



中国特色社会主义经济建设协同创新中心

《 成果要报 》

2016年第20期 （总第38期）

中国特色社会主义经济建设协同创新中心 编

2016年06月13日

反思我国股市熔断机制，提高金融监管质量

郝项超

【内容简介】十八届三中全会明确提出，深化金融改革应当确保不发生系统性区域性金融风险。但是2015年以来我国股市频繁发生暴跌，投资者损失惨重，市场信心受到严重损害，股市融资功能受到明显限制，股市系统性金融风险的特征逐渐凸显出来，成为监管部门关注的焦点。监管部门试图通过实施指数熔断机制，降低股市发生系统性风险的可能，但暴跌似乎更加频繁。社会各界普遍批评熔断机制存在不合时宜、不合国情等问题，但并没有提供任何有效的证据。尽管我国熔断机制自身可能存在一定问题，但不容否认的是我国股市还存在其他不完善的地方，比如机构投资者和个体投资

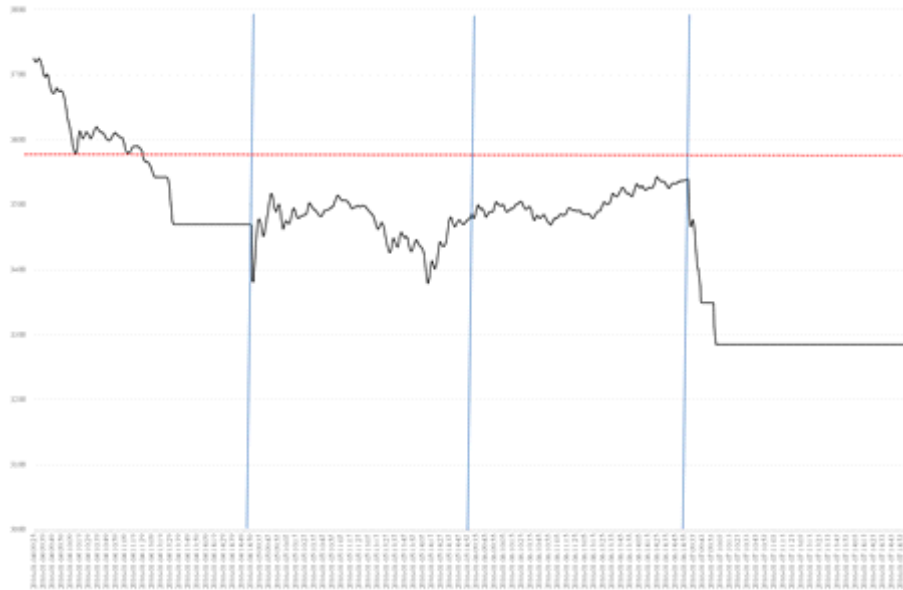
者普遍存在非理性行为、配资的监管缺位、买空卖空机制不健全等。这些机制缺陷都可能在股市暴跌中发挥了重要的影响。本研究发现，仅有微弱的证据表明我国股市熔断机制出现了磁吸效应。熔断机制第一次触发并不会导致投资者恐慌情绪，但连续触发的可能会触发投资者恐慌情绪，从而导致股市加速下跌。因此解决熔断机制问题的关键并不仅仅是提高熔断触发阈值，还要考虑两次熔断之间的阈值间隔以及连续触发的时间间隔。更为重要的是，本研究发现投资者对股指大幅下跌的非理性过度反应才是股市加速暴跌的重要因素。因此未来改善监管措施时应当特别考虑我国股市投资者的非理性特征。如此才能进一步提高我国股市监管的质量，避免发生股市系统性金融风险。

2016年初我国股市正式实施了指数熔断机制。这是一种市场范围熔断机制（market-wide circuit breaker）。监管部门原本期望通过实施熔断机制减少股市波动和极端风险的冲击，降低系统性风险发生的概率，从而达到稳定股市的目的，但实际结果却似乎事与愿违。四天之内熔断机制4次被触发，沪深300指数比上年末下跌11.92%，两市市值蒸发了6.8万亿之多，投资者损失惨重，恐慌情绪迅速蔓延，股市融资功能被严重削弱。大量的舆论认为熔断机制是我国股市暴跌的罪魁祸首，应当尽快取消，但也有部分专家认为熔断机制不应为股市暴涨暴跌“背黑锅”。那么究竟我国股市暴跌与熔断机制有没有关系？有多大关系？除了熔断机制之外还有没有其他可能的重要影响因素？

一、我国股市暴跌的影响因素

（一）熔断机制的磁吸效应

熔断机制磁吸效应（magnet or gravitational effect）是指投资者因担心触发熔断机制，会在股价接近熔断阈值时加快交易，股价波动加剧，结果导致熔断机制触发概率增加（Subrahmanyam, 1994）。图1表明，熔断机制触发之前股市确实出现了急速下跌的情况，股指波动的幅度增加，而且这种表现在第二次触发熔断之前更为明显。因此，这种股指变动似乎为熔断机制可能存在磁吸效应提供了直观上的证据。但让人奇怪的是，1月4日开盘股指快速下跌，幅度超过了4.16%，并距离第一个熔断阈值-5%非常近，但却没有进一步下跌，而下午开盘后股指就出现快速下跌，半个小时之内连续触发两次熔断机制，股市停止交易至收盘。与之相比，1月7日开盘半个小时不到就两次触发熔断机制，股市几乎全天停市。这些异常的情况似乎说明熔断机制磁吸效应可能并不总是存在。



