

跨市场熔断机制：美国实践及其启示

陈秧秧

摘要：2020年3月以美股为代表的全球主要证券及衍生品市场均发生系统性的多次熔断，一度引发人们对陷入全球金融危机和世界经济衰退的担忧。考察历史发现，1987年10月美国股灾后推出的跨市场熔断机制，虽未从根本上解决市场暴跌已显露的基础证券市场与衍生品市场之间不协调且相互竞争的监管权割裂问题，却成为一项强制平抑市场异常剧烈波动、快速重塑市场信心与流动性的创新制度设计。美国的市场实践表明，其在熔断程序设计上一直处于测试与调整过程中，不存在简单固化的标准模式。在任何可能情形下恢复交易是美国三十余年熔断规则应用与持续修改的经验总结。A股指数熔断机制应借鉴美国熔断机制演进的立法逻辑，而非纯粹规则现状，各档熔断阈值及其相互间隔幅度、交易暂停时间长度以及提前收市安排等关键条款均应立足本土市场实际，并注重新旧规则之间的协调与衔接。

关键词：股灾；跨市场监管；熔断机制；个股涨跌幅限制

[中图分类号] D912.287 [文献标识码] A [文章编号] 2096-6180(2020)04-0056-12

引言

2020年3月，受新冠肺炎病毒疫情全球快速蔓延、中东俄罗斯及美国在石油市场的激烈角逐、地区政治多变等因素叠加影响，世界主要证券及衍生品市场均发生一系列暴跌行情。以美股为例，3月9日、12日、16日和18日连续四次触发熔断，且道琼斯工业指数、标普500指数和纳斯达克指数均进入技术性熊市⁽¹⁾，被认为是自2007年次贷危机以来11年牛市结束的标志。

美国股市的熔断机制可以追溯至1987年10月股灾。10月19日，道琼斯工业平均指数(DJIA)下跌508点，单日市值缩水22.6%，接近1929年股市大崩溃期间跌幅12.8%的两倍。次日情形同样险峻，市场一度因专业投资者及其他做市商无法继续交易而近乎关闭。作为政治上的回应，多个政府部门与自律组织(Self-Regulatory Organizations, SROs)快速发起并发布一系列调查研究

【作者简介】陈秧秧，华东政法大学商学院副教授，会计学博士，法学博士后。

(1) 技术性熊市是指股指从最近的高点下跌超过20%，从技术上确立熊市成立。道指、纳指与标普500指数在2020年3月份前期的最高点分别是29551.42点、9817.18点和3386.15点，意味着三者的熊市分界点分别为23654.85点、7870.69点和2714.81点。3月12日美股早盘初，道指跌1696.31点，或7.20%，报21856.91点；纳指跌558.80点，或7.03%，报7393.25点；标普500指数跌192.33点，或7.02%，报2549.05点，当日即可认为美股进入技术性熊市。

报告，包括纽约证券交易所《卡森贝克报告》（Kalzenbach Report）⁽²⁾、芝加哥商品交易所调查委员会报告（CME Report）⁽³⁾、总统市场机制工作组发布的后来被广为引用的《布雷迪报告》（Brady Report）⁽⁴⁾、对证券及衍生品市场实施直接监管的两个联邦机构即证券交易监督委员会（SEC，证监会）与商品期货交易委员会（CFTC）多份工作人员研究报告⁽⁵⁾、审计总署（GAO）《初步观察报告》⁽⁶⁾以及总统金融市场工作组《中期报告》⁽⁷⁾等。借用黑泽明经典电影《罗生门》的逻辑，1987年股灾后主流研究中的分析存在一定片面性，尽管并非指其存在错误，但相关结论之间确实矛盾重重，一些政策建议沦为无的放矢。⁽⁸⁾正是在盘根错节的政治背景下，由总统市场机制工作组在《布雷迪报告》中首先提议、后经总统金融市场工作组《中期报告》再次强调的基础证券与衍生品市场跨市场熔断机制——也就是基于指数的特定涨跌幅度在一定时间内中断各证券及衍生品市场交易，以缓和 market 情绪，平抑价格异动，引导市场恢复有序交易状态——意外地成为“十月股灾”后顺利推出的一项主要制度安排。

尽管有论者认为，针对多项联邦政府研究表明的1987年市场暴跌原因在于国家基础经济层面，包括利率攀升、贸易与预算赤字以及美元贬值等，以及股灾的直接诱发因素在于高杠杆与投机盛行助推股市过高估值和基础证券市场与衍生品市场之间相互竞争的监管权割裂状态，但证监会与商品期货交易委员会以协同监管为名创设的跨市场熔断机制实则是一项迷失方向的救市安排。⁽⁹⁾熔断机制在美国股市几次异动期间的表现也经常被引述为类似上述质疑的若干脚注：1997年10月美股暴跌

(2) N de B Kalzenbach, *All Overview of Program Trading And Its Impact On Current Market Practices* (Dec. 21, 1987) [Kalzenbach Report].

