

期货市场内幕交易的机理解构与法律规制

上海交通大学凯原法学院 谢杰^{*}

一、问题意识

在期货市场法治实践中，中国期货市场内幕交易违法犯罪治理在一定程度上呈现出没有显著变革的状态，其直接结果便是当前刑事司法实践中未查处过任何期货市场内幕交易犯罪案件。由于期货市场天然具有开放性与连通性，法律支撑与规则供给的明显不足，将会严重影响投资者保护水平与国际投资者参与度，最终阻碍我国期货市场的国际化发展进程。这种资本市场犯罪“零容忍”政策背景下的“零规制”现象，不能再停留于尴尬却长期忽略的状态，法律实践亟须进行反思并深入研究相应规则的优化策略。

2021年4月26日，十三届全国人大常委会第二十八次会议首次审议了《中华人民共和国期货法

（草案）》。我国期货市场内幕交易法治实践，应当紧密契合现时研究制定《期货法》的实践需要，深度分析当前期货市场内幕交易禁止性条款疑难困惑问题，协调反思《刑法》第一百八十条规定的期货市场内幕交易犯罪刑事法律条款的适用性障碍，重新审视2012年最高人民法院、最高人民检察院《关于办理内幕交易、泄露内幕信息刑事案件具体应用法律若干问题的解释》（以下简称《内幕交易解释》）和2019年最高人民法院、最高人民检察院《关于办理利用未公开信息交易刑事案件适用法律若干问题的解释》（以下简称《利用未公开信息交易解释》）中的司法判断规则，从市场与制度、金融与法律、期货法与刑法、行政监管与刑事司法等多维度互为贯通的角度，针对期货市场内幕交易犯罪刑法规制

^{*}上海交通大学凯原法学院副教授，法学博士、博士后。本文系“上海期货交易所合作研究计划课题报告”《期货市场内幕交易的新特点及法律规制》衍生成果。

的新问题和新情况，进行立法完善与执法司法规则优化。

二、期货市场内幕交易的金融特征与行为形态

期货市场具有非常明显的独立性特征，其在发行要素与交易要素上都明显区别于证券市场。期货市场中的发行人是平台管理者而非融资者，期货市场中的发行人并不具有融资需求，该市场也并非融资工具。期货市场中的期货合约等具有衍生性特征的金融产品发行人是期货交易所。这种平台管理者所开发、生成的金融产品是标准合约。期货市场的独立性特征决定了期货市场内幕交易的金融行为特点与法律行为样态。

（一）期货市场内幕交易的金融特征

在《期货交易管理条例》以及《刑法》所规定的期货犯罪条款中，期货内幕交易的行为构成要素与证券内幕交易保持严格一致性，即行为主体（知情人员、非法获取人员）+行为对象（重大未公开信息）+行为内容要素（交易、建议、泄露）。但是，期货内幕交易要素中的实质内容、本质金融特征，与证券内幕交易行为具有显著不同。这些法律法规所规定的构成要素上的差异，来源于期货交易所交易的标的（期货合约），也取决于期货市场的金融功能是发现价格和风险转移。期货市场没有融资功能，也就不存在与融资者（发行人）有关的未公开信息能够转为内幕信息。期货市场更强调交易对手方对于合约以及基础资产的观点分歧。所以，期货市场内幕信息更多地源自于与产品发行人无关的、根植于合约及其基础资产经济规律本身的有价值信息。

1. 期货市场内幕信息的决定要素

期货市场内幕信息主要是由与相关期货合约交易有关的内部与外部金融要素决定的。在内部金融要素层面，对特定期货合约产品价格会产生重大影响的未公开信息，其核心源自于标准化合约所对应的现货商品或者其他基础资产（比如证券）的内在价值或者外部供求关系。在外部金融要素层面，尽管期货交易所是作为交易标的标准合约的发行人，但金融产品发行人的财务状况、经营状况等要素，与该金融产品的基础价值以及有关内幕信息之间，并不存在重要关联。但是，期货交易所的交易规则乃至期货市场监管者的管理规则等，都会对于有关的期货合约交易量或者交易价格产生重大影响。因此，期货市场内幕信息的影响因素基本源自于基础资产或者期货市场基础设施。

2. 期货市场内幕信息的分散性场景

期货市场内幕交易的发生场景具有分散性特点。证券市场中的内幕交易行为主要发生在现货市场，例如，上市公司发行的股票、债券的现货交易，少部分情况发生在场外个股期权等衍生品市场。但是，期货内幕交易的获利机制决定了案涉交易行为发生领域上的多样性，即分散于期货合约市场、与该期货合约挂钩的现货市场、与该期货合约挂钩的其他期货合约市场、场外衍生工具市场等。任何具有价格关联的市场实际上都可以成为期货市场内幕交易的场域。特别是大宗商品市场及其对应品种的期货合约市场，金融商品现货市场及其对应标的金融期货合约市场，都是可以进行期货市场内幕交易并进行获利的关联市场。

