

## 期货市场内幕交易的内涵： 以美国为中心的考察

李明良\* 李虹\*\*

**摘要:**期货市场是否存在内幕交易以及如何有效监管是各界关心的重要问题。考察境外案例和立法例发现,期货市场存在内幕交易和专门的禁止性规定。不同于证券内幕交易,期货内幕信息主要包括宏观“黑天鹅”信息与微观“被卧底”信息。典型的套期保值不是内幕交易。建议深化认识,明确要件,完善敏感性政府信息的保密与披露,积极完善我国期货市场内幕交易制度的构建。

**关键词:**期货市场内幕交易 “8·16 事件”  
黑天鹅信息 被卧底信息

经过 20 多年的发展,我国期货价格的关联性和影响力日益增强。期货市场是否存在内幕交易以及如何有效监管逐渐成为我国期货市场以及各相关行业关注的重要问题。特别是 2013 年 8 月 16 日光大证券异常交易事件(以下简称“8·16 事

---

\* 中国金融期货交易所法律部总监,法学博士。

\*\* 中国金融期货交易所法律部员工,法学博士,金融学博士后。

件”)的发生及其处置让舆论和学界对期货市场内幕交易的内涵与边界充满了困惑,甚至让业界担心基于套期保值的现代投资组合理论在国内的应用前景会受到影响。<sup>[1]</sup>在当下我国期货立法积极推进之时,厘清这一问题的意义更显深远。回溯历史,我们发现,在20世纪七八十年代,同样的困惑和担心也曾萦绕在现代期货发源地和全球定价中心美国同行和民众的心头。鉴于我国相关监管实践较为匮乏,认识与积累有待加强,汲取境外有益经验将有助于我们全面地把握期货市场内幕交易的内涵。

## 一、期货市场存在内幕交易

近期有研究指出,美国期货市场上没有内幕交易,主要理由是期货市场上不存在证券市场上基于诚信义务(fiduciary duty)的重大非公开信息。针对该结论,我们可以新添一组数据加以佐证:从2005年至2012年,美国证监会(SEC)和期监会(CFTC)处罚的内幕交易案件数量分别为409件和1件。期货市场内幕交易去哪儿了?

### (一)期货市场从来不乏内幕交易事件

在期货市场历史上,较为典型的内幕交易事件包括:

1. 1905年Louis Van Riper案。期货交易员Louis Van Riper与当时美国农业部统计员E. S. Holmes合谋,后者在官方棉花种植面积数据公布前通过升降农业部总部办公室的百叶窗向Van Riper传递信息。事件曝光后,农业化强化了农产品信息发布程序,但利用政府信息进行内幕交易的行为未受处罚。

2. 1972年对苏联小麦交易信息泄密案。在苏联受异常气候影响遭遇灾难性歉收后,美国国务院于当年7月秘密与苏联签订出口约43亿蒲式耳(Bushel)小麦(约为美国小麦年产量的三成)等粮食供给合

---

[1] 参见陈洁、曾洋:“8·16光大事件内幕交易定性之质疑”,载《法学评论》2014年第1期;缪因知:“光大证券事件行政处罚与民事索赔之合法性质疑”,载《法学》2014年第1期;杨颖桦、谷枫:“杨剑波诉证监会案开庭:两回合交锋背后的内幕交易认定”,载《21世纪经济报道》2014年4月4日版。

同,在正式签约前,芝加哥商品交易所小麦期货合约价格突然暴涨,创下了合约上市 125 年来的新高。很多人认为这是美国政府官员内幕交易或泄密所致。

3. 2008 年 Alvin Perez 案。该案是美国期监会 10 年来成功查处的唯一一起期货内幕交易案。Perez 利用作为纽约商业交易所员工的职务便利,将与交易所案件调查紧密相关的重要非公开信息透露给交易所场内经纪人。该案以和解方式结案,Perez 被处以终身市场禁入。

## (二) 境外主要市场均对期货市场内幕交易作出禁止性规定

尽管有些事件未被判定为非法,但是利用重大未公开信息进行期货交易的危害性是公认的。境外主要市场通常会专门对期货内幕交易作出禁止性规定。相关立法例包括:美国《商品期货交易法》第 4(c) 条、《多德—弗兰克法案》第 746 条、欧盟《市场滥用指令》第 2 条、新加坡《证券期货法》第 12 章第 3 节、韩国《期货交易法》第 33 条、我国台湾地区“期货交易法”第 107 条等。

在 20 世纪七八十年代,美国曾对证券市场内幕交易监管规则是否适用于期货市场等问题展开激烈争论。美国国会于 1982 年要求期监会对期货市场内幕交易进行研究,后者于 1984 年发布题为“利用重大未公开信息进行期货交易的性质、程度和影响”的研究报告。该报告指出,期货市场不存在证券市场上基于发行人为中心的内幕信息,同时也承认期货市场存在利用重大非公开信息进行交易的行为。以该报告为标志,关于是否存在期货市场内幕交易的争论基本终结。如下文所述,美国甚至多次修法扩大期货市场内幕交易的适用范围。

