



2024 年 11 月 第五期

金融工具与金融基础设施业务

法律资讯

FINANCIAL INSTRUMENT AND FMI LAW
NEWSLETTER



政策法规



专业文章



市场动态



上海市律师协会
金融工具与金融基础设施专业委员
会



金融工具与金融基础设施专业委员会成员

主 任： 张伟华

副主任： 苏 萌 朱 峰 张卫工

委 员： 包俊刚 鲍晓晔 陈健民 段洁琦 韩红彩 金易文 刘春彦 林 剑 刘明昊 刘沁
茹 林 嵘 刘 毅 欧阳群 曲 峰 钱 豪 石彩霞 施天佑 史羽鸿 陶灏婷 王 彬
王 洁 王卓君 杨 冰 张博超 张 弛 张 锴 周明浩 郑伟杰 赵伟喆

干 事： 庞 平 汪 澄 周红节 赵哲楠

本期编辑： 张卫工 周红节



目 录

◎ 政策法规	4
财政部关于修订金融企业财务快报有关事项的通知	4
关于发布 CFETS 银行间普惠金融债券指数的通知	7
关于印发《推动数字金融高质量发展行动方案》的通知	8
◎ 专业文章	16
论票据抗辩	16
中国期货市场高频交易监管观察	31
◎ 市场动态资讯	51
“科八条”后首家未盈利企业获受理，今年三所共受理 39 单 IPO 申请 ..	51
多只上证 180ETF 集体获批，沪市标杆型宽基 ETF 扩容	53
证券板块震荡拉升，机构判断行业高景气周期持续	54



◎ 政策法规

财政部关于修订金融企业财务快报有关事项的通知

财金〔2024〕112号

各省、自治区、直辖市、计划单列市财政厅（局），新疆生产建设兵团财政局，各中央金融企业，其他有关金融企业：

为进一步做好金融企业财务快报工作，全面及时掌握全国金融企业的财务状况及资产质量情况，依据《中华人民共和国会计法》、《企业财务会计报告条例》（国务院令第287号）、企业会计准则、《金融企业财务规则》（财政部令第42号）、《金融企业绩效评价办法》（财金〔2016〕35号）、《商业银行绩效评价办法》（财金〔2020〕124号）、《商业保险公司绩效评价办法》（财金〔2022〕72号）等有关规定，我部对金融企业财务快报以及编报说明进行了修订。现将有关事项通知如下：

一、快报构成及填报范围

本套报表的基本构成包括报表封面，金融企业财务快报主要指标表，（国有）资本保值增值情况表，商业银行、证券类、商业保险公司和其他类金融企业绩效评价基础数据表，银行类、证券类、保险类、担保类和金融资产管理公司类金融企业财务快报补充表（详见附件1）。本套报表适用于境内各类所有制形式和组织形式的金融企业填报。

二、快报填报要求

（一）金融企业应严格按照编报说明（详见附件2）填报财务快报主要指标表，并根据适用类型填报金融企业绩效评价基础数据表和财务快报补充表。

（二）金融企业原则上应全级次填报财务快报。编制合并财务报表的金融企业，均需以合并口径填报。



（三）金融企业按规定填报（国有）资本保值增值情况表，国有独资、国有全资、国有绝对控股和国有实际控制按照国家所有者权益填报国有资本保值增值率，其他金融企业比照规定填报归属母公司所有者权益的资本保值增值率。

（四）已执行《企业会计准则第 25 号——保险合同》（财会〔2020〕20 号，以下简称新保险准则）的保险类金融企业还需填报金融企业财务快报主要指标表（新保险准则）。

（五）中央金融企业、中央其他部门和机构管理的金融企业（两项统称中央金融机构）为联营、合营企业第一大股东，且该联营、合营企业在境内取得金融机构许可证或为类金融企业（如私募基金等），中央金融机构需报送该联营、合营企业的金融企业财务快报数据。

（六）中央金融企业需按照中央金融企业境外资产情况统计表编报说明（详见附件 4），填报境外资产情况、境外资产对手方国家（地区）情况和境外资产分币种情况（详见附件 3）。

三、快报报送要求

（一）金融企业财务快报主要指标表和银行类、证券类、保险类、担保类和金融资产管理公司类金融企业财务快报补充表按季度报送。为测算金融企业绩效评价标准值，当年第四季度还需报送金融企业绩效评价基础数据表以及（国有）资本保值增值情况表，并于第二年决算后按规定报送正式文件。

各中央金融机构于第一、二、三季度结束后 10 日内向财政部（金融司）报送财务快报主要指标表和补充表，各省、自治区、直辖市、计划单列市财政厅（局）以及新疆生产建设兵团财政局于第一、二、三季度结束后 15 日内向财政部（金融司）报送财务快报主要指标表和补充表。第四季度财务快报主要指标表和补充表、金融企业绩效评价基础数据表以及（国有）资本保值增值情况表于年度结束后 20 日内报送。报送各季度报表时，遇节假日顺延。



中央金融企业于每季度结束后 15 个工作日内报送中央金融企业境外资产情况统计表。此前《关于报送中央金融企业境外业务形成资产情况统计表的函》（财金便函〔2024〕9 号）作废，相关表格不再报送。

（二）金融企业财务快报报送资料包括：金融企业财务快报报表、财务快报分析报告（参考格式详见附件 5）。
报送资料统一用 A4 纸打印，报表封面按规定签字、盖章，否则无效，电子文档同时报送。

四、其他事项

各单位应按照本通知要求，认真开展金融企业财务快报工作，及时报送数据和有关材料。各金融企业以及各地财政部门原则上均应以网络版方式报送，因数据保密等原因无法通过网络版报送的金融企业和地方财政部门仍以单机版方式报送，财务快报数据处理软件另行下发。财政部将根据各单位金融企业财务决算报表以及财务快报工作开展情况，按不同档次予以通报。

各单位在报表编报过程中如有业务或软件方面的问题，请及时与财政部金融司和北京久其软件股份有限公司联系。

财政部联系电话：010-68553691 010-68553348

软件公司联系电话：010-68553397 400-119-9797

E-mail: jrscwjcc@mof.gov.cn

财 政 部

2024 年 11 月 30 日



关于发布 CFETS 银行间普惠金融债券指数的通知

中汇交发〔2024〕331 号

银行间债券市场成员：

为做好普惠金融大文章，助力推动普惠金融高质量发展，进一步丰富投资者业绩比较基准与投资标的，全国银行间同业拆借中心即日起正式发布 CFETS 银行间普惠金融债券指数。

CFETS 银行间普惠金融债券指数样本券由募集资金用途符合普惠金融国家战略，支持小微企业发展、“三农”发展、乡村振兴、大众创业、万众创新等领域且符合样本筛选条件的债券组成，每月调整一次。指数基准日为 2020 年 12 月 31 日，基点值为 100。

截至 2024 年 10 月 31 日，指数样本券数量为 128 只，指数久期为 2.5871，指数到期收益率为 1.9810%，指数总市值为 72015 亿元。指数计算依次优先选取合理的报价数据、成交数据以及估值，丰富且高质量的数据源为指数计算提供保障。

指数发布渠道包括：

1. 中国货币网：“基准指标-债券指数-综合指数”栏目选择相应的指数名称；
2. 市场数据发布系统（CMDS）；
3. 本币交易系统。

如对指数有任何问题，欢迎来电联系。

服务电话：4009787878-4

全国银行间同业拆借中心

2024 年 11 月 8 日



关于印发《推动数字金融高质量发展行动方案》的通知

做好数字金融大文章，加快金融业数字化转型，高质量服务数字经济和促进数实融合，对于建设金融强国、巩固和拓展我国数字经济优势具有重要意义。为深入贯彻落实党的二十届三中全会和中央金融工作会议决策部署，推动数字金融高质量发展，制定本方案。

一、总体要求

（一）指导思想。以习近平新时代中国特色社会主义思想为指导，完整、准确、全面贯彻新发展理念，坚持金融服务实体经济和以人民为中心，把握机遇、重视安全，以数据要素和数字技术为关键驱动，加快推进金融机构数字化转型，提高金融服务的便利性和竞争力，保留必要的现金等传统金融服务方式，完善数字金融治理体系，提高数字化监管能力和金融消费者保护能力，积极稳妥推行数字人民币，助力金融强国建设，支持做强做优做大我国数字经济。

（二）工作目标。到 2027 年底，基本建成与数字经济发展高度适应的金融体系。金融机构数字化转型取得积极成效，数字化经营管理能力明显增强。形成数字金融和科技金融、绿色金融、普惠金融、养老金融协同发展的良好局面，数字化金融产品服务对重大战略、重点领域、薄弱环节的适配度和普惠性明显提升。数字金融治理体系基本形成，数字金融基础设施基本齐备，相关金融管理和配套制度机制进一步健全。

二、系统推进金融机构数字化转型

（三）加强战略规划和组织管理。指导金融机构制定全方位数字化转型战略规划，明确目标路径和实施策略。建立数字化转型“一



把手”负责制和统筹协调机制，指定牵头工作部门，加强经费保障，加快推进数字化转型步伐。建立健全与数据驱动下智能化战略决策、运营决策、创新决策相适应的运营管理机制。建立数字化转型成效评价体系，完善激励考核机制。

（四）强化数字技术支撑能力。合理评估金融机构数字化进程，指导具备条件的金融机构建立跨科技部门和业务部门的任务型团队，建立前端业务部门需求驱动的数字技术开发模式，提高科技开发敏捷响应能力。落实科技自立自强战略，开展前沿技术研究，加快重点领域专利布局，持续提升科技核心系统自主可控能力。建设证券期货业数字化公共服务平台，为金融机构数字化转型提供数据和技术支撑。

（五）夯实数据治理与融合应用能力基础。指导金融机构健全数据治理体系，完善数据治理制度和数据质量管控机制，积极参加数据管理国家标准（DCMM）贯标评估。加强数据资产积累，全面整合内外部数据，实现全域数据的统一管理、融合共享。强化数据挖掘分析和数据可视化能力建设，形成对业务经营、风险管理、内部控制的基础数据支撑。推进金融领域“数据要素×”试点，运用大数据、隐私计算等科技手段，融合应用多维数据，优化金融产品和风控模型，提升金融服务和风险管控质效。

（六）建设数字金融服务生态。鼓励金融机构合理布局数字生态场景体系，构建数字生态运营体系。坚持人民至上，以服务大众为价值目标，构建零售数字金融生态，在做好金融消费者适当性管理的基础上，有效提高金融产品服务的可获得性和普惠性。支持金融机构参与数字政府建设，助力提升政府管理服务水平。推动区域性股权市场数字化转型，加快数据资源整合运用。推动互联网保险



