

# 两分法下的期货和衍生品市场 反操纵条款研究

华东政法大学 伍坚  
中国人民大学 刘慈航

《中华人民共和国期货和衍生品法》（以下简称《期货和衍生品法》）的颁布与施行，为操纵市场行为提供了新的规制依据。为保障期货和衍生品市场的健康运行，合理发挥期货市场价格发现、风险管理、资源配置功能，针对操纵期货市场行为的规制就显得尤为重要。

操纵行为自期货和衍生品市场创立以来即相伴而生，并且随着期货市场规模的壮大、开放程度的不断提高，操纵行为的危害性则愈加明显，隐蔽性更甚。为防范期货市场中已出现及未来可能出现的各类操纵市场行为，亟须在理论、立法和监管层面予以考量和回应。总体来讲，从《期货交易管理条例》（以下简称《条例》）到《期货和衍生品法》对操纵市场的规制改革，显现了从单一“价格操纵”监管标准到“影响或意图影响价量”标准的思路转变，但也引发了新的问题：

其一，“影响或意图影响价量”的标准，采用的是将对行为的主观推断与行为造成的价量变动客观数据相结合的判断方式。这实质上降低了对操纵市场行为的定性难度，可能造成对期货交易违法认定的扩大化处理，进而引发“寒蝉效应”；其二，在行为人的主观认定层面，由于未对“操纵”进行定义解释，“操纵”与“影响价量”有循环定义的问题。现有条款实质上是对行为人采

取过错推定原则，举证责任在双方之间如何分配需要进一步解决；其三，在结果层面，“意图影响”要件的增加使得操纵市场行为从“结果犯”转向了“危险犯”，但当行为人意图影响而未实际影响期货合约价格及交易量，且未从其中获利的话，是否对行为人的意图操纵行为进行处罚，仍有待考量；其四，在因果关系层面，操纵者的操纵行为与其他市场参与者，乃至对整个期货市场的传导链条尚未厘清，进而影响到对操纵行为的违法性评价与责任分配问题。

笔者试图从法律与经济学的视角，通过挖掘我国反垄断法、民法等横向部门法的法律价值，在原有价格操纵条款的基础上，关注操纵者在市场价格形成机制上的信息误导行为以及对其他市场参与者的欺诈效应。我国从《期货交易管理条例》时期的“人为价格”标准向《期货和衍生品法》中“影响或意图影响价量”标准的转变，再到学界广泛主张的反欺诈理论之间，如何进行衔接与互补，仍待实务与理论界的回应。

## 一、《期货和衍生品法》下的操纵市场立法评述

### （一）“操纵”标准到“影响或意图影响”标准

《期货和衍生品法》第12条以列举形式定

义了我国的期货市场操纵行为，并由《条例》时期的“操纵”标准转为“影响或者意图影响”标准。根据《期货和衍生品法》第12条第2款的表述，实际操纵和意图操纵两种形态都可以构成违反本条的操纵行为。关于实际操纵形态，监管执法者必须证明行为人实施了该款所列举的具体行为类型，并且达到了“影响期货价量”的标准。在行政法规层面，主管期货监督管理工作的证监会目前并未出台影响价量的量化指标，但在执法实践中有所体现。譬如，在海南大印、海南龙盘园、海南万嘉“橡胶RU1010合约”案件中，证监会以当日结算价、当月结算价的上涨幅度，以及涉案主体对敲和自买自卖交易量占当日成交量的比重，综合认定涉案方大幅度影响了橡胶RU1010的合约结算价，构成操纵期货合约价格行为。<sup>1</sup>在阮浩、嘉和投资操纵白糖1801期货合约一案中，证监会通过对比行为人操纵前后即2017年10月9日至12月11日间白糖1801合约结算价的涨幅与期现货涨幅偏差，以及横向对比远月白糖1805合约和1809合约的价格涨势与涨幅偏差，认为涉案账户组影响了合约价格变化趋势，操纵了合约交易价格。<sup>2</sup>《最高人民法院、最高人民检察院关于办理操纵证券、期货市场刑事案件适用法律若干问题的解释》（以下简称《解释》）更是对认定各项具体的操纵期货市场行为规定了严格的入罪标准，譬如，针对连续交易型操纵或囤积型操纵，《解释》要求“实际控制的账户合并持仓连续十个交易日的最高值超过期货交易所

