

期货市场操纵监管：权力配置与介入方式

钟 维

摘 要：期货市场的反操纵法律需要通过高效完善的监管体制来落实，且反操纵监管执法的成本不能超过操纵活动给社会带来的成本。期货市场操纵监管体制的建立和完善主要涉及监管权配置、监管介入的方式和措施等方面的问题。在监管权配置方面，自律监管应当与政府监管相结合，并将自律监管定位为操纵监管的一线力量，政府监管则作为自律监管的重要补充与外部约束。在监管介入的方式与措施方面，则包括事后基于损害的惩罚型监管，事前通过制度设计实现的预防型监管，以及事中通过市场干预实现的干预型监管。惩罚型监管需要与预防型监管、干预型监管结合起来，才能实现对期货市场操纵的有效规制，其中特别强调干预型监管介入应当以一定的原则和限度为基础。

关键词：期货市场操纵；监管体制；监管权配置；监管介入；监管措施

〔中图分类号〕D922.291 〔文献标识码〕A 〔文章编号〕2096-6180（2023）04-0091-17

引言

期货市场反操纵法律再完善，也需要通过一定的机制将其落到实处，否则对市场操纵违法行为为将起不到威慑效果。反操纵条款本身的执行，以及相应针对操纵活动的综合治理，需要一整套机制予以保障。因此，建立高效的期货市场操纵监管体制是操纵规制非常重要的一个方面，主要涉及如何通过政府监管机构和自律管理组织的事前、事中、事后的监管介入和执法行动，将反操纵的要求落到实处的问题。即使在一些期货市场反操纵法制发展较为成熟的国家，监管体制的完善仍然是学界和业界争论不休的问题。此外，虽然操纵对市场有害，但是反操纵也有成本。这些成本既来自反操纵执法本身，也来自执法行动对市场机制造成的影响，而这些成本不应超过操纵带来的社会成本。因此，以《中华人民共和国期货和衍生品法》的生效实施为背景，如何在此原则基础之上妥善建立高效和完善的期货市场操纵监管体制是一个非常重要的课题，这主要涉及对监管权配置、监管介入方式和相应监管措施等方面问题的讨论。

〔作者简介〕钟维，法学博士，中国人民大学民商事法律科学研究中心研究员，中国人民大学法学院副教授。

〔基金项目〕国家社会科学基金青年项目“期货市场操纵的规制与监管研究”（项目批准号：17CFX075）。

一、期货市场操纵监管的权力配置

以期货市场操纵的监管主体为标准，可以将其分为自律监管和政府监管，两者构成期货市场操纵监管的主要力量。⁽¹⁾ 自律监管是以期货交易所、行业协会等为主体进行的监管，其中针对操纵活动的自律监管主体主要是期货交易所，而政府监管主要是指期货市场行政监管机构进行的监管。期货市场操纵的监管权配置，主要解决如何在这两类主体之间配置监管权的问题。

（一）单一自律监管理论

期货交易是在期货交易所中进行的，政府并不直接组织期货交易。是否需要政府监管来反操纵，在很大程度上是交易所的自律监管是否足以实现这一目的的问题。具备完善的风险控制和反操纵制度是期货交易场所设立的基本条件。例如，我国《期货和衍生品法》第5条要求期货市场和衍生品市场建立和完善风险的监测监控与化解处置制度机制，依法限制过度投机行为，防范市场系统性风险。第85条要求期货交易场所加强对交易活动的风险控制和对会员以及交易场所工作人员的监督管理。如果仅凭交易所就足以监督和控制其市场，那么就不需要来自政府的额外监管。如果交易所在保护普通交易者对抗潜在的市场操纵者方面无法提供最优的监管水平，那么政府监管就是必需的。

反操纵是需要成本的，问题就在于，整个社会应当投入多少成本到反操纵的行动中。支持单一自律监管理论的学者提出，要评估交易所是否提供了最优水平的监管，需要比较交易所监管的私人成本与收益（private costs and benefits）和社会成本与收益（social costs and benefits）。⁽²⁾

第一，收益部分。首先，包括市场监管和合约设计等在内的自律监管措施能够减少操纵出现的可能性，因此会增加交易量，从而使交易所及其会员受益。增加的交易量会提升市场流动性，降低交易成本，又进一步地增加了交易量。因此，反操纵的自律监管会增加交易所及其会员的收益。其次，自律监管措施还可能有其他一些主要是归于整个社会而非交易所会员的收益。这是因为操纵甚至是潜在的操纵威胁，都会让市场参与者认为期货价格是受到了操纵活动的扭曲，从而降低期货价格作为价格发现工具的功能。对操纵行为的阻止，或者显著地减少操纵发生的可能性，则能够降低此种价格发现的信息成本。更重要的是，由于操纵很可能会导致交易者放弃使用期货市场来为现货定价，从而对商品生产和社会收益造成负面影响，而降低操纵的可能性和严重性能够减轻这些负面影响。因此，关键问题是在交易所决定其自律监管的范围和强度时，这些不直接

(1) Note, *Prevention of Commodity Futures Manipulation Under the Commodity Exchange Act*, 54 Harvard Law Review 1373, 1375–1379 (1941).

(2) Linda N. Edwards & Franklin R. Edwards, *A Legal and Economic Analysis of Manipulation in Futures Markets*, 4 Journal of Futures Markets 333, 354–355 (1984). 相似理论, Frank H. Easterbrook, *Monopoly, Manipulation, and the Regulation of Futures Markets*, 59 Journal of Business S103, S112–S114 (1986).

反映在交易量上的收益是否会成为其考虑的因素。如果交易所不考虑这些因素，那么其投入的反操纵资源就达不到社会最优的水平。但有理由相信，交易所及其会员的目标并不只是简单地追求眼前交易量的最大化，交易所确实有动机来内在化操纵给期货市场造成的“弃权”效应。特别是，交易所通常对操纵可能造成现货市场的不稳定（或现货价格方差的增大）相当敏感。这种影响会招致现货市场参与者的愤怒，而且往往会导致政府听证会的召开。在极端情况下，由于这种政治压力，期货交易甚至会被禁止。从长期来看，现货市场参与者对期货市场的敌意可能会导致期货交易所交易量的减少。这提供了一种机制，在决定投入多少努力进行预防性的自律监管时，交易所很可能会通过这种机制将“弃权”效应内在化。⁽³⁾

第二，成本部分。首先，交易所进行市场监管的成本可能是巨大的，这些成本以更高的费用形式被转嫁给期货市场的用户。只要这些费用降低了交易量，交易所就会将其内部化。也就是说，交易量下降将对会员的利润产生负面影响，监管的私人成本和社会成本之间在此问题上不存在分歧。其次，交易所设计合约条款的成本，特别是采用更宽泛的交割条款，既有直接成本，也有间接成本。一方面，存在与人力资源和时间成本有关的直接费用；另一方面，更宽泛的交割条款可能会导致对套期保值者和投机者的吸引力下降，这也可能带来间接成本。所有这些成本都会像监管成本或其他成本一样，转嫁到期货市场的用户身上。特别是，如果更宽泛的交割条款阻碍了套期保值者的话，与此相关的间接成本将反映在交易量的减少上。因此，与制定合约条款以防止操纵有关的社会成本也将反映在交易所承担的私人成本中。

