

国外期货市场操纵的案例分析及经验借鉴

上海证监局黄运成

同济大学经济与管理学院李海英 马卫锋

期货市场操纵是指操纵者利用资金、信息等方面的优势影响交易品种的价格，使其朝着某种有利的方向偏离并从中牟利的行为。操纵行为严重地破坏了市场公开、公平和公正原则的执行，侵害了一般投资者的利益，阻碍了市场的稳定有序的运行，因此，它一直是期货市场监管机构严厉打击的不良行为之一。本文通过国外期货市场几个典型操纵案例的分析，总结归纳成熟市场的经验教训，以期为国内期货市场的监管提供一些有价值的参考和借鉴。

一、国外期货市场操纵事件的回顾与分析

西方发达国家期货市场已有一百多年的发展历史，有着成熟的监管体系，但期货操纵现象也时有发生。如，期货市场发展早期“世纪逼仓者”哈钦森对小麦期货的成功逼仓，1971年Cargill公司被诉操纵1963年5月的玉米期货合约，1979——1980年美国亨特兄弟操纵白银期货案，1991——1996年日本住友公司操纵LME铜期货案等等。

1 期货市场发展早期的逼仓事件

期货市场的操纵行为主要表现为逼仓，逼仓一般出现在可交割的现货量不大的情况下。此时，逼仓者是市场中的买方，它既拥有大量的现货部位又拥有大量的期货部位。这样，可以使没有现货的空方或卖方在进入交割月以后只好以较高价格平掉自己的部位，因此，期货价格一般会偏离现货价格较远。

19世纪是商品期货操纵者的黄金时期，那时，交易所制定的交易规则非常自由，没有对持仓量进行限制，董事会也没有对投机者进行有力的监督。因此，历史记载的操纵事件只是发生在大巨头中间的争夺，基本上交易所没有采取任何措施来制止逼仓的企图。也正是因为这些原因，一直缺乏关于那个时代大户活动的细节、价格波动及其它市场活动的详细记录，也没有与现货供给、需求相关的记载，更不会有监管者对操纵行为进行控制的记录。但是，不可否认的是，在这段时期发生的逼仓及操纵事件，无论成功与否，对后来制订监管立法的过程非常重要。仔细分析19世纪发生的有代表性的操纵事件，我们从中可以发现最初监管立法的思想来源，分析这些案例可以为交易所应对这类逼仓及操纵行为提供立法支持。可以这样说，这段时期的操纵事件，在多头与空头的力量博弈下，推动了期货监管立法的产生及随之而来的法规调整。

（1）1866年本杰明·P·哈钦森对芝加哥小麦期货市场的操纵。

本杰明·P·哈钦森是第一个企图操纵期货市场的人，他的目标是对1866年8月的玉米期货市场进行逼仓。得益于每周农作物产量的预测，1866年5月和6月，他在谷物类现货市场和期货市场积累了大量的多头仓位。此时，据说小麦的购入成本是0.88美元/蒲式耳。到了8月份，受伊利诺斯州、爱荷华州及毗邻芝加哥的其

它州的每周作物报告影响，小麦价格迅速上扬。8月4日，小麦合约报价0.90——0.92美元/蒲式耳。8月18日，哈钦森的交割要求使小麦的价格上涨到1.85——1.87美元/蒲式耳，空头损失惨重。

这起逼仓事件和随后发生的其它逼仓事件，促使芝加哥期货交易所（CBOT）决定禁止这种行为。他们第一次给逼仓下了定义，认为逼仓是这样一种行为：“订立购买商品的合约，然后采取手段使卖方不能履行合约，从而向卖方逼取钱财”。他们认为，这种交易是不正当的、带有欺诈性的，并且宣布：任何参与这种行为的CBOT会员将会被开除。但是，这个声明对于随后的一些投机者的行为没有起到任何威慑作用。在利益的驱使下，尽管有些逼仓行为没有成功，投机者还是想方设法地实现他们操纵市场的企图。

（2）1872年约翰·里昂对芝加哥小麦期货的失败逼仓。

1871年10月6日，一场举世震惊的大火，“芝加哥大火”摧毁了芝加哥城的大半个城市。芝加哥17个CBOT认可的交割仓库中有6个被烧毁，大大地减少了芝加哥的小麦库存。小麦库存从800万蒲式耳减少到550万蒲式耳。在此情况下，主要的小麦商约翰·里昂感觉到这是一次很好的逼仓机会。一次，他和一名谷物交易商休·马赫以及CBOT的另一名中间商F·J·戴蒙德结成联盟。

1872年春天，这群投机者开始买进小麦的现货和期货。整个春季，小麦的价格持续上涨。到了7月初，8月合约已经卖到每蒲式耳1.16——1.18美元；7月底，价格上涨到1.35美元/蒲式耳。价格的持续上涨导致谷物大量地涌入芝加哥。7月初，每天运进14000蒲式耳。到了8月的第一个星期，每天运进27000蒲式耳。8月5日，芝加哥又发生了一次大火，烧毁了剩余的一个交割仓库——“爱荷华仓库”，进而使芝加哥的小麦库存再次减少了30万蒲式耳。此外，政府公布的关于坏天气的报告也助长了谣言。报告说：新作物将会成熟得很晚，赶不上8月份合约的交割。所有这些消息都意味着市场上存在超买的压力，导致了8月10日的合约价格达到了1.50美元/蒲式耳，15日价格又升至1.61美元/蒲式耳。此时，操纵行为也达到了顶点。

芝加哥市场上如此高的价格促使农场主们加快收割。据称，他们通过铁路运来一种手提灯，使农场在晚上也能进行收割。同时，交易商也通过铁路向芝加哥运进了大量的小麦。在8月份的第二个星期，每天运到芝加哥75000蒲式耳的小麦，到了19日，就是令人大为震惊的每天172000蒲式耳。而在8月下旬，每天运进芝加哥的小麦达到175000——200000蒲式耳。同时，这段时期正常的交易渠道也颠倒了。通常情况下，小麦从芝加哥装船途经布法罗运往西海岸城市。算上运输成本的话，布法罗的小麦价格应该高于芝加哥。但是在1872年8月，芝加哥的小麦价格太高了，以致货主把小麦从布法罗运回到芝加哥卖给里昂都是明智之举。

事实上，里昂为了使他的逼仓成功，必须把价格保持在一个高水平，因此，也不得不大量买进不断运进的芝加哥小麦。但是，持续运进的芝加哥小麦数量大大超过了他的预期和他的承受能力。他不得不向当地银行借更多的钱。然而，芝加哥银行不愿意再借给他额外的钱了。此外，在芝加哥大火后新建的仓库也开始投入使用。据估计，仓储量增加到1000万蒲式耳，比1871年大火之前还要多出200万蒲式耳，这些都耗尽了里昂的财力。直到星期一的下午，8月19日，里昂还在持续地买进小麦。但是当他得知银行不再支持他时，他停止了，小麦的价格一下子跌了25美分。隔天，里昂逼仓失败的消息使小麦价格又狂跌了17美分。里昂彻底崩盘了，他已经没有能力偿还债务了。F·J·戴蒙德也撕毁了他们的协议，从人们的视线中消失了。

