



深化股市交易制度改革， 防范金融风险

Deepening the Reform of the Stock Market Trading System to Prevent Financial Risks

周颖刚 唐诚蔚

摘要：党的二十大报告指出，“防范金融风险还须解决许多重大问题”。股票市场在金融系统里扮演着重要的角色，如何防范和化解股市的系统性风险是一个非常重要的问题。本文结合我国发生过的极端风险事件，对我国股市的交易制度进行分析，阐述了涨跌幅限制制度和设计不合理的熔断制度如何催化股市风险，并提出了针对股市交易制度改革的建议。

关键词：党的二十大 金融风险 交易制度

Abstract: The report of the 20th National Congress of the Communist Party of China pointed out that "many major problems must be solved to prevent financial risks". The stock market plays an important role in the financial system. Preventing and resolving systemic risks in the stock market are important issues. Based on assessments of the extreme risk events that have occurred in China, this paper analyzes the trading system of China's stock market and explains how the price limit system and the unreasonable circuit breaker system can catalyze stock market risks. This paper also offers suggestions for reforming the stock market trading system.

Keywords: 20th National Congress of the Communist Party of China, Financial Risks, Trading System

党的二十大报告指出，“防范金融风险还须解决许多重大问题”，“深化金融体制改革……加强和完善现代金融监管，强化金融稳定保障体系，依法将各类金融活动全部纳

周颖刚，厦门大学宏观经济研究中心、经济学院和王亚南经济研究院教授；唐诚蔚，厦门大学王亚南经济研究院博士生。



入监管，守住不发生系统性风险底线”。股票市场在金融系统里扮演着重要的角色，股市中的系统性风险不仅会给投资者带来巨大的亏损，而且还会迅速传染至其他市场以致影响整个经济。完善的交易制度有助于管理和防范股市中的系统性风险，本文将从我国股市交易制度出发，分析涨跌幅限制制度和熔断制度在极端风险事件中的局限性，并提出相应的建议。

我国股市交易制度发展历程与功能

我国股市交易制度不断发展和完善，其中涨跌幅限制和熔断制度的发展历程如表1所示。1996年12月16日，上海、深圳两大交易所正式实行涨跌幅限制制度^①，即在一个交易日内，除上市首日证券外，股票的交易价格相对上一交易日收盘价的涨跌幅度不得超过10%。此后，沪深证券交易所还将ST股票的涨跌幅限制设为5%。直到现在，个股涨跌幅限制依然是我国股票市场中最重要的交易制度之一。除了涨跌幅限制之外，我国在2016年1月1日推行过熔断制度，但于2016年1月8日紧急叫停。2019年6月13日，我国科创板正式上市，涨跌幅限制为20%。2020年8月24日，我国创业板股票正式实施新规则，涨跌幅的限制由正负10%调整到正负20%。

2021年9月3日，北京证券交易所正式注册成立，涨跌幅限制为30%。一般来说，新股上市首日或者前五个交易日内不受涨跌幅限制的影响，但有临时停牌机制。

从理论上说，涨跌幅限制制度和熔断制度在股票市场中能够发挥如下功能。

第一，冷却市场，为控制和化解风险提供保障机制。当限价机制触发之后，投资者很难进一步买进或卖出股票，有时间“冷静”下来，重新审视并纠正自己的投资行为，从而起到冷却市场、减少噪声交易的作用。这被称为“冷却效应”，能够抑制投资者的过度反应，并在一定程度上减少异常波动（Brennan, 1989; Bondt & Thaler, 1985; French & Roll, 1986）。

第二，稳定市场，避免股票市场大幅震荡。无论是涨跌幅限制制度，还是熔断制度，都能在一定程度上控制股票的涨跌幅度，控制个股异质性风险，抑制投资者追涨杀跌等过度投机行为，可以起到避免市场过度波动的作用，从而预防短期市场风险。

第三，降低交易风险。在市场剧烈波动时，大量的交易会延迟行情信息，使得价格调整发生滞后，从而导致流动性下降。像熔断或临时停牌这样的机制有助于信息的充分披露，使市场价格能够顺利调

