



THE HISTORY OF COMMODITY

FUTURES TRADING
AND ITS REGULATION



JERRY W. MARKHAM

商品期货交易 及其监管历史

[美] 杰瑞·W. 马卡姆 著
大连商品交易所本书翻译组 译



中国财政经济出版社



THE HISTORY OF COMMODITY

FUTURES TRADING
AND ITS REGULATION



JERRY W. MARKHAM

商品期货交易 及其监管历史

[美] 杰瑞·W·马卡姆 著

大连商品交易所本书翻译组 译

中国财政经济出版社

图书在版编目 (CIP) 数据

商品期货交易及其监管历史/ (美) 马卡姆 (Markham, J.W.) 著; 大连商品交易所本书翻译组译. —北京: 中国财政经济出版社, 2009.5

书名原文: The History of Commodity Futures Trading and Its Regulation

ISBN 978 - 7 - 5095 - 1590 - 7

I. 商… II. ①马…②大… III. 期货交易 - 经济史 - 美国 IV. F837.129

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2009) 第 071717 号

著作权合同登记号: 图字 01 - 2008 - 4909

Jerry W. Markham

The History of Commodity Futures Trading and Its Regulation

ISBN 0 - 275 - 92313 - 4

Copyright © 1987 by Praeger Publishers

Original language published by Praeger Publishers, a division of Greenwood Press, Inc. All rights reserved. No portion of this book may be reproduced, by any process or technique, without the express written consent of the publisher.

Simplified Chinese translation edition is published and distributed exclusively by China Financial & Economic Publishing House under the authorization by Greenwood Press, Inc., within the territory of the People's Republic of China only, excluding Hong Kong, Macao SAR and Taiwan.

本书中文简体字翻译版由美国格林伍德出版公司授权中国财政经济出版社在中华人民共和国境内 (不包括香港、澳门特别行政区及台湾) 独家出版发行。

责任编辑: 刘瑞思

责任校对: 徐艳丽

封面设计: 洋 子

版式设计: 兰 波

中国财政经济出版社 出版

URL: <http://www.cfeph.cn>

E-mail: cfeph @ cfeph.cn

(版权所有 翻印必究)

社址: 北京市海淀区阜成路甲 28 号 邮政编码: 100142

发行处电话: 88190406 财经书店电话: 64033436

北京财经印刷厂印刷 各地新华书店经销

787 × 1092 毫米 16 开 19.75 印张 289 000 字

2009 年 6 月第 1 版 2009 年 6 月北京第 1 次印刷

定价: 43.00 元

ISBN 978 - 7 - 5095 - 1590 - 7/F·1380

(图书出现印装问题, 本社负责调换)

本社质量投诉电话: 010 - 88190744

序 言

中国证券监督管理委员会主席助理

姜洋

期货市场是市场经济发展到一定阶段的产物。现代意义上的期货交易产生于19世纪中期美国的芝加哥，经过160多年的发展，美国期货市场已成为美国乃至全球经济体系中一个重要的组成部分，美国期货市场发展与监管的历史经验也为各国期货市场建设所借鉴。《商品期货交易及其监管历史》一书描述了美国期货市场成功的缘由和其成为典范的艰辛之路。可以说，这本书是美国期货市场的时代镜像，在这里，我们不仅看到了美国期货市场曲折发展、经济功能逐步深化的历史轨迹，也看到了加强期货市场监管、防范和化解风险的制度变迁之路。

纵观《商品期货交易及其监管历史》，正如该书作者所说，“期货市场的发展史就是监管者与市场操纵者的博弈史”。在美国期货市场发展的前一个半世纪里，操纵与反操纵贯穿着美国期货市场发展的始终。从“小麦大王”到系列鸡蛋操纵案，从商品交易监管局（CEA）到商品期货交易委员会（CFTC），从《反逼仓条例》到《商品交易法》，从行业惯例到监管部门和交易所主导下制