规范发展，增强线上承保理赔能力。

（七）提升数字化经营管理能力。支持金融机构提高数据驱动的业务决策和资源配置能力。利用流程机器人、数字化客户营销触达工具、集约化作业模式等数字化手段，赋能高强度操作性岗位提质增效。健全数字化人才培养、选拔和使用机制，完善数字化人力资源考核激励机制。运用数字技术优化风险管理系统，实现风险智能预警和动态捕捉，推动风控从“人防”向“技防”“智控”转变。鼓励有条件的地方支持有能力、有意愿的中小金融机构结合自身定位探索数字化转型特色模式，优先选取影响程度深、范围广、价值高的业务领域或环节加快转型，实现成本可承担、业务可持续。

三 、运用数字技术提升重点领域金融服务质效

（八）助力科技金融提质增效。鼓励金融机构充分运用内外部数据和大数据技术对科技型企业全景画像，提升客户筛选和营销对接效率，促进金融服务触达更多初创期、成长期企业。支持金融机构依托创新积分、专精特新企业高质量发展评价指标等“技术流”信息，借助数字手段，提高对科技型企业的风险评估能力。建立科技金融风险监测模型，动态掌握科技行业趋势和企业市场变化，开展智能化风控和监测。发挥国家产融合作平台作用，依托智能算法模型更好支持制造业发展。

（九）赋能绿色金融深化发展。推动金融机构基于企业碳账户、碳排放数据以及环境、社会和公司治理（ESG）评分等，探索创新金融产品和服务模式。运用数字技术开展定性定量分析，提高绿色企业、绿色项目智能识别能力。加强与外部机构合作，运用数字技术探测收集碳足迹信息，提升碳减排计量、核算和披露水平，提高绿



色金融风险管理能力。

（十）大力发展数字普惠金融。深入推进“信易贷”工作，完善以信用信息为基础的普惠融资服务体系，优化中小微企业信贷服务。有序推进全国中小微企业支付资金流信用信息共享平台建设，支持银行在有效防控风险基础上，探索运用交易数据创新“脱核链贷”业务模式，提升供应链金融服务数字化水平。深化实施金融科技赋能乡村振兴示范工程，建立健全乡村振兴领域数字一体化平台，推动涉农信息整合，打造金融综合应用场景。加强动产融资统一登记公示系统建设应用，支持金融机构探索运用数字技术加强对活体、生产设备等押品管控，拓宽动产融资业务范围。

（十一）持续丰富养老金融服务。鼓励金融机构加强金融科技应用，深度挖掘信息数据资源，对养老企业精准画像，在风险可控前提下，开发养老专属纯信用信贷产品，充分满足普惠养老服务机构合理融资需求。聚焦老年人群日常生活中的高频金融场景，持续健全金融无障碍服务体系，加快数字服务的适老化改造，推出“关怀模式”“长辈模式”，加强相关产品服务的宣传普及和推广应用，提升老年人群享受数字金融服务便利度。

（十二）支持提升数实融合水平。加快数字金融创新，发挥科技创新和技术改造再贷款作用，引导金融机构将金融服务嵌入工业互联网、“人工智能+产业”等数字化场景，助力数字经济核心产业发展和产业数字化转型。支持金融机构搭建数字化金融服务平台，围绕重大项目、重点企业和重要产业链，加强场景聚合、生态对接，实现“一站式”金融服务。鼓励金融机构发挥金融科技优势，输出技术、平台等服务资源，促进中小企业数字化转型。鼓励金融机构搭建跨境金融数字平台，助力航运贸易数字化。



四、夯实数字金融发展基础

（十三）营造高效安全的支付环境。提高应对特殊情景的支付系统应急处置能力，加强支付系统业务连续性管理，确保支付系统安全、稳定、连续运行。完善系统功能，丰富业务场景，提升支付系统服务质效，持续完善广泛覆盖、高效安全的现代支付体系。稳妥推进数字人民币试点，持续完善数字人民币受理环境，丰富数字人民币使用场景。强化数字金融业务反洗钱监管。

（十四）培育高质量金融数据市场。发挥金融信用信息基础数据库、全国信用信息共享平台各自功能，加大涉企信用信息归集力度，进一步优化信用信息的开发应用机制。推动各级融资信用服务平台按照公益性原则依法依规向金融机构提供信息共享服务，降低金融机构数据收集运用成本。加强金融领域数据资源开发利用，探索开展金融行业数据空间建设。积极稳妥推动市场化征信和信用评级机构发展壮大，为金融“五篇大文章”提供多元化征信和信用评级产品服务。健全覆盖各金融市场的交易报告制度与交易报告库。在依法安全合规前提下，支持客户识别、信贷审批、风险核查等多维数据在金融机构间共享共用和高效流通，建立健全数据安全可信共享体系。促进和规范金融数据跨境流动，统一监管合规口径，给予金融机构规则指引。

（十五）加强数字金融相关新型基础设施建设。指导有条件的金融机构规划建设绿色智能金融数据中心，推动新增算力向国家枢纽节点集聚，支持海量数据存储和实时数据调用。建设优化高可靠冗余的网络架构，提高金融网络健壮性和服务能力，为金融数字化转型架设通信高速公路。布局先进高效的算力体系，加快云计算、



人工智能等技术规范应用，探索运用边缘计算和量子技术突破现有算力瓶颈，为金融数字化转型提供精准高效的算力支持。

五、完善数字金融治理体系

（十六）强化数字金融风险防范。指导金融机构加强数字金融业务合规管理，实施创新业务合规审查并定期开展风险评估。多维度开展新技术应用适配测试与安全评估，强化技术风险管理，保障业务连续稳定运行。完善激励和容错机制，引导金融机构持续提升信息系统安全可控水平，化解核心技术“卡脖子”风险。强化模型和算法风险管理，健全模型安全评估和合规审计体系，及时披露算法信息，提升算法可解释性、公平性和安全性。督促金融机构加强外包风险管理，建立外部合作方准入管理、持续评估和退出机制。

（十七）加强数据和网络安全防护。指导金融机构严格落实数据保护法律法规和标准规范，完善数据安全管理体系，强化数据安全的商用密码保护，建立健全全流程数据安全管理体系。组织金融机构定期进行数据和网络安全风险评估，识别潜在风险，接入金融行业相关网络安全态势感知平台，推动相关平台互联互通。开展网络安全相关压力测试，提升网络安全防护体系建设水平。搭建证券业数据和网络安全公共服务平台，加强基础、共性安全支撑。

（十八）加强数字金融业务监管。密切跟踪数字金融新产品、新业务、新模式，按照功能监管和穿透式监管的原则，依法依规全部纳入监管。持续完善数字金融相关业务规则和监管制度，及时补齐监管制度短板。落实“管合法更要管非法”“管行业必须管风险”责任，严密防范和严厉打击数字金融相关非法金融活动。充分运用金融科技创新试点和监管工具，强化金融科技创新行为全生命周期



管理，为数字金融创新提供包容审慎、富有弹性的真实市场环境。积极参加国际货币基金组织、国际清算银行、金融稳定理事会、国际证监会组织等国际机构组织的数字金融监管国际合作。

（十九）提升金融监管数字化水平。推动监管流程数字化再造，增强关键监管活动的规范性和透明度。加强智能分析工具研发，提升风险监测预警和识别研判能力。推进监管大数据建设，加强工商、司法、舆情等外部数据引入，完善监管数据和执法信息共享机制。打造兼具信息展示、智能分析、流程管控、智慧决策功能的数字化监管平台。

（二十）健全金融消费者保护机制。督促金融机构结合数字金融业务模式和特点，健全金融消费者权益保护机制。畅通金融消费者投诉渠道，建立健全金融纠纷多元化解机制。组织开展针对数字金融的教育培训和知识普及，增强消费者金融素养，提升数字金融产品使用能力和风险防范意识。督促金融机构保留现金等传统服务模式，提升现金服务水平，弥补数字鸿沟，保障老年人等公平享受金融服务的权利。

六、做好统筹协调和组织保障

（二十一）建立工作联动机制。中国人民银行、国家数据局会同国家发展改革委、工业和信息化部、金融监管总局、中国证监会、国家外汇局等部门建立工作联动机制，在数字经济发展部际联席会议下召开专题会议，加强政策协同和信息共享，共同推动金融业数字化转型，组织开展常态化融资对接，支持数实融合和经济社会高质量发展，同时密切监测和防范相关金融风险。各金融管理部门按照职责分工推动本行业领域的数字金融工作。



（二十二）强化监测评估。组织开展金融机构数字化转型评估，对金融机构数据挖掘能力和数字技术应用水平进行评价。探索建立数字金融相关统计标准和制度，指导金融机构开展常态化数据报送，做好统计监测工作，研究将相关统计结果纳入金融机构评价体系。

（二十三）加强总结宣传。探索建立数字金融业务试点，加大对数字金融政策的宣传和培训力度，加快形成可复制可推广的经验。及时总结推动数字金融发展工作情况，梳理提炼发展数字金融的经验做法、典型模式，加大宣传推广力度，形成良好数字金融发展氛围。

中国人民银行
国家发展改革委
工业和信息化部
金融监管总局
中国证监会
国家数据局
国家外汇局

2024 年 11 月 21 日



◎ 专业文章

论票据抗辩

上海正策律师事务所 施天佑

[摘要]票据抗辩对于票据纠纷案件意义重大，但是，什么是票据抗辩？票据法规定不严谨，学界没有定论，作者在参考其他学者的观点后，提出了自己的票据抗辩定义。本文在系统总结了票据抗辩的各种情形后，作者独创地提出了自己的研究心得，即，票据法关于票据抗辩的总体思路是，票据抗辩——票据抗辩切断——票据抗辩切断的解除（即恶意抗辩），并详细论述了恶意抗辩的类型及其适用情形。

[关键词]票据，票据抗辩，物的抗辩，人的抗辩，抗辩切断，恶意抗辩

什么是票据抗辩？《中华人民共和国票据法》（下称“《票据法》”）第十三条第三款规定“本法所称抗辩，是指票据债务人根据本法规定对票据债权人拒绝履行义务的行为”，部分学者^[1]直接套用《票据法》该规定，认为，票据抗辩，即是指票据债务人对票据债权人提出的请求，依法给予拒绝的行为^[2]。董惠江对票据抗辩的定义稍微作了修改，董惠江认为，票据抗辩是指票据债务人依法对票据的持票人拒绝履行票据债务的行为^[3]；吕来明作了较彻底的修改，吕来明认为，票据抗辩是指被请求承担票据责任的人对于持票人提出的主张权利的请求，基于某种法定事由而予以拒绝、不承担票据责任的行为^[4]。

