**芝加哥期权交易所诞生35周年**

|  |  |
| --- | --- |
| [日期： 2008-08-18 ] | 来源： 期货日报   作者： 史蒂文·希尔斯／文　　买毅／译 　王学勤／校 |

**芝加哥期权交易所诞生35周年，期权交易正在走向繁荣——芝加哥的希望**

2008-8-14

    在芝加哥期权交易所成立35周年之际，《巴伦周刊》在芝加哥期权交易所主持召开了首次期权圆桌座谈会，与会人员达250多人。芝加哥不仅是期货市场的发源地，更是现代组织化期权市场的鼻祖。《巴伦周刊》甚至称“期权是芝加哥的希望”。

    为庆祝期权诞生35周年，期权市场的缔造者、大师学者和实践者相聚在期货和期权市场圣地芝加哥，回顾期权市场创立初期的秘闻逸事，总括期权市场35年走过的艰难和辉煌历程，展望未来期权市场发展的广阔前景。映射着期权大师思想精华的讨论涉及内容广泛，包括赌博与投机的关系问题，模型与经验的认知问题，期权定价模型如何改变人们思维方式的问题，市场民主化问题，如何提高技术水平、缩小客户与专业投资者的区别、满足市场发展需要问题，公开喊价的消失对市场的影响问题，如何把期权和其他衍生品计入公司资产负债表问题，如何开发期权问题，股票再流通性问题，大师投资价值理念和投资方向问题，期权发展潜力到底有多大问题等等，不仅为我们提出了当今期权市场的新概念和前沿课题，而且还为我们指出了整体市场的发展方向，值得我们深思。尤其是关于打造公平市场交易环境，消除做市商特权，增加市场规模的理念，更值得我们认真研究。

    理论研究和国际经验都表明，期权市场是衍生品市场的重要组成部分，是期货交易者规避风险的必要工具。尽管我国期货市场目前尚未推出期权交易，但是，2007年4月15日发布实施的《期货交易管理条例》已将其适用范围从期货交易延伸到了期权交易，为推出期权交易提供了法律基础。在此之际翻译“芝加哥的希望”，感受期权大师高屋建瓴的大气胸襟，不仅可以为致力于研究和开发我国商品期货期权市场的有志之士增加信心和力量，而且还可以为建立和发展我国商品期货期权市场基本规则框架提供有益借鉴。

    35年前，伴随着芝加哥期权交易所（CBOE）的开业，现代期权产业诞生了。1973年4月26日是期权交易的第一天，仅成交合约911张。2007年，芝加哥期权交易所成交了9.45亿张合约，充分证明了期权在当今金融和商品市场上起到的重大作用。

    为了纪念期权产业的诞生和巨大发展，从而认同风险可以量化并可交易，芝加哥期权交易所日前召集了一个由当初见证期权诞生并预期看跌期权和看涨期权对未来动荡世界重要意义的人士参加的庆祝活动。《巴伦周刊》(Barron's) 总裁兼编辑埃德·芬恩主持了在交易所演讲厅召开的由250余人参加的研讨活动。

    此次活动最引人注目的是参加讨论的全明星行业大师，其中包括芝加哥期权交易所主席兼首席执行官威廉·布拉斯基、经济学家罗伯特·默顿和迈伦·斯科尔斯（以上两位与费希尔·布莱克一起是“布莱克—斯科尔斯期权定价公式之父”，并因此获得了1997年的诺贝尔奖），以及两位资深的、曾经利用期权获得令人吃惊的利润收益的交易者：萨斯奎汉纳国际集团（Susquehanna International Group）创始人杰弗里·亚斯和马特洛克资本公司（Matlock Capital）创始人布莱尔·赫尔（2004年代表伊利诺斯州民主党竞争美国国会席位时败给同僚巴拉克·奥巴马）。在场的所有专家和大师都认为，在变化无常的投资领域，寻求收益和风险平衡的个人与机构与日俱增，因此，期权的重要性将日益突出。