## (三) 我国期货市场内幕交易事件也多有发生

我国期货市场内幕交易案例较少,“8·16 事件”可能是我国期货市场发展史上唯一一起作出处罚认定的内幕交易案件。随着我国期货市场价格关联性和影响力的逐步彰显,近年来疑似案件开始增加。其中,以下三个案例表明,在我国期货市场上存在内幕交易行为,而且具有明显的社会危害性。

1. 327 国债期货风险事件。327 国债期货合约的合约代码为 310327,对应品种是财政部 1992 年发行的 1995 年 6 月到期的 3 年期国债,到期基础价格为票面价值 100 元加上 3 年合计利息 28.50 元,共

计128.50元。但由于当时国内通胀居高不下,政府于1993年决定对1992年3年期国债进行保值补贴和贴息,但未明确是否对国债期货贴息。以万国证券为代表的机构认为政府不会对327国债期货贴息而普遍看空;以中国经济开发投资公司(以下简称中经开)为首的机构则预期将贴息而坚持做多。多空双方均大规模建仓,形成对峙局面。1995年2月23日,财政部公告称,将对327国债期货贴息,空头判断错误,面临巨大亏损。万国证券在收市前8分钟内抛出2070万口327国债期货卖单,成交1044.92万口,使得多头出现惨重损失。当晚,上海证券交易所确认万国证券违规,宣布最后8分钟交易无效。

有市场观点猜测,中经开可能在市场并不确定是否增加贴息率的时候,已经得到财政部将加息的内幕信息。主要依据包括:中经开是市场中疯狂做多的主要力量;中经开作为财政部承担财政资金周转任务的直属机构,在人事、资金、经营运作方面都与财政部关系密切,其董事长曾任财政部副部长,总经理则是财政部综合司司长;中经开2月9日开始建立多仓,此时财政部贴息方案已制定完毕。若上述猜测成立,该事件将是我国历史上影响最恶劣的期货市场内幕交易案。

2. 温某等涉嫌内幕交易案。温某系山某投资公司法定代表人。2012年年底,市场监管发现,温某等4名客户涉嫌在焦炭品种进行内幕交易,累计获利数千万元。通过比对客户交易行为与焦炭品种重要利好/利空信息发布时间,发现温某等4人均在国家相关部门发布有关焦炭的重大利多或利空消息前1至7日内在焦炭品种上建仓,在信息发布后1至3日内平仓,客户均处于巨额盈利状态。其中,较为典型的信息包括:2012年9月25日的“焦炭业环保新规倒计时,落后产能淘汰提速”、2012年12月17日的“取消焦炭出口关税”、2013年1月18日的“蒙古国单方面撕毁合同,停止对华煤炭出口”等。

3. “8·16事件”即光大证券内幕交易案。2013年8月16日11时5分,光大证券在进行交易型开放式指数基金(简称ETF)申赎套利交易时,因程序错误,其所使用的策略交易系统以234亿元的巨量资金申购180ETF成分股,实际成交72.7亿元,引起沪深300、上证综指等大盘指数和多只权重股短时间大幅波动。同日不晚于11时40分,光大证券决定通过做空股指期货、卖出ETF对冲风险,并由时任光大证券

策略投资部总经理杨剑波负责实施。中国证监会指出,“这一事件是我国资本市场建立以来首次发生的一起因交易软件缺陷引发的极端个别事件”。

2013年11月1日,中国证监会对相关当事人作出行政处罚决定。中国证监会认定“光大证券在进行ETF套利交易时,因程序错误,其所使用的策略交易系统以234亿元的巨量资金申购180ETF成分股,实际成交72.7亿元”为内幕信息。光大证券是《证券法》第202条和《期货交易管理条例》第70条所规定的内幕信息知情人。该内幕信息自2013年8月16日11时5分交易时产生,至当日14时22分光大证券发布公告时公开。光大证券知悉内幕信息的时间不晚于2013年8月16日11时40分。

## 二、期货市场上内幕交易的认定取决于内幕信息的界定

### (一)期货市场与证券市场上内幕交易的内在机理存在差异

内幕信息即重大非公开信息。对期货和证券而言,“非公开”标准大致相同,但何谓“重大”则各具意味。追根溯源,这种差异源于内幕交易赖以产生的土壤迥然有别。

笔者认为,内幕交易的产生与在股份公司形式下所有权和经营权分离密切相关。内幕交易的原型是股份公司经营者背离其对股东所负有的诚信义务,利用企业内部信息私自谋利、侵害股东权的行为。这种委托代理问题随着股票在高度集中化和交易匿名化的交易场所上市流通而日渐严峻。强大的证券市场必须为中小投资者提供评估公司价值所需要的信息,并确信不会被公司内部人员欺骗。<sup>[2]</sup>为此,证券市场确立了以发行人信息披露为核心的监管体系,通过行政和刑事处罚打击内幕交易是实现监管目标的重要保障。故证券市场上内幕信息以诚信

---

[2] Bernard Black, *The Legal and Institutional Preconditions for Strong Securities Market*, *UCLA Law Review*, Vol. 48, 2001, pp. 781 - 855.