(3) M.H Miller, J.D. Hawke, B Malkiel and M Scholes, *Preliminary Report of the Committee of Inquiry Appointed by the CME to Examine Events Surrounding October 19, 1987* (Dec. 22, 1987) [CME Report].

(4) *Report of the Presidential Task Force on Market Practices* (Jan. 8, 1988), CCH Special Report No 1267 (Jan. 12, 1988) [Brady Report].

(5) Report by the Division of Market Regulation of the US Securities and Exchange Commission, *The October 1987 Market Break* (Feb. 1988) [SEC Report]; Division of Economic Analysis and Division of Trading and Markets, *Final Report on Stock Index Futures and Cash Market Activity during October 1987 to the US Commodity Futures Trading Commission* (Jan. 1988) [CFTC Final Report]; Division of Trading and Markets of the Commodity Futures Trading Commission, *Financial Follow-Up Report on Financial Oversight of Stock Index Futures Markets during October 1987* (Jan. 6, 1988) [CFTC Follow-Up Report]; Division of Economic Analysis and the Division of Trading and Markets, *Interim Report on Stock Index Futures and Cash Market Activity during October 1987 to the U.S. Commodity Futures Trading Commission* (Nov. 9, 1987) [CFTC Interim Report].

(6) US General Accounting Office, *Report to Congressional Requesters, Financial Markets Preliminary Observations on the October 1987 Crash* (Jan. 1988) [GAO Report].

(7) *Interim Report of the Working Group on Financial Markets submitted to the President of the United States* (May 1988) [Interim Report].

(8) 市场评论人士指出，“诚如灾后系列研究由政治层面推动且十分敏感的缘故，每一项调查分析均未对股灾发生的宏观经济因素展开讨论，或者试图就国家债务状况（无论公共或私人部门）而向国会或政府部门提出任何指责。政策制定者从未试图去确定市场暴跌的基本经济因素，也未曾作出纠正全球预算与贸易不平衡所必要的政策改变”。See A Sinai, *Another “Meltdown Monday”*, *The Question Is Not If, but When*, NEW YORK TIMES, Apr. 3, 1988, 3, at 3, col 1.

(9) 如布鲁克林法学院 Roberta S. Karmel 教授指出，资本市场的问题不过是政治痼疾和整体金融无序的症状而已；金融监管改革不能平衡联邦预算、校正贸易赤字或者增加储蓄率，在国家开始致力于解决这些根本的经济问题之前，股市的更大稳定性不过是一个徒劳的希望。See Roberta S. Karmel, *The Rashomon Effect in the After-The-Crash Studies*, 21 THE REVIEW OF SECURITIES & COMMODITIES REGULATION 101, 101 — 108 (1988).

触发熔断被认为过早地关闭市场而带来更多不确定性与恐慌；2010年5月市场“闪电崩盘”，预设的熔断程序竟然没有被及时触发。然而，毋庸置疑的是，这一制度构建已成为世界上主要证券及衍生品市场突发性交易中中断的规则范例，且其自身在过去运行三十年间的不断实践和持续调试改进，显现出跨市场熔断机制的较强生命力及其所寄负的稳定市场之预期功效。

反观我国A股市场，在2015年经历千股跌停和指数几近腰斩的极端动荡行情后，决策层经过短短三个月的公开征求意见和讨论，便快速推出类似于美国股市的指数熔断机制。然而，与美国市场规则确立后10年方才第一次触发熔断、30年后依然正常施行显著不同，A股跨市场熔断机制自2016年1月4日正式推出仅四天便四次触发熔断，其中两次熔断导致提前收市，该规则也随即于同年1月8日被宣告暂停实施。南橘北枳，熔断机制为什么“不是一个适合中国市场的决策”？⁽¹⁰⁾ 本文通过对美国跨市场熔断机制出台背景、规则演变以及市场效果的考察，对A股熔断程序设计改进作出批判性反思。

