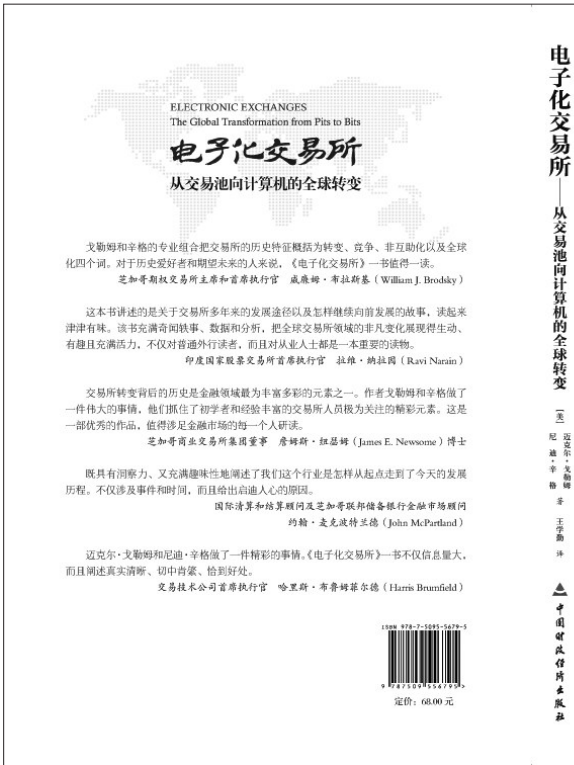




《电子化交易所:从交易池向计算机的全球转变》展现的是过去几十年  
证券及衍生品交易所经历的基本转变,它们包括:  
从有形交易厅向电子撮合全球订单的转变;  
从会员拥有交易所向股东拥有、最终成为上市公司的转变;  
通过并购从众多小型交易所向少数大型交易所的转变。

# 网络世界中电子市场诞生环境的 传奇故事



□ 郑州商品交易所理事长 张凡

该书最大特点是,在全面、详细地论述全球电子化交易(尤其是欧美市场)发展过程基础上,从理论和实践的层面上对过去、现在和未来金融衍生品市场进行深刻剖析,提出新世纪全球金融市场新理念。

随着通讯和计算机技术发展,上世纪80年代电子信息技术逐步应用于全球金融衍生品市场。至90年代初,一些老牌交易所在期货交易由公开喊价交易向电子化交易过渡中面临挑战,一度步履艰难。这不仅增加了期货公司既要维护公开喊价交易、又要兼顾电子交易的运行成本,而且与其他交易所的竞争力受到一定影响。与此同时,随着互联网技术迅速发展,电子化市场日趋成熟,不仅提高交易速度、降低交易成本、为全球客户提供全方位服务,而且为全球交易所全天候联网交易,为全球交易者直接入市提供了便利。在电子化交易竞争优势凸显之后,从21世纪第一个10年初期开始,全球证券、期货交易所电子化步伐加快并迅速普及。至2010年,全球期货市场主要采用电子化交易平台。全球电子化交易在适应全球经济一体化发展、为全球经济风险不确定性提供避险功能的同时,不仅极大地推动全球期货和期权交易量的增长,而且加剧了全球期货市场之间的竞争,引发了全球期货交易所、期货公司以及期货参与者的一系列变化。

随着电子化交易兴起和普及,几乎是在同一个时期,交易所公司化及兼并重组风靡全球。21世纪第一个10年,是全球包括期货和期权市场在内的资本市场公司化改制并掀起并购浪潮的10年。据不完全统计,从1993年瑞典斯德哥尔摩证券交易所公司化并上市以来,全球公司化的证券交易所多达20余家。上世纪最后20年以来,全球交易所发生的并购次数达30次。其中,有50%以上的重要并购发生在21世纪第一个10年。其特征,一是跨国并购成为主流。二是规模化效应显