这起逼仓的企图以失败告终，投机者们高估了自己控制现货市场的实力，在持续增长的现货供应量面前败下阵了。显然，投机者是想利用芝加哥交割数量短缺的时机，但是他们想要实现自己的目的是不容易的：他们不仅要逼空芝加哥的可交割货源，而且还要吸纳芝加哥西部的小麦供应。他们做不到这一点，所做的努力最终失败了。

(3) 1888 年本杰明·P·哈钦森对芝加哥小麦期货的成功逼仓。

在一次次成功逼仓后，本杰明·P·哈钦森成为 19 世纪“逼仓时代”的象征，并受到其它投机者的尊敬。人们给他起了个昵称，叫作“老哈钦”。1888 年春天，他开始买进小麦现货和 9 月份交割的期货合约。据估计，他的平均购入成本在每蒲式耳 0.87——0.88 美元。老哈钦控制了芝加哥小麦储存量的绝大部分，那时，芝加哥小麦的仓储量大约在 1500 万蒲式耳。“老哈钦”的买盘被一群专业交易商接下了。这些交易商每个作物年的年初卖空，希望在收割季节的价格下降会让他们的空头平仓获利。这样一来，9 月小麦期货市场很快变成了“老哈钦”和空头们的“多空战场”。

直到 8 月份，小麦的价格还在 0.90 美元/蒲式耳左右平稳运行。但是，一场严重霜冻的报告传到了芝加哥市场——这场霜冻摧毁了西北部地区的大部分收成。此时，欧洲作物的短缺大概有 14000 万蒲式耳之多，同时，对“老哈钦”拥有小麦的大量需求也导致价格的持续上涨。9 月 22 日，价格突破了 1 美元的重要心理支撑点。然而，空方还在持续地卖空，希望哈钦森没有能力吸收小麦供应量的持续增加而撤退，最终让价格跌下去。但是，“老哈钦”不停地买进小麦及合约。

9 月 27 日（9 月合约到期的前三天），9 月期货合约开盘 1.05 美元，当天很快涨到 1.28 美元。一些小空头很恐慌，他们乞求“老哈钦”卖给他们一些合约。

“老哈钦”对市场的影响力达到了最大，他决定以 1.25 美元的价格卖给空头们 12.5 万蒲式耳小麦。当时，他有能力给期货合约制定任何价格。9 月 28 日，他把合约价格定在 1.50 美元，但是最大的多头拒绝交割。转天（最后一个交易日），他把价格定在 2.00 美元，并成为交割价。估计“老哈钦”接受了 100 万蒲式耳的小麦交割，还有 100 万蒲式耳的交割违约。除去平均的买入成本，“老哈钦”在这场“战斗”中净赚 150 万美元。

显然，“老哈钦”预测到小麦的短缺，并从中获利。他知道芝加哥的小麦库存很少，并长期控制了芝加哥有限的小麦库存，足以从空头那里榨取价格在 1.00 美元/蒲式耳以上的垄断收入。芝加哥小麦的价格在几天内被严重扭曲，逼仓成功了，空方在这场没有硝烟的战斗中损失惨重。

(4) 1909 年詹姆斯·A·帕滕被指控操纵小麦市场。

历史上的詹姆斯·A·帕滕作为一名商人和投资者而不是投机者，积累了大量的财富，他经常被称为“小麦之王”。在詹姆斯·E·波义耳 1929 年写的《芝加哥交易所兴衰史》中曾这样评价过詹姆斯·A·帕滕：“他是 19 世纪末、20 世纪初芝加哥最值得称赞的、最成功的商人之一。”虽然屡次有人指责他对 1909 年 5 月的小麦期货市场进行逼仓，但事实并非如此。

帕滕从 1907 年 7 月开始积累小麦，在作物连续短缺、出口需求很大的条件下保持多头部位。小麦现货的价格从 1908 年 7 月的 0.85——0.90 美元/蒲式耳上升到 1909 年 5 月初的 1.44 美元/蒲式耳，5 月 25 日为 1.50 美元/蒲式耳。6 月 1 日，现货价格为 1.55 美元/蒲式耳，在 6 月中旬，上升到 1.55——1.60 美元/蒲式耳的范围。这时，有人指责帕滕操纵了 5 月的玉米期货，理由是交割前帕滕控制了过多的小麦现货并造成价格的持续上涨。帕滕的回答是，虽然他持有大量的小

麦现货，但是小麦价格的上升与他无关，较高的价格是由基本的供求力量决定的。

现在看来，帕滕并没有进行逼仓的行为。主要的理由是，6月期货合约的价格高于5月期货的价格，而且1909年确实是欧洲作物短缺的一年，美国的作物价格因此也大大提高。对于帕滕而言，他只是利用可得的信息提前积累了大量的现货，最关键的是，价格的扭曲与他无关。

从这些早期期货市场操纵的典型例子可以看出，当时所谓的操纵就是大巨头之间的多空争夺，争夺的成败主要取决于对交易产品基本面的了解和拥有足够多的资金。随着时间的推移，期货交易市场不断规范，交易产品价格扭曲的频率在降低，逼仓成功的次数在下降，交易所对操纵行为的控制和监管也不断加强。为了创造公平的竞争环境，制止操纵行为的立法也出台了。

2 《商品交易法》出台后法院提起诉讼的市场操纵案例

1922年的《谷物期货法》是第一部对期货市场的操纵现象进行约束的监管立法。1936年，美国以《商品交易法》取代了《谷物期货法》，由政府直接对垄断行为加以监管，将操纵商品期货市场价格的行为定性为刑事犯罪，并规定上诉法院有权对有嫌疑的操纵者提起诉讼。同时，该法律还规定了一个投机者可以持有的最高期货合约数量及期货代理商资金与客户资金必须分别保管。这些规定有效地限制了市场操纵的发生。

(1) 1947年 Great Western Food Distributors 公司操纵鸡蛋期货事件。

1953年，Great Western Food Distributors 公司被控操纵了芝加哥期货交易所1947年12月的鸡蛋期货合约。美国上诉法院指出，1947年12月芝加哥鸡蛋期货合约交易结束前可供交割的冷藏鸡蛋的价格不正常地高于新鲜鸡蛋的价格，而且，12月期货合约的价格也远高于1948年1月的期货合约价格。

12月15日，Great Western 占有59.6%的空盘量，22日，占有76.2%的空盘量，交易结束时，占用73.9%的空盘量。在芝加哥的冷藏鸡蛋现货市场上，12月17日，Great Western 持有37.6%的可供交割现货；在交易结束的最后三天内，Great Western 持有44%——51%的可供交割现货。交易结束前的这些市场份额，大约60%——75%的空盘量以及45%——50%的可供交割现货量，足以证明Great Western 公司的市场操纵行为。