限仓标准的二倍，累计成交量达到同期该期货合约总成交量百分之二十以上，且期货交易占用保证金数额在五百万元以上”。<sup>3</sup>虽然，《期货和衍生品法》中的“影响”标准较之前的“操纵”标准在语义与合法性判断上更为不确定，但实践中量化的认定及追诉标准提高了认定操纵行为的准确性，值得肯定。

关于《期货和衍生品法》中的“意图影响”要件而言，执法部门则必须证明行为人有影响期货合约价量的意图，并且实施了该款所列举的操纵行为。“意图影响”要件的添加主要是针对行为人在具备主观操纵意图与实施客观行为之后，最终没有影响期货交易价格或期货交易量，也可以认定其构成操纵期货市场的情形。由于该种行为具有扰乱期货市场秩序的风险，有一定的违法可归责性，故将其同等规制。有学者认为，可以将操纵证券期货市场解释为具体危险犯。虽然不需证明因果关系，但仍要证明相关行为具有扭曲证券价格的现实危险，需结合具体操纵手段，判断行为人是否具备市场优势，以及是否构成对市场优势的滥用，避免不正当扩张处罚范围。

## （二）单一期货交易价格标准向价量双重选择性标准的适用

《期货和衍生品法》对操纵期货市场行为不再只关注期货交易价格，而是同等关注期货交易价格与期货交易量对操纵市场的判定。其意义在于，如此规制增加了操纵期货市场行为的认定可选要件，降低了操纵市场认定难度。焦增军等学

<sup>1</sup> 参见中国证监会行政处罚决定书（海南大印集团有限公司、海南龙盘园农业投资有限公司、海南万嘉实业有限公司等6名责任人），[2013]67号。

<sup>2</sup> 参见中国证监会行政处罚决定书（阮浩、嘉和投资、钟山），[2021]117号。

<sup>3</sup> 参见最高人民法院、最高人民检察院：《最高人民法院、最高人民检察院关于办理操纵证券、期货市场刑事案件适用法律若干问题的解释》，法释[2019]9号。

者据此认为，操纵的对象不再局限于期货交易价格，而将整个市场纳入了考虑范围。承认“期货交易价格”只是影响期货交易秩序的部分因素，其他如操纵期货市场交易量、严重侵犯其他交易者的公平交易权、增加交易系统负担等也是影响市场秩序的重要方面，从而进一步拓宽了反操纵规制的法治路径。但该观点存在一个逻辑跳跃，即自动地将“期货交易价格”与“期货交易量”两者的选择性判定扩大到了“期货交易市场”的判定上去，可能存在扩大解释的问题。有关这三者的关系，上海期货交易所《“期货法”立法研究》课题组认为：“‘期货交易价格’是一个相对狭义的概念，它一般指传统上通过创造一个人为价格来操纵期货交易价格的行为；‘操纵期货交易量’一般只是操纵期货交易的一种手段和外在表现形式，其背后往往有其他交易目的；‘操纵期货市场’是一个相对宽泛的概念，它一般指任何适用操纵手段或者欺诈手段操纵或者意图操纵期货交易的行为，它包括操纵期货交易价格行为、操纵期货交易量行为、基于信息的操纵行为以及基于欺诈的交易行为”。笔者认为，从“期货交易价格”到“价量并举”标准的转变，体现了我国资本市场违法犯罪行为打击力度有加大的趋势，有利于对操纵市场行为的全链条打击与全方位追责，有利于维护证券期货市场的稳定与对投资者利益的保护。但是，期货交易量能否成为判断各项操纵市场行为的依据，其合理性仍需进一步探讨。