    《巴伦周刊》主持人：威廉·布拉斯基，您是怎样涉足期权市场的？

    威廉·布拉斯基：在我供职于华尔街一家社会公共性质的经纪公司的时候，１９７３年有一位同行和他的助理想要卖掉他们在芝加哥期权交易所的席位。那时，我们公司也从事着传统的场外看跌期权和看涨期权业务，当时我们认为，花费1万美元取得芝加哥期权交易所会员资格是非常值得的。所以，我就填了一些购买转让席位的文件并支付了会员费。但是，之后我才知道，必须要有人代表公司通过一项考试才能满足入会资格。结果考试的任务也落到了我头上，随后，我便成了一名注册的期权业务管理者。

    但是，1973年的华尔街很不景气。同年3月，我对妻子琼说：“今年将是很糟糕的一年。”她说：“那你不如就此做些什么，写写文章或者做些别的事情，这样，至少年终的时候你不会觉得一事无成，尽管这不是为了钱。”这番话促使我为证券法的出版物写了一篇关于芝加哥期权交易所的文章。我很快完成了这篇文章，而且由于发表了这篇文章我还成了期权市场的专家，我与期权市场的缘份就是这样开始的。

    《巴伦周刊》主持人：布莱尔·赫尔，谈谈您的故事怎么样？

    布莱尔·赫尔：1971年，我读了一本书《打败庄家》（Beat the Dealer），  这是一个名叫埃德·索普的数学家写的关于如何通过记牌在21点游戏中获胜的书。后来，我又发现了索普写的另一本书《打败市场》(Beat the Market)，  这是一本关于认股权证的书。当时，我知道股票期权的交易很活跃，但是，我并不了解它们是如何定价的。于是，我想出了一个偷懒的办法，可以计算出盈亏价值，并折换成现值。

    《巴伦周刊》主持人：罗伯特·默顿，您是怎样进入期权领域的？

    罗伯特·默顿：我开始交易第一份股票的时候年龄是10岁，如果你们觉得这就算是交易的话。我开始了解期权是在上大学的时候，当时我在加州理工学院上学，可以在太平洋时间早上6：30起床，立刻赶到经纪公司，那时纽约的交易已经开始了，我当时交易各种品种，然后我再去上课，到了晚上我再做研究。那大概是在1966年到1967年的时候，当时的期权还都是场外交易的形式。当时我觉得自己对期权挺懂的，后来才发现，其实我几乎是一无所知。但是有一点不能否认，我从市场上获得了宝贵的经验。在那个时候，我什么品种都交易，还交易可转换债券，并把它们存起来。那时我20岁，我把1美元的债券按85美分存在银行里。

    当我转学到麻省理工学院研究经济学的时候，我认识了经济学家保罗·萨缪尔森。当时，他写了一篇关于认股权证的论文，并且他对认股权证的定价问题很感兴趣，因此，我们在一起进行了一些合作研究。还有一件事就是我遇到了迈伦·斯科尔斯，我们在认股权证，尤其是期权方面有着共同的兴趣。于是1971年，我们去了华尔街。在唐纳森·勒夫金·詹雷特银行，银行管理人员向我们提出了一些期权所用到的有趣的数学问题。他们表示：“我们正在开展大量的期权业务，尤其是向下敲出期权（down-and-out options）。如果我们知道如何定价以及我们所要面临的风险的话，岂不是很好的事情？”我和迈伦沉默了许久后回答：“我们可以帮你们解决这个问题。”

    《巴伦周刊》主持人：迈伦·斯科尔斯，轮到您谈谈了。

    迈伦·斯科尔斯：我觉得在我出生时期权就存在于我的DNA里面了，呵呵。但是，在我到麻省理工学院做学术研究，也就是在罗伯特·默顿来到学院之前的数年里，我确实没有深入研究过期权。那时，我正和一帮拥有场外交易数据的学生一起尝试给期权定价。就其本身而言，我对期权感兴趣并不是因为它是一个学术上的难题。幸运的是，我曾经和经济学家费希尔·布莱克就其他课题一起工作过一段时间，那时，我们就曾经讨论过期权的定价问题。不幸的是，他1995年去世了，所以他无法在1997年亲自接受属于他的那份诺贝尔奖。不过，我们在一起研究出了一种期权定价的方法，罗伯特·默顿把这种方法命名为“布莱克—斯科尔斯模型”。

    芝加哥期权交易所诞生之后，布莱克—斯科尔斯模型开始进入公共应用领域，这是最令人称道的事。交易所的交易者开始使用这个模型，学术界人士也认为这个领域是非常值得研究的，因此，学术领域和应用领域开始融合起来。我认为，两个领域都因为融合而变得更加丰富。

