

## 上交所异常交易行为经典案例

**重要提示：**证券异常交易行为典型案例是对当前证券市场中最为常见的异常交易行为的总结，上交所在采取自律监管措施的同时，还将对其中情节严重、涉嫌市场操纵的异常交易行为，依法报告中国证监会严厉查处。另外，案例没有列举的行为，不等于就是合规交易行为。对于规避监管意图明显，且多次实施，以致影响交易秩序的行为，上交所同样将依据相关规定及时采取监管措施。

### 证券异常交易行为典型案例之一：集合竞价虚假申报

#### 一、集合竞价虚假申报的主要表现及认定原则

在证券交易中设置虚拟开盘参考价机制是为了增加证券交易开盘价形成过程的透明度，提高开盘定价效率。根据《上海证券交易所交易规则》，虚拟开盘参考价的产生方式为：每个交易日的 9 时 15 分至 9 时 25 分为开盘集合竞价时间，交易主机根据此时间段内的申报情况计算出虚拟开盘参考价格、虚拟匹配量及虚拟未匹配量，并实时向市场发布。其中，9 时 15 分至 9 时 20 分，上交所交易主机接受交易申报和撤单申报；9 时 20 分至 9 时 25 分，上交所交易主机仅接受交易申报，不接受撤单申报。

投资者在开盘集合竞价时间段的交易行为，如果出现上交所《证券异常交易实时监控细则》第八条第(二)、第(三)项等所规定的情形，即构成集合竞价虚假申报的异常交易行为。所谓“虚假申报”，是指

不以成交为目的的申报，主要包括大量频繁申报并撤销申报的行为，以及在成交可能性很小的情况下，继续大量申报的行为。常见做法是在 9 时 15 分至 9 时 20 分之间，以明显高于前收盘价的价格连续、大量申报买入，导致该证券虚拟开盘参考价大幅上涨，以此吸引其他投资者跟风申报买入。此后，前述投资者会在 9 时 20 分之前撤销自己全部或大部分买入申报，并按照被影响后的相对高价反向申报卖出，实现其高价出货的真实交易目的。

实践中，如果股票的虚拟开盘参考价格发生了大幅波动，而参与交易的投资者，其申报可能对股价产生较大影响，并有大比例撤单、反向申报等行为的，该投资者的行为就可能构成集合竞价虚假申报。通常情况下，上交所会从投资者的申报价格是否明显偏离股票前收盘价、申报数量或金额是否较大、累计申报数量占相关股票同期全市场同方向申报总量的比例是否较高等方面，综合判断投资者的行为是否对股票虚拟开盘参考价格产生了重要影响。

## 二、案例

### (一)某投资者虚假申报导致股票虚拟开盘参考价异常上涨案

某日 9 时 16 分 4 秒，某股票虚拟开盘参考价涨停。经查，某投资者在 9 时 15 分 22 秒至 9 时 16 分 4 秒，以涨停价 24.17 元申报买入 3 笔合计 27.43 万股，占该股集合竞价阶段高于前收盘价(21.97 元)5%的全部买入申报量的 81.03%。9 时 19 分 51 秒，该投资者撤销全部买入申报，后在 9 时 24 分 20 秒至 43 秒改以 23.1 元(高于前收盘价 5.14%)的价格申报卖出 2.98 万股并全部成交。该股当日开盘价为

23.1 元。开盘后该账户继续申报卖出，全天以 22.6 元至 23.1 元的价格合计卖出 11.04 万股。



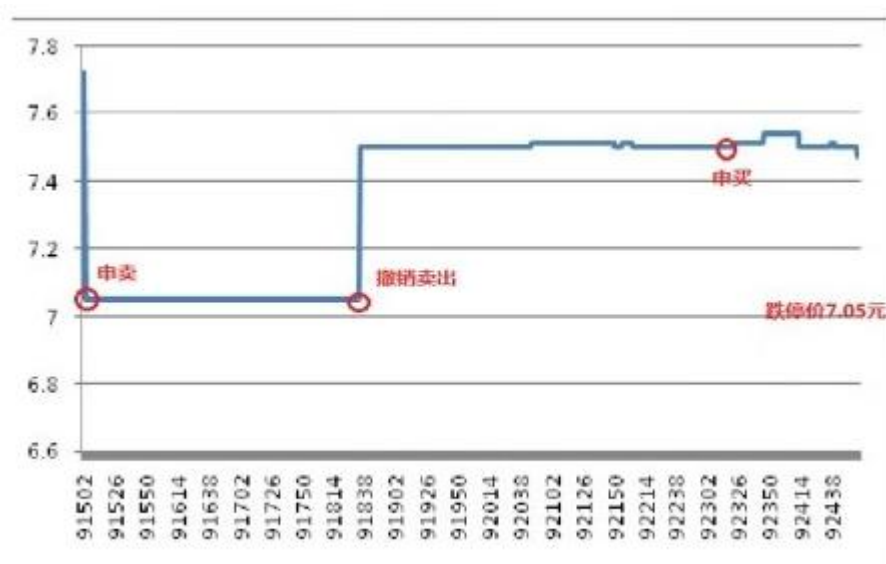
分析本案，主要有三个特点：一是该投资者高价申报买入的行为严重影响了该股的虚拟开盘参考价。集合竞价初期，该投资者的大量高价买入申报导致虚拟开盘参考价涨停 3 分 47 秒。而当该投资者撤单后，该股虚拟开盘参考价涨幅明显缩小。二是在影响股票虚拟开盘参考价的目的实现后，投资者的交易决策短时间内发生了从高价申报买入到撤销买入并反向卖出的重大转变。三是投资者卖出股票的意愿十分坚决。从集合竞价不可撤销申报的时段开始，到 13 时 51 分 7 秒，该投资者全天申报卖出 14 笔，合计成交 11.04 万股。

