



*The Secret Club
That Runs the World*

第1章

泡沫的形成

华章图书

2 商品交易之王 *The Secret Club That Runs the World*

皮埃尔·安杜兰德（Pierre Audurand）对他手头 80 亿美元的原油头寸非常满意。这天上午，他和私人教练一起在他伦敦郊外的别墅里进行了高强度的健身运动，同时漫不经心地看着彭博数据终端上的新闻。这一天是 2011 年 5 月 5 日，奥萨马·本·拉登被美军击毙了，中东的政局动荡似乎为能源价格提供了充分的上涨理由。

中午，皮埃尔·安杜兰德溜达到离他家不远的对冲基金办公室。他最关注的布伦特原油期货（一个以欧洲北海原油为标的的商品市场）今早的价格一直在 120 ~ 125 美元间徘徊¹，这让他十分不悦。数周以来他都认为原油成交价会攀升，但市场表现并非如此。美国的原油市场当天刚刚开市，成交量还没什么起色，因此，他仍按既定日程在交易室楼下的会议室会见了“市场魔术师”系列丛书的作者。

会谈进行了大约一个小时，皮埃尔·安杜兰德收到了他手下一个交易员的紧急邮件。该交易员刚从茶歇中返回，发现布伦特市场的报价下跌了 2.5 美元。伦敦市场如果单个下午出现如此大的跌幅就已经很惊人了，而今天这一切仅发生在一个小时之内，这让该交易员手足无措！

皮埃尔·安杜兰德却非常淡定。他知道，原油市场就像一头喜怒无常的野兽，类似的价格波动以前也不是没有过。他总是能将这些暴涨暴跌转化为自己的优势，有一次甚至是在手术室醒来时发现布伦特原油价格正像他所预期的一样上涨了 10 美元。他继续跟那位作家聊他的交易哲学以及他过去在对冲基金中对其交易哲学的运用。这家名为蓝金资本管理公司（BlueGold Capital Management）的对冲基金在

2008年成功预测了原油市场的高点和低点，这为它跻身史上最成功的商品对冲基金奠定了基石。

楼上交易室发来的邮件开始如洪流般涌入。布伦特原油价格的跌幅先是扩大到几十美分，然后又放大到了1美元。皮埃尔·安杜兰德的交易团队开始在交易员聊天室里和互联网上拼命寻找价格暴跌的原因。是欧佩克增加了产量，还是美国向市场投放了战略原油储备？他们并没有找到相关的信息。与此同时，蓝金公司的损失正以亿级单位上升。安杜兰德终于无法专注于谈话了，丛书的作者忍不住问他：“为什么你总看你的黑莓手机？”

安杜兰德终止了会谈，冲上楼去。他手下两个年轻交易员，尼尔·帕特尔（Neel Patel）和萨姆·西姆金（Sam Simkin）正坐在电脑前，焦虑万分。布伦特原油价格在一小时内暴跌了几美元，其价格下跌也对其他市场产生了压力。34岁的安杜兰德在过去十多年中每天都在交易能源产品，见惯大场面的他也从未见过今天这种市场灾难。他把其他几个交易员叫过来询问了情况，并给更多的交易员发送了短信，但没人知道发生了什么。

无论事情的原因是什么，这对蓝金公司来说都很不妙。安杜兰德和他的合伙人持有80亿美元的头寸，建立该头寸的资金大部分通过借款取得，只有原油价格上涨才能保证赚钱。支持这笔贷款的现金只有24亿美元，如果蓝金公司的损失超过这个数额，将会面临破产清算，而原油价格目前的走势似乎正在将公司逼向绝境。

安杜兰德命令交易员们：“下几亿美元的卖单，看看市场如何

4 商品交易之王 *The Secret Club That Runs the World*

反应。”

尼尔·帕特尔和萨姆·西姆金狂点鼠标，开始下单卖出布伦特原油期货和美国的西得克萨斯轻质原油期货合约（即 WTI 原油合约，该合约以美国俄克拉何马州储存的原油现货为交易标的）。尽管原油价格一直受区域供求关系影响，但对价格走势的紧张情绪会在期货市场上全面扩散。蓝金公司这样的对冲基金就是通过这一市场对赌未来数月乃至数年的价格涨跌。