值得指出的是，在这一起对市场操纵行为的成功诉讼中，法院并不是根据被告Great Western 公司在交易结束前几周内的交易记录得到证据的。而且，Great Western 公司也没有作出任何异常的举动来增加它的市场份额，它只是在11月中旬建立了多方的仓位并持有到交易结束。法院找到的有利证据是Great Western 公司一个雇员的证词。他供认：他的计划和行动是造成12月份和次年1月份合约之间价差的主要原因，通过他的行动使12月份合约的价格大幅上升并最终帮助Great Western 公司能够以4.5——5.0美分的差额平仓。

由此可见，多种因素导致了Great Western 操纵市场企图的暴露。如：具有操纵12月鸡蛋期货价格的明显企图，12月期货合约价格的异常高升，在现货和期货市场的大额持有量等。所有这些因素都可以被称之为“逼仓”的主要特征。

(2) 1952年 G.H.Miller & Co.公司操纵鸡蛋期货事件。

1958年美国上诉法院起诉G.H.Miller 公司，在芝加哥商品交易所操纵1952年12月的鸡蛋期货合约。由于这一诉讼的原因及判定结果与Great Western 公司的案件非常相似，法院没有很明确地讨论如何界定和度量人为操纵价格的因素，只是仅仅简单地讨论了如何界定可供交割量。

在判定结果中，法院强调了如下因素：G.H.Miller 公司在交易结束的前三天内

持有大量的多头仓位并占有大量的现货（大约 77% 以上的空盘量及 22% 以上的可供交割现货量）。在交易结束的前三天每天的 12 月合约价格都涨停，空方不得不转到新鲜鸡蛋市场及外地市场上寻找货源以完成他们的交割义务。

总的来说，这次操纵鸡蛋期货价格的事件与 Great Western 公司的操纵案非常相似。区别在于，从被告的交易记录和价格证据中只能看出 G.H. Miller 公司操纵市场的企图，而没有发现非常明确的证据。这就说明了，在按照《商品交易法》进行的案例诉讼中，法院有权判断是否存在操纵的企图，并对企图操纵市场的行为进行惩罚。这就可以使操纵行为在产生严重的危害性之前得到制止。

（3）1963 年 Cargill 公司操纵玉米市场事件。

1971 年美国上诉法院起诉 Cargill 公司操纵 1963 年 5 月的玉米期货合约。Cargill 公司被控，其通过控制交易结束前近 2/3 的多方合约及大部分的实物交割物来操纵玉米期货市场。

1963 年 3 月，Cargill 公司作为套期保值者在市场上卖出超过 800 万蒲式耳的空头合约。在 4 月 15 日，Cargill 公司把持有的空头合约进行平仓，建立了一个多方的投机仓位，并于 5 月 15 日达到 200 万蒲式耳的持仓限额。在 5 月 20 日，Cargill 公司在高价位平仓。但是，在最后一个交易日——5 月 21 日开始交易时它仍然持有 24% 的空盘量（189 万蒲式耳）。从 21 日交易开始到上午 11:00，期货价格下跌了。在这段时间内，Cargill 公司通过购买另外 10 万蒲式耳的期货来增加它的持仓量。交易在 12:00 结束，大约在 11:45 时，Cargill 公司提交了一系列的限价卖出委托指令，最终使期货价格由 11:02 的 2.15 美元/蒲式耳涨至 2.29 美元/蒲式耳。在交易接近结束时，Cargill 公司持有近 62% 的空盘量，在交易最终结束时，还有 36.5 万蒲式耳的未平仓合约在手上。最后，由 CBOT 出面以 2.28 美元/蒲式耳的价格卖了大量仓单给空方，空方才将合约进行了交割。

通过调查，法院认定 Cargill 公司能够得到关于可供交割实物量的内部信息，并利用该信息对空方进行逼仓。原因在于，就在 Cargill 公司买入大量的多头合约之前，1963 年 4 月 12 日美国农业部公布的数据显示，芝加哥储存有大约 280.4 万蒲式耳的可供交割玉米。此时，Cargill 公司拥有 242.1 万蒲式耳的玉米，或者说有 85% 左右的玉米由它控制。这样，法院认定，Cargill 公司利用自己事先得到的信息建立了一个主导性的多头仓位，明知道会对空方造成逼仓并进行了这项活动。

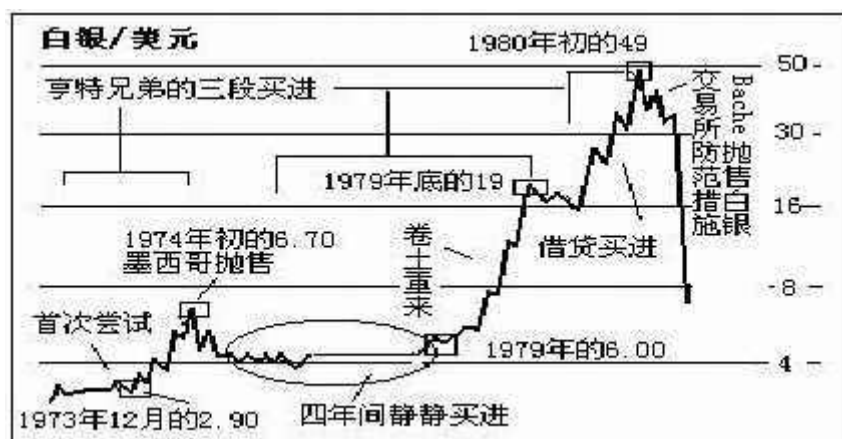
3 美国商品期货交易委员会成立后处理的市场操纵事件

1974 年，美国国会颁布了《商品期货交易委员会法》，创立了商品期货交易委员会（CFTC）。此法给予 CFTC 相当大的权力监管期货交易和交易所的业务活动，阻止期货市场上操纵现象的发生。委员会如果有足够的理由认为某个人操纵或企图操纵期货市场价格，就可以对该人提起诉讼，并陈述这方面的指控。

（1）1979 年美国亨特兄弟操纵白银期货事件。

上世纪 70 年代初期，白银价格在 2 美元/盎司附近徘徊。由于白银是电子工业和光学工业的重要原料，邦克·亨特和赫伯特·亨特兄弟俩图谋从操纵白银的期货价格中获利。具体过程见图 1。

图 1 亨特兄弟与 1973——1980 年的白银市场



白银价格从 1973 年 12 月的 2.90 美元/盎司开始启动和攀升。此时，亨特兄弟已经持有 3500 万盎司的白银合约。不到两个月，价格涨到 6.70 美元。但当时墨西哥政府囤积了 5000 万盎司的白银，购入成本均在 2 美元/盎司以下，墨政府决定立即以每盎司 6.70 美元的价格获利。墨西哥人冲垮了市场，银价跌回 4 美元左右。

此后的四年间，亨特兄弟积极地买入白银，到 1979 年，亨特兄弟通过不同公司，伙同沙特阿拉伯皇室以及大陆、阳光等大的白银经纪商，拥有和控制着数亿盎司的白银。当他们开始行动时，白银价格正停留在 6 美元/盎司附近。之后，他们在纽约商业交易所（NYMEX）和芝加哥期货交易所（CBOT）以每盎司 6——7 美元的价格大量收购白银。年底，他们已控制了纽约商品交易所 53% 的存银和芝加哥商品交易所 69% 的存银，拥有 1.2 亿盎司的现货和 0.5 亿盎司的期货。在他们的控制下，白银价格不断上升，到 1980 年 1 月 17 日，银价已涨至每盎司 48.7 美元。1 月 21 日，银价已涨至有史以来的最高价，每盎司 50.35 美元，比一年前上涨了 8 倍多。这种疯狂的投机活动，造成白银的市场供求状况与生产和消费实际脱节，市场价格严重地偏离其价值。