上述情况充分反映出该投资者希望通过高价申报误导其他投资者交易决策，从而为其卖出股份创造便利的意图。鉴此，上交所认定其行为构成集合竞价虚假申报的异常交易行为，并采取了相应的监管行动。

## (二) 某投资者虚假申报导致股票虚拟开盘参考价异常下跌案

某日 9 时 15 分 3 秒，某股票虚拟参考开盘价下跌 10%。经查，

某投资者在 9 时 15 分 3 秒，以跌停价 7.05 元申报卖出 1 笔 50 万股，占集合竞价阶段低于前收盘价(7.83 元)5%的全部卖出申报量的 95%。9 时 18 分 35 秒，该投资者撤销全部卖出申报，并在 9 时 23 分 24 秒改以 7.51 元(低于前收盘价 4.09%)的价格申报买入 3 万股，以 7.47 元全部成交。该股当日开盘价为 7.47 元。开盘后该投资者继续以 7.2 元至 7.87 元的价格申报买入 18 笔合计 97 万股，以 7.41 至 7.87 元的价格成交 53.2 万股，金额超过 300 万元。



与前案相比，该案中的投资者同样是通过大量虚假申报来影响虚拟开盘参考价，但目的是为低价买入证券，具体交易手法正好相反，表现为集合竞价阶段先行大量低价申报卖出，导致股票虚拟开盘参考价跌停，此后在短时间内撤销卖出申报并改为大笔买入。上交所认定该投资者行为已构成集合竞价虚假申报异常交易行为，并及时采取了相应的监管行动。

证券异常交易行为典型案例之二：强化尾市涨跌停趋势的虚假申报

## 一、强化尾市涨跌停趋势虚假申报的主要表现

日常交易中，多数投资者都有这样一种心理，即认为证券在当日收盘时涨停，表明市场对该证券的需求强劲，下一交易日可能继续上涨。同时，收盘时在涨停板价格上未成交的买入申报数量越多，下一交易日上涨的概率越大。反过来，当日收盘时跌停的证券，如果未成交的卖出申报数量较多，下一交易日继续下跌的可能性也会加大。

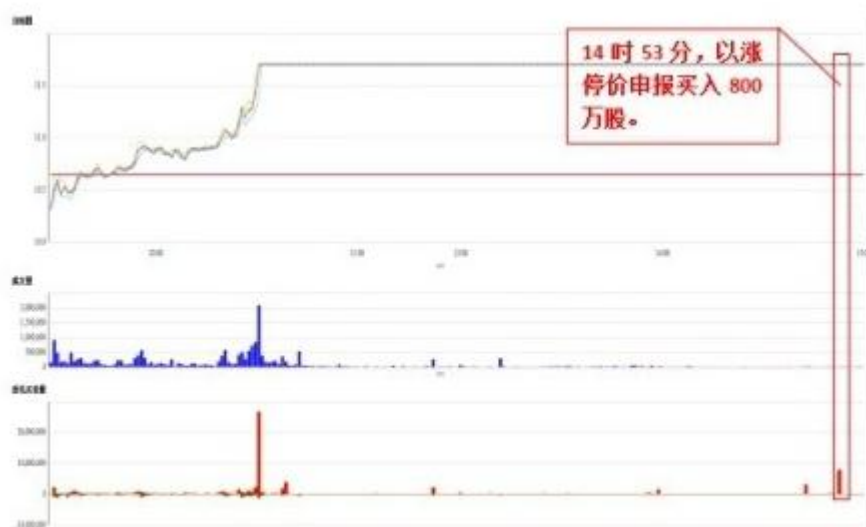
日常监控中，本所发现有投资者利用这一心理，采取市场俗称“封涨停”的方式，刻意选择接近收盘时仍是涨停的证券，在明知成交概率很小的情况下，继续以涨幅限制价格大量、大额申报买入，强化涨停趋势直至收盘，以吸引更多投资者在下一交易日买入，而其自身趁机卖出。另外，投资者还可能借助“封跌停”行为，制造或加大市场恐慌情绪，诱使其他投资者次日低价卖出，自身趁机买入。