定的一系列制度规则等，我们看到了不同主体在不同市场阶段的博弈、争斗、磨合、修正的过程，也看到了美国期货监管当局为促进市场的公正和透明，在监管体制、监管手段、市场规则和运作体系等方面作出的努力。“魔高一尺，道高一丈”，随着市场监管的不断加强和完善，美国期货市场逐步走上了法治规范的发展轨道，并助推美国经济跃上了世界经济体系的制高点。

我国从 20 世纪 80 年代末开始试点期货交易，至今已有近 20 年的历史。初期，由于经济的市场化程度不高、法制不健全、信用环境较差等诸多因素制约，我国期货市场走过了一条曲折之路。经过 1993 年和 1998 年两次清理整顿后，期货市场逐步进入规范发展的轨道，监管体制逐步理顺，法规制度逐步建立，监管力度不断加大，混乱局面得以扭转，市场秩序趋于好转。进入 21 世纪以来，特别是 2004 年初国务院发布《关于推进资本市场改革开放和稳定发展的若干意见》以来，在国家“稳步发展期货市场”战略思想的指导下，中国证监会深入贯彻落实科学发展观，不断加强期货市场各项法规和基础性制度建设，稳步推进新产品上市和加强市场风险监管，期货市场逐步进入了持续稳定健康发展的新阶段。

一是法规制度建设逐步健全，在颁布实施《期货交易管理条例》的基础上，修改和新制定了涉及期货交易所、中介机构、高管人员、金融期货业务等覆盖期货市场各个方面的配套规章和规范性文件；同时，还建立了期货保证金安全存管制度、以净资本为核心的风险预警监管制度、投资者保障基金制度等一系列基础性制度。二是市场运行保持平稳有序，基于新兴加转轨市场的特定市场环境，探索建立了适用中国期货市场的监管制度和风险防范处置机制，有效地化解了近年来由于国际市场期货价格大幅波动所引发的较大风险，特别是 2008 年成功处置了因国际金融危机

影响而导致的期货市场“百年一遇”的重大系统性风险。**三是**市场创新发展积极推进，在过去仅有7个品种的基础上，先后上市了15个关系国计民生的大宗商品期货品种，至此，除原油期货外，国际上主要的大宗商品期货品种都已在我国上市交易；市场规模也稳步扩大，2008年全国期货市场成交量和成交额分别达到13.6亿手和71.9万亿元，从成交量看，已成为仅次于美国的全球第二大商品期货市场。**四是**市场经济功能逐步发挥，相关期货品种的现货企业也开始通过期货价格来指导生产经营并利用期货市场来管理风险。在2008年期货市场“百年一遇”系统性风险的冲击下，一些行业还成功地利用期货市场套期保值避免了灾难性损失。

历史是一面镜子，以史为鉴，可以明今昔。美国等西方成熟市场在探索期货市场发展和监管的规律方面积累了诸多经验教训，我们要重视、吸收和借鉴；同时，要结合中国市场的实际，探索符合我国期货市场阶段特征的发展之路。我国期货市场的发展历史已经充分证明了这一点，我们要继续坚持。从《商品期货交易及其监管历史》一书中，我们可以得出以下一些规律性的启示：

第一，期货市场的根本是要服务经济发展。美国的经验表明，期货市场的存在基础和发展目的就是发挥其经济功能，服务产业及实体经济的健康发展，唯如此，期货市场才有生存的价值，也才有持续发展的源泉。这也启示我们，各项工作必须要围绕服务国民经济又好又快发展的中心目标来展开，要始终坚持“公开、公平、公正”的原则，确保各类市场主体平等地利用期货市场，严厉打击操纵和欺诈等违规交易行为，确保期货价格的真实性和有效性，充分发挥市场的经济功能，服务企业生产、经营和销售，促进产业及实体经济稳健发展。