就在亨特兄弟疯狂采购白银的过程中，每张合约保证金只需要 1000 美元。一张合约代表着 5000 盎司白银。在 2 美元/盎司时，1000 美元合 10%；而价格涨到 49 美元/盎司时就显出少得可怜了。所以，交易所决定提高交易保证金。交易所理事会鉴于形势严峻，开始缓慢推行交易规则的改变，但最终把保证金提高到 6000 美元。后来，索性出台了“只许平仓”的规则。新合约不能成交，交易池中的交易只能是平去已持有的旧头寸。

最后，纽约商品期货交易所所在 CFTC 的督促下，对 1979——1980 年的白银期货市场采取措施，这些措施包括提高保证金、实施持仓限制和只许平仓交易等。其结果是降低空盘量和强迫逼仓者不是退出市场就是持仓进入现货市场，当然，由于占用了大量保证金，持仓成本会很高。当白银市场的高潮在 1980 年 1 月 17 日来临之时，意图操纵期货价格的亨特兄弟无法追加保证金，在 1980 年 3 月 27 日接盘失败。

价格下跌时，索还贷款的要求降临在亨特兄弟面前。他们借贷来买进白银，再用白银抵押来贷更多款项。现在他们的抵押品的价值日益缩水，银行要求更多的抵押品。3 月 25 日，纽约投资商 Bache 向亨特兄弟追索 1.35 亿美元，但是他们无力偿还。于是 Bache 公司指示卖出亨特兄弟抵押的白银以满足自己的要求。白银倾泻到市场上，价格崩溃了。

亨特兄弟持有数千张合约的多头头寸。单单为了清偿债务，他们就要抛出 850 万盎司白银，外加原油、汽油等财产，总价值接近 4 亿美元。亨特兄弟去华盛顿求晤政府官员，试图争取财政部贷款给他们，帮助他们度过难关。此时，亨特兄弟手里还有 6300 万盎司白银，如果一下子抛出，市场就会彻底崩溃。另外，美国的一些主要银行，如果得不到财政部的帮助来偿还贷款，也要面临破产的危险。在权衡利弊之后，联邦政府最终破天荒地拨出 10 亿美元的长期贷款来拯救亨特家族及整个市场。

从亨特兄弟操纵白银市场的事件中可以看出，当期货交易所一旦发现有操纵市场行为的企图，就一定要及时采取行之有效的手段，制止操纵危机的大面积爆发。同时，作为市场规则的制定者和监督者，监管机构在解决由操纵引发的风险中的作用是无可替代的。监管者在面对由于操纵风险而造成市场机制失灵时，应该根据自己的实力拿出最终解决危机的方案，以维护整个金融市场的安全与稳定。

（2）弗兹公司(Ferruzzi)操纵大豆期货的事件。

1989 年，弗兹公司被 CBOT 发现有逼仓的企图，并上报给 CFTC。CFTC 的最终调查显示，截止到 1989 年 7 月 10 日，Ferruzzi 公司当时建立的大豆多头头寸已经达到了 2200 万蒲式耳。这个头寸数量达到了投机交易头寸限额的七倍，而且这个数字也超过了其他任何市场参与者限仓头寸的五倍，该公司的头寸已经占到了 7 月合约空盘量的 53%。美国期货市场的持仓当时是不公开发布的，发现这一企图后，CFTC 向公众批露弗兹公司持有的期货头寸超过当时市场总持仓量的 85%。

之后，CBOT 采取了三个措施来防止风险的进一步扩大：一是停止弗兹公司进行新的交易；二是要求从 7 月 12 日开盘交易开始，任何拥有 1989 年 7 月大豆合约净多头部位或者净空头部位超过 300 万蒲式耳的个人或者法人户必须削减头寸，并且在随后的每个交易日以至少 20% 的份额递减。三是提高弗兹公司持有头寸的保证金。经过了超跌阶段，市场价位随后反弹。

能够有效地制止这起逼仓案件，主要是因为美国期货市场的监管者——CFTC 对期货价格真实有效性的高度重视。CFTC 设有经济分析部和首席经济学家办公室，许多经济学家每天密切关注、跟踪所有上市商品的现货市场情况以及期货市场价格的形成过程，发现可疑迹象，及时通过执行大户报告制度等调查、了解市场交易情况，通过同相关现货市场的供需和价格等情况进行比较研究，确认期货价格是否同现货价格严重背离、是否存在市场操纵，严格防范和打击市场操纵的行为。

从 Ferruzzi 事件中可以看出：第一，当时芝加哥期货交易所所采取的措施是相当必要的，这意味着逼仓事件可以得到避免。第二，市场监管者在密切注视期货市场价格异动、防止风险扩大化方面采取的监控措施对于防范和打击期货市场的操纵行为极为重要。市场监控的首要任务是识别市场操纵威胁和采取预防性措施。对于活跃的期货合约和期权合约，监察人员每天都需要监视大户的交易活动、重要的价格关系和相关供需因素，以此来评估潜在的市场问题并及时采取有效的手段予以解决。

（3）1991——1996 年滨中泰男操纵期铜事件。

“住友铜事件”的发生，是作为首席交易员的滨中泰男刻意对抗市场的供求状况和蓄意操纵市场的行为所致的。此次事件全面爆发于 1996 年 6 月，整个事件持续了近 10 年。早在 1991 年，滨中泰男在 LME 铜市场上就有伪造交易记录、操纵市场价格的迹象，但是没有得到及时的处理。直到 1994 年和 1995 年，由于控制了许多交割仓库的库存，导致 LME 铜价从最初的 1600 美元/吨单边上扬，最达到 3082 美元/吨的高位。到 1995 年下半年，随着铜产量的大幅增加，越来越多的卖

空者加入到抛售者的行列，但是，滨中泰男继续投入几十亿多头头寸。终于，在 1995 年 10、11 月份，有人已经意识到期铜各月合约之间价差的不合理状态，要求展开详细调查。在对每个客户在各个合约上所持有的头寸，及交易所仓库中仓单的所有权有了清晰的了解之后，LME 专门成立了一个专业人士组成的特别委员会，就如何处理进行了探讨。

此时，铜价的反常波动引起了英美两国证券期货监管部门的共同关注，滨中泰男企图操纵市场的行为也逐渐败露。监管部门的追查以及交易大幅亏损的双重压力，使滨中泰男难以承受。1996 年 5 月，伦敦铜价已经跌至每吨 2500 美元以下，有关滨中泰男将被迫辞职的谣言也四处流传。在这些传闻的刺激下，大量恐慌性抛盘使得随后几周内铜价重挫 25% 左右。