鉴此，如果投资者在尾盘的交易行为及相关股票交易同时符合以下三个特征，则属于上交所《证券异常交易实时监控细则》第八条第（三）、（八）项等规定的情形，构成典型的强化尾市涨跌停趋势虚假申报的异常交易行为：一是股价在尾市阶段持续涨（跌）停直至收盘；二是进入尾市阶段时，股票在涨(跌)幅限制价格的未成交量较大。越临近收盘时间，股票在涨(跌)幅限制价格的未成交量越大，此后新增的买入（卖出）申报成交可能性越小；三是在符合上述两项特征的股票交易中，投资者新增申报的行为有强化股票交易价格趋势的作用。通常情况下，上交所会从投资者以涨（跌）幅限制价格申报的买入(卖出)未成交申报的数量或金额大小、以及投资者上述申报占相关

股票收盘时未成交申报的比例这两个方面，来判断该投资者新增申报的行为是否有强化股票交易价格趋势的作用。

## 二、某投资者通过虚假申报强化股票尾盘涨停趋势的案例

10 时 31 分，某股票涨停并保持至收盘。14 时 43 分，某投资者以涨停价 11.7 元申报买入 4 笔合计 314.22 万股。14 时 53 分，该股涨停价位上仍有 931.43 万股买入申报未成交。随即，该投资者再次以涨停价申报买入 8 笔合计 800 万股，占收盘时该股涨停价未成交申报总量 1960.03 万股的 40.82%。此外，截至收盘，该投资者在涨停价位上的未成交买入申报共有 1114.22 万股，数量特别巨大。



本案中，该投资者于 14 时 53 分以涨停价申报买入 800 万股之前，该股已有 931.43 万股的涨停价买入申报尚未成交，其中有 314.22 万股为其本人申报。考虑到该股自 10 时 31 分涨停后将近 3 个小时内仅成交了 648.52 万股的情况，在只剩 7 分钟就收盘时，该投资者再次以涨停价申报买入 800 万股，暴露出其希望通过堆积买单强化该股涨停趋势的意图。鉴此，上交所认定该投资者的行为已构成强化尾市涨

停趋势的虚假申报异常交易行为，并采取了相应的监管行动。

## 证券异常交易行为典型案例之三——盘中虚假申报

### 一、盘中虚假申报的主要表现

证券交易中，投资者可以撤销未成交的申报，但如果其撤销申报的行为出现上交所《交易规则》第 6.1 条第(六)项、《证券异常交易实时监控细则》第八条第(三)项等所规定的情形，则可能损害到市场上其他投资者的利益，扰乱市场交易秩序，构成盘中虚假申报的异常交易行为。

盘中虚假申报的典型特征是投资者有多次高于或低于实时最新成交价的申报，同时存在大比例撤销申报、反向交易行为。上交所在实时监控中发现，某些投资者正是通过频繁、大量的申报并撤销，来刻意影响行情系统展示的 5 档委买、委卖数量对比，造成市场买入(卖出)需求旺盛的假象，从而诱导其他投资者跟风买入(卖出)，自己再伺机从中获利。盘中虚假申报的主要表现形式有两种：

一是有投资者会在连续竞价交易中以低于实时最新成交价，同时又是全市场都能看到的最优 5 档以内价位，频繁、大量地申报买入其已持有的股票并快速撤销。这一行为能在一段时间内人为制造出委买数量远大于委卖数量的假象，误导其他投资者以为买盘强劲以更高价格申报买入，从而达到前述投资者通过虚假申报推高或维持股票交易价格的目的。也有投资者在计划买入股票时，会预先通过大量申报卖出的方法制造市场卖压较重的假象，误导其他投资者以较低价格卖

出，从而为自己低价买入创造便利。

二是有投资者在相关股票涨(跌)停时，以涨(跌)幅限制价格大量申报并频繁撤销申报，同时其自身账户并无实际成交或仅少量成交。从事该类异常交易行为的投资者通过涨(跌)幅限制价格大量申报，人为制造股票涨(跌)停价档位有大量买(卖)申报的虚假盘面信息，诱导其他投资者跟风买入(卖出)，以此维持和强化涨(跌)停股票的价格走势，同时自己再撤单并反向交易获取利益。由于已经涨(跌)停的股票比其他股票更容易吸引市场关注，因此投资者利用涨(跌)幅限制价格虚假申报更容易实现误导其他投资者的目的，危害更大，是一种特殊的虚假申报行为。

盘中虚假申报与集合竞价虚假申报、强化尾市涨跌停趋势虚假申报相比，三种行为都是虚假申报，都是意图通过不以成交为目的的申报影响交易秩序，获取不当利益。盘中虚假申报与集合竞价虚假申报的最明显区别在于行为发生时间不同。前者发生在交易日连续竞价阶段的9时30分到15时之间，后者发生在交易日的9时15分到9时25分之间。盘中虚假申报与强化尾市涨跌停趋势虚假申报的最大差别是前者主要表现为投资者频繁、大量的申报并撤销，而后者是在成交概率小的情况下，投资者继续大量、大额申报，并无撤销申报行为。