义务为内核,内生于发行人。<sup>[3]</sup>

期货市场上不存在两权分离背景下的诚信义务,因而难以像证券市场那样围绕诚信义务来定义或判别“重大性”。这是因为期货交易的机理与证券交易存在显著区别:(1)期货交易的对象是合约,证券交易的对象是财产权益凭证;(2)期货不存在发行环节,证券须经发程序;(3)期货交易的功能在于风险定价和转移,证券交易的功能在于资本形成即融资。基于此,证券市场强制要求发行人持续披露信息是促进市场公平和功能发挥的主要抓手。而在期货市场上,交易者之间的信息落差要远小于证券发行人与投资者之间的落差,交易者根据各自搜集、挖掘的市场信息及其风险偏好对风险出价和交易。千丝万缕的信息碎片在“理性的自私”激励下集中起来、彼此竞争,最终对大宗商品供求状况通过价格这个“信号器”快速、公开地作出反应。理想的期货市场是强式有效市场,“看不见的手”在完美地运行:“正是因为每个人知之甚少,而且也因为我们甚少知道我们当中何者知道得最多,我们才相信,众多人士经由独立的和竞争的努力,能促使那些我们见到便会需要的东西的出现”(哈耶克语)。由于交易者发现有价值信息的机会大致平等,基本不存在内生的信息不对称,从而也不存在内幕信息和内幕交易;反之,如果强令信息在交易者之间平均分布,市场信息的生产激励机制就遭到破坏,价格发现甚至期货交易就不会发生。

规范分析表明,期货交易的发生和期货市场的功能发挥,正是以不同交易者之间的信息不对称和风险偏好差异为基础。为了促进市场信息的发现和集中,监管机构应当重视保障交易者在获取信息时的机会平等。而损害这种机会平等同时又具有价格敏感性的信息就构成了期货市场内幕信息。

## (二) 期货市场内幕信息:宏观“黑天鹅”信息与微观“被卧底”信息

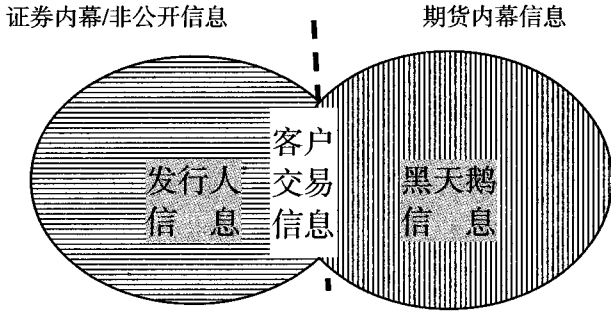
期货市场内幕信息可以分为理性交易者“打死也想不到”的信息

---

[3] 自20世纪30年代以来,美国证券市场上内幕交易的适用范围通过判例对诚信义务的扩张性解释而得以不断拓展。John C. Coffee, *Mapping The Future of Insider Trading Law: Of Boundaries, Gaps, and Strategies*, Colum. Bus. L. Rev., March 2013, p. 281. 美国证券市场上内幕交易查处的主要依据是《证券交易法》第10条、监管规则10(b)-5以及相关判例。

和“被卧底”的信息,前者包括对期货市场具有系统性影响的经济政策信息和事件类信息,后者包括对特定交易者具有重要影响的交易信息。

在实践中,有两类信息满足上述要求:



期货内幕信息与证券内幕信息的关系图

1. 理性交易者“打死也想不到”的信息,即出现了交易者自身无法预测、难以管理,对全市场具有系统性影响的非公开信息。这类信息往往不遵循市场规律的作用,超出交易者的风险认知与信息处理能力,是从外部施加于期货交易机制的重大介入因素。我们可以将其通俗地称为“黑天鹅”信息。<sup>〔4〕</sup>典型的“黑天鹅”信息通常属于宏观层面的信息,主要包括:(1)宏观经济政策信息,比如 327 国债期货风险事件中对国债期货的贴息政策、在温某等涉嫌内幕交易案中的取消焦炭出口关税的政策等;(2)对全市场具有系统性影响的事件类信息,如“8·16 事件”中光大证券错单交易信息。对于交易者来说,“黑天鹅”信息对期货市场的影响具有极端性、突发性和系统性的特征,期货市场价格形成机制通常无法及时捕获此类信息。利用黑天鹅信息从事内幕交易行为的可罚性基础在于该行为破坏了市场交易秩序,侵害了交易者合法利益。

当然,在期货市场上黑天鹅信息的范围是动态的,与该期货市场价格发现机制的有效性、相应现货产业的市场化程度和期货市场交易者结构的合理性密切相关。比如,在我国很多现货行业的市场化发育程

〔4〕“黑天鹅”(black swan event)是指对过往经验判断构成颠覆的冲击事件,此类事件非常难以预测,且不寻常,通常会引起市场连锁负面反应甚至颠覆。最早由美国作家纳西姆·尼古拉斯·塔勒布在 2007 年出版的《黑天鹅》一书中提出。