（二）期货市场内幕交易的核心样态

股票、债券、存托凭证等证券的市场价格，内在取决于证券发行人财务状况及其资产质量，外在受到证券买卖、交投活跃程度的影响。期货合约的市场价格则取决于基础资产与衍生工具两个市场之间的经济状况。例如，在原油期货合约交易中，期货合约相对于现货而言是衍生工具，基础资产对应的市场是原油现货交易市场。因此，原油期货合约交易及其价格影响力不仅源自于原油期货市场中的多空关系，而且来源于非常复杂的原油现货生产、销售、需求、供给、货币等综合因素。相应地，对于期货市场上内幕交易的判断要素而言，与上述所有原油期货合约交易及其价格形成机制有关的重大未公开信息，都可以作为评价是否构成内幕交易行为的元素。期货市场上内幕交易的复杂性可见一斑。

1. 单一期货市场中的内幕交易行为

特定期货合约市场中的交易者，可在与该期货合约市场价格有关的重大未公开信息尚未披露之前，进行该特定期货合约的交易，或明示、暗示他人进行交易。

2. 期货市场上内幕信息传导至现货市场的内幕交易行为

现货市场与期货市场之间存在价格与信息传导，期货市场上内幕信息的重大金融价值可能在一定程度上引发现货市场交易价格波动或者行情变化。也就是说，在期货市场中具有重大价值的未公开信息，会通过价格传导的方式，影响现货交易。这就形成了另外一种期货内幕交易模式——利用期货市场重大未公开信息，针对相应的现货商品从事买入或者卖出活动。这本质上取决于期货市场独立性特征，同时也是期货内幕交易区别于证券内幕交易最重要

的行为样态。

3. 现货市场上内幕信息传导至期货市场的内幕交易行为

如果说与发行人基础资产状况有关的重大未公开信息会影响证券市场价格，那么在具有类比性的期货市场进行解释——创设期货合约所依据的基础资产市场，即现货市场重大未公开信息，具有重要的金融价值，也就具有引发现货市场行情波动的影响力，会传导至期货合约市场并引发交易价格的波动。例如，大宗商品现货未公开信息影响对应的大宗商品期货合约市场。基于这种市场信息原理的期货内幕交易模式是：利用现货市场重大未公开信息买卖相关期货合约。

三、我国期货市场上内幕交易犯罪法律规范的文本缺陷与适用障碍

期货市场刑事法律、行政法规法规存在一个共性问题：以证券思维监管期货市场，直接在行政法规立法中大篇幅复制证券内幕交易立法模式；以证券逻辑规制期货市场犯罪行为，在期货犯罪中强行套用证券犯罪构成要件；几乎完全忽视期货市场上内幕交易犯罪独有的金融机理，前置性规范与刑事法律规范脱离期货内幕交易的金融实质。对比期货市场上内幕交易犯罪的金融特征与法律规范，明确可以看到期货市场违法犯罪现象与法律制度安排间的断裂。

（一）期货市场上内幕交易犯罪规范文本的缺憾

现行的期货市场上内幕交易犯罪禁止性规定的立法瑕疵总体上呈现为：期货内幕信息类型不明确及

主要内容含混，期货内幕信息知情人员范围界定相对模糊。

1. 封闭的构成要素

根据《刑法》第一百八十条及《内幕交易解释》的规定，作为期货市场内幕交易行为要素中最为重要的对象（信息）要素与主体（人员）要素，均需要通过国务院规定的前置性法规《期货交易管理条例》予以判断。可见，内幕信息与知情人员的规定及其认定是一个具有高度内收性的闭环，这并不利于前瞻性地将新型期货市场内幕信息等新特点的要素纳入法律规制范围。

2. 失准的法律内涵

当前期货市场内幕信息的法律内涵并不精准。除了证监会、期货交易所之外，如何解释其他行政监管或者行业自律监管单位的政策性文件对于期货市场交易行情的影响？作为期货市场参与者的交易所会员、期货公司客户等行为主体，其介入期货合约交易的资金数据、交易动向数据，显然是与期货合约市场价格紧密相关的保密信息。那么，资金数据是否局限于期货市场交易数据，还是可以拓展至对应的现货市场资金流向？既然期货市场参与者的重大未公开数据信息都可能构成期货市场内幕信息，那么作为期货市场基础设施的期货交易所重大未公开交易数据信息等，显然也应当作为期货市场内幕信息，但现行期货法规并未明确将之纳入期货市场内幕信息范畴。上述分析的这些数据指标是否构成期货内幕信息，从目前的法律法规框架来看仍然是不明确的。

3. 模糊的兜底条款

期货市场内幕信息、内幕信息知情人员的法律

标准在立法上都采用了兜底条款的设计。内幕信息的兜底条款表述为国务院期货监督管理机构“认定”的对期货交易价格有显著影响的其他重要信息；内幕信息的知情人员为国务院期货监督管理机构“规定”的其他人员。无论是刑法中的罪刑法定原则，还是行政监管法律法规中的执法合法性原则，都要求对于金融市场中的违法犯罪行为进行明确的规范化界定。尤其是在刑事法律程序中，核心构成要件要素可以通过空白罪状方式“一次授权”给行政法规予以具体界定，但以“二次授权”的方式赋予行政监管部门以部门规章的法律规范解决“其他”的具体指向，本质上涉及“两次兜底”，理论上存在相当程度的疑问。国务院期货监督管理机构“认定”的对期货交易价格有显著影响的其他重要信息，更是直接赋予监管机构在刑事个案中进行“一案一定”的职能，其中的“三次兜底”的风险会导致法律适用争议更大。