通常情况下，如果投资者在连续竞价阶段的交易行为及相关股票交易同时符合以下特征，即可能构成盘中虚假申报异常交易行为：一是投资者在单只股票的交易中多次发生先申报后在短时间内撤销的情况。正常情况下，大多数成交意愿强烈的投资者，其申报价格会十



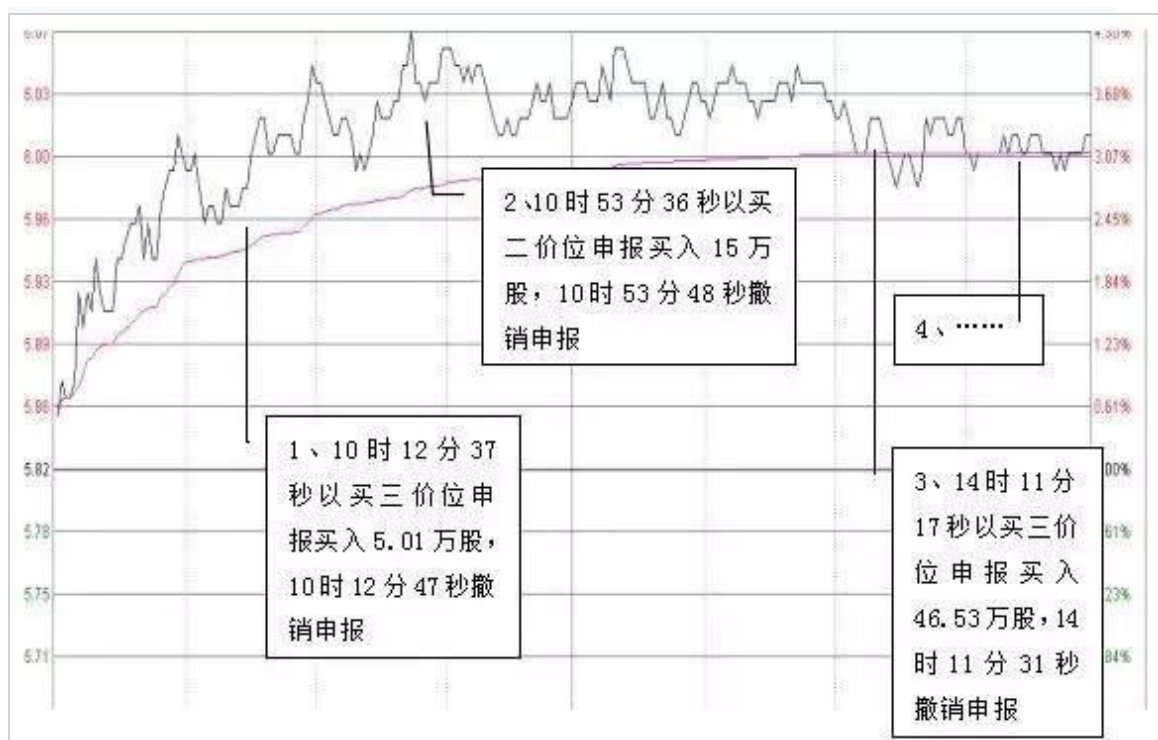
分接近甚至是优于实时最新成交价。另有部分投资者会基于自己对股票价格走势的判断，预设一个价格进行申报。但如果投资者在单只股票的交易中，多次预设一个偏离实时最新成交价较多的价格申报，同时又在短时间内撤销，说明其成交意愿不强烈，且交易决策反复多变，可能存在虚假申报嫌疑。二是投资者申报后快速撤销申报的频次较多，撤销申报数量比例较高。投资者申报-撤销-再申报-再撤销的频次越多，撤销申报数量占其已申报数量比例越大，其发生虚假申报行为的嫌疑越高。三是投资者的申报数量或金额较大。申报数量或金额大小完全取决于投资者自身的资金或持股情况，投资者的虚假申报数量或金额越大，对市场造成的影响越明显。

另外，考虑到涨(跌)幅限制价格虚假申报的危害性更大，也是游资大户最常使用的违规手法之一，上交所对涨(跌)幅限制价格虚假申报的监管更加严格，并不强调撤销申报时间距离前次申报的时间长短问题。

## 二、案例

### (一)某投资者盘中虚假申报买入股票案

9 时 42 分 21 秒至 14 时 52 分 59 秒，某投资者以低于实时最新成交价，且处于买一至买五之间的价格累计申报买入某股票 28 笔共计 561.67 万股，累计金额 3348.46 万元。累计撤销申报 26 笔共 541.67 万股，累计撤销申报金额 3229.06 万元。其中，在申报后快速撤销申报的有 17 笔共 17 次，累计撤销 484.59 万股，占申报数量的 86.28%。其中 3 次申报及撤销明细如图 1 所示。



根据该投资者多次、大量地以低于实时最新成交价，同时又是全市场都能看到的最优 5 档以内价格申报买入后又快速撤销申报的行为，上交所认为其申报不以成交为目的，而是意图通过影响行情揭示的委买数量来误导其他投资者，影响了该股票的正常交易秩序，属于盘中虚假申报的异常交易行为，并对其采取了相应的监管行动。

