

幌骗交易规制：理念嬗变、规则面向与调适图景

张钦昱 张拓方

中国政法大学民商经济法学院，北京

摘要 | 幌骗交易伴随高频交易产生，相关案件的高发引起了监管层和投资者的广泛关注。幌骗交易对市场上其他交易者的公平交易权产生了负面影响，扰乱了市场价格形成机制，金融科技的运用是预防和识别幌骗交易的重要手段。提高监管的震慑力度也是打击幌骗交易不可或缺的方面。幌骗交易的配套机制包括信息登记、幌骗行为的判定和限制投机的金融工具。完善我国对幌骗交易的监管，可以从技术化的监管手段控制幌骗风险，以明确的行为界定规则为幌骗交易的认定提供指引。发挥交易所自律监管的效能，提升监管的有效性。

关键词 | 幌骗交易；高频交易；金融科技；监管

Copyright © 2024 by author (s) and SciScan Publishing Limited

This article is licensed under a [Creative Commons Attribution-NonCommercial 4.0 International License](https://creativecommons.org/licenses/by-nc/4.0/). <https://creativecommons.org/licenses/by-nc/4.0/>



数字化技术的发展对金融市场产生深刻的影响，金融科技与金融创新方兴未艾。金融市场报价结算电子化为高频交易的出现埋下伏笔。高频交易是程序化交易中的一种，它的优势在于可以缩短订单信号传输距离以获得速度优势。^①

作者简介：张钦昱，中国政法大学民商经济法学院教授，研究方向：经济法学、信息法学；张拓方，中国政法大学经济法学专业博士研究生，研究方向：经济法学、金融法学。

文章引用：张钦昱，张拓方．幌骗交易规制：理念嬗变、规则面向与调适图景[J]．法学进展，2024，6（3）：318-332.

<https://doi.org/10.35534/al.0603026>

①梁庆．高频交易：误解与真相——对国内法律监管现状之反思[J]．南方金融，2019（8）：4-5.

高频交易作为技术创新的产物，自诞生以来便饱受争议。高频交易在提高市场定价效率，为市场创造流动性的同时，也给市场带来了风险。幌骗交易（Spoofing）便是伴随高频交易产生的，2010年5月发生在美国的“闪电崩盘”（Flash Crash）事件引起了股票期货市场的剧烈波动，^①幌骗交易走入大众的视野。

幌骗交易的出现给传统证券期货市场监管带来了巨大的挑战，期货市场频繁出现的幌骗交易案例也引起了学界的广泛关注，如首例幌骗刑事定罪案柯西亚（Coscia）案、我国的“伊世顿”案等。欧美资本市场活跃的国家针对幌骗交易出台了监管规则，运用了不同的规制工具，我国也在快马加鞭充实监管制度供给。我国金融监管机构目前已充分认识到幌骗交易监管的必要性，但在监管制度层面还存在欠缺之处，亟需优化和完善。

一、幌骗交易之规制困境：规范与实践的偏离

幌骗交易是伴随高频交易产生的新型价格操纵机制，对其准确识别是监管的逻辑前提。我国证券期货市场的相关规则尚未能清晰界定出幌骗交易的全貌，规制规则散布在各个法律法规和规范性文件之中，立法层级有待提高，未形成系统化的规制体系。

（一）规制规则体系：纷繁零散

幌骗交易本质上属于市场操纵的一种形式，对其的监管规则散见在我国不同层级的法律法规与规范性文件之中。法律层面的规制规则主要体现在《证券法》和《刑法》之中，《证券法》第五十五条第四款规定了幌骗交易的定义，^②2022年《期货和衍生品法》关于虚假申报型操纵的法定含义采取与《证券法》一致

① 当天交易的近8000只股票证券和交易所交易基金（ETFs）在短时间内经历了类似的价格下跌和反转，跌幅甚至达到15%。300多种证券的20000多笔交易的执行价格与之前的价格相差60%以上。在这些证券的价格回到“崩盘前”的水平之前，这些交易中有许多是以1美分或更低的价格执行的，或者高达10万美元。See Preliminary Findings Regarding the Market Events of May 6, 2010—Report of the Staffs of the CFTC and SEC to the Joint Advisory Committee on Emerging Regulatory Issues [EB/OL]. [2021-12-19]. <https://www.sec.gov/news/studies/2010/marketevents-report.pdf>.