4. 繁冗的规则体系

根据上述期货市场内幕交易犯罪金融机理的分析，由于现货与期货市场以及期货合约价格形成机制具有高度复杂性，对于市场价格具有重大影响的信息同样是表现为宽范围（不同大宗商品、金融商品市场的信息）、多渠道（金融政策、立法，其他金融产品与现货市场自律监管与行政监管）、强纵深性（不同月份期货合约、不同产品期货合约、现货交易与期货合约的关联）的。国务院规定的前置性法规强调将期货合约市场及其监管过程中形成的重大未公开信息界定为期货内幕信息，本身并不存在问题，但不应当就此排除其他市场、其他监管机构对于期货内幕信息形成、发展、传递、管理的影

响力。在制度设计上，需要进一步强调将期货合约内幕信息外的其他重大未公开信息纳入期货内幕信息的必要性。

（二）期货市场内幕交易犯罪规范结构的现实障碍

期货市场内幕交易行政违法性标准与期货市场内幕交易犯罪刑事违法性标准之间存在倒挂，证券市场与期货市场中的内幕交易犯罪行为在法律规则界限上具有相当的模糊性，从而导致期货市场内幕交易犯罪禁止性法律规范总体上缺少了应有的独立性以及刑法规制上的针对性、有效性。

1. 期货市场内幕交易违法与犯罪的法律标准错位

对于期货内幕交易犯罪而言，《刑法》第一百八十条内幕交易、泄露内幕信息罪规定的行为模式是：本人从事期货市场内幕交易，本人建议他人实施期货内幕交易，内幕信息的知情人或者非法获取人违法披露期货内幕信息。对于期货内幕交易违法而言，《期货交易管理条例》第六十九条规定的行为模式是：本人从事期货合约内幕交易，本人基于泄露内幕信息的方式建议他人从事期货合约内幕交易。明显可以看到，期货内幕交易犯罪中的交易行为模式，无论在数量上还是内涵外延上，都比期货内幕交易违法要多、要宽泛。具体而言，期货内幕交易犯罪中的建议行为，不需要以实际披露内幕信息为要件；期货内幕交易犯罪中的交易行为，也没有强调交易行为一定要发生在期货合约市场。然而，理论上行政违法相对于刑事犯罪而言，在逻辑上理应具有更宽泛的特征，只有情节特别严重的金融违法行为才应当纳入刑法规制。所以，期货市

场内幕交易法律规制的前置性法规与刑事法律之间出现的标准错位与结构混乱。

2. 期货内幕交易犯罪与证券内幕交易犯罪界限不清

金融期货产品的特点会加深期货市场内幕交易法律规制问题的难点。如何规制股指期货、国债期货、指数期权市场中的内幕交易行为，就是一项尚未被充分关注的法律问题与实践挑战，其困惑主要体现在证券市场与期货市场内幕交易犯罪的规范边界，以及新《证券法》与未来的《期货法》（现行的《期货交易管理条例》）之间的衔接与调整要素分配。以股指期货为例——作为股指期货一揽子股票标的的成分股市场价格，肯定能够制约、影响股指期货合约的市场行情，特别是权重股。根据新《证券法》、《内幕交易解释》的规定，与成分股或者一揽子股票及其发行人有关的重大未公开信息，显然对于证券市场价格可能造成重大影响，应当构成证券内幕信息。可是对于股指期货合约交易而言，作为成分股之一或者若干个成分股的重大信息，也是股指期货合约交易意义上的重要信息。个股的权重越大，其对于股指交易的影响力也就愈大。在法律理论上和金融机理上，这种与个股有关的信息，同样也应当属于期货市场重大且未公开信息。但在期货市场法律规制框架下，似乎并不具有明确的期货市场内幕信息之法律定位。当某项重大未公开信息在事实或者经济上既具有证券内幕信息的特征，又具有期货内幕信息的特征，但仅被法律法规以及司法解释明确界定为证券内幕信息的情况下，如何在期货市场内幕交易犯罪法律规制中求得公允的司法评估？从现有的证券与期货法律法规层面来看，

信息的法律性质定位是模糊的，实践中很难纳入内幕交易犯罪的规制范畴。

3. 符合期货市场内幕交易犯罪金融机理的法律标准缺失

《刑法》、2010年最高人民检察院、公安部《关于公安机关管辖的刑事案件立案追诉标准的规定（二）》（以下简称《追诉标准二》）、《内幕交易解释》、《利用未公开信息交易解释》等，最多就专属于期货市场交易中的保证金制度设置了专门的司法判断规则，例如，作为刑事违法性量化评价指标之一，交易占用保证金30万元以上，是期货犯罪区别于证券犯罪的量化标准。一方面，除此之外，没有任何立足于期货市场独立性特征的法律评价指标；另一方面，如此低的保证金量化标准无法适应期货市场交易实际情况。1999年《刑法修正案》确立期货犯罪实际上体现了当时的证券期货犯罪立法技术与能力，但在二十多年后的现在，期货内幕交易等期货市场中的违法犯罪类型，如果仍然延续过往的立法认知，显然无法跟上当前期货市场的国际化发展水平、速度与金融创新节奏。所以，期货市场内幕交易犯罪刑法规制有关的行政法规、刑事法律、司法解释，很难通过法律适用针对性地解决期货市场内幕交易犯罪司法认定难题。