## (二)某投资者盘中虚假申报卖出股票案

10 时 43 分 13 秒至 14 时 19 分 28 秒，某投资者以高于实时最新成交价，且处于订单簿卖一至卖五之间的价格累计申报卖出某股票 15 笔共计 259.17 万股，累计金额 5246.43 万元。其间，该投资者存在多次申报卖出又撤销申报的行为，在申报后快速撤销申报的有 13 笔共 7 次，累计撤销 252.43 万股，占申报数量的 97.40%。其中 3 次申报及撤销明细如图 2 所示。



行为 1:10 时 47 分 23 秒以卖四价位申报卖出 10 万股，10 时 47 分 25 秒以卖五价位申报卖出 10 万股，10 时 47 分 47 秒撤销 10 时 47 分 25 的卖出申报，10 时 47 分 48 秒撤销 10 时 47 分 23 的卖出申报

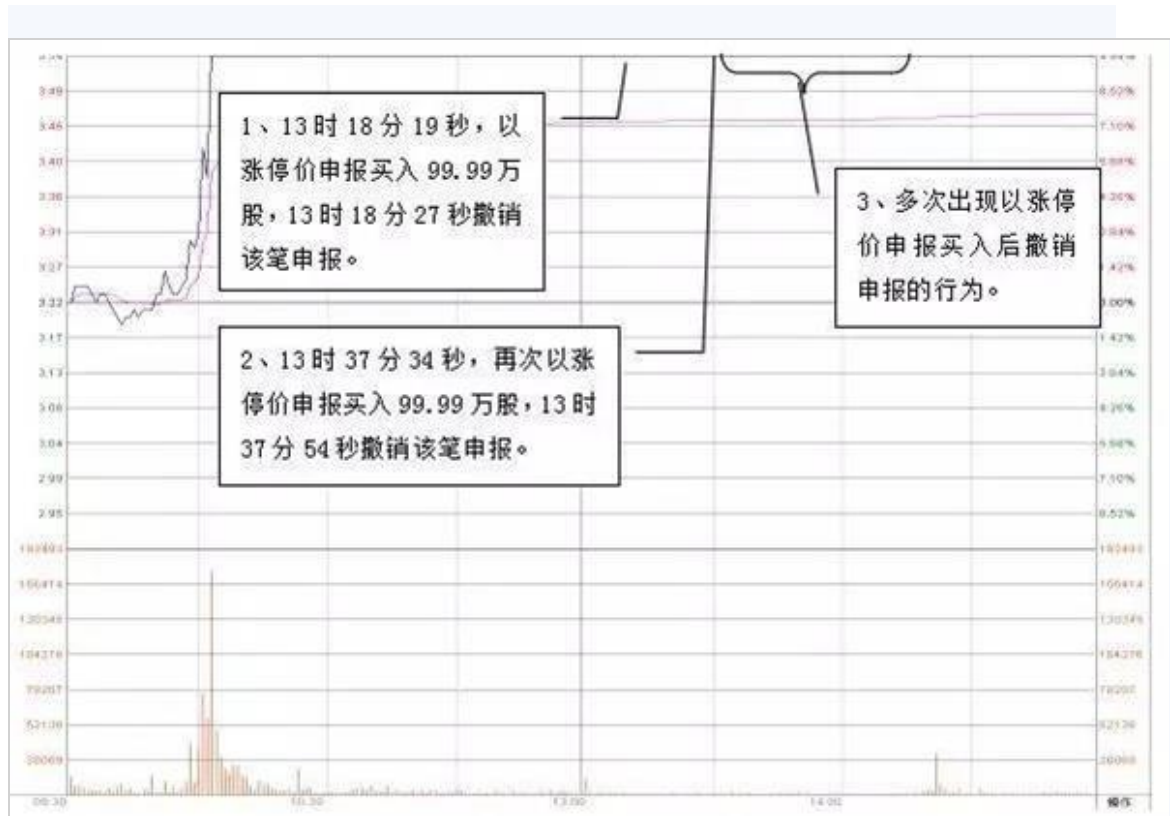
行为 2:10 时 53 分 25 秒以卖五价位申报卖出 10 万股，10 时 53 分 28 秒以卖五价位申报卖出 10 万股，10 时 53 分 46 秒撤销上述 2 笔申报

行为 3:13 时 54 分 34 秒以卖三价位申报卖出 94.17 万股，13 时 54 分 40 秒撤销申报

本案例中，投资者同样是通过多次、大量地在五档行情以内价位申报，又快速撤销申报的方式，意图影响其他投资者的判断，只是其申报方向为卖。这种频繁申报卖出后又快速撤销申报的行为，同样属于盘中虚假申报的异常交易行为，上交所对此也及时采取了相应的监管行动。

### (三) 某投资者在涨幅限制价格上虚假申报买入股票案

13 时 18 分 19 秒至 14 时 22 分 12 秒，某投资者以涨停价累计申报买入某股票 9 笔，合计 527.98 万股，撤单 522.98 万股，撤单量占申报买入量的 99.05%，且存在多次申报买入后撤销申报的行为。