此种理论认为，交易所会将操纵活动所带来的大多数甚至全部社会收益减损内部化于它们的决策中，因此交易所有必要以激励来防止操纵并提供最优水平的预防性自律监管，使此种活动的私人（和社会）边际成本与预期的边际社会收益相当。此外，由于政府监管还有巨大的成本⁽⁴⁾，且政府不会像交易所那样将监管造成的成本内部化⁽⁵⁾，因而政府监管是不必要的。

（二）自律监管与政府监管结合

期货市场监管的历史证据并不支持单一的自律监管理论。从历史上看，在没有政府立法和监管的时代，期货市场上的操纵活动极其泛滥。比如，在美国期货市场早期，由于监管不严，逼仓事件的发生频率让人触目惊心。芝加哥期货交易所（CBOT）于1868年实现了期货合约的标准化

(3) 还有学者认为，期货交易所具有通过采用特定交易规则与合约条款来减少操纵所造成的成本的动机。为了生存，交易所必须吸引更多业务，以和其他交易所竞争，而竞争则会促使交易所采用能够减少操纵成本的合约条款和交易规则。此种规则包括持仓限制、每日价格限制、利润剥夺、禁止增加持仓，以及修改交割条款以扩大可交割现货供应范围等。Daniel R. Fischel & David J. Ross, *Should the Law Prohibit "Manipulation" in Financial Markets?*, 105 Harvard Law Review 503, 548–549 (1991).

(4) Linda N. Edwards & Franklin R. Edwards, *A Legal and Economic Analysis of Manipulation in Futures Markets*, 4 Journal of Futures Markets 333, 357–358 (1984).

(5) Frank H. Easterbrook, *Monopoly, Manipulation, and the Regulation of Futures Markets*, 59 Journal of Business S103, S114–S116 (1986).

后，几乎每个月都是在逼仓的情况下结束的。⁽⁶⁾ 在针对期货市场的联邦立法出台之前的一段时期，自律执法几乎是不存在的。交易所成员经常投票否决对操纵行为进行处罚的规定。此外，尽管市场上经常出现操纵的尝试，交易所的决策者一直没有对这些操纵行为采取果断行动。虽然在联邦立法之后的一段时间里，自律监管变得更加积极，但很明显，这种变化主要是由于政府进一步干预的威胁，而交易所因此在很大程度上成为政府的执行机构。⁽⁷⁾ 单一自律监管不足以威慑期货市场操纵，并不是通过理论上的经济分析就能够否认的。

通常而言，只要没到社会无法容忍而政府因此禁止期货交易的程度，交易所就会放松监管，从而增加交易量，这与交易所的收益是正相关的。因为市场操纵引起的剧烈价格波动会吸引大量的投机性交易，而每次市场操纵都会伴随着巨额的交易量。与付出高额成本禁止操纵相比，交易所更愿意维护合约的完整性，即通过集中交易和结算为交易的达成与合约的履行提供保障，不愿意因为反操纵而降低交易和履约的确定性，因为这也会影响交易者的参与，并降低市场的交易量。有学者通过深入的研究分析发现，与支持单一自律监管的理论不同的是，交易所自律监管水平的提高与交易量增加并没有必然联系：在社会最优监管水平以下的一定范围之内，交易所加强对市场完整性和合约完整性（有时理解为无条件执行合约）的监管通常会提高交易量；对交易者垄断和市场操纵的监管会与合约的无条件执行发生冲突，通常会降低期货价格的波动性，减少交易量。如果某个交易所提高自律监管水平，反而可能会使部分交易量转移到其他交易所。⁽⁸⁾ 因此，如果没有外部约束，交易所本身并没有通过加强自律监管从而降低操纵所造成的社会成本的足够激励。

当然，如果不考虑激励问题，自律监管本身是比政府监管有优势的。比如，交易所更了解市场，拥有更为丰富的知识、技术和经验；交易所处于市场的第一线和核心地位，拥有更为直接、灵通、广泛的市场信息；交易所的监管过程和决策更为灵活、更能适应市场的变化；假如有相同的激励，在执行相同的政策时，与行政机构相比，交易所的监管成本更低、收益更高。⁽⁹⁾ 但是，

(6) 1868 年有报道的逼仓行为，小麦有三次，玉米有两次，燕麦有一次，一次黑麦逼仓图谋，还有一次威胁要在猪肉合约上逼仓。到了 1874 年，情况不但没有好转，下半年几乎每个月都有逼仓。1878 年，小麦 5 月、7 月、12 月合约被逼仓。1881 年，在其他市场中几乎每个月都要发生逼仓事件。1882 年，小麦有四次逼仓和违约发生，分别是 4 月、6 月、7 月和 8 月合约。同年玉米 8 月合约被逼仓，猪油 9 月合约被逼仓，猪排 10 月合约被逼仓。1887 年，小麦市场上发生“科韶之败”（Kershaw Failure）事件，小麦 5 月合约又发生逼仓。1902 年，燕麦合约上出现逼仓。1905 年，又有人试图在小麦市场上逼仓。参见 [美] 杰瑞·W. 马卡姆：《商品期货交易及其监管历史》，大连商品交易所本书翻译组译，中国财政经济出版社 2009 年版，第 12 页。

(7) Craig Pirrong, *The Self-Regulation of Commodity Exchanges: The Case of Market Manipulation*, 38 *Journal of Law & Economics* 141, 143 (1995).

(8) 孙秋鹏：《期货市场监管权配置研究：政府与交易所分权视角》，经济科学出版社 2013 年版，第 37—43 页。

(9) 孙秋鹏：《期货市场监管权配置研究：政府与交易所分权视角》，经济科学出版社 2013 年版，第 59 页。此外，该学者将已有文献关于交易所自律监管优势的主要观点归纳为：（1）交易所可以比政府更有效地管理一些活动或行为；（2）自律监管者本身又是市场参与者，自律监管的存在可以提高监管当局的知识、技能和经验；（3）市场主体参与监管可以使其更加了解监管程序，提高自己部门内部对监管条例的遵守；（4）行业自己制定的监管规则更易于执行和遵守；（5）政府监管部门的薪酬和待遇很难吸引与自律组织内一样有能力的人才；（6）自律组织监管的成本是内化于整个行业的，政府监管主要来源于税收；（7）与政府监管相比，自律监管更加了解市场，信息更为充分，也更为灵活。

不能简单地通过比较政府监管与自律监管的成本而否定政府监管。政府监管的本质不是要与自律监管进行成本上的竞争，两者之间不是非此即彼的关系，而是在交易所自律监管不足的地方予以补充（最明显的就是跨市场操纵监管领域），以及从外部对自律监管进行约束和激励，以解决自律监管激励不足的问题。因此，政府监管机构通常被法律赋予了对期货市场最广泛的监管权力。例如，我国《期货和衍生品法》第 105 条赋予中国证监会与反操纵相关的权力就包括规章、规则的制定、审批、核准、注册、备案权；对品种的上市、交易、结算、交割等期货交易及相关活动的监管权；对期货经营机构、期货交易场所、期货结算机构、期货服务机构和非期货经营机构结算参与人等市场相关参与者的期货业务活动的监管权；以及监督检查期货交易的信息公开情况，对期货违法行为进行查处，监测监控并防范、处置期货市场风险的权力等。