1996 年 6 月 5 日，滨中泰男未经授权参与期铜交易的丑闻在纽约逐渐公开。1996 年 6 月 24 日，住友商社宣布巨额亏损 19 亿美元并解雇滨中泰男之后，铜价更是由 24 小时之前的每吨 2165 美元跌至两年来的最低点每吨 1860 美元，狂跌之势令人瞠目结舌。事件发生后，按照当时的价格计算，住友商社的亏损额约在 19 亿美元左右，但是，接踵而来的恐慌性抛盘打击，更使住友商社的多头头寸亏损扩大至 40 亿美元。

住友商社承认了滨中泰男的行为，但是声称事件是未授权的。住友商社和 CFTC 调解，同意停止那些违反《美国交易所法》中有关禁止操纵的行为，并为此支付 1.25 亿美元的民事罚款和建立一个信托基金用来赔偿由操纵行为给一般投资者所造成的损失。当时，对住友商社的罚款是美国政府开出的最大金额的民事罚款。在日本，滨中泰男被判伪造和欺诈罪，入狱 8 年。

从“住友铜事件”中可以看出：第一，操纵事件发生的主因是住友公司内部的管理不善。在事件发生前，滨中泰男是公司期铜交易的直接管理者，所有公司的风险控制措施、财务管理制度以及市场监控手段都以他为主制订和监督，完全不受公司的制约。由此可见住友公司在企业管理上的漏洞。第二，LME 在日常交易监管方面存在严重失误。LME 没有大户报告制度，并允许交易者用信贷而不一定是现金来满足追加保证金的要求，交易者积累了大量的仓位也不会被公司的财务发现。因此，对于“住友铜事件”，由于 LME 对市场的实时监控未能有效执行，进而导致它对市场中出现的异常情况也不能进行及时的调查和处理。第三，LME 在风险控制方面存在漏洞。从 1991 年起，LME 就收到了反映滨中泰男有意操纵铜价的报告，但是由于交易所内部在管理机制，特别是市场风险监控能力上的漏洞，这些报告一直没有得到足够的重视。直到 1995 年 11 月份，LME 主管部门在国际粗铜协会和美国监管部门 CFTC 的压力下，才开始对市场进行调查。由此看来，正是期货交易所在监控制度上的弊端才导致整个住友铜事件引发的严重后果。

（4）1996 年 Fenchurch 公司操纵美国国债票据期货。

Fenchurch 登记作为 CFTC 的商品交易顾问和商品基金操作商，在美国政府证券现货及期货市场上从事大量的期货交易活动。1996 年 7 月 10 日，因其操纵市场及逼仓的行为，CFTC 宣布已经通过一项对芝加哥的 Fenchurch Capital Management 公司提起行政性起诉的裁定。同时，CFTC 接受 Fenchurch 提出的支付 600000 美元作为民事罚款及采取补救性措施的调解请求。

1993 年 6 月，Fenchurch 承诺对在 CBOT 交易的 10 年期美国国债票据期货的多头仓位进行交割。在交割期的最后四天内及 6 月合约的最后一天，Fenchurch 有意收集并持有了大量的 6 月合约的最便宜国债票据。6 月合约的条款允许以一定量的最便宜国债票据进行交割，但是期货合约的价格必须集中于最便宜国债票据交

易到期前的现货市场价值。在票据供不应求的这段时期，Fenchurch 通过在回购市场上的一系列交易活动增加了它对最便宜国债票据的持仓。Fenchurch 公司通过增加持仓及从市场里撤出票据使最便宜票据的供应更加紧张。因此，期货合约的空方不能拿出足够的票据，只能用贵的有价证券进行交割。

CFTC 的执行董事 Geoffrey Aronow 指出，这起发生在合约交易到期后的操纵及逼仓行为，在空方准备对期货合约进行交割时加剧了市场的集中。CFTC 的处罚处理了这些操纵及逼仓的行为。这种操纵能够也确实不恰当地影响了交易到期前的合约价值。

Aronow 也赞扬了 SEC、CBOT 及纽约联邦储备银行在这次行动上的共同努力，说：“通过这次共同合作，监管者们能够有效地让市场参与者知道，我们将会行动起来确保市场免受违法势力的侵害”。

在 CFTC 的裁定结果中，Fenchurch 被控操纵其在芝加哥期货交易所（CBOT）持有的美国国债期货合约。CFTC 认定 Fenchurch 通过对最便宜的债券进行逼仓达到操纵期货价格的目的，违反了《商品交易所法》。同时，Fenchurch 也打算对证券交易委员会（SEC）提交的指控进行调解。Fenchurch 的 600000 美元民事罚款将用来完成对 SEC 的支付义务。另外，CBT 也会采取相关的行动。

除了进行罚款之外，CFTC 还要求 Fenchurch 停止一切违反《商品交易所法》第 6 条(c)款及第 9 条(a)(2)款的行为。如果在合约的最后一个交易日，Fenchurch 的持仓部位达到或超过 5000 手，CFTC 要求 Fenchurch 向它的经济分析部提供更加详细的报告：即需要报告在两年时间内，从 Fenchurch 从事国债证券期货合约开始直到进入国债证券期货合约交割月的最后一个交割日，Fenchurch 在所有市场上，每天持有的最便宜国债票据的总多头仓位。

同时，CFTC 要求 Fenchurch 检查公司内部的政策和程序：一是确定公司是否设计合理的政策，用来确保能够有效监管、阻止、查明、惩戒及纠正那些违反《美国商品交易所法》的行为；二是假如必要，改正一些程序和政策；三是向执行部提交一份有关检查结果的报告。

CFTC 还要求 Fenchurch 公司内部所有负责交易和监管的职员签署一份报告，确认他们已经阅读和了解了委员会的这份裁定。

二、国外监管者应对期货市场操纵风险的经验借鉴

从以上国外期货市场操纵案例分析中可以看出，市场操纵是各国期货市场发展过程中不可避免的现象。在我国期货市场的发展过程中，由于市场上品种少、交易规模小、期货风险管理与控制制度不够完善等问题，也曾经出现过一些市场操纵事件，如 1995 年的“327”国债期货风波等。这一系列事件，一方面充分暴露了我国期货市场发展的新兴市场特征，另一方面也有力地说明了我国期货市场的交易规则和监管制度亟待进一步完善。因此，如何在现有的市场及法规环境下，借鉴国外监管者对市场操纵的管理经验，加强期货市场制度建设，防范和打击市场操纵行为，是我国目前期货市场发展过程中的重要任务之一。

1 三个转变：期货市场操纵的范围、方法及对市场的影响程度的转变

期货市场操纵的历史，可以追溯到市场发展的初期。操纵的范围逐渐从早期的仅仅对商品期货的操纵扩展到目前对金融期货品种及 OTC 市场的操纵。操纵的方法也从早期的占有现货市场的商品供应，囤积居奇，在期货市场通过影响价格获取利润，转变到利用期货市场上的信息来攫取超额利润。但是，近几十年来，市场操纵