经查，该投资者在当天的交易过程中，不断通过“申报买入—撤销申报”的方式，在自身证券账户不成交的情况下，人为制造涨停价档位有大量买单的盘面信息，诱导其他投资者跟风申报买入，以维持并强化股价的涨停趋势。上交所认为该投资者的上述行为，影响了该股的交易秩序，构成涨幅限制价格虚假申报的异常交易行为，并对其采取了相应的监管行动。

## 证券异常交易行为典型案例之四 —— 盘中异常申报

### 一、盘中异常申报的主要表现

根据上交所《交易规则》，股票竞价交易按价格优先、时间优先的原则撮合成交。其中，价格优先原则是指交易系统在撮合成交时，较高价格的买入申报将优先于较低价格的买入申报成交，同时较低价格的卖出申报优先于较高价格的卖出申报成交。时间优先原则是指对于买卖方向、价格相同的交易申报，先申报者优先于后申报者成交。

买卖双方充分博弈，形成股票价格，体现了证券市场的定价功能，也是其他投资者做出交易决策的重要参考。但是盘中异常申报行为，是在短时间内大量释放对股票的购买需求或出售供给，破坏了买卖双方的充分博弈过程，由此形成扭曲的市场定价，损害了证券市场的基本功能，并带来三个方面的具体危害：一是可能误导其他投资者。投资者出于追涨杀跌的交易心理或是对异动股票的特别关注，在股票价格急剧变动时更加敏感，更容易基于扭曲的价格做出错误投资决策。二是部分投资者可能利用上述心理，主动制造股价波动，诱导对手方参与交易，进而获取利益。三是在收盘阶段发生的异常申报，可能使得以相关股票为投资标的的产品或基金估值发生偏离。

上交所在日常监控中关注到的投资者盘中异常申报(市场俗称打压或拉抬股价)，主要有两种表现形式：

第一，投资者在短时间连续多笔申报并成交，导致相关股票在其申报期间发生同向大幅波动。在此期间，该类投资者的成交价格和相关股票价格往往呈现连续上升或下降的阶梯趋势。

第二，投资者为快速交易大量股票，在相近价位的手方申报数量明显不足的情况下，以明显偏离最新成交价的价格单笔申报并成

交，导致相关股票价格瞬间发生大幅波动。

通常情况下，盘中异常申报的典型特征是投资者主动大量、大额申报并成交，并在短时间内对相关股票的成交价格产生明显影响。实时监控中，上交所主要通过两个条件来判断投资者的申报是否异常。一是投资者是否存在较大金额或数量的主动成交。交易中根据对手方已确定的报价，主动响应并成交的一方对于交易达成有更加重要的推动作用。投资者主动追求成交，将使其交易行为对股票价格走势具有更强的影响力。以主动买入为例，一笔成交中的卖方先报价，投资者作为买方后报价并立即成交的，该投资者即为主动买入。此时，投资者主动买入数量越多，金额越大，占市场同期成交量比例越高，对股价上涨的推动作用就越明显。二是按成交时间先后，投资者的主动成交价格是否呈现连续上升或下降的情形，并与相关股价走势基本保持一致。

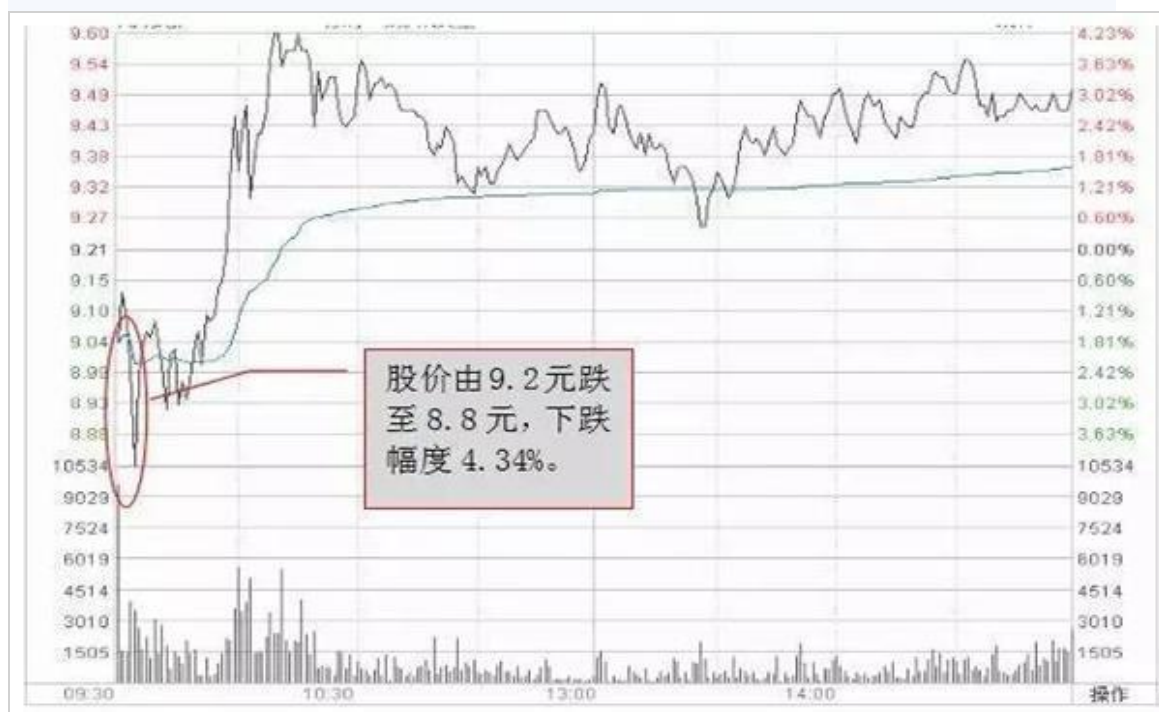
对于临近收盘的交易，考虑到收盘价格对次一交易日的交易会有参考影响，且可能涉及基金、资产管理计划等金融产品的估值，因此，上交所对于这一时段内的异常申报行为监管更加严格，体现在对股票价格的波动幅度要求更小。

