

# A股熔断机制为何一“触”即发

昨日是2016年首个交易日,也是A股熔断机制实施的第一天。出乎大多数市场人士意料,熔断机制在A股市场问世首日便进行了完整的演绎。作为熔断机制基准指数的沪深300指数午后先后触发两档熔断阈值。上交所、深交所、中金所最终于13时33分暂停交易至收盘。

作为一个同时实行涨跌停板制度和熔断制度的股票市场,同时也是一个高度散户化、新兴加转轨特征明显的市场,熔断机制在A股市场问世首日即发生首次熔断在全球资本市场发展史上可能也将是一个空前绝后的案例,其中蕴含的巨量信息值得市场人士和有关部门慎察深思。

◎记者 浦泓毅 屈红燕 董铮铮 王晓宇 满乐  
◎编辑 孙忠

## 还原熔断时刻

昨日早盘两市各大指数均小幅低开。受节前外围市场低迷、去年年中上市公司大股东限售承诺期限临近、12月PMI指数低于预期等多重因素影响,大盘10点后快速走低。沪指上午最大跌幅达4.04%,创业板指数跌幅更甚达到5.68%。此后大盘跌势有所放缓,但熔断制度基准指数沪深300中午收盘时跌幅已达4.01%,第一档熔断阈值进入市场视线。

午后,沪深300指数逐渐逼近跌幅5%熔断阈值并于13时12分触及。沪深两市及股指期货暂停交易15分钟,待三家交易所恢复交易,大盘呈现加速下跌态势。数分钟后,沪深300指数跌幅达7%,触及第二档熔断阈值。三家交易所暂停交易至收盘。

面对制度实施首日便实际触发的熔断机制,一些个人投资者并没有做好充足的准备。“部分客户还不清楚熔断是怎么回事”,华泰证券北京中关村营业部业务总监向记者直言。据介绍,该营业部以散户投资者居多。该业务总监表示,当指数触发5%的熔断阈值时,客户群中产生了大范围恐慌,致使指数很快触及7%。由于下跌速度过快,部分客户还没来得及反应,之后该业务总监微信也被询问熔断机制的客户刷屏。

而相对专业的私募投资则反映,在实际操作中,随着熔断阈值的步步逼近,由于担忧失去流动性无法卖出的风险,以趋势投资为主的私募多倾向于加速卖出。深圳私募人士老陈表示,自己在早盘就嗅到了风险的味道,开盘便将仓位从五成降至二成以下,“成长股经过三个月的反弹,估值已经在高位,本身积累了很大的做空动能,熔断机制在某种意义上有强烈的心理暗示作用,感觉不妙,先降仓位再说。”

但市场下跌的速度还是超出老陈的预期,在上证综指下跌超过4%逼近熔断阈值时,老陈决定抛出所有的筹码。“一旦熔断,就无法再抛出股票,私募有止损线的要求,无法进行交易会对风控形成巨大考验,在此情况下,还是先逃命为上。”

大跌抄底曾是短线游资的“规定动作”,但面对第二次熔断,私募人士小李却难以抄底。“第二次熔断导致全市场停止交易,无法在跌停板上捡漏,交易停止导致抄底资金不能正常进来。”

荣福投资董事长叶刚分析认为,“在A股的投资者中有相当一部分是趋势投资者,在逼近熔断之时,趋势投资者会加速砸盘,投机资金相互踩踏,加速了市场的下跌,而机构投资者由于风控和应对赎回的要求,在熔断生效之前,也会加速卖出股票回笼现金。”

## 熔断机制碰撞交易制度

熔断制度肇始于美国。美股1987年10月19日遭遇“黑色星期一”之后,美国证券委员会研究后推出《布雷德利报告》。报告提出,急速变动的价格无法给投资者提供关于股票需求的真实信息,从而使得市场失去效率。同时,伴随着市场恐慌出现的谣言也阻碍了真实信息的有序传导。市场中止将给投资者足够的时间获取真实的信息,从而使市场重回有序的状态。该报告也成为熔断制度的理论基础。

而从昨日A股运行情况来看,消息面并不存在直接导致市场大幅下跌的重大利空或传言,首次熔断的15分钟“冷静期”后,市场恐慌情绪反而出现加剧爆发的情形。

从成交分布上看,各大指数均出现了第二次熔断前成交异常集中的现象。两市昨日交易时间约138分钟,在第二次熔断前最后3分钟,即全天交易时间的2%内,沪深300指数成交118亿元,占全天成交额的8%,上证50指数成交36亿元,占全天成交额的9.5%,中证500指数成交84亿元,占全天成交额的7.2%。

