



美国期货市场监管研究

上海期货交易所《美国期货市场监管研究》课题组 编著

014030525

F837.125

149



SHANGHAI FUTURES EXCHANGE

期货与金融衍生品系列丛书

总编 杨迈军

美国期货市场监管研究

上海期货交易所《美国期货市场监管研究》课题组 编著



北航

C1717298

中国金融出版社

F837.125
109

014030252

责任编辑：吕冠华

责任校对：刘明

责任印制：毛春明

图书在版编目 (CIP) 数据

美国期货市场监管研究 (Meiguo Qihuo Shichang Jianguan Yanjiu) / 上海期货交易所《美国期货市场监管研究》课题组编著. —北京: 中国金融出版社, 2014. 3

ISBN 978 - 7 - 5049 - 7241 - 5

I. ①美… II. ①上… III. ①期货市场—金融监管—研究—美国
IV. ①F837. 125

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2013) 第 301669 号

出版
发行 **中国金融出版社**

社址 北京市丰台区益泽路 2 号

市场开发部 (010)63266347, 63805472, 63439533 (传真)

网上书店 <http://www.chinafph.com>
(010)63286832, 63365686 (传真)

读者服务部 (010)66070833, 62568380

邮编 100071

经销 新华书店

印刷 利兴印刷有限公司

尺寸 169 毫米 × 239 毫米

印张 17.5

字数 216 千

版次 2014 年 3 月第 1 版

印次 2014 年 3 月第 1 次印刷

定价 41.00 元

ISBN 978 - 7 - 5049 - 7241 - 5/F. 6801

如出现印装错误本社负责调换 联系电话 (010) 63263947

“美国期货市场监管研究” 课题组

领导小组

组 长 杨迈军

副组长 刘能元 席志勇

工作小组

陈建平 毕 鹏 卢庆杰

纪 婧 饶 伟 何文婷

黄佐铎 虞文力 洪 诚

陈 星 陆 洁 许 涛

王 帅 潘佳俊 张 成

王佳杰

总 序

从世界上第一个期货交易所——芝加哥谷物交易所于 1848 年诞生以来，期货市场便在人们争议、怀疑的氛围中风风雨雨走过了近 160 年。回顾这 160 年，一个不断创新、奋力开拓的画面就会清晰地呈现出来。同 160 年前相比，今天的期货市场品种丰富多彩，从当初单一的商品期货到今天商品期货、金融期货以及各种非传统期货合约，共同发展，争奇斗艳。同时，交易方式更加灵活便捷、交易制度更加规范合理、投资者结构更加多样化和层次化，期货市场在世界金融市场体系中的作用和影响力也更加深远和广泛。目前，期货价格已经成为世界主要金融产品和大宗商品价格的风向标，成为各国维护其金融安全和经济安全的重要工具。

近年来，期货市场一个值得注意的现象就是，随着市场的不断创新和投资主体的扩大，期货市场的功能也在不断深化和拓展。以往，我们往往只注意到期货市场传统的价格发现、风险管理、套期保值等基础性的功能，对期货市场促进宏观调控、引导产业结构调整、优化企业财务结构和加强风险管理能力、提高整个社会资源配置效率，以及保证国家经济、金融安全上的功能认识不够。这些年，政府和金融机构开始积极主动地利用期货进行风险管理，政府、金融机构这些市场主体的加入，以及期货市场对这些市场主体决策行为和理性预期的影响，导致期货市场与国家宏观经济、与其他金融市场的联系更加紧密。如美国政府制定

农业政策时，就非常注重发挥期货市场的作用：自 1993 年起，美国政府就开始逐渐减少用于农业的财政补贴，采用政策引导手段，如提供低息贷款，鼓励农民参与农产品期货及期权交易，规避农产品价格风险。农场主先在期货市场做卖出套期保值，银行再根据农场主套期保值的规模发放相应贷款，政府为保护农民利益同样根据农民套期保值的规模在期货市场为农民做买入看涨期权。这样，银行在农场主做套期保值的前提下发放贷款，不存在还款纠纷，避免了金融风险；政府为避免天灾人祸给农民造成损失，以农民的实际保值规模买入看涨期权，也锁定了因农民交不出相应规模的粮食导致价格暴涨所带来的风险。这样，既理顺了农业价格形成机制，又促使农业种植企业根据期货市场价格信号及时调整种植结构，从而大大提高了美国农业产业的整体竞争力，政府也相应地减少了财政负担，实现了整个社会资源的最优配置。

