

研究报告

(2016年 第2期 总第18期)

清华大学国家金融研究院

危机后的卖空监管

民生财富研究中心

2015年6月以来，中国A股市场出现非理性的大幅下挫，监管层为了维稳，接连公布了一系列针对股指期货和融券卖空的严格管控措施。从成熟市场对于卖空的监管政策来看，在发生股灾或金融危机时，出于防止危机进一步深化和挽救市场信心的目的，一般都会对做空机制做一定的限制。但是，限制做空对救市的成效到底如何，一直存在争议。本文首先介绍了美国证券交易委员会 (U.S. Securities and Exchange Commission, 以下简称“SEC”) 与国际证监会组织 (International Organization of Securities Commissions, 以下简称“IOSCO”) 关于卖空的内涵与意义的界定，总结了部分学术研究对卖空意义的探讨；接着在第二部分阐释了卖空监管的必要性；第三、四部分分别梳理了融资融券、股指期货、上证50ETF期权业务在我国推出的路径以及本次股灾后监管层针对融券卖空和股指期货交易的管控措施；美国在历次危机后针对卖空



的监管行为的历史回顾和中美卖空交易政策的对比在第五、六部分中逐一梳理；重点回顾了 87 年股灾和 98 年金融危机前后监管政策的演变。文末提出了三点政策建议：第一，健全多空平衡机制，合理运用做空机制；第二，提升机构投资者参与的广度和深度；第三，丰富资本市场产品体系，开发不同策略种类的金融产品。

一、卖空(short sale)的内涵与意义

关于卖空的定义,我国的相关法律并未涉及。根据 SEC 的规定,卖空(short sale)是指“投资者出售自身并不拥有的证券的行为,或者投资者用自己的账户以借来的证券完成交割的任何出售行为”。有学者根据卖空方是否对证券交收作出安排,认为卖空可以分为有交收保障的卖空(covered short sale)和无交收保障的卖空(即裸卖空)(naked short sale)。前者是指事先已借入证券,已达成借入证券协议、或可以通过期货、期权等合同权利获得证券等确定在交收日前能得到供交付的证券的情形。裸卖空,是指投资者没有借入证券或没有确定途径获得证券情况下的卖空行为。由于滥用裸卖空行为在市场下行期特别是极端市场环境中加大了市场的负面压力,造成市场恐慌,加之往往导致交收失败,扰乱证券交收秩序,并可能被市场操纵者利用,因此限制裸卖空是维护市场稳定的需要。

IOSCO 在其发布的咨询报告中,专门对卖空的定义作了阐释,指出尽管关于卖空的定义,各个国家或地区有不同的理解,但应主要考虑以下两个要点:(1) 卖出有价证券,(2) 卖出时是否拥有有价证

券的所有权或者是否签订买进这些有价证券的合约。表 1 总结了 IOSCO 对卖空交易的界定。

表 1 卖空交易的界定

卖出时的可交收性	分类
卖出者已经购买了该证券但尚未交收	非卖空
卖出者行使了期权、认购权证、转换权或其它合约上的权利，最终取得所卖出的有价证券	非卖空
卖出者拥有期权、认购权证、可转债或其他能用于交割的权利，但尚未执行	卖空
卖出者已借入所卖出的有价证券	卖空
卖出者已签订协议，借入所卖出的有价证券	卖空
卖出者在卖出有价证券时或交收钱，未签订协议，借入所卖出的有价证券	卖空(无交割保障的卖空)

资料来源：IOSCO

根据 IOSCO 提供的有关《卖空的监管与信息透明性》，卖空作为成熟证券市场的一项基本交易制度，对于各国或地区的资本市场的发展起到了重要作用，对此，IOSCO 给出的解释是，卖空可以为证券市场提供有效的价格发现机制，减少市场泡沫、增加市场流动性以及有利于投资者避险或者其他风险管理活动。理论和实证研究结果都表明，合理运用做空机制对于维护资本市场的健康发展十分必要。

建立做空机制的目的是为了给市场提供一个风险对冲的工具。倘若证券市场只有现货交易一种交易方式，则每当股价上涨，股票需求量大增，或者每当股价下跌，股票供给量大增，在牛市中的买涨行为导致牛市更牛，股市泡沫显现；而在熊市中，由于不能卖空，导致投资者的恐慌性抛售，使熊市更熊，股市陷入萧条，最终致使股票市场处于一种暴涨暴跌的失衡状态。然而如果卖空交易与现货

交易结合运作，当价格过度上涨时，卖空者预期价格下跌，会提前融券卖出，增加了股票的供给，进而拉低了股价；当股票价格如预期下跌时，卖空者需要补给，又增加了购买需求。做空机制的存在，促使证券价格一直处于一种动态调整的过程中，有利于发现股票价格，使股票的价值与价格不至于过度背离，并减少过度投机行为，也有利于降低资产膨胀与缩水的速度与幅度，起到稳定市场的作用。

Diamond and Verrecchia (1987) 在理性预期框架下建立模型分析了卖空限制对价格吸收私人信息的影响，他们认为投资者有理性预期，认识到卖空限制的存在会导致市场上的交易者（较乐观的投资者）降低乐观程度，吸收悲观投资者的信息，及时调整他们的信念，使股票价格不会出现过于高估现象。

Hong and Stein (2003) 研究了对卖空交易者的卖空约束能否阻止股市下跌，研究结果表明，如果对卖空交易者的卖空交易进行限制，那么卖空交易者所持有的关于股票市场的不利消息得不到释放，一直累积到市场开始下跌，这时不利消息的释放反而会进一步加剧市场下跌，使价格发现机制失灵。Figlewski and Webb (1981), Jones et al. (2002), Negal (2005) 用做空头寸来近似衡量利空消息，证明了做空限制将导致股票价格高估，做空限制减缓了信息传递效率，降低了市场有效性，因而阻碍了资本市场价格发现的功能。De Roon et al. (2001) 的实证研究表明，在不存在市场摩擦的情况下，美国投资者投资于新兴市场国家能够有效分散风险并获得对应的收益；在存在市场摩擦，尤其是做空受限制的情况下，风

险无法分散，收益也将消失。Charoenruek and Daouk (2003) 利用换手率作为衡量流动性的指标，通过对 111 个国家证券市场的研究发现，在有较严厉卖空约束的新兴市场国家中，股票市场的流动性明显比没有卖空约束条件的发达国家低。Bris et al. (2007) 运用了截面数据与时间序列数据分析了 46 个国家（地区）市场中卖空限制是否影响市场有效性，结果发现，在卖空被允许的国家（地区），价格吸收负面信息更快，而卖空限制能够减轻市场恐慌情绪的恶化。Saffi and Sigurdsson (2011), Boehmer and Wu (2012) 的研究结果支持了 Bris et al. (2007) 的发现，即卖空交易增加了市场价格吸收信息的效率。

二、卖空监管的必要性

卖空是一把双刃剑，一方面它可以为市场提供流动性，提供有效的价格发现机制；另一方面，它又可能被滥用，作为操纵股价下跌的工具，将导致下列诸多问题的发生：

一是导致市场失序。卖空造成市场失序的原因主要是由于卖空交易可能进行的非常迅速，以致于其他投资者在有机会发出新的订单之前，价格已经大幅下滑，这会导致潜在的投资者因无法知晓市场未来的走势而退出。需要指出的是，卖空交易并不必然会导致市场失序，事实上，正常的卖出也有可能导致市场失序。问题的要害在于，卖空交易可能会提高市场失序的风险，这也是卖空需要人为监管干预的一个重要原因。此外，如果卖空加速市场下滑，将导致

长期投资者由于资金压力抛售所持有的证券。由恶意卖空导致的某种股票价格急速下滑的压力将传导给市场中的其他部分，从而迫使市场价格的整体下滑，导致市场秩序紊乱。

二是市场滥用问题。卖空可能造成市场滥用，这并不是说卖空交易本身是滥用的根源。而是卖空具有增加市场下滑的能力以及促使内幕交易者进行内幕交易的可能性，所以容易成为不法分子操纵市场的工具。