因此，最好的方法就是自律监管与政府监管相结合。自律监管定位为操纵监管的一线力量，可以发挥自己专业、高效、灵活和低成本的优势；政府监管则定位为自律监管的坚实后盾，作为自律监管的重要补充与外部约束。从我国期货市场监管的现实来看，即使是交易所的自律监管，也是在中国证监会直接领导下交易所执行准公共权力的一种监管形式，其中政府处于主导地位。^{〔10〕}例如，我国《期货交易所管理办法》第 91 条第 4、5 款规定，期货交易所发现交易行为涉嫌违反法律、行政法规、部门规章的，应当及时向中国证监会报告。中国证监会依法查处期货市场的违法违规行为时，期货交易所应当予以配合。因此，我国期货市场的自律监管与政府监管本来就是紧密结合在一起的，呈现出一种混合监管的形式。需要特别强调的是，期货市场的监管目标是通过维持一个公平有序的市场保护期货市场的经济功能。因此，不应为了特定政策目的或监管者对市场价格水平的主观认识而对市场加以各种不必要的限制或干预。此类行动，不管是否合法或者善意，都是对期货市场运行的限制，且剥夺了市场参与者在市场上自由协商价格的能力。在理论上，这种过度的监管限制和干预实际上构成了“监管操纵”。^{〔11〕}此种做法带来的成本，交易所通常会将其内部化而自我抑制，但是政府机构通常不会将其内部化，导致其总是会有过度监管的冲动^{〔12〕}，因此应当特别重视和抑制政府监管领域的过度监管问题。

二、惩罚型监管介入

不管是自律监管还是政府监管，都需要一定的方式来介入期货市场操纵案件（或潜在案件）。一种监管介入方式是基于损害的，也就是当操纵案件发生后，监管者通过对操纵行为的认定、查处和处罚实现对操纵的规制，因此又称为惩罚型监管。另一种监管介入方式是预防性的，这种方

〔10〕 孙秋鹏：《期货市场监管权配置研究：政府与交易所分权视角》，经济科学出版社 2013 年版，第 159 页。

〔11〕 Philip McBride Johnson, *Commodity Market Manipulation*, 38 Washington and Lee Law Review 725, 778–779 (1981).

〔12〕 Linda N. Edwards & Franklin R. Edwards, *A Legal and Economic Analysis of Manipulation in Futures Markets*, 4 Journal of Futures Markets 333, 358 (1984).

式强调在操纵行为造成损害以前即实施监管介入，包括通过事前的制度设计实现的预防型监管，以及通过事中的市场干预实现的干预型监管。在此先讨论惩罚型监管介入问题。

（一）惩罚型监管的特点

惩罚型监管是传统的监管介入方式，包括行政处罚、民事赔偿甚至刑事制裁等措施，只有在真正发现且认定存在市场操纵的情况下才被使用。由于此时操纵行为对市场的损害已经产生，因此在这种监管方式中，监管权力的发动与介入实际上是基于损害的。

我国《期货和衍生品法》第106条对中国证监会在履行职责时可以采取的监管措施作出了规定。其中，第1款第1项规定的“对期货经营机构、期货交易所、期货结算机构进行现场检查，并要求其报送有关的财务会计、业务活动、内部控制等资料”，是在日常监管中采取的措施。第2款规定的“责令改正、监管谈话、出具警示函等”，是为防范期货市场风险、维护市场秩序可以采取的措施。除此之外，该条规定的其余内容，即第1款第2项至第8项，都是对违法行为进行事后查处时用到的监管措施。《期货和衍生品法》第83条第3款和《期货交易所管理办法》第10条第11项、第90条第1款则是我国期货交易所实行惩罚型自律监管的法律依据，规定期货交易所可以查处违规行为，并给予纪律处分或者采取其他自律管理措施。^{〔13〕}从目前的各期货交易所的业务规则来看，纪律处分包括警告、通报批评、公开谴责、强行平仓、暂停开仓交易、暂停部分期货或者期权业务等。其他自律管理措施包括列入重点监管名单、口头警示、出具书面警示函、要求提交书面承诺等。有观点认为，自律管理措施主要是为维护市场秩序、防范市场风险而采取的矫正性应对措施，一般不具有惩戒性。^{〔14〕}笔者不认同此种看法，一些自律管理措施具备较为明显的惩戒性，因而兼具矫正性与惩戒性。

从法经济学的视角，基于损害与基于预防的执法方法的效率对比主要取决于四个因素。当满足四个条件时，基于损害的惩罚型监管介入就是可取的；当这些条件不具备时，预防型监管就是首选：第一，违法行为发生后容易被发现；第二，行为人有钱，能够支付罚款和/或损害赔偿；第三，行为人能够意识到自己违法；第四，审查违法嫌疑人的行政成本较低。^{〔15〕}其中，条件一和二意味着课以与损害造成的成本相等的处罚是可行的，条件三意味着考虑实施违法行为的人意识到如果着手实行会面临惩罚，条件四意味着执法行动的成本不会超过收益。所有条件集合在一起，意味着一个潜在的违法者会考虑其行为的成本，而因此克制其实施违法行为。

〔13〕《期货和衍生品法》第83条第3款规定：“在期货交易所从事期货交易及相关活动，应当遵守期货交易所依法制定的业务规则。违反业务规则的，由期货交易所给予纪律处分或者采取其他自律管理措施。”《期货交易所管理办法》第10条规定：“期货交易所应当履行下列职责：……（十一）查处违规行为；……”第90条第1款规定：“会员、交易者、境外经纪机构等违反期货交易所业务规则的，期货交易所可以按照规定采取包括但不限于暂停受理或者办理相关业务、限制交易权限、取消会员资格等纪律处分或者其他自律管理措施。”

〔14〕王瑞贺、方星海主编：《中华人民共和国期货和衍生品法释义》，法律出版社2022年版，第142页。

〔15〕Craig Pirrong, *Squeezes, Corpses, and the Anti-manipulation Provisions of the Commodity Exchange Act*, 17 Regulation 52, 57 (1994).

与预防型监管中的市场干预措施相比，惩罚型监管的执法准确性更高。因为惩罚型监管作为一种事后的监管介入方式，除了交易者实施的行为以外，还可以更加准确地收集和评估此种行为造成的市场影响，以帮助判断。^{〔16〕}在真实交易型操纵中更是如此。所谓真实交易型操纵，是指行为人通过真实的交易活动本身来操纵市场。我国立法中规定的真实交易型操纵的典型是连续交易操纵，体现在《期货和衍生品法》第12条第2款第1项，即行为人通过单独或者合谋，集中资金优势、持仓优势或者利用信息优势联合或者连续买卖合约的手段进行操纵。由于行为人是通过真实的交易行为进行操纵，因此行为外观与合法的交易行为往往非常接近，此时对市场影响的考察就非常重要。^{〔17〕}可见，如果不同案件中相近的行为形态具备极其不同的市场影响，那么事后的执法判断显然更有优势，因为其可以利用更多的信息。相对而言，惩罚型监管更具有识别力，更不容易将难以与违法行为区别开来的合法行为误判为非法。

（二）惩罚型监管的要求

惩罚型监管要求为操纵行为设定合理的认定框架，包括构成要件、认定标准和证明责任等^{〔18〕}，且此种认定框架应当符合期货市场的经济现实和基本规则。一个反面的例子是，由于商品期货合约必须通过交割来执行的规则，使得监管机构无法在交易者仅仅是坚持交割的情况下判断其构成逼仓操纵，有学者据此认为，由于交易者坚持交割通常是逼仓操纵最清晰的证据，而且往往是唯一的证据，如果无法依靠该证据，就只有事后通过价格扭曲判断来证明操纵。因此，解决此类操纵问题的方法便是将交割前特定时间内还未对冲平仓的交易者推定为操纵市场。在监管机构证明其为交割而持有头寸且没有按期对冲后，证明责任就转移到该交易者一方，由该交易者通过解释其坚持交割的正当理由来证明自己是无辜的。^{〔19〕}

必须明确的是，在交易规则允许交割的情况下，要求交割本身就是一种正常的市场行为，并不一定是操纵。^{〔20〕}将交割前特定时间内还未对冲持仓的交易者推定为操纵市场，并不具有正当性。因为这样就极大地限制了交易者的自由，即对交易者利用期货交易风险管理和投机套利机制的能力施加了额外的限制。这是因为一个完整的期货交易机制提供了交易者选择的权利，他既可以选择交割，也可以选择交割期前对冲平仓。合约是否要交割，交易者是否要获得商品的交付，完全取决于交易者的需求和市场行情。^{〔21〕}如果要求交易者选择交割时必须对

〔16〕 Craig Pirrong, *Commodity Market Manipulation Law: A (Very) Critical Analysis and a Proposed Alternative*, 51 Washington and Lee Law Review 945, 991–992 (1994).

