

## WTI 原油期货合约价格发生空前下跌 - 芝商所和 CFTC 将作何反应

2020 年 4 月 20 日星期一，即将到期的 WTI 原油期货 5 月合约价格单日暴跌 50 美元并以低负值收盘，成为近年来一次空前的事件。期货交易者应当作好准备，交易所或美国政府有可能行使紧急权力，干预交易、交割条件乃至结算价。从更长期来看，预计交易所和美国政府将密切关注原油期货合约交易，违反交易所规则或法律的期货交易者被处以罚款的风险增加。

WTI 原油期货 5 月合约于 4 月 21 日星期二到期。4 月 20 日，开盘价每桶 17.73 美元，收盘价负 37.63 美元。WTI 原油期货在芝加哥商品交易所集团（“芝商所”）旗下纽约商品交易所交易。WTI 原油期货其他月份的合约（包括高成交额的 6 月合约），价格跌幅远小于 5 月合约，这意味着随着 WTI 原油期货 5 月合约价格下跌，其与其他合约的价差大幅扩大。WTI 原油期货 5 月合约价格的下跌似乎是源于市场对合约条款约定的实物交割地俄克拉荷马州库欣（Cushing）仓库的存储能力的担忧。WTI 原油期货 5 月合约价格的暴跌以及其与其他合约价差的不断扩大，使得持有空头仓位的交易者很可能会面临高额的追加保证金通知。

下文我们将讨论芝商所和美国商品期货交易委员会（“CFTC”）短期内可能的反应，以及芝商所、CFTC 和美国司法部（“司法部”）中长期可能的反应。短期来看，芝商所和 CFTC 拥有一系列紧急权力可以行使。更长期来看，芝商所、CFTC 和司法部可能会加强监管，考虑执法行动或追责。

芝商所已向其董事会<sup>1</sup>和商业行为委员会<sup>2</sup>授予广泛的紧急权力，这可能是用以应对 WTI 原油期货 5 月合约价格的暴跌。紧急授权的行使仅受限于非常有限的司法审查<sup>3</sup>。芝商所相关规则对“紧急情况”的定义非常广泛，包括“商品的自由、有序的市场可能被扰乱的事件”<sup>4</sup>和“可能对交易所的运作产生严重不利影响的情况”<sup>5</sup>等。芝商所如果发现存在紧急情况，经董事会多数票表决或经业务行为委员会表决后，可以采取与当前状况相关的多种行动，包括终止某一合约的交易、限定交割的具体价格、变更交割条件、甚至规定合约的清算结算价等。<sup>6</sup>过去，交易所最极端的情况保留了最极端的紧急权力，比如其结束交易的权力。例如，为了应对 1979 年和 1980 年白银期货市场异常交易，当时的芝加哥交易委员会

<sup>1</sup> 参见芝加哥商品交易所规则第 230 条。

<sup>2</sup> 参见芝加哥商品交易所规则第 402 条。

<sup>3</sup> 交易所一般不会因行使紧急权力承担责任，前提是行使紧急权利是出于诚信并对市场问题作出回应。在此情况下，个人不得因交易所行使紧急状态权力而起诉交易所。参见 *Sam Wong and Son, Inc. v. NYMEX*, 735 F.2d 653, 656-67 (2d Cir. 1984); *Lagorio v. Board of Trade*, 529 F.2d 1290 (7th Cir. 1976)。

<sup>4</sup> 参见芝加哥商交所规则第 230 (k) 条。

<sup>5</sup> 参见芝加哥商品交易所规则第 402. C (1) 条。

<sup>6</sup> 参见芝加哥商品交易所规则第 230 (k) 条；芝加哥商品交易所规则第 402. C (2) 条。

和纽约商品交易所提高了保证金要求并收紧了持仓限制，纽约商品交易所最终暂停了除清算令以外的所有白银交易。<sup>7</sup> 类似地，在 1979 年，因交割过程中出现问题，纽约商品交易所曾暂停两个土豆期货合约的交易，并指令将所有未平仓合约按规定的结算价清算。<sup>8</sup>

CFTC 同样也有可能行使紧急权力，解决 WTI 原油期货 5 月合约因库存不足造成的市场异常。CFTC 可行使紧急权力，指令芝商所（及其他交易所）采取某些行动。但是，CFTC 过去很少行使其紧急权力，且其惯例是先由交易所解决问题。因此，CFTC 不太可能行使其紧急权力，除非其认定芝商所未适当解决 WTI 原油期货 5 月合约的问题。即便如此，假设 CFTC 选择采取行动，其拥有广泛的紧急权力，包括指令芝商所修改针对 WTI 原油期货 5 月合约的保证金要求或持仓限制以及延长合约交割期。<sup>9</sup>

