，這些準則很容易朗朗上口，但很難真正瞭解，當然更難以精通。可是任何真正遊戲的準則與戰術都是如此。如果不遵循這些準則，結果就是失敗與痛苦。

期貨交易存在準則，這是事實；期貨產業即將發生變動，這也是事實。本書提供的一些看法與意見，雖然不能讓你「買低／賣高」而謀取實際利益，但可以增加你對整個期貨產業的瞭解。關於期貨界面臨的一些關鍵議題，這方面的見解可以充實你的應變能力，讓你更瞭解如何應付即將發生的變動。即使本書不能提供其他的效益，至少也應該可以幫助你體會金融全球化的趨勢，以及科技進步將如何塑造未來的交易環境與結構。

史考特·史瓦斯基

伊利諾州芝加哥

1998年11月

謝 詞

我希望在此感謝協助我探索期貨交易領域的人們，以及參與這項計畫的每位期貨大師。我特別希望對一些人表達最誠懇的謝意：

我的妻子茱莉，她傾聽我的夢想與計畫，瞭解清晨 2：30 的電話並不是故意打擾家人，而是某個人在世界另一角落的正常辦公時間裡撥來的。

我的小孩西恩、丹尼、艾力克與亞當，他們讓我微笑，使得一切都具有價值。

我的父母李與納特·史拉斯基鼓勵我踏入期貨產業，始終熱愛與培養我。

諾馬·紐伯格多年來都一直相信我，對於我從事的一切都全力支持。

辦公室的同事瑪莉塔、塔莉納與李安總是容忍我，協助

我。

參與本書計畫的每位朋友，你們毫不厭煩的聽從我的要求，不斷來回傳遞訊息與資料。

導 論

戴羅·卓布曼 (Darrell R. Jobman)

《期貨雜誌》前任總編輯

期貨交易歷史可以回溯到幾百年前的日本古代稻米商人，或歐洲中世紀的市集，這取決我們採用的資料來源。至於當時的期貨「交易內容」究竟如何，恐怕已經不可考了。可是就美國而言，提供標準化期貨合約的集中市場，根源可以回溯到 1948 年芝加哥期貨交易所 (CBOT) 成立時。

當交易所與期貨產業回顧過去一百五十年的歷史，並展望未來一世紀的發展，傳統期貨交易顯然正處在一個急遽變動的關鍵時刻，整個交易——或整個期貨產業——正在變形。今天發生的一切，將對往後構成深遠的影響。

在期貨交易的發展過程裡，出現一些「鼎鼎大名」的人物——艾略特 (R. N. Elliotts)、甘氏 (W. D. Ganns)、李摩爾 (Jesse Livermores)、萊特 (Joe Leiters)，還有很多其他人——有些是時代開拓先鋒，有些代表交易傳奇，有些更

適合稱之為「奇人異士」。更近一點，類似如 1950 年代與 1960 年代的董銓（Richard Donchian）與戈賽夫（Edward Gottself），他們提出一些系統性的方法，這些系統的交易功能隨後受到電腦大幅提升。

可是，在這些人物活躍的年代，期貨產業基本上都沒有發生什麼重大變動。期貨產業的「現代化」大約起源於三十多年前，當時的發展對於 CME 牛油與蛋類交易員構成的衝擊，或許有些類似於今天傳統公開叫價制度的場內交易員。

我們認為，今天發生在期貨與選擇權產業內的一切，屬於現代化程序的第三波浪——**改變與塑造產業的波浪**。雖然整個發展程序始終都持續進行，不能由一、兩件事界定期間，但先前兩個波浪是由一些短時間內發生的因素造成，這些因素造成顯著的進步或可怕的變動（取決於觀察的角度如何）。每個期間都出現一些史無前例的根本變動，造成全新的市場，產生對應的嶄新交易觀念，管理規範當然也隨之變化——換言之，典範發生轉換的時代。

第一波浪——1970 年代中期

回顧這段期間內發生的事件，每件都曾經激起市場波瀾。把這些事件匯集在一起，就造成整個產業變動最激烈的一段期間。

主要的根本因素是由一系列事件構成，後者造成大多數