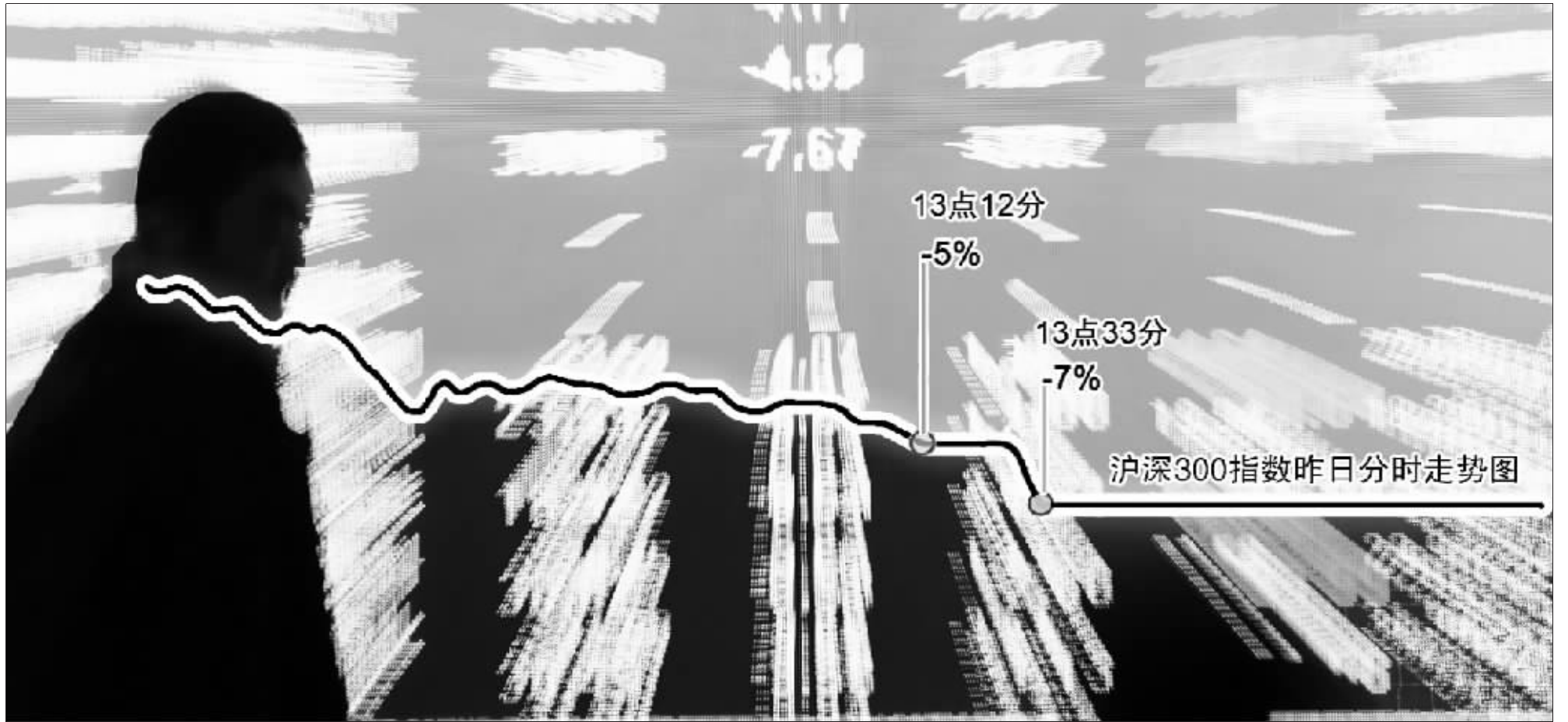
从盘面上看,昨日市场前期下跌主要由中小市值个股引导。中证500指数在市场首次熔断前跌幅已达6.39%,创业板指跌幅则达7.1%,而上证50指数熔断前跌幅则为4.35%。工商银行在市场首次熔断前跌幅为1.75%。

市场13时27分恢复交易之后,由于中小市值个股已出现流动性丧失现象。急于寻找流动性的投资者无股可卖,抛售压力向大市值蓝筹股转移,加速了指数下跌。上证50指数跌幅在恢复交易的数分钟内由4.35%扩大至6.2%。中国石油、中国石化、工商银行等之前跌幅较窄的大盘股纷纷出现快速跳水现象。