三是违约问题。如果卖空者对市场出现误判，即如果卖空股票后，股价急剧上涨，卖空者就可能无法买回之前借入的股票来履行合同，从而导致交割失败，引发违约风险。

综上，卖空作为一种证券市场基础交易制度，对证券市场的发展起到了重要的作用，但其如果一旦被滥用，则会对金融安全构成威胁，这都昭示着对卖空进行监管的必要性。

三、做空机制在我国推出的路径及现状

做空机制为多空双向交易机制中的空头交易机制，我国目前证券市场上的做空交易通过融券交易、股指期货和ETF期权交易来实现。因ETF期权推出时间不久，规模小、门槛高，做空机制主要依托融券与股指期货。

融券卖空是在股票投资者预期价格将下跌时，从证券经纪人手中借券卖出，然后在一定时间内买入股票归还经纪人的行为，进行卖空操作的投资者要为所借股票提供担保物。融券市场的发达有助



于抑制市场的追涨杀跌，避免市场过度被动，在市场下跌过程中，融券卖空者获利回补股票买入的行为，可以为市场提供流动性，起到对冲下跌动能的作用。

股指期货卖空卖出的是在未来特定时点交割的以股票价格指数为标的物的标准化合约，如果股指期货与现货标的之间的走势出现价差偏离，套利者就可以通过“买入低估、卖出高估”品种而获取利益：具体来说，当投资者预期指数现货价格走跌时，先卖出期货合约，然后再买入平仓，赚取差价。投资者根据股票价格和股指变动的同方向趋势进行相反操作，规避市场下跌的系统性风险。做空机制被广泛应用于套期保值、套利交易、动量交易、套期保值等各种交易策略中，在资产组合管理中，投资者可以通过做空机制的灵活运用来低成本地调节头寸，降低风险。

1、融资融券、股指期货、上证 50ETF 期权业务的推出

我国 A 股市场陆续推出的做空机制，即融资融券交易机制、股指期货、上证 50ETF 期权交易机制是弥补“单边市”市场缺陷的重要举措。本节梳理了这三种交易机制在 A 股市场推出的历程。

2000 年以前的《证券法》，是在 1997 年亚洲金融危机的大背景下制定的，当时的《证券法》规定股票交易只能是现货交易，禁止期货交易和信用交易。国债“327”事件爆发后，我国最大的证券公司倒闭，证券交易所也面临前所未有的危机。故此证券交易不

允许有期货，必须以现货交易的形式，实质上排除了信用交易和期货交易。

2005年新修订的《证券法》中提出，股票交易不再限制于现货交易，也可以是国务院证券监管部门认定的其他的交易方式。这实质上是为股票期货交易和股票融资融券交易打开了法律空间。在这样的基础上，我国才有推出融资融券的法律条件。2006年8月1日起实施的《证券公司融资融券业务试点管理办法》第2条第2款对融资融券业务的定义作了解释，即向客户出借资金供其买入上市证券或者出借上市证券供其卖出，并收取担保物的经营活动，2008年6月1日起实施的《证券公司监督条例》第48条对“融资融券业务”这一概念作了进一步的阐述，即本条例所称融资融券业务，是指在证券交易所或者国务院批准的其他证券交易场所进行的证券交易中，证券公司向客户出借资金供其买入证券或者出借证券供其卖出，并由客户交存相应担保物的经营活动。

2008年，因美国发生次贷危机，进而引发全球金融危机，我国暂缓推出证券公司融资融券试点。直到2010年3月31日，融资融券业务启动试点；同年4月16日，沪深300股指期货在中金所挂牌。这两天无疑是值得记入中国资本市场史册的日子，标志着A股市场投资者拥有了对冲风险的工具。中国A股市场正式进入了“做空”时代。

经过向社会公开征求意见，证监会于2011年10月28日正式发布了《转融通业务监督管理试行办法》。证监会在转融通办法的

征求意见稿中规定，只要是不存在被禁止或限制进入证券市场或参与转融通证券融出业务、且最近三年内没有与证券交易相关的重大违法违规记录的机构股东，均可以充当转融通业务的证券出借人，包括券商、集合资产管理计划、基金、保险、信托、社保基金、企业年金、其他机构八大类。转融券的推出进一步完善了股市的做空机制和途径，使得股票估值更为理性。

2015年2月9日，上证50ETF期权正式上市交易，标志着A股市场增加了新的做空工具。股票期权是继融资融券、股指期货之后，A股市场的第三类重要金融衍生品工具。2015年4月16日，上证50期指与中证500期指同一天在中金所上市，股指期货的扩容，使期指的覆盖面更广，也更有利于投资者对冲股市的风险。表2整理了我国引入卖空机制的标志性事件。

表2 我国引入卖空机制的标志性事件整理

事件	法规政策	意义
2005年10月27日：新修订的《证券法》	股票交易不再限制于现货交易，也可以是证券监管部门认定的其他的交易方式	为股指期货交易和融资融券交易打开了法律空间
2006年06月30日：证监会发布《证券公司融资融券试点管理办法》	对“融资融券业务”的概念作了进一步的阐述：即向客户出借资金供其买入上市证券或者出借上市证券供其卖出，并收取担保物的经营活动	为融资融券的正式推出埋下伏笔
2006年08月21日：沪深两大交易所发布《融资融券交易试点实施细则》	融资融券试点施行	
2010年3月30日《证券公司融资融券试点管理办法》	沪深两大交易所将接受券商的融资融券交易申报	融资融券正式进入市场操作阶段
2010年4月16日 沪深300股指期货的推出	证监会批准同意在中国金融期货交易所上市沪深300股指期货合约	中国A股市场正式进入做空时代
2011年10月28日 转融券的推出	成立证金公司，将可以借出股票的机构分为券商、集合资产管理计划、基金、保险、信托、社保基金、企业年金、其他法人机构八大类	增加了标的券的供给



事件	法规政策	意义
2015年1月9日 证监会发布《股票期权交易试点管理办法》等股票期权配套文件	上证 50ETF 期权于 2015 年 2 月 9 日正式上市交易	丰富了投资者的交易策略，A 股市场增加了新的做空工具
2015年4月16日 上证 50、中证 500 股指期货合约的推出	证监会批准同意在中金所上市上证 50、中证 500 股指期货合约	丰富了股指期货市场的产品

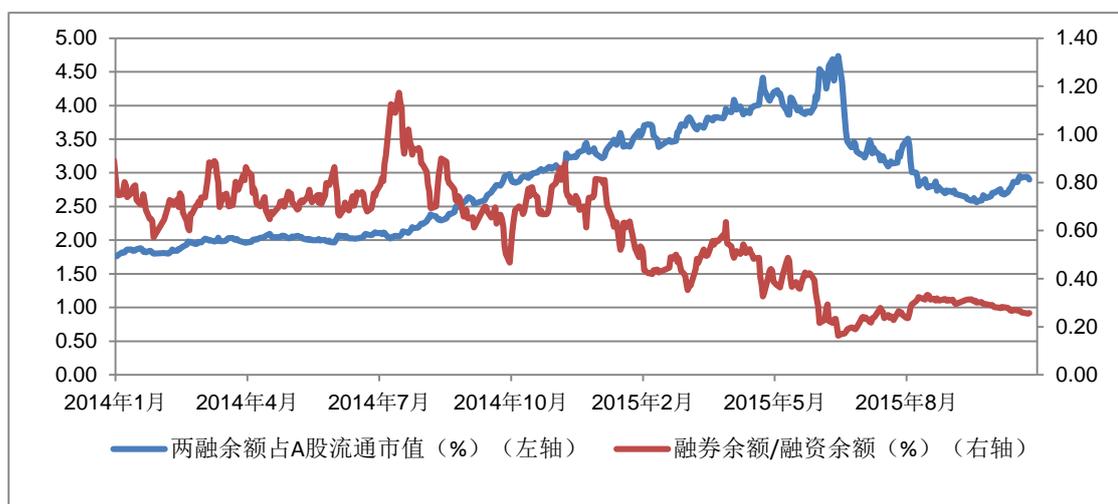
然而，一直到目前为止，我国股票的做空方式，仅有通过融券卖出、股指期货、上证 50ETF 期权三种方式。但由于监管部门实施投资者适当性管理，均设置了 50 万元的资金门槛，实际上导致真正能够利用这些金融工具对冲风险的投资者并不多。更多的投资者既无法通过融资放大收益，也不能通过期指、期权来规避风险，而且，由于两融业务中的融资与融券业务发展极不均衡，与融资额相比，融券的规模几乎可以忽略不计，也使投资者难以通过融券来对冲风险。