呈现逐渐减少的趋势，操纵对市场和投资者的影响也越来越轻。究其原因，一方面与各国期货市场的发展成熟有关，另一方面也得益于市场法规建设及监管环境的日益完善。

(1) 操纵范围的转变：从对现货的操纵转向对金融期货及 OTC 市场的操纵。

从国外操纵期货市场事件来看，在需求持续增长、现货供应不足的情况下，拥有大量现货就意味着拥有期货合约的绝对控制权。在早期期货市场上，需要用实物进行交割的期货合约最易受到操纵。与单个或相关群体的持仓相比，当可供交割的商品很少时，随着合约到期，受合约交割时间限制，交割难度和成本增大，很容易产生操纵。所以，当时的价格操纵者多是控制了可用于交割的现货供给，在期货合约交割月人为地拉高结算价格，逼迫合约的卖方要么以高价认赔平仓出局，要么以高价买入现货进行交割，甚至因无法交出实物而受到违约罚款，这样多头寸持有者即可从中牟取暴利。美国亨特兄弟操纵白银的事件也证明了控制小品种期货合约的有效手段就是控制大量现货。

但是，目前的发展趋势是在金融期货市场及 OTC 市场也会出现操纵事件。在 CFTC 的裁定结果中，Fenchurch 被控操纵其在芝加哥期货交易所（CBOT）持有的美国国债期货合约。CFTC 认定 Fenchurch 通过对最便宜的债券进行逼仓达到操纵期货价格的目的，违反了《美国商品交易所法》。同时，OTC 市场也是风险较大的市场。在“住友铜事件”发生之后，CFTC 的后续调查指出，滨中泰男不仅利用铜现货市场和 LME 实现他操纵价格的目的，还利用 OTC 来完成他的操纵计划，都是为了获得资金和掩盖自己交易中的投机本质。

总的来说，国外期货市场操纵转向金融期货品种的主要原因有二：其一，国外发达国家现货市场的发展越来越规范，现货品种的质量标准设计科学，运输及交割条件便利，使得发达国家的现货市场和期货市场越来越成为一个有机联系的整体。因此，市场操纵者想要操纵这样规范的现货市场的难度也就越来越大。其二，投机者也会操纵金融期货市场中可控的部分标的物。虽然与实物商品期货相比，用金融工具进行交割的期货合约不容易发生因被逼仓而产生市场价格操纵。但这一结论是以下述前提为基础的：金融工具的现货市场深度较大，流动性更好，透明度更高，比实物商品市场更容易进行套利交易。虽然如此，某些具体问题不属于此，尤其是当上述前提不存在时。同样，在金融工具的现货市场上，价格失常也意味着企图操纵市场的迹象产生。而且，某种程度上，市场参与者持有超过其作为管理金融风险的手段，或进行超过能力的交割，或控制结算价格，也都是操纵市场的标志。例如，当某一个金融期货合约的可供交割量有限，或只能用可供交割金融工具的很小部分进行交割时，前述实物商品期货可能产生的所有问题都会发生。正如 Fenchurch 公司通过最便宜的债券进行逼仓，实现其操纵国债期货合约、攫取非法利润的目的。

与国外成熟期货市场相比，我国期货市场在发展的初期阶段，交割环节存在一定的壁垒，这种情况割裂了期货市场和现货市场的有机联系，使期货市场发现价格和规避风险的基本功能的充分发挥受到影响。因此，风险事件频发，“多逼空”等恶性操纵市场的事件未从根本上得到有效控制。另一方面，期货市场品种结构比较单一，金融期货尚未推出。市场风险管理系统和国外基于丰富的期货、期权乃至其它金融衍生品体系的风险管理系统相比，还存在较大差距。因此，对市场监管者而言，目前的主要任务还需要解决现货市场流通环境差、交割成本高等问题。现货市场发展完全规范了，期货市场的操纵现象就会自然地减少了。

(2) 操纵方式的转变：由基于交易的操纵转向为利用信息操纵市场。

基于交易的操纵是指交易者利用自己庞大的资金量操纵价格，对价格产生巨大

的影响力。在期货市场上，信息的垄断必将产生垄断的利润。实践证明，特殊信息资源的垄断，即期货市场中的信息不对称，也是在期市中获取暴利的重要原因之一。期货市场是充分竞争的市场，集中了大量的资金、商品和信息。但是，如果这些要素流动发生阻塞或集中在少数人手中，期货市场就存在被操纵的可能。因此，信息的提前获取及垄断会导致操纵，内幕交易问题一直是国外期货市场发展过程中面临的重大问题。在新消息或政策没有公布之前，某些投机者采取不当手段获得信息并提前交易，能够操纵市场进而获取暴利。

在 Cargill 公司操纵玉米期货事件中，通过调查，美国上诉巡回法院认定 Cargill 公司能够得到关于可供交割实物量的内部信息，并利用该信息对空方进行逼仓。原因在于，就在美国农业部公布芝加哥的可供交割玉米量之前，Cargill 公司已经获得这些数据并买入了大量的多头合约，占已公布数据的 85% 左右，或者说已有大量玉米由它控制。这也是指控 Cargill 公司利用提前非法获取的信息，抢得先机，操纵玉米市场并对空方进行逼仓的有利证据。

另一方面，操纵者利用虚假信息进行市场操纵。受利益的驱动，期货市场中不乏想要牟取暴利的投机者。他们采取散布谣言、联手做市、虚假交易、买卖双方联手违约等不法手段企图垄断价格和操纵市场，这些虚假、误导性的信息会直接或间接地影响期货价格。操纵者正是借助散布和制造这些不实信息来吸引公众对某种即将被操纵的期货合约产生兴趣并跟进，最终实现其操纵市场的目的。

可以预期的是，随着我国期货市场监管制度的逐渐规范化以及监管手段的更加科学化，利用信息进行操纵的现象会逐渐弱化。过去那种通过操纵垄断信息获取暴利的投机机构将面临巨大的市场风险甚至法律风险。可以说，随着我国期货市场的稳步规范发展，市场中的信息透明度也将日趋增强。

（3）操纵影响程度的转变：对市场及参与者的影响越来越轻。

期货市场有两个基本功能，即价格发现功能和规避风险功能。在以往期货市场上的操纵事件中，操纵行为都使期货合约的交易条件发生了改变。期货交易条件的改变使期货价格与现货价格严重背离，削弱了期货交易的套期保值功能。同时，操纵行为在很大程度上扭曲了期货市场上多空双方在合约供求之间的竞争，期货价格与现货价格的背离使期货市场发出的价格信号失去了准确性，从而使期货市场的价格发现功能被削弱。在亨特兄弟操纵白银期货的例子中，亨特兄弟疯狂的投机活动，造成白银的市场供求状况与生产和消费实际脱节，市场价格严重地偏离其价值，最终导致白银市场在操纵力量的作用下几乎崩溃，主要的借贷银行也濒临破产。