综上，如果投资者的大笔申报、大额申报、密集申报或连续申报等存在以上情况，则符合上交所《证券异常交易实时监控细则》第八条第三款规定的情形，可能影响市场交易秩序，构成盘中异常申报的异常交易行为。

## 二、案例

## (一)某投资者盘中异常申报卖出股票案

2016 年 3 月 1 日 9 时 30 分 00 秒至 9 时 32 分 40 秒，某股票价格由 9.2 元下跌至 8.8 元，下跌幅度 4.34%。经查，某投资者在此时段内以最高 9.22 元、最低 8.8 元的价格，连续申报卖出 48 笔共计 50.52 万股，其中主动成交 35.35 万股，成交占比较高。进一步资料显示，该投资者的第一笔最高主动卖出成交价 9.2 元出现在 9 时 30 分 00 秒，此后连续申报卖出 47 笔，成交价一路下滑直至 9 时 32 分 40 秒的最低主动卖出成交价 8.8 元。综合考虑该投资者的主动成交价格、数量和占市场同期卖出总量的比例，其行为对该股在 9 时 30 分 00 秒至 9 时 32 分 40 秒的大幅下跌有重要影响，构成盘中异常申报行为。上交所对此及时采取了相应的监管行动。

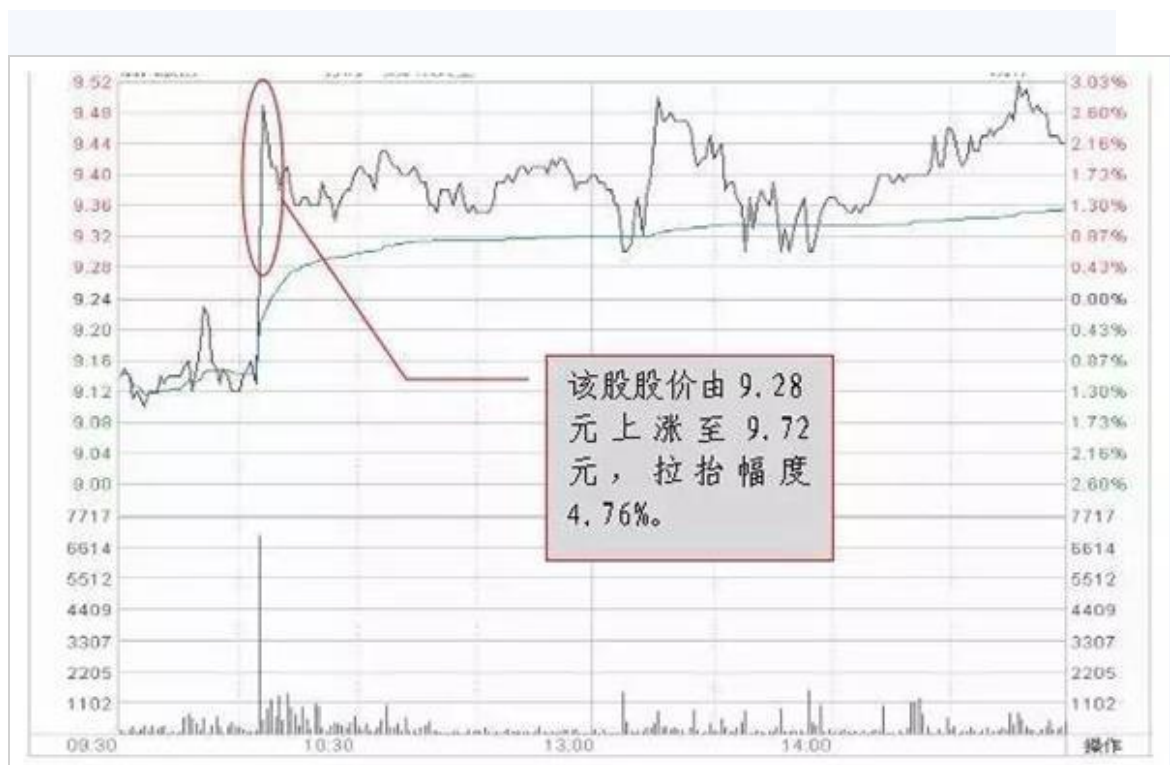


## (二)某投资者盘中异常申报买入股票案

10 时 5 分 43 秒，某投资者以 9.8 元申报买入某股票 1 笔共 30



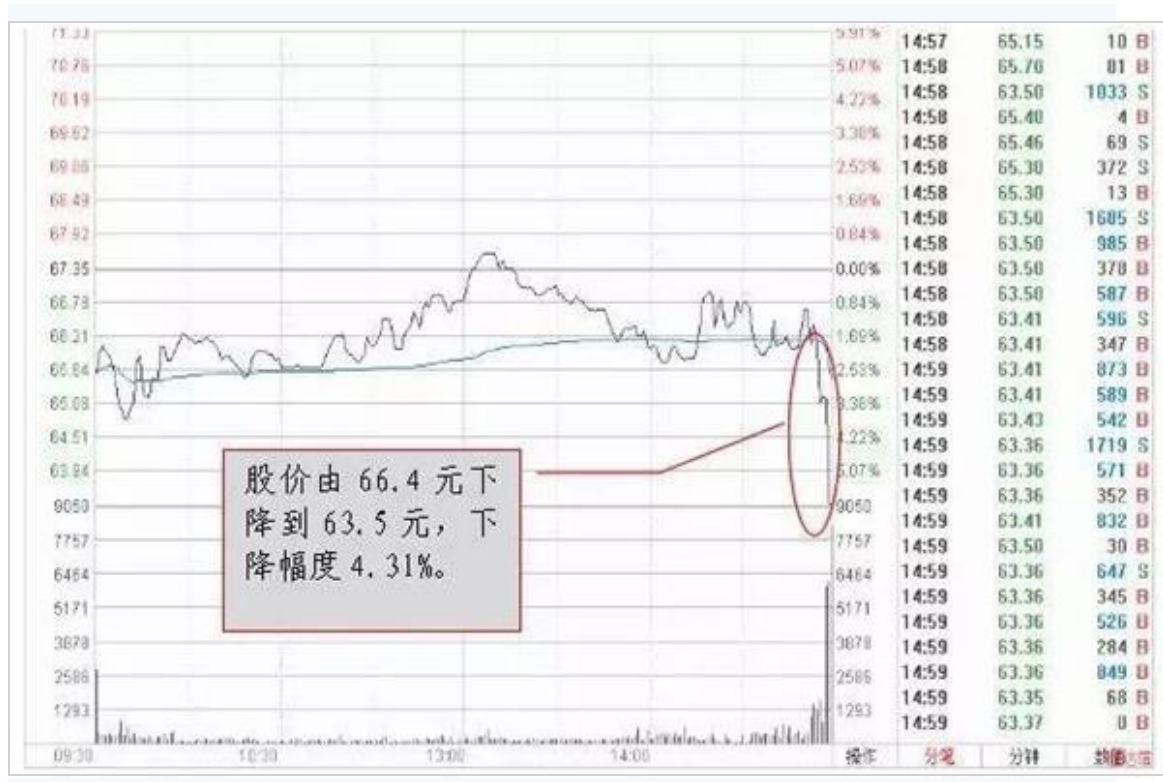