2、两融业务的现状-融券“跛脚”

目前我国融资融券业务还处于发展初期，两融交易额占市场交易额的比例很小。通过图 1 蓝色曲线，我们可以发现 2014 年初至今两融交易额占 A 股流通市值的百分比不超过 4.5%。但从发展趋势来看，在 2015 年 7 月以前，融资融券交易额占比在稳步提升。根据中国证监会《证券公司融资融券试点管理办法》的规定，投资者参与融资融券交易前，证券公司需要进行一系列繁琐的调查程序。融券卖出的资金来源的途径也仅有通过提交高额保证金这一种办法。同时，由于标的证券有限，再加上 A 股投资者固有的多头思维，导

致融券交易占比很低：从图 1 红色曲线中可以发现，从 2014 年至今，融券余额都不曾超过融资余额的 1/85（1.17%），多头空头比例严重失衡，出现融券“跛脚”、融资“一头沉”的状况。

图 1 2014 年 1 月-2015 年 11 月沪深两市融资融券规模比较概况



数据来源：Wind 资讯

多空失衡的状况导致市场缺乏调节机制：对于期现套利操作，当期货价格出现大幅升水时，套利者可以进行买入股票、卖出期货的正向套利；当期货价格出现大幅贴水时，套利者可以进行买入期货、卖出股票的反向套利，而反向套利可能将部分卖压从期货市场转移到股票市场，但是由于目前诸多的融券限制及多空严重失衡的状况，使得反向套利很难进行，由负基差引发的投资者恐慌情绪，导致市场的进一步下跌。

四、2015 股市暴跌后抑制做空的监管政策

自 2015 年 6 月 15 日以来，A 股市场发生了一场前所未有的股灾。根据 Wind 提供的数据，上证指数从 5178 点暴跌到 2850 点，

暴跌 45%，大多数个股股价被腰斩，不少个股的跌幅甚至达到了 60% 以上。不仅股市如此，股指期货也在劫难逃。根据中金所提供的数据，6 月 26 日，沪深 300 指数、上证 50 指数、中证 500 指数跌幅均在 7% 以上。7 月 8 日上证综指再次暴跌 6%。监管层认为，恶意做空可能是导致本次股灾的主要原因之一。打击恶意做空的声音持续发酵。

针对股指期货恶意做空，中金所接连在 7 月 5 日、6 日、8 日采取了限制开仓以及调整持仓数量等措施维稳。7 月 5 日，中金所表示，对中证 500 股指期货合约的部分账户限制开仓；7 月 6 日，中金所增大监管力度，要求自隔天起，对中证 500 股指期货客户日内单方向开仓交易限制为 1200 手；7 月 8 日，中金所发布《关于调整中证 500 股指期货交易保证金的通知》，该公告表示，“自 2015 年 7 月 8 日结算时起，中证 500 股指期货各合约的卖出持仓交易保证金，由目前合约价值的 10% 提高到 20%（套期保值持仓除外）；自 2015 年 7 月 9 日结算时起，中证 500 股指期货各合约的卖出持仓交易保证金进一步提高到合约价值的 30%（套期保值持仓除外）。”

7 月 9 日新华社报道，公安部会同证监会排查近期恶意卖空股票与股指期货的线索，《中国证券报》则透露，7 月 9 日证监会、公安部执法人员已进场，对 7 月 8 日涉嫌恶意做空大盘蓝筹的十余家机构和个人开展核查取证工作。2015 年 8 月 3 日，中金所开始认定单个合约每日报撤单行为超过 400 次，每次自成交行为超过 5 次的，将被认定为“异常交易行为”。就在同一天，沪深两市深夜接

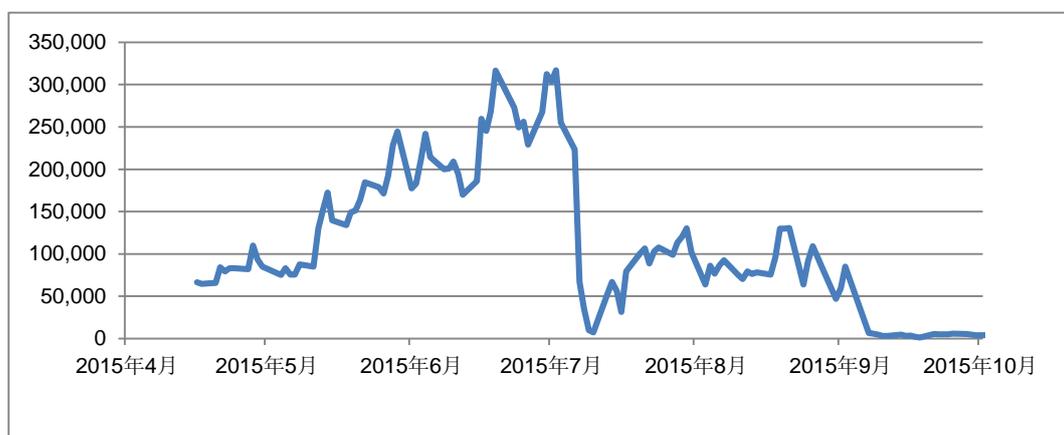
连修改融券规则，卖出、还券的交易闭环从此前的“T+0”变更为“T+1”。上交所对融资融券交易实施细则第十五条进行了修改，修改后的条文即：“客户融券卖出后，自次一交易日起可通过买券还券，或直接还券的方式向会员偿还融入证券”。较修改前增加了“自次一交易日起”的限定。深交所随后也对细则做了相应修改。这意味着融券卖出+还券的交易闭环从此前的“T+0”变为“T+1”。交易所此次规则修改可能旨在限制ETF套利，减少相关成份股日内价格波动，避免高频交易。

现货市场“T+1”与“涨跌停板”交易制度导致当日买入的投资者无法选择卖出。在个股大量跌停、大量停牌、流动性严重不足的情况，股指期货成了唯一的逃生通道。股市的急跌刺激了投资者的不满情绪，而情绪在舆论的传导中找到了一个发泄口——股指期货。有部分舆论认为，股指期货交易的做空行为是股市暴跌、阻碍救市生效的元凶。市场上救市的呼声四起，这其中就包括叫停股指期货交易，或在股指期货实行T+1交易。股指期货成了千夫所指。

正是在这种舆论背景下，中金所在8月25日到9月2日的9天时间内三度修改股指期货的相关规则，针对单日开仓量的手数限制及交易保证金的上调，采取了一些列管控措施，8月25日，中金所“为抑制市场过度投机，防范和控制市场风险，促进股指期货市场规范平稳运行”，分三天时间将非套期保值持仓的交易保证金由12%梯度性上调至20%，同时将单个股指期货产品、单日开仓交易量限制在600手以内。

8月28日，在前一次梯度调整刚刚完成的情况下，中金所再度出手，将非套期保值持仓的交易保证金一次性提高至30%，同时将单个产品、单日开仓交易量限制在100手之内，该措施于8月31日起施行。通过图2，我们可以发现，沪深300股指期货主力合约的成交量自7月初起，呈显著走低趋势。9月以后，交易几乎呈停滞状态。

图2 沪深300期指主力合约成交量（手数）



数据来源：Wind 资讯

股指期货交易几乎停滞是由于，9月2日，中金所发布《中金所进一步加大市场管控严格限制市场过度投机》的公告，对股指期货交易作出以下四项严控措施：

一是调整股指期货日内开仓限制标准，将单个产品、单日开仓交易量限制在10手之内，这一限制措施势必压缩期指策略的运行容量；二是提高股指期货各合约持仓交易保证金标准。将非套期保值持仓交易保证金标准由30%提高至40%，将套期保值持仓交易保证金标准由目前的10%提高至20%；三是大幅提高股指期货平今仓手续费标准，将股指期货当日开仓又平仓的平仓交易手续费标准，

由之前按平仓成交金额的万分之一点一五收取，提高至按平仓成交金额的万分之二十三收取，日内交易成本急剧上升；四是加强股指期货市场长期未交易账户管理。对于长期未交易的金融期货客户，要求会员单位要切实做好风险提示，加强验证与核查客户真实身份。可以说，这四大规定一出，股指期货基本上就“自废武功”了。尽管套保账户除保证金上调外并没有受到中金所的其他交易限制，但因为期指多头的交易受限，套保账户很可能面临没有交易对手的尴尬局面，亦将在一定程度上对套保策略的执行造成影响。