四、期货市场内幕信息的法律与金融分析

有必要在期货市场内幕信息的重大性、未公开性、内幕信息知情人员等层面，以法律与金融的跨学科视角进行更为深入、细致与有针对性的解析，并以此为核心建构对期货市场内幕交易更为完整与契合实践的规则。

（一）期货市场内幕信息重大性的机理解析

证券期货犯罪未公开信息的重大性特征，实践中通常是指尚未公开的内部信息，在披露之后，具有一种实质性的可能，即改变投资者对于相关金融商品投资决策判断的可能。期货市场杠杆交易机制与指数信息市场影响力决定了内幕信息重大性的判断规则必须紧扣期货市场信息独有特征并以此分析相关信息的价格影响与发生概率问题。

1. 价格影响

期货市场交易品种（尤其是商品期货）涉及非常复杂的现货市场情况并具有国际化属性，特定地区的供给变化（储量探测、气候变化、需求激增等）信息相对而言较难显著影响期货市场投资者决策。例如，某上市公司在某省探测金矿储量的信息，对于黄金期货市场价格的影响可能较小，但可能会导致该上市公司股票市场价格大幅度上涨。再如，大宗商品现货生产商、交易商等所掌握的本企业旗下的商品生产、销售信息，影响期货市场价格或者期货市场交易者判断的可能性比较有限。但是，如果充分考虑到期货市场保证金交易的杠杆特性，特定期货市场未公开信息所引发的较小幅度价格波动，在杠杆交易放大交易利润与损失风险的作用下，实质上会对期货市场交易产生重大影响。因此，期货市场未公开信息的价格影响一般并不表现为绝对数值意义上的价格波动。

2. 发生概率

评估特定信息及其所对应的作用于相关期货品种价格影响的发生概率，在解释上相当困难。因为有太多的因素不仅干扰了概率评估的准确性，而且影响相关期货品种的市场价格。但是，期货市场中

有一类特定的信息对于重大非公开事件的发生概率以及潜在的期货市场价格波动的重大影响具有相当的确定性——指数信息，能够接触到此类对于形成指数具有重大影响的信息并据此从事相关期货交易的市场参与者往往能够较大概率地获取交易利润。指数是由编制机构汇总的、具有结果综合性的总和数据。编制机构通过对市场的调研、趋势的观察、交易的识别、数据的分析，将总体数据合成为一个具体的统计数值。这种统计数据对于所有市场都具有重要影响，但对期货市场而言具有特殊的价值。有的指数具有影响特定期货交易品种市场价格的能力，例如，消费者信息指数可能影响股指期货。有的期货品种直接以相关指数创制期货合约（美元指数期货、远洋运费指数期货等），获得价格指数或者与该指数形成有关的基础信息，实际上就意味着掌握了期货合约价格。

指数编制机构或者与其有关的人员先于市场知悉指数报告，可以基于该信息从事期货交易，也可以出卖、泄露、建议他人从事相关期货交易。即使不是指数编制机构，对于指数形成提供重要数据来源的相关机构，具有观察、分析、辨识、推测指数的重要视角与基础数据，同样能够形成对于指数期货价格、关联期货合约价格的相对精准预判。诸如欧洲美元期货等重要金融工具均与伦敦银行间同业拆借利率（London InterBank Offered Rate, LIBOR）挂钩，该指数主要基于主要银行机构预期而进行估算。LIBOR 操纵一案导致该指数逐步淘汰之后，有抵押隔夜融资利率（Secured Overnight Financing Rate, SOFR）将逐步取代成为基准参考利率信号，SOFR 期货成为全新的利率市场风险对

冲工具。SOFR 的计算数据基础源于包括经纪自营商、货币市场基金、资产管理公司、保险公司和养老金在内的诸多金融机构的真实交易。但无论是预期估算还是基于真实交易数据的加权计算，指数及其关联数据影响指数期货或者关联期货品种的价格变动，是具有相当发生概率的重要因素。指数编制机构、基础数据信息提供机构及其从业人员基于此类重大未公开信息从事相关期货交易，均有必要在期货市场内幕交易的规制范畴中予以重点考察。

无论是与指数直接挂钩的期货合约、衍生品，还是与指数间接关联的金融商品，指数对于期货合约等金融商品的重大价格影响是显而易见的。实践中的难点在于如何界定对于指数形成、编制具有一定或者相当影响程度的构成性数据或者底层信息的重大性，即形成指数的子集数据在金融商品交易环节对于期货合约等产品的市场价格是否构成重要影响的程度。市场指数的本质就是基于市场信息中的部分或者子集归纳、抽象为市场整体信息。考察基础数据或者底层信息对于指数形成或者编制的影响力，需要从数据范围、参与性、流动性角度进行多层次分析：

其一，数据范围界定了指数的可信度与代表性。形成指数的数据范围越广，其可信度与代表性就越强。指数所选取的数据范围越窄，那么单个数据对于指数的影响力就越大。由此，掌握单个数据或者一组数据信息就有可能形成对于指数整体的判断。

其二，参与性主要是指纳入价格指数的买方、卖方范围。即使数据范围不大，但如果交易者范围或者参与性比较广泛，价格指数受到特定参与者的交易数据影响就相当有限。但如果只有相当一部分