〔17〕 Gina-Gail S. Fletcher, *Legitimate Yet Manipulative: The Conundrum of Open-Market Manipulation*, 68 Duke Law Journal 479, 548–551 (2018).

〔18〕 在价格操纵与欺诈操纵等不同的规制路径下，构成期货市场操纵可能需要不同的构成要件。参见钟维：《欺诈理论与期货市场操纵二元规制体系》，载《清华法学》2021年第3期，第166–167页。

〔19〕 M. Van Smith, *Preventing the Manipulation of Commodity Futures Markets: To Deliver or Not to Deliver*, 32 Hastings Law Journal 1569, 1605–1606 (1981).

〔20〕 Albert S. Kyle & Sathish Viswanathan, *How to Define Illegal Price Manipulation*, 98 American Economic Review 274, 277 (2008).

〔21〕 钟维：《期货交易双层标的法律结构论》，载《清华法学》2015年第4期，第133页。

交割的理由进行解释，实际上就极大地限制了交易者在选择交割方面的能力，必然造成市场的失衡。

这样的主张背后其实有一种潜在的认识，即合约的交割程序对于期货市场功能的发挥来说并不是必要的。⁽²²⁾而且这似乎是在说，在期货市场中不交割才是正常的，而交易者根据其需求要求进行交割则是一种异常的行为。但这种认识无疑是不正确的，如果空头预期不需要交割，多头也不被允许要求交割，那么期货市场的价格与现货市场在大部分情况下将不再关联，很难想象期货市场的价格发现功能如何能够实现。因此，交割程序存在的正当性是成立的，以交割程序不必要而主张对交割施以额外限制的观点则是不恰当的。

(三) 单一惩罚型监管的局限性

由于惩罚型监管完全发挥作用的条件往往不能够满足，因此单一的惩罚型监管被证明对于期货市场操纵的威慑力是不足的。基于损害的惩罚型监管往往需要耗费大量的时间和资源来查处操纵案件，且不能及时对市场受到的损害予以救济。最典型的例证就是美国商品期货交易委员会成立以来在法庭上唯一胜诉的 *Diplacido* 案，该案在监管机构最终获得胜诉判决时距离被告实施操纵行为已经长达 11 年，可见事后通过既定程序追究市场操纵法律责任的难度之大、时间之长、成本之高。⁽²³⁾而据笔者统计，我国证监会查处的 11 个期货市场操纵案件，从案件发生到最终被查处，时间最短的为 10 个月，最长的为 53 个月，平均为 27.5 个月。且相较于较早的案件，近年来查处的案件所历经的时间有不断增长的趋势。⁽²⁴⁾而我国期货市场操纵刑事司法案件则平均需要历经 39.5 个月才能完成终审判决。⁽²⁵⁾此外，对于可能产生系统性后果的操纵行为，单一的惩罚型监管可能对市场有害，因为这会将市场暴露在系统性漏洞之下，而执法行动只能起到令人不满意的安抚作用，对于防止类似伤害的未来重演几乎不起作用。⁽²⁶⁾因此，惩罚型监管需要与预防型监管、

(22) M. Van Smith, *Preventing the Manipulation of Commodity Futures Markets: To Deliver or Not to Deliver*, 32 *Hastings Law Journal* 1569, 1602–1605 (1981).

(23) 大连商品交易所法律与合规监督部：《美国期货市场操纵相关立法沿革及实施效果研究》，载蒋锋、卢文道主编：《证券法苑》第 24 卷，法律出版社 2018 年版，第 331–332 页。

(24) 具体而言，硬麦 105 合约操纵案是 12 个月，参见中国证监会行政处罚决定书（胶南粮库、刘玉江）（2012）15 号；螺纹钢 1107 合约操纵案是 10 个月，参见中国证监会行政处罚决定书（宝尔胜、黄君称）（2012）22 号；天然橡胶 1010 合约操纵案是 38 个月，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；焦炭 1209 合约操纵案是 18 个月，参见中国证监会行政处罚决定书（厦门宝拓资源有限公司、陈云卿、苏新）（2014）35 号；甲醇 1501 合约操纵案是 21 个月，参见中国证监会行政处罚决定书（姜为）（2015）31 号；胶合板 1502 合约操纵案是 25 个月，参见中国证监会行政处罚决定书（陶暘、傅湘南）（2016）5 号；聚氯乙烯 1501 合约操纵案是 25 个月，参见中国证监会行政处罚决定书（刘增铨）（2016）119 号；普麦 1601 合约操纵案是 29 个月，参见中国证监会行政处罚决定书（廖山焱）（2017）58 号；玉米淀粉 1601 合约操纵案是 53 个月，参见中国证监会行政处罚决定书（邹鑫鑫、刘哲）（2020）30 号；纤维板 1910 合约操纵案是 25 个月，参见中国证监会行政处罚决定书（黄鑫、蒋君、徐卫）（2021）100 号；白糖 1801 合约操纵案是 47 个月，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。

(25) 具体而言，经过二审判决的姜为操纵证券、期货市场案为 30 个月，参见四川省成都市中级人民法院刑事判决书（2016）川 01 刑初 100 号；四川省高级人民法院刑事判决书（2017）川刑终 70 号。只经历一审判决的远大石化、吴向东操纵期货市场案为 49 个月，参见抚顺市中级人民法院刑事判决书（2018）辽 04 刑初 55 号。

(26) Gina-Gail S. Fletcher, *Macroeconomic Consequences of Market Manipulation*, 83 *Law and Contemporary Problems* 123, 139 (2020).