9月7日晚，沪、深交易所和中金所拟在保留现有个股涨跌幅制度前提下，引入指数熔断机制，三大交易所发布交易规则修订并公开征求意见。根据通知，当沪、深300指数日内涨跌幅达到一定阈值时，沪、深交易所上市的全部股票、可转债、股票期权等股票相关品种暂停交易，中金所的所有股指期货合约暂停交易，暂停交易后，视情况恢复交易或直接收盘。民生证券宏观分析师张媛指出，“熔断机制”的正式亮相，意味着卖空行为已经触及到监管层容忍的下限。

严厉的监管措施立竿见影。根据中金所的数据，当日，股指期货 IC1509 合约、IF1509 合约、IH1509 合约成交量均出现暴跌，环比分别暴跌 92.17%、93.31% 和 91.75%。沪综指成交量下挫超过 40%，成交量触及 2015 年 2 月以来最低值。关于中美两国关于股指期货“熔断”机制的具体分析将在本文第五部分中阐释。

2015年12月4日，经中国证监会同意，上交所、深交所、中金所正式发布指数熔断相关规定，并将于2016年1月1日起正式实施。此外，中金所也将调整股指期货开收市时间，与现货市场保持同步。三家交易所将触发5%熔断阈值暂停交易30分钟缩短至15分钟，但保留了尾盘阶段触发5%或全天任何时候触发7%暂停交易至收市的安排。表3整理了股灾后对于融券卖空与股指期货的主要监管措施。

表3 股灾后对于融券卖空与股指期货的主要监管措施总结

时间	监管机构	监管政策及交易规则	干预措施
2015年6月8日	证监会	修订后的《证券公司融资融券业务管理办法（征求意见稿）》	融资融券（两融）合约展期、监管底线、投资者参与资质等均作了明确规定。
2015年7月1日	上交所、深交所	《融资融券交易实施细则（2015年修订）》	明确个人投资者最低资产要求为50万元；修订内容包括允许融资融券合约展期，完善基金、债券标的选取标准，优化融资融券交易机制等方面。
2015年7月9日	中金所	《关于调整中证500股指期货交易保证金的通知》	提高中证500期指卖空保证金比例至30%。
2015年7月9日	证监会、公安部	证监会发言人公开表示，要坚决查处操纵市场的情况	公安部会同证监会排查近期恶意卖空股票与股指期货的线索。证监会、公安部执法人员进场，对7月8日涉嫌恶意做空大盘蓝筹的十余家机构和个人开展核查取证工作。
2015年8月3日	上交所、深交所	对《融资融券交易实施细则》第十五条进行了修改	“客户融券卖出后，自次一交易日起可通过买券还券，或直接还券的方式向会员偿还融入证券”。较修改前增加了“自次一交易日起”的限定。这意味着融券卖出+还券的交易闭环从此前的“T+0”变为“T+1”。
2015年8月25日	中金所	《关于调整沪深300、上证50、中证500股指期货非套期保值持仓交易保证金的通知》、《关于调整股指期货提货手续费标准的通知》	1、分三天时间将非套期保值持仓的交易保证金由12%梯度性上调至20%； 2、同时将单个股指期货产品、单日开仓交易量限制在600手以内。



2015年8月28日	中金所	再度出手干预	1、将非套期保值持仓的交易保证金一次性提高至30%；2、同时将单个产品、单日开仓交易量限制在100手以内。
2015年9月2日	中金所	再出四项措施抑制股指期货过度投机	1、单个产品、单日开仓交易量超过10手的构成“日内开仓交易量较大”的异常交易行为；2、非套期保值持仓交易保证金标准提高至40%，套期保值持仓交易保证金标准提高至20%；3、日内平今手续费提高至按平仓成交金额的万分之二十三；4、加强股指期货市场长期未交易账户管理
2015年9月7日	上交所、深交所、中金所	《关于就指数熔断相关规定公开征求意见的通知》	在保留现有个股涨跌幅制度前提下，引入指数熔断机制：当沪深300指数日内涨跌幅达到一定阈值时，沪、深交所上市的全部股票、可转债、可分离债、股票期权等股票相关品种暂停交易，中金所的所有股指期货合约暂停交易，暂停交易时间结束后，视情况恢复交易或直接收盘。
2015年12月4日	上交所、深交所、中金所	正式发布指数熔断相关规定	要点：当沪深300指数涨跌超过5%时，将暂停交易15分钟；14:45及之后涨跌超过5%，以及全天任何时段涨跌超过7%，将暂停交易至收市。

五、金融危机后美国限制卖空的监管行为

美国的金融监管模式及相关法律制度，一直作为新兴市场学习和模仿的楷模。其金融风险的历史也是监管不断完善和创新的历史。在卖空领域，美国的卖空监管法律制度也被认为是最完善、最先进的，它是美国监管当局从特定的证券市场环境出发，探索在证券市场稳健发展的基础上，基于既发展又限制卖空交易的一种监管制度安排。本章节梳理了美国历史上几次严重的股市波动后，针对“卖空”提出的监管制度。

1、1929 年：过度融资融券 美国股市崩盘

1929 年 10 月 24 日，纽交所股价暴跌，道琼斯工业指数一夜蒸发 17%。因此，当日被称为“黑色星期四”。历史数据显示，截至 1929 年 3 月，美国证券公司提供给小投资者的日常贷款金额相当于股市市值的三分之二以上，市场上总贷款额超过 85 亿美元，比美国当时流通货币总额还要多。1929 年美国股市崩盘后，无数人毕生积蓄被套在股市上，进退不得，美国股市全面崩盘。当时美国政界和商界许多人士认为，正是由于股民和机构过度融资融券(Margin)与新古典经济学“自由放任”的监管，才引起了 1929 年股灾。监管部门逐渐意识到信用交易过度的风险，开始实施法律管制。

2、1934 年：卖空正式纳入法律监管的范畴

为防止过度融资融券再发生，美国国会于 1934 年出台《证券交易法》，在第 7 章中将联邦储备委员会定义为融资融券的监管机构，并将卖空正式纳入了有效法律监管的范畴。1938 年，为了限制下滑市场中的卖空，SEC 颁布了 10a-1 条款，制定 10a-1 条款的立法目的在于：(1) 消除卖空者在下滑市场中加速价格下滑的企图；(2) 允许上涨市场中的卖空；(3) 阻止卖空以一种连续低价的方式成交，使卖空不能作为驱使价格下跌的工具。10a-1 条款的主要内容在于对卖空进行价格限制，明确规定除少数情况外，卖空交易应符合“提价规则”，即 (1) 加价规则(plus tick): 公司股票仅能以高于先前交易价的价格进行卖空，或者是 (2) 零加价规则(zero-plus tick):

卖空价格如果等同于最近一次成交交易的成交价格，这个价格必须高于前一次成交交易的成交价格。

此外，针对信用交易监管，1938年的X规则规定：禁止交易商以低于最后一次交易价格进行卖空，以防止股价下行时投资者的过度抛售行为。美国自1934年来，共对信用交易的初始保证金比例做过22次调整，大多数时间在50%-75%之间变化，1974年1月的Regulation T是最后一次对初始保证金进行调整，定为50%并一直保持到现在。此外，维持保证金比率由交易所自行制定。

3、1987年股灾：

3.1 为股指期货“正名”

美国于1982年推出股指期货，不幸的是，5年后，美国引领全球爆发股灾。1987年10月19日，纽约股票市场爆发了史上最大的一次崩盘事件，道琼斯工业指数一天之内重挫508.3点，跌幅达22.6%，CME的S&P500指数期货更是暴跌28.6%。这一天也被美国金融界称为“黑色星期一”。许多人将股灾的责任推给股指期货，认为股指期货的做空功能加剧了市场的抛盘量，最终导致股指暴跌。

针对1987年“黑色星期一”暴露出的投机炒作，SEC推出了80A规则，防止套利交易者在股市上升或下跌达到一定幅度时，通过推高或打压成分股现货价格来影响期货指数而获利的行为，此规则被称为80A项圈规则(Collar Rule)；同时，期货合约价格超过某一

波幅时，会将其导入一个单独交易系统，并等待 5 分钟并确定买卖不平衡程度，5 分钟后交易指令才有资格执行，此规则被称为 80A 靠边规则(Side-car Rule)。