1 2016 1 4 7 300

（二）投资者过度反应

现有研究表明，大量基于历史信息进行投资决策的噪音交易者由于更加重视近期信息而出现过度反应，结果导致股价大幅偏离基础价值（De Bondt and Thaler, 1985; Shiller, 1987, 1991）。当股指持续大幅下跌时，投资者会变得越来越悲观而卖出股票，结果导致股指进一步下跌，股价波动加剧。如果大量投资者都采取了类似的策略，那么在羊群效应的影响下，投资者过度反应的影响被进一步放大，这将导致股指以更快的速度下跌。实际上Huang et al. (2001) 以及吴林祥等（2003）等研究在对价格限制的分析中证实了这种可能性。而近期一些研究表明我国股市的机构投资者和个人投资者普遍表现出非理性的特征（Ng and Wu, 2007; Li et al., 2009; 许年行等, 2013），因此投资者过度反应对我国股指下跌的影响可能仍然很突出。这就意味着1月4日和7日两个交易的股指暴跌很可能是投资

者过度反应和熔断机制磁吸效应共同影响的结果。

二、改善我国股票市场金融监管的政策建议

（一）继续推动完善股票市场系统性风险管理改革

研究发现，熔断机制磁吸效应只得到了较弱的证据支持。无论是同一交易日还是不同的交易日，当熔断机制被连续触发时第一次引起的磁吸效应都不是非常明显。相反，只有在连续触发时才会引起投资者恐慌，出现磁吸效应。因此，熔断机制对股市系统性风险的影响并没有社会舆论所预期的那么严重。从这个角度讲，监管部门不应当简单的否定熔断机制并暂停实施，相反，监管部门应该以此为机会深刻反思熔断机制实施后出现的问题，提出后续完善的方案和措施。

（二）提高熔断机制触发阈值的水平并增加阈值之间的间隔

与国际上实施市场范围熔断机制的其他主要金融市场相比，我国指数熔断的阈值相对要低很多。泰国与马来西亚股票市场第一个熔断机制触发阈值为10%，第二个阈值为20%。韩国、新加坡与土耳其等国的股市熔断机制阈值为10%，但韩国同时规定40分钟内不能第二次触发熔断机制。美国设置了三个熔断机制触发阈值，分别为7%，13%以及20%。但我国股市的熔断机制阈值却仅为5%和7%两档，不仅远远低于新兴市场与发达金融市场的阈值水平，而且也低于我国涨跌停幅度的10%。因此，即便国际上缺乏触发市场范围熔断机制的实际经验，通过与国际各国股市的比较也应该选择一个较高的阈值。如果考虑到我国股市发展水平和投资者非理性特点，选择高阈值更是一个自然的选择。不仅如此，阈值间隔的设置也应当充分考虑到股市恐慌情绪的影响。通常情况下，股市暴跌如果导致流动性中止，必然会导致很多不知情交易者的恐慌，那么第一次熔断

机制触发后很可能会出现更大幅度的下跌。这样，第二个熔断机制阈值的设置就一定要足够大，以避免被频繁触发。

（三）增加应急方案并引入拍卖机制

研究发现，1月4日不存在熔断机制磁吸效应，但1月7日存在一定的磁吸效应。导致这种差异的原因在于磁吸效应实际触发的广告效应。尽管很多投资者听说过熔断机制，但对其影响的理解还比较肤浅。然而实施首日熔断机制的触发让所有投资者深刻体会到了熔断机制的存在及其真实影响，因此当7日股市开盘急跌时，这种刚刚经历痛苦使得投资者非常担心熔断机制被再次触发从而出现磁吸效应，结果股指一泻千里，熔断机制以迅雷不及掩耳之势被连续触发。因此，监管部门一定要对熔断机制实施后可能出现的情况做出尽可能准确的预测，尤其是政策风险的预测，同时制定应急方案来应对可能发生的冲击。部门当预期到熔断机制很可能连续被触发时，监管部门应当采取适当措施，缓解投资者悲观预期，以避免短期内再次被触发。

另外，监管部门应当考虑在熔断机制触发后引入拍卖机制。市场范围熔断机制会导致所有股票以及相关金融产品交易停止，容易导致市场恐慌。引入拍卖交易机制可以为那些急于交易的投资者提供继续交易的机会，同时也有助于缓和投资者的恐慌情绪。不仅如此，拍卖机制为市场提供了新的交易信息，有助于提高股市效率。

（四）政策实施前需要进行充分的投资者教育

研究发现，与熔断机制磁吸效应相比，股市大幅下跌会导致投资者过度反应对我国股市暴跌的影响更为重要。这说明我国股市的投资者非理性行为仍然非常严重。因此，监管部门在出台重要的监管措施时，一定要充分与投资者进行沟通，让其获悉新的监管措施

可能会产生什么影响。未来注册制的实施务必要借鉴熔断机制的经验，可尝试模拟发行的方式，让更多的投资者了解新的机制，而不是匆忙实施。

【作者简介】

郝项超，南开大学经济学院副教授，中国特色社会主义经济建设协同创新中心研究员。