无论芝商所（和/或 CFTC）是否决定在近期行使紧急授权，主管机构随后很可能在较长期限内对 WTI 原油期货 5 月合约的交易情况进行监管。

- 违反持仓限制的期货交易者预计将受到芝商所的密切审查，并可能面临罚款和潜在的交易禁止。<sup>10</sup>
- 芝商所和/或CFTC很可能已经或将在近期联系持有多头仓位的期货交易者，询问其交易意图和存储能力。如果该等交易者对芝商所或CFTC作出虚假陈述，则需要承担民事或刑事责任。<sup>11</sup>
- 类似，具有持仓限额豁免的多头期货交易者（例如掉期、风险管理或价差仓位的豁免），其申请豁免的理由以及交易情况将受到审查。期货交易者如果在申请豁免过程中提供虚假信息，芝商所将很可能予以处罚<sup>12</sup>，CFTC 和司法部也将采取监管措施和刑事措施。<sup>13</sup>
- 最后，涉嫌操纵WTI原油期货5月合约价格的人很可能面临CFTC和司法部的长期调查，并有可能面临严重的民事或刑事处罚。例如，我们预期监管部门将仔细调查持有空头头寸的期货交易者是否故意囤积库欣仓库设施，以压低期货合约价格并从中牟利。<sup>14</sup>

WTI 原油期货 5 月合约价格暴跌，无疑已经引起芝商所和 CFTC 的密切关注。期货交易者应当做好准备，交易所和 CFTC 可能会行使紧急权力，干预交易量、交割条件甚至合约结算价。期货交易者应当预计到，合约交易将受到比往常更严格的审查，违反交易规则或法律的期货交易者面临的处罚风险更高。

<sup>7</sup> 关于白银市场投机事件的描述以及交易所的应对措施，参见美国商品期货委员会关于拟议规则制定：衍生产品头寸限制通知 78 Fed. Reg. No. 239, at 75686 (Dec. 12, 2013)

<sup>8</sup> 参见 Sam Wong and Son, Inc. v. NYMEX, 735 F.2d at 656–67。

<sup>9</sup> 参见《美国法典》第 7 篇第 12 a (9)段。

<sup>10</sup> 参见芝加哥商品交易所规则第 562 条。

<sup>11</sup> 参见《美国法典》第 7 篇第 9 (2)和 13 (a)(4)条。

<sup>12</sup> 参见芝加哥商交所规则第 432 (L)(2)条。

<sup>13</sup> 参见美国法典第 7 篇第 13 (a)(4)条。

<sup>14</sup> 参见美国法典第 7 篇第 9 (1)条。

## 联系我们



**倪嘉华**  
合伙人

**T** +86 21 2320 7206  
**E** [jiahua.ni@cliffordchance.com](mailto:jiahua.ni@cliffordchance.com)



**Robert Houck**  
合伙人

**T** +1 212 878 3224  
**E** [robert.houck@cliffordchance.com](mailto:robert.houck@cliffordchance.com)



**David Yeres**  
资深顾问律师

**T** +1 212 878 8075  
**E** [david.yeres@cliffordchance.com](mailto:david.yeres@cliffordchance.com)



**Benjamin Peacock**  
律师

**T** +1 212 878 8051  
**E** [benjamin.peacock@cliffordchance.com](mailto:benjamin.peacock@cliffordchance.com)



**Gege Wang**  
律师

**T** +1 212 878 8106  
**E** [gege.wang@cliffordchance.com](mailto:gege.wang@cliffordchance.com)

高伟绅律师事务所为本文的版权所有人，其中所提供的信息仅供本所客户读用。如需转载，请注明本文为本所的著作。本文仅供一般参考，其内容不一定论及各相关重要课题，也不一定涵盖论题的各个方面。本文并非为提供法律意见或其他咨询意见而编写，对于依赖本文的行动后果，本所概不负责。如欲进一步了解有关课题，欢迎联系本所。

[www.cliffordchance.com](http://www.cliffordchance.com)

Clifford Chance, 33/F, China World Office 1, No. 1 Jianguomenwai Dajie, Chaoyang District, Beijing 100004, People's Republic Of China

© Clifford Chance 2020

Clifford Chance LLP is a limited liability partnership registered in England and Wales under number OC323571

Registered office: 10 Upper Bank Street, London, E14 5JJ

We use the word 'partner' to refer to a member of Clifford Chance LLP, or an employee or consultant with equivalent standing and qualifications

Abu Dhabi • Amsterdam • Barcelona • Beijing • Brussels • Bucharest • Casablanca • Dubai • Düsseldorf • Frankfurt • Hong Kong • Istanbul • London • Luxembourg • Madrid • Milan • Moscow • Munich • Newcastle • New York • Paris • Perth • Prague • Rome • São Paulo • Seoul • Shanghai • Singapore • Sydney • Tokyo • Warsaw • Washington, D.C.

Clifford Chance has a co-operation agreement with Abuhimed Alsheikh Alhagbani Law Firm in Riyadh.

Clifford Chance has a best friends relationship with Redcliffe Partners in Ukraine.