股灾发生后，美国政府成立了以财政部布雷迪为首的总统工作小组进行了调查，于 1988 年发布了著名的《布雷迪报告》(Brady Report)。其基本结论是：指数套利和组合保险这两类交易在股票指数期货和现货市场互相推动，最终造成股市崩溃。换言之，美国也一度将股指期货视为洪水猛兽。

而监管层、学术界则认为，不能将股灾爆发的原因全部归结为期货市场。期货市场反映信息的速度较现货市场快，并不能由此推出期价变动引发现货价格变动的结论。期货之所以受到青睐是由于期货市场调节组合头寸的成本较低，且可以迅速建立新的头寸。股灾的元凶另有其人：当时美国较高的利率使得固定收益类资产得到投资者偏爱，资金从股市转移到债券，直接致使股价暴跌。因此，不能想当然的将股指期货视为是此次股灾的主要原因。

1991 年，以诺贝尔经济学奖得主莫顿·米勒(Merton Miller)为首的工作小组经过大量详实的调查，否定了《布雷迪报告》中关于股指期货引致股灾的结论，认为 1987 年的股灾和 1929 年的股市“崩盘”并没有本质区别，都是宏观经济问题累积以及股票市场本身问题导致，不是由股指期货市场引起。事实上，全球股市在 1987 年股灾那天都出现了下跌，且在一些没有股指期货的国家，股市跌

幅反而更大。股指期货是标准化的风险管理工具且由交易所或清算所充当所有买方和卖方的中央对手方，透明度高、流动性好、信用风险极低、监管严格，难以成为欺诈的工具，股指期货更不是导致股灾发生的罪魁祸首。

前美联储主席格林斯潘在 1988 年 5 月美国众议院关于 1987 年股灾的一次演讲中对股指期货给予肯定的意见：“许多股票衍生产品的批评者所没有认识到的是，衍生品市场发展如此之快，并不是因为其特殊的推销手段，而是因为给衍生产品的使用者提供了经济价值。这些工具使得养老基金和其他机构投资者可以进行套期保值，并迅速低成本地调节头寸，因此在资产组合管理中衍生工具起了重要的作用。”

3.2 “熔断”机制的恢复

芝加哥商业交易所(Chicago Mercantile Exchange)（以下简称“CME”）曾在 1982 年对标普 500 指数期货合约实行过日交易价格为 3% 的价格限制。但这一规定在 1983 年被废除，直到 1987 年出现了股灾，才使监管层重新考虑实施价格限制制度。1988 年 10 月 19 日，即在“黑色星期一”出现一周年后，美国商品期货交易委员会(CFTC)与证券交易委员会(SEC)批准了纽约股票交易所(NYSE)和芝加哥商业交易所(CME)的熔断机制，熔断机制是指在股票交易时设置一个熔断价格，使合约买卖报价在一段时间内只能在这一价格范围内交易的机制。例如，假设规定熔断价格为前一个交易日结

算价的正负 6%，那么当前市价触及正负 6%限制并持续五分钟时，熔断机制启动。在随后的五分钟内可继续成交，但买卖申报价格只能在前一交易日结算价的正负 6%之内，超过 6%的申报会被拒绝。10 分钟后，价格限制放大到 10%。

4、2004 年：制定 Regulation SHO

10a-1 条款在 2004 年以前一直是美国规范卖空的主要立法。但是随着时间的推移，美国金融市场经历了较大的发展和变化，促使 SEC 开始考虑提价规则是否适应当前金融市场的发展和变化。2004 年 7 月 28 日，SEC 制定 Regulation SHO，即《证券卖空条例》，取代《证券交易法》中卖空交易的相关条款，旨在为美国卖空监管提供新的监管框架。

该法案的立法目的在于：一是建立统一的证券定位和交付要求，以解决如“裸卖空”带来的市场冲击；二是为卖空制定统一的标识要求；三是增强卖空监管的灵活性，即在需要控制卖空时，提供必要的控制措施，当不需要控制的时候，可暂时停止这些限制。Regulation SHO 虽然设法约束了裸卖空的规模，但并没有对其进行严格限制，该法案主要在价格测试、证券定位及交付、门槛证券的卖空等方面做了规定，旨在解决因大量交付失败的证券对市场带来的冲击，但因为并没有相应的惩罚措施，在遭遇市场突变的情况下，对利用内幕消息卖空等操纵市场的行为，实施效果并不理想。表 4 总结了《证券卖空条例》的主要内容及发挥的作用。

表 4 Regulation SHO (即《证券卖空条例》)主要内容总结

主要内容	规则名	具体细则	作用
价格测试	201 规则	规定了以最优成交价(bid test) 作为测试价格, 取代 10a-1 条款规定的以最新成交价为测试价格, 包括纳斯达克市场在内的全国市场卖空交易价格必须建立在最优报价之上。	使卖空交易实行了统一的价格测试
证券定位及交付条件	203 规则	对经纪人或交易商的行为进行约束, 规定一个经纪人或交易商必须具有下列条件, 才能接受客户的卖空指令, 或者以自身账户下达卖空指令: (1) 已经借入证券或者已经达成借入证券的协议; (2) 有充分的证据表明客户在交割时可以借到证券; (3) 有书面文件保证满足前述第一项条件。	对投资者或者经纪商的“裸卖空”行为作出约束
	200 规则	200 规则对投资者拥有证券的情形进行了列举: (1) 此人或其代理人已经获得了该证券的权利; (2) 此人已购买或者签订了无条件的对买卖双方都有约束力的合同, 尽管证券还未交付; (3) 此人拥有可转换和交换的证券, 或者已提出转换或交换证券的请求; (4) 此人已获得购买期权权利并已经行使了该权利; (5) 此人有权购买或获得认购权证, 并已经行使了该权利或认购权证; (6) 此人购买了一个证券期货合同, 且已收到该头寸会被按时结算, 以及按时收到相关证券的通知。	
临界证券 (或译“门槛证券”) 的卖空	203 规则	临界证券是指符合下列条件之一的证券: (1) 连续 5 个结算日在登记结算机构不能交割的证券达到 10000 股或以上的证券; (2) 交割失败的证券占到发行人总股本的 0.5%; (3) 自律组织如证券交易所名单上的证券。203 规则还规定, 如果登记结算机构的参与人对临界证券的卖空交割失败超过 13 天, 参与结算的代理机构必须购买同种类和数量的证券完成交割, 并对未成功交割的临界证券进行强制平仓, 且不能再从事临界证券的卖空, 除非已经购入同种类和数量的证券。	发挥卖空的有效功能及实践需要
例外条款	203 规则	规定了几种例外情形: 一是“祖父”条款, 一只证券在成为临界证券之前, 卖空交割的期限可以不受《证券卖空条例》要求的 13 天期限的限制; 二是期权做市商豁免条款, 这主要是为适应做市商真正做市活动避险需要所进行的卖空。	

5、2008 年：全球金融危机 零容忍裸卖空

2008 年下半年, 美国爆发了金融危机, 导致美国股市暴跌, 道琼斯指数从最高的 14279.6 点跌至最低 6440.08 点。随着金融危机的爆发, 投资者对美国金融机构股票普遍卖空, 恶意的裸卖空交易

大量出现，为了避免金融市场的剧烈波动，SEC 通过颁布“卖空禁令”、修改 SHO 规则及加强卖空交易信息披露三个主要措施，对卖空交易加以管制。表 5 总结了金融危机中美国采取的临时卖空限制措施：SEC 采取传统办法，直接禁止卖空。有所不同的是，它不是全面禁止卖空，而是有选择地禁止卖空。