一、美国跨市场熔断机制的确立

纵观1987年美国股灾后主流研究的基本发现与核心建议，总体上包含两类相互矛盾的观点：第一，股票与期货市场事实上为一个单一市场，二者应当更好地融合在一起；第二，衍生品市场已逐渐削弱基础证券市场，这些市场之间应当相互隔离开来，或者为了规避衍生品市场对股票市场资本生成功能发生进一步侵害，而应当对前者进行变革。联邦政府机构与市场自律组织均认为改革势在必行，相互竞争的证监会与商品期货交易委员会之间割裂且不协调的监管架构令市场暴跌得以“顺利”演进。然而，应当开发何种新的监管机制或由哪个部门来解决市场问题，众机构未能形成共识。

布雷迪委员会认为，股票与股指期货、股票期权等衍生品构成一个单一市场，但是，“这些市场的组成部分之间未能像一个统一市场那样运行，导致1987年10月市场暴跌，这一暴跌则几乎使金融体系陷入崩溃”。⁽¹¹⁾ 基于一个市场假说，只需委任一个监管机构来管理内部市场的一系列问题。布雷迪委员会探讨了但并未支持由SEC充当股票及衍生品市场核心监管者的可能性，也提出是否将SEC与CFTC予以合并或通过其他方式整合二者职责，但拒绝成立一个新监管机构的想法。最终该委员会提议，由联邦储备委员会（FRB，联储）作为最富有经验、独立且受尊敬的候选者来履行跨市场监管机构的职责。然而，联储主席格林斯潘（Alan Greenspan）立即拒绝这项殊荣“提名”，表示联储不具备充分的专业能力来有效履行这一职责，鼓吹将联储职责拓展至证券市场或清算公司的想法将不可能取得成功。⁽¹²⁾ 格林斯潘提议，联邦监管对权益市场的内在一致性可

(10) 2016年1月21日，证监会副主席方星海在瑞士达沃斯论坛接受CNN记者Richard采访时作此表述。

(11) See Brady Report, at 59.

(12) See Testimony of Alan Greenspan, Chairman, Board of Governors of the Federal Reserve System before the Senate Comm. on Banking, Housing and Urban Affairs, Feb. 2, 1988, at 22 - 23.

以通过整合 CFTC 与 SEC 的相关部门或者由 SEC、CFTC、联储以及财政部组成联合监管机构来实现。

正如可预见的那样，商品期货交易委员会和证监会均坚决捍卫自己的监管地位。前者指出，“整个监管体系是有效运行的，可以避免发生更大规模的危机”，因此，在这些体系中“没有必要作出任何大的机构变动”。⁽¹³⁾ SEC 不仅主张在权益相关产品的重要市场间决策问题上（如交易中止、反操纵与抢先交易规则）的最终监管权限，同时要求拓展其评估指数期货合约的权限，以准确衡量后者对股票市场有效运行所产生的影响，更暗指联储缺乏充分的专业能力来承担权益与期货市场的监管问题。⁽¹⁴⁾ 在各方利益主体争执不下的情形下，向来谨小慎微的美国审计总署（GAO）采取的一种不过多引起争议的关于市场体系效率与协同改进的立场为 SEC 与 CFTC 迎来扭转“众矢之的”的机会。

审计总署指责纽约证券交易所未能预测到单日 6 亿手之巨交易量出现的可能性，也未能令计算机系统有能力处理这么大的交易量，批评 SEC 对纽约证券交易所的自动订单处理系统监管不充分，并建议确立突发事件合作计划。⁽¹⁵⁾ 为了最大程度捍卫现行基础证券市场与衍生品市场分立式监管架构，SEC 与 CFTC 开始对一些不触及各自核心的监管职能寻思温和的改变。SEC 对各交易所的系统效率、清算与结算程序、纳斯达克自动报价系统以及期权市场交易持续性等展开调查和流程设计改进。CFTC 也通过持续输入交易数据来更新报告程序，适时改进银行与清算所之间的业务联系，以及通过改革来确保急剧动荡的市场环境下变动保证金转移不会受到抑阻。

传统意义上，证券交易所通过依赖卖空监管与保证金来约束波动性，商品期货交易所则通过价格与头寸限制来约束波动性。⁽¹⁶⁾ 因此，当布雷迪委员会最初建议实施跨市场熔断时⁽¹⁷⁾，遭遇 SEC 的明确反对，华尔街一向厌恶价格与头寸限制，相信持续的机构拍卖市场对投资者而言是最佳的安排。⁽¹⁸⁾ 然而，当 1988 年 3 月总统重新任命由 SEC、CFTC 与 FRB 主席以及财政部长组成金融市场工作组⁽¹⁹⁾，指示其必须在 60 天内就跨市场机制达成共识后，该工作组在报告中提出的

(13) See CFTC Final Report, at 190. 尽管 CFTC 也认同监管机构之间需要相互协调，却将诱发股灾之责的矛头指向纽约证券交易所，指责后者在 1987 年 10 月 19 日关闭个股交易和 10 月 20 日几乎关闭整个市场的过程中缺乏协调意识。See CFTC Chairman Wendy Gramm reiterated these themes at the Annual Futures Industry Association Conference on March 9 – 12, 1988, Sec. Reg. L. Rep. (BNA), Vol. 20, at 434 (Mar. 18, 1988).