    《巴伦周刊》主持人：杰弗里·亚斯，您是什么时候第一次涉足期权领域的？

    杰弗里·亚斯：实际上，我关注期权市场要比发现布莱克—斯科尔斯模型更早一些，估计是在20世纪50年代后期。当我还是个孩子的时候就对股票市场着迷了。大约在我13岁的时候，我父亲向我介绍了认股权证。他告诉我，可以用1美元购买认股权证，如果预期正确的话，也许就能赚10美元，这让我很激动。我就是从认股权证那里学到的关于期权定价的理论。

    大学期间，我修的是数学和经济学，我的大学毕业论文就是“芝加哥期权交易所：应该存在吗？”论文的要点包括：芝加哥期权交易所能否增加社会价值？芝加哥期权交易所到底是赌场还是投资者可以规避风险并增加社会效用的地方？当然，我的结论是芝加哥期权交易所应该存在。

    大学毕业后，我想在美国证券交易所交易，当时美国证券交易所的席位费为20万美元，我负担不起，我并不知道还可以租用美国证券交易所的席位。费城的交易席位仅需5万美元，于是，我就搬到了费城，租了一个席位。我给以前在研究生院和法学院结识的当时分布在全国各地的朋友打电话，告诉他们自己有一个不错的主意，兴许比他们现在做的行当更赚钱，于是我们就成立了萨斯奎汉纳（Susquehanna）公司。

    《巴伦周刊》主持人：威廉·布拉斯基，在过去35年里，期权业务增长的最重要因素是什么？

    威廉·布拉斯基：这就是我所说的市场民主化问题。在过去几十年里，进入市场的个人客户大量增加，现在个人投资者拥有和大型机构投资者相同的信息、低廉的手续费和交易执行速度，这使市场发生了巨大变化。

    《巴伦周刊》主持人：布莱尔·赫尔，您如何看待这一问题呢？

    布莱尔·赫尔：我同意他的观点。另外，期权行业协会也针对什么是期权、怎样利用期权向公众进行了推广教育活动。我认为，市场的可替代性以及期权结算公司的建立，特别是多重上市的出现，增加了许多交易所的竞争力。当仅有一个期权市场的时候，市场的民主性肯定是不够充分的。当然，改变市场最大的一件事情就是公开喊价交易方式的取消，这使得交易环境更加公平。

    《巴伦周刊》主持人：罗伯特·默顿，您的看法呢？

    罗伯特·默顿：这个问题涉及很多因素。我认为，其中一个因素就是技术，也就是已经发展起来的分析系统。布莱克—斯科尔斯模型不仅是一个公式，而是一个前所未有的计算衍生品风险和定价的过程。

    另外一个我认为值得注意的事情就是我把它称为“螺旋创新”的东西，它在市场与机构之间相互影响。在任何时候，在投资银行和交易所之间，有时甚至在立法机构之间，总是存在着残酷的产品竞争。其实，双方是高度互补的。好的想法被转换成更加有效的衍生工具，提供给市场，从而为下一个创新打下基础。

    布莱尔·赫尔：如果没有与交易商和业内会员进行良好的协同工作，我们是不可能开发出这么多产品的。我们需要研发部门的智囊团与实践人员相结合，这就是我们为什么能够开发出如此多新品种的原因。

    《巴伦周刊》主持人：迈伦·斯科尔斯，您认为期权交易增长最重要的因素是什么？

    迈伦·斯科尔斯：正如默顿所说，其中一个重要因素就是技术的进步。当我第一次考察芝加哥期权交易所的时候，我看到有两类交易者，一类是头发灰白的柜台交易者，他们认为“不需要模型，经验就是一切”；还有一类是年轻人，他们时刻都带着写满用模型计算的价格和套利策略的记录纸。结果，年轻人彻底击败了那些并未全面了解期权定价、仅靠经验的交易者。

    《巴伦周刊》主持人：杰弗里·亚斯，您认为期权市场增长的最重要因素是什么？

    杰弗里·亚斯：期权理论是核心。如果你不是期权理论专家，那么你也很难成为决策专家，在需要对事情决策的时候，你就不具备竞争性。期权理论创新了人们的思维方式。如果说我们花了35年的时间把期权理论广泛传播，并使期权市场得以发展的话，那么，期权理论从伟大的思想转化为实践应用也需要很长时间。