表 5 2008 年国际金融危机中美国采取的临时卖空限制措施

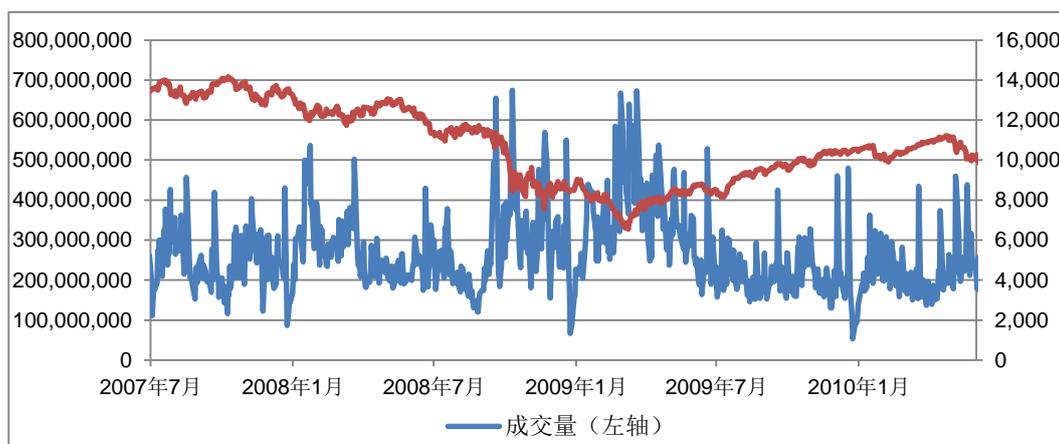
生效起止日期	措施	受限股票
2008 年 7 月 21 日- 2008 年 8 月 12 日	禁止对房地美、房利美、雷曼、高盛、美林、花旗等 19 家受次级债影响的大型金融机构的股票进行“裸卖空”	金融类股票
2008 年 9 月 18 日- 2008 年 10 月 8 日	发布了禁止裸卖空 (Naked Short) 的通告，明确不准在没有持有股票或融券的情况下进行卖空；禁止对 799 只金融机构股票卖空；授权交易所扩充禁止卖空股票的范围	金融类股票
2008 年 9 月 18 日- 2008 年 10 月 8 日	机构投资管理者必须每天向美国证监会报告其卖空股票的数量及金额（两星期后向市场公开）	所有股票
2008 年 9 月 18 日- 2009 年 7 月 31 日	实行严格的 T+3 清算交割规定；取消“期权做市商豁免”条例；采纳规则 10b-21 制定裸卖空反欺诈条款。	所有股票
2009 年 7 月 31 日	增加 204T 规则：将 08 年 9 月的修改永久化，实行严格的 T+3 清算交割规则变为永久性规则	所有股票

2008 年 7 月 15 日，房利美和房地美资金上面临困境从而引发市场恐慌，为了保证市场秩序和投资者的利益，SEC 发布紧急指令，禁止对房地美、房利美、雷曼、高盛、美林、花旗等 19 家受次级债影响的大型金融机构的股票进行“裸卖空”，即要求在卖空这些股票之前必须先借入相应的股票。“裸卖空”禁令于 7 月 21 日正式生效，7 月 29 日结束。7 月 29 日，SEC 将“裸卖空”禁令的时间延长至 8 月 12 日，并表示这次“禁空令”结束后将不再延长。

9月17日，次级债影响恶化，雷曼面临破产，美林被美国银行收购，SEC发布新的卖空规定，对“裸卖空”实行零容忍的全面禁止政策，硬性规定“T+3”结清，强制性要求预先借入证券，交割失败的“卖空欺诈”行为将被严惩。除了投资者受到惩罚之外，经纪商将附上连带责任而不允许代理其他客户进行卖空操作。除了规则上更加严格之外，“裸卖空”的限制对象也从19家金融机构全面扩大至整个市场。

9月19日，通过修改SHO规则，SEC进一步加强对所有卖空行为的管制，要求机构投资者报送规则实施前的空头持仓以及空头仓位的变动情况。该指令的有效期在10月2日结束。SEC同时表示，如果金融环境仍没有好转，将考虑继续延长10个交易日。10月1日，SEC将对“合法卖空”的禁令延长至10月17日。图3中可以发现，“禁止做空金融股的举措”推出后，道琼斯指数随后一路下滑至低点，直到2009年3月才开始反弹。

图3 限空政策前后的道琼斯工业指数价格及成交量走势



数据来源: Yahoo Finance

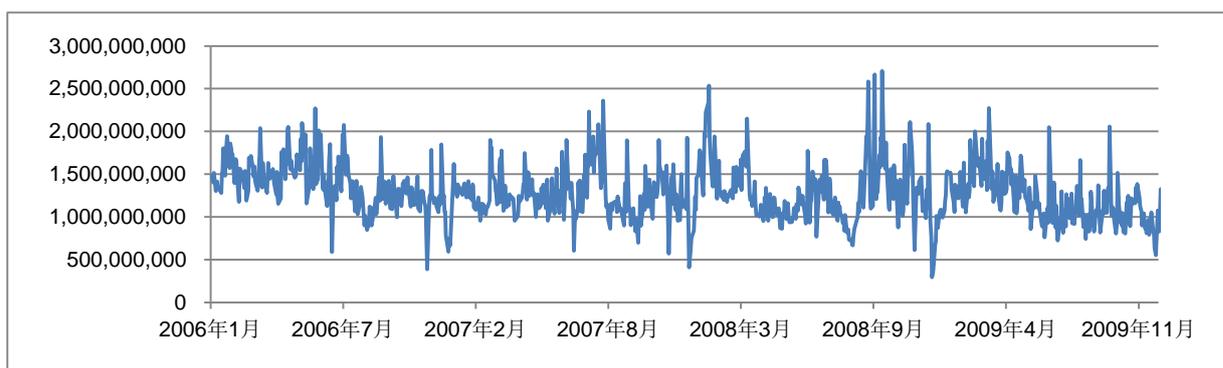
国外学者对金融危机后全球卖空监管政策的效果进行了实证检验，研究发现本轮卖空禁令维持市场稳定和保护市场质量的目的并没有达到，甚至使得交易量下降，被禁空股的流动性降低，甚至直接减少了经纪机构的营业收入。

2009年7月，SEC通过在SHO法案中增加了204T规则，将2008年9月的修改永久化。修改后的SHO法案永久性地禁止了裸卖空，同时还强化了信息披露要求，市场参与者需要及时向SEC报告卖空交易和卖空头寸的相关信息：包括每天公布卖空交易总量、滞后一个月公布各个主要机构投资者的卖空交易的具体信息、每月两次公布“交付失败”的数量等措施。同时，废除了期权做市商例外情形：204T规则规定，任何注册清算机构的参与者，不论是做多还是卖空，必须在不超过正常结算日的下一交易日开盘之初，通过买入和借入相同种类或数量的证券完成未交割的头寸。如果参与者未能按照以上规定及时交割头寸，就不能接受他人的卖空指令，或者用自己的账户进行卖空，直至用相同数量和种类的证券完成交割。可以看出，204T规则重在打击利用裸卖空进行市场操作的情形。204T规则将交割的规定扩大到所有证券，严格执行T+3交割制度。

危急关头，美国股指期货市场安全运行，为规避股票市场系统性风险提供了有效的途径和机制。CME是美国也是全球股指期货交易量最大的交易所，其股指期货交易量占全美国股指期货市场的比重超过80%。通过图4可以看出，在2008年金融危机最严峻的时刻，S&P500期指交易量显著增加，不但为市场提供了充分流动性，

且有效减缓了金融危机冲击力度，避免了危机的进一步蔓延，获得全球市场的一致肯定。在雷曼兄弟事件引发股灾之际，CME 的 S&P500 股指期货日成交量大幅度攀升，特别是形势比较严峻的 2008 年 9 月 15 日、16 日、17 日、18 日和 19 日，成交量分别达到了 17.22 亿、19.43 亿、18.61 亿、21.18 亿和 25.84 亿，而前期的日成交量大致为 12 亿股，即交易量比平时增长了 1.5 倍多，尤其是 9 月 19 日，交易量超过平时的 2 倍。双向交易的机制成为股票市场的均衡力量，修正了市场的非理性波动，使股票风险被有效地转移，为市场提供了风险出口，实现了市场的稳定。

图 4 S&P500 期指成交量(2006-2009 年) (单位: 股)



数据来源: Wind 资讯

6、2009 年以后: 修改 Regulation SHO 恢复提价规则

2008 年至 2009 年的全球金融危机致使投资者开始对证券市场失去信心，在此背景下，SEC 于 2009 年 4 月 8 日就是否对卖空交易重启价格测试机制或制定某种卖空限制机制向社会征求意见^①。

2010 年 3 月 10 日，SEC 出台了证券交易委员会法规第 201 条

^① 2007 年 7 月，SEC 在进行充分的实证研究和向社会征求意见的基础上，认为在市场下滑是，提价规则对阻止股价下跌的幅度和速度作用不大，所以废除了实施多年的价格测试规则。