笔者认为，吕来明对票据抗辩的定义比较完善。《票据法》第十三条对于票据抗辩的定义至少存在三个问题，第一，《票据法》



把票据抗辩定义为“票据债务人”的行为。当然，在某些情形下，票据债务人有权抗辩，如票据未到期；但，在许多实际案例中，票据抗辩人根本不是票据债务人，如未在票据上签章的人，票据上根本没有该抗辩人的名称，难道其是“票据债务人”吗？更不要说票据上被伪造签章（尤其是纸票）的人。所以，笔者认为，把行使票据抗辩权定义为“票据债务人”的行为，不够严谨，行使票据抗辩权者应当使用一个中性的词汇，票据抗辩者应当是“被请求履行票据义务的人”。第二，票据抗辩的行使对象规定为“票据债权人”，也不够严谨，理由基本同“票据债务人”。许多实际案例中，被抗辩人根本不是“票据债权人”，如以欺诈、胁迫等手段取得票据的人。笔者认为，同样应当使用一个中性的词汇，应当使用“持票人”。第三，谢怀栻^[5]已经指出，《票据法》第十三条规定“根据本法规定”不当，因为有些票据抗辩根本不是根据《票据法》的规定，而是根据民法的规定，如直接前后手当事人之间基于基础关系的抗辩。所以，笔者认为，票据抗辩比较完善的定义应当为，票据抗辩是指被请求履行票据义务的人基于一定的合法事由对持票人（纸票除权判决除外）行使票据权利予以拒绝，不履行票据义务的行为。

关于票据抗辩的情形，票据理论通说认为^[6]，票据抗辩包括两大类，即物的抗辩和人的抗辩。

一、物的抗辩

此处“物”是指票据本身；所谓物的抗辩，是指基于票据本身的内容（即票据记载事项或票据的性质）而提出的抗辩，该抗辩具有客观性，故有学者称之为绝对的抗辩、客观的抗辩、对世抗辩^[7]。

物的抗辩具有如下特点：（1）物的抗辩事由来自于票据本身内容或者票据本身的性质；（2）物的抗辩事由大多数情形下可由票据义务被请求人对抗任何持票人；（3）物的抗辩事由与票据当事人的基础关系无关，具有客观性；^[8]（4）物的抗辩大多属于票据形式上的抗辩。



物的抗辩根据抗辩权人的范围可以分为三大类：即，任何被请求人可以对任何持票人行使的抗辩、特定被请求人可以对任何持票人行使的抗辩以及特定被请求人可以对特定持票人行使的抗辩^[9]。

（一）任何被请求人可以对任何持票人行使的抗辩

1、票据无效的抗辩。票据无效的抗辩包括下列情形：

第一，纸票未使用中国人民银行统一印制的票据，电票未在上海票据交易所（下称上海票交所）系统内运行的票据。

根据《票据法》的规定，纸票未使用中国人民银行统一印制的票据，属于非法票据，是一张废纸，故任何人可以抗辩。根据中国人民银行（2011）第2号公告，自2011年3月1日起，一律使用新版票据；自2011年3月1日起，凡使用旧版票据的，一律无效^[10]。

目前，实务中的商业汇票绝大部分是电票，电票必须要在上海票交所系统内运行，未在上海票交所系统内运行的“电票”不是《票据法》规定的“票据”，上海票交所以外的许多平台上运行的所谓“类票据”不是“票据”，不适用《票据法》的规定，故任何人可以抗辩该“类票据”享有《票据法》规定的票据权利。

第二，因票据欠缺出票时绝对必要记载事项而致票据无效。

《票据法》第二十二条、第七十五条、第八十四条规定，票据出票时欠缺绝对必要记载事项之一的，票据无效，该票据上所为的任何票据行为均不产生票据上的效力。因此，该票据的任何被请求人在被请求付款或被追索时，均可以票据无效对抗任何持票人（下称“任何被请求人均可以抗辩”）。

第三，票据金额记载不合法。

《票据法》第八条规定，票据金额以中文大写和数码同时记载，二者必须一致，二者不一致的，票据无效。票据金额如果没有以中文大写和数码同时记载，或者二者不一致，任何被请求人均可以抗辩。

第四，票据上有不合法的更改。



《票据法》第九条规定，票据金额、日期、收款人名称不得更改，更改的票据无效；任何被请求人均可以抗辩。

票据实务中，根据《支付结算办法》第六十二条和《最高人民法院关于审理票据纠纷案件若干问题的规定》（下称票据法司法解释）第四十三条的规定，更改实际结算金额的银行汇票无效，故银行汇票的实际结算金额更改的，任何被请求人均可以抗辩。

第五，记载了《票据法》绝对禁止记载的事项。

票据是无条件支付的委托或者承诺，在票据上记载附条件支付的，该票据无效，任何被请求人均可以抗辩。

2、票据失效的抗辩——票据被法院作出除权判决（一般指纸票，电票一般不能除权判决，下同）而失效的抗辩。

对纸票的除权判决生效后，纸票与票据权利分离，任何人持有该纸票向任何人主张票据权利时，任何被请求人都可以抗辩。

3、票据关系消灭的抗辩。

票据关系因票据付款、债权抵销、票据金额提存、票据债务被免除而消灭，票据关系消灭的，任何被请求人可以对任何持票人抗辩。

需要说明的是，票据因付款、债权抵销、票据金额提存、票据债务免除而使票据关系消灭时，必须在票据上有记载；无记载的，不得对抗善意持票人。故，此类抗辩仅存在理论上的可能性，实务操作中存在较大障碍。

4、持票人行使权利违反票据文义（如票据尚未到期）的抗辩。

除了见票即付的银行汇票、银行本票、支票外，商业汇票的任何被请求人可以商业汇票尚未到期而向任何持票人抗辩。

5、记名票据背书不连续的抗辩。

第一，记名票据背书不连续的抗辩。

记名票据的背书应当连续，记名票据背书的不连续分两种情况，一是，数次背书转让中，中间背书不连续的，任何被请求人均可以



对任何持票人抗辩；二是，最后“持票人”非最后一次背书的被背书人（笔者注：这里的文字表述有矛盾，既然不是最后被背书人，就不是持票人，故此处将“持票人”加引号）的，原则上任何被请求人均可以对最后“持票人”抗辩，但最后“持票人”依照《票据法》规定举证证明自己是合法权利人的除外。

第二，纸票背书粘单与纸票粘接处无背书人签章的抗辩。

根据《票据法》规定，纸票粘单的第一记载人应当在纸票与粘单的粘接处签章，未签章的，任何被请求人可以抗辩。

6、票据超过对主债务人权利时效的抗辩。

我国《票据法》规定的票据时效是权利消灭时效，是实体权利时效，《票据法》规定了不同票据不同债务人具有不同时效，当商业汇票自到期日起超过2年、银行汇票、银行本票自出票日起超过2年、支票自出票日起超过6个月，均超过对主债务人的权利时效，此时，任何被请求人对任何持票人可以时效超过而抗辩票据权利。

（二）特定被请求人可以对任何持票人行使的抗辩

1、票据上无被请求人签章（此处主要指纸票的签章，电票的签章见下文详述）的抗辩。

票据上无被请求人签章是指，被持票人行使票据权利的票据上根本没有被请求人的签章，根本没有其名称或姓名，不包括伪造或者变造（实务中，纸票被伪造或者变造的可能性比较大，电票被伪造或者变造的可能性比较小）的情形。被请求人可以票据上无其签章进行抗辩，因为其根本不是票据当事人，更不是票据债务人。

2、票据行为欠缺实质性要件的抗辩，包括下列情形：

第一，票据行为人欠缺民事行为能力的抗辩。

依《票据法》规定，无行为能力人或限制行为能力人不具有票据行为能力，其签章无效，任何持票人请求无行为能力人或限制行为能力人承担票据责任时，该无行为能力人或限制行为能力人及其法定代表人均可以其欠缺票据行为能力、签章无效为由进行抗辩。



但，其监护人必须承担相应的民事赔偿责任，民事赔偿责任不是票据责任。在我国票据实务中，只有支票存在此情形，银行汇票、银行本票、商业汇票均不存在此情形。

第二，签章被伪造人的抗辩。

纸票的，承担票据责任的前提条件是当事人在票据上签章，当某人（某公司）的签章被伪造时，实际上被伪造人并未实施票据行为；因此，被伪造人可以其签章被伪造为由向任何持票人抗辩。

电票的，由于电票是在上海票交所系统内运行的数据电文，电票票面（含背书，下同）上已经看不到圆的或方的公章，以电子签名法认定签章，电票签章的外观表现一般是指在电票票面上记载其公司名称。电票签章被伪造一般是指，盗用某公司的法定开户材料开户，或盗用某公司的 U 盾，在该公司不知情情形下在上海票交所系统内出票或背书等，即盗用该公司的 U 盾在电票票面上记载该公司的名称进行出票或背书等票据行为操作。实务中，电票签章被伪造的很少见，因为伪造的难度较大，这也是电票的优势之一。

第三，票据被变造的，变造前后债务人的抗辩。

纸票存在变造的，如果持票人要求变造后签章的票据债务人依变造前的票据记载事项承担票据责任，或者，要求变造前签章的票据债务人依变造后的记载事项承担票据责任，该票据债务人可以抗辩；不能辨别是在票据被变造之前或者之后签章的，视同在变造之前签章。

实务中，电票被变造的可能性比较小，其抗辩原理同纸票，不再赘述。

3、无权代理或越权代理的抗辩。

《票据法》规定，没有代理权而以代理人名义在票据上签章的，应当由签章人承担票据责任；代理人超越代理权限的，应当就其超越权限的部分承担票据责任。因此，票据上记载的被代理人可以就无权代理或越权代理中超越代理权限部分的票据责任进行抗辩。但



是，构成表见代理的除外，在表见代理成立的前提下，负担表见责任的被代理人应当对票据权利人承担票据责任。纸票、电票抗辩原理相同。

4、欠缺票据权利保全手续的抗辩。

依《票据法》规定，持票人需依照规定日期提示票据，并在被拒绝承兑或拒绝付款后，依法作成拒绝证书、退票理由书或者其他合法证明，才能保全其票据权利；否则，就会丧失对其前手（不包括出票人、承兑人，下同）的追索权。因此，在持票人欠缺保全手续时，前手被追索时可以就此抗辩。纸票、电票抗辩原理相同，但电票不需要拒绝证书、退票理由书等。

5、持票人未行使付款请求权时次债务人的抗辩。

票据法司法解释第四条规定“持票人不先行使付款请求权而先行使追索权遭拒绝提起诉讼的，人民法院不予受理。除有票据法第六十一条第二款和本规定第三条所列情形外，持票人只能在首先向付款人行使付款请求权而得不到付款时，才可以行使追索权”；票据权利包括付款请求权和追索权，付款请求权是第一顺序权利，追索权是第二顺序权利；持票人应当首先行使付款请求权，在付款请求权未果时，才可以行使追索权。持票人在未行使付款请求权时，直接先行使追索权的，被追索的前手（出票人、承兑人除外）可以抗辩。