② 《证券法》第五十五条第四款：“不以成交为目的，频繁或者大量申报并撤销申报”。

的表述,《刑法》第一百八十二条将幌骗交易纳入操纵期货市场罪的范围。^①行政法规层面,《期货交易管理条例》第七十条在《证券法》和《刑法》的基础上规定了幌骗交易的行政处罚。部门规章层面,幌骗交易的认定和处罚可以参照《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》的相关规定。^②2019年证监会发布《关于〈期货交易管理条例〉第七十条第一款第五项的规定》,对虚假申报的操纵手段加以约束。与此同时,部分期货交易所也出台了行业自律性规则将幌骗交易列为“异常交易”,强化对幌骗交易的管理。^③

总而言之,我国幌骗交易形成了初步的规制体系,但整体上存在立法层级偏低,规制效力不足之困。各个法律法规和规范性文件对于幌骗交易的定义并不完全一致,规制体系内部体系的协调配合不足。

(二) 行为界定标准：雾里看花

幌骗,又称堆单(Layering),是“不以成交为目的取消该买单或卖单”^④。幌骗交易通常表现为幌骗交易者以略低于市场价格的报价在单边报出大量卖单,其他卖家为了卖出报单,需要报出更低的价格才能成交,发现低价卖单后,幌骗交易者迅速撤销自己的卖单,然后以更低的价格买入其他卖家的低价卖单。幌骗交易者通过欺骗交易对手方,以更低的价格买入报单,赚取收益,其目的不是为了成交而是为了操纵价格。^⑤根据该交易原理,在高频交易发展之前,幌骗交易这种新型市场操纵模式几乎不可能出现。

“幌骗”一词未直接出现在我国现行证券期货立法文本之中,从市场监管实践来看,虚假申报与幌骗交易的内涵最为接近。我国关于《证券法》第

① 《刑法》第一百八十二条:“有下列情形之一的,操纵证券、期货市场,影响证券、期货交易价格或者证券、期货交易量,情节严重的,处五年以下有期徒刑或者拘役,并处或者单处罚金;情节特别严重的,处五年以上十年以下有期徒刑,并处罚金:……(四)不以成交为目的,频繁或者大量申报买入、卖出证券、期货合约并撤销申报的……”

② 参见《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》第一条第五款规定。

③ 参见《郑州商品交易所异常交易行为管理办法》第五条。

④ Charles R. Korsmo. High-Frequency Trading: A Regulatory Strategy [J]. University of Richmond Law Review, 2013 (48): 523.

⑤ 刘凤元. 现货与衍生品跨市场监管研究 [M]. 上海: 上海人民出版社, 2020: 134-135.

五十五条第四款规定了虚假申报的含义，以列举形式补充了2014年《证券法》第七十七条的规则。^①从字面意义理解，幌骗交易的定义包括了主客观双重标准，但较为粗略的规定方式留给了监管部门较大的解释空间，不能准确描述幌骗交易的样态。相比之下，2015年我国出台的《证券期货市场程序化交易管理办法（征求意见稿）》（下文简称《程序化交易办法》）第十八条对幌骗交易有更具体的界定，但该征求意见稿尚未正式实施。根据该条，幌骗交易客观上“成交委托比明显低于正常水平”，但何谓“正常水平”，该征求意见稿未予以进一步阐释，为幌骗交易的认定留下不确定的“灰色地带”。

二、幌骗交易之理念转向：“适应性”规制革新

金融科技为金融监管中标准的制定带来了很大的困难。^②作为金融科技的副产品，高频交易已成为国际金融市场的一个重要特征。遏制幌骗交易带来的负面影响是各国监管制度的规制重点。欧美国家为了更好地控制与高频交易相关的风险采取的监管措施主要侧重于市场的稳定、有序运行和完整性。^③我国的监管理念也应当与时俱进，以“适应性”监管理念革新传统“命令—控制”型监管理念。

（一）规制基点：矫正幌骗者交易优势地位

公平性原则是证券法的基本原则之一。^④公平交易不仅体现在主体地位、权利义务方面，还包括不存在不合理地侵占和剥夺他人财产、损害他人利益的情形。^⑤为了以更快的速度获取交易数据，高频交易者往往将主机托管到交易所，这对于其他交易者来说是不公平的。^⑥其他交易者买卖证券和期货时，相较于高

① 幌骗交易在2014年《证券法》没有对应的行为规则，位于该法第七十七条第四款“以其他手段操纵证券市场”的兜底条款之中。

② Yesha Yadav. Fintech and International Financial Regulation [J]. Vanderbilt Journal of Transnational Law, 2020 (53): 1109.