### 1. 期货交易量的影响因素与反向影响因素。

一般而言，期货交易量是期货市场的一项交易数据，既是单个或多个交易者对单个或多个期货合约的交易数量，也反映了某项期货合约乃至

整体期货市场的活跃程度与流动性强弱。对期货交易量的影响因素是多种多样的。譬如，期货交易实行持仓限额制度，防范合约持仓过度集中的风险。从事套期保值等风险管理活动的，可以申请持仓限额豁免。又如，期货合约价格的波动与经济周期的起伏会对交易量产生显著影响。根据实证研究数据统计，商品期货价格波动对交易量的影响是正向的；经济周期各阶段商品期货价格对交易量的影响具有显著的非对称性，在经济扩张后期阶段的影响程度较大，在经济调整后期阶段的影响程度较小。期货交易量还会反向影响到期货市场的其他要素，甚至影响到其他市场。有实证研究表明，中国股票现货与期货市场的日内波动率，除了受到其本身的日内交易量的正向影响之外，还受到跨市场交易量的正向影响；同时，期货市场对现货市场的信息传导强度远大于现货市场对期货市场的信息传导强度，说明市场间的信息传导强度是不对称的。期货交易量不仅承载着记录期货交易单位时间内的密度数据的作用，同样具有显著的价格发现、信息传递功能。

### 2. 期货交易量标准的适用。

关于是否应将期货交易量作为判断操纵期货市场的整体标准，以及怎样安置该标准的问题，学界讨论很多。第一种观点认为，单纯对交易量的操纵并不构成操纵认定的决定性因素，所谓“人为交易量”也并非价格操纵的构成要件。“交易量”本身不应该被表述为价格操纵条款中与“交易价格”并列的操纵对象之一。操纵交易量其实是一种误导其他市场参与者的手段，其背后所代表的其实是对欺诈操纵的证明要求。该种观点进而主张交易量本身不应该被设定为价格操纵的构成要件之一。第二种观点认为，交易量操纵量化

标准设计上的机械性与证明技术上的简易性导致市场操纵犯罪法律判断标准可以整体忽略价格操纵，完全以交易量操纵标准建构市场操纵犯罪刑事监管标准。价量操纵的实质界定不仅没有因为置入交易量操纵标准而丰满，反而在市场操纵行为结构中弱化，甚至完全取消了价格操纵——而价格是整个资本市场的核心要素。该观点进一步认为，交易量操纵只能作为特定交易行为在金融商品买卖总量中的数据化说明，而不能成为市场操纵犯罪的实质内容。2007年证监会关于证券市场印发《证券市场操纵行为认定指引（试行）》（以下简称《指引》），其中第13条规定：“本指引所称影响证券交易量，是指行为人的行为致使证券交易量异常或形成虚拟的交易量水平”，在第14条简要列明了几项认定情形：首日交易异常、当日交易量异常放大或萎缩或形成虚拟的交易量水平等，在第15条赋予证券执法人员依据普遍的经验法则和证券市场常识对证券交易量变动认定的自由裁量权。<sup>4</sup>可以看出，对交易量的客观判定多基于与日常交易状况的比较，主观判定则有赖于证券执法人员的个人经验和常识。

笔者认为，《期货和衍生品法》对期货交易价格以及期货交易量的双重关注，体现了我国期货业立法在一定程度上回应了执法实践中认定操纵难度大、认定标准不精细的问题，扭转了2007年《指引》所规定的主观判断标准，转而采取偏定量的认定方式。在操纵期货市场案件的预防性监测、调查取证以及后续处置层面，美国的计量经济学方法与实证分析都曾为美国期货监管执法部门提供了支持或反对操纵或意图操纵行

为指控的诸多证据，集中体现了期货交易量、成交额、交易占比等数据在责任认定上的重要性。但前述的两种观点都揭示出：期货交易量可能并不适合作为操纵期货市场行为的总体认定标准。

《解释》根据具体操纵方法的不同特点规定不同的入罪标准，这种针对性的关注数据的判定方式值得《期货和衍生品法》采纳。应当将期货交易量作为具体操纵期货市场行为的证明要件，而非所有操纵行为的前设判断标准。

### 3. 小结。

《期货和衍生品法》中操纵期货市场条款立法，主要有两大转变：一是由《条例》中的“操纵”标准转为“影响或者意图影响”标准，二是单一价格操纵标准转为期货交易价格及期货交易量双重选择性标准。笔者认为，第一项转变并未解决操纵市场循环定义的困境，但行政与刑事执法实践较好地弥补了法条语义模糊的缺陷。另外，“意图影响”要件的增加，有助于减轻监管机构的举证难度，增强对已经实施但未造成损害后果的未遂型操纵市场行为的打击力度。第二项转变是我国期货监管法律供给精细化、科学化的体现，有助于我国期货市场操纵行为的事前监管与调查取证，但款项逻辑设置上还有待改进。