但是，近期以来，期货市场上的操纵事件呈现减少的趋势，而且市场操纵的影响也越来越轻。主要的原因在于：其一，随着各国监管制度的不断完善，监管者监督得力，市场自发的价格纠错机制运行日趋良好。因此，当前的市场操纵事件的影响时间短，对价格发现功能的影响有限。其二，随着期货市场的成熟发展，市场上投资品种的创新分散了投资者和市场的资金流向，在单一品种上的操纵对市场的影响程度越来越小。最后，因为市场操纵通常发生在合约到期前的一两天，而且随着信息现代化的发展，人们获得信息的方式不断增多。所以，人们一般不会把生产决策建立在这一两天的期货价格水平上，价格扭曲（人为价格）持续时间很短，进而操纵事件对市场参与者的影响程度也越来越小。

2 两个完善：交易所及经纪公司自身风险管理机制的完善有助于遏制市场操纵

从前述期货市场操纵的案例中可以看出，大部分市场操纵的案件是个别投机商和公司的投机行为引发的，并对市场的正常运行造成极大的破坏。当价格波动剧烈

的时候，经常能够听到“价格被操纵了，应实施监管加以阻止”，或是“操纵者应当被更严厉地惩罚”这样的呼声。但是实际上，在操纵期货市场案件中，相对于客户或经纪公司而言，经纪公司或交易所的过错要严重的多。

在一些操纵期货市场事件中，经纪公司或交易所通过给予客户或经纪公司巨额透支，应强行平仓而不平仓以及其他违法、违规操作，支持、配合、纵容操纵期货市场行为；交易所甚至以种种理由为借口，滥用紧急措施或临时措施，调整涨跌停板幅度、提高保证金比例、限制出入金、限期平仓或强行平仓，以支持多头或空头操纵市场。事实上，没有经纪公司或交易所的支持、配合、纵容，客户或经纪公司不可能据以实施后续一系列操纵市场行为；没有交易所的政策性支持、默许，市场操纵难以达到无以复加的程度。

（1）交易所内部风险管理机制的完善有助于防范操纵风险。

交易所的监管条例、措施是实施风险控制的必要条件，但不是决定因素。影响交易所防范操纵风险的关键因素是交易所自身风险管理机制的完善，即交易所能不能有效、及时地执行有关监管措施，做到及时发现问题、及时解决问题。

从“住友铜事件”中可以看出，正是 LME 不完善的内部风险控制制度助长了风险的发生。从 1991 年起，LME 就收到反映滨中泰男有意操纵铜价的消息，但是由于交易所内部在管理机制，特别是市场风险监控能力上的漏洞，这些消息很久都没有得到足够的重视。直到 1995 年 11 月份，LME 主管部门在国际粗铜协会和美国监管部门 CFTC 的压力下，才开始对市场进行调查。由此看来，正是交易所内控制度上的不足才导致整个“住友铜事件”的严重后果。而且，类似的发生在 LME 的风险事件还有，1985 年锡市场违约事件以及 1993 年一名交易商胡安·巴勃罗·达维拉进行未经授权交易，使智利的国有铜公司科德尔公司损失近 2 亿美元事件等。

（2）期货经纪公司内部风险管理机制的完善有助于控制操纵风险。

另一方面，“住友铜事件”的发生也是住友公司内部的管理不善造成的。在事件发生前，滨中泰男是公司期铜交易的直接管理者，所有公司的风险控制措施、财务管理制度以及市场监控手段都以他为主，完全不受公司的监督管理。住友商社存在的问题说明了一点：必须有足够严格的内部管理，才能使经理及公司不被任何一位交易商的花言巧语所蒙骗。

经纪公司是联系交易所和客户之间的桥梁，是增加市场流动性和覆盖面的不可缺少的中介。经纪公司控制风险的好坏会直接关系到金融衍生品交易的稳定性和规范性。利奥·梅拉梅德也曾经发表过对金融机构包括经纪公司风险管理的看法：“金融机构缺乏内部管理只会自食恶果。”因此，期货经纪公司自身风险管理机制的完善有助于防范市场操纵风险。

总之，由国外期货市场操纵的案例思考我国期货市场建立至今所发生的操纵事件，基本上都是经纪公司、交易所纵容或配合其客户、会员超资金实力操盘的结果。为了生存，经纪公司之间存在激烈竞争，在交易量滑坡的情况下，争夺客户更加激烈。有些经纪公司和代理机构采取多种手段争抢客户或诱导客户交易，有些严重忽视风险控制，留下很大隐患。若经纪公司或交易所能够严格按照法律规定，合法合规进行操作，必会使市场操纵者难以得逞。

因此，针对我国期货市场的现状，为严肃整顿各类参与主体在期货市场中不负责任的操作，应当在此类操纵案件的处理中，充分考虑操纵市场案件中的重大过错责任追究，促使各参与主体依法操作，合规经营，并最终维护期货交易市场有序、稳定的发展。只有加重经纪公司或交易所在这种违法行为中的责任，由经纪公司或交易所承担这种违法操作所致损失的责任，并收缴因此类违法操作所获得的利益，

才能有效地遏制期货市场操纵事件的发生。

3 一个重心：把对异常情况的监控作为监管工作的重中之重

历史上应对期货市场操纵事件的成功经验表明，市场监管者以对市场异常现象的监控为工作重心，提升市场监管的效率，是有效防范与遏止期货价格操纵行为的根本途径。

（1）异常现象监控。

从国外操纵市场案件中可以看出，在境外期货交易过程中，通常有交易监控体系对期货交易进行监控。该体系记录了所有期货交易情况，一旦出现期货交易量过大、过小或者期货价格波动异常，监控体系将报警，有关监控人员就针对此问题进行调查。例如，美国商品期货交易委员会（CFTC）建立的市场监察程序，能够在法律规定的权限内监管交易活动，保证期货和期权市场经济功能得以实现。这一监察程序包括：发现和防止市场操纵及滥用、保证委员会掌握重大市场信息、强制代理商和交易所执行投机持仓限制、确保按照委员会的要求进行报告。CFTC建立了以大量的期货、现货历史数据为基础的风险评价体系，大量工作人员每天对所有期货合约的交易情况包括价格变动、成交与持仓状况以及交易者行为等进行监控，大量收集同期货商品相关的现货市场有关价格、供求、进出口等各种信息，对各个合约的市场风险进行科学评估。鉴于交易者可能通过多家期货商或多个账户进行交易以达到控制市场目的，因此，CFTC在日常收集信息过程中，积累了大量相关的账户，若CFTC发现各账户之间可能具有关系时，即要求交易者每日依规申报其持仓变化情况。

（2）异常现象调查。

当监控体系报告异常情况时，有关调查人员就要对异常现象进行调查。这种调查通常是由专门机构进行的，美国CFTC的监管部在检查和监控过程中，将交易者的现货部位与其期货、期权持仓进行比较。当确定交易者违反持仓限制规定后，即依情节轻重，发出警告、停止或中止交易的命令。对于应进行清算的持仓，查核其是否移转持仓而加以规避。这样就能把违规行为和市场风险化解在萌芽状态。

因此，从近年来期货操纵事件的处理方法来看，各国监管者已经把对市场异常状况的监控作为期货市场监管工作的中心，建立了一套较为完整的市场监控体系，对市场异常现象进行及时的监控与调查。如应该明确对异常现象作一个界定，以使实际操作中能有一个确定的依据。正是通过这个监管中心的确立，将市场操纵风险的苗头扼杀在所有这些调查和监控工作中，才能够保证期货市场中交易的正常进行，保证期货市场套期保值和规避风险功能的顺利实现。