③ Gaia Balp, Giovanni Strampelli. Preserving Capital Markets Efficiency in the High-Frequency Trading Era [J]. University of Illinois Journal of Law, Technology & Policy, 2018 (201): 349.

④ 张宇润，杨思斌. 论证券法“三公”原则的制度内涵 [J]. 法商研究, 2002 (5): 76-77.

⑤ 裘慧欣，李静. 高频交易发展及其监管研究 [J]. 北方金融, 2019 (3): 52.

⑥ 朱哲颖. 国际高频交易的起源、发展与监管思考 [J]. 中国证券期货, 2019 (3): 77.

频交易操纵者处于信息层面的劣势地位。虽然高频交易商为获取信息优势付出了昂贵的代价，但对于普通的投资者来说，因为信息劣势而遭受损失的风险大大增加，而普通的投资者也没有经济实力负担获取信息的昂贵费用。

“金融发展不能遗忘资金、技术等方面存在弱势的地区与主体”。^①公平交易权是金融消费者的基本权益之一，保护金融消费者的公平交易权在世界各国的监管制度均有所体现。2015年国务院发布的《关于加强金融消费者权益保护工作的指导意见》明确指出金融机构应当保护金融消费者的公平交易权。我国经济立法是社会本位之法，获取金融产品相关信息的公平性是保护金融消费者公平交易权的应有之意。幌骗交易通过单边大量报单的方式诱骗其他投资者幌骗交易者利用高频交易的技术和信息优势，通过诱骗手段诱使消费者报出对幌骗交易者有利的卖单或买单，损害了其他交易者的经济利益，违反了公平性原则。投资者与幌骗交易者之间的信息不对称深深威胁到投资者的公平交易权。为了平衡投资者与幌骗交易者的不对等地位，需要加强对幌骗交易者的规制力度。

（二）规制目的：控制金融风险之蔓延扩散

有效的金融监管需要考虑“市场缺陷的存在以及金融业的高风险性、社会公共性等内在特点”。^②市场均衡价格的形成取决于供需双方，在一个正常交易的期货市场，市场价格往往能反映供需双方的真实状况。幌骗交易者以略偏离市场价格的报价大量报单，制造虚假的价格走势以影响其他投资者对于市场行情的判断，借助技术优势迅速撤单，在其他交易者未能反应之前反向报单，以实现对自己有利的交易结果。幌骗交易扰乱了市场价格秩序，金融风险的扩散性将最终危及普通投资者。

监管实践已经证实幌骗交易对市场价格形成机制的扰乱作用，其中较为典型的案例是美国的 HTG v. John Doe 案。HTG 公司是美国芝加哥期货交易所的会员，主要从事美国国债期货交易，原告不知道被告的身份和确切人数，因为在芝加哥期货交易所 Globex 平台上的交易是匿名的。在这个案件中，被告的虚假

① 冯果，袁康．社会变迁视野下的金融法理论与实践 [M]．北京：北京大学出版社，2013：22．

② 张忠军．论金融法的安全观 [J]．中国法学，2003（4）：112．

报单创造了一个虚假的价格走势，引诱其他市场参与者跟风报单。而这些报单的价格并未真实反映市场价格，而是在被告的操作策略下形成的虚假价格。在这个虚假价格之下，被告可以通过迅速撤单、反向成交的方式快速盈利。幌骗交易的高频率交易加大了市场价格的波动，创造了虚假的流动性，人为操纵干扰了市场价格的形成。^① 价格形成关系投资者交易的微观金融安全，“追求安全的欲望促使人类寻求公共保护”。^② 为了更好地保护交易安全和投资者利益，我国幌骗交易的监管规则的短板亟需补齐。

（三）规制策略：金融科技与过程规制耦合

在日新月异的金融创新时代，没有完美的监管机制。法律的不完备性使得监管规则往往滞后于金融科技。^③ 高频交易作为金融创新的一种，反映了金融市场的迅速变化，技术高超的高频交易者利用高频交易工具让交易屏幕显示的市场成为“幻象”。^④ 大量的交易订单和繁杂的交易数据令监管机构对幌骗交易感到无从下手，我国程序化交易起步较晚，期货市场的规则还在苦苦追赶高频交易的发展。传统的“命令—控制”型监管在幌骗交易规制中呈现出僵化之势，机械的监管框架需要向动态包容的“适应性”监管转化。

金融监管机构对监管科技的运用是提升监管有效性的重要方式。^⑤ 幌骗交易往往包含海量数据，监管科技的缺位加大了监管机构阻却和认定违法行为的难度。幌骗交易具有较为固定的操纵手段，尤其是订单型操纵，特征非常明显。^⑥

① 肖凯. 高频交易与操纵市场[J]. 交大法学, 2016(2): 23.

