

从自律走向法律：美国期货市场监管解读

提 要

一、问题的提出	2
二、从自律走向法律	3
（一）监管模式“四步走”	3
（二）法制建设“三时期”	5
三、1921 年前自律监管的软肋	8
（一）农业与期货对立一直存在	8
（二）逼仓和操纵横行愈演愈烈	8
（三）法定监管开始与自律较量	9
四、1921 年后法定监管的强大	10
（一）第一次整顿：弱势监管	10
（二）第二次整顿：加强监管	11
（三）第三次整顿：统一监管	13
五、自律和法律下的市场发展	15
（一）CFTC 成立前的商品期货规模	15
（二）CFTC 成立后的综合产品规模	17
六、美国期货市场监管历史借鉴	19
（一）早立法比晚立法好	20
（二）前瞻性监管可以避免监管盲区	21
（三）建立和完善适合国情的自律监管体系	22
主要参考资料	24

从自律走向法律：美国期货市场监管解读

王学勤

提 要

美国是现代期货交易的发源地，也是当今世界期货交易发达的国家之一，期货立法较为成熟，监管模式比较完善。美国期货市场监管体系是由法定监管机构、全国期货协会和期货交易所自律管理三级管理框架构成的统一体，是迄今为止比较完善的期货市场监管体系，成为许多国家期货监管机构的参考模本。本研究以美国期货监管为案例，分析美国期货立法和监管的发展模式和步骤，概括美国期货监管的历史经验，把美国期货市场监管模式分为“四步走”，进而把美国期货市场 160 年的监管历史划分为“三时期”，重点研究了 1921 年联邦立法前后的自律监管和法定监管特点，以及自律和法律下的市场发展状况。在此基础上，提出早立法比晚立法好、监管要具备超前性和预见性以及赋予自律监管更强有力的职能等历史借鉴，供我国期货市场立法和监管实践参考。

一、问题的提出

美国期货市场监管是由自律走向法律的。自律监管是法定监管机构监管框架的重要组成部分，自律管理属道德体系。自律的作用除了可以弥补法规和行政监管的不足，促进行业自我约束外，还可以降低监管成本，进一步保护投资者利益。有效的自律监管要素主要包括两个方面。一是期货行业的专业知识。期货市场的复杂性和专业性决定其自律管理的每个会员都与行业发展息息相关。实行专业化人员管理的自律组织机构位于市场一线，更为了解市场的需求和发展动向，因此，制定的规则更容易被市场接受，有助于市场运行和行业创新。二是自律组织机构把声誉和竞争作为行业发展的动力。为了行业尽快发展，自律组织鼓励会员提出发展和运作标准，制定行业指标。另一方面，法定监管机构的行政监管属法律强制体系，其特征是按照法律要求规范，通过立法和执法，抑制和消除欺诈、垄断、操纵、内幕交易和恶性投机现象等，维护期货市场的良好运行秩序。

1990 年以来，经过初步形成、清理整顿和规范发展阶段，我国商品期货市场走过了 18 个春秋。目前，商品期货市场监管体系已经初步建立。在确立中国证监会集中统一管理期货市场的基础上，形成了政府监管、行业自律和交易所管理相结合的三级管理体制。不仅根据国情创新发展了我国期货市场监管模式，而且在相关法律、法规体系建设上，也取得一定进展。1999 年出台《期货交易管理暂行条例》，并修订了与之配套四个管理办法。2007 年，《期货交易管理条例》公布，新条例将适用范围从原来的商品期货交易扩大到商品、金融期货和期权合约交易，为我国股票指数期货风险管理机制的建设打下了良好的基础。尽管如此，我们仍然面临一些需要考虑和解决的重要问题，我们的自律管理具有过多的政府行政色彩，对我国期货市场自律监管的重要意义认识不足，自律在法定监管机构监管框架中的作用没有充分发挥，自律监管的定位低下以及没有形成我国期货市场立法监管框架等问题。尤其在在

立法方面,除 1994 年 4 月 28 日,河南省第八届人民代表大会常务委员会第七次会议通过《河南省期货市场管理条例(试行)》¹ 外,至今还没有全国立法。期货市场是法制市场,期货法的出台是必然趋势。为了加快中国期货市场立法进度,研究和借鉴发达国家期货立法经验尤为重要。本文试图通过分析美国期货立法和监管的不断完善过程,整体了解和借鉴美国期货市场立法和监管经验,为建立和完善我国期货市场的立法和监管体系提供参考。

二、从自律走向法律

(一) 监管模式“四步走”

纵观美国期货市场发展历史,其监管模式基本可以分为四步。

1、1848 年 4 月 3 日,现代期货市场鼻祖芝加哥期货交易所成立。在以后的 10 年里,交易所通过会员的自愿合作对交易业务进行严格监管,实施**传统的自我管理**模式,迈出了**期货市场监管的第一步**。

2、1859 年 2 月 18 日,伊利诺斯州长签署一份法律文件,准许芝加哥期货交易所在其需要伊利诺斯州立法依据成立法人时采用这一法律文件,表明期货市场需要法律授权进行监管,实施**地方法律授权的交易所自律监管**模式,迈出了**期货市场监管的第二步**。

3、1921 年 8 月 24 日,监管谷物期货交易(玉米、小麦、燕麦、黑麦等)的《期货交易法》实施。根据《期货交易法》,农业部长有权指定满足《期货交易法》所列要求的交易所为谷物期货合约市场。《期货交易法》对所有的期权交易以及那些不在指定的合约市场上执行的谷物期货交易实行 20 美分/葡式耳的禁止税,至此,开始实施**联邦立法、部门监管**模式,迈出了**期货市场监管的第三步**。

1922 年 5 月 15 日,美国最高法院在希尔对华莱士的起诉案件中宣布,《期货交易法》是违宪的。《期货交易法》实施禁止税的基本目的是迫使芝加哥期货交易所屈于联邦监管,而不是引用州与州之间商业的宪法条款建立联邦管辖权。最高法院裁定,国会税权的如此使用是违宪的。

1922 年 9 月 21 日,《谷物期货法》实施。包括指定合约市场条件的《谷物期货法》条款与《期货交易法》条款规定类似。与《期货交易法》不同的是,《谷物期货法》以州际间商业条款为基础,禁止合约市场以外的期货交易,而不是对其征税。美国农业部为管理《谷物期货法》的机构,并成立了谷物期货管理局。《谷物期货法》还产生了由农业部长、商务部长和首席律师构成的谷物期货委员会。

1936 年 6 月 15 日,《商品交易法》实施。该法取替了《谷物期货法》,并把联邦监管扩展到一系列的列举商品,包括棉花、大米、粕料、黄油、鸡蛋和爱尔兰马铃薯以及谷物。所有《谷物期货法》中所指的“谷物”都转称为“商品”。谷物期货委员会变成商品交易委员会,仍由农业部长、商务部长和首席律师构成。《商品交易法》授权商品交易委员会建立联邦的投机头寸限制,但是,并未授权交易所建立自己的投机头寸限制。此外,《商品交易法》

¹ 该条例在加强期货市场管理、规范期货交易行为、保护期货交易当事人的合法权益、维护期货市场秩序等方面发挥了积极作用。鉴于国务院已颁布了《期货交易管理暂行条例》,2002 年 3 月 27 日,河南省第九届人民代表大会常务委员会第二十七次会议决定,废止《河南省期货市场管理条例(试行)》。

还要求期货经纪商分离存放客户用于保证金的资金，防止类似洗钱交易和非法配合交易，并禁止所有的商品期权交易，直至 1981 年解禁。1936 年以来，美国期货市场监管延续了**联邦立法、部门监管模式**。

1936 年 7 月 1 日，商品交易管理局在美国农业部内部成立，用以接续谷物期货管理局职责，管理《商品交易法》。

4、1974 年 10 月 23 日至 24 日，国会通过《1974 年商品期货交易委员会法》，杰拉尔德·福特总统签署了该法。法案全面修订了《商品交易法》，并设立了商品期货交易委员会。该独立的委员会被赋予比其前身商品交易管理局更大的权力。例如，商品交易管理局仅有权监管《商品交易法》中列举的农产品，而 1974 年的法案赋予商品期货交易委员会对所有商品的期货交易进行专权监管，实施**联邦立法、商品期货交易委员会统一监管模式**，迈出了期货市场监管的第四步。

2000 年 12 月 21 日，克林顿总统签署 2000 年《商品期货现代化法》，使其纳入法律，其中再次批准商品期货交易委员会用 5 年时间修订商品交易条例，为期货和期权交易的监管创造更为灵活的框架，阐明商品期货交易委员会对某些零售外汇交易的监管权，废除 18 年来禁止单只股票期货交易的规定。同日，商品期货交易委员会撤销了大部分新的监管框架规定。然而，对监管条款 1.25 关于期货公司和衍生品清算机构利用客户资金投资所做的修正，在进行技术纠正后立即生效。修正案允许客户资金对新型工具进行投资，诸如货币市场共同基金等。

总之，美国期货市场的立法与监管模式和路径以及监管机构权力移转可以概括为下表：

步骤	监管模式	监管法规	起止年代	监管机构
第一步	传统的自律监管模式	《商会章程》 (1848)	1848—1858	芝加哥商会
第二步	地方法律授权下的交易所自律监管模式	《大宪章》 (1859)	1859—1922	芝加哥期货交易所等
第三步	联邦立法、部门监管模式	《谷物期货法》 (1922)	1922—1974	谷物期货管理局和谷物期货委员会
		《商品交易法》 (1936)	1936—1974	商品交易管理局和商品交易委员会 (1936) — 农业营销管理局 (1942) — 食品配送管理局 (1942) — 食品生产管理局 (1943) — 战时食品管理局 (1943) — 农业部商品交易管理局 (1947)
第四步	联邦立法、CFTC 统一监管模式	《商品期货交易委员会法》 (1974)	1974—至今	商品期货交易委员会 (1974) —— 美国期货业协会 (1981)
		《商品期货现代化法》 (2000)	2000—至今	
下一步				合并证券交易委员会