6、票据超过对次债务人追索权时效的抗辩。

票据因超过对主债务人的权利时效所引起的抗辩上文已述，关于追索权时效，银行汇票、银行本票持票人对前手的追索权，自被拒绝付款之日起六个月；持票人对前手的再追索权，自清偿日或者被提起诉讼之日起三个月。商业汇票持票人对前手的追索权，自被拒绝承兑或者被拒绝付款之日起六个月；持票人对前手的再追索权，自清偿日或者被提起诉讼之日起三个月。支票持票人对前手的追索权，自被拒绝付款之日起六个月；持票人对前手的再追索权，自清



偿日或者被提起诉讼之日起三个月。如果追索权超过上述的六个月、再追索权超过上述的三个月，被追索的前手、被再追索的前手可以追索权时效、再追索权时效已超过进行抗辩。

（三）特定被请求人可以对特定持票人行使的抗辩

1、出票人记载“不得转让”的抗辩。

出票人在票据上记载“不得转让”的，票据不得转让；票据再转让的，出票人或者承兑人可以对收款人以外的任何持票人抗辩。

2、背书人记载“不得转让”、“委托收款”、“质押”的抗辩。

背书人在票据上记载“不得转让”、“委托收款”、“质押”字样，其后手再背书转让、委托收款、质押或者贴现的，原记载“不得转让”、“委托收款”、“质押”的背书人可以对直接后手以外的所有被背书人抗辩。

3、票据被拒绝承兑、拒绝付款或者超过付款提示期限后背书转让的抗辩。

依《票据法》规定，纸票被拒绝承兑、拒绝付款或者超过付款提示期限的，不得背书转让；背书转让的，背书人应当承担票据责任。被背书人主张票据权利的，除了该背书人以外的其他人均可以抗辩。

实务中，电票到期后不能再背书转让，故电票不存在“超过付款提示期限后再背书转让”的情形。

二、人的抗辩

人（此处“人”，包括自然人、公司法人、非法人组织，即票据当事人，下同）的抗辩，是指基于票据义务被请求人与特定持票人之间的特定关系或因特定持票人自身的原因而产生的抗辩，又称为相对的抗辩、主观的抗辩、对人抗辩^[11]。

人的抗辩特点有：（1）人的抗辩事由来自于特定人的原因，故称为对人抗辩；（2）人的抗辩仅可以向特定的持票人提出，故又称相对抗辩；（3）人的抗辩与特定当事人之间的“个人”（即上文的



“人”，不仅仅指自然人）关系紧密相连，故又称主观抗辩；^[12]（4）人的抗辩大多属于票据实质上的抗辩。

人的抗辩根据抗辩权人的范围可以分为两大类：即，任何被请求人可以向特定持票人行使的抗辩和特定被请求人可以向特定持票人行使的抗辩。

（一）任何被请求人可以向特定持票人行使的抗辩

1、以不合法手段或者因重大过失取得票据的抗辩。

持票人以胁迫、欺诈、偷盗、拾得或者因重大过失取得票据的，不得享有票据权利；理论上，任何被请求人均可以抗辩；但，实务中由于举证的原因，多发生在特定被请求人对特定持票人的抗辩。

赵新华认为，“无权的抗辩通常表现为盗窃冒领（通常为纸票，电票无此情形，笔者注）的抗辩”^[13]，笔者认为，此论不妥，因为“无权的抗辩”不仅仅表现为“盗窃冒领的抗辩”，还包括其他很多抗辩；而且，“无权的抗辩”不能作为抗辩的原因或者抗辩的种类，理由见下文详述。

2、恶意抗辩。

恶意抗辩是指，明知其前手（含出票人）存在抗辩事由，或者明知其前手以欺诈、偷盗或者胁迫等手段取得票据，出于恶意取得票据的持票人受到的抗辩。恶意取得票据的持票人不得享有票据权利，故任何被请求人可以抗辩。当然，此处所谓“明知”，以持票人取得票据时是否“明知”为限，取得票据以后是否明知，在所不问；而且被请求人承担持票人“明知”的举证责任。此处“前手”是指持票人的直接前手。关于恶意抗辩，下文还将详细论述。

3、无对价取得票据的，其直接前手权利瑕疵抗辩。

因税收、继承、赠与依法无偿取得票据的，其所享有的票据权利不得优于其直接前手的权利，如果其直接前手的票据权利存在瑕疵，则任何被请求人可以对持票人所提出的优于其直接前手权利的请求进行抗辩。



4、纸票公示催告（电票不存在公示催告情形）期间受让票据的抗辩。

《民事诉讼法》第二百三十一条规定，公示催告期间，转让票据权利的行为无效；票据法司法解释第三十三条规定，公示催告期间，以公示催告的票据质押、贴现，因质押、贴现而接受该票据的持票人主张票据权利的，人民法院不予支持；任何被请求人可以因此抗辩。

（二）特定被请求人可以向特定持票人行使的抗辩

1、直接当事人之间基础关系的抗辩。

票据合法取得后，票据关系与基础关系原则上互相分离、互相独立；但，这种分离、独立不是绝对的，在特定的直接当事人之间，即票据的直接前后手（下同）之间，被请求人可以基础关系中存在的抗辩事由对抗持票人。基础关系的抗辩事由包括：基础关系无效、不合法、不存在、终止、消灭、解除、存在瑕疵等；基础关系抗辩属于民法上规定的抗辩事由，大多属于合同关系抗辩。

2、直接当事人之间无对价抗辩。

直接当事人之间无对价抗辩属于广义的基础关系抗辩，为了说明对价的重要性，特单独列明。除税收、继承、赠与等情形外，直接当事人之间授受票据以给付对价为条件，未给付对价的持票人如果向其直接前手主张票据权利，其直接前手可以其未给付对价进行抗辩；否则，持票人构成不当得利。

3、票据预约抗辩。

授受票据的直接当事人之间就票据的签发、转让、使用存在特别约定的，如果持票人违反该约定，则该被请求人可以向该持票人抗辩。在我国，票据预约抗辩大多发生在空白支票的授权补记过程中，持票人若违反出票人的授权进行补记，出票人可以对持票人抗辩。

三、票据“抗辩切断”及其解除——恶意抗辩



（一）票据“抗辩切断”制度

票据是“商业货币”（马克思语），票据的生命在于流通，为了促进票据的流通和保护善意第三人的利益，票据法对票据抗辩规定了“抗辩切断”制度，即，《票据法》第十三条第一款之规定，“票据义务人不得以自己与出票人或者持票人的前手之间的抗辩事由，对抗持票人”；该款紧接着一个“但书”——“但是，持票人明知存在抗辩事由而取得票据的除外”。

“票据义务人不得以自己与出票人或者持票人的前手之间的抗辩事由，对抗持票人”，即为票据“抗辩切断”制度（即通常认为的票据的“无因性”原理，其目的是为了促进票据的流通和保护善意第三人的利益）。票据“抗辩切断”制度切断的是抗辩人对其与“出票人”或者“持票人的前手”之间的抗辩事由；但是，恶意抗辩除外，即“持票人明知存在抗辩事由而取得票据的除外”。

（二）票据“抗辩切断”的解除——恶意抗辩

对于什么是“恶意抗辩”，学界有争议，理论上没有形成一个统一的概念，赵新华、于莹^[14]认为，“恶意抗辩”存在两种类型，即“基于原因关系的抗辩的恶意抗辩”和“基于票据行为瑕疵抗辩及无权的抗辩的恶意抗辩”。赵新华、于莹认为，《票据法》第十三条第一款“但书”规定的是“基于原因关系的抗辩的恶意抗辩”。笔者认为，该论断太过牵强，《票据法》第十三条第一款“但书”没有规定是“基于原因关系的抗辩的恶意抗辩”，而且从该规定也推论不出是“基于原因关系的抗辩的恶意抗辩”。笔者认为，《票据法》第十三条第一款“但书”规定的恶意抗辩属于对“抗辩切断”解除的恶意抗辩（只要持票人“明知”，即恶意取得票据，那么他人的“抗辩切断”即解除），该抗辩事由包括原因关系的抗辩事由和原因关系以外的抗辩事由，只要持票人“明知”，均属于恶意抗辩。

关于《票据法》第十二条第一款“以欺诈、偷盗或者胁迫等手



段取得票据的，或者明知有前列情形，出于恶意取得票据的，不得享有票据权利”之规定，赵新华认为，“这一类型的恶意抗辩，其所涉及的前手抗辩，就抗辩性质而言，应属于票据行为瑕疵抗辩或者无权的抗辩”^[15]。笔者认为，首先，“以欺诈、偷盗或者胁迫等手段取得票据”的行为是严重的违法行为，不仅仅是“瑕疵”，尽管《票据法》没有对“瑕疵”作出规定，但，通说认为，票据瑕疵是指票据上存在影响票据权利效力的行为，通常是指票据伪造、票据变造、票据涂销和票据更改^[16]；赵新华自己也认为，“通常所说的票据伪造及票据变造，即属于票据瑕疵”^[17]。故，对于《票据法》第十二条第一款之规定，赵新华认为“应属于票据行为瑕疵抗辩”，不仅理论上无法自圆其说，而且与自己“对‘瑕疵’定义的观点自相矛盾”。其次，关于“无权的抗辩”，笔者认为，“无权”不能作为抗辩的原因或者抗辩的类型，因为所有的抗辩从广义上说，均为“无权”（无票据权利）的抗辩。“有权”（持票人享有票据权利）还能抗辩吗？故，笔者认为，《票据法》第十二条第一款规定的恶意抗辩是否定“善意取得”（明知其“以欺诈、偷盗或者胁迫等手段取得票据”，还是“善意取得”吗？）的恶意抗辩，该抗辩否定的是票据权利的善意取得。

笔者认为，《票据法》仅仅列举了两种类型的“恶意抗辩”，即：解除“抗辩切断”的恶意抗辩和否定“善意取得”的恶意抗辩。法律不可能穷尽所有的“恶意”情形，所有持票人“明知”的情形均可以被“恶意抗辩”。

综上，笔者认为，票据法关于抗辩的总体思路是，票据抗辩——票据“抗辩切断”——票据“抗辩切断”的解除（即恶意抗辩的一种）。票据法援引法律的一般原理，允许被请求人依据合法事由对持票人抗辩；但是，为了促进票据的流通和保护善意第三人的利益，规定票据“抗辩切断”制度；再但是，如果持票人明知被请求人对出票人或者其前手存在抗辩事由而接受票据，该“抗辩切断”



解除，允许“恶意抗辩”。这就是票据抗辩的辩证思维。

施天佑，上海正策律师事务所，联系手机：18616551530

参考文献：

[1]梁宇贤，《票据法新论》（修订新版），中国人民大学出版社，2004年2月第1版，第84页；谢怀栻，《票据法概论》（增订版），法律出版社，2006年10月第1版，第81页；刘家琛主编，《票据法原理与法律适用》，人民法院出版社，1996年6月第1版，第151页；王小能，《票据法教程》（第二版），北京大学出版社，2001年7月第二版，第99页；刘心稳，《票据法》（第二版），中国政法大学出版社，2010年2月第2版，第90页；董安生，《票据法》（第三版），中国人民大学出版社，2009年3月第3版，第108页。