② [美] 博登海默. 法理学—法哲学与法律方法[M]. 北京: 中国政法大学出版社, 1999: 293.

③ 张永亮. 金融科技监管法律制度构建研究[M]. 北京: 法律出版社, 2020: 104-106.

④ [美] 迈克尔·刘易斯. 高频交易员: 华尔街的速度游戏[M]. 北京: 中信出版集团, 2015: 50.

⑤ Yueh-Ping (Alex) Yang, Cheng-Yun Tsang, RegTech. The New Era of Financial Regulators: Envisaging More Public-Private-Partnership Models of Financial Regulators[J]. University of Pennsylvania Journal of Business Law, 2018(21): 358.

⑥ 订单型操纵包括以下特点: 第一, 订单提交频率较高且撤单速度非常快; 第二, 申报买入笔数很多且提交订单额度巨大, 但成交笔数极少; 第三, 买入申报撤单量占该股票当日市场买入总申报比例极高。孔东民, 王茂斌, 赵婧. 订单型操纵的新发展及监管[J]. 证券市场导报, 2011(1): 16.

智能化的监管科技正在世界范围内广泛应用，美国、英国等国已经开启了金融科技领域的监管实践，平衡金融创新领域出现的各类矛盾与冲突。^①在幌骗交易监管中，金融科技既可以帮助监管机构和交易所提前预防可能发生的幌骗交易，也能够以高效的方式分析海量数据，将抽象的数据具象为幌骗交易行为的具体模式，辅助执法机构认定违法行为。

违法行为的认定和处罚是震慑幌骗行为者的必要保障。我国幌骗交易规则框架存在模糊的“灰色地带”，复杂化了监管机构与幌骗行为者的“猫鼠游戏”。幌骗交易行为的认定亟需清晰明确的指引。美国和英国在幌骗交易的行为认定中探索出了各自特色化的认定模式，对我国幌骗交易的认定有启发价值。我国对幌骗交易的处罚和惩戒较为单一，以行政处罚和刑事处罚为主，民事赔偿和自律监管缺位。幌骗交易者在现行规制体系下面临最严重的法律后果三年有期徒刑和罚款。综合考察世界范围各国各地区对价格操纵的惩罚，我国的惩戒震慑力度较低，不足以有效遏制市场中隐藏的幌骗交易。各国以及各地区对价格操纵的惩罚措施如表 1 所示。

表 1 各国（地区）对价格操纵的惩罚^②

Table 1 Penalties for price manipulation in various countries (regions)

责任类型	责任样态	各国（地区）立法例
刑事处罚	监禁 罚金	澳大利亚：监禁最高 5 年 加拿大：监禁最高 10 年，最高 100 万美元罚款 德国：监禁最高 3 年 中国香港：2 年监禁及 5 万港元罚金 日本：10 年以下有期徒刑，1000 万日元以下罚金
		澳大利亚：行业禁止，取消从业执照 法国：利润 10 倍罚款或 1000 万法郎罚款
行政处罚	罚款 行业禁止	
民事赔偿	赔偿投资者	澳大利亚：冻结收益、赔偿投资者
自律监管	开除会员资格 取消、暂停交易	加拿大：多伦多交易所开除会员，中止公司股票交易；魁北克交易所开除会员，取消和暂停交易

① 王波．金融法制创新与投资者保护研究 [M]．北京：经济管理出版社，2020：91-101．

② 刘凤元．证券价格操纵及监管研究 [M]．北京：北京大学出版社，2011：206-208．

三、幌骗交易之规制框架：全交易周期规制

建立一个符合稳定、健康和公正的经济目标的监管战略时，自由、公平的竞争环境和制度的完整性应该发挥重要作用。^① 为了限制幌骗交易对市场公平造成的负面影响，维护市场秩序，需要构建覆盖交易全周期的监管制度。本章重点研究域外规制幌骗交易的交易登记、行为识别和限制工具等制度，汲取有益经验，反省制度不足。