现。三是证券、期货交易所交叉并购盛行。四是并购者的市场地位、国家战略地位及竞争力大幅提升。五是纽约的交易所不再是并购者,其角色发生逆转。世界范围内期货交易所和证券交易所之间的交叉合并超越了地域和国家间界限,形成了全球性的期货大市场。进入21世纪第二个10年,世界范围内交易所将出现新一轮合并。大型交易所之间的合并与并购,形成产品、技术、规则上的优势互补,是全球金融市场一体化的表现,不仅增强市场竞争力,而且也大大增加市场交易规模。

全球电子化交易的发展催生了从上世纪90年代后期开始的量化技术在资产和管理领域的应用。欧美发达国家金融市场在这一领域的运用较为广泛。据不完全统计,美国期货衍生品市场中程序化交易的数量约占总成交量的一半。程序化交易又被称作算法交易或数量化投资,主要通过电脑程序进行交易。人工交易与程序化交易比较而言,程序化交易具有更强的运算能力,可提前对市场所有合约进行预设的运算,瞬时对多个品种完成下单操作,并具有收益稳定、平均损失概率低、交易简单等优势,因而受到专业投资者和机构投资者青睐。

我国期货市场虽然在建立初期即采用电子化交易系统,但相对欧美成熟市场而言还有较大差距。尤其是在支持多品种、多种交易方式方面显得功能单一,并且稳定性差。我国期货市场电子交易系统水平能否与时俱进地完善和提升,直接关系到期货市场能否创新发展,以及充分发挥服务实体经济的作用。同时,期货市场程序化交易具有的强大、快速的交易特性加大了期货市场风险管

理的难度。例如,不断追求速度更快、同质地更高的电子化交易方式和新型投资模式,不仅导致金融市场风险因素的积累时间大幅缩短,而且市场面临的突发性风险数量也将大大增加。在此形势下,交易所如何建立健全市场风险量化管理体系、确保交易系统安全稳定运行;期货公司如何防控交易系统故障等造成的风险、确保投资者利益不受损害;市场参与者如何规避因程序化交易造成恶性亏损,确保平稳交易、有序竞争等,都是我国期货市场面临的新挑战。

郑州商品交易所王学勤同志翻译的《电子化交易所:从交易池向计算机的全球转变》是一本既有理论水平、又有实践意义的专业书和普及书。该书最大特点是,在全面、详细地论述全球电子化交易(尤其是欧美市场)发展过程基础上,从理论和实践的层面上对过去、现在和未来金融衍生品市场进行深刻剖析,提出新世纪全球金融市场新理念。

针对我国期货交易所交易机制比较简单,交易业务相对简单,国际化进程尚处初始阶段的现实,该书深刻阐述了当前证券、期货市场的公司制、电子化交易以及全球性竞争等三大主题的渊源、发展及预期。书中详实的技术性案例及其背后的逻辑和故事,都是我国证券、期货市场仁人志士急需了解的知识和思考的问题,对我国证券、期货市场体制改革、业务拓展、对外开放,以及有效监管等都具有重要的参考价值 and 借鉴作用。因此,希望该书中文译本的出版能对我国期货交易所电子交易系统平稳运行及水平提升、对整个期货市场稳步健康发展有所帮助。

新典范的思路。这个行业的发展不是沉闷窒息,而是充满机会。未来的交易将更加适于网络世界。人们设想了数以千计新产品,包括天气、保险、信用、知识产权、电力等。随着环境期货和期权的诞生,我们已经见证了这些变化。

与信息经济相结合,电子化虚拟世界,可以产生我们迄今仍无法想象的新的产品和服务。所有这些尚未问世的产品最终将成为网络市场。中国及其新兴的期货行业的机遇是无限的。《电子化交易所:从交易池向计算机的全球转变》有助于通过这一新的电子化领域的历史、发展及令人振奋的发展前景为读者提供指导。

