

# 研究简报

(2016年 第3期 总第22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

卖空作为一种传统的投资手段和风险管理的工具，已成为国际证券市场中不可或缺的组成部分。卖空的历史与商品市场一样古老，最早在1610年荷兰阿姆斯特丹交易所颁布东印度公司禁空令时，卖空交易就已进入了监管机构的视野。以卖空为标志的双向交易机制是市场的自稳定机制，是资本市场经历了多年探索之后形成的实践经验总结。基于各国各时期数据的多项实证研究成果表明，卖空可以为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，便于投资者进行风险管理。然而，如果制度设计存在缺陷，卖空有可能被滥用，成为操纵股价下跌的工具，导致市场失序，引起投资者恐慌。正因为如此，美国自有卖空行为以来，就始终存在着对卖空的监管。本文着重梳理了美国卖空监管制度的演变过程、我国做空机制的推出路径及股灾后监管层针对做空机制的监管措施，并将两国政策做了简要对比分析。



## 一、美国卖空监管制度的演变

美国的卖空监管法律制度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。

1929年10月24日，美国股市遭遇“黑色星期四”，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。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，美国证券交易委员会(U.S. Securities and Exchange Commission,以下简称“SEC”)颁布了10a-1条款。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。2008-2009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，2010年3月10日，SEC出台了证券交易委员会法规第201条(Rule 201)<sup>1</sup>，该方案提出

---

<sup>1</sup> SEC Website: <https://www.sec.gov/divisions/marketreg/rule201faq.htm>

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)。Regulation SHO 与 Rule 201 沿用至今，构成了美国卖空监管法律制度的框架。

从美国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。

## 二、我国做空机制的推出路径及股灾后的监管措施

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。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。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。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。表 1 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 1 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



时间	监管机构	监管政策及交易规则	干预措施
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、深交易所上市的全部股票、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

### 三、中、美监管政策对比分析

作为新兴、成熟资本市场的代表，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美国。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美国证券市场灵活。表2整理了中美两国融券卖空交易规则的异同。

表2 中美两国融券卖空交易规则对比

	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
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	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

	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	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%； 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； 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

#### 四、结论

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。

(2016 年 2 月 13 日)

---

报 送：民生财富研究中心

联系人

电 话：

---