① 在20世纪90年代初期，我国也推行过涨跌幅限制制度，并多次对涨跌停板幅度进行调整。1991年8月17日，我国开始逐步放开股市的涨跌幅限制，让市场机制自行调节。



表 1 我国股市涨跌幅限制制度和熔断制度的发展历程

起止时间	制度内容
1996.12.16至今	涨跌幅限制为正负10%，ST股票涨跌幅为正负5%。新股上市首日最高涨幅不超过44%，最大跌幅不超过36%。当日股价较开盘价上涨至10%时，停牌30分钟
2016.1.1—2016.1.7	熔断制度。当市场首次下跌（上涨）达到5%时，暂停交易15分钟；当市场首次下跌（上涨）达到7%时，全市场停止交易
2019.6.13至今	科创板涨跌幅限制为正负20%。新股前5个交易日不设置涨跌幅限制，上市首日涨跌幅度首次超过30%和60%的时候会临时触发10分钟的停牌机制
2020.8.24至今	创业板涨跌幅限制由正负10%调整为正负20%。新股前5个交易日不设置涨跌幅限制，上市首日涨跌幅度首次超过30%和60%时临时触发10分钟停牌
2021.9.3至今	北交所涨跌幅限制为正负30%。新股上市首日涨跌幅度首次超过30%和60%时临时触发10分钟停牌

资料来源：作者整理。

整，保证交易的畅通，不至于过度反应。

涨跌幅限制和熔断制度下的极端风险

在股市的整体波动处于正常状态时，涨跌幅限制制度和熔断制度能有效地抑制部分股票的异常波动，从而降低投资者的损失。但是在极端风险事件中，限价机制可能不仅无法显著减小股价的波动，甚至还可能成为股票市场风险的催化剂。市场供需关系失衡是资产价格出现波动的原因，由于限价机制无法解决市场上理性的供需关系，所以市场的过度波动只是在短时间内被控制住，却不会因为涨跌幅限制制度和熔断制度的存在而消失，而是会溢出至之后的交易日内，从而持续更长的时间（Lehmann, 1989），出现波动溢出效应。在股票即将触发涨跌停或者熔断的时候，投资者因担心限价机制所带来的流动

性问题，会提前做出次优的交易行为，使得大量买单或卖单在价格阈值触发之前涌入市场从而加快涨跌停或者熔断的速度，股价出现急剧的上涨或下跌，这一现象被称为“磁吸效应”（Subrahmanyam, 1994）。下文将基于我国发生的极端事件，分别对涨跌幅限制制度和熔断制度在极端风险中的局限性以及原因进行分析。

涨跌幅限制制度催化“股灾”风险

在股票涨跌停期间，其价格虽然不会发生变化，但买卖订单甚至是多空力量仍在不断地改变，部分资金也会流向其他未发生涨跌停板的股票，涨跌停并不能减弱股票之间的相互影响作用。特别是当股票之间的相关性增加时，涨跌幅限制制度甚至能进一步催化风险在股票之间的传染。

2015年，中国股票市场发生了严重的股灾，股指在不到60个交易日内下跌超40%，股市市值蒸发20万亿元，约占当年



我国GDP的30%。股灾期间，我国A股市场经历了多次“千股跌停”、“千股停牌”和“千股涨停”的异常波动。从2015年6月中旬开始，不少交易日出现千股跌停，涨跌停板制度没有发挥抑制市场剧烈波动的作用。2015年7月7日和8日，股市开盘即千股跌停，大量上市公司为了防止股价进一步下跌纷纷申请停牌，超过1 200只股票停牌。在“千股跌停”和“千股停牌”的双重冲击下，市场流动性枯竭，投资者只能抛售未停牌的股票，这导致了未停牌股票的价格进一步下跌。股票的停牌不但没有降低风险，而且还将自身的风险通过股票网络蔓延至未停牌的股票中，使得“千股跌停”和大盘暴跌仍在继续发生。此后，随着救市政策的颁布，大量流动性被释放，投资者在利好消息的驱动下买入未停牌的股票，连续多个交易日出现“千股涨停”的现象，而这些股票的接连涨停意味着泡沫和风险仍在继续扩散和蔓延，而且再一次地被推高。由此可见，在“股灾”背景下，涨跌幅限制制度不但没有降低风险，反而还将自身的风险传染给其他的股票，导致股价螺旋式下跌。