(Rule201)^②，该方案提出了两种对卖空进行限制的方法：一种是在市场范围和长期基础上，对卖空适用价格测试；二是在市场下滑或者特别严重的市场中，对特定证券施加限制措施，即断路器规则 (Circuit Breaker rules)

本次出台的价格测试机制采取的是“另类股票报升规则” (Alternative Uptick Rule) 与“断路” (Circuit Breaker) 法则相结合的策略。具体来说，该价格测试机制规定，当某证券的交易价格就前一交易日的收盘价格下降 10% 或更多时，该证券卖空交易卖单的报价必须高于全国最高买价。该机制适用于在美国全国性证券交易所（包括柜台交易市场）交易的除期权以外的所有证券。

“另类价格报升规则”要求卖空交易的卖价必须高于证券的全国最高买价，这样一来，当卖空者给出报价后，并不能立即完成证券的出售，必须等到有买方接受其报价后才能完成交易。也就是说，“另类价格报升规则”可以确保做多交易的卖方先于卖空者卖出其持有的证券。同时我们也可以看到，在另类价格报升规则下，因做多交易优于卖空交易，当在证券价格出现大幅下降时，另类价格报升规则可以更有效地避免裸卖空对市场的操作行为。

新的价格测试机制还采用了“断路”法则（又译作“熔断机制”）。顾名思义，正如电量出现异常时电路会自动断开一样，只有当证券价格下降到一定程度后，价格测试机制才会启动。依据 SEC 法规第 201 条 (b) 款规定，价格测试机制只有在某证券的价格就前

^② SEC Website: <https://www.sec.gov/divisions/marketreg/rule201faq.htm>

一交易日的收盘价格下降 10%以上时才会针对该证券启动。当某证券出现持续性下挫时，裸卖空行为出现的几率大大升高，“断路”法则的启动可以有效抑制裸卖空交易，避免证券价格因恶意操作而出现进一步下跌。价格测试机制一旦启动就将持续至启动日之后的下一个交易日，即当天和其后一天该股票都将被禁止做空。

六、中美卖空交易政策对比

中美两国股票市场投资者、投资标的的成熟程度差距直接导致了两国政策设置上的差异。与美国证券市场的卖空监管制度相比，我国关于卖空的监管总体上严于国际证券市场。但在卖空申报及豁免、衍生品的开放程度、“熔断”机制的设计等方面则没有海外成熟市场灵活。

1、从融券卖空交易的规则来看，中美两国的监管在大方向上并无明显的差异，例如禁止裸卖空、报升机制等均有设定，在保证金要求上也特别严格。表 6 总结了中美两国融券卖空交易规则设置在以下方面的差异，包括：（1）参与人结构；（2）授信模式；（3）融券标的；（4）融券报升规则及期限；（5）保证金规定及持仓限制。

表 6 融券卖空中美交易规则对比

	中国	美国
参与人结构	个人与一般机构投资者	主要是非银机构（包括基金、保险、券商等）
授信模式	投资者申请融资融券，券商自身券源不足时，通过向证金公司进行转融通，来满足客户需求	投资者向券商申请融券，由证券公司直接对其提供信用



	中国	美国
融券标的（股票）	仅限于证券交易所的优质、流通性好的个股	对于股票成为标的券要求不高，只要是全国性的证券交易所上市交易的证券，或者是在场外柜台市场交易很活跃的证券，同时是在 SEC 开列名单上的证券
融券报升规则	投资者融券卖出的报价不得低于前一笔交易的成交价；当天还没有产生成交的，其申报价格不得低于前收盘价。低于上述价格的申报为无效申报。	当某证券的交易价格就前一交易日的收盘价格下降 10%或更多时，该证券卖空交易卖单的报价必须高于全国最高买价
期限	融券交易的期限不能超过 6 个月	没有做清算期限的规定

保证金及持仓限制	初始保证金 50%、维持担保比例不得低于 130% ^③ ； 单只股票的融券余量达到该股票上市可流通量的 25%时，交易所可以在次一交易日暂停其融券卖出，但当该股票的融券余量降低至 20%以下时，交易所可以在次一交易日恢复其融券卖出，并向市场公布	初始保证金 50%，维持保证金/总市值这一比率不得低于 25%。 典型日内交易者的账户资产必须达到\$25000。否则股票交易将被冻结 90 天，或指导补足到\$25000 ^④ 。 单一信用交易账户余额低于该证券总市值的 25%时，融券主体会收到要求补足保证金至 25%的追缴保证金通知（maintenance margin call）。交易金补足的失败将导致信用交易账户内证券的强行卖出或冻结
裸卖空	禁止	禁止

资料来源，上交所、深交所、SEC、FINRA 网站

2、从衍生品丰富程度来看，国内交易所远不如美国市场。衍生产品越丰富，提供给股票市场投资者的对冲工具就更加多样化，减少直接做空现货的压力，也分散了做空某一类衍生产品的压力。具体而言，股指期货方面，芝交所特别针对普通股股指期货单手价值过高的问题，推出了小型（迷你）合约共资金量有限的投资者选择，而国内股指期货市场只有沪深 300、中证 500 和上证 50 三

^③ 根据上交所、深交所《融资融券交易实施细则》第四章“保证金和担保物”第四十二条的规定：维持担保比例是指客户担保物价值与其融资融券债务之间的比例。维持担保比例=（现金+信用证券内证券市值总和）/（融资买入余额+融券卖出证券数量*当前市价+利息及费用总和）。

^④ Financial Industry Regulatory Authority (FINRA): Investor Alert (Investing with Borrowed Funds: No “Margin” for Error)



个品种，并均设置了 50 万元的准入门槛。期权方面，纽交所推出了个股期权，而国内仅上交所开展了上证 50ETF 期权试点，种类较为单一，合约设计也不够成熟，股指期货市场则迟迟未被打开。

3、从“熔断机制”的设计来看，美国“熔断机制”的设置更为完善：

上交所与深交所仅对无涨跌幅限制的证券设有“熔断机制”，对其余绝大多数证券仅以涨跌停板作为防止危机迅速恶化的唯一手段。而美国市场分别针对整体的系统性风险与个股波动过大的问题设定“熔断机制”，其核心是触发阈值时暂停交易，为投资者在市场大幅波动时留出“冷静期”。美国股票市场在 1987 年发生股灾后，引入指数熔断，实行了挂钩道琼斯指数的两级熔断门槛，即当道指下跌 250 点时，暂停交易 1 小时；到道指下跌 400 点时，暂停交易 2 小时。这套规则一直沿用到 2010 年。除了大盘的熔断机制，SEC 对个股设有“限制价格波动上下限”的机制，即如在 15 秒内价格涨跌幅度超过 5%，将暂停这支股票交易 5 分钟，但开盘价与收盘价、价格不超过 3 美元的个股波动空间可放宽至 10%。美国市场引入指数熔断机制后，调整过熔断阈值、暂停交易的时间，2010 年发生“闪电崩盘”后才引入个股熔断机制。SEC 于 2012 年将熔断机制的基准指数修改为标准普尔 500 指数，并相应地将熔断机制修改为三级，设定 7%、13% 和 20% 三个熔断门槛。当触发 7% 和 13% 门槛时，暂停交易 15 分钟；当触发 20% 门槛时，当天直接休市。

表 7 总结了中美两国指数熔断机制的对比：比较而言，我国的股指熔断机制更为严格，美国只在下跌时触发股指熔断机制，我国涨跌都触发；美国能够触发股指熔断机制的最低程度的价格波动是 7%，而我国是 5%；在价格波动达到 7% 之后，美国是暂停交易 15 分钟，而我国是全天交易暂停。