第二，防范风险是期货市场发展的永恒主题。从美国的历史

看，期货市场是高杠杆率的市场，是一个既能管理风险也会引发风险的市场。期货市场作为资本集聚和各种利益主体博弈的场所，为牟取暴利，市场操纵或违规交易行为始终与之相伴相生。因此，加强监管、打击市场操纵和欺诈等违规交易、防范和控制市场风险对于期货市场的稳健发展十分必要。在我国特定的市场环境下，维护期货市场的稳定运行更显重要，要从维护资本市场安全、金融安全、经济安全的战略高度来深化对期货市场平稳运行重要性的认识，认真汲取金融危机的教训，对违法违规行为及时发现、及时制止、及时查处，切实做好风险的预警、监测、监控和处置工作。

第三，法制、监管是期货市场长治久安的保障。梳理美国期货市场的发展脉络，完善法规制度、健全监管体制贯穿于任何发展阶段始终，法规及基础性制度是保障市场持续发展的基石所在。依法监管、依法治市、维护“三公”也是我们稳步发展期货市场必须遵循的基本原则。借鉴美国的做法，要对期货品种上市、交易、结算、交割等重点环节的监管研究出台相关监管法规，推动完善相关监管制度；尤其要加强对市场创新的监管，确保市场创新与市场的承受能力、监管能力与风险承受能力相适应；要加强期货监管力量的配备，不断改进监管手段和方式，确保监管到位和提高监管的有效性，保障市场平稳运行和促进功能发挥。

在《商品期货交易及其监管历史》中文版付梓之际，也正值全球经济遭遇美国金融危机冲击、各方对衍生品市场发展进行深刻反思之时，发展交易所期货市场已成为国际衍生品市场发展的新动向。在这一形势下，大连商品交易所组织人员翻译出版本书中文版，让更多行业人士重温美国期货市场一个半世纪的发展历史，深入思考法制与监管、自律与规范、创新与发展等重要问题，无疑将会给我们带来更多更新的有益启示。在新的历史机遇和挑

战下，我们要继续坚持“稳步发展期货市场”的指导思想，借鉴成熟市场的经验，深入推进期货市场改革发展的各项工作，不断增强期货市场服务国民经济发展的能力。

2009年6月

中文版序

美国佛罗里达国际大学法学教授 杰瑞·W. 马卡姆

自本书出版以来，商品期货行业不断面临新的挑战，特别是 1987 年美国的那场股灾使整个业界惶恐不安。当时出现的股市低迷与 1929 年的情形有诸多相似之处，人们起初担心 20 世纪 30 年代的“大萧条”将再次来临。结果，这种担忧是多余的。大量研究发现，美国的股票市场和商品市场已经交织在一起，这一现象的诱因是美国设计出的一种基于一篮子股票价格的股指期货合约。上述研究还发现，在股票定价方面，期货市场实际上比股票市场本身更有效率。

美国证券交易委员会（SEC）以 1987 年股灾为借口，再次试图从商品期货交易委员会（CFTC）手里揽取证券衍生品的监管权。为此，美国设立了一个总统委员会，继而授命一个工作组专门审议是否需要改革的问题，以避免今后类似的股市暴跌现象重演。工作组提出并被采纳的主要建议是引入一种“熔断机制”，该机制意在当市场价格急剧变化时“暂停”交易，这种“熔断机制”或价格限制至少从第一次世界大战起就已经在商品市场上使用了。

期货市场上最臭名昭著的事件当属 1989 年美国联邦调查局（FBI）和联邦检察官针对芝加哥期货交易所（CBOT）展开的一次“针刺行动”。FBI 特工装扮成场内交易者，利用政府的资金购买交易席位，并用磁带记录了他们