监 管 趋 势				和商品期货交易委员会
------------	--	--	--	------------

（二）法制建设“三时期”

从美国期货市场监管模式发展步骤分析,美国期货市场监管导向是由以自律为主的监管制度,逐渐转变为以法律为主的监管趋势,是由传统自我管理起步,逐步向立法监管过渡的漫长过程,可以分为传统自律期、立法过度期和法律主导期等三个时期。

1、传统自律期（1848-1859）

这一时期历时 11 年,交易所以商会组织出现,并不存在任何形式的监管机构。这是一种传统的自我管理形式,商会自发组织,自我管理,不需要借助法律和政府的支持,就可以使商会的商务活动正常有序地运行,商会组织的内部机构就能很好的使谷物交易业务正常开展。

期货交易起源于这种叫做“商会”的商业组织。北美最早的这种组织是 1768 年成立的纽约商会。仅仅半个世纪之后的 1821 年,巴尔的摩的商会也组织了一个商会。紧随其后的是 1833 年的费城,1834 年的新奥而良,1836 年的波士顿和 1838 年的辛辛那提。五大湖区的第一个港口城市布法罗于 1844 建立了布法罗商会,处理大量的、持续不断的运到这个城市的谷物问题。该交易所的诞生把布法罗的谷物贸易从非正式、无组织的、在伊利运河边布法罗港口船只之间的交易转移到了该城市新建的商会的交易池里。接着的是 1847 年的底特律商会,然后是芝加哥。

美国最早的交易所是芝加哥期货交易所。称之为最早是因为 1848 年它作为现货、远期市场开始运营,直到 1859 年获得州法许可,1851 年 3 月 13 日达成第一个远期玉米合约,1865 年 10 月 13 日标准化期货交易开始在芝加哥期货交易所发展。因此,在 1865 年之前的交易所交易都是现货、远期交易,1865 年之后标准化期货交易逐渐发展起来。

在美国,商品交易所是由有关行业人士组成的、进行商品期货合约交易的非官办机构。早期交易所的批准,根据它们所在州的不同,受到各种特别立法的限制。后来建立的交易所则依照会员公司法进行组织。大多数交易所,特别是早期的交易所,是由现货或实物交易组织发展起来的。他们是商人的协会,组织并制定章程和规则,实施并监督交易,由此,有了诸如“商会”,“商业协会”,“产品交易所”等名称。

美国期货市场监管基础源于传统自律之上。这种自律管理模式在商品市场发展初期合约标准化程度还不高、投机成分还不浓的商人圈内可以有效运行并发挥重要作用。

然而,在 1848 年芝加哥期货交易所成立之后,在由现货远期交易向标准化期货交易过度的过程中,合约转让不断出现,商务辐射半径不断加大,期货合约渐趋雏形,市场发展需要赋予交易所交易规则更多的权威性和更为强有力的法律支撑。1859 年,伊利诺斯州长签署一份法律文件,准许芝加哥期货交易所在其需要伊利诺斯州立法依据成立法人时采用这一法律文件,这一法人章程成为期货交易所的“大宪章”,标志着美国期货市场由交易所传统自律向地方法律授权的现代自律转变。

2、立法过渡期（1859-1974）

立法过渡期是指美国期货监管从传统自律逐步向地方政府授权监管，直至发展到联邦政府立法、部门监管的那段时期。这是一个漫长而充满探索的历史阶段，历时 115 年。过渡时期可以分为两个阶段。

过度时期的前一阶段是从 1859 年大宪章的诞生，到 1921 年联邦设立期货交易法的 62 年时间。监管特征是以地方立法授权为主的自律监管为主导，市场特征表现为逼仓和操纵事件频发。

过度时期的后一阶段的结束以商品期货交易委员会成立为标志，从 1921 年到 1974 年，历时 53 年。这一阶段的监管特征以联邦立法、部门监管为主导。在整个期货监管历史上，这一阶段也是自律与法律的磨合期，是从交易所自律为主，向政府监管为主转换的碰撞磨合阶段。也就是说，这是一个从美国国会对期货市场监管犹豫不决到决意对期货市场立法监管、联邦政府逐渐介入期货市场挑战交易所自律监管的过程。在从地方立法授权交易所监管期货市场，到政府相关部门组成期货市场监管机构的过程中，他们重点研究了期货市场的功用到底有哪些，期货市场应不应该监管，怎样监管，如何预防期货市场的滥用等重要的基础性问题。尽管在法律介入期货市场监管的过程中，联邦立法经历了许多曲折，遭遇到一些尴尬，但是，通过联邦立法和部门监管的长期努力，美国期货市场监管体系和基本运行制度逐渐形成，为期货市场朝着正确方向发展提供了保障作用。

美国期货市场监管由传统自律向联邦立法监管的主要标志是 1859 年的“大宪章”和 1921 年的政府部门授命监管。

1859 年的“大宪章”确立了地方法律授权下的交易所自律监管模式。“大宪章”赋予交易所独特的自律权力和管理会员的职责。这一特殊章程产生的既得权利为芝加哥期货交易所铺平了一条道路，使其能够冲破许多法律判例，实施监管行为，强化其管理市场的能力，最终使期货合约诞生。“大宪章”为期货合约的诞生提供了法律基础。该大宪章与交易所公司总章有三点重要区别。（1）它准许交易所制订“业务管理规则以及他们认为合适的交易模式”等诸如此类的规定。（2）它赋予交易所仲裁委员会各种权力，例如，是否要在巡回法庭提出裁决的权力；（3）它给予交易所任命粮食检验人员和称重人员的权力；并规定，检验证书是买方和卖方交易数量、质量和等级的证明；并发布命令，即检验人员的决定对交易所的会员具有约束力。

1921 年颁布的谷物期货交易法的目的是减少或消除交易所发生的“突然的或不合理的”谷物价格波动，减少或者避免社会公众对操纵期货市场的不满情绪，维护市场公信力。当时的监管品种很少，仅仅局限在玉米、小麦、燕麦、黑麦等少数几个谷物产品上。根据当时期货交易的商品的品种范围，以农业部门为主的部门监管模式对于主要是农产品期货交易的的市场还能奏效，而对于越来越多地上市非农产品的发展来说，变得无能为力。部门监管的两个主要内容，一是**逐步建立一些基本的交易监管制度**。例如，1923 年，谷物期货管理局实行了大户报告制度，根据此项规定，每一清算会员必须每天报告每一交易者超过规定数量的交易部位。商品期货交易委员会现今的监管方案都是这一交易者报告制度的整体框架的延伸。1936 年，建立联邦投机头寸限制，但是，并未授权交易所建立投机头寸限制制度。1938 年，商品交易委员会公布了首个谷物期货合约投机头寸限制，而当时的谷物定义只包括小麦、玉米、燕麦、大麦、亚麻子、高粱和黑麦。同时，还建立了期货经纪公司分离存放客户保证金等制度。二是**采用期货商品监管列表的方式监管上市新品种**。也就是说，上市一个新品种，在法规里增加一个监管品种。同时，还严厉打击类似洗钱交易和非法配合交易等违法行为，禁止所有的商品期权交易（期权交易禁令直至 1981 年解除），查处市场操纵事件，禁止洋葱期货交易等。

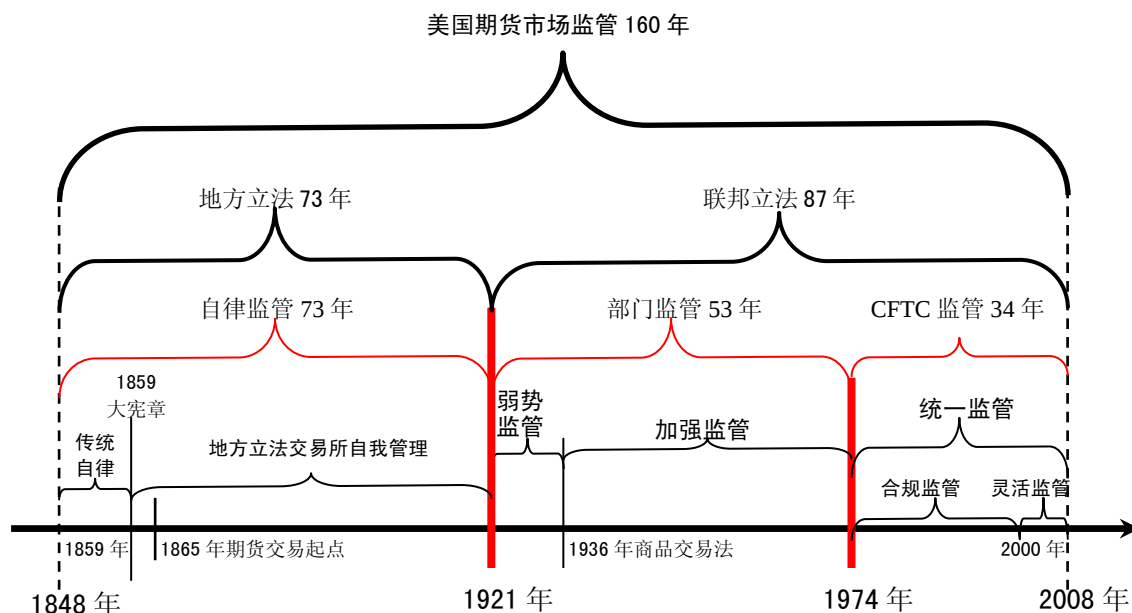
3、法律主导期（1974-）

这一时期由美国商品期货交易委员会成立至今，其主要特征是，期货市场的监管基本上是先行立法，后行监管。美国期货市场监管模式定格在国会授权、联邦政府统一监管，从由政府相关行业部门对期货市场进行监管的模式中脱胎出来。商品期货交易委员会是美国政府设立的、负责统一监管全国期货市场的最高权力机构，它直接向国会负责，拥有独立的决策权，是美国期货市场最具权威性的法定监管机构。随后，1982 年成立了全国期货协会（NFA），它是由美国期货行业和市场客户共同组成的自律机构，在美国期货管理体系中占有重要的地位，并与交易所一线监管一起，形成了美国期货市场三级监管体系。而期货交易所的日常监管与市场运作直接相关。期货交易所组织交易的公正性、公开性和期货交易财务的健全性，都需要依靠期货交易所和结算机构的监控。期货交易所实施各种规则，并进行自我管理，其活动受到商品期货交易委员会的监管，交易所的运行规则亦由商品期货交易委员会审批。