度不足,有时“有形的手”伸得过长且政策缺乏稳定性和可持续性,这就导致宏观政策信息对于我国期货市场的影响格外突出。例如,由于2011年我国开始实行棉花临时收储政策,棉花收储价信息就对棉花期货市场产生了系统性的影响,交易者倾向于“赌”收储价,涉棉企业逐渐退出棉花期货市场。直到2014年4月棉花收储政策退出后,涉棉企业比去年同期增长30%,主力合约(CF1501)成交量、持仓量分别比去年同期主力合约增长420%、270%,市场功能逐步恢复。<sup>[5]</sup>

2. “被卧底”的信息,即对特定交易者具有重要影响的交易信息。由于期货市场交易对抗性强,特定交易者的交易信息一旦被交易对手获知,则该交易者就可能在交易中立即处于劣势。在期货市场上,能够获知特定交易者交易信息的主体主要是那些具有管理、监督或者职业便利,能够接触或者获得内幕信息的人员,主要包括期货自律组织工作人员和期货经纪商。此类信息多涉及微观交易信息,特定交易者往往被与其有信任关系的人出卖而在期货交易中处于劣势(见图1)。

### (三) 内幕交易主体:四类基本内幕人与其他主体

期货市场内幕信息的主体包括基本内幕人和其他主体。从内幕信息来源看,基本内幕人即直接获得期货市场内幕信息的潜在主体包含四类:政府工作人员、期货自律管理组织工作人员、期货经纪商和事件类信息的制造者。其他主体主要是指经由基本内幕人知悉内幕信息的交易者,包括其他获取内幕信息的交易者。以下以美国为例对基本内幕人的监管规定加以描述。

1. 针对政府工作人员。美国最早的期货市场内幕交易典型案例就是政府工作人员进行的,如1905年Louis Van Riper案。新近案例发生在2008年。当年5月29日石油价格突破每桶130美元时,美国能源信息管理局比原计划提前了数分钟将石油数据周报发布在网上,结果立刻被网络系统探测到,此后能源信息管理局网页点击率达到了每秒5000次,交易员们立刻转发并利用该信息在市场获利。恰如100多年前,事发后能源信息管理局完善了信息发布程序,仍无人为此担责。

---

[5] 鲍丹、汪琛德、赵中华:“目标价格政策背景下棉花期货市场的新变化”,载《期货日报》2014年8月13日版。



上述缺陷在《多德—弗兰克法》中得到纠正,该法第 746 条规定,借公职之便获得未公开信息的政府官员或知情人,利用该信息从事期货交易,属违法行为。该项规定俗称为“艾迪·墨菲”规则(Eddie Murphy Rule),<sup>[6]</sup>是美国历史上首次为防范利用政府信息来源进行期货市场内幕交易立法。该规则存在如下豁免情形:如果一个人依法将与其相关的业务活动信息提供给政府部门,再利用该信息参与或者意图参与期货交易,则该行为不属于违法行为。

2. 针对期货自律管理组织的工作人员。《商品交易法》第 9(f) 条规定,交易所或期货业协会的任何雇员、管理机构成员或委员会成员利用其履行职务的特殊渠道获取的重要非公开信息,故意为个人或他人利益进行交易,或者违背其担任上述职务所应承担的责任而为任何目的披露上述信息,将构成重罪。同样地,该条款规定任何人在明知该等信息是交易所或期货业协会人员违反《商品交易法》获得的情况下仍利用该等信息进行故意交易的,也构成重罪。前述 2008 年 Alvin Perez 案即属此类。

美国《期监会规章》第 1.59 节对重大信息和非公开信息作出了明确界定:(1)重大信息是指若向公众公开、会被理性人认为对于其决定是否在合约市场进行特定商品权益交易具有重要意义的信息。包括但不限于:与自律组织会员、交易所会员或其客户的目前或预期的现货、期货或期权持仓、交易策略或财务状况有关的信息,或者与自律组织或交易所的监管行动或拟采取监管行动有关的信息。(2)非公开信息是指不以公众交易人通常能够获取信息的渠道传播的信息。

3. 针对期货经纪商。期货经纪商利用其职务之便从事的内幕交易在期货市场中被称为抢先交易(Front Running)或双重交易(Dual Trading),即期货经纪商在持有任何客户指令的情况下,在为客户申报指令之前,先行为自己的账户(或其拥有权益的账户)进行交易。《期监会规章》第 155.2 节对“抢先交易”的做法作出了禁止性规定。如果

---

[6] 艾迪·墨菲是美国影星,在 1983 年喜剧电影《交易场》(Trading Places)中扮演了保释出狱的混混,在剧中与一个期货经纪人窃取了美国农业部柑橘报告进行内幕交易大赚了一笔。“艾迪·墨菲”规则名称的首创者是美国前任期监会主席盖瑞·杰斯勒(Gary Gensler)。