由此进一步提出，期货市场操纵尚有两种立法体例的改进空间：第一种是在保留原有“价格操纵”规制条款的基础上，另行设立一般性的反欺诈操纵条款，以不同的规制范围、构成要件、责任配置与原有的“价格操纵”条款配合适用。其中，交易量占比、成交额以及其他市场参与者的损失将相应成为具体操纵行为的关键认定

<sup>4</sup> 参见《中国证券监督管理委员会关于印发〈证券市场操纵行为认定指引（试行）〉及〈证券内幕交易行为认定指引（试行）〉的通知》，证监稽查字〔2007〕1号，2007年3月27日发布施行，2020年10月30日废止。

要素，但不影响反欺诈条款中欺诈要件、意图要件的适用。第二种立法体例是，既然《期货和衍生品法》第12条第1款言明了“任何单位和个人不得操纵期货市场或者衍生品市场”，第2款禁止条款应当继续沿用第1款的禁止操纵期货市场或衍生品市场理念，采用“禁止以下列手段操纵或意图操纵期货市场或衍生品市场”的表述，而非“影响或者意图影响期货交易价格或者期货交易量”，其后再列明各项具体操纵行为与针对具体操纵行为的认定标准，以此提供精细化的立法监管。此种立法模式避免了操纵行为的总款认定与其项下具体行为认定的逻辑矛盾，但循环定义问题仍未解决，并且由于需要对每种类型的操纵行为细化标准，无法应对尚未明确或未来可能出现的操纵行为，可能出现监管漏洞和监管套利问题。笔者支持第一种模式的立场，认为其两分法的立法体例提供了两种角度的操纵市场规制思路，能够较好地涵盖期货市场中的各类已出现及可能出现的操纵行为。

## 二、操纵期货市场的法律与经济学分析

根据《期货和衍生品法》第4条，期货市场具有发现价格、管理风险、配置资源的功能。期货市场功能的实现，有赖于市场内充足的流动性与正常的供需关系。人为干预和操纵市场价格、以虚假信息干扰供需关系的行为都是对市场自由性的破坏。从这一角度看，操纵期货市场行为减损了市场效率，增加了社会交易成本，妨害了正常的交易秩序，同时是对证券期货市场公开、公平、公正原则的违背。

### （一）经济式分析

从经济行为的角度分析，操纵期货市场行为有两种基本的表现形式，其一是基于市场力量，

该种操纵的最低表现层次是对期货市场中的期货合约价格、资本、流通速度等基本要素的控制，最高表现形式为垄断。操纵期货市场即通过人为的控制性乃至垄断性力量部分阻碍以至绝对排斥期货市场价格发现机制与资本竞争机制的运行。在具体实施层面，操纵期货市场的手段可以表现为直接影响期货市场中的期货交易价格以及期货交易总量，达到操纵市场的目的；也可以通过自身以及联合的资金优势、交易量级，影响现货市场商品标的物、证券标的物、衍生品等金融商品有关的现货交易，进而影响期货合约供求关系，从而影响期货合约的价格变动。

操纵市场的第二种表现形式是基于行为人的欺诈手段，多通过不具有交易性特征的市场行为。该种操纵目前已发展出两种形态：虚假信息型欺诈与交易机制型欺诈。行为方式主要是通过影响其他市场参与者，使其产生对微观个别期货合约乃至宏观整体期货市场的误解与偏差，潜在吸引他人进场或引诱他人离场，从而达到影响期货合约价格以及交易量的效果，譬如蛊惑交易型或虚假重大事件型；或是跳过其他市场参与者，利用市场交易机制的偏差与技术上的领先优势，直接参与期货合约交易的行为，进而影响期货市场中的期货合约价格。

### （二）违法性来源

从法律违法性的角度分析，操纵期货市场的违法性主要在于其构成了对其他市场参与者的不公平交易。这种不公平性的构成是多层次的，第一种是源于行为人通过在市场中的相对优势地位，形成了对相对劣势地位参与者的剥削。在期货市场中体现为对期货合约价格的定价权、影响期货合约价格走势的能力、影响市场流动性（体