美国期货市场实施的联邦统一监管在监管框架上克服了部门监管局限性的软肋，预示着立法监管期货市场的正确性，为商品、金融、衍生品等更为宽阔领域的期货市场发展构筑了现代期货监管平台，为美国期货业现代化发展奠定了基础。

这个时期的主要监管内容，包括批准以金融工具为标的的期货合约，暂停多数美国商品期权交易，逐步开放交易所交易期权，批准成立美国期货业协会作为期货行业的自律性组织。尤其是在批准新合约方面进展很快，1993 年，商品期货交易委员会批准了 46 个新的期货和期权合约。1996 年，商品期货交易委员会审批通过了 92 个新的期货和期权合约。

美国期货市场监管历史示意图



三、1921 年前自律监管的软肋

（一）农业与期货对立一直存在

在期货市场的萌发阶段，市场是混乱的，监管是以地方立法、自律监管为主的。第一次世界大战（1914-1918）以前期货交易历史和发展的一个中心主题就是规则和监管的发展。规则和监管随问题发展而发展，朝着培育竞争的方向前进，其目标是使价格反映交易商品的商业价值，使所有参与者都能够具有参与交易的同等机会和信息，防止垄断、逼仓、虚假价格、虚假交易以及其他形式的价格扭曲。

期货市场作为风险转移机构在早期发展阶段对农场主几乎没有明显的有益作用，让农场主明显地看到的却是一个放纵投机、层出不穷的市场操纵以及特殊的价格波动时期。根据这些明显的弊端，从 1860 年起，美国立法机构多次试图废除期货交易。在起始于 1874 年的 50 年间，废除期货交易的议案连续不断地向国会提交。对谷物、棉花和某些其他商品征收期货合约禁止税的提案于 1892 年至 1893 年由国会两院通过。这一立法的失效，只是由于议会诉讼时需要有 2/3 赞同票的缘故。

从总体上看，美国农业与期货交易对立的状况一直持续着。但是，随着 1895 年到 1920 年农业价格的上涨，形势有所好转。在这一时期，交易所完善了交易规则，制定了更好的等级确定方法以及质量标准，使许多反对期货交易的喧嚣声平静下来，许多反对或禁止期货交易的观点转变成要完善规则的需求。期货交易对商业化农业的发展，对谷物和棉花的国际贸易的重要性逐渐得到认识和赞赏。然而，禁止期货交易的喧嚣从未停止过。例如，禁止洋葱期货交易的规定在 20 世纪 50 年代后期得以通过，有关禁止期货交易的规定在 1974 年的条例中也有保留。在 20 世纪 60 年代后期和 70 年代早期还有一些建议禁止土豆期货交易的提案。19 世纪 80 年代，国会收到第一份要求监管、禁止或者对美国期货交易征税的议案。在以后的 40 年里，国会收到的此类议案大约为 200 件。

（二）逼仓和操纵横行愈演愈烈

1、19 世纪的市场操纵

随着市场的发展，自律监管的效率相对降低。从 1865 年标准化期货交易起点开始至 1921 年首次联邦期货立法的 73 年里，大户逼仓、市场操纵以及对赌公司破坏市场的事件几乎没有间断过。美国的密尔沃基，纽约、圣路易斯、堪萨斯城、托利多等主要谷物交易所都发生过逼仓和操纵事件，而它们的记录并不完全，只有芝加哥期货交易所的资料能够反映当时的混乱局面。

1864 年正是投机过多的时候，多、空方从“无产阶级”到“有产阶级”来回折腾。1866 年，7 月份 1 号春小麦逼仓，引起许多报纸批评，人们指责仓库通过谎报库存谷物的数量和质量以及伪造仓单帮助逼仓。1868 年被称为“逼仓年”，每个月都有逼仓，小麦 3 次、玉米 2 次、燕麦 1 次、黑麦逼仓未遂、猪肉合约发生威胁性逼仓。建立于 1864 年的纽约黄金交易所 1869 年发生“黑色星期五”事件，杰伊·高尔德和吉姆·菲斯克试图操纵黄金期货价格。1861 年，国会第一次介入期货投机交易监管，宣布禁止黄金的期货交易。有人称 1872 年为投机疯狂活动年，商人钱德勒燕麦逼仓失败。1846-1872 年的市场操纵和逼仓事件，促

使 CBOT 制订了要求缴收 10% 的保证金规则，并引进了维持保证金的概念。1874 年下半年发生了燕麦和玉米的大操纵。1875 年发生玉米市场操控的违约事件。1874 年下半年的几乎每个月都有逼仓。1877 年，暂停了未适当提供保证金的林肯公司的账户，随后停止其交易。1878 年，5 月小麦、7 月小麦、12 月发生小麦逼仓。1879 年 2 月，投机势头一度恢复，芝加哥成为前所未有的最狂热、最流行的投机场所。1880 年因交易所总裁道先生破产而著名。19 世纪 80 年代似乎是总裁易受攻击的年代。1881 年是大投机的一年。在这一年之中，一些交易品种的操纵事件几乎不断。在 1881 年，交易所似乎看到投机市场的巨大潜力，积极调整规则和环境，适应投机活动。1881 年，在其他市场中几乎每个月都发生逼仓事件；1882 年，小麦 4 月、6 月、7 月、8 月合约 4 次逼仓和违约，8 月份玉米逼仓，9 月份猪油合约逼仓，10 月份猪排合约逼仓。1883 年的《北美述评》认为，芝加哥期货交易所不仅是粮食交易的主要市场，而且也是世界上最大的投机市场。芝加哥交易所过去每年一般出现一次到两次逼仓。而现在几乎所有时间都有逼仓发生。世纪“三大逼仓者”哈钦森、莱特和帕滕，分别发生在 1888 年、1898 年和 1909 年。1888 年发生哈钦森操纵事件。臭名昭著的雷特操纵事件发生在 1897 年和 1898 年。始于 1876 年、持续到 1915 年的对赌公司也给市场带来不少麻烦，联邦和州的管理机构以及交易所经过长期斗争才根除了对赌公司。

19 世纪之前出现的大量的市场操纵事件，给社会造成恶劣影响。议会有大量反对和要求关闭期货市场的提案。然而，期货市场的确存在避险功能。人们逐渐认识到，只有尽快立法，加强监管，完善规则，才能保护期货行业朝着正确方向发展。

2、20 世纪初期的操纵

1900 年，托马斯·利普顿联合芝加哥交易所垄断猪肉市场，损失惨重。1900 年的小麦投机交易每天有 5000 万至 1 亿蒲式耳。1901 年，有菲利普玉米投机的说法。1902 年，詹姆斯 A. 帕滕制造了燕麦的牛市操纵。同年，发生燕麦逼仓。在垄断市场方面，帕滕一直具有不断增加的重要性，直到 1908 年和 1909 年他一手炮制了所有小麦操纵中最为臭名昭著的逼仓事件为止。1902 年，一个名叫乔治·菲利普斯的会员破产，至少影响了交易所会员 42% 的财务净值。1905 年，约翰·盖茨又试图在小麦市场逼仓，但未成功。1916 年，第一次世界大战期间，基础商品价格大涨。出于军事需要，政府介入市场，暂停了小麦、糖、棉籽和棉籽油期货，建立了一套涵盖所有商品的价格管制系统。1918 年停战协议签署后，世界各国的价格管制才被取消。

（三）法定监管开始与自律较量

期货市场到底该不该监管，怎样监管？这些问题始终困扰着美国的立法机构和相关部门。一方面，期货市场在美国逐渐扩大发展，在商品贸易中起的作用越来越大，另一方面，期货交易中的逼仓和市场操纵事件频频发生，在社会公众心目中产生极大的不良影响，甚至影响到行业声誉和社会经济发展。

美国期货市场立法监管的难点体现在，一方面，美国的市场监管是由传统自律起步发展的，民间组织对市场的主控能力很强大，交易所都在努力加强其在华盛顿的统治关系中的地位。另一方面，在期货市场发展初期，人们对其功能和作用认识不清，没有一个统一的标准，尤其是对投机的认识存在偏见，加之缺乏期货市场的立法经验，所以，美国对期货市场的立法监管不仅在态度上表现得犹豫不决，而且常常出现盲目立法，朝令夕改现象，经历了一个痛苦的摸索阶段，甚至走了一段弯路。然而，立法机构一直在试图致力于停止对商品价格的赌博和投机。1874 年，伊利诺斯州立法机构通过了反逼仓法，其他各州也纷

纷立法，禁止期货合约的赌博，这些法律禁止没有交割意向的期货交易，但是，多数法律条文停留在纸面上，难以实施。另一方面，法庭却认为，关于交割的形式上的承诺足以排除这些法律的应用。

1883 年，有一个关于禁止用邮件进行期货交易的提案。1887 年，有一个禁止和惩罚期货交易者的提案。但是，这些法案最终都没有被国会通过。1890 年，美国国会的巴特沃斯提案提出要对期权和期货合约征税。但是，最终没有提交表决。1891 年到 1892 年，有好几个法案试图禁止期货交易，从这几个法案中演化出哈奇法案。1892 年，哈奇提案提出对那些到了出售时间而没有谷物和棉花商品的参与者征收期货交易税。该提案在下一届国会上再次提出，但仍未形成法律。1908 年之后，出现了新一轮对期货立法的提案。1907 年，第 60 届国会上，有关于禁止期货交易的 25 项提案。1909 年，国会试图对对赌公司苛税，但以失败告终。国会还试图禁止包括棉花期货合约在内的所有的州与州之间的商业活动，但也以失败告终。第 61 届国会上提交了 17 项禁止期货交易的提案，第 62 届国会提出 42 项。在 1905 年至 1921 年，国会委员会对谷物交易进行了长期调查。例如，在 1910 年的听证会上，提出的议案是要禁止芝加哥期货交易所进行期货交易。而芝加哥期货交易所和其他交易所成功地战胜了这一提案。他们主要是利用最高法院在反对赌公司案例中的裁决，法官霍姆斯接受了期货交易的概念。同样，利用这一武器，他们捍卫了投机。美国政府曾于 1916 年出台了棉花期货法，但是，该法并不是真正意义上的期货交易法，因为它仅就棉花的等级予以规定，而未对期货交易行为加以规范。这些议案都没有通过立法程序，理由很简单，那就是任何人都拿不出更好的方案取代期货交易。1921 年的期货交易法被最高法院宣布为违宪，国会两周后就重新推出新法，表明国会对期货市场监管的决心，也是法律与自律碰撞的结果。