[2]刘家琛主编，《票据法原理与法律适用》，人民法院出版社，1996年6月第1版，第151页。

[3]董惠江，《票据法教程》，对外经济贸易大学出版社，2009年10月第1版，第100页。

[4]吕来明，《票据法学》，北京大学出版社，2011年8月第1版，第99页。

[5]谢怀栻，《票据法概论》（增订版），法律出版社，2006年10月第1版，第81页。

[6]关于票据抗辩的种类，学界有不同观点，梁宇贤认为，按照抗辩事由可分为物的抗辩、人的抗辩、恶意抗辩和对价抗辩（梁宇贤，《票据法新论》，中国人民大学出版社，2004年2月第1版，第85页）；赵威认为，根据可否依票据外观记载而为主张标准，可分为依票据外观书面记载发生的抗辩和不依票据外观书面记载发生的抗辩二类（赵威，《票据权利研究》，法律出版社，1997，第150页）；



汤玉枢认为，根据事由应当分为票据内容抗辩、票据效力抗辩和票据人的抗辩三种（汤玉枢，《票据法原理》，中国检察出版社，2004，第202页）；赵新华认为，根据抗辩的制度基础，可以分为基于权利外观的抗辩、基于意思表示的抗辩和基于相对无因性的抗辩三种（赵新华，《票据法问题研究》，法律出版社，2002，第260页）——见董惠江，《票据法教程》，对外经济贸易大学出版社，2009年10月第1版，第101页。

[7]谢怀栻，《票据法概论》（增订版），法律出版社，2006年10月第1版，第82页；董安生，《票据法》（第三版），中国人民大学出版社，2009年3月第3版，第110页；王小能，《票据法教程》（第二版），北京大学出版社，2001年7月第二版，第101页。

[8]王小能，《票据法教程》（第二版），北京大学出版社，2001年7月第二版，第101页；于莹，《票据法》（第二版），高等教育出版社，2008年2月第2版，第83页。

[9]于莹，《票据法》（第二版），高等教育出版社，2008年2月第2版，第85页。

[10]上海市第一中级人民法院2000年审理的上海甬达进出口贸易公司诉上海建中呢绒厂票据纠纷案，该院以系争票据是停止使用的老式汇票，属于废票为由，改判一审判决。该案虽然发生于2011年3月1日之前，但，其判决精神适用于2011年3月1日之后的新版票据。——见吕来明，《票据法学》，北京大学出版社，2011年8月第1版，第85页。

[11]谢怀栻，《票据法概论》（增订版），法律出版社，2006年10月第1版，第83页；董安生，《票据法》（第三版），中国人民大学出版社，2009年3月第3版，第112页；王小能，《票据法教程》（第二版），北京大学出版社，2001年7月第二版，第106页。

[12]王小能，《票据法教程》（第二版），北京大学出版社，2001年7月第二版，第106页。



[13]赵新华,《票据法论》,吉林大学出版社,2007年11月第1版,第86页。

[14]赵新华,《票据法论》,吉林大学出版社,2007年11月第1版,第87页;于莹,《票据法》(第二版),高等教育出版社,2008年2月第2版,第90页。

[15]赵新华,《票据法论》,吉林大学出版社,2007年11月第1版,第88页。

[16]刘家琛主编,《票据法原理与法律适用》,人民法院出版社,1996年6月第1版,第130页;王小能,《票据法教程》(第二版),北京大学出版社,2001年7月第二版,第89页。

[17]赵新华,《票据法论》,吉林大学出版社,2007年11月第1版,第89页。



中国期货市场高频交易监管观察

上海锦天城律师事务所

苏萌、席索迪、张芳源

1 前言

2024年9月30日，国务院办公厅发布通知，转发中国证监会等部门《关于加强监管防范风险促进期货市场高质量发展的意见》（“《期货市场高质量发展意见》”）。《期货市场高质量发展意见》特别强调：“强化高频交易全过程监管。坚持从维护交易公平和市场稳定运行出发，加强高频交易监管。持续优化特定程序化交易报备制度。完善高频交易监管规则。根据市场发展变化，适时优化申报收费实施范围和收费标准。规范期货交易所和期货公司的手续费减收行为，取消对高频交易的手续费减收。加强期货公司席位和客户设备连接管理。规范期货公司使用期货交易所主机交易托管资源。”

中国证监会市场监管一司司长张望军曾在新闻发布会表示，“我们对高频交易实施差异化监管，既不是要将这种交易方式拒之门外，也不是听之任之，而是体现了‘趋利避害、规范发展’的思路”。《期货市场高质量发展意见》的发布重申了我国对于“高频交易”的趋利避害、规范发展的监管态度和思路。

什么是高频交易？高频交易的底层盈利逻辑是什么？高频交易如何影响金融市场？蓬勃发展的期货高频交易面临哪些监管要求？高频交易者可以从哪些方面强化系统安全？下面我们将结合国际、国内相关监管要求和研究成果针对这些问题进行简要分析，希望能够帮助读者对高频交易建立起整体认识，帮助从业者总览我国期货高频交易面临的金融合规要求并借鉴国际经验梳理保障高频交易系统安全的注意要点。

2 高频交易的庐山真面目

2.1 高频交易：一种特殊的程序化交易

“高频交易”本身并不是一个具有通用的严格内涵和外延的词语，在不同国家的金融监管体系下，各自有不同的定义。一般认为，



高频交易是一种特殊的程序化交易。在各国金融监管对于“高频交易”（High Frequency Trading）缺乏统一定义的情况下，为了便于研究和探讨，国际证监会组织（International Organization of Securities Commissions, “IOSCO”）在征询各方意见后，给出了识别高频交易的几个特征¹：

- 一是高频交易会利用复杂的技术手段，会使用从做市到套利等多种交易策略；
- 二是高频交易是一种高级的量化策略，会在市场数据分析、选择交易策略、最小化交易成本、执行交易等整个投资过程中使用算法；
- 三是日内交易频繁，很多时候日内头寸持有时间不超过几秒钟甚至不到一秒钟；
- 四是隔夜头寸数量很低甚至没有隔夜头寸，以便于规避隔夜风险、降低占用的保证金；
- 五是高频交易对交易速度要求较高，都会使用直连交易所（Direct Market Access）或机房托管服务（Co-location），以实现交易的低延时性（Low-latency）高频交易与程序化交易的关系。

相关法律法规也通常将高频交易作为一种特殊的程序化交易予以规管。例如，欧盟通过《金融工具市场指令 II》（MiFID II）和《市场滥用法规》（MAR）对程序化交易，尤其是高频交易设定了包括交易订单报告、交易系统注册等一系列监管要求。具体到我国的监管实践，自 2024 年 10 月 8 日起正式实施的《证券市场程序化交易管理规定（试行）》针对高频交易作出了特别规定，明确了高频交易和程序化交易的关系。根据《证券市场程序化交易管理规定（试行）》第二十一条，本规定所称高频交易是指具备以下特征的程序化交易：（一）短时间内申报、撤单的笔数、频率较高；（二）日内申报、撤单的笔数较高；（三）证券交易所认定的其他特征。证券交易所应当明确并适时完善高频交易的认定标准。

¹ 参见 IOSCO Consultation Report: *Regulatory Issues Raised by the Impact of Technological Changes on Market Integrity and Efficiency*



2.2 高频交易盈利逻辑

分析高频交易的监管要求需要从高频交易对于市场的影响出发，而高频交易对于市场的影响分析则需要根源于高频交易的盈利策略。我们将结合国内外相关研究成果，简要介绍高频交易为什么可以盈利。

IOSCO 将最广泛使用的策略归类为三个主要类别：做市、套利和方向性策略：

- 一是做市策略（Market Making Strategies）。传统做市策略主要依靠为市场提供流动性，撮合买卖报价赚取价差；高频交易做市策略还可以对逐笔报价和成交进行量化分析，挖掘定量交易模式，以此获得交易所返佣或回扣²。
- 二是套利策略（Arbitrage Strategies）。相关产品或市场之间的同类金融合约之间可能存在一定的定价偏差，高频交易的套利策略就是利用技术手段，在价差存在的极短时间内迅速执行交易，实现盈利。例如，美国不同交易所可能会上市相同的金融合约，如果两家交易所金融合约产生价差，高频交易者可以借助技术手段快速捕捉价差，完成低买高卖，获得盈利。
- 三是方向性策略（Directional Strategies）。方向性策略通常包括两种具体类型：第一类为利用市场对各类事件的反应进行交易的策略。宏观经济新闻发布、公司公告或者行业报道发布等对金融市场有重大影响的事件时有发生，高频交易算法可以基于对类似事件市场影响的统计分析，预测当下事件的市场影响，进而在事件发生后第一时间自动进行交易、赚取利润。第二类则是事先建立头寸，通过发起一系列指令和交易，引发价格快速上涨或下跌，诱使其他市场主体进行交易，然后通过其他市场主体的交易行为判断其价格预期，进而从中牟利。

² 姜哲：《程序化交易的潜在风险和监管体系研究》，《金融监管研究》，2017年第6期



简言之，高频交易通过技术手段达到人力所不能及的交易频率后，能够通过交易量赚取更多的交易返佣、通过技术和算法发现市场微小波动中的套利机会，并通过其速度和信息优势抢占先机。

当然，高频交易并非市场参与者通往长期盈利道路的“万能钥匙”：一方面，高频交易算法下单、数据直连等操作形成的技术门槛，以及交易手续费和相关税负形成的资金门槛一定程度上将普通投资者拒之门外；另一方面，市场一般认为伴随交易频率的增加，单笔交易盈利的次数占总交易次数的比例与单笔交易盈亏比无法同时维持在较高水平，这一交易领域的“不可能三角”规律也使得高频交易策略难以成为市场交易方式的主流。

2.3 高频交易的亮面与暗面

从本质上讲，高频交易涉及的许多策略对金融市场来说并不新鲜，但是借助算法自动下单、数据低延时传输等新的技术手段，这些策略在高频交易的模式下可以更大程度地影响市场。

高频交易的亮面：活跃市场，为市场提供流动性，进而吸引更多的市场参与者开展相关金融产品的交易。尤其是在期货市场，品种的活跃程度会影响不同行业、产业客户参与套期保值的热情，高频交易为市场注入流动性可以助力市场全面发展。此外，高频交易也有助于衔接买卖盘的断层，减少短期市场波动，更好地为客户执行相关订单。更为重要的是，高频交易在短时间内快速地分析、快速地购买、快速地抛售，可以缩小了价格与价值之间的价差，更好地发现证券、期货合约的价值，从而提升金融市场配置资源的有效性。