熔断制度为何失效？

熔断制度是一个常见但极少触发的交易制度。1987年10月19日，美国股市遭遇“黑色星期一”，道琼斯指数下跌508点，下跌幅度逾20%，股市出现大崩盘并

波及其他国家的金融市场，美国证监会也因此创设了股市的熔断机制。美国股票市场一共发生过五次熔断，其中四次发生在2020年新冠肺炎疫情期间。

我国的熔断机制于2016年1月1日首次实施，但于2016年1月8日被紧急叫停，对我国股市造成了较大的影响。在熔断制度实施的四天内，我国股市分别于2016年1月4日和2016年1月7日均触发了一级熔断和二级熔断，共计四次熔断，股市市值蒸发6.6万亿元。一级熔断的触发催化了市场的恐慌情绪，使得在恢复交易后迅速触发二级熔断。不少研究表明，熔断制度对于A股市场没有起到“降温”的作用，反而加速了市场的下跌，具有明显的“磁吸效应”（杨晓兰和金雪军，2015）。

熔断制度之所以没有起到“降温”的作用，很大程度上是机制设计的问题。表2分别展示了中美熔断制度的设计。可以看到，我国的熔断制度分为两个熔断级别，当市场首次下跌（上涨）到5%的时候，股市触发第一级熔断，暂停交易15分钟；当市场首次下跌（上涨）达到7%时，全市场停止交易。如果对2010年1月1日以来的沪深300指数日度数据进行分析，我们会发现一共有15个交易日会触发上涨熔断，其中12个交易日只触发第一级熔断，3个交易日同时触发第一、二级熔断；一共有47个交易日触发下跌熔断，其中36个交易日只触发第一级熔断，11个交易日同



时触发第一、二级熔断。平均每年有5个交易日会触发熔断，同美国相比，其频率明显偏高，说明了熔断阈值设置过低。

美国股市的熔断制度分为三个熔断级别，当市场首次下跌（上涨）到7%的时候，股市触发第一级熔断，暂停交易15分钟；当市场首次下跌（上涨）达到13%的时候，市场触发第二级熔断，暂停交易15分钟；当市场首次下跌（上涨）达到20%时，全市场停止交易。在2020年的四次熔断中，美股均只触发第一级熔断。在第一级熔断恢复交易之后，标普500指数仍继续下跌，最大下跌幅度超3%，但下跌到一定程度之后均出现了回升，这反映了市场消化投资者情绪和纠正过度反应的过程，6%的阈值间隔也为此过程提供了保障。而我国的两档熔断阈值仅相差2%，这不仅使得市场无法消化由投资者的非理性情绪带来的下跌惯性，还进一步加强了“磁吸效应”，从而加速触发第二级熔断。

表2 中美股市熔断制度对比

熔断级别	中国股市
第一级	市场首次跌（涨）达5%，暂停交易15分钟
第二级	市场首次跌（涨）达7%，全市场停止交易
熔断级别	美国股市
第一级	市场首次跌（涨）达7%，暂停交易15分钟
第二级	市场首次跌（涨）达13%，暂停交易15分钟
第三级	市场首次跌（涨）达20%，全市场停止交易