（一）事先风险预防：高频交易登记

高频交易登记制度是增加市场透明度，强化监管机关监管能力的制度利器，既能有效控制交易风险，又能周延全面地记录高频交易全过程的交易信息，为监管机关提供执法依据。

高频交易登记制度在欧美已有相关规则，2013年5月《高频交易法案》出台，德国成为第一个根据证券交易公司的基础设施和订单簿活动特征对其进行监管的国家。为了提高高频交易公司的透明度并促进市场完整性，高频交易公司须向德国联邦金融服务监管局注册登记。交易所会员需要对算法产生的订单进行标记，并将该标记以独特的密钥发送给德国交易所，便于监管机关监管。^②

美国商品期货交易委员会成立（Commodity Futures Trading Commission，以下简称CFTC）于1974年，以加强对不断扩大的商品期货市场的监督。CFTC可以在它认为合同价格不稳定时（如在市场操纵时期）干预商品期货市场并停止交易。CFTC于2015年发布了其有关算法和自动化交易的第一个拟议规则（Regulation Automated Trading，以下简称《自动化交易规则》），并于2017年进行了修订，该规则中的强制注册登记制度加大了市场透明度，提升了监管机关的风险控制能力。虽然2020年6月25日，CFTC以3：2的投票结果撤回了《自动化交易规则》，但不能否认拟议的强制注册登记制度在高频交易风险控制

^① Steven Mc Namara. The Law and Ethics of High-Frequency Trading [J]. Minnesota Journal of Law, Science & Technology, 2016 (17) : 71.

^② 邢会强. 证券期货市场高频交易的法律监管框架研究 [J]. 中国法学, 2016 (5) : 175.

方面的作用。^①从事高频交易主体的信息强制登记，有利于监管机关掌握高频交易主体的信息，便于监管。严格的信息登记制度对期货市场幌骗交易行为也能起到一定震慑，对违法行为有预防作用。通过高频交易登记制度，可以识别关键市场参与者，及时监测敏感的大额交易。^②

（二）行为判定机制：幌骗交易认定

一般而言，幌骗交易行为的判定包括客观要件和主观要件两个方面，需要综合两方面判定交易行为是否属于幌骗。这与美国的监管模式相契合，幌骗交易的监管规则存在客观要件和主观要件两项要求。与此不同，监管模式在英国出现了分野，英国证券期货市场的幌骗交易监管采取的是客观标准，无需证明行为人的主观意图。^③

客观要件层面，美国传统规制期货操纵行为适用《商品交易法》（Commodity Exchange Act）第6（c）条，该条要求被告满足操纵能力（Ability）、操纵的意图（Intent）、人为价格（Artificial Price）以及因果关系（Causation）这四个要件，缺一不可。^④高频交易以执行算法和程序进行自动化交易，不依赖人工操作，传统的期货操纵市场的行为要件不适应高频交易的实际情况。《商品交易法》第4c（a）条在“闪电崩盘”事件之后得到了修正和完善，体现在《多德—弗兰克法案》第747条，该条明确禁止幌骗，将其定性为扰乱市场的行为。2013年CFTC对幌骗交易行为进行详细说明，明确了构成幌骗的四种行为模式构成幌骗：一是申报和撤单使报单系统超负荷；二是申报和撤单来延迟其他人的交易执行；三是申报和撤单来制造虚假的市场深度；四是申报和撤单来人为制造价格变动。^⑤而英国在幌骗行为

① 大多数大型投资者集团和指定合约市场（DCM），例如芝加哥交易所（CME），均拒绝了该提议。理由是《自动化交易规则》的实施成本过高。

② 徐文鸣，张玉美．新《证券法》、程序化交易和市场操纵规制[J]．财经法学，2020（3）：105．

③ David Yeres．Spoofing: The First Criminal Conviction Comes in The U.S. —Perspectives from The U.S. and U.K [J]．Futures & Derivatives Law Report，2016（36）：244-245．