4 有力武器：完善的期货交易规则是控制市场操纵风险的有力武器

在发达国家对期货市场进行三线监管的模式下，期货交易所的第一线监管是期货市场风险管理的灵魂。而交易所日常的自我管理及风险控制主要通过章程、规则和办法来进行。比如CBOT的规则多达3314条，看似繁琐却能够有效控制期货市场风险，维系着期货市场的健康发展。

在“住友铜事件”发生之后，一位纽约商业交易所的官员批评了伦敦金属交易所过于温和的监管方式及松散的规则：“LME制订的相关规则是非常疏忽及松散的，不像纽约商品交易所及纽约商业交易所那样能够保证市场的透明性。”市场的不透明及监督无力，就导致了“住友铜事件”的发生。美国《商品交易法》第3条，也阐述了应把制定市场操纵的规则作为《商品交易法》的中心问题加以对待的必要性。因此，对于期货市场的监管者来说，制定完善的期货交易规则有助于控制期货市场的操纵风险。

首先，完善的期货保证金制度，是期货交易所控制风险的最有效的手段。操纵市场者主要是凭借其资金优势来大量建仓，影响价格。从亨特兄弟操纵白银的事件中也可以看出：当发现市场上有人试图操纵市场时，期货交易所应该适当对多空双方或某一方提高保证金，提高其交易成本，使操纵市场者知难而返。对进入交割月份的合约，为防止逼仓，可实行分阶段逐步提高保证金的办法，保证实物交割的顺利进行。

其次，严格执行限仓制度和大户报告制度。由前述期货市场的各种操纵案例可以看出，不论是采取何种操纵方法，操纵者均需持有大量现货或期货仓位，才有可能达成操纵的目的。因此，为防范市场操纵行为，各国的期货交易所所在交易制度中普遍运用了持仓量限制制度和大户报告制度。交易所应规定客户最大允许持仓量，尤其对交割月前一个月份和进入交割月的合约，应根据不同品种实行分段限制持仓量制度，防止多空对峙、大户操纵的风险。此外，当期货合约价格与现货价格、一个合约价格与其他合约价格发生较大背离时，应采取增加保证金的方式。同时，交易所加强大户报告制度，当持仓数量达到规定比例时，必须主动及时向交易所报告，通过这个制度，交易所能够监控市场动向和大户行为。当期货交易发生异常变化，如价格异常变动，交易量、持仓量异常扩大时，通过大户报告对大户进行稽查，能够及时发现和处理问题。

最后，严格执行交割制度。期货交易所合理地确定期货商品的交割等级，有利于进行实物交割的交易者在现货市场很容易找到符合期货交割标准的商品。在交割制度的设计上，应该保证只要商品符合交割标准就可以交割的原则，不能以任何理由限制实物交割并应尽可能降低交割成本，简化交割程序，使实物交割简单易行，从而减少大户逼仓的可能性。

5 坚强后盾：政府对市场突发事件的处理与支持是化解市场操纵危机的坚强后盾

发生操纵事件后，一旦引爆期货市场风险，交易所可根据交易规则中异常情况处理的方法采取暂停交易、限期平仓、提高保证金、调整涨跌停板等一系列紧急措施，控制风险。但是，在市场面临无法抵御的重大风险时，政府适时适度干预也是必要的。例如，在亨特兄弟操纵白银市场时，要不是美国联邦政府最终拨出 10 亿美元的长期贷款来拯救亨特家族及整个市场，美国期货市场肯定会崩溃。

因此，交易所在发现操纵市场的企图时，一定要及时采取行之有效的手段，制止危机的大面积爆发。同时，作为市场规则的制定者与监督者，政府在解决由操纵引发的风险中的作用是无可替代的。政府在面对操纵风险造成的市场失灵时，应该根据自己的实力拿出最终的解决方案，维护整个金融市场的安全与稳定。政府的适度干预主要包括市场指导、政策支持、修改法规和出资救市等。政府监管期货市场的手段也有待改变，逐步从以行政监管市场为主过渡到以法律手段和经济手段监管市场为主。

6 国际合作：监管者之间的合作有助于制止操纵事件的发生

在“住友铜事件”中，滨中泰男设法逃避了伦敦及 OTC 市场的监管，因为这些市场的透明度低于受监管的美国交易所。另外，他也通过在不同市场间的交易，让那些对交易行为有监督权的权威机构得不到他在市场上交易行为的详细记录。经过对这个案件的处理，美、日、英三国市场的监管者认识到国际间正是因为现今关于市场监管的共识尚未达成，获取和共享商品交易信息的机制也不够完善才助长了“住友铜事件”的发生，并对三国市场造成的严重影响。

关于“住友铜事件”，CFTC 主席 Born 指出，即使诉讼是必要的，“住友铜

事件”也使监管者们了解到信息共享对市场监管的重要作用。必要的信息能够使特定市场参与者的情况与市场状况息息相关。1996年11月，美国、日本、英国监管者参加了在伦敦举行的国际期货市场监管者会议，决定开始制订新的国际市场信息共享协议。会议决定签署《关于商品期货市场监管的伦敦公报》。监管者们也达成了关于监管的共识：良好的合约设计、有效的市场监管及大户持仓报告制度的设计都有利于制止期货市场操纵事件的发生，进而有利于各国期货市场的健康发展。

在Fenchurch操纵事件发生后，CFTC、SEC、CBT及纽约联邦储备银行对Fenchurch公司采取联合行动。CFTC的执行董事Geoffrey Aronow赞扬了大家在这次行动上的共同努力，说：“通过这次共同合作，我们（监管者们）能够有效地让市场参与者知道我们将会行动起来确保市场免受违法势力的侵害。”通过这次联合行动，CFTC向各国监管者表明，市场监控并不是CFTC的专权。委员会可以联合受到影响的交易所共同监控，在实施适当和正确的监管措施时，可以共享相关的监控信息，共同监控潜在问题。如有必要，还可以与大经纪人、大交易者进行口头联系。这些联系的目的可以是：询问问题、证实报告持仓、提示经纪人和交易者注意管理层对交易情况的关注，或警告他们要进行负责的交易。委员会和交易所的这种“呼吁”，对于解决潜在问题十分有效。

随着世界经济一体化的不断发展，期货交易规范化、交易品种金融化、运行系统现代化、投资参与国际化，是世界期货市场发展新阶段的主要标志。如何在日益一体化的世界期货市场中，防范跨越国界的期货操纵事件，是摆在各国期货市场监管者面前的共同难题。通过“住友铜事件”和Fenchurch事件可以看出，各国监管者之间的合作与信息共享有助于防范操纵事件的发生。因此，在完善本国期货市场监管体系的同时，加强国际间的合作，让操纵者无机可乘，是对本国期货市场监管工作的有力帮助。

作者简介：

黄运成，上海证监局副局长；李海英，同济大学经济与管理学院博士生；

马卫锋，同济大学经济与管理学院博士后