“在有涨跌幅限制的市场上存在磁吸效应,而熔断机制缩小了磁吸的距离,放大了磁吸的引力。”有私募人士表示,当市场弹性收敛,熔断机制相当于把出口人为缩小,造成压强加大,价格很难充分反映交易真实性,预期成为惯性的概率便上升。

所谓磁吸效应,描述的是当股价接近某一交易日的涨跌幅限制价格时,涨跌幅限制会像一块磁铁将股价加速向限制价格的一种现象。其原因是投资者惧怕暂停交易导致的流动性缺失而改变交易行为,导致的市场自我实现。

国泰君安首席经济学家林采宜表示,纵观海外实施熔断机制的市场,其股票均可日内回转交易,因此股指熔断后,在冷静期内市场投资者经过信息传递与交换后,在市场恢复交易后理论上可以通过积极交易行为,如补仓或止盈离场等,尽可能减轻投资损失,这些交易行为本身亦创造了新的流动性;而在T+1制度下,投



赵雁施制图

资者,尤其对于买入股票者日内买卖则须T+1交收后才能从事交易,在市场出现极端波动的情况下,投资者无法通过积极交易策略化解风险,市场流动性就会出现风险。

## 期现联动待磨合

昨日市场运行中,还出现了期现货跌幅不一致的特殊现象。根据熔断机制的配套措施,中金所对股指期货价格波动限制做了相应调整,每日价格最大波动限制为上一交易日结算价的±7%。基准指数较前一交易日收盘上涨或者下跌未达到5%的,股指期货的价格波动限制为上一交易日结算价的±5%。

昨日小盘股大跌,IC合约提前达到5%跌停线,而中证500现货指数跌幅超过5%。截至收盘,中证500现货指数跌8.33%,IC1601合约跌停限制扩大至7%继续跌停。期货跌幅受交易制度限制波动小于现货,导致期指贴水一直处于小幅收敛的状态。

有市场人士指出,对于沪深300指数和沪深300股指期货来说,期货的涨跌停对应了现货指数触发熔断的幅度,该波动限制没有造成不一致的问题。但对于上证50指数、中证500指数及其期货,该波动限制将造成期现货涨跌幅度限制不同步,因而可能导致价格无法收敛和复杂的连锁磁吸效应。

有分析人士推测,IC1601合约早盘10点03分左右触及5%的跌停,而沪深300现货指数仅跌1.81%。由于IC合约空单无法开仓,投资者只能抛空沪深300期指合约或者现货指数,进而带动沪深300指数下跌,然后触发熔断。15分钟开盘后,IC合约跌至7%并跌停,压力继续传导至沪深300指数。

“以中证500为例,如果某日沪深300指数的波动没有达到触发熔断的水平,那么理论上中证500指数的最大波动范围是±10%,而中证500期货是±5%,有可能发生IC合约纷纷以5%涨跌幅而现货指数涨跌幅超过5%的现象”,上述市场人士进一步分析,这可能会造成人为的价格限制导致的基差变化。同时在IC合约涨跌幅接近5%时就会诱发期货合约的磁吸效应,使得期货合约加速涨跌停;而期货涨跌停的心理压力又会传导到现货市场,使得更多的指数成分股接近或达到涨跌停水平,诱发个股的磁吸效应。

申万宏源证券研究所理财研究部总监桂浩明则表示,假设期货未设有熔断机制,那么持有套头寸的投资者在现货下跌时完全不用担心,因为期货对冲系统性风险后,持仓风险并不大。然而,在现货、期货因行情异动而同时熔断后,现货持有者会担心熔断机制生效,持仓卖不出后的风险,因此被迫抛售股票,进而引发市场新一轮下跌。

## 熔断之“药”所对何症

在熔断机制重要理论基础《布雷德利报告》中,美国证券委员会认为,催生设立熔断机制想法是因为1987年股灾是由市场机制而不是由于对经济基本面的担忧所引起的。平安证券魏伟此前则在研报中指出,中国与美国当时的金融环境存在一定的相似性,两融业务的发展和股指期货成交量的上升加大了市场的波动性,股指的波动率在2015年创下了历史峰值。为了防范在极端情况下,这些金融创新工具对于股价波动的推动作用,减少投资者恐慌情绪对股票市场有效性的影响,实行熔断机制是势在必行的。