与其他交易者的交易。随后政府就大约 1500 项欺诈性和收盘后交易起诉了很多交易者。但是，许多交易涉案金额较少。政府的起诉行动结果喜忧参半，许多交易者只在较轻的指控面前承认有罪。针对“针刺行动”之后所揭示的问题，国会 1992 年通过了《期货交易操作法》（*Futures Trading Practices Act*）。CFTC 获得授权可以禁止场内交易者从事在自身账户以及代表客户进行的“双重”交易，除非审计记录提供充分，能够对违规交易加以披露。

商品市场的另一重大事件是“混合衍生工具”，即今天所谓场外或柜台交易衍生品（OTC）的发展。这些交易工具所包含的某些元素可以追溯到殖民时代，但在本书首版时，这些工具在现代金融决策中才刚刚得到应用。当时的掉期或互换业务尚处于初期阶段，而现在其市场名义交易金额已达数万亿美元。场外衍生工具的数量和品种激增，包括一些新近出现的品种，如掉期期权交易、合成股票、寿险金支持债券、信用互换或称信用掉期以及无内在价值的权证。衍生品经纪人也随之出现了，其中不乏那些资本雄厚的银行附属公司和经纪商，其 AAA 级的信用评级可以保证较低的交易违约风险。

许多机构利用场外衍生工具规避利率和其他风险，但许多人并不完全理解这种交易工具的局限性或风险。很快，利率波动导致一场危机。许多机构宣布衍生品交易出现了巨额亏损，宝洁公司就是其中一例。这家公司参与一种名为“筐投式固定期限收益曲线趋平互换”的交易。吉布森贺卡公司也蒙受巨额损失，该公司参与交易的衍生工具包括基差互换、套利锁定型互换和一种“婚礼乐队期权”。加州橘子郡市政机构因为其财政部长在衍生品市场上的盲目交易而陷入破产境地，伦敦 300 年老店巴林银行更因为其 28 岁的交易员尼古拉·利森在期货市场豪赌而最终破产。

上述事件引发业界对衍生品交易是否需要加强监管问题的关注。不过，由此导致的主要结果只是修改了会计准则，以使场外衍生品交易的信息披露变得更为透明。这是因为场外衍生品交易往往没有体现在资产负债表上。这些衍生品交易的亏空事件也为 SEC 寻求监管权提供了又一次机会，他们创建了一个新的注册类别，称其为“代理经纪商”，允许衍生产品经纪商在 SEC 注册，并接受较低标准的监管。虽然只有一家企业选择进行注册，SEC 的这一举措还是引起 CFTC 作出回应。CFTC 宣布，它正在考虑是否对场外衍生工具进行监管。长期资本管理公司（LTCM）的财政困难为 CFTC 的介入

提供了契机，该公司是一家对冲基金，尽管其阵容中不乏众多一流的经济学家，但还是对市场走势作出了错误的判断。遵照美国联邦储备委员会的要求，华尔街的介入使 LTCM 得到拯救。与此同时，CFTC 的揽权行动遭到来自财政部、美联储、SEC 以及期货行业的抵制。随后，国会通过立法阻止了 CFTC 寻求监管场外衍生工具的努力。

20 世纪末，美国越来越担心其市场地位受到来自国外的竞争威胁。CBOT 在全球衍生品交易市场上一直居于领先地位，但在 20 世纪末，它的领先地位已经让位给欧洲。首先遇到的挑战来自伦敦国际金融期货交易所 (LIFFE)，但最终是位于德国的欧洲期货交易所 (Eurex) 凭借电子交易颠覆了 CBOT 的世界霸主地位。在欧洲交易所的冲击面前，美国的整个期货业都丢失了市场份额。

这一事态的发展引起了关于过度监管导致美国在这一重要市场领域竞争优势地位遭到破坏的担忧。批评人士认为，1936 年实施的《商品交易法》(Commodity Exchange Act) 赋予美国商品交易所的垄断权阻碍了商品期货合约在场外市场的交易。因为依据该项法案，商品期货合约只能在 CFTC 指定为“合约市场”的商品交易所内进行交易。这项禁令也抑制了其他类型交易工具的发展，即那些包含商品期货元素，但因为参与交易的机构有能力保护自己而不需要 CFTC 监管保护的交易工具。