实际上，对一个成熟的现代企业而言，证券市场与期货市场是企业发展的两极。证券市场提供融资功能，推动企业规模扩张，而期货市场则提供风险管理，保证经营的连续性。这两项功能，对任何企业而言都是必不可少的，一个规模再大的企业，如果不能积极、主动地利用期货市场管理好风险，那么这个企业也一定是没有竞争力的。根据 2003 年国际掉期、衍生品协会（ISDA）的调查，全球 92% 的跨国公司都在利用衍生工具管理和对冲风险。在这些公司中，有 92% 用衍生品来控制利率风险，有 85% 用衍生品来控制汇率风险，有 25% 用衍生品来控制商品价格风险。2007 年 1 月 25 日，著名投资银行家罗杰斯因为购买了中国国际航空公司的股票，专程到该公司实地考察，并特意询问国航高层是否应用期货市场规避油价波动的风险。这表明，中国企业要成功走向世界，得到国际投资者的认可，必须善于运用期货市场进行套期保值。

目前，我们正在建设创新型国家，国家“十一五”规划纲要中明确提出要以提高自主创新能力作为科学技术发展的战略基点和调整产业结构、转变增长方式的中心环节。而期货市场是市场经济发展的高级形式，其价格信号具有现货市场无法具备的远期价格发现功能，能够比较真实地反映出未来商品价格变动的趋势，从而能够比较真实地反映出行业未来变化和发展趋势，通过期货交易形成的价格，也更具有真实性、预期性、连续性和权威性。从国际经验看，期货市场在引导产业结构调整上具有其独特的优势。诺贝尔经济学奖获得者默顿·米勒就曾经说过，没有期货市场的经济体系称不上是市场经济，一个功能完善、运行规范的期货市场，是国家宏观调控的重要工具，是市场经济重要的组成部分。

目前，我国期货市场正迎来历史上前所未有的发展机遇，处于实现突破性发展的临界点。党的十七大报告指出，推进金融体制改革，发展各类金融市场，形成多种所有制和多种经营形式、结构合理、功能完善、高效安全的现代金融体系。加强和改进金融监管，防范和化解金融风险，期货市场作为广义资本市场的核心之一，在增强金融体系弹性和促进金融市场结构一体化上具有其他市场无可替代的作用。2008年，温家宝总理在《政府工作报告》中明确提出要“稳步发展期货市场”。随着股权分置改革基本完成和资本市场其他制度改革的积极推进，我国资本市场战略转型的基础已经逐步夯实。作为资本市场重要组成部分的期货市场，各种基础性的制度建设也已经逐步得到加强，如《期货交易管理暂行条例》的修改、以净资本为核心的期货公司风险监管指标体系的建立、期货保证金监控中心初步发挥了“电子眼”监控功能、《期货交易法》立法工作开始启动等，都将极大地推动期货市场的创新和发展。2007年，全球场内衍生品成交151.87亿手，成交金额超过了

2 300 万亿美元，相当于全球 GDP 的 45 倍。2007 年，我国期货市场总成交金额为 40.97 万亿元人民币，仅与我国 GDP 规模相当，占世界期货总成交金额的 0.2%。差距是明显的，空间也是巨大的。因此，我们完全有理由相信：我国期货市场发展即将步入黄金时期，商品期货也将迎来一个全新的发展高潮。

对于中国商品期货市场的发展前途，我们要充满信心，我国目前已经成为世界制造业中心，经济正处于大规模工业化的过程中，相关产业对商品期货还有潜在的巨大需求。而商品期货从诞生的那一天开始，其生命力就在于为产业发展服务。国内外期货市场长期的发展实践证明，商品期货在传递产业信息、发现远期价格、引导资源配置和规避市场风险等方面的作用是不可替代的。经济发展的需要是我国商品期货能够持续发展的根本，为商品期货服务于国民经济提供了广阔的空间。

为了推动期货市场创新，上海期货交易所近年来进行了不少积极的探索，特别是在前总经理姜洋同志的领导下，上海期货交易所制度、管理、产品、服务和技术创新上都取得了长足的进步，综合竞争力和社会影响力大大增强，市场功能逐步发挥。姜洋同志还特别注重期货研究工作，在他的领导下，上海期货交易所从 2002 年开始策划出版了《期货与金融衍生品系列丛书》，到 2006 年年底，已经出版了 18 本，初具规模，业内普遍反映良好。大家认为，这套丛书内容翔实，分析全面，观点独到，从品种、制度和市场等各个方面剖析了期货与金融衍生品市场的运作规律和发展趋势，以丰富的研究成果支撑了我国期货市场的规范发展，特别是推动了我国金融期货市场的发展。我到上海期货交易所以后，中国期货市场的发展格局已经出现了一些变化，国务院从整个资本市场发展战略的全局出发，专门成立了中国金融期货交易所。为了适应这种变化，上海期货交易所及时调整了自己的发展定位，力争建设成