但也有分析人士认为,熔断机制在系统性风险出现时作用有限。昨日早盘的下跌是上述多重因素所致,比如市场扩容、大股东减持禁令即将解除是导致大盘调整的主要原因之一。周边市场的表现也不好,亚太市场全线走弱。此外,市场对人民币汇率、宏观经济是否企稳等也有所担忧。而触发第二轮熔断主要是因为市场担心流动性受限而引发的趋势自我强化。

桂浩明表示,熔断机制只是一种金融工具,它本身是中性的,不会助长助跌。在国外,只有在乌龙指等极端行情下才会起作用。而国外最初引入熔断机制的原因一是因为程序化交易以及高频交易的兴起。在传统交易方式中,一次交易只能买卖一种证券,而程序化交易则可以同时买卖一揽子证券。程序化交易按照设置好的交易模型和规则,由计算机瞬间完成组合交易指令和自动下单,因而在计算机出错的情况下,容易在短时间产生巨额买单或卖单,进而又引发其他投资者跟风,从而造成恶性循环。对于类似交易出错的情况,熔断机制是有作用的。

## 基金调整申赎开放时间应对熔断 细节有待完善

◎记者 丁宁 ◎编辑 长弓

新年首个交易日遭遇熔断,公募基金的应对机制是否顺畅面临考验。从受访基金公司处了解到的情况看,尽管有部分公司在具体细则制定方面准备不足,但4日基金申赎整体平稳,相应的申赎调整安排也将按照规定展开。

需要指出的是,对于后市是否会出现相似行情走向引发巨额赎回的潜在风险是基金目前最主要的担心。而从其最新发表的观点看,尽管对于中长期投资前景并不悲观,但短期风险因素叠加使得“震荡”成为机构对当下行情走向的普遍预期。

### 调整申赎时间应对熔断

新年首个交易日,A股下挫触发7%熔断,使得公募基金申赎的申赎调整安排比“预期”更早到来。

此前,按照中国基金业协会要求,基金公司纷纷在1月1日前踩点发布在指数熔断实施期间调整旗下相关基金申赎开放时间的公告。

从目前基金公司的公告看,普遍的调整方案是,一旦有7%的熔断发生,或是5%的熔断在下午2点45分之后发生,则所有当日交易所熔断时间到当日15:00间提交相关基金的申购、赎回、基金转换及定投等业务申请,将无法按照当日申购、赎回、基金转换及定投等业务申请进行处理。对于上海、深圳证券交易所因熔断规则导致收市时间不一致的,将按照孰早原则执行。

具体调整方式为,股票型基金(不含ETF)、混合型基金及基金合同投资范围中包含指数熔断品种的债券型基金和其他基金,对当日实施指数熔断的起始时点前提交的申购、赎回、基金转换及定投等业务申请,按当日的申请处理;对当日实施指数熔断的起始时点后提交的申购、赎回、基金转换及定投等业务申请,则在下一个开放日的开放时间内办理撤单。若销售机构将上述申请当日上传基金管理

### 延伸阅读

## 海外广泛采用熔断机制旨在防止市场过度震荡

1月4日是2016年证券市场首个交易日,也是A股市场正式引入熔断机制后的首个交易日。当天沪深300指数遭遇重挫,两次触发熔断机制,最终暂停交易直至收盘。

市场人士认为,熔断机制在发达国家和新兴市场国家被广泛采用,对稳定市场发挥了举足轻重的作用,A股市场步入“熔断时代”,市场过度震荡将得以有效防止。

熔断机制起源于美国,是美国证券交易委员会设立的一种保护机制,即在交易过程中,当价格波动幅度达到某一定目标时,交易将暂停一段时间,类似于保险丝在过量电流通过时会熔断以保护电器不受损伤。除美国外,法国、日本、新加坡、韩国等国也都采用了熔断机制。

根据美国证交会的规定,当标普指数在短时间下跌幅度达到7%时,美国所有证券市场交易均将暂停15分钟,但对于美股交易时段以外的股指期货交易,标准略有不同。

针对大盘的熔断机制,美国证交会对个股还设有“限制价格波动上下限”的机制,即在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

人的,基金管理人将确认失败。

截至发稿前,鹏华等基金公司也纷纷发布了最新的调整公告。

而记者从受访的京沪多家基金公司处了解到,当日公司直销渠道的基金申赎整体平稳,并未出现大幅赎回的情况。

沪上某基金公司人士表示:“今天突如其来的熔断让很多人还没‘反应过来’,现在最担心的是怕这么个熔断再来几次,大客户赎回,基金经理只能抛售,然后越来越糟。”