1887 年，国会制定了《州际贸易法》。尽管最初 10 年，州际贸易法的管制并非很有效，但是，它的制定却为联邦政府承担管制某些特定的经济部门，乃至管制整个经济奠定了一个基础。它是美国联邦政府管制除银行业之外的经济部门的第一个法律，开创了联邦政府干预经济的先例，对此后推动联邦政府管制权力的扩大有着重要和深远的影响，预示了统治美国经济的自由放任理论的衰落，开始从自由放任向国家干预时代的转变，这也是美国政府开始涉足期货市场监管的一个背景。

随着市场发展，自律的作用和威慑力逐渐受到限制。在自律管理的情况下，出现了大量逼仓和风险事件。美国的自律管理也付出巨大代价。自律管理由主导地位退居为辅助地位，而政府监管，尤其是统一的政府监管上升为主导地位。

四、1921 年后法定监管的强大

从 1848 年芝加哥期货交易所成立，到 1921 年长达 73 年的发展过程中，人们对期货市场的功能认识不断加深，而长期出现的人为逼仓和市场操纵现象不时地困扰着人们，伴随着立法进程的推进和监管力度的强化，在美国期货立法和监管历史上开始了从 1921 年到 1974 年长达 53 年的立法整顿，以“三次整顿”为代表。

（一）第一次整顿：弱势监管

第一次整顿发生在 1921 年，其直接目标就是建立了联邦立法、部门监管模式。

第一次世界大战之后，谷物价格急剧下跌，像以往一样，这被指控为投机过度。为了稳定谷物市场，1921 年的《期货交易法》得以通过。然而，该法是基于联邦政府的税收权利制定的，因此，该法被最高法院宣布是违反宪法的。

1922 年，鉴于各州的呼声，美国国会重新立法，制定了《谷物期货法》，管理 9 家期货交易场所。按照各州间的商业条款，该条例被裁定是符合宪法的。该法开创了期货市场立法监管的历史，制订了联邦监管期货市场的基本框架，标志着美国期货市场进入法制轨道。《谷物期货法》的核心是确定期货交易所的最低标准，并审批符合标准的交易所为“合约市场”。《谷物期货法》规定，具体商品的期货交易活动只能在经联邦注册的交易所内进行，交易所对防止由其会员公司及交易所雇员操纵市场负有责任，如果某交易所未能采取适当的有效措施监督市场交易活动，联邦将吊销交易所的营业执照，交易所必须建立防止价格操纵行为和逼仓行为的制度。《谷物期货法》同年 10 月 1 日生效施行。

1922 年的《谷物期货法》使政府能够监管交易所，而不仅仅是交易者。交易所的建立必须得到批准和指定。指定的条件是交易所要有效地防止由其会员产生的人为操纵价格的行为。这一点的有效性是一项弱项，因为仅有的措施是暂停交易，这完全被认为是具有过度杀伤力的。对人为操纵也有规定，还有一些诉讼规定。由于法律的局限性，这些规定被证明是无效的。

1922 年的条例中最为有效的一点是提供寻求事实和连续交易信息的规定。谷物期货交易的管理方面作了几个重要的提供信息和市场运作的分析的研究。其中一些研究认定了被认为是过度投机和人为操纵的东西的来源和模式。

《谷物期货法》的主要贡献是，大大增加了对期货交易知识的开发以及对社会公众的交易控制的倾向。交易所增加了对期货交易效应具有公众利害关系的关注，因此，使法规成为各州之间商业的组成部分。

然而，**自律与法定监管的融合是由对抗开始的**。20 世纪 20 年代，一方面，一战结束之后，世界商品生产有了较大的提高，需求相对减少，供过于求导致商品价格暴跌，投机活动猖獗，给期货投资者造成严重的经济损失，另一方面，由于期货市场缺乏统一的联邦监管，地方管理不力，给美国期货领域提出了立法要求，导致了一个新的政府部门产生对该行业进行监管。1921 年，为了规范谷物期货交易，美国第一部《期货交易法》出台，受到交易所会员极大反对。当年，芝加哥期货交易所 8 位会员代表其他所有会员起诉美国农业部长、税务部长和伊利诺斯北区地方检查官，伊利诺斯州、区税收员以及芝加哥期货交易所及其总裁、副总裁和董事。原告声称，他们要求交易所起诉“期货交易法”是违宪的，但是，交易所没有采取任何行动。而交易所认为，他们打算服从期货交易法的规定，因为他们害怕与那些政府官员对抗。4 个月后，美国最高法院裁决《期货交易法》违宪并取消。**由此可以看出由地方法律授权的自律监管模式向联邦立法、部门监管模式过渡的艰难，反映了期货市场自律和法律的冲突，体现了法定监管向自律监管的积极渗透。**

（二）第二次整顿：加强监管

第二次整顿发生在 1936 年，其直接目标就是进一步加强联邦立法、部门监管模式。

1、《商品交易法》

1927 年，美国农业部开始向国会提交改变法律的推荐。1934 年至 1936 年举行了听证会，

结果使条例变化很大，包括重新命名 1936 年的《商品交易法》。1936 年，在银行倒闭风潮、股市崩盘、经济萧条之后，也为了与包括 1933 年、1934 年《证券法》在内的金融改革配套，美国国会对《谷物期货法》进行大范围修改，更名为《商品交易法》。根据这一条例，管理当局授权处理由交易者以及交易所会员造成的市场不当行为，以刑事犯罪起诉人为操纵价格，限制大户投机者的运作范围，扩大对经纪公司行为领域的管理，遏制欺骗、诈骗和虚假期货交易。未被指定和批准的交易所不得进行指定商品的期货交易。期货经纪公司必须登记注册，经纪人也同样必须登记注册。经纪公司客户寄存的资金必须单独存放，还有确保执行的条款。同时，还有对提交信息的广泛规定，以及实施对表面的和所谓的市场滥用行为进行调查的权利的规定。从总体上讲，1936 年的《商品交易所条例》规定作为美国农业部组成部分的商品交易所管理局具有管理权限。条例中的某些规定的管理权限留给了商品交易委员会，该委员会由农业秘书长、商务秘书长和首席检察长组成，其中最令人注意的是对投机交易和部位确定界限。该法加强了联邦政府对期货交易的直接管理和期货交易所的责任。政府可以收集个人交易者头寸的信息，禁止预定交易、虚卖、融通交易等不是在交易大厅公开竞争的一切交易。赋予期货交易所直接监管垄断行为和对违法犯罪活动的惩罚权力，对于情节严重的可以给予刑事处罚。新法规同时禁止一些农产品的期权交易，这一规定维持了将近 50 年。有关方面在新法规下采取的主要行动之一，是控告大谷物商嘉吉公司操纵玉米市场，企图逼仓。结果嘉吉公司虽然仍被允许从事期货交易，但该公司总裁被取消了在各个谷物交易所的会员资格，并被暂停了交易权，直到 1942 年才被恢复。如果更为广泛地概述的话，在《商品交易法》管理下的规则是指：（1）保证交易所规则能在商品交易中实施竞争；（2）防止价格扭曲；（3）保护公众免遭欺诈，避免产生非竞争的价格。

2、主要监管活动

1936 年美国建立了商品交易局，成为 1974 年之前美国期货市场的主要监管机构。他们监管市场的第一个步骤就是指定了 17 个交易所，包括芝加哥期货交易所、芝加哥商业交易所、芝加哥公开交易所、德卢斯期货交易所、堪萨斯城期货交易所、洛杉矶谷物交易所、密尔沃基谷物和股票交易所、明尼阿波利斯期货交易所、新奥尔良棉花交易所、纽约棉花交易所、纽约商业交易所、纽约产品交易所、纽约皮毛交易所、波特兰大谷物交易所、旧金山期货交易所和西雅图谷物交易所。

第二步，到 1937 年 8 月 20 日，审批了大约 900 家期货公司，和 665 个场内经纪人，并在各个交易所派驻监察人员，参与所有的业务管理委员会的会议。指导紧急情况处理，确认交易者的持仓。制止虚假信息，制定头寸限制，促使交易所采用最低保证金规定，并对期货公司的财务状况检查，确保其按规定执行。处理授权账户产生欺诈问题。参与处理芝加哥期货交易所与嘉吉公司纠纷案。然而，1939 年，商品交易管理局发现包括奶酪、可可、咖啡、棉籽粕和棉籽油、冷藏鸡蛋、皮革、猪油、糖浆、肉类、大豆、糖、和牛脂在内的 15 种商品期货是未经商品交易局批准的。

1941 年 12 月 7 日，日本海军突然偷袭珍珠港。商品交易局在周日晚上紧急通知各主要交易所，指示他们在第二天召开董事会，采取必要措施。商品交易管理局通知交易所，不允许在各商品期货交易在前一天收盘价之上交易。由于采取了大量预防措施，包括提高保证金和缩小价幅限制，预防恐慌性交易，并没有导致严重的价格扭曲。他们的监管任务主要是反欺诈和反操纵。

3、抑制市场操纵

在以农业部为主的期货监管机构监管期货交易的时期，仍然出现操纵市场的现象，只不

过操纵的次数有所减少。当时存在的一个重要问题是，在理论上，可以明确地把操纵确定为有损于市场发展的违规行为，但是，在实践上，很难依据具体指标进行操作，这也为打击市场操纵增加了难度。