高频交易的暗面：高频交易对金融市场也带来新的挑战。例如，2010年5月6日，道指大跌1000点，美国股市蒸发近1万亿美元市值，经过随后的调查，美国商品期货交易委员会（CFTC）对英国居民Navinder Singh Sarao及其公司Nav Sarao Futures Limited PLC提起指控，认为其通过操控E-mini S&P 500期货合约价格和使用高频交易“欺骗性报单”（spoiling）大量下单并取消交易，导致市场短时间内大幅下跌，成为导致此次“闪崩”的重要原因³。一般认为，短时间内的大量订单可能导致交易场所的系统过载；一旦交易系统生成重复或错误订单，或以其他方式失灵，将会导致市场混乱，叠加其他自动化下单的交易系统引发“踩踏”，可能加剧市场波动。

³ 参见：<https://www.cftc.gov/PressRoom/PressReleases/7156-15>



同时，欧盟等法域的金融监管部门也对于高频交易者可能依赖其信息优势阻碍公平交易、进行市场操纵表达了担忧⁴。

3 中国期货市场高频交易监管机制一览

3.1 法规框架

由于股票市场 T+1 的限制，中国高频交易主要活跃在期货市场。中国期货市场针对高频交易的监管规则目前呈现出以《中华人民共和国期货和衍生品法》为基础，通过《期货交易所管理办法》《证券市场程序化交易管理规定（试行）》等监管规则对期货交易所的相关要求向下扩展，并借由各个交易所规则进行自律监管的整个体系。我们将中国期货市场关于高频交易的监管体系梳理如下：

法律	行政法规、部门规章	交易所规则
《中华人民共和国期货和衍生品法》要求通过计算机程序自动生成或者下达交易指令进行程序化交易的，应当符合国务院期货监督管理机构的规定，并向期货交易所报告，不得影响期货交易所系统安全或者正常	<p>《期货交易所管理办法》要求期货交易所对程序化交易相关活动履行自律管理职责。具体而言，</p> <ul style="list-style-type: none"> ● 期货交易所应当建立健全程序化交易报告制度，明确报告内容、方式、时限等，并根据程序化交易发展情况及时予以完善； ● 通过计算机程序自动生成或者下达交易指令进行程序化交易的，应当按照期货交易所规定履行报告义务。 ● 期货交易所可以根据业务规则对达到一定标准的程 	<p>以上海期货交易所（“上期所”）为例，</p> <ul style="list-style-type: none"> ● 《上海期货交易所交易规则》中明确规定“交易所实行程序化交易管理制度”⁷ ● 《上海期货交易所关于完善部分程序化交易客户报备信息要求的通知》规定了报告主体由上期所通知，以及报告内容的主要方面 ● 《上海期货交易

⁴ 参见：

<https://www.esma.europa.eu/publications-and-data/interactive-single-rulebook/mifid-ii/recital>

⁷ 《上海期货交易所交易规则》第三十条 交易所实行程序化交易管理制度。非期货公



交易秩序。 ⁵	序化交易在报告要求、技术系统、交易费用等方面采取差异化管理措施。 ⁶	所异常交易行为管理办法》对于频繁报撤单、大额报撤单、超限交易、采取程序化交易方式下达交易指令，可能影响交易所系统安全或者正常交易秩序的行为进行异常交易管理
	<p>《证券市场程序化交易管理规定（试行）》同样适用于中国金融期货交易所的证券期货，其要点概括如下：</p> <ul style="list-style-type: none"> ● 明确了程序化交易的定义 ● 明确证券交易所负责建立程序化交易报告制度 ● 强化程序化交易信息系统管理，加强异常交易行为监控 ● 明确证券公司与相关机构的合规与风控责任 ● 《证券市场程序化交易管理规定（试行）》对高频交易设有特殊规定，强调高频交易须满足额外的信息报告要求，并接受差异化的监管与收费标准。 	

从上述梳理可以看出，我国法律法规目前主要规制的重点在于程序化交易，并通过通过行政法规、部门规章对程序化交易的系统管理、报告义务、异常监控等角度进行了规制，但对于高频交易暂未见细化的规范性要求。从《中华人民共和国期货和衍生品法》的两条基本要求“不得影响期货交易所正常交易秩序”和“不得影

司会员、境外特殊非经纪参与者以及客户等进行程序化交易的，应当按照交易所规定报备相关信息。

⁵ 参见《中华人民共和国期货和衍生品法》第二十一条

⁶ 参见《期货交易所管理办法》第八十七条、第八十八条



响期货交易场所系统安全”两条基本要求出发，梳理在交易合规与系统安全评估两个角度的国内监管规则与国际监管经验。

经过对于相关交易所规则细则的梳理，对期货交易场所对于高频交易的自律监管要求可以作出如下分类：

- 交易前，程序化交易的投资者应进行信息报备；
- 交易中，程序化交易的投资者应规范交易行为。

3.2 交易前信息报备

沪深北证券交易所于 2024 年 6 月 7 日各自发布了《程序化交易管理实施细则（征求意见稿）》，旨在细化中国证监会《证券市场程序化交易管理规定（试行）》的落实要求，并以维护证券交易秩序与市场公平为核心，加强高频交易监管，提升交易成本和规则透明度。股票市场对高频交易的定义作了进一步明确。即将“单个账户每秒申报、撤单的最高笔数达到 300 笔以上”以及“单个账户单日申报、撤单的最高笔数达到 20000 笔以上”作为高频交易的认定标准。相比之下，期货市场考虑到其高杠杆性、交易策略和市场品种的多样性等，与股票市场相比更难以出台具体量化的监管标准，对监管机构提出了更高的要求。因此，期货市场目前并没有以类似每秒 300 笔、每日 20000 笔这样的统一方式定义高频交易。根据我们对于各期货交易所相关通知、公告的梳理，需要进行信息报备的高频期货交易者整体上以期货交易所的筛选为准。

交易所	相关要求
上期所	根据《上海期货交易所关于完善部分程序化交易客户报备信息要求的通知》，由上期所负责筛选需要报备程序化交易的客户名单，达到报备标准的客户应当履行报备义务，报备内容涉及客户基本信息、软件信息、交易策略、风控措施等 ⁸ 。
上海国际能源交易中心	根据《上海国际能源交易中心关于完善部分程序化交易客户备案信息要求的通知》，由 INE 负责筛选需要报备程序化交易的客户名单，达到报备标准的客户应

⁸ 具体流程参见《期货公司程序化交易客户报备业务指引》
<https://www.shfe.com.cn/services/trading/programtrading/>



(“INE”)	当履行报备义务，报备内容涉及客户基本信息、软件信息、交易策略、风控措施等 ⁹
大连商品交易所(“大商所”)	根据大商所相关问答，下面两种情况下，客户会被要求进行程序化交易报备：(1) 客户开户时，期货公司会员应要求其主动申报是否采用程序化交易，填报相关信息，并在交易所会员服务系统内报备；(2) 对于在日常监控中发现的达到“每秒委托 5 笔、每日发生 5 次”标准的客户，交易所会通过会员服务系统要求会员联系客户进行程序化交易报备。 ¹⁰ 报备内容方面，客户需按所在开户会员处的程序化交易情况，进行程序化交易软件及软件功能等方面的信息报备。 ¹¹
郑州商品交易所(“郑商所”)	根据公开检索，郑商所程序化交易报备中，客户需要提供的信息包括会员名称、会员号、客户名称、客户编码、客户开户日期、软件使用日期、软件名称、软件所属厂商、软件基本功能等信息。 ¹²
广州期货交易所(“广期所”)	<p>根据《广州期货交易所程序化交易管理业务指南》，</p> <ul style="list-style-type: none"> ● 采取程序化交易方式下达交易指令的或者收到交易所报备通知的客户，应当通过委托的期货公司会员向交易所报备。报备信息包括以下内容：会员名称、会员号、客户名称、交易编码、交易地点、客户联系电话、交易席位、交易模式、软件名称、软件提供者、系统接入方式、交易开始日期、软件基本功能、交易策略说明、合规操作说明，以及会员单位的联系人和联系电话。 ● 采取程序化交易方式下达交易指令的或者收到交易所报备通知的非期货公司会员、境外特殊非经纪

⁹ 参见：<https://www.ine.cn/news/notice/4579.html>

¹⁰ 参见：<http://www.dce.com.cn/dalianshangpin/ywfw/ywzy/jcyfkywzy/505264/6270035/index.html>

¹¹ 参见：<http://www.dce.com.cn/dalianshangpin/ywfw/ywzy/jcyfkywzy/ywlcyzl94/2014879/index.html>

¹² 参见：<http://www.czce.com.cn/cn/rootfiles/2010/11/18/1289813144150705-1289813144152763.pdf>



	<p>参与者，应当直接通过会员服务系统向交易所报备。报备信息包括以下内容：非期货公司会员或境外特殊非经纪参与者名称、交易编码、交易地点、交易席位、交易模式、软件名称、软件提供者、系统接入方式、交易开始日期、软件基本功能、交易策略说明、合规操作说明，以及联系人和联系电话。</p>
中国金融期货交易所 （“中金所”）	<p>以股指期货为例，根据《中国金融期货交易所关于股指期货合约交易信息报备的通知》¹³，</p> <ul style="list-style-type: none">● 在股指期货某一合约上每秒申报笔数达到 10 笔以上（含 10 笔）的客户，应当通过所在期货公司会员向中金所报备相关信息。申报笔数是指买入、卖出以及撤销委托笔数的总和；● 同一客户通过不同期货公司会员申报交易，其申报笔数合并计算。因即时全部成交或撤销限价指令、即时成交剩余撤销限价指令自动形成的撤单笔数计入申报笔数统计。做市商因做市交易产生的申报笔数不计入统计；● 对达到报备标准的客户，中金所将通知客户所在的期货公司会员，期货公司会员应当及时告知客户。客户应当通过期货公司会员向中金所进行相关信息报备，履行信息报备义务，规范交易行为● 报备内容涉及客户基本信息、软件信息、交易策略、风控措施等。中金所可以根据客户交易行为、报备信息等要求客户补充报告相关信息。报备信息有效期为 6 个月

根据上表的梳理，我们不难发现，考虑到程序化交易发展迅速、技术门槛较高，各期货交易所设定的报告标准和报告内容具有一定的概括性，保留交易所进行针对性判断和采取差异化管理措施的权利。

¹³ 参见：<http://www.cffex.com.cn/jystz/20220718/28854.html>



3.3 交易中异常交易监管

根据前文提到的高频交易的盈利策略，在具体的交易执行过程中，交易所对于高频交易的监管主要以自成交、频繁报撤单、超限额交易、关联账户控制等抓手开展。下面我们梳理了主要商品期货交易所异常交易行为监管的相关要求：