现为交易量与成交额)的能力,以及在现货市场把控现货,或临近交割月份控制市场可交割数量、交割手续的能力等。该种不公平性建构在资本主义本身的特征上,是资本市场“虹吸效应”的体现,实则是行为人在期货市场领域内的“相对优势地位”。但是,尤需注意的是,该种不公平性并不一定必然导致违法性。市场结构的形成是自发且多元化的,市场自由竞争是目前为止人类探索出的具有高级效率价值的竞争方式,故市场内部的相对优势地位与相对劣势地位不可避免。《期货和衍生品法》需要规制的是滥用这种相对优势地位的行为。该种的违法性是渐进构成的,这种渐进性不仅体现在时间上的流动,如交易者在时间序列上持仓量的逐步提高;也体现在对期货合约价格影响力的逐渐加大,直至能够操纵价格。

第二种操纵期货市场的 unfairness 来源于行为人的欺诈 (fraud) 行为。欺诈型的操纵市场自始具有违法特质,因其在行为实施之初就没有真实、善意的交易目的,并存在着使他人陷入错误认识的主观故意意图 (包含直接故意与间接故意),在表现形式上多为不正当手段。结果层面上,操纵行为使得市场其他参与者在陷入错误认识后进行交易,操纵者在他人交易的损失中获利。基于欺诈型的操纵同样会影响期货合约价格与期货合约交易量,但应当附加“不当”的限定词。在理论层面上,任何大量的资金或持仓量变动都会对期货合约的价格存在影响。幅度上的影响价格属于定量分析,而手段方式上的正当与不当则属于定性问题。

### (三) 两种操纵范式的联系与交叉运用

针对操纵期货市场的经济与法律层面的分析,笔者提供了基于市场力量与欺诈操纵的两种角度。但是,现实中的操纵行为并不会严格遵循市场力量型与欺诈型的范式进行。两者在实践中并不是泾渭分明的。操纵毕竟需要耗费巨大的资金量、信息量与人力协调工作,具有一定“自我威慑”性。为达成操纵并获利的目的,行为人往往会兼采市场力量型与欺诈型的操纵手段,并择机配合适用。<sup>5</sup>两种行为范式在实践中的交叉使用,并不影响对其多角度的分析与违法性判断。这同时说明,判定操纵期货市场的要素应当是模块化的而不是固定的。单一的认定标准无法应对多样化的操纵手段。针对不同的操纵行为,监管机构应当根据行为人的主观意图、行为人影响价格的能力、人为价格是否存在,以及操纵市场行为与损害结果之间的因果关系综合认定。但是,多因素的分析不代表判断标准的松散化,法律需要预先设定好归因与归责的大体路径。笔者认为,基于操纵市场的不同违法性来源与行为范式,可对操纵市场进行两分法的规制路径,即传统的反价格操纵条款与反欺诈条款的并行适用,分别对应以市场力量为基础的操纵行为与以欺诈为基础的操纵行为。

## 三、两种视角下的操纵期货和衍生品市场的比较分析

### (一) 基于市场力量的操纵与竞争法中垄断的联系

在英美法语义中,“操纵”与“垄断”为同

<sup>5</sup> “吴某某操纵期货市场案”中,行为人涉及使用连续交易型、囤积现货跨市场型、对倒型以及蛊惑交易型共四种操纵手法,且每种操纵手法均未达到《关于公安机关管辖的刑事案件立案追诉标准的规定(二)》中具体操纵手法的立案追诉标准。最高人民法院最终综合全案判断,以涉案行为属于“情节特别严重”的情形定罪量刑。见(2018)辽04刑初55号、(2020)辽刑终303号刑事判决书。