1949 年市场操纵扭曲了 10 月份鸡蛋期货合约价格，导致芝加哥商业交易所暂停交易。1952 年，米勒公司操纵鸡蛋期货价格。1956 年、1958 年、1961 年和 1964 年，再次发现鸡蛋期货操纵事件。1968 年，丹尼尔·亨尼被控操纵鸡蛋期货价格。纽约商业交易所 1976 年 5 月份土豆合约 5000 万磅土豆违约事件。70 年代接近尾声时，得克萨斯州的亨特兄弟制造的白银大规模投机活动。

19 世纪的主要问题是操纵的认识误区，甚至认为操纵对期货交易无不利影响，因而对市场操纵打击不力，操纵普遍盛行。20 世纪，对操纵的打击力度逐渐加强，立法逐渐趋于严厉，监管力度由弱到强。到了 1974 年，市场操纵行为大为减少。尤其在 1936 年与 1968 年之间，对条例进行了多次修订，加强了对个体交易者行为规范的控制。在这一时期，对人为操纵和个体及公司的其他违规行为有大量的指控，出现了相当数量的法律案件。国会并没有专门对人为操纵和其他形式的价格扭曲做出界定，而是把这些事件的定性留给了法庭。1964 年和 1968 年提出的几项议案使几个重大变化达到顶点：（1）它要求期货经纪公司达到一定的最低资金标准；（2）增加了对特定的违规行为，如人为操纵和贪污公款的处罚；（3）当违法行为发生时，授权发布停止和终止交易的命令；（4）规定合约市场严格执行其交易规则和合约条款，强制执行自律管理；（5）将牲畜、牲畜产品及冰冻橙汁纳入规则管理范围。

这一状况持续到 1975 年 4 月《商品期货交易委员会法》生效。在国会的裁决和结论中，《商品交易所条例》被定义为：（1）商品期货交易是由公众和从事买卖各州之间农产品经营的人进行的大宗商业交易；（2）这种交易及价格易受投机、人为操纵和控制以及突发的和不合理的价格波动的影响，这种价格波动对各州之间的商业活动是一种不合理的负担，使规则的地位在公众利益方面具有重要意义。这些观点就是商品期货交易委员会的立法基础。

（三）第三次整顿：统一监管

第三次整顿发生在 1974 年，其直接目标就是建立了联邦立法、商品期货交易委员会统一监管模式。

1974 年，由于商品价格的极度波动以及 1972 年年中食品价格开始迅速上涨，导致国会众多的立法提案。这些提案最终导致国会通过《商品期货交易委员会法》，授权成立独立的商品期货交易委员会，建立 5 人小组，对所有的商品期货市场行使联邦管理权职责，每隔四年重新履行法律认可手续以决定其法人地位是终止还是继续，并对期货犯罪及其刑事处罚做出规定，宣布所有的州立期货法规无效，成为 50 多年来联邦法规的全部修订版本。

制定这些法令的基本理由是：“交易所交易商品的价格极易受到投机、操纵、控制的影响，以及由于这些影响而产生的突发的不合理的价格波动，对生产者、消费者以及在州与州之间的商贸中从事商品、产品及副产品的人们的伤害”。1974 年法令的立法焦点是期货交易价格的影响。新的立法具有广泛的立法焦点，包括培育和发展市场的积极目的。

根据 1974 年关于建立商品期货交易委员会机构的法律，国会必须做出保留还是放弃商品期货交易委员会的决定。商品期货交易委员会也为其生存进行了不解努力。由于人手不足、才力也不足的期货交易所委员会受到管理不善、与其他机构不合作以及缺乏关于期货市场错综复杂事物的了解的批评，其存在价值受到质疑。经过努力，商品期货交易委员会不仅成功

地赢得了重新授权，而且还粉碎了将其金融期货交易管理权移交财政部、将其证券登记管理权移交 SEC 的建议。

1978 年，《商品期货交易委员会法》修改为《期货交易法》。该法是日前美国调整期货市场的基本法律规范，各种期货犯罪及其刑事处罚也主要规定在该法中。同时，根据《期货交易法》授权，商品期货交易委员会制订有《期货交易管理规则》，对期货犯罪的认定作了若干补充规定。《期货交易法》1982 年、1986 年、1992 年虽经修改，但名称未变。1992 年，由于《商品期货交易法》在修改中较多地引入了期货交易实践法的草案内容，所以又称它为《期货交易实践法》。

1974 年的《商品期货交易法》由四部分组成。一是创建一个由主席和 4 个委员组成的，叫做商品期货交易委员会的独立的监管委员会。他们由议会推荐并通过，由总统任命。由总统探寻组织一个平衡的委员会，包括已经证明具备期货交易和监管知识的人，以及已经证明具备生产、经营、加工或商品流通知识的人。委员会中的 3 个成员不能同在一个政党，在 5 年任期内交错任命。委员会有一位首席顾问和一位由议会确认的执行主任。农业部长应指定一位联络官，与委员会一起办公，具有参加和观察委员会的全部审议和工作程序的权利。委员会指定另一位联络官，与美国农业部一起办公。所有商品交易所条例以及商品交易所委员会的现行授权，均随其现有人员一起，交转商品期货交易委员会。授权委员会执行赔偿程序、处理违反条例的抱怨。委员会的赔偿裁定须服从上诉法庭的司法审查。上诉时间 1 年后，赔偿程序才可生效。委员会发布任何命令、规则或进行合约市场的管理，应考虑到受反垄断法保护的公众利益，致力于尽可能采用竞争手段取得条例设定的目的。

二是对委员会提供广泛的授权，使其规范期货交易和交易所的各项活动。所有未来交割的货物、商品、服务、权利及利息的交易均由联邦监管体系管理。商品交易顾问和商品基金经理要求由委员会登记注册。此外，按照适应于期货代理商、交易厅经纪人进行期货交易的要求，扩展现行期货交易规定的登记注册和考试测验范围，包括所有涉及客户账户的从业人员。委员会将决定是否允许交易厅经纪人和期货代理商在做自营交易的同时代理客户交易。委员会将进一步确定以上规定适应的环境。委员会可以对不同的合约市场分别做出决定。要求合约市场证明他们所设计的期货合约与公众利益没有背道而驰。委员会可以确定另外的商品交割地点，以减少价格的人为操纵、市场阻滞或商品的异常流通。合约市场必须向委员会提交交易规则、交易细则以及与其期货合约或其他交易工具的条款和基本情况相关的决议，由委员会审批。此外，委员会可以要求合约市场对其规则做出改变，制定出保护公众利益所必须的合适的交易规则与运作程序。委员会有权直接参与法庭调查，禁止任何合约市场或其他个人违反条例的行为或限制任何远期交割商品的交易。然而，不能单方发布正式的限制和命令。委员会有权在紧急状况下采取行动，并可指导合约市场采取一些维护或建立正常交易所必须的措施。违反条例罚款金额达到 10 万美元的，可以施以行政处罚和刑事诉讼程序。委员会有权按照标准保证金或具有杠杆作用的账户合约，规范涉及银块、金条或大批银币或大批金币交割的交易活动。

三是根据委员会决定，为那些按照条例登记注册和在商品交易经营中的人提供授权，以便建立管理会员行为的非官办的期货协会。

四是提供几类主要与建立委员会运作相关的事情。委员会成员、雇员或委员会代理人直接或间接参与任何商品期货交易或商品期权或实物现货商品交易都是重罪。传递机密信息也是重罪。在通过条例之时，继续禁止处于监管之中的商品期权交易。如果与委员会禁止或允许的这些交易相违背的话，与所有其他商品期货相关的期权交易也在禁止之列。除非委员会通知，参议院农林委员会 1 年内不能这样做，委员会将在提案有效之日后 1 年内制定监管这

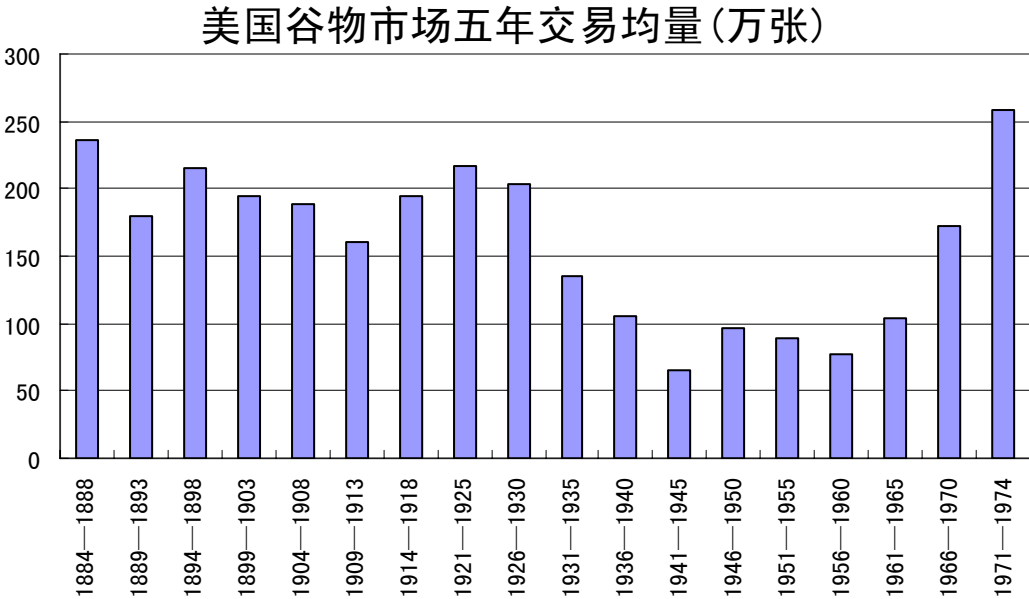
些交易的规则。在固定交易限制和头寸限制方面，授权委员会赦免称作“套利”的交易。国内市场上的“套利”的定义与“价差”或“多空套做”相同。授权委员会对“国际套利”术语定义。授权委员会定义“真正的套期保值交易或部位”，要求某些交易包括在定义之中。授权委员会对市场进行日常调查，定期向公众提供数据报告。每一结算公司和合约市场必须保留日交易记录。委员会将建立研究和信息项目，以调查由计算机和广泛使用的现代信息系统技术进行交易的可行性。很明显，交易监管范围大大拓宽，联邦政府对期货业、而不是现货交易的交易者的行为的控制程度也大大提高，并扩展到不同类别的交易者，规则也涉及到要纠正对参与市场的公众的不公行为，有大量的问题需要回答，委员会要形成大量的新规则。