交易所	相关要求
上期所	<p>《上海期货交易所异常交易行为管理办法》第五条期货交易出现以下情形之一的，交易所认定为异常交易行为：</p> <p>（一）以自己为交易对象，多次进行自买自卖的行为（自成交）；</p> <p>（二）一组实际控制关系账户内的客户之间多次进行相互为对手方的交易；</p> <p>（三）日内出现频繁申报并撤销申报，可能影响期货交易价格或者误导期货市场其他参与者进行期货交易的行为（频繁报撤单）；</p> <p>（四）日内出现多次大额申报并撤销申报，可能影响期货交易价格或者误导期货市场其他参与者进行期货交易的行为（大额报撤单）；</p> <p>（五）单个交易日在某一上市品种或者合约上的开仓交易数量超过交易所制定的日内开仓交易量的；</p> <p>（六）采取程序化交易方式下达交易指令，可能影响交易所系统安全或者正常交易秩序的行为；</p> <p>（七）中国证监会规定或者交易所认定的其他情形。</p> <p>第六条 客户或者一组实际控制关系账户合并计算后出现以下情形之一的，即达到交易所自成交、频繁报</p>



	<p>撤单、大额报撤单异常交易行为处理标准：</p> <p>（一）单个交易日在某一合约上的自成交次数达到 5 次及以上的；</p> <p>（二）单个交易日在某一合约上的撤单次数达到 500 次及以上的；</p> <p>（三）单个交易日在某一合约上的大额撤单（单笔撤单的撤单量达到 300 手及以上）次数达到 50 次及以上的。</p> <p>交易所对期货、期权合约上的自成交、频繁报撤单、大额报撤单达到交易所处理标准的次数分开统计。</p>
INE	<p>《上海国际能源交易中心异常交易行为管理细则》 第五条 期货交易出现以下情形之一的，上期能源认定为异常交易行为：</p> <p>（一）以自己为交易对象，多次进行自买自卖的行为（自成交）；</p> <p>（二）一组实际控制关系账户内的客户之间多次进行相互为对手方的交易；</p> <p>（三）日内出现频繁申报并撤销申报，可能影响期货成交价格或者误导期货市场其他参与者进行期货交易的行为（频繁报撤单）；</p> <p>（四）日内出现多次大额申报并撤销申报，可能影响期货成交价格或者误导期货市场其他参与者进行期货交易的行为（大额报撤单）；</p> <p>（五）单个交易日在某一上市品种或者期货合约上的开仓交易数量超过上期能源制定的日内开仓交易量的；</p> <p>（六）采取程序化交易方式下达交易指令，可能影</p>



	<p>响上期能源系统安全或者正常交易秩序的行为；</p> <p>（七）中国证监会规定或者上期能源认定的其他情形。</p> <p>第六条 客户或者一组实际控制关系账户合并计算后出现以下情形之一的，即为达到上期能源自成交、频繁报撤单、大额报撤单异常交易行为处理标准：</p> <p>（一）单个交易日在某一合约上的自成交次数达到 5 次及以上的。</p> <p>（二）单个交易日在某一合约上的撤单次数达到 500 次及以上的。</p> <p>（三）单个交易日在某一合约上的大额撤单（单笔撤单的撤单量达到 300 手及以上）次数达到 50 次及以上的。</p>
郑商所	<p>《郑州商品交易所异常交易行为管理办法》第五条期货交易出现以下情形之一的，交易所认定为异常交易行为：</p> <p>（一）自成交行为，即以自己为交易对象进行自买自卖的行为；</p> <p>（二）频繁报撤单行为，即频繁申报并撤销定单的行为；</p> <p>（三）大额报撤单行为，即多次申报并撤销大额定单的行为；</p> <p>（四）程序化交易扰乱交易秩序行为，即采取程序化交易方式下达交易指令，可能影响交易所系统安全或者正常交易秩序的行为；</p> <p>（五）中国证监会规定或者交易所认定的其他行为。</p>



	<p>第六条 客户或者一组实际控制关系账户合并计算后出现以下情形之一的，即达到自成交、频繁报撤单、大额报撤单等异常交易行为处理标准：</p> <p>（一）单个交易日在某一合约自成交 5 次以上；</p> <p>（二）单个交易日在某一合约撤销定单次数 500 次以上；或者当某个交易日某一合约出现涨（跌）停板后，当日在该合约涨（跌）停板价位买（卖）单撤销定单次数 100 次以上；</p> <p>（三）单个交易日在某一合约撤销定单次数 50 次以上且每次撤销定单量 800 手以上。</p>
大商所	<p>《大连商品交易所异常交易行为管理办法》第五条期货交易出现以下情形之一的，交易所认定为异常交易行为：</p> <p>（一）自成交行为，即以自己为交易对象，进行自买自卖的行为，或者实际控制关系账户组内发生的互为对手方交易的行为；</p> <p>（二）频繁报撤单行为，即频繁申报并撤销申报的行为；</p> <p>（三）大额报撤单行为，即多次大额申报并撤销申报的行为；</p> <p>（四）程序化交易扰乱交易秩序行为，即采取程序化交易方式下达交易指令，影响或者可能影响交易所系统安全或者扰乱正常交易秩序的行为；</p> <p>（五）中国证监会规定或者交易所认定的其他情形。</p> <p>第六条 客户、非期货公司会员、境外特殊非经纪参与者出现以下情形之一的，即达到交易所自成交、频繁报撤单或者大额报撤单异常交易行为处理标准：</p>



	<p>(一) 单个交易日在某一合约上的自成交次数达到 5 次以上的；</p> <p>(二) 单个交易日在某一合约上的撤单次数达到 500 次以上的；</p> <p>(三) 单个交易日在某一合约上的撤单次数达到 50 次以上，且单笔撤单的撤单量达到合约最大下单手数的 80%以上的。</p>
广期所	<p>第五条 期货交易出现以下情形之一的，交易所认定为异常交易行为：</p> <p>(一) 自成交行为，即以自己为交易对象，进行自买自卖，或者实际控制关系账户组内发生的互为对手方交易的行为；</p> <p>(二) 频繁报撤单行为，即频繁申报并撤销申报的行为；</p> <p>(三) 大额报撤单行为，即多次大额申报并撤销申报的行为；</p> <p>(四) 程序化交易扰乱交易秩序行为，即采取程序化交易方式下达交易指令，影响或者可能影响交易所系统安全或者扰乱正常交易秩序的行为；</p> <p>(五) 中国证监会规定或者交易所认定的其他情形。</p> <p>第六条 客户、非期货公司会员、境外特殊非经纪参与者出现以下情形之一的，即达到交易所自成交、频繁报撤单或者大额报撤单异常交易行为处理标准：</p> <p>(一) 单个交易日在某一合约上的自成交次数达到 5 次以上的；</p> <p>(二) 单个交易日在某一合约上的撤单次数达到</p>



	500 次以上的； (三) 单个交易日在某一合约上的撤单次数达到 50 次以上，且单笔撤单的撤单量达到合约最大下单手数的 80%以上的。
--	---

与上述商品期货交易所相关规则类似，《中国金融期货交易所异常交易管理办法》第五条同样规定了大量或者多次进行自买自卖、频繁报撤单、大额报撤单、实际控制关系账户合并持仓超过交易所持仓限额规定、通过计算机程序下单可能影响交易所系统安全或者正常交易秩序的行为等构成异常交易行为。但值得注意的是，中金所对于股指期货、股指期权和国债期货的自成交、频繁报撤单、大额报撤单行为的认定标准及处理程序进一步作出了明确，梳理如下表：

品种	自成交、频繁报撤单、大额报撤单行为的情形	自成交、频繁报撤单、大额报撤单行为的处理程序
股指期货 ¹⁴	<ul style="list-style-type: none"> ● 客户单日在某一合约上的自成交次数达到 5 次（含 5 次） ● 客户单日在某一合约上的撤单次数达到 400 次（含 400 次） ● 客户单日在某一合约上的撤单次数达到 100 次（含 100 次），且单笔撤单量达到交易所规定的限价指令每次最大下单数量 80%的 	客户出现自成交、频繁报撤单、大额报撤单行为达到交易所处理标准的，交易所于当日收市后对客户采取限制开仓的监管措施，限制开仓的时间原则上不低于 1 个月。
股指期	<ul style="list-style-type: none"> ● 客户单日在某一合约上的自成交次数达到 5 次（含 5 次） 	客户第一次出现自成交、频繁报撤单、大额报撤单行为达到交易所处理标

¹⁴ 《〈中国金融期货交易所异常交易管理办法〉股指期货有关监管标准及处理程序》



权 15	<ul style="list-style-type: none"> ● 客户单日在某一合约上的撤单次数达到 500 次（含 500 次） ● 客户单日在某一合约上的撤单次数达到 100 次（含 100 次），且单笔撤单量达到交易所规定的限价指令每次最大下单数量 80% 的 	准的，交易所于当日对客户所在会员进行电话提示。第二次出现，交易所将该客户列入重点监管名单。第三次出现，交易所于当日收市后对客户采取限制开仓的监管措施，限制开仓的时间原则上不低于 1 个月。
国 债 期 货 16	<ul style="list-style-type: none"> ● 非期货公司会员、客户单日在某一合约上的自成交次数达到 5 次（含 5 次） ● 非期货公司会员、客户单日在某一合约上的撤单次数达到 500 次（含 500 次） ● 非期货公司会员、客户单日在某一合约上的撤单次数达到 100 次（含 100 次），且单笔撤单量达到交易所规定的限价指令每次最大下单数量 80% 	非期货公司会员、客户第一次出现自成交、频繁报撤单、大额报撤单行为达到交易所处理标准的，交易所于当日对非期货公司会员、客户所在会员进行电话提示。第二次出现，交易所将该非期货公司会员、客户列入重点监管名单。第三次出现，交易所于当日收市后对非期货公司会员、客户采取限制开仓的监管措施，限制开仓的时间原则上不低于 1 个月。

总体上看，各期货交易所针对高频交易进行自律监管的主要抓手均为自成交、频繁报撤单、大额报撤单行为可能涉及的异常交易管理，具体监管要求也具有相当程度的一致性。

3.4 高频交易投资者维护交易场所系统安全的考量

高频交易系统安全也是防控高频交易可能带来的市场问题的重要突破口，《中华人民共和国期货和衍生品法》同样要求期货市场高频交易投资者“不得影响期货交易场所系统安全”。

¹⁵ 《〈中国金融期货交易所异常交易管理办法〉股指期货有关监管标准及处理程序》

¹⁶ 《〈中国金融期货交易所异常交易管理办法〉国债期货有关监管标准及处理程序》



评估一个高频交易系统的风险需要综合考虑多个方面，包括技术风险、市场风险、操作风险和合规风险等。经过调研和梳理，IOSCO总结出了一些关键的评估步骤和考虑因素，梳理如下表：