一词源。行为人滥用基于市场力量形成的相对优势地位进行操纵的，其操纵行为与反垄断法领域中的滥用市场支配地位行为类似。在自由供给的证券期货市场里，市场行情本不同市场主体之间自由竞争的结果，所有的市场参与者既是市场行情的竞争者，又是自由竞争的市场行情的接受者而非制造者。操纵市场行为却破坏了这一机制，市场主体分化为市场操纵者和其他市场参与者。操纵者策划并左右市场行情发展，其他市场参与者因竞争自由和选择权利的丧失，或者彻底退出市场，或者虽然仍留在市场，但却被排除或限制在自由竞争之外。基于市场力量的反操纵条款与反垄断法领域的滥用市场支配地位规制条款的相同点在于，在监管审查上，两者均需综合运用定性分析方法与定量分析方法，以此界定是否构成影响期货合约价格或交易量乃至达到操纵市场的效果（是否构成相关市场内的支配地位）。在此过程中，期货合约（商品）的价格走势、交易量（市场份额占比）等都是司法实践审查的重点要素。此处援引反垄断法的滥用市场支配地位规制条款的目的在于，发现两者之间在经济金融市场的本质共通性，为期货市场基于市场力量的操纵提供反垄断法视角下的审查思路。譬如，在应对跨市场操纵案件中，借鉴反垄断法中的相关市场界定与经营者市场支配地位界定，在判断操纵期货市场行为时不仅应当关注行为人在期货市场单一期货合约的持仓量、交易占比等数据，同时应当关注其他市场如现货市场内行为人所占的或所能影响的市场份额、市场结构组成，以及控制销售市场、交割市场、运输市场或原材料采购市场能力等要素。

## （二）民法作为私法的一般法对欺诈型操纵的理论影响

在民法上，根据最高人民法院《关于贯彻执行〈中华人民共和国民法通则〉若干问题的意见（试行）》第68条的规定，欺诈是“一方当事人故意告知对方虚假情况，或者故意隐瞒真实情况，诱使对方当事人作出错误意思表示”的行为。欺诈按行为表现分为三种类型——告知虚假信息、隐瞒真实信息和沉默。民法作为私法的一般法，为其他私法提供了良好的理论基础。按照《中华人民共和国民法典》第148条，我国民法上的欺诈在构成要件上需要：一方实施欺诈手段；对方因受欺诈而陷入错误认识；对方在违背真实意思的情况下实施民事法律行为。期货法在此处与民法相同的私法特质有两点，一是基于欺诈的操纵市场行为的判定必须要求欺诈性质的手段，即一般的真实交易行为不属于欺诈行为，由此与基于市场力量的操纵相区分。在民法中，基于欺诈形成的民事法律行为与重大误解、显失公平、虚假的意思表示形成的民事法律行为效果不同，仅有受欺诈方享有撤销权。二是因果关系判断上，必须要求相对人（市场参与者）的行为与行为人的欺诈行为具有因果关系，即是在违背真实意思的情况下作出的。关于因果关系判断，应当注重金融商法理念下商事交易的持续性与经营性特征，以及短期时效主义的因果关系判断限缩。这点与民法交易因果关系判断不同。

期货市场中的欺诈型操纵与民法上欺诈的不同点在于陷入错误认识的路径上。民法上的欺诈链条主要是对方直接欺诈或第三人欺诈两种形式。欺诈型操纵则有两种传播链条：一是对市场其他交易者群体的直接欺诈，进而传导到期货市

场。该种传播链条以直接的虚假信息编造传播、利用重大虚假事件为主，会直接导向市场其他交易者的错误认识，进而使得期货市场合约价格或交易量受到操纵者与陷入错误认识的其他交易者的共同影响。二是对期货市场的欺诈，间接地传导到市场其他交易者群体，即“欺诈市场理论”（fraud on the market）。其中，操纵者利用技术进步、技术漏洞或交易机制影响价格形成机制，同时未向其他市场参与者披露这一价格信号已经受到了干扰，以此形成对其他市场参与者的间接欺诈。

### （三）反操纵条款与《证券法》相关条款的关系

《期货和衍生品法》关于反操纵市场条款有着向《中华人民共和国证券法》（以下简称《证券法》）相关条款明显的借鉴倾向，均采用了“影响或者意图影响价量”的标准。但期货和衍生品市场与证券市场有着明显的差异，需在反操纵层面予以考量和回应。

首先，在市场参与者层面，《证券法》建立在保护投资者的基础与原则之上。2019年《证券法》修订，专章设立投资者保护一章，为投资者提供了详尽的保护机制。概括其原因，出自于这样一个前提假设，即在证券市场中，投资者相对于证券发行人、证券中介机构都具有不可避免的市场相对地位劣势，如信息劣势、交易机制劣势等。为此，《证券法》与证券监管机构、证券交易所对上市公司均设立了严格的交易办法与交易限制，譬如短线交易规则、限制股份回购规则等。与此相对应的，期货和衍生品市场更突出市