期货经纪商手头持有他人的指令,且该指令可按市场价格执行,或者该指令指定的执行价格在现行市场价格范围之内,则在客户指令执行之前,期货经纪商必须放弃通过交易获取个人利益的机会。任何期货合约或期权,只要所涉商品与客户指令所涉商品为同一种商品,即使交割月不同,该期货经纪商也不得进行抢先交易。该项规定的例外情形:(1)期货经纪商的持仓方向与客户指令相反;(2)当期货交易所能证明某一特定商品的不同交割月合约价格之间不存在紧密关联关系,期货经纪商可以针对同一品种不同交割月份合约进行交易。《商品交易法》第4(j)条以及《期监会规章》第41.27节对“限制在指定合约市场和注册衍生品交易执行设施对证券期货产品进行双重交易”作了专门规定,主要内容与第155.2节基本相同。<sup>[7]</sup>此外,期货交易所也会对双重交易作出限制性规定,如《芝加哥商品交易所交易规则》第552条。典型案如1988年明尼亚波利斯谷物交易所期货经纪商Gregory Jaunich抢先交易案。此类案情简单,不做赘述。

4. 对于事件类信息的制造者。由于境外市场形成了较为成熟完善的错单交易机制和反操纵、反欺诈规定,目前尚未在境外市场发现有交易者敢于利用由其造成的对全市场具有系统性影响的事件立即进行反向操作的案例。在出现此类事件后,事件制造者通常会在第一时间向交易所申请认定为错单交易予以取消或调整(见下表)。交易所通常有权取消此类事件。比如,《芝加哥商品交易所交易规则》第588条明确指出,为了减少不当或错误使用交易系统或由系统缺陷而导致的扰乱市场秩序事件对市场不公正带来的严重负面影响,交易所所有权调整交易价格或取消交易。从境外市场的经验看,“8·16事件”的极端性并不在于交易系统故障,而在于事件发生后光大证券在错误发生后反而从自身的错误中渔利的想法与做法,这背离了资本市场三公原则和基本的民商事法治原理,在成熟资本市场也不存在任何与其行为类似的交易策略。即使是事件驱动型交易策略,也只是通过提前潜伏市

---

[7] 另行规定的主要原因可能和美国期监会与证监会在证券期货上的监管分工有关。该规定将“抢先交易”称为“双重交易”,新增了若干例外规定,比如已征得客户同意、价差交易、市场紧急情况等。

场热点,等热点明朗时逢高卖出获利,而不会寻求主动制造事件。

近年来境外“乌龙指”风险事件及处置措施概览表

时间	具体错误	处置措施
2013/08/20	高盛交易软件因升级出现问题,生成并发送大批错误订单,涉及代码开头字母从 I 至 K 的股票期权和 ETF。	交易所盘中警示投资者注意风险;取消大部分错单交易。
2012/10/05	Emkay 公司人为错误下达 59 个 Nifty - 50 现货订单并成交,金额达 65 亿卢比,指数在 8 秒内下跌 15.5%。	交易所要求 Emkay 公司对因错误成交引起的仓位进行平仓处理,未取消交易。
2012/08/01	骑士资本交易软件出现故障,发出错误报价,巨量买进并卖出数百万股股票,导致 148 只股票价格异常剧烈波动,亏损 4.4 亿美元。	交易所取消 6 只股票的交易,认可 142 只股票的交易。
2011/03/31	高盛香港的 4 只日经指数权证销售文件的现金结算方程式中,“除以”汇率被错写成“乘以”汇率,导致结算价格与理论价值相差百倍,4 只权证价格飙升。	立即对交易申请停牌处理,援引交易所“更正错误”条款宣布对错误予以更正,以“回购方式”从投资者手中赎回“文件出错”的权证。
2010/06/01	德意志银行的证券自营部门系统故障错误挂出约 124.4 万张“日经 225 期货合约”和约 481.5 万张“日经 225 迷你期货合约”卖单,总额达 16.73 万亿日元。公司发现后撤销了 99% 以上的卖单,仍有约 550 亿日元成交。	交易所要求德意志银行提交事件详细报告,未进行额外处罚。
2007/05/25	DMG & Partners(德意志摩根建富)将“以 0.27 新元卖出 40 万个单位的星展银行权证”,错输为“以 0.27 新元卖出 40 万股星展银行股票”,远低于星展银行股票 5 月 24 日收盘价 24.50 新元,申报的 40 万股中有 18.7 万股立即成交,并导致指数在开盘后第 1 分钟大跌 400 点。	交易所认为,成交价与实际股价差距太大,不符合真实交易意愿,将已成交的 18.7 万股认定为错单交易,予以取消。
2005/06/27	富邦证券将美林 8000 万新台币的委托错误听成 80 亿新台币,以涨停价买进 282 只股票。	交易结果被确认有效,富邦证券陆续将错买股票卖出,并筹集 140 亿新台币用以维持错买股票的价格平稳。