干预型监管结合起来，才能实现对期货市场操纵的有效规制。

三、预防型监管介入

预防型监管定位为一种事前制度性的监管介入方式。就此种监管介入方式而言，最重要的监管措施包括合约设计与上市制度，以及持仓限额制度。其中，与持仓限额制度配套的，还有账户实名制度、交易者实际控制关系报备管理制度和重大事项报告制度等。这些都属于事前的监管措施，旨在通过提高市场操纵活动的成本和难度实现对操纵行为的威慑。

（一）合约设计与上市制度

1. 规则的变迁与要求

合约设计与上市制度是预防期货市场操纵的第一道关。在《期货和衍生品法》制定以前，我国期货市场的主要规范依据是《期货交易管理条例》。根据该条例第 13 条的规定，合约品种的上市、中止、取消或者恢复交易都是实行审批制，其中，中国证监会在批准新品种的上市时还应当征求国务院有关部门的意见。在实际的审批过程中，具有法定审批职责的中国证监会更像是一个“牵头人”，不仅相关部委的意见有时非常重要，而且最终具有决定权的是国务院，因此合约新品种上市实际上采取的是一种联合审批制或国务院审批制。^{〔27〕}

根据《期货和衍生品法》第 17 条第 1、2 款的规定，期货合约、标准化期权合约品种的设计和安排上市由交易场所负责，合约品种上市需要报经中国证监会注册，中止上市、恢复上市、终止上市需要向中国证监会备案。该法将合约品种的上市由审批制改为注册制，将中止上市、恢复上市、终止上市由审批制改为备案制，大大降低了政府对合约品种市场准入的监管介入程度，有助于提升合约上市的市场化水平，提升我国期货交易场所的创新和竞争能力，增加对交易所在提升自律监管水平方面的正向激励。此外，该条第 3 款还要求期货合约品种和标准化期权合约品种应当具有经济价值，不易被操纵，符合社会公共利益。其中对合约不易被操纵的要求更是直接体现了合约设计对预防操纵发生的意义。因为合约交易单位的大小、交易时间、价格波动限制幅度、交割制度设计等，都可能影响合约的科学性和抗操纵性，因此需要从合约设计的源头防范潜在操纵的发生。^{〔28〕}在合约设计时需要对相关现货市场的特征和操作特征有详细的了解，这对于评估基于该现货资产的期货合约至关重要，应特别注意现货定价和交割制度以及现货资产的生产、消费和供应的历史模式。^{〔29〕}

2. 对实物交割机制的讨论

由于实物交割机制的存在是实现囤积和逼仓等市场力量型操纵的前提，因此针对此种操纵的实现原理，有不少学者主张应当从合约设计入手，直接取消或改造交割制度。比如，有学者提出，

〔27〕 叶林主编：《期货期权市场法律制度研究》，法律出版社 2017 年版，第 49 页。

〔28〕 叶林主编：《中华人民共和国期货和衍生品法理解与适用》，中国法制出版社 2022 年版，第 64 页。

〔29〕 Technical Committee of the International Organization of Securities Commissions, *Investigating and Prosecuting Market Manipulation*, IOSCO (May 2000), <https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD103.pdf>, p. 10.

规制逼仓等市场力量型操纵的关键在于取消期货合约中为其创造条件的交割条款。只要在期货市场之外存在活跃的现货市场，期货合约中允许选择交割的权利就可以直接取消。在合约届期时，任何开放头寸都以现货价格对冲即可。⁽³⁰⁾ 还有学者提出，只要存在实物交割程序，市场力量型操纵就无法被禁止，因此应当以现金交割取代实物交割。期货与现货价格趋同的真正原因是合约当事人相信，期货合约中的无形权利是由现货价格来衡量的。因此，以现金交割取代实物交割并不会影响期货和现货价格的趋同。⁽³¹⁾ 然而，这些观点都是存在问题的。

首先，交割程序在期货交易机制中具有建构性的意义。虽然在交易所内交易的大量期货合约最终并没有实物交割，但如果一方选择进行实物交割的话，则必须进行实物交割，这是保证期货合约交易价格与现货商品价格相关联所必须的。⁽³²⁾ 由于存在广泛的市场套利活动，且空头能够通过购入并交割实物来履行其合约义务，因此多头也就不可能要求比现货价格更高的对冲价格，这是导致合约届期时期货价格与现货价格趋同的原因。⁽³³⁾ 不可能仅仅取消交割制度，而不以其他合理机制替代，却期望期货价格仍然与现货价格相关联。

其次，公允的现货价格在现实当中难以确定，因此交割程序不能取消。现货市场上的交易极为分散，商家之间的交易常常包含非价格因素的考虑，如预先存在的商业关系或建立新的商业关系的愿望。就相同的商品而言，期货市场通常是比相应的现货市场更加具有竞争性的市场。⁽³⁴⁾ 现货交易价格体现的是特定时空的供求状况，且往往含有双方当事人的个性化因素，而非市场上的一般供求状况，因此事实上比期货价格更容易受到操纵。而且，究竟以什么时间、什么地点、哪个人、哪一次交易的价格作为对冲开放头寸的现货价格，对整个市场而言是公允的，事实上也很难确定。因此，对于那些需要通过交割程序使期货价格和现货价格趋同的合约品种而言，要求在合约届期前将所有开放头寸以现货价格对冲的做法，在现实当中并不可行。

最后，现金交割的适用范围有限，因此现金交割无法完全取代实物交割。正如我国《期货交易所管理办法》第100条第2款规定的：“实物交割的交易品种应当具备充足的可供交割量，现金交割的交易品种应当具备公开、权威、公允的基准价格。”现金交割适用于合约基础资产具有能形成公允现货价格的机制的情形，典型的比如证券市场，通过集中交易产生的证券价格就代表了市场整体对该证券现货价值的共识。通过现金交割机制，实际上是强制使期货和现货价格趋同。而在那些无法产生公允现货价格的市场，直接赋予当事人实物交割请求权，这实际上确保了期货合约届期时的价格等于现货价格。也就是说，直接把市场中的实物现货作为衡量现货价格的标准，

(30) George A. Davidson, *Squeezes and Corners: A Structural Approach*, 40 Business Lawyer 1283, 1284, 1297 (1985).

(31) M. Van Smith, *Preventing the Manipulation of Commodity Futures Markets: To Deliver or Not to Deliver?*, 32 Hastings Law Journal 1569, 1602–1603 (1981).

(32) Robert C. Lower, *Disruptions of the Futures Market: A Comment on Dealing with Market Manipulation*, 8 Yale Journal on Regulation 391, 395 (1991).

(33) William D. Harrington, *The Manipulation of Commodity Futures Prices*, 55 St. John's Law Review 240, 246–247 (1981).

(34) Philip McBride Johnson, *Commodity Market Manipulation*, 38 Washington and Lee Law Review 725, 746–747 (1981).

因此也就不需要确定公允的现货价格究竟为何。若完全以现金交割取代实物交割，在这些情况下由于无法确定公允的现货价格，也就无法确保期货价格与现货价格趋同，而这并非合约当事人对期货和现货价格趋同的“信念”可以解决的。此外，即使如今不少期货合约被设计为采用现金交割方式，但操纵还是会存在，因为现金交割仍然无法杜绝交易型操纵和信息型操纵。

综上，不管是取消交割程序，还是一概以现金交割取代实物交割，都并非是可以普遍适用的规则，因此也就不可能通过取消或改造交割制度来完全解决市场力量型操纵问题。

（二）持仓限额及相关配套制度

1. 持仓限额制度

持仓限额的目的在于抑制与对市场多头或空头方向头寸控制相关的超大风险敞口的形成，以及交易所会员因客户或自营头寸而产生的财务风险敞口。^{〔35〕}该制度是防范期货市场过度投机和操纵行为的有力工具，在世界主要国家的期货市场法律中基本都有规定。例如，美国商品期货交易委员会在 150.2 规则中对主要交易所的商品期货品种规定了持仓限额，但在 150.3 规则中对善意套期保值同时规定了豁免规定。对于那些商品期货交易委员会规则没有建立起持仓限额规定的合约品种，美国《商品交易法》第 5 条（d）（5）和商品期货交易委员会 150.5 规则要求指定合约市场建立持仓限额规则，同样也有善意套期保值的豁免规定。具体而言，美国期货市场持仓限额制度具有以下特点：第一，对期货公司经纪业务下的客户持仓原则上不合并限仓，商品基金投资者也不必合并限仓。第二，以净持仓为标准进行限仓，单个月份持仓限制与所有月份持仓限制并重。第三，采用绝对值限仓。第四，期权与期货合并限仓，并按照一定系数折算期权头寸。^{〔36〕}