《电子化交易所:从交易池向计算机的全球转变》中,围绕网络世界中电子市场诞生环境的传奇故事,可读性极强。迈克尔·戈勒姆(Michael Gorham)和尼迪·辛格(Nidhi Singh)以一种令人非常愉快的方式向读者讲述并传递这些故事。与了解欧美市场从公开喊价交易到电子交易转变相比,更为重要的是,该书作者为网络世界中新的市场本质带来的一管之见。

很高兴看到中文版《电子化交易所:从交易池向计算机的全球转变》出版。我要感谢我的老朋友和老同行王学勤先生,因为他首先建议把该书译成中文,并随后投身于漫长而枯燥的翻译之中。

《电子化交易所:从交易池向计算机的全球转变》展现的是过去几十年证券及衍生品交易所经历的基本转变,它们包括:

从有形交易厅向电子撮合全球订单的转变;  
从会员拥有交易所向股东拥有、最终成为上市公司的转变;  
通过并购从众多小型交易所向少数大型交易所的转变。  
你将会注意到,中国发生这种转变的情形与美国和欧洲有所不同。首先,在20世纪90年代早期刚起步的时候,中国期货交易所就是电子化交易。因此,在这一项重要的技术进步方面,中国期货交易所实际上领先于美国期货交易所。另外,中国期货交易所的所有制模

## 致中国读者

□ 迈克尔·戈勒姆/文  
王学勤/编译

本书检验的是亚洲、欧洲、北美、南美和非洲交易所的经验,我相信,它们对中国读者是有价值的,你们可以考察世界各地交易所实施策略的经验和教训。

式与世界其他地方交易所通常由在交易厅从事经纪业务或进行交易的个人所有的制度有所不同。自20世纪90年代初以来,虽然中国衍生品交易所数量明显减少,而且几十年来始终保有两家证券交易所,但这是政府设计的结果,而非纯市场力量而为。这种模式的一个优势是,中国避免了我们在美国看到的证券市场大分割的现象。尽管美国模式具有通过激烈竞争保持交易费用低廉的优势,但是,它也分散了流动性,并导致发生许多令市场客户恐慌、被称为闪电崩盘的短暂股灾。看到某只股票价格暴跌90%,然后在几分钟内反弹至原来的价位,这是令人十分不安的事情。

在许多国家,它们都只有一家或两家证券交易所。这常常是因为这些国家太小,难以真正有效地维持一家以上的交易所。也可能因为政府已经决定,在一个单一的流动性池子里,系统能够运行得更好,而且政府通常要监控收费标准,确保交易所不能借其垄断地位获取过多利益。

在我的人生中,有许多年都是在芝加哥商业交易所从事新的期货和期权合约设计,所以,我对衍生品交易所相互竞争方式很感兴趣。例如,在美国,只要不侵犯知识产权,任何交易所都可以上市其乐意交易的产品。当新理念出现的时候,为了上市完全相同、或十分相似的合约,交易所之间经常发生激烈竞争。通常,我们发现这些竞争都是以一家交易所占有100%的交易量而告终。这就是由本书称为“流动性驱动垄断”法则所驱动的赢家通吃的竞争模式。

在特定国家发生这些转变的程度由国家大小及其监管结构决定。例如,像美国这样的大国,通常有多达十几家为上市产品而彼此竞争的衍生品交易所。中国目前有四家衍生品交易所,而政府允许每家交易所上市交易特定的产品组合。到目前为止,还未出现政府允许多家交易所上市交易相同产品的情况。即使政府确定改变其政策、允许多家交易所竞争相同产品,我相信,游戏的终局将与美国的情形相同,每家交易所将拥有一组专卖产品。至少在每家交易所继续拥有自己的结算公司的情况下,游戏的终局就是如此。在政府强制多家交易所共用同一个结算公司、并上市交易可替换产品的情况下(例如美国股票期权业的情况),各个交易所的流动性池子才会分离。

另外,由于本书检验的是亚洲、欧洲、北美、南美和非洲交易所的经验,所以,我相信,它们对中国读者是有价值的,你们可以考察世界各地交易所实施策略的经验和教训。希望你们喜欢这本书。