为规范、高效、透明，以金属、能源、化工等工业基础性产品及相关衍生品为主的国际化的综合性期货交易所。

要实现上述战略目标，需要有更加丰富的研究成果作支撑，需要以海纳百川的态势，集聚一大批致力于期货市场研究的社会力量。我们将在现有的基础上，继续发扬上海期货交易所重理论、重实践的优良传统，自觉承担起构建中国期货市场研究高地、推动期货和金融衍生品理论创新的重任，倍加珍惜这一平台，倍加珍惜这一成果，把《期货与金融衍生品系列丛书》继续办下去，越办越好，共同推动我国期货市场走向新的繁荣。

上海期货交易所理事长 杨迈军

2008年3月

序 一

金融市场发展的历史，也是金融危机的历史。金融危机对金融体系的冲击及形成的破坏性的影响，凸显金融监管对金融市场的平稳健康发展的重要意义。因而，金融市场发展的历史也是一部金融监管发展的历史，而金融监管实践与金融监管理论的演化一脉相承。

金融监管是一种政府行为，是与市场行为相对应的对金融市场的监管。1776年亚当·斯密出版的《国富论》使“看不见的手”成为市场经济的准则，政府仅仅应该作为市场经济的“守夜人”；这一阶段，美国和西欧的实际经济运行处于自由资本主义时代。19世纪，私人机构发行货币曾为许多国家带来了经济混乱，为了管理货币秩序，美国于1913年建立了中央银行，政府开始对银行活动中发行银行券的数量进行控制，金融监管主要集中在货币监管和防止银行挤提方面。这一时期，期货市场也处于自由发展阶段。美国期货市场自1848年芝加哥期货交易所以（Chicago Board of Trade, CBOT）创立开始，由于没有相关法律法规规范，主要依靠交易所自定的规则，出现了大量囤积现货、操纵价格、欺诈、非法交易等事件，美国国会1922年通过了《谷物期货法》（*Grain Futures Act*），对期货市场进行规范。

1929年美国股市发生暴跌，随后陷入一场空前的经济危机。大危机证明了“看不见的手”并不是无所不能的，金融市场存在不完全性，凯恩斯主义“信息不完备和信息不对称”理论为西方主要发达国家加

强对金融领域的控制提供了理论依据。在此背景下，美国国会通过了《1933年银行法》，其中规范证券与银行业之间关系的一些条款被合称为《格拉斯—斯蒂格法》；美国国会又先后颁布了一系列法案，逐步形成了金融业分业经营制度的基本框架。在期货市场监管方面，美国国会对《谷物期货法》进行了较大的修订，1936年正式颁布了《商品交易法》（*Commodity Exchange Act*）。20世纪30~70年代，金融市场受到广泛、深入的金融监管，金融监管理论的核心是金融体系的安全优先。

然而，在金融市场的安全性得到保证的情况下，金融机构对效率、效益的需求凸显出来。20世纪六七十年代，主要资本主义国家的经济发生了严重的“滞胀”危机，经济自由主义者们指责这是凯恩斯主义经济政策，特别是国家过度干预的恶果。在金融监管理论方面，金融自由化理论主张放松对金融机构过度严格的监管，尊崇效率优先的原则。1999年11月4日，美国通过了《金融服务现代化法案》，从而废除了1933年制定的《格拉斯—斯蒂格法》，从法律上确认了金融业的混业经营。这一法案促进了金融产品的创新，降低了成本。期货市场监管方面，2000年12月15日，美国国会通过了《商品期货现代化法案》（*Commodities Futures Modernization Act of 2000*），以放松监管为立法目的，大幅减少了对美国期货市场的限制。

《金融服务现代化法案》使美国金融业走向了混业经营的新时代。但在监管上，尽管提出所谓功能监管的概念，但实践中仍保持了由各监管机构对证券业、期货业、保险业和银行业分别监管的格局。而金融创新往往同时涉及银行信贷、证券、保险、投资银行等多个业务领域，单一领域的监管就容易使交叉领域出现监管真空。在新自由主义思想的指导下，美联储长期信奉“最少的监管就是最好的监管”这一信条。格林斯潘的著名观点是“由市场监管比由政府监管更为有效”，“金融衍

衍生品最佳监管者是市场参与者们自己，而不是政府的机构和法规”。这种新自由主义的监管理念实际上听任和鼓励了华尔街的种种贪婪、冒险行为，成为2008年金融危机原因之一。