我国《期货和衍生品法》第 23 条同样规定了期货交易的持仓限额制度，以防范合约持仓过度集中的风险。如果是从事套期保值等风险管理活动的，则可以申请持仓限额豁免。持仓限额、套期保值的管理办法由中国证监会制定。目前，我国建立了较为严格的持仓限额制度，针对不同期货品种、不同主体和不同交易时间设置了差异化的持仓限额。^{〔37〕}通过实行持仓限额制度，可以抑制市场上的过度投机，还可以防止交易者形成操纵市场所需的持仓优势。但是，期货市场上的套期保值者需要能够匹配其现货市场敞口头寸规模的期货持仓，否则会妨碍期货市场风险管理功能的实现。因此，从事套期保值等风险管理活动的交易者，可以通过申请方式获得更高的持仓额度。实践中，期货做市商负有双边报价的义务，也可以申请持仓限额的豁免。^{〔38〕}我国期货市场持仓限额制度具有以下特点：第一，采用会员限仓和客户限仓相结合的方法控制市场风险。第二，所有上市交易的期货品种都有限仓要求。第三，绝对值限仓与比例限仓方法并存。第四，对某一品种

〔35〕 Technical Committee of the International Organization of Securities Commissions, *Investigating and Prosecuting Market Manipulation*, IOSCO (May 2000), <https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD103.pdf>, p. 10.

〔36〕 上海期货交易所《中美期货市场风险控制制度比较研究》课题组编著：《中美期货市场风险控制制度比较研究》，中国金融出版社 2018 年版，第 50—52 页。

〔37〕 程红星主编：《中华人民共和国期货和衍生品法释义》，中国金融出版社 2022 年版，第 63—64 页。

〔38〕 王瑞贺、方星海主编：《中华人民共和国期货和衍生品法释义》，法律出版社 2022 年版，第 48 页。

的单个合约多空双向限仓，不存在所有月份合约加总限仓，临近交割月份限仓额度收紧。与美国不同，我国在证监会层面并没有统一的期货品种限仓要求，这是因为我国各期货交易所上市的合约品种不存在重叠。而美国各家交易所可能会上市相同的合约品种，如果交易者在多家交易所对同种合约持有大量头寸，单看一家交易所的头寸超仓风险可能不大，但是将其在各交易所的总持仓相加后可能会出现超过持仓限额的情形。⁽³⁹⁾

2. 相关配套制度

为配合持仓限额制度的实施，防止交易者通过特殊手段规避持仓限额，《期货和衍生品法》还规定了一系列的配套制度，包括账户实名制、交易者实际控制关系报备管理制度和重大事项报告制度等。

(1) 账户实名制

账户实名制规定在《期货和衍生品法》第 18 条：“期货交易实行账户实名制。交易者进行期货交易的，应当持有证明身份的合法证件，以本人名义申请开立账户。任何单位和个人不得违反规定，出借自己的期货账户或者借用他人的期货账户从事期货交易。”账户实名制的关键，在于账户的持有者与账户中资金和交易结果的承受者应当是同一个人。因此，实践中账户持有人将自己的账户交由他人打理，但是账户资金来源于持有人，且交易结果也由持有人承担的，不属于违反该条规定的情形。但如果将自己的账户借给他人使用，账户中的资金由他人打入，且交易结果也由该人承受，则账户的出借人和借用人均构成违反该条规定的行为。此外，《期货交易所管理办法》第 76 条规定：“期货交易实行账户实名制，期货交易所应当建立交易编码制度，不得混码交易。”《最高人民法院关于审理期货纠纷案件若干问题的规定》第 11 条进一步明确，不以真实身份从事期货交易的单位或者个人，交易行为符合期货交易所交易规则的，交易结果由其自行承担。

(2) 交易者实际控制关系报备管理制度

交易者实际控制关系报备管理制度规定在《期货和衍生品法》第 24 条：“期货交易实行交易者实际控制关系报备管理制度。交易者应当按照国务院期货监督管理机构的规定向期货经营机构或者期货交易所报备实际控制关系。”根据《期货交易所管理办法》第 85 条，所谓实际控制关系，是指单位或者个人对其他期货账户具有管理、使用、收益或者处分等权限，从而对其他期货账户的交易决策拥有决定权或者重大影响的行为或者事实。该制度与证券市场一致行动人制度异曲同工，目的在于全景式地了解某个交易者的交易行为，以辅助监控、监测、调查、认定异常交易情况，以及操纵市场等违法违规行为，是账户实名制的重要补充。⁽⁴⁰⁾

实践中，操纵者经常违反账户实名制的要求，以实际控制账户组的方式规避持仓限额。相关刑事司法解释将下列账户认定为行为人“自己实际控制的账户”：① 行为人以自己名义开户并使用的实名账户；② 行为人向账户转入或者从账户转出资金，并承担实际损益的他人账户；③ 行

⁽³⁹⁾ 上海期货交易所《中美期货市场风险控制制度比较研究》课题组编著：《中美期货市场风险控制制度比较研究》，中国金融出版社 2018 年版，第 60-61 页。

⁽⁴⁰⁾ 王瑞贺、方星海主编：《中华人民共和国期货和衍生品法释义》，法律出版社 2022 年版，第 49 页。

为人通过第一项、第二项以外的方式管理、支配或者使用的他人账户；④ 行为人通过投资关系、协议等方式对账户内资产行使交易决策权的他人账户；⑤ 其他有证据证明行为人具有交易决策权的账户。^{〔41〕} 从中国证监会实际查处的操纵案件来看，用于操纵活动的期货账户来源包括自己直接控制^{〔42〕}、借用^{〔43〕}、通过委托关系控制^{〔44〕}、通过资产委托协议控制^{〔45〕}、通过资产管理合同控制、通过投资顾问协议控制、与他人共用^{〔46〕}、通过合作投资协议控制^{〔47〕}等。

如果交易所在日常监管中发现具有疑似实际控制关系但未报备的账户，会通过询问等方式提示交易者进行报备。若交易者不承认存在实际控制关系且拒不报备的，交易所根据相关证据认为其符合实际控制关系认定规定、交易行为具有一定程度关联性的，可以对实际控制关系进行强制认定，将其并入一个实际控制关系账户组，并可以对交易者隐瞒实际控制关系的行为采取自律监管措施。^{〔48〕} 无论是交易者主动申报还是强制认定实际控制关系，各账户内的持仓都要合并计算，并受到持仓限额的限制。^{〔49〕}

（3）重大事项报告制度

重大事项报告制度规定在《期货和衍生品法》第 27 条：“期货交易所会员和交易者应当按照国务院期货监督管理机构的规定，报告有关交易、持仓、保证金等重大事项。”我国期货市场此前已建立的大户持仓报告制度和风险警示制度也对会员和客户的报告义务作出了规定。其中，大户持仓报告制度是指期货交易所会员或者客户的持仓达到持仓报告标准的，会员或者客户应当向期货交易所报告。^{〔50〕} 报告事项可以包括持仓量、保证金、可动用资金、资金来源、实际控制关系账户、交割意愿及交割数量、持有现货相关信息等。风险警示制度是指期货交易所认为必要的情况下，可以要求会员和客户报告情况，并可以采取其他措施以警示和化解风险。^{〔51〕} 重大事项报告制度与这