CFTC 新的领导班子出台了一套全新的方法来监管场外衍生品市场。针对那些机构之间的交易，CFTC 通过的新规则允许机构间场外衍生工具交易享受豁免待遇或放宽相关监管标准；美国国会很快对这一做法表示支持，并通过了 2000 年《商品期货现代化法案》(CFMA)，该法案建立起一种分别针对交易所散户和针对场外交易市场大型机构的分层次监管体系，该法案还允许向使用电子交易平台过渡。

在 2000 年《商品期货现代化法案》通过之前的监管框架下，允许场外经营货币业务的企业面向小规模散户投资者销售货币合约，该法案的通过填补了监管框架中的一个空白。这些企业在其销售业务中存在大量的欺诈行为，他们力图通过在所谓财政部《商品交易法》修正案的监管框架下运作，从而排除 CFTC 对外汇交易的管辖权。最高法院曾拒绝 CFTC 关于其管辖权范围仅排除银行和大型机构的主张，《商品期货现代化法案》通过之后，

CFTC 就可以依法防止通过场外市场向散户投资者销售货币合约。《商品期货现代化法案》的另一方面内容是国会允许单只股票期货合约的交易。此前，股票期货的交易仅限于宽基股票指数的交易，该项立法在单只股票期货交易方面创建了一个由 SEC 和 CFTC 共同监管的分层次监管框架。单只股票期货交易在美国已取得发展，但在发展的初期阶段，交易量尚处于一个很低的水平。

CFTC 继续履行其监管期货交易的职能。他们针对日本住友公司提起的一项诉讼引发了诸多争议。据 CFTC 指控，住友公司的一名交易员通过违规操作意图操纵世界市场上铜的价格。该案引起争议的焦点问题是几乎所有的交易活动均发生在美国境外。另一广为关注的事件是 2001 年 9 月 11 日世界贸易中心恐怖袭击使商品市场被迫关闭一段时间，不过很快又恢复运行了。安然公司的倒闭再次使关注焦点转向场外衍生品交易，《商品期货现代化法案》的法律条文中似乎包含意在使部分安然公司业务免受监管的内容。然而，几乎没有证据可以表明监管何以阻止安然公司的破产。发生在加利福尼亚州的能源危机让人们将目光转向包括安然在内的场外交易，这是因为包括安然公司在内的一些交易者正在利用该州在能源资源管理方面的疏漏采用各种博弈策略进行交易。此外，调查中还发现市场上存在其他一些交易伎俩，例如通过“往返程”交易抬高交易者信誉，以及通过将贷款项目包装成商品交易项目，以此在安然公司的账目中剔除贷款项目。

对冲基金也经常参与衍生品交易，并在暴露出持有“依据市场走势变化”以及“延迟交易”的共同基金股份之后，成为被监管的重点。SEC 作出的回应是要求他们按照“投资顾问”进行注册，但上诉法院驳回了这一要求，裁定 SEC 不具备相关监管权限。颇具讽刺的是，就在 SEC 采取上述行动前不久的几年，CFTC 废止了要求对冲基金按照“商品交易顾问”进行注册的规定。有一家名为不凋花咨询公司（Amaranth Advisors LLC.）的对冲基金在 3 个星期内损失高达 20 亿美元，最终不得不进行清算，该公司一直在天然气期货市场占据主导地位。另一蒙受巨亏的案例是瑞富公司（Refco Inc.），该公司是全美最大的期货经纪公司之一，被暴露在其账目中藏匿有超过 4 亿美元的负债。

芝加哥商业交易所（CME）于 2000 年开始公司化改革，并成功上市。

2007 年，CME 与 CBOT 合并，从而实现全美国两家最大期货市场的结盟。洲际交易所（ICE）是一家电子交易所，也参与了对 CBOT 的竞购，但却败给了 CME。