(14) See Testimony of David S. Ruder, Chairman, SEC, before the U.S. Senate Comm. on Banking, Housing and Urban Affairs. “Securities and Exchange Commission Recommendations Regarding the October 1987 Market Break”, Feb. 3, 1988. at 30 [SEC Recommendations]. SEC 的“监管权溢出”观念在其后形成的正式立法建议中得以延续。See SEC To Seek Emergency Power to Restore Fair, Orderly Markets, Sec. Reg. L. Rep. (BNA) Vol. 20, at 831 (June 3, 1988).

(15) See GAO Report, at 55.

(16) See Katzenbach Report, at 14 – 18.

(17) See Brady Report, at 66 – 67, 69.

(18) See SEC Report, at 3 – 23 – 3, 24.

(19) See White House Issues Order Creating Working Group on Financial Markets, Sec. Reg. L. Rep. (BNA) Vol. 20, at 452 (Mar. 25, 1988).

唯一一项具有可操作性的建议便是强化布雷迪委员会的观点即确立跨市场熔断机制：当道指下跌 250 点时，所有股票与期货停止交易一小时；当道指下跌 400 点时，交易暂停两小时。⁽²⁰⁾ 通过批判期货与现货市场相割裂的机制安排，同时，主张跨市场熔断来暂停所有交易，布雷迪委员会与金融市场工作组事实上接受了股票市场的商品化监管逻辑。

根据布雷迪委员会的观点，熔断机制涉及多个市场分部的交易中断，如价格限制、头寸限制、交易量限制、反映指令失衡的交易中断以及与基础市场状况相关的衍生品交易中断等，且必须在股票、股指期货与期权市场之间相互协调才能有效。引入熔断机制是对跨市场流动性天然局限的反映，表明市场在吸收巨量单边交易时内在能力有限。熔断至少存在三个优点：（1）通过向狂乱的市场交易行情提供一个“休息时间”，抑制信用风险扩散与金融信心丧失，保证每一交易者得以偿付与结算；（2）通过提供一个暂时停止、用于评估与抑制恐慌的“休息时间”，促进价格发现，并公开指令失衡状况，吸引价值投资者来缓冲市场的剧烈动荡；（3）通过确定现实中的经济真相，熔断可以反击有关流动性的错误观念。当熔断成为合约交易安排的一部分，一些激进的市场机构将降低关于短时间内可出售巨量证券的错误判断，因执行错误的交易策略引致市场混乱无序且威胁金融体系的可能性也会降低。因此，熔断将降低市场动荡的影响，进而保护市场与投资者。

尽管认为熔断机制存在一些缺陷，如可能阻碍交易和套期策略实施，交易中断则可能会“锁住”投资者，使其不能退出市场，然而，当市场剧烈动荡时，熔断将不可避免。10 月市场暴跌事实上已自发产生熔断：订单转送及成交回报（DOT）系统中断纽交所订单处理程序和场外交易市场（OTC）交易系统，个股、期权与股指期货交易临时性中止，市场间信息传递系统堵塞。于是，在盘根错节的利益争夺格局中，更多受政治层面的强力推动，尤为重要的是在现有市场管辖权界限几乎未发生任何收缩的前提下，基础市场与衍生品市场跨市场熔断机制意外地成为 1987 年 10 月股灾后顺利推出的一项旨在避免剧烈动荡再次发生的核心制度安排。至于该程序设计是否可达到预期目标，则取决于未来市场的检验。

二、美股熔断触发及其效果评价

作为对《布雷迪报告》与金融市场工作组建议的回应，尤其是对市场监管信号中释放出来的政治风向变化的敏锐体察，自 1988 年下半年开始，美国几大证券与股指期货交易所分别向证监会和商品期货交易委员会提交实施熔断程序的具体方案细则。当年 10 月，证券与股指期货市场开始试行熔断规则。⁽²¹⁾ 事实上，自跨市场熔断程序引入以来，这些试行规则每年经有效性评估之后会

(20) See Interim Report at App A.