2000年12月，美国国会通过了《2000年商品期货现代化法案》，旨在改革美国金融衍生品市场，确保美国在国际金融市场的竞争地位。此外，鉴于当时的商品期货管理委员会的管理规范烦琐、缺乏弹性，导致期货商及期货交易所丧失海外交易、柜台交易业务的竞争优势，《2000年商品期货现代化法案》大幅修订商品交易法中对主管机关授权的适当性及减少商品交易法中对期货交易所或相关机构不当的限制，以使美国期货市场更具竞争力，同时降低期货及衍生商品市场的系统风险。取消了自1982年以来对证券期货合约及期权合约的禁止性规定，在衍生品交易方式上赋予期货交易所及其他机构相当大的自由度，同时确认了场外交易市场衍生产品的合法地位。

五、自律和法律下的市场发展

（一）CFTC 成立前的商品期货规模

美国期货立法监管体系随着市场发展不断完善，并为市场发展起着保驾护航的作用。从市场层面看，上市品种和市场规模都得到长足发展。

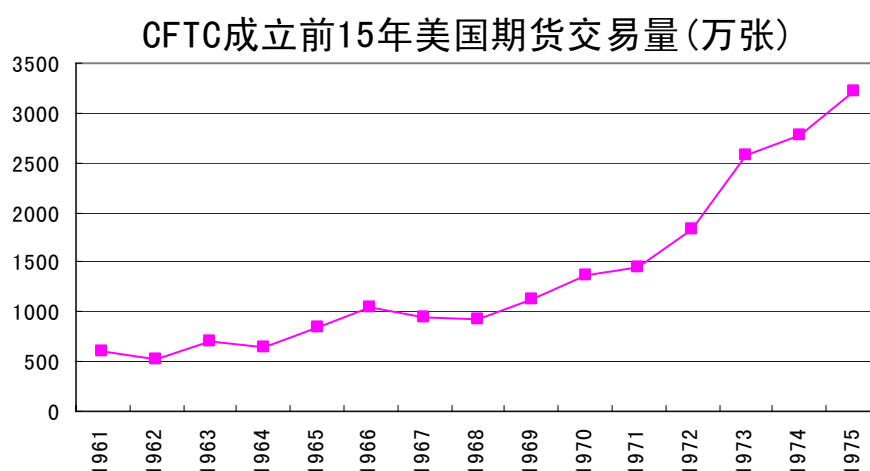


在建立联邦立法、统一监管模式之前，从整体发展过程分析，在1884年至1974年商品期

期货交易委员会成立的90年里，谷物期货交易量的峰值发生在19世纪80年代。在20 世纪20年代，交易活动的总体水平相对稳定。1920年，芝加哥期货交易所期货交易量占全美的6/7。而明尼阿波利斯、堪萨斯城以及圣路易斯的交易所，与杜鲁斯和巴尔迪莫等其他城市的交易所一起，其交易量仅占剩余部分。

20 世纪 30 年代是萧条期，当时实行各种农作物价格支持政策和库存项目以及二战时的固定价格使交易量下降至前期水平的 1/3。交易量到 60 年代中期开始增加，1966 年至 1974 年迅速增长。1974 年，美国期货交易所交易量为 2773 万张。

从不同年代分析，我们可以看到，20 世纪 50 年代后期所有商品的总交易量大致稳定，60 年代增长很快，翻了一番多。



商品期货交易委员会成立前 15 年美国期货交易量图表显示，到 1965 年，交易总量很平稳。1966 年到 1972 年有一波快速增长，从 1972 年中起，有一次名副其实的激增。1955 年所美国期货市场成交期货合约 410 万张。1962 年，为 520 万张合约；1969 年，为 1120 万张合约。以 1969 年为例，如果每张合约平均价值为 11,000 美元的话，那么，美国期货市场总价值大约为 1230 万亿美元。1968/1969 美国财政年度规范交易的商品(约占全部交易的 80%)的未平仓合约的平均数约为 24 万张，其价值约为 10 亿美元。

在这一时期，一些交易所的重要性不断下降，以致消失，而另一些交易所则在这个时期的绝大部分时间里萎缩。密尔沃基交易所像其他交易所一样最终萎缩并消失了，还有 19 世纪 50 年代关闭的新奥尔良)棉花交易所、孟菲斯交易所和西雅图谷物交易所。圣路易斯交易所是个非常古老的市场，在早期曾有巨大的交易量，并在后期一直都是一个重要的现货市场，它也推出了市场。纽约产品交易所经历了 20 世纪 60 年代早期的一次风波后萎缩并消失了。明尼阿波利斯的许多交易商品和交易量也是下降的。

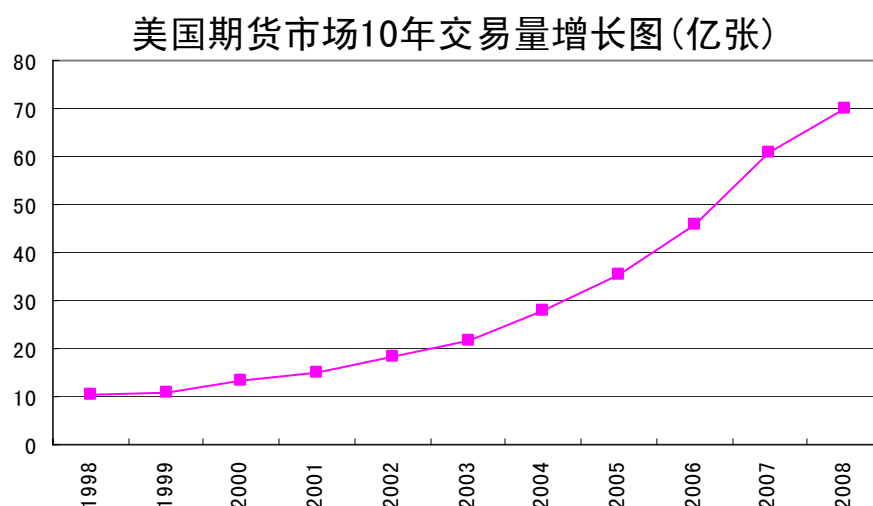
交易的商品数量增加。1955 年交易的商品有 37 种，1961 年有 30 种不同的交易商品，1969 年为 44 种。1975 年美国上市品种约 50 个，它们包括农副产品类的小麦、玉米、燕麦、黑麦、粗粉、大豆、豆粕、豆油、麸(糠)、麸皮饲料、次粉、高粱、爱达荷州土豆、缅因州马铃薯、棉花、羊毛、国际白糖、咖啡、可可、浓缩冰冻橙汁、橡胶、木材、夹板。家畜产品类的活猪、猪肉、猪油，桶装、待育活牛、中西部活牛、上等活牛、公牛肉、冷冻牛肉、鸡蛋，冻鸡。能源类的石油。贵金属类的黄金、铜、钯、白金、白银、丙烷、水银。货币类的德国马克、法国法郎、荷兰币、加元、美国银币、墨西哥比索、日元、瑞士法郎、英镑。

在20世纪70年代末，商品交易有一种迅速增加的趋势，特别是金属银、钯，苹果、木材、胶合板、活牛、活猪和丙烷以及金融工具品种的增加。

一些商品的交易量减少并停止或近乎停止交易（如冻虾、麸皮饲料、棉籽油、羊毛条、番茄酱）。另一些商品交易量先是逐步下降，然后又猛然上升，如芝加哥商业交易所的鸡蛋。一些商品上市后不断成功，而有的商品一上市就萧条。最引人注目的合约是始于1961年的冻猪肉和始于1964年的去皮火腿。直到1965年，冻猪肉交易都是非常成功的，但火腿交易未发展起来。这两个类似的品种，期货合约的交易表现却明显不同。

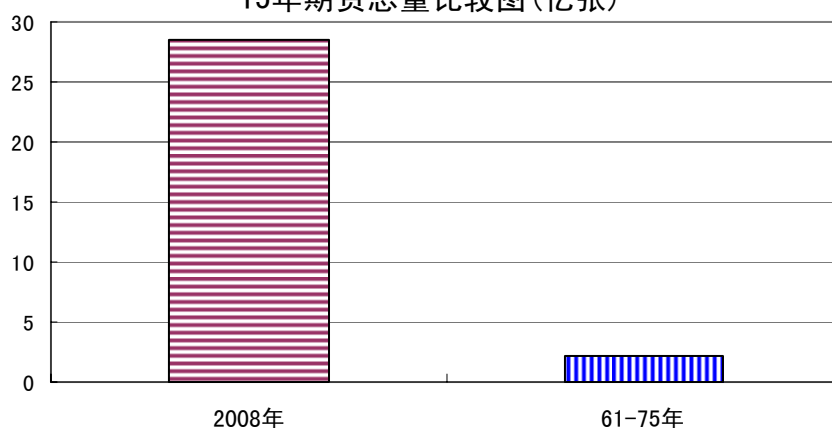
（二）CFTC 成立后的综合产品规模

1975 年从事期货交易的美国交易所：芝加哥期货交易所、芝加哥商业交易所、中美国商品交易所、芝加哥国际货币市场、堪萨斯城期货交易所、明尼阿波利斯谷物交易所、太平洋商品交易所有限公司，纽约棉花交易所、纽约棉花交易所有限公司柑橘联合会，纽约棉花交易所有限公司羊毛联合会，纽约棉花交易所有限公司石油联合会，纽约商业交易所，纽约商品交易所有限公司，纽约可可交易所有限公司、纽约咖啡和食糖交易所有限公司。