在几十亿美元大单的过程中，要想让每笔交易均按既定价格进行而不增加额外的成本是相当困难的。在波澜不惊的市场里，大量的卖单（每一份合约都代表 1000 桶原油现货）向市场中的其他交易者传递着这样的信息：有人要大量出货！这样，其他交易者也会跟着卖掉自己的头寸，结果就是价格进一步的下跌。在一个恶劣的市场环境里，大的卖单进一步加速了价格的下跌趋势。

蓝金公司在 5 月 5 日的第一笔卖单似乎恶化了市场预期。布伦特原油持续暴跌，对冲基金的交易员每次下卖单的时候都发现跟不上进一步下跌的市场报价。在市场暴跌一小时之后，布伦特原油已经下跌了 6 美元，紧接着就是 7 美元，完全没有止跌的迹象。

但是，安杜兰德承担不了止损的代价。他告诉交易员等待 20 分钟后再继续下卖单，希望市场能够冷静一下。办公室里乱作一团，座机和手机都在铃铃作响。整个市场中多空双方都期待着新的消息，哪怕是小道消息。他们问：“蓝金公司要完蛋了吗？”记者们也有同样的疑问。每个人都知道安杜兰德豪赌的做盘风格，但同时也知道他疏于风

险管理。

布伦特原油价格一跌再跌，跌了 1 美元，再跌 50 美分，再跌 1 美元……蓝金公司持续卖出。到伦敦时间当天晚上 7 点半（美国市场闭市时间），布伦特原油每桶下跌合计约 10.40 美元，创下了新的历史纪录。

安杜兰德终于能够停歇一下，但紧绷的神经还没缓过来。蓝金公司卖出了 30 亿美元的头寸，这远远超过了他的预期。但公司这天的损失有 5 亿美元，并且还持有 50 亿美元的多头头寸，期待着原油价格反弹。

安杜兰德在这天所经历的一切足以让任何优秀的交易员引以为戒。但在商品期货交易的世界里，一个相对于外界并不大的圈子中，有很多大鳄级选手承担着巨大的风险，他们对赌诸如原油、玉米和铜等原材料的期货价格变动。市场的暴涨暴跌及其所带来的盈亏让我们叹为观止，但对他们来说却稀松平常。

“商品”这个词在口语中用途甚广——厕纸、牛奶、干洗服务都可被称为商品。这些东西基本是按其标价进行买和卖。然而在全球市场中，商品现货扮演着重要的角色。它们是农业、工业和贸易的基石。布伦特原油或广泛种植的黄玉米 2 号之所以被称为商品（“商品”这个词让人联想到那些很容易获得且价值也不是很高的东西），是因为无论

6 商品交易之王 *The Secret Club That Runs the World*

是放在它们被开采出来的北海，或是收割的田野中，还是被运输到其他地方，它们的物理结构和化学构成都能保持不变。同厕纸和干洗服务一样，这些商品也按其标价进行交易，但它们是基于被交易者称为“基本面”的因素而定价的。这些“基本面”包括：从土地中获得商品的实际成本，将其从原产地运送到购买者所在地的成本，在给定时间点拥有购买意愿的人群数量，在特定时点这种商品在其他地方的充裕程度等。

商品市场听起来像一个专业性很强的圈内人市场，但每个人至少都听说过商品市场中的几个品种。汽油和原油是其中的重要角色，苹果手机和空调里的电线都使用了铜，美国分币中也含有少量铜²（主要成分是锌）。此外，几乎每个人都消费或穿戴过玉米、小麦和棉花，我们日常使用的打火机³和投影灯⁴等物品中用到了铈（一种稀土元素），但这类商品却鲜为人知。

本书的主题是探讨金融投资中商品期货价格的变动规律，这算是老生常谈了。3000多年前⁵，苏美尔族的农民承诺用未来土地收获的一部分农产品来换取现时的白银。这些协议被人类最早的书面语言——楔形文字所记载，也就是现代交易者所谓的“远期”。

从古罗马到意大利再到17世纪30年代荷兰的郁金香交易者⁶，基于未来交割的商品交易⁷繁衍生息了几个世纪。大宗商品交易是由英国殖民者带入美国⁸的，并随着1848年芝加哥期货交易所正式成立而走向标准化，一批热衷于此的市场参与者进行了更为复杂的虚拟交易，由此拉开了近一个半世纪商品市场的繁荣。最终，商品交易有了