资料来源：作者整理。

完善股市交易制度的建议

第一，运用合理的方法和模型对涨跌幅限制制度等限价机制下的股市风险进行监控和管理。一般来说，股票的收益率具有尖峰肥尾的特征，单纯地用正态分布去刻画股票收益率往往会低估其尾部风险，而股市限价机制的引入会进一步地“隐藏”股票的极端收益率，“隐藏”的这一部分数据在统计学上称为“幽灵数据”。花拥军和张宗益（2010）的研究发现在实施涨跌幅限制制度之前，基于极值分布理论的VaR模型能有效地估计出我国股票市场的极端风险；而在实施涨跌幅限制制度之后，极值密集分布在涨跌停板附近，使得厚尾阈值向内收敛，从而影响了模型的有效性。对于触发了涨跌幅限制的股票来说，其交易并未停止，对应的数据是删失的；而对于熔断的股票来说，其交易直接暂停，投资者在熔断期间内无法对股价产生任何影响，熔断下的股票价格不再是删失的，而是截断的。所以，在对我国股票市场中的风险进行监测时，不能忽略由限价机制所引起的数据删失或截断的问题。

第二，涨跌幅限制的设计应该以保障股市交易的有效性和畅通性为前提，同时也要根据监管的要求，将股市的短期波动和整体的金融风险把握在可控的范围之内。在这一前提下，可以针对个股的不同情况来选择是否进一步放开其涨跌幅限制，比如，对于基本面较好、流通市值较



大、流动性较好的股票，可以放宽其涨跌幅限制，而对于流通市值小、价格易被操控的股票，则需加强对其交易的监管，制定适当可行的涨跌幅限制。一直以来，我国都针对不同交易状态的股票实施不同的涨跌幅限制^①，并且在最近几年，我国也在尝试不断放大涨跌停板的范围，创业板和科创板的涨跌幅限制放松至20%，在北交所中，股票的涨跌幅限制为30%。

熔断制度也有着用武之地，熔断制度是对涨跌幅限制充分放开后的补充。从历史数据来看，如果实行2016年的熔断制度，我国能够触发熔断的次数较多，且能够触发下跌熔断的交易日数量远大于能够触发上涨熔断的交易日数量。所以，在完善熔断机制上，需要适当扩大熔断幅度，并且针对上涨和下跌设置不同的阈值。

第三，新交易制度的实施需要通过试

点的方式来逐步推行。试点可以帮助我们认识到制度在实施过程中可能出现的问题和效果，从而积累经验、制定应急对策，最终降低其中的潜在风险。同时，市场对新制度的适应也需要一个过程，需要市场参与者充分地了解该制度，这样才能形成较为理性的预期。

第四，在放松涨跌幅限制的同时，需要加强有关部门的监管水平和力度。如果监管效率不高，对违规违法行为处罚较轻，那么投资者仍会产生违规交易的激励，例如内幕交易、联合坐庄、操纵股价等，这就会使得放开涨跌幅限制达不到设立之本意，反倒会降低股市效率，给投资者带来损失。完善相关法律法规，加强监管，打破“违法成本低、回报高”的局面，是放开涨跌幅限制的必要保障。[\[N\]](#)

学术编辑：卢超群

① 即正常交易的股票涨跌幅限制为10%，ST股票涨跌幅限制为5%。

参考文献：

- [1]花拥军,张宗益.基于峰度法的POT模型对沪深股市极端风险的度量[J].系统工程理论与实践,2010(5):11.
- [2]杨晓兰,金雪军.我国股票市场熔断机制的磁力效应:基于自然实验的证据[J].金融研究,2017(9):17.
- [3]习近平.高举中国特色社会主义伟大旗帜 为全面建设社会主义现代化国家而团结奋斗——在中国共产党第二十次全国代表大会上的报告[J].中国产经,2022(19):18-37.
- [4]Bondt W F,Thaler R.Does the stock market overreact? [J].The Journal of Finance,1985,40(3):13.
- [5]Brennan M J.A theory of price limit in future market[J].Journal of Financial Economics,1989,25:213-233.
- [6]French F,Roll R.Stock return variances: the arrival of information and the reaction of traders[J].Journal of Financial Economics,1986,17:5-26.
- [7]Lehmann B N.Volatility, price resolution, and the effectiveness of price limits[J].Journal of Financial Services Research,1989,3:205-209.
- [8]Subrahmanyam A.Circuit breakers and market volatility: a theoretical per-spective[J].The Journal of Finance,1994,49(1):237-254.