### 细节仍需完善

需要指出的是,在应对首次熔断调整基金开放时间过程中,基金和渠道方面仍有不少细节需要完善。

“直销没什么大问题,主要在代销方面,沟通衔接环节还有很多要改进。”沪上某基金公司内部人士表示。

例如,记者了解到,大部分销售机构的申赎数据是打包传送给基金公司,如果是在15点以后一并传送,则无法区分熔断时点,则基金公司自己需要甄别哪些属于盘后交易,因此需提前与销售机构确认上述数据传送节点,相关系统流程要抓紧修改,否则容易引起客户纠纷。

“这个问题此前已经被提及,但由于时间太短,还未与所有代销渠道完全对接,正在抓紧沟通。”上述人士表示。

又如,有基金公司相关人士反映,公司把申赎顺延方案发给某家电商销售渠道,对方的反馈速度过于缓慢,使得部分投资者直接打电话到公司来投诉。

事实上,去年12月15日,中国基金业协会发文要求基金公司于年底前对外公布指数熔断导致交易所交易时间变更等情况下,基金管理人将对相关类别基金开放时间进行调整的情况,但由于时间紧迫,又是面对新生事物,行业彼时并没有拿出一个统一的成熟的方案,加之对于新年首日就出现熔断现象的心理准备不足,因此基金公司在具体操作细节上并没有完全确定。

“一些公司甚至连熔断后如何处理申

赎判定的细则都还未来得及制定,运营渠道和风控部门正加紧讨论商定具体规则。”某基金公司内部人士说。

### 激辩后市

如上所述,对于后市是否会出现相似行情走向引发巨额赎回的潜在风险是基金目前最普遍的担心。而从其最新发表的观点看,尽管对于中长期投资前景并不悲观,但短期风险因素叠加使得“震荡”成为机构对当下行情走向的普遍预期。

针对此次熔断的发生,上投摩根基金一方面认为是机构年初调仓所致,另一方面观察到最近一些上市公司重组方案未获通过,投资者会抛售这部分已经有较大涨幅的重组股;然而最重要的是,市场还是担心1月8日,解禁放开可能对市场造成的系统性冲击。

“二级市场投资人结构仍然以个人投资者为主,对于熔断机制理解和适应仍有一个过程,本周一市场首次触及熔断机制可能带来一定不适应和恐慌,加剧市场指数二次触及熔断机制,导致指数大幅下跌。”华安基金补充说。

星石投资也表示,短期来看市场大概率还是会延续震荡盘整的走势。

而从中长期看,万家基金认为货币政策宽松,财政政策加码,国家鼓励创新、产业转型,宽松预期以及政策推动使得未来仍有上涨动力。后期重点关注几个因素:注册制改革、经济下滑的幅度、美联储加息节奏。尽管近期市场量能有所萎缩,但人气并未远离。国内流动性充裕、改革与开放推进是推动市场中长期上涨的重要逻辑。

“1月股市或将迎来一轮小幅调整。而自去年9月份以来,不少小盘股屡创新高,如果能经历一轮调整,或将迎来更多机会。从中长期市场来看,改革、利率、居民资产配置等三方面虽然从目前来看支撑力量有所减弱,但股市整体流动性充裕的局面不会改变,2016年可能依然有利于股市的发展。”中欧基金表示。

10%的波动区间内。当“冷静期”过后,交易恢复正常,新的参考价格也将根据“冷静期”的交易情况而定。

日本东京证券交易所日经股指、TOPIX股指期货等均设有熔断机制,规则为以股票期货价格为基础,当价格超过规定上下限,期货交易将暂停交易15分钟。东京股市还同时设有涨跌停价格限制,与熔断机制配合监管市场风险。

韩国股票和期货市场均设有熔断机制,分为强制性熔断和选择性熔断。熔断机制的启动条件是:如果韩国股市综合指数(KOSPI)较前一天收盘价下跌10%或以上,并且这种下跌持续一分钟,股票交易暂停10分钟;如果交易量最大的期货合约价格偏离前一天收盘价5%或以上,并且这种价格变动持续一分钟,期货合约停止交易5分钟。

多数市场人士表示,作为成熟市场的通行做法,熔断机制总体有利于平抑市场非理性扰动。一方面,熔断机制有利于稳定市场情绪,防范投资者的过度反应;另一方面,相较于对个股的限制,对证券市场的整体性波动限制更平衡了小散户和大庄家的力量。(据新华社)