毋庸置疑，这些重大事件都印证了商品期货市场的动态发展过程，这一市场将继续壮大并不断完善。当然，仍会有人图谋滥用这一市场，但是历史告诉我们，这是正常发展历程中的一部分，而正是这一历程推动着社会不断前进。有时候，我们甚至不得不忍受一些过失，因为这也是完善历程的一部分。

佛罗里达州迈阿密

2007 年 8 月 15 日



缩略语·····	(1)
前 言·····	(3)
鸣 谢·····	(5)

第一部分 早期的美国期货市场

第一章 发 端·····	(9)
黄金逼仓事件·····	(14)
早期的其他交易所·····	(15)
特权：第一个商品期权·····	(16)
投机商号·····	(17)
联邦立法行动·····	(18)
第一次世界大战和联邦贸易委员会的研究工作·····	(20)
《期货交易法》·····	(21)
谷物期货管理局的其他行动·····	(26)
第二章 《商品交易法》的产生 ·····	(32)
卡顿案·····	(32)

大萧条·····	(33)
商品交易管理局·····	(39)
第三章 第二次世界大战及战后时期·····	(46)
战后时期·····	(49)
朝鲜战争时期·····	(52)
鸡蛋、黑麦和其他问题·····	(54)
第四章 20 世纪 70 年代的色拉油崩盘和市场混乱 ·····	(59)
糖、小麦和其他商品期货·····	(61)
1968 年修正案 ·····	(63)
20 世纪 70 年代：越战时期的商品期货市场 ·····	(67)
《得梅因纪事报》的文章 ·····	(69)
第五章 1974 年《商品期货交易委员会法》 ·····	(72)
第六章 CFTC 的创建及其早期工作 ·····	(85)
仲裁和其他规则·····	(93)
与 SEC 的冲突和其他法律问题 ·····	(94)
马铃薯违约及其他事件·····	(95)
第七章 CFTC 起草规则 ·····	(98)
净资产·····	(98)
账户保险·····	(99)
双重交易和时间标记·····	(102)
其他规则·····	(104)
大豆事件·····	(106)
1978 年修正案 ·····	(109)

第八章 国会关于外国交易者参与银、谷物期货及其他方面的问题

.....	(114)
特别命令.....	(114)
1979 年 3 月小麦期货合约事件	(115)
延期交割合约.....	(116)
财政部与美联储的研究.....	(118)
白银危机.....	(119)
谷物禁运.....	(120)
1982 年修正案	(120)
交易所联合.....	(123)
联合研究.....	(124)
内部消息研究.....	(124)
又一次大豆事件.....	(126)

第二部分 CFTC 及其运作

第九章 CFTC 及其运作	(129)
主席办公室.....	(129)
委员.....	(134)
首席律师办公室.....	(136)
第十章 执行主任办公室.....	(140)
地区办公室.....	(143)
其他办公室.....	(144)
经济分析部.....	(146)
第十一章 交易与市场部.....	(152)
第十二章 稽查部.....	(161)
重温期权之战.....	(166)

跨期避税案	(169)
欺诈案	(172)
操纵市场案	(178)
外国交易者和其他案件	(181)
交易禁令行动	(183)
刑事诉讼	(185)
对稽查部职员的攻击	(186)
传票和调查权	(188)
CFTC 未来的稽查工作	(191)

第三部分 受监管的衍生工具

第十三章 杠杆交易	(197)
有关背景	(197)
案例	(208)
第十四章 商品期权	(210)
期权禁令的例外	(213)
经纪人期权	(213)
商业期权	(213)
交易所交易期权	(216)
第十五章 现货合约	(218)
远期或延期交割合约	(219)
商品期货合约	(220)
立法	(226)
CFTC 及关于期货合约的司法声明	(228)
第十六章 境外期货和期权	(232)
伦敦交易所	(232)