    《巴伦周刊》主持人：杰弗里·亚斯，您怎样看待未来的前景？

    杰弗里·亚斯：芝加哥期权交易所的基本业务就是将风险从不愿承担风险的人那里以更好的价格转移到愿意承担风险的人那里。股票和指数的风险已被大家熟知，但还有许许多多的风险目前还没有被转移，这些未转移的风险与经济增长、预期税率、房地产、消费者价格指数以及政治风险相关，芝加哥期权交易所可以涉足这些领域。

    《巴伦周刊》主持人：迈伦·斯科尔斯，您认为对未来发展起重要作用的因素是什么，趋势还是产品？

    迈伦·斯科尔斯：随着市场电子化程度的加深，我们有能力上市成本低廉、更多形式的期权，这样就会产生持续创新的需求，提出新的套期保值方法。正是由于套期保值才为期权或是期权类产品创造了增长机会。我们将看到商业企业使用更多的交易策略，因而获得了更大的灵活性。机构和投资者对灵活性考虑得越来越多，它甚至可以在提供流动性方面发挥作用。

    另一个很重要的领域是，期权和其他衍生品是如何计入公司资产负债表的。作为一个社会，我们必须建立一个全新的会计体系，现在拥有的会计体系已经过时了。目前，衍生品并未计入公司资产负债表，同样，风险也未能很好地整合到资产负债表中。

    我们还将看到，期权在流动性定价方面的巨大发展。例如，你拥有一个股票，并且购买了该股票的看跌期权，如果股票价值下跌，那么看跌期权价值就会上升，该股票因而具有了再流通性。这只是一个标准形式，并不是所有的流动性需求都具有这种特定的方式。今后，许多新形式的合约将会出现，以满足流动性的不同需求。

    《巴伦周刊》主持人：布莱尔·赫尔，您怎么看待期权行业的未来呢？

    布莱尔·赫尔：斯科尔斯和默顿刚才谈的都是创新，这是驱动期权产业发展的动力。我将用我的理论解释为什么我们的行业会有如此巨大的增长，这就是交易平台的公平化，也就是说，我们摆脱了客户和做市商之间的差别。我们市场的国际开放也是一个重要领域，我认为，财长保尔森推动金融体系（包括合并美国证券交易委员会和商品期货交易委员会、提高结算效率、降低交易成本等措施）向前发展所具备的开创精神是非常让人钦佩的。

    《巴伦周刊》主持人：威廉·布拉斯基，请谈谈您对未来的展望。

    威廉·布拉斯基：首先，我想就赫尔的观点谈一下自己的看法。的确，客户和专业投资者之间的区别已经变得很模糊。实际上，在某些方面，由于各种原因，我们有许多专业投资者宁愿当一名客户。因为客户的交易成本比较低，而且还可以获得以前只向专业投资者提供的投资组合保证金利益。其实，客户和专业投资者之间存在的区别都是由于技术水平不能满足市场需要而形成的，今后一到两年时间里，这些区别或许就会不复存在。

    近几年市场推出了一系列产品，从单个股票期权到现金结算产品和指数期权，再到交易所交易基金期权，一直到现在的波动性产品，要让这些产品活跃起来还有许多工作要做。例如，我们现在有一个基于买卖指数（衡量基于标准普尔500指数保护性看涨期权策略收益的基金）的交易所交易基金，如果客户不想一月一次进行买进指数卖出看涨期权交易的话，那么他就可以使用这一产品。因为我们创造了这个基准性产品，并且已经以封闭式基金和交易所交易基金的方式向市场提供这种产品。

    我认为，目前这些产品还处在发育期。现在，可能有200亿或300亿美元投资于我们的买卖指数基金，两三年后，这些投资会增长至1000亿美元，因为买卖指数基金是非常好的产品。此外，我们还有波动性产品。我认为，当今的波动性产品正处在指数型产品25年前的发展阶段。我们看到，对于这些产品的使用，不仅涉及机构投资者和专业投资者，还包括了那些不同类型的、非常清楚如何采用正确方式使用这些产品的零售客户。