交易者的实际成交价格信息纳入价格指数的编制基础，那么这部分实际成交价格信息对于指数的影响就显得十分重要。货币市场中的利率指数、外汇指数等呈现出明显受到大型且特定银行报送数据影响的特征。银行间市场的开放性与透明度相对受限，非银机构固然在交易量层面占据了相当份额，但其交易数据几乎不直接纳入指数；形成指数的基础数据基本上源自于少数头部银行之间的交易信息。

其三，流动性主要是指纳入价格指数作为基础数据或者底层信息的交易量。如果纳入指数统计的总体交易规模很大，相应地足以使得特定的大额交易对于市场价格并不构成显著影响的，则特定信息提供者所掌握的基础数据（比如由其控制的交易量数据）就不会对价格指数产生实质性影响，从而无法据此对与价格指数具有关联的期货合约等金融产品市场价格形成相对稳定的预判。

因此，对于编制或者形成指数的基础数据或者底层信息而言，如果指数的样本范围较小、参与者数量较少、交易量总规模较小，那么特定的基础数据或者底层数据对于价格指数的重要影响就会比较明显，获取此类数据或者信息可以认定为对于基于指数的期货合约以及其他金融商品市场价格具有重大影响。

（二）期货市场内幕信息未公开性的机理解析

期货市场大量信息可以通过公开渠道获取并不意味着期货市场中的信息都具有公开性。酒类、食品、超市等生产消费型上市企业的货运物流信息可以通过公开渠道观测，但上市公司内部人员在会议中获取此类物流信息并据此分析季度财务数据变化，

进而实施相关上市公司股票交易，显然具有被评价为基于重大未公开信息进行证券交易的风险。同理，农作物生产情况可以通过卫星公开搜集并进行数据分析，但这种通过投入大量成本获取的数据信息具有非公开性。因此，不能否定期货市场重大未公开信息的广泛存在及其经济价值。在期货市场中的部分重要环节，市场参与者持有重大未公开的信息并非基于不应当纳入规制的竞争性优势，而是应当予以规制的信息不对称。

1. 未公开的交易所规则的改变、临时性交易安排、决定等信息

期货交易所规则、临时性结算安排等规则均为保密信息，且对于相关期货交易品种市场价格波动具有重大影响。上述信息基本上可以纳入期货交易所“决定”的范畴进行保密并进行内幕交易犯罪刑事风险防控。

2. 未公开的主管部门以及相关政府部门的决策、决定、研究等信息

政府决策信息原则上已经纳入了国务院期货监督管理机构以及其他相关部门制定的对期货交易价格可能发生重大影响的“政策”范畴予以监管，但应当关注到重要的政府研究报告实际上对于期货市场同样具有重大影响且具有未公开性。

3. 未公开的期货经纪商的客户交易数据等信息

无论是个别客户的大额资金、持仓变动，还是总体订单数据流，这些仅由特定期货经纪商在服务过程中获取的信息，在期货交易中都具有相当经济价值。在新《证券法》、《刑法》以及《利用未公开信息交易解释》以及《期货交易管理条例》框架下，证券领域的此类行为受到利用未公开信息交易的规

制；期货领域的此类行为似乎应当受到刑法规制，但并没有明确的规则依据；《期货交易管理条例》并未从法规的前置性规范角度确立此种行为明确构成期货市场内幕交易。

4. 未公开的指数信息

大宗商品价格指数影响相应的大宗商品期货合约价格；特定期货合约直接基于相关指数而发行；股指期货合约价格相当程度上取决于高权重成分股价格。指数编制机构、重大数据提供单位、高权重机构及其从业人员等均能够远早于市场知悉此类未公开信息。编制指数的计算时间、发布时间通常明显滞后于底层信息或者样本数据报送时间，部分样本数据提供者基于其知悉或者执行大额交易的优势地位，在一定程度上能够对于即将发布的指数信息进行预估。如果其从事相关指数期货、衍生品交易，大额交易者或者大额交易数据提供者相对于潜在的对冲交易者或者整个期货、衍生品市场而言具备显著的起步领先优势。一项关于汇率市场信息交易的优势与获利水平的研究显示，部分银行能够基于自身的规模交易至少于汇率指数发布之前 60 分钟预判主要货币价格，这种接近汇率指数形成机制的信息交易者的交易利润水平显著高于外部的非信息交易者。需要注意的是，基础数据或者底层信息的公开性并不直接等同于指数信息的公开性。指数编制所依托的多个基础数据或者底层信息可能本身具有公开性，或者可以通过公开渠道获悉。指数的编制、设计、运作等具有其内在机制，获取基础数据本身并不意味着对于指数信息具有知悉能力。可见，纳入指数编制的基础数据与底层信息的全面统合权限于指数编制机构，指数信息的这种特殊的未公开

性派生出了特定知情人员的信息优势与保密义务。

5. 未公开的大宗商品、仓储物流企业信息

现货市场中的超大型大宗商品生产、销售、消费企业及其控股股东、实际控制人具有单纯期货市场交易者不可能企及的信息优势。如果说大宗商品企业更多地是利用信息优势进行套期保值，那么收购大宗商品企业的金融控股公司则可能利用现货市场中的信息优势攫取期货市场中的巨额交易利润——金融机构收购超大型大宗商品仓储企业所掌握的货物进出仓库数据、货物持有权益结构等。若将此类信息应用于商品期货交易策略，将具有明显超越普通市场参与者与交易对手方的不公平信息优势。