2008年金融危机之后，2010年7月，奥巴马签署了《多德—弗兰克华尔街改革与消费者保护法案》（*Dodd - Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act*，简称《多德—弗兰克法案》），法案的总体原则是强化监管，并将场外衍生品市场（OTC derivatives markets）纳入商品交易委员会（CFTC）的监管。期货市场监管方面，《商品交易法》（CEA）根据《多德—弗兰克法案》进行了进一步的修订。

历次的危机证明，对经济与金融市场的长远健康发展而言，金融体系的安全、稳定与效益、效率相比是更具体的问题。监管理论与实践的螺旋式上升的发展说明，没有放之四海而皆准的一成不变的监管理论和实践，要根据经济和金融市场发展的实际，制定科学的监管政策。

纵观国内期货市场的发展历史，20世纪90年代，中国期货市场投机气氛浓烈，频频发生的风险事件都投下了市场操纵的影子。经过治理整顿后，中国期货市场步入了规范发展的新阶段，目前呈现良好的发展态势。1998年以来，期货交易所从三家发展到四家；期货品种从12个商品期货品种增加到31个商品期货品种和1个金融期货品种，涵盖了农产品、基础金属、贵金属、能源、化工、金融等国民经济主要领域。市场规模不断扩大，期货市场服务实体经济的功能得到了有效的发挥，推动了相关行业的平稳健康发展。当前，国债期货即将上市；一些涉及国计民生的原油等期货品种，以及指数、期权等衍生品种的开发工作正在积极推进。

随着经济的发展和财富的增加，财富管理的需求增多，资本市场未来发展潜力巨大。期货市场规模越来越大，市场结构越来越复杂，

越需要我们尊重市场运行规律、确保市场秩序的规范、实现科学监管。只有通过严格执法，才能促进资本市场实现权利公平、机会公平、规则公平，让投资者保持对市场公正的信心，逐步培养起推动市场前进的长久力量。正如《商品期货交易及其监管历史》一书的作者杰瑞·W. 马卡姆所说，“期货市场的发展史就是监管者与市场操纵者的博弈史。”因此，期货市场的监管工作要重点加强监管执法，防范系统性风险。期货市场曲折发展、经济功能逐步深化的同时，必将伴随加强期货市场监管、防范和化解风险的制度变迁。

同时，在经济和金融市场全球化的今天，伴随着证券及期货市场的对外开放，要更加重视金融监管的国际协调与合作问题。中国证监会于1995年加入中国证监会组织（IOSCO），截至2012年5月18日，中国证监会已与49个国家或地区签署了53个合作备忘录（MOU）。在2012年10月，上海期货交易所、郑州商品交易所、大连商品交易所和中国金融期货交易所等国内期货交易所均成为世界交易所联合会（WFE）的新成员。近期，中国证监会在中美会计审计跨境执法合作方面取得了新的进展。

金融创新是金融发展的原动力，而创新总是在一定的监管条件下展开的。金融稳定是手段，金融和经济发展才是最终目的。当前，期货市场的监管的目的是在金融全球化和金融自由化背景下保证金融体系的发展和有序进行。如何能够既要有效管理风险、保护投资者利益，又不妨碍市场机制的运作和发展，进而实现科学监管，是摆在市场组织者和监管者面前的一项重要课题。

“他山之石，可以攻玉”，美国的期货市场有一百六十多年的发展历史，研究美国成熟的期货市场的监管经验，可以为我国期货市场的对外开放和改革创新提供借鉴。上海期货交易所“美国期货市场监管研

究”课题组编著的《美国期货市场监管研究》一书对美国期货市场的监管体系、政策、机制及跨境监管进行了系统的研究，并以芝加哥商业交易所（CME）为例，研究了全球最大的商品交易所的监管机制及实践，将对处于对外开放、产品创新阶段的中国期货市场的科学监管具有重要的借鉴意义。

上海期货交易所理事长 杨迈军

2013年8月

序 二

当前，我国期货和金融衍生品市场的对外开放正稳步推进，有步骤地引进境外投资者，可以提高我国期货和金融衍生品市场服务实体经济的能力。而期货和金融衍生品市场要适应实体经济发展的需要，必须做好风险防范，牢牢守住不发生系统性风险的底线，走科学监管之路。要实现科学监管，首先要“知己知彼”，深入分析衍生品市场运行规律及监管工作面临的新形势。

近年来，衍生品市场经历了迅速的变革，技术的进步和全球金融市场一体化的发展使市场结构、市场参与者种类、交易策略的运用、交易速度和交易品种都发生了根本变化，一些违法违规行为显得更加隐秘、更加难以监控，使衍生品市场的监管工作面临新的挑战。