在“8·16事件”中,有当事人和个别学者认为,光大证券基于市场中性策略原理和公司既定的风险管理政策进行对冲操作不属于“利用”错单交易信息,不构成内幕交易。这种说法将看似客观和常规的投资模式套用在因其自身行为所致的信息不平等环境下,加上投资者和法官对交易策略还不熟悉,因此蛊惑性很强,也容易造成监管与创新相对立的错误印象。对于这种观点最强有力的支持可能是美国预定计划交易豁免的规定。预定计划交易豁免的法律渊源是美国证监会于2000年制定的规则10b5-1第c条。<sup>[8]</sup>豁免原因在于,内幕人虽然从事了与内幕信息相关的证券交易,但其交易决定的作出与内幕信息并无关联,行为人是作出交易决定之后才成为内幕人的。也即,无论是否知悉内幕信息,他都会以同样的方式进行交易。故不应将这种未受内幕信息影响的证券交易认定为内幕交易。在美国的实务操作中,规则10b5-1中的“合同、指示或计划”被简称为“10b5-1计划”(Rule 10b5-1 plan)。为了避免构成内幕交易等法律风险,SEC明确了10b5-1计划的操作要点:计划宜事先向公众公布或向监管机构报告;不应当轻易终止、中止或修改计划;计划的内容应当高度具体、确定;计划的制定者与实施者应当有效隔离。除美国外,境外其他成熟市场也将遵循预定交易计划而进行的交易排除在内幕交易范围之外。<sup>[9]</sup>遵循预定计划交易豁免的核心是相关主体未滥用信息优势,基本要件包括:交易计划是具体、确定的,交易计划的作出先于行为人知悉内幕信息,交易计划的实施不受内幕信息的影响。光大证券的对冲操作基于内幕信息而触发,对冲操作的价格与数量基于内幕信息而确定,利用了因其自身行为造成的非法信息优势,造成了严重的信息不平等情形,侵害了其他投资者的权益。光大证券相关部门职能规定及市场中性策略未能切断对冲交易决策与内幕信息的

---

[8] 17 C. F. R. 240. 10b5-1. 该条规定,交易者在察觉(be aware of)重大非公开信息前,已经作出了买卖与该内幕信息相关证券的决定或计划,或与他人签订了买卖该相关证券的合同,并在知悉内幕信息之后未对上述决定、计划或合同作出任何修改,则其行为不属于依据(on the basis of)重大非公开信息买卖证券的行为,不构成内幕交易。

[9] 比如,英国《市场行为守则》第1.3.3条第1款、澳大利亚《公司法》第1043H-1043J条、新西兰《证券市场法》第10C条、日本《金融商品交易法》第166条第6款。

联结,构成了对内幕信息的“利用”,不符合境外有关遵循预定计划交易豁免的基本要求,并非国际通行做法,构成了典型的内幕交易行为。

### 三、期货内幕交易的“例外”:正当的套期保值

在监管实践中,人们会担心如果大型现货企业或金融机构利用自身经营或交易信息,以相反方向的期货交易作为对冲价格波动工具时,也会对期货价格产生显著影响。这种行为似乎也会导致中小交易者处于明显不利的信息劣势地位。那么,这种行为是否属于期货市场内幕交易?在前述内容基础上,作出以下补充。

#### (一)套期保值是期货市场服务实体经济的主要途径

期货市场的存在取决于套期保值。20世纪30年代,美国谷物期货管理局(CFTC的前身)的欧文(Irwin)统计分析发现,由于套期保值的影响,未平仓合约的数量随谷物库存数量的季节性变化而变化。在此基础上提出了著名的“欧文定律”(Irwin's Law):推动期货市场诞生的主要力量来自套期保值者,而非投机者,即期货市场的存在取决于套期保值。该定律取代了“期货市场的存在取决于投机”的旧理念,引起期货市场观念的转变。

从市场结构看,大型现货企业或金融机构是期货市场上最主要的套保力量,代表了实体经济的风险管理需求。强制套保者将私人信息转化为公共产品,就会导致其无法进行套期保值。而投机者的收益源于套保者的利润让渡,投机力量需要与套保力量自动相匹配,所以套保力量的弱化就会导致部分投机者离场,最终在负反馈机制的作用下使得市场流动性丧失或沦为投机市。相对地,投机者的交易需求并不具有套保者风险管理需求那样的刚性特征,投机者的交易决策主要看收益与风险是否相称。投机者在信息处理与交易能力在多数情形下要优于套保者。价格发现机制的有效发挥将激励投机者像恪尽职守的研究员一样努力寻求商品供求关系变化的蛛丝马迹。因此,应当在原则上认可大型现货企业或金融机构对其生产经营信息的合理利用。

在历史上,典型的套期保值行为即“自我抢跑”(self - front -

running)是否构成内幕交易成为1987年股灾后美国期货界大讨论的主题。最终,国会与期监会达成共识,认为没有必要对此类行为作出规制,为现代投资组合理论付诸实践打开了大门。

## (二)套保正当性的前提是交易者不掌握足以对期货价格产生系统性影响的信息

合理的期货市场秩序以任一交易者均不掌握足以对期货价格产生系统性影响的信息为存在前提。风险定价以信息为基础,风险转移是有关商品价格的不确定性信息之间的竞争。在一个充满垄断的现货市场上,或者在计划经济体制下,期货市场就没有生存空间。而在市场化背景下,商品价格的影响因素是纷繁复杂的,好比大风起于青萍之末。交易者会想方设法在青萍的细枝末梢中搜寻机会、埋下伏兵,而不会等到飓风临头时才仓促应对。如果某个企业能够密不透风地控制上中下游全产业链,那么相应期货交易满足该行业风险管理需要的必要性和可能性就大有疑问了。