（三）期货市场内幕信息知情人员戒绝交易义务的来源与内容

期货市场风险对冲的金融功能与市场参与者的现实对冲需求一直是限制期货市场内幕交易犯罪刑法规制的重要依据。法学理论上甚至有观点直接提出，期货与衍生品市场的风险对冲功能决定了内幕交易法律条款不能适用于套期保值交易。期货市场中的特定未公开信息确实能够对期货合约价格产生重大影响，同时也不可能在市场中形成交易者的平等接触。现货市场中的交易者本身就要利用其在现货市场中的交易信息在期货市场中建仓从而对冲其现货市场中的交易风险，将这种基于重大未公开信息所从事的期货合约交易认定为内幕交易显然会损害期货市场的风险转移机制。以期货市场风险对冲功能否认期货市场内幕交易的监管必要性存在重大的理论与实践误区。这种误解主要原因在于，期货内幕信息知情人员义务内容及其与证券市场相应问

题之间的差异，在法律解释上存有一定模糊，亟需通过期货市场内幕信息知情人员的义务来源及其内容进行论证。

1. 并无戒绝交易义务的期货市场重大未公开信息知情主体

大宗商品交易商利用跨市场的信息联动机制，基于其在实体经济中的市场地位与经营行为掌握的现货市场中的重大未公开信息，从事相关期货合约交易，并无违背职责或者业务上的义务问题。这种正常的期货市场风险对冲交易本身就不属于内幕交易，从逻辑上分析，也就不存在以风险对冲为由整体否定期货市场内幕交易监管必要性的客观基础。在期货市场内幕交易监管中禁止违背职责或者业务义务而基于重大未公开信息从事相关期货合约交易，例如，禁止大宗商品交易商中的工作人员利用该交易商掌握的现货市场中的重大未公开信息，从事相关的商品期货合约交易——这并不会妨碍期货市场对冲风险的基本功能发挥。大宗商品交易商自行利用本公司运营过程中掌握的现货市场中的重大未公开信息、交易数据等，从事相关期货合约交易，并不存在也没有违背任何职责或者业务上的义务。因此，这种对冲交易实际上并未受到期货市场内幕交易监管的限制。

2. 具有戒绝交易义务的期货市场内幕信息知情人员及其义务实质内涵

期货市场中相关重大未公开信息的知情人员，同证券市场内幕交易监管法律规则所设定的义务实质一样，也存在基于职责或者业务上的戒绝交易义务。在证券市场中，上市公司中的董事、监事、经理以及相关高级管理人员对于股东应当承担信义义

务，上述人员知悉上市公司重大未公开信息的，禁止滥用信息从事与上市公司证券有关的自利交易。期货市场中存在相同的基于职务、职责或者业务上的义务违反而利用重大未公开信息从事相关期货合约的交易，同样应当认定为内幕交易违法犯罪。例如，某有色金属生产商系一家上市公司，该公司内部知情人员利用该公司的重大未公开信息（巨量矿产探测数据）买卖该上市公司股票、股票期权、债券等显然构成证券市场内幕交易，如果其利用该信息买卖相关有色金属期货合约，同样构成期货市场内幕交易。

五、期货市场内幕交易犯罪法律规制的完善策略

《期货交易管理条例》与期货市场内幕交易犯罪法律规制实践的需求之间存在相当的脱节。在解析期货市场内幕交易金融特征，发现刑法适用的结构障碍，明确期货市场内幕信息这一核心问题的金融机理与法律实质的基础上，有必要围绕《期货法》反内幕交易法律规则的制定问题，建构与健全完整的内幕交易犯罪刑法规制的具体法律规则体系。

（一）明确期货的实质内容与范围

跨市场内幕交易应当由证券法进行规制，还是由期货法律框架予以调整，是跨市场内幕交易犯罪刑法规制真空的主要制度诱因。新《证券法》第二条并未就证券衍生工具明确法律属性，《期货交易管理条例》第二条也仅仅提及了商品期货、金融期货、期权等三种合约类型，导致基于证券的期货、期权等衍生工具定位不明。从证券法修订过程中的立法意见来看，个股期权等权证型的证券衍生工具，

更具有有价权利凭证的属性，可以纳入《证券法》的调整范畴；金融期货、金融期权等属于合约型衍生工具，虽然底层资产来源于证券，但本质上仍然是标准化契约，未来应当通过《期货法》予以明确规定纳入其规制范围。针对跨市场内幕交易（跨越证券与期货市场），比较有效率的法律规制模式是：以特定金融商品的法律性质确定案涉内幕交易行为的法律性质。从我国当前的金融市场规范架构以及新《证券法》规定来看，将基于证券的衍生品种经由《期货法》纳入期货市场监管显得更为合理。相应地，立法上明确规定，将证券作为基础资产的期货产品或者期权产品交易中，利用内幕信息的，属于期货市场内幕交易违法犯罪行为，更有利于基于跨市场的视角相对全面地进行反内幕交易监管。在前置性法律规范明确了期货与证券之间的规制界限的基础上，刑法及其司法解释关于期货市场内幕交易犯罪的规制边界就自然清晰。