场参与者的理念，由交易所设计期货和衍生品合约，市场参与者之间按照规则相互买卖，买方与卖方可通过对冲机制随时转换位置，双方在期货和衍生品市场交易层面的地位差异不大、更为平等。由此而言，《证券法》中的投资者保护制度不能够完全适用于期货和衍生品市场，《期货和衍生品法》也无需对某种特殊类型的市场参与者倾斜保护。但是，期货和衍生品市场参与者与证券市场投资者均面临集体行动困境，故在面临市场操纵行为时，《证券法》中的特殊代表人诉讼机制对《期货和衍生品法》具有一定的适用价值。

其次，在市场交易标的层面，证券市场主要买卖证券及部分证券衍生品<sup>6</sup>，投资者主要关注证券投资价值（包括短期以及长期的波动价差和长期利润分配）；而期货和衍生品市场的期货和衍生品合约则是按照一定时间序列、价格序列排布的标准化的产品，合约到期时合约持有者还需进行对应的交割。由此，期货和衍生品市场存在多重市场特征：期货和衍生品的合约价格与其标的市场现货价格联系紧密：商品期货主要关注各类商品现货价格，金融期货则根据其种类与外汇（汇率）、利率、股票指数价格实时挂钩，由此发挥期货市场价格发现功能。由此，期货和衍生品市场的多重市场特征为跨市场操纵提供了可能，《期货和衍生品法》反操纵条款应较之于《证券法》对跨市场操纵给予更多监管视角与监管力度。

最后，在交易机制层面，期货和衍生品交易实行保证金交易制度，是一种非常典型的杠杆交易。保证金交易制度使得投资者不需要支付合约

<sup>6</sup> 我国金融期货产品主要包括外汇（汇率）期货、利率期货、股票指数期货，其中，股票指数期货与证券市场关系尤其紧密。目前我国各个证券交易所、不同种类期货交易所之间的产品划分仍处于探索与发展阶段，故不在此做特殊探讨。



价值的全额资金，而仅需支付一定比例的保证金即可参与交易。为防止部分交易者以小博大，以赌博心理扰乱正常交易秩序，《期货和衍生品法》特别规定了持仓限额制度，并对部分以套期保值为目的的交易者实行持仓限额豁免。可以说，持仓限额制度是期货和衍生品市场操纵行为的防火墙，起着制度性前期预防的作用。反操纵条款的设置与实行，必须注重与持仓限额制度的配合与衔接，方能为市场交易划清合法与非法的界限，厘清规制依据。

#### 四、我国期货市场反操纵制度的重构

为提高期货市场效率，维护市场其他参与者权益，同时也为完善整部《期货和衍生品法》的法理逻辑，我国期货市场操纵立法和执法应当以公开与保护市场参与者利益为导向，对应建立除“人为价格”为核心的价格操纵条款之外的反欺诈型操纵条款，与价格操纵条款共同构成反操纵体系。

##### （一）保留价格操纵条款

在价格操纵条款方面，现行《期货和衍生品法》第12条由“操纵”向“影响或者意图影响”的转变，以及由关注“期货交易价格”到期货交易价量的并重，本意旨在突破《条例》价格操纵条款的局限性，扩大期货和衍生品市场操纵行为的打击面与打击力度，但判断标准表述的模糊性，可能会使执法实践又退回到价格操纵的判断标准上，减损修法效果。笔者在此主张继续延续《条例》时期的价格操纵条款，明确采用“操纵能力+操纵意图+人为价格+因果关系”四要件式判断，对基于市场力量的期货和衍生品市场操纵行为进行规制。这不仅可以利用我国已有的市场操纵执法经验，减少立法与执法成本，同时也是世界范