专属于自己的需求市场——农民对于自己来年的玉米收成不确定，即使在收成不好时也希望有稳定的收益；依赖于某种金属进行生产的公司想提前锁定原料价格从而避免价格大幅上涨侵蚀公司利润。随着时间的推移，在商品交易需求旺盛的城市诞生了其他商品交易所，很多公司也围绕大宗商品对冲需求成长起来。

进入 21 世纪，大宗商品交易成为新的时尚，散户以及专业投资者的大量涌入推动成交量攀升，期货市场波动加剧。包括纽约商业交易所和亚特兰大的洲际交易所在内的期货市场成交量从 2002 年的 5 亿手⁹ 上升至 2008 年的近 20 亿手¹⁰。大约同一时期，大宗商品场外市场交易中，基于实物商品的一系列金融产品通过电话或者电脑一对一进行交易，有记录的场外持仓总额大约从 8000 亿美元¹¹ 上升至 13 万亿美元¹²。一时间，商品衍生品从毫不起眼变得风靡一时。

然而，相比于股票、债券及外汇，商品的投资规模非常小。到 21 世纪头十年中期，大部分投资者都没有正式将商品投资纳入自己的资产组合，他们更喜欢像股票或美国国债这类简单且易于交易的产品。不过 21 世纪开始的 商品大牛市及华尔街销售员的努力游说改变了投资者们的想法。

在美国金融危机开始前，即 2000 年年初至 2008 年年中期间，高盛商品指数所追踪的商品合约价格上涨了几乎两倍。高盛商品指数简称为 GSCI 指数，其地位相当于商品领域里的标普 500 指数（标普在 2007 年购买该指数后予以冠名）。原油期货价格较之前上涨了 3.5 倍，玉米期货价格也涨到之前的 3 倍。即便是黄金这种通常在股市价格下

8 商品交易之王
The Secret Club That Runs the World

跌时才上涨的奇特商品，在当时股市表现火爆的行情下，价格也翻了近一倍。

这是一个赚钱非常容易的时代，从州立养老基金到其他不相关的市场，再到个人投资者，每个人都赚得盆满钵满。养老基金投资商品市场是为了减少自身投资组合中其他与商品市场不相关的投资品种的风险敞口。个人投资者投资商品市场以期借着飞涨的油价从原油商品中捞一笔，即便他们在加油站加油时要为此多掏不少银子。GSCI 指数及其他商品期货的推销员告诉投资者：商品期货指数投资是让投资组合多样化的重要方式。基于黄金白银之类的贵金属价格而编制的指数可按股票投资一样的方式进行交易，这类新的证券使商品投资前所未有的地走近了普通投资者，商品价格一路飙升，让那些没有入场的投资者后悔不已。

拥有 740 亿美元资产的金融公司——沃兹投资咨询公司（Wurts & Associates）的首席投资官杰夫·斯科特（Jeff Scott）说：“在灌输商品对投资组合多元化的价值方面，华尔街做得很成功。我不是在说反话，资产组合中加入商品期货是有必要的。但不幸的是，投资收益的构成也发生了改变。”换言之，财富的马车将在某一时点停止运转。

2008 年以前，你都有充足的理由去投资商品，其中最重要的理由就是印度等国旺盛的大宗商品需求。这些经济体引起世界范围内原材料价格的上涨，因此被视作那些金融分析师们所说的新一轮“超级周期”¹³的原动力。在超级周期内，全球经济出现了第二次世界大战（简称“二战”）以来未发生过的持续增长。流行的“石油峰值论”¹⁴认为

世界的石油供给将消耗殆尽，原油这一很多国家的经济引擎将极度稀缺。两种假设都预示着石油价格将持续攀升。

但在 2008 年下半年，大宗商品价格上涨的预期不再。如同股票、债券一样，商品市场受到美国金融危机的影响，主要的商品指数暴跌，原油合约价格由其历史高点 147 美元暴跌至几十美元。市场动荡情况下，商品期货价格暴跌的背后则是整个商品市场狂热减退的开始。