（二）细化期货内幕信息的形式与内容

下列对于期货合约市场价格的运行具有重大影响且尚未公开的信息，《期货法》应当将之纳入期货市场内幕信息的范围：

1. 交易数据

期货交易所、期货交易结算机构、期货公司等与期货交易有关的重要机构所管理、保密的交易数据、业务数据、技术参数等信息，无论归属于特定客户或者客户群体，还是归属于市场宏观数据，应当属于期货市场内幕信息。其中最为重要的显然是期货交易所的数据信息。一方面，期货交易所的部分信息，例如，实时行情、成交量、持仓量等都属于公开信息。但这并不意味着这些公开信息就不存

在构成内幕信息的可能。因为同样的信息，仍然存在披露与接收行为在时间上的“反应差”。在公众并未形成信息接收反应之前提前获取相关信息的，同样因为具备未公开性而构成内幕信息。

2. 经营数据与信息

期货公司等法律法规规定的期货经营机构在从事业务活动时形成的经营性数据或者信息。例如，期货经纪公司在为客户提供交易接入服务中为客户提供提供的交易软件所获取的海量客户行为数据；再如，券商自营交易账户中参与套期保值的资金、持仓、换仓等数据信息。

3. 期货市场综合性数据与信息

非银行金融机构、社保基金管理机构等重要机构投资者及其账户中沉淀的交易指令信息、大额头寸变化数据以及此类海量数据背后可供分析的金融行为规律等综合性数据。例如，保险公司期货投资池中形成了海量的资金变动与持仓变动数据，这些数据在静态时本身并无特别意义，但如果通过大数据分析形成了关于保险机构投资者期货市场决策行为规律的动态数据，则此类数据显然会对期货市场中的特定持仓交易品种产生重大影响。

4. 监管信息

除了证监会的监管信息与期货交易所的自律监管信息之外，其他金融监管部门、行业自律机构与协会等在行政管理过程中形成的政策、决定、意见、监管行为等信息。例如，央行发布的贷款市场报价利率（Loan Prime Rate, LPR）、财政部发布的与国债有关的政策或者措施、国家统计局发布的与大宗商品有关的数据等。这些数据无论从来源的权威性还是对于市场的整体影响力，都远超普通市场机

构交易数据，应当规定为期货市场内幕信息。

5. 统计数据

农业、林业、矿业、能源、运输等与大宗商品管理有关的政府部门以及行业自律组织，在行业治理、信息通报、业务指导、经济引导等方面，通过调研形成的统计数据，对于各类大宗商品现货市场的价格具有极为重要的指导作用，同样也会传导至期货市场引发市场价格变化。此类统计数据信息在发布之前，应当属于期货内幕信息。

6. 价格指数信息

在服务业领域，各种有效的价格指数及其衍生品期货产品对于行业参与者的风险管理具有重要影响。因此，以运价指数期货市场为例，有必要考虑将以下信息纳入其内幕信息范围：（1）标的指数的基础数据、指数监管数据、技术分析数据、与应急发布指数有关的数据。（2）指数编制委员会的本单位报送的运价信息、变动趋势或变动值。（3）航运企业中对于标的指数编制具有影响的信息，例如，价格变动公告、价格变动预期、停航信息以及其他重大经营数据信息。（4）海关监管或者港口服务中对于标的指数具有影响的信息，例如，重要航线、班次、舱单等。

（三）明确期货市场内幕交易与利用未公开信息交易的规范边界

金融机构或者大宗商品交易商中的工作人员，基于其职务行为获取的期货市场重大未公开信息，从事相关期货合约交易，构成了期货市场中的特有行为风险。但由于我国不仅分别通过《证券法》和《期货交易管理条例》监管证券与期货市场中基于重大未公开信息从事相关交易的行为，而且进一步根据

《证券法》、《刑法》的具体规定细分内幕交易与利用未公开信息交易，这就在期货市场监管中出现了内幕交易与利用未公开信息交易法律界限的认定困难，亟需廓清规范边界。

根据《利用未公开信息交易解释》第一条的规定，内幕信息以外的其他未公开的信息包括证券、期货的投资决策、交易执行信息；证券持仓数量及变化、资金数量及变化、交易动向信息；其他可能影响证券、期货交易活动的信息。据此，实践中有观点认为，金融机构或者监管机构工作人员，基于本机构或者部门的期货投资决策信息、交易执行信息、期货合约持仓信息、资金信息、交易动向等信息，从事相关期货合约交易的，应当认定为利用未公开信息交易。因为本机构或者本机构客户的期货合约持仓信息、资金信息、交易动向等信息，尽管被上述司法解释条款中的第二项“（二）证券持仓数量及变化、资金数量及变化、交易动向信息”排除在外，但本质上符合“其他可能影响期货交易活动的信息”，因此相关金融机构或者监管机构中的人员利用此类信息买卖期货，构成利用未公开信息交易而非内幕交易。但是，也有不同意见认为，内幕信息是可能对期货交易价格产生重大影响的尚未公开的信息，例如，期货交易所会员、客户的资金和交易动向等重要信息。因此，由于任职可获取内幕信息的从业人员或者监管人员，利用金融机构或大宗商品交易商，或者其客户的持仓信息、资金信息、交易动向等信息，应当构成期货市场内幕交易而并非利用未公开信息交易。