围内主流的规制方法，便于期货和衍生品国际市场跨境执法与联合执法。

##### （二）反欺诈条款的构建

反欺诈条款在具体操纵市场类型及构成要件上，应注意与价格操纵条款相区分。执法机关及特殊代表人诉讼中的原告代表人在起诉相关案件时，构成欺诈操纵的起诉证明标准应当仅限行为人在客观上使用了操纵性或欺诈性的手段，损害了市场参与者的利益，而无需证明操纵行为造成了人为价格。行为人主观意图则由其客观行为证明，并给予当事人举证抗辩权。反欺诈条款作为期货市场反操纵的一般性条款，就其能够有效发挥作用的操纵行为类型而言，能够在操纵市场、内幕交易、虚假陈述多个方面发挥作用。但与此同时，也须认识到反欺诈操纵条款的局限性，对基于市场力量形成的，在期货和衍生品市场以相对地位优势攫取不正当利益的操纵行为类型，必须保留对人为价格操纵的适用。在法律适用上，两种反操纵条款可以择一适用，也可以同时适用而提出两个并行诉求。两种诉讼途径可以并行不悖，相互配合。具体而言：

在主观要件上，鉴于在已知的案件中，所有当事人均会抗辩没有操纵意图，反欺诈规则在期货和衍生品法领域应与刑法的主观要件作出区分。从期货和衍生品的私法交易层面，应当关注交易者的交易行为是否与其往常商事交易行为相符合，如不符合是否有合理依据；关注交易行为是否在客观上可能造成对其他市场交易的误导，如频繁且大量地提出报价单并撤销的行为，或通过其他行为（包括操纵行为和非操纵行为）改变期货和衍生品价格基准水平，进而欺诈整个交易市场的行为等。总结而言，行为人的主观故意，

包括直接故意与间接故意，应当整体采纳过错推定的态度，允许相对人举反证证明自己没有欺诈的故意。但主观故意要件并不需要起诉方单独证明，而是从其行为中昭示其欺诈意图。

在结果要件上，反欺诈条款应当要求行为人达到一定的结果，即欺诈行为扰乱了市场交易秩序，并给同时间段其他市场交易者造成了损失，而并非单指行为人获利的结果。在这方面，笔者并不赞同《期货和衍生品法》中规定的“意图影响”也可以构成操纵的认定。在私法交易领域，期货和衍生品法应当更加关注行为人的实质交易行为，而非苛求证明行为人的主观意图。对行为人的“真意探求”有悖于商法外观主义理念，徒增执法成本，并不适于增强期货和衍生品的流动性。如果从在构成一定的行为结果之后能够反向推出交易者的意图，应当在约束条款中增加一个“不当”的限定词。理论上，任何大量的资金或股份参与者买卖行为都会对证券价量有影响。幅度上的影响价量是定量分析，手段方式上的正当还是不当是定性问题。总结来说，在执法开启的前端应当结合目前的大数据金融科技侦查手段，主要通过定量的方式检测交易数据，对异常交易、非常规交易、超出持仓限额的交易作出预警，并进一步对交易者的行为进行综合检测分析，结合前期建仓，行为人属于“信息优势”地位亦或“影响信息传导机制”，交易行为是否符合法律、法规、交易所规定，以及交易所造成的后果是否造成其他交易者损失。由此向前追溯交易作出者的主观意图，最终在定量的基础上由执法机关对其

主观意图作出是否“操纵”的定性评价。

关于欺诈行为的因果关系判定上，应当采纳如下总体原则：反向交易在前个交易行为的影响射程内。不论行为人采纳的操纵行为类型为何，不论对其他市场参与者，乃至期货和衍生品市场的整体欺诈效应如何，行为人的操纵均可以抽象为最简单的“买入—卖出”行为或期货期权特殊的“卖出—买入”行为。在此背景下，前次交易对其他参与者、对整个市场影响的程度越大，因果关系有效期就越长。交易规则、手续越有利于成交活跃、市场流动性的，因果关系有效期即越短。

总之，反操纵条款与反欺诈理论均旨在规制期货和衍生品市场，防止出现操纵行为损害市场参与者利益、减损市场效率乃至动摇社会经济金融秩序的结果。与持仓限额、账户控制关系申报与披露的前端预防制度不同，反操纵体系主要在期货和衍生品市场争议后段发挥作用，故更加需要认定的审慎性与规制的有效性，方能在不影响市场交易效率的同时，起到良好地震慑违法活动、处置争议的效果。

（责任编辑：林帆）

### 作者简介：

伍坚，华东政法大学经济法学院教授、博士生导师，华东政法大学虞伟庆金融法律研究院执行院长。

刘慈航，中国人民大学法学院民商法学博士研究生。