④ Frey v. CFTC，931 F.2d 1171，1175（1991）．

⑤ 商浩文．美国首例“幌骗”型高频交易刑事定罪案及其借鉴[J]．华东政法大学学报，2019（2）：158．

的客观认定方面更为宽松,《2000 年金融服务与市场法》(Financial Services and Markets Act, FSMA)第 118(5)节中无需证明行为人的主观意图,只需证明行为可能对供求、价格产生错误或误导的印象(false or misleading impression)。由此可见,美国在客观条件上降低了证明要求,明确了幌骗交易的行为模式,降低了幌骗交易的证明难度,英国的幌骗交易行为的客观标准模式的证明门槛也较低。

在主观要件层面,过去 CFTC 证明期货操纵行为需要证明幌骗行为人操纵市场的主观“故意”,导致认定期货市场操纵案件较为困难。^①但《商品交易法》4c(a)条的修改,降低了 CFTC 的主观要件证明标准。根据《商品交易法》4c(a)(5)条,CFTC 只需要证明被告在买单或卖单成交前具有“撤单”的故意,比起过去操纵市场、制造人为价格的主观故意,“撤单”的故意的证明标准降低了许多。英国过去允许违法行为人提出“合理确信”(Reasonable Belief)抗辩,违法行为人在特定情形下可以免除法定责任,但该免责事由已经在 2016 年的修订中删除了,幌骗行为监管的客观化在英国继续推进。^②英国与美国都降低了幌骗交易监管主观层面的要求,监管力度的加大体现了监管部门对投资者权益保障的决心。

表 2 幌骗交易监管要件之英美比较

Table 2 Comparison of regulatory requirements for spoofing between the U.S. and the U.K.

幌骗交易监管要件：英国与美国之比较			
	美国		英国
客观要件	过去	四要件缺一不可	只需证明行为可能对市场上的供求、价格产生错误或误导性的印象
	现在	定性为扰乱市场 四种行为模式	
主观要件	过去	制造“人为价格”的故意	免责事由：“合理确信”抗辩
	现在	“撤单”的故意 疏忽大意的欺诈操纵	删除免责事由，推进客观化监管

① 鲍晓晔. 幌骗的“罪”与“罚”——美国行政监管与司法实践的借鉴[J]. 证券市场导报, 2017(10): 73-74.

② 陈洁. 商法界论集(第2卷)[M]. 北京: 法律出版社, 2018: 63-64.

（三）金融科技辅助：限制投机工具

作为金融市场波动的潜在放大因素，高频交易经常受到审查。针对高频交易的监管工具较为多样，既有较为弹性的监管工具，例如金融交易税的征收，又有较为硬性的规制工具，例如规定订单的最低停留时间，这两类监管工具在欧美已有相关司法实践，构成了金融监管框架的一部分。^①

法国、意大利已经在立法层面确定对高市值股票征收金融交易税，意大利的金融交易税延伸到了金融衍生品交易领域。^②虽然征收金融交易税在欧洲国家已有相关立法，但是与之相关的争论却一直没有停息，反对征收金融交易税的人认为税收会增加交易成本，抑制交易，导致市场扭曲。而支持征收金融交易税的人则认为这对于长期投资者影响甚微，有利于抑制短期投机的市场操纵。

规定订单的最低停留时间是通过强行规定为金融交易提供一个“减速带”（Speed Bump）。某些高频交易参与者在市场剧烈波动时尤其活跃，加剧了价格发展的趋势。2017年美国证券交易委员会批准了纽交所对中小型股票的减速机制；莫斯科证券交易所已经在2019年将类似的减速带运用在美元兑卢布的期货市场中。^③欧洲期货交易所（Eurex）在订单进入系统之前提前判断，通过将不同的交易类型纳入不同的通道，增加幌骗交易的技术难度。^④在该项技术运用之后，欧洲期货交易所（Eurex）平台上的德国和法国股票期权交易将面临速度限制。^⑤这项举措抑制了高频投机交易，使提供流动性的市场参与者专注于最终

① Gary Shorter, Rena S. Miller, High-Frequency Trading: Background, Concerns, and Regulatory Developments [M]. Washington, DC: Congressional Research Service, 2014: 34-35.

② Steve Matthews. Stiglitz Calls High-Speed Trading “Front Running” [EB/OL]. [2021-12-19]. <https://www.bloomberg.com/news/articles/2014-04-15/stiglitz-calls-high-speed-trading-front-running-suggests-tax>.