〔41〕 有证据证明行为人对上述第一项至第三项账户内资产没有交易决策权的除外。参见《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》第 5 条第 2 款。

〔42〕 中国证监会行政处罚决定书（胶南粮库、刘玉江）（2012）15 号；中国证监会行政处罚决定书（宝尔胜、黄君称）（2012）22 号；中国证监会行政处罚决定书（姜为）（2015）31 号；中国证监会行政处罚决定书（陶暘、傅湘南）（2016）5 号；中国证监会行政处罚决定书（刘增铨）（2016）119 号；中国证监会行政处罚决定书（廖山焱）（2017）58 号；中国证监会行政处罚决定书（邹鑫鑫、刘哲）（2020）30 号。

〔43〕 中国证监会行政处罚决定书（厦门宝拓资源有限公司、陈云卿、苏新）（2014）35 号；中国证监会行政处罚决定书（姜为）（2015）31 号。

〔44〕 中国证监会行政处罚决定书（厦门宝拓资源有限公司、陈云卿、苏新）（2014）35 号；中国证监会行政处罚决定书（陶暘、傅湘南）（2016）5 号。

〔45〕 中国证监会行政处罚决定书（姜为）（2015）31 号。

〔46〕 中国证监会行政处罚决定书（陶暘、傅湘南）（2016）5 号。

〔47〕 中国证监会行政处罚决定书（阮浩、嘉和投资、钟山）（2021）117 号。

〔48〕 叶林主编：《中华人民共和国期货和衍生品法理解与适用》，中国法制出版社 2022 年版，第 88—89 页。

〔49〕 例如，《期货交易所管理办法》第 86 条规定：“期货交易所执行持仓限额、交易限额、异常交易行为管理、大户持仓报告等制度时，对实际控制关系账户的委托、交易和持仓等合并计算。”

〔50〕 例如，《期货交易所管理办法》第 81 条规定：“期货交易实行大户持仓报告制度。会员或者交易者、境外经纪机构持仓达到期货交易所规定的持仓报告标准的，会员或者交易者、境外经纪机构应当向期货交易所报告。交易者、境外经纪机构未报告的，会员应当向期货交易所报告。期货交易所可以根据市场风险状况制定并调整持仓报告标准。”

〔51〕 例如，《期货交易所管理办法》第 93 条规定：“期货交易所实行风险警示制度。期货交易所认为必要的，可以分别或同时采取要求会员和交易者、境外经纪机构报告情况、谈话提醒、发布风险提示函等措施，以警示和化解风险。”

两项报告制度目的类似,但这两项制度的报告对象均为期货交易所,不包括监管机构和其他自律组织,且大户报告的门槛通常比较高⁽⁵²⁾,在一些情况下可能无法满足监管需求。⁽⁵³⁾ 重大事项报告制度与之相比存在一定差异,具体要求还有待中国证监会制定的规则予以细化。

四、干预型监管介入

惩罚型监管被定位为一种事后的监管介入,预防型监管被定位为一种事前的监管介入。与之相对的,干预型监管被定位为一种事中的监管介入,且通常需要面对更多的争议。

(一) 干预型监管的权力与措施

干预型监管既包括政府层面,也包括交易场所层面。我国《期货和衍生品法》第105条赋予中国证监会的权力中包括了“监测监控并防范、处置期货市场风险”的权力,该表述是否包含政府对疑似市场操纵活动的事中干预权,存在解释空间。而我国《期货交易所管理办法》事实上赋予了中国证监会实施干预型监管的权力,且明确了其可以采用的监管措施。例如,第114条规定,中国证监会可以根据市场情况调整期货交易所收取的保证金标准,暂停、恢复或者取消某一期货交易品种的交易。第115条规定,中国证监会认为期货市场出现异常情况的,可以决定采取延迟开市、暂时停止交易、提前闭市等必要的风险处置措施。相较而言,美国《商品交易法》第8a条(9)的表述更加明确:“商品期货交易委员会在其有理由相信发生紧急情况时,有权指示注册实体采取依其判断确属必要的行动,包括但不限于设定任何期货合约的临时紧急保证金水平、对在商品期货交易委员会行动生效日之前善意获得的市场持仓量设定限额等,以便维持或恢复任何期货合约的有序交易或平仓。”其中的“‘紧急情况’”一词除了指市场操纵和囤积威胁或者确实存在的市场操纵和囤积行为外,还指联邦政府或外国政府影响某一商品的任何行为,或者使市场无法准确反映该等商品供求关系的任何其他重大市场扰乱行为”。

就期货交易所的干预型监管权力和措施而言,我国《期货和衍生品法》第87条第1款规定,期货交易所应当加强对期货交易的风险监测,出现异常情况的,期货交易所可以依照业务规则,单独或者会同期货结算机构采取紧急措施,并立即报告国务院期货监督管理机构。其中的“异常情况”有可能由市场操纵活动引起,因此相关紧急措施即可以被用于疑似市场操纵活动的事中自律监管干预。《期货交易所管理办法》第91条第1款更是进一步明确,有根据认为会员或者交易者、境外经纪机构违反期货交易所业务规则并且对市场正在产生或者即将产生重大影响,为防止违规行为后果进一步扩大,期货交易所可以对会员或者交易者、境外经纪机构采取临时处置措施。这些主要是针对交易阶段的紧急处置措施。

从域外经验来看,针对逼仓等市场力量型操纵行为或者极端的 market 情况下,在交割阶段也可以采取一定的干预措施,例如调整交割条件或取消交易等。我国《期货和衍生品法》第89条规定:

(52) 我国期货市场的大户报告标准普遍设置较高,一般是期货合约持仓限额的80%。

(53) 叶林主编:《中华人民共和国期货和衍生品法理解与适用》,中国法制出版社2022年版,第93页。

“因突发性事件影响期货交易正常进行时，为维护期货交易正常秩序和市场公平，期货交易场所可以按照本法和业务规则规定采取必要的处置措施，并应当及时向国务院期货监督管理机构报告。因前款规定的突发性事件导致期货交易结果出现重大异常，按交易结果进行结算、交割将对期货交易正常秩序和市场公平造成重大影响的，期货交易场所可以按照业务规则采取取消交易等措施，并应当及时向国务院期货监督管理机构报告并公告。”该法没有规定突发性事件的具体类型，2019年修订的《中华人民共和国证券法》第111条规定了四类，包括不可抗力、意外事件、重大技术故障、重大人为差错。《期货和衍生品法》的官方释义则将期货市场的突发性事件解释为包括地震、水灾、火灾、恶劣天气、疫情、恐怖袭击、战争、封锁、禁运、交通运输阻断、通信中断、电力故障、网络攻击等不可抗力事件，以及技术故障、境内外法规政策出现重大变化、相关现货市场出现异常情况等。⁽⁵⁴⁾如果按照《证券法》的列举，则操纵活动按照一般理解并不属于突发性事件的范畴。《期货和衍生品法》因为没有具体列举，因此尚存解释的空间。