## (三)特定情形下的“套期保值”行为可能构成内幕交易或市场操纵

特定情形下,大型现货企业或金融机构的两种情形可能存在问题:(1)他们在掌握了前述两类内幕信息。尤其是作为事件类信息的当事人时,在相关信息依法公开披露或者采取申请取消错单等措施之前,进行期货对冲操作的,应当视为期货市场内幕交易。比如,在“8·16事件”中的光大证券出现的极端异常交易,构成了从外部施加于期货交易机制的重大介入因素,就应当视为期货市场上的内幕信息,而不单单是现货交易信息;光大证券的相应交易行为构成了期货内幕交易行为。(2)某些大型现货企业或金融机构在期货市场滥用现货市场“影响力”,可能构成市场操纵。境内外监管机构通常都会对套期保值行为进行识别或判断,套保操作应当依法依规进行,借机影响正常供求关系的,就会构成市场操纵。这犹如反垄断法上的滥用市场优势地位之禁止:占有市场支配地位本身并不违法,只有利用这种支配地位排除或限制竞争才被法律所禁止。

当然,期货市场绝不否认投机力量的重要性。为此,期货监管机构通常会采取积极措施,提高市场透明度,引导市场形成理性预期。比如,美国期监会对套保交易采取身份管理,定期对套保者的交易行为进行事

后验证,定期发布持仓报告披露分交易者类型的持仓信息等关键决策信息;要求期货合约在设计时就应当确保不易被操纵等。

此外,还有一种较为特殊的情形有必要加以说明,即有人不经由基本内幕人而是直接从套保者获得其套保信息进行期货交易是否构成期货市场内幕交易的问题。笔者认为,对于投机者而言,套保信息基本上是可以预见的。套保是管理实体经济风险的重要手段,套保需求和套保方向总体上具有刚性特征。比如,生产企业是天然的空头,会对期货价格产生向下调整的压力;投机者总体上持有多头,希望在期货价格回调时获利;处于产业链不同位置的企业和不同规模的企业的套保能力与方向存在差异等。如果有针对性地采取浑水式调研<sup>[10]</sup>的话,投机者甚至可能获取更多精准信息。鉴于这种情形有利于促进市场信息的集中和价格机制的有效性,而套保者原本就意图通过支付溢价来管理价格波动风险,因此不宜将此类行为定性为期货市场内幕交易。对于某些极端情况如盗取、骗取具体订单信息的行为,笔者认为宜归结为盗取商业秘密或者欺诈行为加以规制。

#### (四)期货市场老鼠仓与内幕交易存在竞合

期货市场存在财富管理行业老鼠仓行为。期货市场老鼠仓行为涵盖两种情形:(1)期货公司开展资产管理业务时进行老鼠仓操作。以永安期货为例,该公司目前“一对一”资管产品规模超过20亿元,基金专户产品规模已超过70亿元,占据国内期货资管产品规模约三分之一的江山。随着一对多等资管业务的放开,期货公司将全面进入财富管理舞台,面临更加复杂的利益冲突问题,存在开展老鼠仓行为的可能性。(2)证券、基金、银行、保险、信托等机构利用期货交易进行风险管理操作时进行老鼠仓操作。据统计,股指期货上市后,超过10%的新发行的理财产品都会使用股指期货,目前总数接近400只。随着我国社会财富的不断积累,财富管理行业的规模正在日益扩大,市场由此对金融衍生品工具的应用渠道也在不断拓展。研究也发现,券商资管产品、股票型基金、阳光私募产品中,使用股指期货的产品业绩全面好于未使用股

---

[10] 浑水公司的调研方法包括查阅资料、调查关联方和供应商及客户、实地调研、重估价值、倾听对手、请教专家等。

指期货的产品。随着期货市场作用的进一步凸显,六大类机构将广泛参与期货交易,进行老鼠仓操作的可能性或将随之增大。

从境外监管经验看,客户交易信息属于典型的内幕信息。比如,美国《期监会规章》第 1.59 节规定,重大信息包括但不限于“与现有和预期的现货、期货或期权持仓量、交易策略、自律组织会员或与之协作的交易所的会员或他们的客户或期权客户的财务状况、或者自律组织或者相关交易所的监管行动或者监管行动计划有关的信息”。由于期货市场上不存在以发行人为基础的信息,并且具有交易对抗性强的特征,交易信息对于交易者意义重大,因此期货市场内幕信息应当足以涵盖客户交易信息,期货市场内幕交易可以吸收期货市场上的老鼠仓行为。

#### 四、我国期货市场内幕交易制度的构建

##### (一) 深化认识是完善制度构建,提高打击精准度的重要前提

期货市场联结着商品和金融、场内和场外、基础资产和各类衍生品,采取保证金、逐日盯市、持仓限制制度,具有价格关联性与交易对抗性强,受关注程度高等特点。目前各方面对于期货市场若干关键性制度安排及其与相关民商事法律关系的理解还有待深化。考虑到期货市场违法违规具有相对特殊的行为逻辑和构成要件,对相关立法的借鉴和引用应当建立对这种特殊性的清晰认识和审慎判断基础上,不宜简单照搬。