应当看到，厘清期货市场内幕交易与利用未公开信息交易的规范界限的逻辑起点在于明确这两

种期货市场违法犯罪行为在构成要件上的决定性要素——究竟是对象要素（信息）还是主体要素（知情人员）界定了期货市场内幕交易与利用未公开信息交易之间的实质性差异。对此，应当看到，显然是现行法律法规以及司法解释框架下的未公开信息在实质上的差异决定了期货市场内幕交易与利用未公开信息交易的区别。同样是金融机构（基金管理公司）从业人员，其利用职务上的便利获得了本机构受投资者委托管理的基金投资于特定期货合约的未公开投资决策信息，先期或者同期从事相关期货合约交易，构成期货市场利用未公开信息交易；其利用职务上的便利获取的本机构自营业务中的持仓信息、资金信息、交易动向等未公开信息，从事相关期货合约交易，构成内幕交易。期货市场中的内幕信息与其他重大未公开信息之间的界分规则如下：

1. 内幕信息与其他重大未公开信息的规范实质

期货市场中的内幕信息与其他重大未公开信息在法律规范的解释上存在明显的区别。期货市场内幕信息是对期货交易价格产生重大影响的未公开信息；而期货市场中的其他重大未公开信息是影响期货交易活动的未公开信息。前者强调信息对于期货合约交易价格的直接作用，呈现出信息与金融商品价格之间的关联；后者侧重信息对于期货合约交易活动的实质影响，体现出信息与金融市场行为之间的关联。诸如资产管理公司在期货市场中的投资决策信息、金融机构所服务的客户的交易信息等，实际上并无证据证明其能够直接作用于期货合约市场价格并产生法规所明确要求的重大影响。此类信息如果被市场中的一般交易者所知悉，其可能影响交易者的判断与交易活动。因此，本质上应当是能够

影响期货交易活动而非期货市场交易价格的信息。

2. 内幕信息与其他重大未公开信息的金融机制

期货市场中的内幕交易与利用未公开信息交易的金融机理，均表现为特定交易者滥用重大未公开信息的经济价值、实现个人经济利润或者风险转移以及损害其他市场参与者利益。这种基于期货市场重大未公开信息的运作方式及其经济本质，反映在法律本质层面，就是通过信息的性质差异与机理差异界定内幕交易与利用未公开信息交易的量化区别。

从信息价值的角度分析，期货市场内幕信息是与期货合约有关的、对该金融商品市场价格波动具有重大影响的未公开信息。对于金融机构、大宗商品交易商等市场机构中生成的重大未公开信息而言，金融机构（会员单位）期货合约交易信息、大宗商品交易商在现货市场中关于现货商品的供求关系信息以及在期货市场中的期货合约交易信息等，均属于对于期货市场交易价格具有重要影响的信息，应当认定为内幕信息。寻求与探索基础资产价值与金融产品价格之间的短暂差额是上述未公开信息的重大经济价值。

法律与司法解释所规定的期货市场中的内幕信息之外的其他重大未公开信息，是与基础资产内在价值与供求关系以及相关期货合约市场价格无直接关联的信息，但由于其反映了相关期货合约市场中的资金流动、价量波动，所以构成影响期货市场行情的外部信息（例如，基金管理人募集的客户资金变化信息或者投资决策信息，期货经纪人掌握的客户买入、卖出期货合约信息等）。这种信息的经济价值在于发现特定期货合约市场中特定交易主体的短期交易方向、资金数量，从而可能影响知悉信息

者对于采取何种交易策略与活动的判断，例如进一步作为对手方还是跟进实施趋同性交易。期货市场内幕信息对于市场价格的影响及其程度显然更为显著，而如果违法所得相同，老鼠仓行为的交易成本显然更大。

同时，从利益侵害的角度分析，期货市场中的内幕信息与其他重大未公开信息在一定程度上都呈现出与委托代理关系的关联性，但内幕信息主要表现为雇主（被代理人）与雇员（代理人）之间的法律关系，而其他重大未公开信息主要是客户（委托人）与机构员工（代理人代表）之间的利益冲突。因此，期货市场中利用未公开信息背弃的是客户的利益，无论是否实际造成损失，都是一种利益冲突。在违法所得相同的条件下，利用未公开信息交易所侵害的市场参与者范围更特定、经济利益更容易量化且数额相对较小。

所以，金融机构、大宗商品交易商等机构中的工作人员，利用职务或者职责履行过程中的便利获取的期货市场重大未公开信息从事相关期货合约交

易的，应当按照以下规则界定其行为性质是内幕交易还是利用未公开信息交易：（1）利用机构中未公开的现货市场生产、交易数据或者期货市场中的交易数据，从事相关期货合约交易的，构成期货市场上内幕交易；（2）利用金融机构中客户的期货持仓、资金数据信息、交易方向信息等，系该交易者与客户之间的利益冲突问题，构成利用未公开信息交易。

需要强调的是，上述分析主要是建筑在 2019 年《利用未公开信息交易解释》的规则基础之上的。在《期货法》的制定过程中，完全可以采取“从宽”设定期货交易内幕信息的模式，将现行司法解释中规定的、发生在期货市场的利用未公开信息交易中的其他重大未公开信息，统一纳入期货交易内幕信息。这样便可通过完整且统一的期货市场上内幕信息整体覆盖具有市场危害性（包括利益冲突）的内幕交易行为。

（责任编辑：赵璐）