类别	评估步骤和考虑因素
技术风险 评估	<ul style="list-style-type: none">● 系统稳定性和可靠性：评估系统的故障率、故障后恢复时间和系统容量，确保在高交易量下仍能稳定运行。● 延迟和性能：测量和优化交易执行的延迟，评估系统处理订单的速度和效率。● 数据管理：评估数据的准确性、完整性和实时性，确保交易决策基于最新和最准确的市场数据。
市场风险 评估	<ul style="list-style-type: none">● 流动性风险：评估市场流动性对高频交易策略的影响，特别是在市场波动或极端市场条件下的风险评估。● 价格波动风险：分析市场价格波动对高频交易策略的影响，特别是在快速变化的市场环境中的风险评估。● 头寸风险：评估高频交易系统持有的头寸和未平仓风险，特别是在市场不利变动时的风险评估。
操作风险 评估	<ul style="list-style-type: none">● 交易错误：评估由于系统错误或操作失误导致的交易错误风险。● 技术故障：评估硬件、软件或网络故障对交易系统的影响。● 人为因素：评估操作团队的技能、经验和决策能



类别	评估步骤和考虑因素
	力。
合 规 和 法 律 风 险 评 估	<ul style="list-style-type: none">● 监管遵从性：确保高频交易系统遵守所有相关的交易规则和监管要求。● 市场滥用行为：评估系统是否可能涉及市场操纵或其他不公平交易行为。● 数据保护和隐私：评估系统如何处理和保护敏感数据，确保数据合规。
风 险 管 理 框 架	<ul style="list-style-type: none">● 风险识别：识别所有可能的风险点，包括技术故障、市场异常、操作失误等。● 风险量化：使用统计和计量经济学方法量化风险，如向量自回归（VaR）模型等。● 风险缓解措施：制定和实施风险缓解策略，如设置止损点、限制交易量等。● 应急计划：制定应急计划以应对系统故障或其他紧急情况。
监 控 和 报 告	<ul style="list-style-type: none">● 实时监控：实施实时监控系統，以及时发现和响应潜在的风险事件。● 交易审计：定期审计交易活动，确保交易行为的合规性和透明度。● 性能评估：定期评估交易系统的性能，包括交易



类别	评估步骤和考虑因素
	成本、执行效率和盈利能力。
压力测试和模拟	<ul style="list-style-type: none">● 极端市场情景：通过模拟极端市场情景来测试高频交易系统在压力下的表现。● 系统容量测试：评估系统在高交易量或高并发请求下的表现。
持续的风险评估	<ul style="list-style-type: none">● 市场变化适应性：评估高频交易系统适应市场结构变化的能力。● 技术更新：评估系统技术更新和升级的频率和影响。

投资者可以综合上述要点全面评估一个高频交易系统的风险，并采取相应的风险管理措施，以确保系统的稳定性和合规性。

4 小结

伴随着计算机技术的发展，各国金融市场以高频交易为代表的程序化交易在近半个世纪以来蓬勃发展。高频交易的盈利策略并没有完全脱离传统金融交易低买高卖的基础逻辑，但低延迟的信息传递以及自动化的下单算法等技术进步使得交易的速度可以达到百万分之一秒之内，进而使得各国金融市场在享受高频交易带来的一系列好处，更好地发现证券、期货合约的价值的同时，也面临了新技术新形势下包括新的市场操纵、交易系统错误引发“踩踏”或交易所系统过载等一系列新问题。

对于我国期货市场高频交易者而言，应当需要注意在交易前向交易所进行报告，交易中注意交易所异常交易监控等合规要求，并



在展业的全过程严守金融合规的红线，避免出现影响期货交易所交易秩序的情况。此外，高频交易系统安全也极大程度上影响了高频交易对于金融市场的影响，为此，我国期货市场高频交易投资者可以借鉴国际经验，强化系统安全自测与维护，降低系统安全风险，避免出现影响期货交易所系统安全的情况。

我国金融监管部门始终以审慎态度面对高频交易，伴随《期货市场高质量发展意见》对于强化高频交易全过程监管的强调，我们也期待后续针对高频交易出台更细化的监管要求，为合规展业的高频交易投资者划清“安全范围”，在明确打击可能涉嫌市场操纵或其他违法行为的交易行为的基础上，回应金融科技的迅速发展，更好地发挥高频交易对市场的促进作用，助力中国期货市场的蓬勃发展。



◎ 市场动态资讯

“科创板八条”后首家未盈利企业获受理，今年三所共受理 39 单 IPO 申请

今年沪深北交易所共新增受理 39 单拟上市申请，其中 34 单来自北交所，4 单来自上交所，1 单来自深交所。

11 月 29 日，科创板新增受理一家未盈利企业的 IPO 申请，这是“科创板八条”发布以来，上交所受理的首家未盈利企业，也是今年上交所受理的第 4 单 IPO 申请。

截至目前，今年沪深北交易所共新增受理 39 单拟上市申请，其中 34 单来自北交所，4 单来自上交所，1 单来自深交所。

在 IPO 阶段性收紧的背景之下，今年 6 月 20 日沪深交易所 IPO “零受理”局面被打破，新增受理 2 家企业的 IPO 申请，分别来自沪市科创板和深市主板。紧接着北交所也于 6 月 21 日开始新增受理上市申请，这距离上一次披露新增受理上市申请的时间已间隔 3 个多月。

之后上交所分别于 9 月 30 日、11 月 25 日、11 月 29 日新增受理 3 单 IPO 申请；北交所在 6 月份集中受理 28 单后，于 9 月 30 日、11 月 4 日分别新增受理了 2 单。

此次科创板新增受理的企业为西安奕斯伟材料科技股份有限公司（下称“西安奕材”）。该公司专注于 12 英寸硅片的研发、生产和销售，目前尚未盈利。

根据招股说明书，2021 年～2023 年及 2024 年前三季度（报告期），该公司净利润分别为-5.21 亿元、-5.33 亿元、-6.83 亿元和-5.89 亿元，扣非后的归母净利润分别为-3.48 亿元、-4.16 亿元、-6.92 亿元和-6.06 亿元。截至 2024 年 9 月末，该公司合并口径和母公司未弥补亏损分别为-17.79 亿元和-4.68 亿元。



该公司分析原因称，首先，行业投资规模大同时叠加周期波动，公司收入规模需要进一步提升覆盖固定成本；产能爬坡带来的阶段性产销量不足导致生产成本高，以及针对核心技术和产品工艺的前期刚性研发投入影响公司短期盈利能力；第三，高端产品收入放量需要过程，目前占比不足影响了公司盈利能力；第四，上述因素带来的存货跌价影响。

截至 2024 年 9 月末，西安奕材货币资金余额 32.51 亿元，资产负债率为 49.60%。

报告期各期，发行人研发投入分别为 1.03 亿元、1.46 亿元、1.71 亿元和 1.85 亿元。

基于销量及产品结构、产品价格、成本费用等假设，西安奕材预计，该公司 2026 年或 2027 年合并报表可实现盈利。

“若 2026 年不达预期，假设 2027 年各品类产品单价与 2026 年一致，根据 2027 年的折旧摊销、单位成本以及期间费用预测，当 2027 年月均出货量超过 110 万片/月，外延片销量占比仅需达到 10%即可实现合并报表盈利。”西安奕材称。

此次西安奕材申报科创板 IPO，选择的是第四套上市标准，即“预计市值不低于人民币 30 亿元，且最近一年营业收入不低于人民币 3 亿元”。

该公司计划融资 49 亿元，用于西安奕斯伟硅产业基地二期项目。未盈利企业上市一直是资本市场关注的焦点。政策层面，作为新“国九条”的配套措施，《中国证监会关于资本市场服务科技企业高水平发展的十六项措施》与《关于深化科创板改革服务科技创新和新质生产力发展的八条措施》都将支持具有关键核心技术、市场潜力大、科创属性突出的优质未盈利科技型企业上市作为重要的举措。



多只上证 180ETF 集体获批，沪市标杆型宽基 ETF 扩容

上证 180 指数方案优化后，指数定位更加清晰，指数表征性、投资性和稳定性均有提升，更好反映了沪市核心上市公司证券整体表现。

11 月 29 日，华泰柏瑞、南方基金、鹏华基金、平安基金、天弘基金、兴业基金等 6 家基金管理人于近期申报的上证 180ETF 正式获批，上证 180ETF 迎来大扩容。同日，易方达开启发行上证 180ETF。前期，银华上证 180ETF 也已获批。

上证 180 指数方案优化后，指数定位更加清晰，指数表征性、投资性和稳定性均有提升，更好反映了沪市核心上市公司证券整体表现。具体而言，一是对沪市的表征性更强，指数样本在沪市的市值、营收、分红、净利润覆盖度分别达到约 61%、63%、76%、82%，比修订前分别提升 2.4%、1.4%、4.1%、4.9%；二是更能体现新质生产力的发展方向，信息技术、医药卫生、工业等“新经济”相关行业权重提升 9.5%，科创板权重提升 1.8%；三是指数行业均衡规则更合理，样本权重行业分布基本与沪市整体行业特征保持一致，更好反映资本市场结构变化和产业转型升级；四是指数收益率、稳定性进一步提升，近十年年化收益率提升约 1 个百分点，年化波动率降低 0.1 个百分点，近三年样本周转率下降至约 8%。



证券板块震荡拉升，机构判断行业高景气周期持续

11月29日，证券板块震荡拉升，截至发稿，锦龙股份、国盛金控涨停，浙商证券、太平洋等跟涨。

	代码	名称	涨幅↓	现价	主力净量	主力金额
1	000712	锦龙股份	+9.98%	19.72	-1.47	-2.28亿
2	002670	国盛金控	+9.97%	12.80	1.64	+3.39亿
3	601878	浙商证券	+3.35%	12.64	0.15	+8518万
4	601099	太平洋	+3.23%	4.48	0.10	+2940万
5	601696	中银证券	+3.10%	11.61	0.12	+3753万
6	300059	东方财富	+2.95%	26.54	0.18	+6.57亿

国信证券指出，2024年9月底以来，久违居民开户入市或存量户“唤醒”，带动交易量、两融规模等持续扩张，券商各条线改善。考虑到居民存款搬家、后续持续降息、财政渐进式刺激，判断证券行业高景气周期持续。

中银证券表示，政策引导和市场催化行业并购提速，建议持续关注已经发布并购计划的券商并购进展。其中，关注符合券商长期战略布局规划，寻求业务范围或区域范围等方面的优势互补，并能够较好实现资源整合、促进融合统一与效率提升的并购情形。

中原证券表示，目前券商指数已进入震荡整固期，静待下一轮上涨周期的开启。在充分换手整固后，伴随着行业基本面的改善，券商板块后续仍有望向上挑战2倍P/B的近年来估值高位，积极保持对券商板块的持续关注。