2008 年美国期货交易量是 C F T C 成立前 15 年期货交易量的近 14 倍。

08年美国期货交易量与CFTC成立前
15年期货总量比较图(亿张)



进入 80 年代，期货交易品种得到极大发展，在这个 10 年，有 89 个新合约推出，比前 130 年所开发的合约总量仅少两个。10 年内，美国期货期权交易量增加了两倍多，到 1989 年，交易量达到了 32300 万张；美国以外交易所的交易量增长了近 10 倍，到 80 年代末，年交易量达到了 18400 万张。

横跨过去的 30 年时间长河，期货市场从只作为美国拥有的经历和感受已经延展到包括世界各个金融中心的交易市场。1971 年，美国交易所上市合约大约 68 个，而当时国际上的其他交易所是不足挂齿的。而今，除了美国的 12 家独立交易所外，国际上至少还有 41 家交易所，上市合约总数达 223 个。在金融期货即将推出前夕的 1971 年，美国期货市场交易量还不足 1460 万张，而且这些成交合约主要是农产品合约。然而，到了 2002 年底，全球期货和期权交易总量已经达到令人震惊的 60 亿张，不可思议地增长了 41056%。

21 世纪美国占全球期货和期权比率在 32%至 40%之间。1974 年以来，商品期货交易委员会共审批了 1150 个期货和期权合约（见下表），交易所上市了 876 个，上市率为 76%，是上市合约最多的时期。

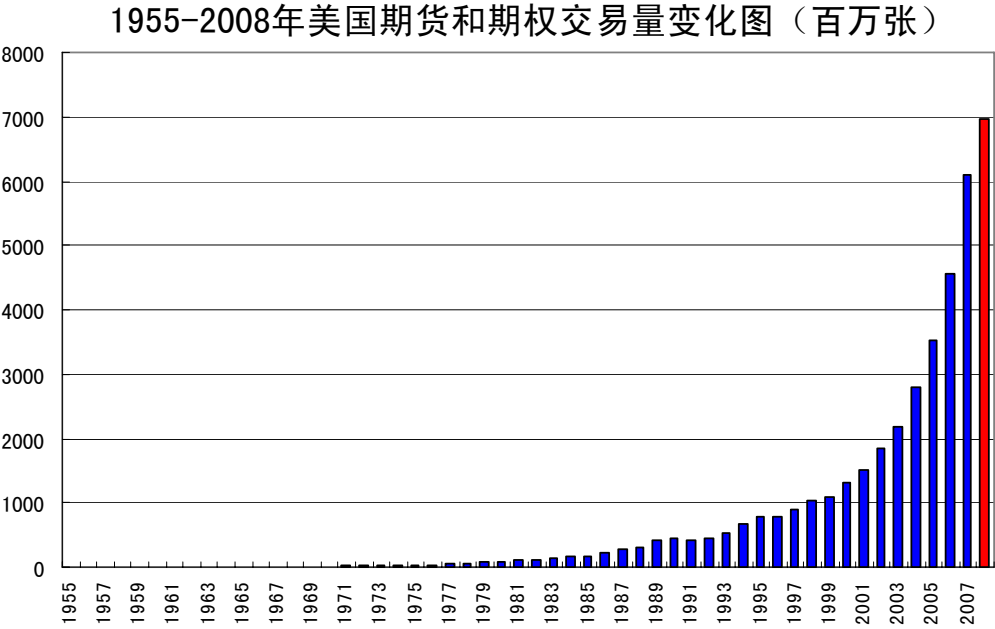
CFTE审批的期货和期权合约

产品类别	期货	期权	期货+期权
农产品	121	73	194
金融产品	383	269	652
天然资源	250	54	304
总计	754	396	1150

交易所上市的期货和期权合约

产品类别	期货	期权	期货+期权
农产品	105	60	165
金融产品	300	163	463
天然资源	207	41	248
总计	612	264	876

1955 至 2008 年美国期货和期权交易量图表显示,2008 年美国期货和期权交易量是 1955 年的 1696 倍。



目前,美国期货交易所交易的期货合约都是以利率或股票指数为标的。包括农产品、能源产品和金属产品在内的商品期货和期权交易量占美国期货和期权交易总量的比例不断下降,2008 年仅为 10.09%,而这三类商品期货和期权的绝对量却在上升(见下表)。

年份	1988	1993	1998	2003	2008
商品期货和 期权交易量 / 期货和期权 交易总量	41.89%	22.84%	18.00%	11.29%	10.09%
下降比例	0.00%	-45.48%	-21.19%	-37.28%	-10.63%
商品期货和 期权交易量	295008780	521402390	1033160895	2172516430	6952269361
上升比例	0.00%	76.74%	98.15%	110.28%	220.01%

六、美国期货市场监管历史借鉴

美国期货市场自 1955 年以来的 53 年期间持续增长的历史经验以及全球金融危机下 2008 年期货和期权交易量较 2007 年增长幅度达 14.14%的事实说明,在立法到位、监管适

用的前提下，期货市场不仅可以常年发挥作用，为市场使用者提供避险服务，而且在市场发生系统性风险的全球金融危机的情况下，更能发挥其价格预期和规避风险功能，成为市场使用者必不可少的避风港。美国期货市场历史经验还清楚地表明，立法与监管的基本关系是，立法是监管的前提，可以规范市场主体的行为，规范市场的基本关系，规范市场的竞争秩序。不论是地方立法，交易所监管，还是先有联邦立法，后有联邦监管，以法律为准绳实施监管成为美国期货市场的监管特点。在市场发展过程中，也体现了先改法，后依法监管的原则。这一基本关系还体现在，当监管滞后或出现问题，或是在重要的发展时期，或是监管需要适应发展的时候，总是体现先完善立法、后依法监管的原则，充分展现了立法的至高无上和领跑作用。

（一）早立法比晚立法好

第一，自律监管具有局限性。美国期货市场监管历史示意图显示，在美国期货市场监管的 160 年中，自律监管 73 年，联邦立法监管 87 年，自律监管年数占联邦立法监管年数的 84%。如果把联邦监管分为部门监管和商品期货交易委员会监管两部分的话，自律监管的年数最多。从监管实践分析，在联邦立法的部门监管和商品期货交易委员会监管过程中，自律监管仍旧被列入美国的整体监管体系中，始终贯穿于期货监管的各个阶段和时期，起着举足轻重的作用。但是，自律监管毕竟有其局限性，美国期货市场在早期的以地方法律为主导的自律监管下，走了很长时间的弯路，教训是深刻的，对于我国早日立法监管有借鉴意义。

第二，期货市场需要强势监管。最初，期货交易监管主要是各地方立法下的交易所自律监管。那时，没有统一的、专门的期货监管法规，只是一些通用性的联邦和地方法律。各地成立的都是商会一类的经商组织，现货、远期、非标准化期货交易与 1865 年后芝加哥期货交易所交易的标准化期货合约相互混杂，操纵丑闻频繁出现，愈演愈烈，一直延续到 20 世纪初期（1920 前）。这种状况的持续发生的一个重要原因就是联邦政府没有统一的、强有力的立法和监管体系，而地方立法的监管力度有限。例如，1874 年依利诺斯州立法禁止期权交易。芝加哥期货交易所在 1876 和 1877 年全力制止，甚至雇佣侦探，还让 30 个会员发誓到底做期权了没有。但是，结果却是 50% 的会员都做期权交易，而交易所的处罚手段只是停止会员 3 个月交易。另外 50 个会员涉嫌做期权。最后，1885 年，交易所放弃了努力，撤消了对期权交易的禁止。再如，1874 年，依利诺斯州的反逼仓法也得不到遵守。该州还有禁止散布虚假信息、影响价格的规定，都难以发挥作用。美国期货市场监管历史证明，期货市场监管需要联邦政府强有力的统一监管。

第三，有效监管需要及早立法。美国期货立法和监管历史表明，及早立法不仅有利于期货市场的发展，而且有利于公平竞争、避免操纵、保护投资者利益。由于没有立法，期货市场经常是政治煽动的替罪羊。随着期货立法和期货市场的规范和发展，市场操纵事件越来越少，尤其是近年来，已经很少发生过去那样的市场操纵事件。实践证明，美国政府如果能够早日立法，加强监管，期货市场造成的负面影响就会相对减少，逼仓和操纵等风险事件就会早日扼制。期货交易必须立法，国人已有共识。然而，对于适时、及早立法却见仁见智。对于及早立法既能保护期货行业，又能遏止市场操纵的意义理解不深。美国期货立法和监管历史表明，期货立法是市场操纵的克星。尽早立法是明智选择。据不完全统计，自期货市场产生以来的 150 多年来，美国期货市场几乎每年都发生期货市场操纵事件，初期几乎是每个月都发生逼仓，近几十年来呈现减少的趋势，特别是近年来，较少发生市场操纵事件。事实上，市场操纵行为在期货市场的存在，向公开、公平、公正原则下的市场运作提出了挑战，加大了市场监管的难度。期货发展史上的这些市场操纵事件，给我们一个重要的启示，即期货监

管要有法律依据，要依法监管。立法完善度与市场纯净度是正相关。中国期货市场近 20 年来，经过 2 次清理整顿，有了正反两个方面经验和教训，法规体系日趋完善。与国外发达市场相比，目前我国期货法还未出台，法律体系建设较为滞后。美国期货市场监管研究表明，随着市场规模的发展，立法规格应不断提高，监管力度要相应加大。市场规模与立法规格和监管力度正相关。如果说，在仅有商品期货时，期货交易管理条例很能够很好地发挥作用的话，那么，在金融期货推出后，金融期货和商品期货同时存在的条件下，要确保期货市场正常发展，期货立法是不可缺少的。期货管不好，就很难上期权等其他衍生产品。在当前全球金融危机下，美国主要市场的交易量减少了 25%-30%，美国司法机构提出严格限制向商品期货市场输入流动性的方案，商品期货交易所委员会也对期货公司提出增加资本金的要求。在此形势下，我国发展资本市场的力度不断加大，期货业对外开放大门进一步敞开。随着世界各国刺激需求措施出台，近期宏观政策的调整已初见成效，大宗商品市场利多因素在逐步增加。在这些综合因素影响下，抓住时机，尽早出台期货法，对于营造良好市场环境，避免过度投机炒作，减少人为操纵市场，促进期货市场健康稳定发展具有重要的现实意义和长远的战略意义。