商品市场泡沫产生的自始至终，一批核心的交易团队攫取了大把的利润，如皮埃尔·安杜兰德这样的老手运用组合投资和雄厚的公司实力玩转市场为己牟利。在市场交易过程中，他们一旦判定商品价格上涨就会进场，并最终真的可以推动市场价格上扬，下跌过程亦如此。大多数情况下，他们彼此间并没有通过串谋来操纵市场或者囤货居奇从而获利，比如采用商品市场的经典手段逼仓。但是他们对市场中各行各业的每个细节都了如指掌，而且掌握着外人所不了解的一些消息。这就是这批交易团队具备其他交易者所没有的强大资源优势。即使他们价格预测错误，由于彼此间联系紧密并且都非常富有，他们仍能迅速重振并将亏损的钱赚回。

这是一个需要乐观精神的行业，这里聚集着富有且专注的人，他们并不太在意偶尔的投资受挫。有些人并非富豪出身，所以渴望用金钱和权力来弥补自身的不足，有些人则天生是风险偏好者。毕竟在每个交易日里，商品市场波动的幅度通常是股票或者债券市场波幅的指数倍。

“商品市场交易会让你迅速认识到市场上一切都有可能。” 2012

10 商品交易之王
The Secret Club That Runs the World

年的一天，在纽约豪华的办公室，高盛公司总裁加里·科恩（Gary Cohn）在接受采访时说道，“我喜欢听到有人说‘这种变动达到了3个标准差，即市场波动幅度是一般情况下波动幅度的3倍’，好像这样就会让听众很惊讶似的，”他补充道，“商品期货市场在一天就可以有如此大的变动。”

商品期货的玩家都是养尊处优，甚至有些懒。他们可能在普罗旺斯或者楠塔基特岛度过半个夏天，通过家里的彭博数据终端远程工作，孩子们就留在家让住家保姆照看。他们可能在一个严肃的投资者会议上把时间都浪费在对武术的闲扯上，并在会议前的好几天就抵达会议地点。他们懒得对市场情况发表自己的观点，也或者因为在挪威打猎太忙而没时间回答关于原油市场的几个问题。我在写这本书的时候采访到的人都是这样。但在原材料交易领域，他们就是精明且无法超越的群体。至少在他们当下所交易的商品衍生品尚未受到严格监管的环境下，资本与技巧的完美结合所带来的机遇是不可抗拒的。将他们称为“操控世界的神秘俱乐部”^①，我并不完全是在开玩笑。

在蓝金公司发展的巅峰时期，在对冲基金业务上有很多不同规模的竞争者。商品对冲基金主要分布在伦敦、格林尼治或者休斯敦，通常挑选一两种他们了解透彻的原材料，并以相关衍生品市场上的交易作为主要业务。它们的投资者通常是更大的基金管理公司或者富有的个人投资者，这些投资者提供了数十亿美元的交易资金。虽然有很多赢家，但约翰·阿诺德（John Arnold）是当时最顶尖的交易员之一。

^① 此书英文名为“The Secret Club that Rules The World”。——译者注

他曾经是安然公司的交易员，在安然公司破产之后，开始使用自有资金入场交易。他创立的以天然气衍生品交易为主的对冲基金——圣德洛斯能源基金（Centaurus Energy），在2006年收益率达到了317%。几年后，阿诺德在38岁时选择了退休，此时他已是亿万富翁，之后成为一名慈善家¹⁵。

像阿诺德这样的奇才是行业新星，因为攫金无数而获得人们的尊重，安杜兰德也是其中一员，他在2008年收益率为209%。但获得如此成功的基金交易员是很少的。在商品交易的其他层级中，大型跨国现货公司占据了顶端，他们的业务横跨商品生产与交易的各个方面，包括从哥伦比亚煤矿开采原煤到雇用大量货船将煤运往新加坡并同时期货市场做对冲等，这些公司注册地一般不在美国。嘉能可（Glencore）或者托克（Trafigura）等公司是这个行业中的大佬，其创始人是美国的马克·里奇，他激进的操作方式令人生畏。

不过，行业大佬们的广阔视野及身边所聚集的行业精英让他们能透彻地了解油价以及其他商品价格在不同地区的微妙差异，从而能够搜寻到更为低价的产品并溢价卖出，以此给自己带来数百亿美元的利润。“这些都不宜公开，即使公开也要匿名。”一位行业分析师在讲述其中一家公司前告诉我说，因为他不希望其所评论的公司因此“炸飞他的轿车”。很多投资者甚至业内其他交易商都对这些国际交易巨头三缄其口。但是嘉能可及其他巨头们综合各种运营方法并巧妙地利用部分监管空白为他们在商品市场赢得了精英地位，他们的高管也极其富有。