③ Moscow Exchange to install ‘speed bumps’ to smooth out FX trading [EB/OL]. [2021-12-19]. <https://www.reuters.com/article/us-russia-moex-idUSKBN1XM242>.

④ Eurex交易平台中实行双路通道，一种是被动订单通道，可直接进入系统订单簿；另一种是主动订单通道，在进入系统之前增加特定通道延迟。郭晨光，崔二涛，熊学萍. 境外高频交易监管制度对我国期货市场监管的启示——基于经济和技术手段的视角[J]. 金融发展研究，2021（2）：69.

⑤ German market puts brakes on high-frequency traders [EB/OL]. [2021-12-19]. <https://phys.org/news/2019-03-german-high-frequency-traders.html>.

客户和机构投资者的需求。

四、幌骗交易之规制完善：动态化调适进路

利用反市场扰乱机制规制市场参与者的扰乱行为是证券市场监管幌骗交易的一大重要举措。^①在我国期货市场，反市场扰乱机制不仅需要充分发挥交易所的自律监管作用，还需要以动态监管提升信息监管效率。本章从期货交易的全周期构建动态监管机制、明确幌骗行为认定标准和赋予交易所处罚权三方面对我国幌骗交易监管提出优化建议。

（一）规制手段技术化：构建实时动态的信息监管机制

高频交易登记制度是各国监管关注的前沿问题，在美国、欧盟等金融业较为发达的国家和地区已经在规则层面确立了高频交易登记制度。高频交易登记制度为监管机构提供了及时准确的信息，可以阻止错误指令、违规指令及市场操纵行为，减少了监管机构为了打击幌骗交易的成本。^②但高频交易登记制度也并不是解决问题的万能钥匙，从美国 CFTC 撤回《自动化交易规则》的举动来看，高频交易的强制注册登记制度给大型交易商带来了高昂的成本，为了更好地构建信息监管机制，需要在监管部门和交易经纪商之间找到利益平衡点。

2015年《证券期货市场程序化交易管理办法（征求意见稿）》（简称征求意见稿）第4条规定了程序化交易的报告制度，由证券期货交易所负责核查程序化交易相关信息，交易所核查后方可进行程序化交易。征求意见稿第17条规定了证券公司、期货公司应当妥善保存客户程序化交易的信息的义务，根据17条的规定，信息的保存成本由经纪商承担，这不仅增加了经纪商的运营成本，而且可能面临经纪商与幌骗交易者串通的道德风险。相较于传统金融监管的“命令—控制型”监管，监管者应当拥抱金融科技，“提升监管基础设施的技术功

① 谢贵春：《证券市场如何规制幌骗交易——以美国为例》[J]．《证券法苑》，2017（3）：206-207．

② 刘沛佩，郭靖祎：《自动化交易监管：美国的发展及对我国的启示》[J]．《大连理工大学学报》，2020（3）：126．

能”。^①为了更有力地遏制期货市场中的幌骗交易行为，减轻经纪商配合监管的成本负担，政府可以建立一个实时监控的大型数据库，将保存的交易信息定期报送至监管部门或者交易所，以实现实时动态的信息监管。

（二）违法识别明确化：提供幌骗交易的认定规则指引

相较于实行“T+1”交易制度的证券交易市场，实行“T+0”的期货交易市场似乎更有利于幌骗交易的发生。我国期货市场对于幌骗交易的认定规则依然有待完善。期货市场和幌骗交易操纵相关的规则是《期货交易管理条例》第70条，规定了四种期货交易操纵形式连续交易和联合操纵、对敲、洗售、囤积和一个兜底条款，并未明确规定幌骗交易操纵的主客观要件。

对比证券交易市场的监管规则，我国《证券法》第55条和《证券市场操纵行为认定指引（试行）》为证券市场幌骗交易明确了虚假申报行为的行为模式。^②期货交易市场并未明确幌骗交易行为的主观要件和行为模式，不利于监管机构对幌骗交易行为进行法律约束。幌骗交易在市场中呈现出的“虚假报单—撤回报单—反向成交”是较为典型的行为模式。^③英国与美国在幌骗交易行为的认定层面各有特色，我国需要结合期货市场监管实际，确定幌骗行为的认定方式，维护投资者与机构之间的利益平衡。在期货法律层面需要增加幌骗交易的认定规则，出台配套的《期货市场操纵行为认定指引》，把握幌骗交易行为的“关键特征”，^④详细说明幌骗交易的主要表现和判断标准，打击期货市场幌骗交易。

（三）规制合作效能化：赋予交易所自律监管处罚权限

法律层面的监管规则是必要的，但也有学者指出反幌骗监管法规会直接导

① 张永亮. 金融科技监管法律制度构建研究[M]. 北京：法律出版社，2020：95.