首先，交易速度的提高加快了风险的传递，影响了传统意义上有效监管的能力。以高频交易为例，随着自动化交易的应用及高频交易策略的引入，监测监控系统需要处理的信息量正持续增加，监管者进行市场分析、监控、重要交易事件的回溯进而实现有效监管面临挑战。当前的监控技术包括数据的收集、储存和运用不足以及时把握对当前高度自动化和分散的市场进行有效市场监控的所有必要信息。市场监管工具（审计跟踪体系）的缺乏也是随着市场技术的发展面临的严峻问题之一。

其次，交易策略的日益复杂增加了违规行为的查处难度。随着计算

机技术的突飞猛进和衍生品市场的发展，期货市场的监管也进入了“大数据”时代。主要特征表现为：（1）交易速度更快，报单信息量更大。（2）证券及衍生品在不同的交易所和交易场所的交易更加分散，各交易所和其他交易场所争相通过提供创新性的合约种类、新的数据产品和其他服务、收取或返还的手续费来争取更多的成交量。（3）在多个市场和国家间投资者的交易策略更加复杂，复杂的欺诈行为发生的可能性也增加。这些现象阻碍了防止内幕交易和市场操纵行为发生的监管工作的有效实施，因为监管者不能及时获取市场完整有效的报单及交易信息。

再次，市场的国际化和产品的多样化使风险跨境、跨市场、跨品种传播的可能性增加，相应的监管面临挑战。跨市场监管方面，由于交易分散在多个交易中心（美国等监管机构将 OTC 市场纳入监管范围），向跨市场和跨国界两大方向发展，为掌握一个关于交易模式和订单的完整流程，必须监控同一金融工具在不同市场的交易情况并识别不同市场上的交易模式。监控与跟踪报单和交易变得更难，因而需要完善根据报单识别客户信息的设置。跨资产种类市场滥用行为方面，比如说交易商抢先买入相关基础金融产品，或者是通过持有非常大的期货头寸操控商品现货价格。因此，随着市场结构的演进，监管解决方案需要对上述交易模式进行监管并开展跨资产类别调查。跨境监管面临的主要问题是，获取协查信息的时间太长；信息共享方面受到法律的限制。

最后，宏观经济层面因素也为期货市场监管带来新的挑战。根据《中国证券报》^① 的数据，从过去十年来看，在国际期货市场上进行炒作的投机资本已经从最初的 150 亿美元猛增至当前的 4 500 亿美元；21

^① “国际期市游资十年剧增 30 倍”，载《中国证券报》，2012-09-03。

世纪头十年，美国农产品期货市场上 80% 的参与者是生产者和消费者，而从 2004 年起这一比例逐渐发生了逆转，以致目前期货市场的参与者中有 85% 是投机者。经济的波动将给市场带来更大的不确定性。中国经济增速继续放缓；欧债危机悬而未决，将继续考验欧洲中央银行和有关各国的智慧；美联储推出的量化宽松政策将对大宗商品市场产生重大影响。

从监管者的角度而言，监查工作的目标主要有两个方面：一方面是保证特定市场的交易是公平有序的。为达到这个目标，市场监查工作要识别市场违规或错误的行为（如交易算法的错误或“胖手指”错误），或异常交易的行为（如恶意地频繁报单后撤单），或导致市场价格异常波动的行为（如 2010 年 5 月的“闪电崩盘”）。这类违规行为的监查是基于实时监控基础上的，有助于保持市场有序交易的信心。另一方面是防止市场滥用。这项工作包括辨别市场滥用的方式和模式，调查市场参与者和公众的举报。前者可以通过实时监控系统实现，也可以通过非实时的分析，包括定期报告和趋势性分析。最终是要实现保护投资者、维护市场的“三公”原则、降低系统性风险的目标。

为实现上述目标，监管者要提高市场监管及审计跟踪能力和运用应对当前市场监管挑战的监管工具的能力，具体体现在：（1）监管者对实施有效监管要有组织和技术保证，包括识别市场滥用和影响市场公平和秩序的交易的能力，以实现对其违规行为的及时查处。（2）监管者要定期更新监管技能，包括系统、工具和人员的技能，尤其是针对技术发展进行的更新，以实现对市场情况的正确分析。（3）市场监管者要能够根据有效监管的需要获取相应数据，可以实现交易风险事件重演，或可以从其他机构获得这些信息。（4）保证数据的质量，监管机构可以要求数据以方便使用或存储的格式上报。（5）为实现有效的市场监查能够