目前,对于期货市场内幕交易的认识不够清楚是影响制度构建和监管实践的突出问题。一方面,对期货市场内幕交易行为的特殊性的认识有待深化。比如,存在将证券市场内幕信息的监管模式原封不动地照搬到期货市场上来的倾向。尤其是对前文提到的自我抢跑是否属于内幕交易把握不准,对期货市场内幕信息源的监测重点上似有偏差,导致对期货相关宏观政策信息的知情者缺乏足够监督,而“过度关照”了期货市场套保者。另一方面,对期货市场的政策敏感性特征的认识远未充分。我国期货市场脱胎于 20 世纪价格改革和流通环节改革的需要,在历经两次清理整顿之后,政府主导和行政管制更加凸显。在市场发展迟缓、功能发挥有限的背景下,期货市场的政策敏感性特征与期货价格的



信号灯作用一同被忽视。期货市场服务国民经济能力的提升需要我们更加重视宏观调控措施、行业政策、财政政策、金融政策、税收政策、经济数据等敏感信息对期货市场的重要影响,需要认识此类信息是期货市场内幕信息的主要来源。因此,有必要深化对期货市场内幕交易特征与本质的认识,为下一步制度完善提供智力支持,从根源上改变“认识不清楚→制度不健全→监管不充分”的负反馈循环。

## (二)明确期货市场内幕交易构成要件:信息、主体、行为和例外

我国有关期货市场内幕交易的现行法律法规主要包括《刑法》第180条和《期货交易管理条例》第70、82条。整体看来,现行期货市场内幕交易行为认定的基本法律框架:(1)内幕信息是指可能对期货交易价格产生重大影响的尚未公开的信息,包括: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,期货交易所作出的可能对期货交易价格发生重大影响的决定,期货交易所会员、客户的资金和交易动向以及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。同时,《刑法》第180条第4款似乎表明,还存在内幕信息以外的其他未公开的信息。(2)内幕交易的主体包括知情人员或者非法获取内幕信息的人员,其中《期货交易管理条例》涵盖国务院期货监督管理机构、期货交易所和期货保证金安全存管监控机构的工作人员。(3)内幕交易的行为是在对内幕信息尚未公开前,利用内幕信息从事期货交易,或者向他人泄露内幕信息,使他人利用内幕信息进行期货交易。

下一步,建议完善法律规定:(1)明确将内幕信息原则性地界定为对期货交易价格具有重大影响的宏观政策信息、事件类信息和特定情形下的客户交易信息。(2)明确内幕交易主体为基本内幕人和其他主体。基本内幕人即政府工作人员、期货自律管理组织工作人员、期货经纪商和事件类信息的制造者,其他主体即经由基本内幕人知悉内幕信息的交易者,包括非法获取、意外获知和被动获知期货交易内幕信息的人员。(3)内幕交易的行为形态基本维持现行规定,即在公开前直接或间接从事期货交易,但不以“利用”内幕信息作为要件。(4)例外规定,包括期货交易的行为人有证据证明下列情形之一,如其交易行为与内幕信息无关、有正当理由相信内幕信息已公开、事先不知道泄露内幕信息的人是

内幕信息知情人或泄露的信息为内幕信息、能以其他方式证明其未从事内幕交易活动等。

此外,参考境外市场的成熟做法,建议有关期货市场老鼠仓的规定,仍然沿用《期货市场管理条例》第70条第2款的规定,将期货市场老鼠仓作为期货市场内幕交易的一部分统一作出规定。为此,相应地对《刑法》第184条作出修改,删除第4款对期货市场老鼠仓的单独规定。

### (三) 完善敏感性政府信息的保密与公开披露制度

重要宏观经济数据是期货市场内幕信息的主要内容,必须加强对敏感性政府信息的保密和公开披露。以美国为例,美国行政管理和预算办公室《统计政策第3号令》明确指出,“鉴于宏观经济数据的商业价值显著,会影响期货和金融市场的运行,宏观经济数据的发布必须按照事先确定和公开发布的时间表及时发布”。<sup>[11]</sup>近年来,我国统计数据保密工作已有长足进步,但仍然有待改进,比如统计数据多头管理;统计数据生产链条太长,程序不规范、不透明,涉及人员太多;数据保密与发布机制不够明晰具体。

为此,建议从以下几个方面予以完善:(1)由中国证监会向宏观经济管理部门提出对资本市场具有重要影响的宏观经济数据的具体类型,推动相关部门确定我国重要宏观经济数据的构成和统一出口,尝试建立对重要宏观经济数据生成、发布和保密阶段的早期介入与协作监管机制。(2)在数据汇总和发布环节要坚持及时性、透明性、法定性和知情人员范围最小化原则,缩短从信息汇总到数据发布的时间,缩小知悉人员范围,增强发布程序的透明度和规范性,对提前知悉人员或部门进行严格的法定授权。(3)加强防范统计数据泄密的运行机制建设,对信息发布时间、标准和程序,信息共享的范围、流程及权责等都作出了严格规定,形成覆盖统计数据从采集到发布全过程的富有可操作性的运行机制。

---

[11] Office of Management And Budget, Statistical Policy Directive No. 3, Compilation, Release, and Evaluation of Principal Federal Economic Indicators.