万股，在该笔申报前，市场上可见五档行情内，卖一至卖五申卖量合计仅 1.13 万股，投资者的申买量是前五档卖家申卖量的 26.55 倍。该笔申报即刻全部成交，导致该股价格在瞬间由 9.28 元上涨至 9.72 元，上涨幅度 4.76%。该投资者的这一笔申报，主动成交数量 30 万股，主动成交金额 287.15 万元，成交占比高，已构成盘中异常申报行为。上交所对此及时采取了相应的监管行动。



### (三) 某投资者收盘阶段异常申报卖出股票案

14 时 55 分 28 秒至 14 时 58 分 22 秒，某股票价格由 66.4 元下降到 63.5 元，下降幅度 4.31%。经查，某投资者在此期间以最高价 65 元至最低价 63.5 元，申报卖出 3 笔合计 53.5 万股，主动成交数量 31.06 万股，市场成交占比较高，对该股下跌有重要影响，构成收盘阶段异常申报，上交所对此及时采取了相应的监管行动。





#### (四)某投资者收盘阶段异常申报买入股票案

14 时 59 分 4 秒，某投资者以 34.2 元申报 1 笔买入 76.58 万股某股票，该笔申报前，市场上可见五档行情内的卖一至卖五申卖量合计 1.83 万股，投资者的申买量是申买前市场前五档合计申卖量的 41.85 倍。该股即刻全部成交，导致该股瞬间由 31.51 元上涨至 34.2 元，上涨幅度 7.9%。鉴于该投资者的申报主动成交 30.88 万股，市场占比高，对该股尾盘突然大幅上涨有重要影响，构成收盘阶段异常申报，上交所对此及时采取了相应的监管行动。