（二）干预型监管介入的原则与限度

干预型监管权力应该如何行使，是一个非常重要的问题。曾任美国商品期货交易委员会执法部门首席律师的杰瑞·马卡姆教授基于对美国期货市场监管历史的考察，认为商品期货交易委员会在监管中的主要弱点就是，即使市场受到价格扭曲和混乱无序的威胁，仍然希望避免对市场机制的干涉。其对操纵的宣告往往太迟而没有太大的威慑效果，对禁止令的使用也很有限，导致其作为监管机构所提供的救济效果也是存疑的。即使是严重危机期间，商品期货交易委员会也极不愿意干预市场，部分是因为期货行业以自己是自由企业的最后堡垒为荣，相对地不受政府监管的限制，且一直坚决抵制可能会限制其自由的任何行动，然而这并未达致市场自我纠错或是有效自律监管的结果，实际上是一种监管失败。进而，他提出了“公平有序市场”概念，要求监管者在市场操纵监管方面扮演更加积极的角色，在法律增加其监管职能和权力的基础上，在交易者可能会对市场形成威胁的更早时点即介入调查，并采取强有力的干预措施，从而维护市场的公平和有序。⁽⁵⁵⁾美国期货市场后来的立法发展也在一定程度上反映了此种思路，尤其是2010年的《多德-弗兰克华尔街改革与消费者保护法》，即在总体上扩张了商品期货交易委员会的管辖范围，并且进一步增强了其针对市场操纵案件的执法能力。⁽⁵⁶⁾

此种方法的关键问题在于，由于要在事前或者事中采取监管措施，关于操纵的证据往往是不充分的，实际上要求对潜在的操纵活动采用“一见即知”的判断方法。监管机构基于这种方法可以获得对特定时间交易活动性质的初步判断，从而对其采取政策性的监管行动。⁽⁵⁷⁾在Frey案中，

(54) 王瑞贺、方星海主编：《中华人民共和国期货和衍生品法释义》，法律出版社2022年版，第151页。

(55) Jerry W. Markham, *Manipulation of Commodity Futures Prices—The Unprosecutable Crime*, 8 Yale Journal on Regulation 281, 361–376 (1991).

(56) 李明良、李虹：《〈多德-弗兰克法〉期货市场反操纵条款研究》，载张育军、徐明主编：《证券法苑》第5卷，法律出版社2011年版，第1200页以下。

(57) Jerry W. Markham, *Law Enforcement and the History of Financial Market Manipulation*, M.E. Sharpe, Inc., 2014, p. 211.

美国第七巡回法院指出：“在该法律领域，为区分⁽⁵⁸⁾而做的复杂的经济论证有时似乎是有问题的。有些时候，‘一见即知’的判断可能显得更有用。尽管如此，相关的区分已被可信地表达了出来，在此我们信赖它们，但也恰当地承认其局限性。”⁽⁵⁹⁾似乎这也在一定程度上支持了此种方法。由于现代计算机和互联网技术的发展，交易所和监管机构通过技术手段监测期货市场的能力大大增强，从而使其能够更好地对潜在的操纵活动实行监管介入。

干预型的监管介入应当以一定的原则和限度为前提。如果不遵循基本的监管介入原则而对市场进行过度干预，很容易把市场监管行动变成主要反映政治考量而非经济事实的做法，因为每个政府部门出于各自的利益考虑都想要影响市场。当然，监管者大多数时候都是出于好意，但是监管者并非市场定价机制本身的一方当事人，任何对价格形成机制的干预行动都会降低市场的可预测性。在期货市场，流动性是由存在对资产价格或市场未来轨迹持有不同信念的交易者提供的。交易者通过交易表达其不同意见的能力对于建立市场的平衡和培养市场的流动性至关重要，这两者都有助于提高市场效率。⁽⁶⁰⁾过于严苛的监管和难以预测的干预会提高交易者防范操纵调查的成本。出于对责任的恐惧，许多交易者可能会放弃从事有益的市场活动，甚至退出市场，以避免因他们的交易行为而受到惩罚，从而降低市场流动性，并降低这些交易本可以提供的效益，这对市场来说是一个净负面的结果。⁽⁶¹⁾而一些交易者则会将监管者的干预行动也作为需要考虑的因素加入市场分析中，并对此种干预行动加以利用，这反而使市场变得更加扭曲。

在现代技术下，监管者在实施干预型监管介入时应当有所为，有所不为。其可以依靠先进的市场监测系统发现操纵的线索，及时提取、保全证据，在法定情形下采取法定的紧急处置措施等，但不可以过度地干预市场，尤其是不可以用行政判断代替市场判断，借用紧急处置措施干涉市场走势。这样实际上是以监管者制造的“人为价格”来取代他们所认为的“人为价格”。⁽⁶²⁾如果说市场极端行情下的价格有可能是人为价格，在监管者干预下制造出来的价格则必定是人为价格。

五、结语

与平面式的反操纵条款相比，期货市场操纵的监管体制更像是一个立体式的框架结构，需要对整个市场监管逻辑的深入认识。其中，自律监管构成支撑市场监管的一线力量，而政府监管则在自律监管难以覆盖的地方予以补充，同时从外部给予自律监管以约束力量，共同支撑起对期货

(58) 此处的“区分”是指区分合法与非法行为。

(59) Frey v. CFTC, 931 F. 2d 1171 (7th Cir. 1991).

(60) Gina-Gail S. Fletcher, *Legitimate Yet Manipulative: The Conundrum of Open-Market Manipulation*, 68 Duke Law Journal 497, 517 (2018).

(61) Shaun D. Ledgerwood, James A. Keyte, Jeremy A. Verlinda & Guy Ben-Ishai, *The Intersection of Market Manipulation Law and Monopolization Under the Sherman Act: Does It Make Economic Sense*, 40 Energy Law Journal 47, 59 (2019).

(62) 在价格操纵的经典规制路径之下，操纵通常被界定为故意制造人为价格的行为。除非人们能清晰地区分为人为价格和非人为价格，否则无法区分合法与非法行为，而这个问题比它看起来要困难得多。参见钟维：《基于价格影响的期货市场操纵规制理论：反思与重构》，载《法学研究》2022年第1期，第71页。

市场操纵的监管架构。预防型、干预型和惩罚型监管措施是交易所和政府监管部门得以威慑操纵者的工具，通过在事前、事中和事后的监管介入把法律中的反操纵条款真正落到实处。监管者在对操纵案件进行监管执法的过程中需要时刻提醒自己，反操纵的真正目的是维护市场的经济功能，不能过度监管而使自己成为市场上最大的操纵者，否则会给市场带来比操纵活动更大的成本。

Supervision of Futures Market Manipulation: Allocation of Power and Approach of Intervention

ZHONG Wei

Abstract: The anti-manipulation law of futures market needs to be implemented through efficient and perfect supervision system, and the cost of anti-manipulation supervision and enforcement should not exceed the cost of manipulation activities to the society. The establishment and improvement of the supervision system of futures market manipulation mainly involve the allocation of supervision authority, the way of supervision intervention and the supervision measures. In terms of the allocation of supervision authority, self-regulation should be combined with government regulation, and self-regulation should be positioned as a front-line force to manipulate regulation, while government regulation is an important supplement and external constraint of self-regulation. In terms of the ways and measures of supervision intervention, it includes the punitive supervision based on damage after the event, the preventive supervision through institutional design before the event, and the interventional supervision through market intervention in the event. In order to realize the effective regulation of futures market manipulation, the punitive supervision should be combined with preventive supervision and interventional supervision. It is especially emphasized that the interventional supervision should be based on certain principles and limits.

Keywords: Futures Market Manipulation; Supervision System; Allocation of Supervision Authority; Supervision Intervention; Supervision Measures

（责任编辑：楼秋然 汪友年）