表 7 中美指数熔断机制的对比

	中国	美国
基准指数	沪深 300 指数	S&P500 指数
触发节点	涨跌都触发	只在下跌时触发
熔断阈值	设定两档指数熔断阈值，分别是 5%, 7%, 日内各档熔断最多仅触发一次	分为三个级别：第一级为跌幅达到 7%，第二级为跌幅达到 13%，第三级为 20%
限制交易的时间	触发 5% 熔断阈值时，暂停交易 15 分钟，熔断结束时进行集合竞价，之后继续当日交易，14:45 及之后触发 5% 熔断阈值，以及全天任何时段触发 7% 熔断阈值的，暂停交易至收市。	如果在美国中部时间 14:25 之前触及整个市场暂停交易制度中的第一级或第二级，整个市场暂停交易 15 分钟；在下午 14:25 以后，仅 20%（第三级）跌幅才会触发整个市场暂停交易。
特殊时段安排	包括开盘集合竞价阶段不实施熔断，如果开盘指数点位已触发 5% 的阈值，将于 9:30 开始实施熔断，暂停交易 30 分钟；如果开盘指数点位触发 7% 的阈值，将于 9:30 开始实施熔断，暂停交易至收市等	无

熔断机制是中国借鉴国外经验并根据我国资本市场的实际情况进行的制度创新之一。中国资本市场与发达国家资本市场相比，还远未完善，加之已经实施涨跌停机制，熔断机制是否还有用武之地，也值得探讨。相比美国而言，中国资本市场交易制度自由性并不乐观，投机行为及非理性行为也饱受质疑，加之监管和立法、执

法的配套性并未完善，熔断机制能否发挥其被赋予的作用，恐怕也是未知。

七、政策建议

1、建立健全多空平衡机制，合理运用做空机制

针对杠杆融资助推杠杆牛市，导致多空失衡，股市出现暴涨暴跌，必须采取针对性的有效措施。积极促进融券业务合理发展，扩大融券范围、降低融券成本、便利融券操作，维护股市自身内在的多空平衡，避免形成单边压倒性走势。从根本上看，无论市场涨跌与否，合理地运用做空机制，对于维护资本市场的健康发展，进而发挥市场的有效经济功能十分必要。

2、提升机构投资者参与的广度与深度

相比成熟市场，由于我国拥有全球数量最多、最活跃的个人投资者群体，私募、保险、信托等各类资产管理机构参与较少，再加上参与其中的机构投资者的投资特征呈现“短期化”、“投机化”的散户化特征，所以我国机构投资者队伍尚无法完全承担起A股市场“稳定器”的职责，客观上不利于平衡持仓结构。应当推动各类资产管理机构更加广泛地运用衍生品进行资产配置和风险管理，拓宽各类金融产品避险的通道，大力培养如养老金、保险资金和对冲基金等具有长期价值投资理念的机构，提升机构投资者参与的广度与深度。

3、丰富资本市场产品体系，开发不同策略种类的金融产品

目前国内股指期货市场只有沪深 300、中证 500 和上证 50 三个品种。沪深 300 和上证 50 主要满足大盘股的避险需求；在没有其他中小盘、创业板股指期货的情况下，仅仅中证 500 一个品种，难以满足投资者的风险管理需求。丰富金融衍生品的种类，开发不同策略种类的金融产品，可以为市场提供更多的合理做空手段和双向运行机制，更好的发挥价格发现、提供流动性和平衡市场的功能，提高市场效率。

总而言之，健全的资本市场，既要有发达的现货市场，也需要丰富活跃的衍生品市场，而做空作为资本市场的一个不可或缺的机制，其对于衍生品市场的建立和发展至关重要。如果说衍生品市场是摩天大楼的话，做空机制就是其深厚的地基。做空机制是我国资本市场发展到一定阶段的必然产物，同时也是接轨全球市场的必然需求。不能因为股市下跌和一些利用做空机制扰乱市场的行为存在就“因噎废食”，延误资本市场合理做空机制的进一步发展和完善。

参考文献

- [1] Allen, F., & Gale, D. (1991). Arbitrage, short sales, and financial innovation. *Econometrica: Journal of the Econometric Society*, 1041-1068.
- [2] Beber, A., & Pagano, M. (2013). Short-selling bans around the world: Evidence from the 2007–09 crisis. *The Journal of Finance*, 68(1), 343-381.
- [3] Boehmer, E., Jones, C. M., & Zhang, X. (2013). Shackling short sellers: The 2008 shorting ban. *Review of Financial Studies*, 26(6), 1363-1400.
- [4] Boehmer, E., & Wu, J. J. (2013). Short selling and the price discovery process. *Review of Financial Studies*, 26(2), 287-322.
- [5] Bris, A., Goetzmann, W. N., & Zhu, N. (2007). Efficiency and the bear: Short sales and markets around the world. *The Journal of Finance*, 62(3), 1029-1079.
- [6] Chang, E. C., Cheng, J. W., & Yu, Y. (2007). Short-sales constraints and price discovery: Evidence from the Hong Kong market. *The Journal of Finance*, 62(5), 2097-2121.
- [7] Charoenrook, A., & Daouk, H. (2003). The world price of short selling. *Working Paper*, The Owen Graduate School of Management, Vanderbilt University.
- [8] De Roon, F. A., Nijman, T. E., & Werker, B. J. (2001). Testing for mean-variance spanning with short sales constraints and transaction costs: The case of emerging markets. *The Journal of Finance*, 56(2), 721-742.
- [9] Diamond, D. W., & Verrecchia, R. E. (1987). Constraints on short-selling and asset price adjustment to private information. *Journal of Financial Economics*, 18(2), 277-311.
- [10] Federal Reserve Board: Text of Regulation T Text of 12 CFR §220.12.
- [11] Figlewski, S., & Webb, G. P. (1993). Options, short sales, and market completeness. *The Journal of Finance*, 761-777.
- [12] Hamson, D. (2009). Assessing the efficacy and impacts of bans on short selling. *Plato Investment Management Report*.
- [13] Haruvy, E., & Noussair, C. N. (2006). The effect of short selling on bubbles and crashes in experimental spot asset markets. *The Journal of Finance*, 61(3), 1119-1157.



- [14] Hong, H., & Stein, J. C. (2003). Differences of opinion, short-sales constraints, and market crashes. *Review of financial studies*, 16(2), 487-525.
- [15] Jones, C.M., & Lamont, O.A.(2002). Short-sale constraints and stock returns. *Journal of Financial Economics*, 66(2), 207-239.
- [16] Key Points About Regulation SHO: <http://www.sec.gov/investor/pubs/regsho.htm>
- [17] Kolasinski, A.C., Reed, A.V., & Thornock, J.R.(2009). Prohibitions versus constraints: The 2008 short sales regulations. October, *unpublished manuscript*.
- [18] Nagel, S. (2005). Short sales, institutional investors and the cross-section of stock returns. *Journal of Financial Economics*, 78(2), 277-309.
- [19] Ofek, E., & Richardson, M. (2000). DotCom mania: the rise and fall of Internet stock prices. *Journal of Finance*, 58-3.
- [20] Regulation of Short Selling-Consultation Report, Appendix III, p. 24, (March 2009), Technical Committee, IOSCO.
- [21] Report on Transparency of Short Selling. Technical Committee of the International Organization of Securities Commissions, 2003:1-28.
- [22] Saffi, P. A., & Sigurdsson, K. (2010). Price efficiency and short selling. *Review of Financial Studies*, hhq124.
- [23] Securities and Exchange Commission, 2006, Economic analysis of the short-sale price restrictions under the regulation SHO pilot, 88th Congress, 1st Session, 251.
- [24] Securities and Exchange Commission, 2007, Regulation SHO and Rule 10a-1, Release No. 34-55970, File No. S7-21-06.
- [25] Securities and Exchange Commission, 2008, Securities Exchange Act Release No. 34-58952.
- [26] Securities and Exchange Commission, Concept Release: Short sales, Exchange Act Release No. 34-42037(October 20, 1999)
- [27] United States. Presidential Task Force on Market Mechanisms, Brady N F. Report of the presidential task force on market mechanisms[M]. US Government Printing Office, 1988.
- [28] 民生证券专题研究, 《2008年美国卖空监管的得失及对中国的启示》
- [29] 清华大学国家金融研究院课题组, 《完善制度设计 提升市场信心 建设长期健

康稳定发展的资本市场》，2015 年

[30] 上海证券交易所，《上海证券交易所融资融券交易实施细则（2015 年修订）》

[31] 上海证券交易所研究中心（译），《卖空的监管与信息透明性》

[32] 中国证券监督管理委员会，《证券公司融资融券业务管理办法》

[33] 中国证券金融股份有限公司，《中国证券金融股份有限公司融资融券业务统计与监控规则（试行）》

（2016 年 1 月 24 日）

报 送：民生财富研究中心

联系人

电 话：