12 商品交易之王
The Secret Club That Runs the World

绝大多数的对冲基金交易商在行业中处于中游地位。如果从广义上理解商品交易，这些交易商基本都算是货币兑换商，汇聚众人资金智取市场，押注价格走向，同时从收益中取得一定利润——通常是年收益率的 20% 和投资者资金的 2%。法国人安杜兰德觉得现货石油生意非常肮脏并且让人倒胃口，曾经还告诉我说他绝不考虑去做原油现货交割。他仅是个交易商，尽管在靠近伦敦哈罗兹地区有一套价值 1100 万英镑的豪宅，一辆私人定制的布加迪跑车，还有一位来自俄罗斯的尤物般的妻子，但这一切还远远不如那些搞现货贸易生意的朋友那样有钱有势，他仅仅是个千万富翁，而非亿万富翁。

不过，安杜兰德勇敢无畏的精神是其他人所欠缺的。他每天都顶着风险用数亿美元的借款在原油期货市场进行交易，面临着其他对冲基金交易商无法承受的可能损失。许多商品对冲基金的交易商们经常会聊到他们父辈的情况、其他不安定因素以及如何学会把财务困境与家庭生活分开。2011 年年底格林尼治的一个石油交易员曾经跟我说：“无论我这一天过得是好是坏，我的妻子都不知道。”安杜兰德也同意其观点：他情愿花数万欧元为他的未婚妻定做婚纱，也不愿意直接告诉她自己所承受的挫折。

国际投行在其资源配置和投资中也一定程度关注了商品市场。行情较好的时候，高盛和摩根士丹利各自通过交易石油、汽油、铜和其他商品期货可以获利 30 多亿美元。它们为使用廉价航空燃油的航空业精心安排套期保值策略，并以此收取费用，也给对冲基金交易商融资以收取利息和手续费，有时也通过与自己的客户进行直接交易来获利。例如，当市场走势与客户预期相悖时，他们所购买的客户卖出的商品

期货就会为自己带来预期外的收益。但是，真正赚钱的机会是进行商品期货交易自营业务——让银行的交易员像安杜兰德一样将拿着股东的钱去进行商品期货交易。2008年，瑞信银行拿到最高薪酬的两个员工是因为在原油市场投注成功而为银行一共赚取了3500万美元。2010年美国限制银行自营交易的法律出台后，上述两个员工和很多同行都逃至行业中监管较少的地方去了。尽管如此，银行仍在找寻体制监管漏洞，进而找到将商品期货交易这部分业务做得更大的契机，而瑞信银行的那两个交易员则选择了直接辞职，自己成立了原油对冲基金。

商品交易权力层级结构最底层的是依赖实物商品的个体户和企业——像可口可乐公司、星巴克、达美航空公司、小农户等。他们的生存极度依赖于铝、白糖、咖啡、航空燃油等，几乎无一例外地无法像银行和对冲基金的商品交易者一样获利。这些个体户和企业天生保守又不愿接受新奇的金融产品，或不愿利用专业商品期货交易员们迅速变化的交易策略。他们没有驾驭市场的专业能力，甚至并不觉得这是他们要做的事。毕竟他们卖的是拿铁和航班座位，而不是需要支付数千美元定金的高风险商品期货合约。然而，随着许多商品价格的攀升，公司无法承受其冲击，为了应对市场动荡，又经常不得已请银行帮忙对冲自己所面临的风险。如果银行或者其他交易方要求填补的资金或者抵押品高得难以承受，公司可能就会面临支出增加、季度业绩不良甚至是破产的后果。

除了有限的知识及自身实力，这些企业和个体户还可能被经纪人在业务中的肮脏行径所害。在2008年金融风暴余波中就发生过两次这样的事情。为商品期货合约买卖双方融资的中介公司由于资金管理的

14 商品交易之王
The Secret Club That Runs the World

不当行为而倒闭，使客户蒙受损失。全球曼氏金融公司（MF Global）即其中之一，它由乔恩·科尔津（Jon Corzine）所经营，此人 20 世纪 90 年代曾任高盛总裁，之后又担任了美国新泽西州州长，他在全球曼氏金融公司用中小投资者的钱去偿还其投注欧洲债券时亏损的资金，全球曼氏金融公司的客户花了两年多时间才追回补偿，而他的案子目前在法院还悬而未决。