（二）前瞻性监管可以避免监管盲区

纵观美国期货市场立法和监管历史，我们可以看到，监管模式的转变以及监管制度的改革都发生在市场面临重大问题的时候。例如，1921 年联邦立法之前，当期货市场出现许许多多操纵问题、面临公众的不理解、无数提案要关闭期货市场的时候，联邦政府及时立法，指定专门部门监管期货市场。即使是在缺乏监管经验，时常出现立法失误现象的情况下也坚持立法，不仅积累了立法监管经验，而且保护了期货市场。再如，在芝加哥期货交易所发展初期，交易所对仓库监管不严，发生库存不实、臆造假仓单的情况，地方立法促使交易所授权检查仓库，颁布了对不能履行合约责任或者对买卖交易提供虚假报告的，可以暂停交易的规定。另外，1902 年，芝加哥期货交易所会员乔治·菲利普的破产累及 40% 的交易所会员，该事件并于次年引发了一场是否成立一个集中的清算所的讨论。1923 年，由于市场操纵盛行，谷物期货管理局实行了大户报告制度，直到现在，商品期货交易委员会的监管方案都是这一交易者报告制度的整体框架的延伸。价格日涨跌幅限制和期货交易结算公司都是在市场出了问题后监管部门制订的制度规范。美国期货市场“问题推动监管发展”的经验告诉我们，我们的监管体制和监管制度要不断创新改革，制订监管规范要具备前瞻性，防止由于监管体制和监管制度滞后使市场发展中的问题积累膨胀，造成被动监管、被动立法的不利局面。

美国期货立法和监管历史表明，监管过程中时常出现盲区，主要是指法律空白和监管漏洞，这是监管工作的重中之重。70 年代初，商品期货交易委员会成立前，美国商品交易委员会面临的一个重大监管问题是“无保护期权”。戈登斯坦·塞缪尔逊公司于 1971 年开始向公众销售所谓的商品期权。由哈罗德·戈登斯坦策划提供销售技巧，公司通过大量的广告和硬性推销或“锅炉房”策略促进销售。1971 年，公司以 800 美元初始资金起家，1972 年底，其办事处网络已遍布美国和海外，总收益估计为 4500 万美元。受到这一成功案例的鼓舞，事实上，一夜之间，许多公司相继成立为的是瓜分这块蛋糕。据统计，到 1973 年 2 月，“商品期权”销售已成为一个每年 2 亿到 3 亿美元的产业了。然而，“无保护期权”没有实际的期货合约或交易所会员手里的实盘支撑，也没有存缴保证金，更没有分离存放的权利金，所以，无法确保支付顾客的盈利。它实质上是一种对赌期权。其主要销售对象为小规模、没有经验的、对商品市场和复杂的期货业一无所知投资者。很明显，戈登斯坦·塞缪尔逊商品期权公司实际上和商品期权没有任何关系。戈登斯坦·塞缪尔逊公司的客户绝不会直接或间接

地在期权合约中取得任何利益。实际上，他只不过是买了戈登斯坦·塞缪尔逊公司的赌注，靠的是公司在期权市场所谓的“专才”，或者说，靠的仅仅是公司不断地“拆东墙、补西墙”推销期权交易的能力。然而，这种行为却被等同于商品期权和期货市场行为，常常导致客观上的商品期权概念出现混乱。1973年早期，加利福尼亚地方长官迫使戈登斯坦·塞缪尔逊公司和另外两家大型期权公司进入强制破产状态，他还禁止了在加州继续销售期权。1973年4月30日，经过几个州的调查，戈登斯坦·塞缪尔逊公司宣布破产。据统计，戈登斯坦·塞缪尔逊公司亏欠那些商品期权买方的债务多达8500万美元。从监管角度出发，无担保期权对于有效监管带来很大困难。由于1936年商品交易条例并未明确列举类似于戈登斯坦·塞缪尔逊这样的商品公司是否能够进行期权交易，所以，对这类公司既没有授权，也没有监管权。造成不良社会后果。实践表明，风险事件和危机的发生常常与监管滞后有关。

（三）建立和完善适合国情的自律监管体系

美国期货市场监管历史示意图显示，在美国期货市场监管的160年中，自律监管73年，联邦立法监管87年，自律监管年数占联邦立法监管年数的84%。如果把联邦监管分为部门监管和商品期货交易委员会监管两部分的话，自律监管的年数最多。从监管实践分析，在联邦立法的部门监管和商品期货交易委员会监管过程中，自律监管仍旧被列入美国的整体监管体系中，始终贯穿于期货监管的各个阶段和时期，起着举足轻重的作用。但是，自律监管毕竟有其局限性，美国期货市场在早期的以地方法律为主导的自律监管下，走了很长时间的弯路，教训也是深刻的。

美国的自律监管是与市场发展与生俱来的，有其生长的土壤，最为突出的一点就是，交易所交易规则从市场起步就获得了类似法律规定的司法裁决权，与我国期货市场监管状况区别很大。来自市场的自律监管与政府行政监管达到较好的平衡，既可以使市场发展方向不出现大的偏差，又可以最大程度地发挥来自市场方面的创新潜力，是一个很好的结合。然而，我国期货市场自律监管的现状是在期货市场是“泊来品”和“官办”的基础上形成的，因此，我们不能照搬美国经验。尽管我们现在的自律监管状况还有许多不尽人意之处，但是，它是适合我国国情的自律监管模式。另一方面，我们还需要进一步完善自律监管制度。

我国期货交易所一线监管的特殊情况表现在，尽管早期的期货交易所最初主要由会员出资建立，但是，按照现行期货交易管理条例，交易所并不非得实行会员制，即使实行会员制，会员也是交易所的监管对象，而不是自律组织成员。由于会员的地位限制，形成了交易所事实上归国家所有的局面。在此情况下，会员重点关注自身代理交易业务的拓展，对交易所管理和运作维护的动力不足，自律监管的重任主要是在交易所行政管理机构身上，而他们是政府机构的代理人，很自然地使交易所自律监管充满行政色彩。因此，交易所与会员的关系或多或少是监管与被监管的关系，很难形成一线监管和利益分享的统一体。因此，如何淡化交易所一线监管的行政色彩，增强会员直接参与交易所一线监管的动力是完善我国期货市场自律监管的一个重要方面，可以通过建立独立的行业自律管理组织等措施加以完善。

最近，美国总统奥巴马在督促国会确定几乎涉及银行和市场的各个方面的监管改革计划时说，由于其他人的不负责任以及美国政府未能提供适当监管，数百万辛勤工作、行为负责的美国人目睹了他们的人生梦想无情幻灭。这种监管失职已经给我们的整体经济带来了破坏。本次金融危机告诉我们，监管问题可以引发巨大的金融风险。缘起美国场外次级贷款市场的本次金融危机暴露出场外市场违约率高、流动性差和透明度低等缺陷。金融危机冲击下我国场内商品期货市场运行基本正常，就是因为场内市场风险防范体系完备，便于实施统一

监管，易于市场功能正常发挥。因此，我们不仅要积极稳妥上市更多场内商品期货品种，进一步完善场内商品期货品种体系，而且还要进一步加大场外市场监管力度，避免发生场外商品现货远期市场利用远期交易与标准化期货交易之间的过渡形态、在现货与期货之间的监管盲区进行非标准期货交易炒作、逃避有关部门监管的现象，然而，这一切的前提条件就是需要一部符合我国国情、具有前瞻性的期货法，以确保我国期货市场稳步健康发展。

主要参考资料

1. 鲍勃·塔马金[美]著,秦科才译,芝加哥商业交易所——全球金融巨人的崛起,2008.4
2. 利奥·梅拉梅德著,王学勤译,《利奥·梅拉梅德论市场》,2006年。
3. 王学勤,中国期权市场发展“三部曲”与“试运行”,第三版2005年1月5日。
4. 托马斯·海尔奈莫斯,王学勤译:期货交易经济学,中国财政经济出版社,2003。
5. 托马斯·海尔奈莫斯著,王学勤译:《汤姆期货文集》,中国财经出版社,2000年。
6. 胡俞越,刘仲元:《中国期货市场希望之路》,期货日报,2006年3月2日。
7. 王学勤,《如何提高商品期货期权市场流动性——“期货式保证金”研究》,期货日报,2006年2月9日。
8. 王学勤,《世界金融衍生品市场》,中国物价出版社,2001年。
9. 王学勤,《美国商品期货期权市场监管政策及案例研究》,期货日报,2005年10月12日。
10. 20世纪期货百年风云录,期货日报。
11. 郭晓利,期货市场监管者同市场操纵者的博弈。
12. Market Maker: A Sesquicentennial Look at the Chicago Board of Trade, ©1998, Board of Trade of City of Chicago.
13. Jerry W. Markham, **The History of Commodity Futures Trading and its Regulation**, 1987 by Praeger Publishers.
14. Wang xueqin, **The Short, Dramatic History of Futures Markets in China**, Journal of Global Financial Markets (Spring 2002), Published Quarterly by CCH Incorporated & Center for Law and Financial Markets, Illinois Institute of Technology.
15. Wang xueqin, **The Fall and Rise of Chinese Futures 1990 - 2005**, Magazine of Futures Industry, May and June, P 30-36.
16. Nick Ronalds and Wang Xueqin, **The Dawning of Financial Futures in China**, Magazine of Futures Industry, November/December 2006.
17. Nick Ronalds and Wang Xueqin, **Chinese Commodity Markets: History, Development and Prospects**, Intelligent Commodity Investing, 2007.
18. Nick Ronalds and Wang Xueqin, **China: Futures Take Dragon Steps**, Magazine of Futures Industry, September/October 2007.