② 虚假申报行为表现为行为人在同一交易日内，在同一证券的有效竞价范围内，按照同一买卖方向，连续、交替进行3次以上的申报和撤销申报。

③ 张孟霞. 高频交易的频繁报撤单与市场操纵认定——以美国国债期货“虚假报单操纵”案例为视角[J]. 证券市场导报，2016（5）：75.

④ 焦增军，李铭. 幌骗交易：类型化解释与期货市场操纵规制[J]. 中国社会科学院研究生院学报，2019（2）：100-101.

致衍生品市场的低效和流动性不足。^①在《多德—弗兰克法案》和CFTC的规制下，许多高频交易者可能会选择进行一些“合规但不合理”的交易，导致市场的低效率。此外，CFTC因为自身资金有限和幌骗交易的监管难度可能会选择性执法。

由于交易所在获取市场数据和金融资源方面的巨大优势，交易所处于监管市场和阻止欺诈者的最佳位置，与政府监管部门相比，拥有信息优势。我国期货交易所更多的是作为政府行政的附属地位，这扭曲了交易所的行为动机和行为取向，不利于发挥交易所的自律监管职能。^②为了平衡监管规则可能对期货市场带来的负面影响，可以赋予期货交易所对幌骗交易的自律监管处罚权。自律监管可以充分利用交易所的数据优势，加强监管的灵活性，提升监管效率。在实施动态交易监管的同时，交易所利用自律处罚权可以有效控制风险、维持市场稳定和保护投资者正当权益，实现我国经济法治的实质正义。

五、结论

期货市场法治在我国稳步扎实前进，幌骗交易是期货市场操纵规制刻不容缓的任务。为了保护其他市场交易者的公平交易权，稳定期货市场秩序，监管可以运用金融科技识别预防幌骗交易，以明确的行为认定规则和惩罚措施震慑潜在的幌骗交易。世界各国都针对幌骗交易出台了相应的规则并建立配套机制以促进证券期货市场的幌骗交易监管。域外的监管实践确有值得借鉴之处，但并非“十八项全能”，比如意大利和法国规定的征收金融交易税在遏制幌骗投机的同时有扭曲市场的风险，需要我国金融监管机构谨慎选择监管工具。

交易信息登记可以为监管机关收集幌骗交易证据提供便利。我国期货市场的监管规则相较于证券市场的监管规则在幌骗行为判定层面的规则不明确，需要辅以配套规则帮助界定幌骗交易。发挥交易所的自律处罚权是利用数据优势的监管选择，也是成熟期货交易市场建设的重要方面。以监管手段技术化、违法识别明确化、监管合作效能化的思路构建动态的幌骗交易监管机制。完善建

^① Joseph D, Heinz. Spoofing: Ineffective Regulation Increases Market Inefficiency [J]. DePaul Law Review, 2017 (67): 77.

^② 李曙光. 经济法学 [M]. 北京: 中国政法大学出版社, 2018: 333.

立“发现识别——行为判定——快速处理”的多层次监管模式是遏制幌骗交易、维持期货市场稳定的可行制度选择。

The Regulation of Spoofing: The Evolution of Ideas, Rules and the Picture of Adaptation

Zhang Qinyu Zhang Tuofang

*Civil, Commercial and Economic Law School, China University of Political Science
and Law, Beijing*

Abstract: Spoofing accompanies high-frequency trading, and the high incidence of related cases has caused widespread concern among regulators and investors. The use of financial technology is an important tool to prevent and identify front trading, which negatively affects the fair-trading rights of other traders in the market and disrupts the market price formation mechanism. Improving regulatory deterrence is also an integral aspect of combating front trading. The supporting mechanisms for front trading include information registration, determination of front behavior and financial instruments to limit speculation. To improve the regulation of front trading in China, the risk of front trading can be controlled by technical regulation, and clear rules of behavior definition can provide guidelines for the determination of front trading. The effectiveness of self-regulation of the exchange can be enhanced by leveraging the effectiveness of the regulation.

Key words: Spoofing; High-frequency trading; Fintech; Regulation