商品交易圈极其隐蔽地创造了惊人的财富，因为其操作机构要么是非交易所上市的公司，要么是无须单独披露商品交易盈亏的大型银行及企业，外界完全不知道谁是商品交易的掌权精英。不过这场盛宴中，假使每个单一的参与者没有引起人们的注意，他们整体行为所产生的影响却并未被忽略。大宗商品市场快速增长的交易量、与之同时飙升的商品价格，以及像加利福尼亚州公务员退休基金这样公众投资者的进入，都让人们慎重思考这些交易商们是否抬高了普通民众所支付的商品价格。

在自驾游盛行的美国，与燃料相关的话题尤其受到关注。2008 年的商品期货价格暴涨后，每加仑 4[⊖]美元¹⁶ 的汽油价格引起了美国公众的强烈抗议。仅在该年的上半年，美国众议院的议员们就发起了 40 场围绕此议题的听证会¹⁷。汽车司机、卡车货运公司及其他燃料购买者纷纷希望政府控制住汽油价格。迫于巨大的公众压力，美国国会和商品期货交易委员会（CFTC）宣称会彻查那些占有较大市场份额¹⁸ 的投机商。但是，对于“投机商抬高了原油价格”的这一观点，华盛顿

⊖ 1 英制加仑=4.546 升；1 美制加仑=3.785 升。

有支持派，也有反对派，两派之间的政治斗争以及正在酝酿着的金融危机使商品期货交易委员会的行动迟缓了下来。

美国国内外，食品价格也亮起了危险信号。21世纪头十年中期，市场的繁荣也伴随着食品价格的增长，但是同时期国内住房价格的上涨和低息贷款的充裕性削弱了其对民众消费的负面影响。自2008年后，玉米、小麦和大豆等主要谷物价格均创历史新高，造成食品价格攀升，甚至达到了使普通民众买不起的水平。一些分析师认为谷物价格在那些局势本已紧张的地方引发了动乱¹⁹。例如，在2011年埃及所爆发的名为“阿拉伯之春”的运动中，食品价格上涨起到了重要的作用。天气状况的变幻莫测、粮食收成不佳以及需求的增加无疑是价格上涨的影响因素，但一些学者指出包括高盛商品指数（GSCI）等在内的商品交易指数也负有一定责任²⁰，认为其反复下注商品价格上涨的投资结构在实际中造成了现货和期货市场商品价格的上涨。

2011年发表的学术论文证明了持有上述观点的合理性，但是能证明其中因果关系的确切论据仍不易找到。尽管其间的联系显而易见，但对该论点的支撑也仅限于坊间论据。安杜兰德估计，在2011年5月那些决定性的日子里，蓝金公司让已经下降了10美元的布伦特期货市场价格进一步下降了2~3美元——恶化了33%左右！10美元的下降对布伦特原油市场已经是一个不小的波动，这让形势非常严峻的原油期货市场雪上加霜。约翰·保尔森（John Paulson）是一种被称为GLD的现货黄金支持证券的持有人，2010年有关其卷入对冲基金诉讼案件的负面新闻似乎迫使黄金期货价格在一天内下降了近2%²¹——对于单一个体很难撼动的庞大市场而言这个幅度已经相当大了。在两个

16 商品交易之王
The Secret Club That Runs the World

案例中，投资与价格变化之间存在联系的观点是有说服力的，也可能是准确的。但我们并不可能清晰地证明市场情绪所产生的影响，因此也将无法完全掌握其中的情况。

不过毫无疑问的是，过去十年商品期货交易产生了独特的影响，无论是对市场本身，还是在其作为一种投资方式的公众吸引力方面。大量新的投机者、飞速增长的 GSCI 指数、类似的投资工具、人们对超级周期的高度热情以及超级周期对原材料价格的影响都让市场变动更加剧烈。剧烈波动在交易世界的权力阶层里创造了无数王者，也让其他个人和公司蒙受经济损失。21 世纪初以来的商品交易泡沫是美国金融发展史中一段极不寻常时期的一个缩影，描述了金融世界脱离实体经济过度发展的过程，为市场参与者和监管者提供了教训。