(21) See Securities Exchange Act Release Nos. 26198 (Oct. 19, 1988), 53 FR 41637 (Oct. 24, 1988) (Amex, CBOE, NASD, and NYSE) (“1988 Approval Order”); 26218 (Oct. 26, 1988), 53 FR 44137 (Nov. 1, 1988) (CHX); 26357 (Dec. 14, 1988), 53 FR 51182 (Dec. 20, 1988) (BSE); 26368 (Dec. 16, 1988), 53 FR 51942 (Dec. 23, 1988) (PSE); 26386 (Dec. 22, 1988), 53 FR 52904 (Dec. 29, 1988) (PHLX); and 26440 (Jan. 10, 1989), 54 FR 1830 (Jan. 17, 1989) (CSE).

延长生效期。需指出的是，初期熔断程序允许市场采用短暂复市安排，以便在交易日常规收市之前一定程度上恢复市场交易活动。为了确定收市价格，当道指在最后一小时内但最后半个小时之前的交易时段触发 250 点临界值，或者，在最后两小时内但最后一个小时之前的交易时段达到 400 点临界值时，也可以采用短暂复市程序。

（一）熔断规则第一次修订

1995 年，SEC 与 CFTC 意识到市场环境的明显变化，便联合各大证券及衍生品交易所对熔断程序展开评估。次年 7 月，熔断规则第一次修订，交易中断的时间长度缩短至原先的一半（30 分钟、60 分钟），并删除允许短暂复市程序的条款。这两点相互关联，缩短熔断时间事实上将使市场提前恢复交易。然而，交易所在评估过程中极力主张提升 1988 年所确立的 250 点与 400 点熔断阈值水平，因为这两档阈值在初时所代表的道指 12%、19% 涨跌幅，至 1996 年已降为 4.5%、7% 的水平。SEC 持鼓励态度，它建议各市场之间就阈值提升幅度达成共识。⁽²²⁾ 基于只在市场发生极端严重的下跌情况下才强制中断交易的规则设计初衷，提高阈值至道指涨跌 350 点与 550 点的提议顺利获得通过，新条款在 1997 年初生效。⁽²³⁾

（二）熔断程序第一次触发

1997 年 10 月 27、28 日，美国股市跌幅在绝对数上打破此前任何时候的交易记录。10 月 27 日，道指下跌 554.26 点（7.18%），以 7 161.15 点收市。这一跌幅“荣膺”1915 年以来股指下跌“排行榜”第十位，也第一次触发 1988 年 10 月生效的熔断程序。当日下午 2 时 36 分，道指累计下跌 350 点，触发股票、期权和指数期货市场交易暂停 30 分钟。当 3 时零 6 分市场恢复交易时，价格持续快速下跌，至 3 时 30 分跌幅达 550 点，再次触发熔断，当日交易结束，比常规收市提前 30 分钟。10 月 28 日，市场初时继续下跌，其后快速回升，道指全天上涨 337.17 点（4.71%），以 7 498.32 点收市，纽交所与纳斯达克市场交易量分别超过十亿手。

关于 1997 年 10 月 27 日美股暴跌的原因通常解释为亚洲市场动荡程度持续升级对美国企业业绩产生潜在负面影响，同时，本土经济下行、通缩压力等因素也引发证券价格作出修正。亚洲市场动荡明显地诱使大量机构与专业交易者试图通过直接抛售股票或间接通过期货交易，减少其在美国市场的权益敞口或增加避险手段。多种交易策略、股票与期货市场各项流动性约束以及对当日股市可能提早收市的担忧，均可能加速股价快速下跌，而不存在单一因素导致价格动荡。然而，当 10 月 28 日上午市场抛售行为使美国股价跌至具有吸引力的价位时，巨量的买入指令则助推股价实现强力反弹，尽管不是所有证券。

(22) See Exchange Act Release No. 37890 (Oct. 29, 1996), 61 Fed. Reg. 56983 (Nov. 5 1996).

(23) See Exchange Act Release No. 38221 (Jan. 31, 1997), 62 Fed. Reg. 5871 (Feb. 7, 1997). 新规则下熔断触发值从点数上衡量已较 1988 年提升约 40%，但从百分比角度，新阈值水平依然明显低于 1988 年方案下的阈值水平。具体而言，1988 年熔断机制初设时，道指下跌 12% 才会触发 250 点的熔断值；至 1996 年 7 月，道指下跌 250 点仅代表 4.5% 的下跌幅度；而到了 1997 年 1 月，250 点则仅代表道指的 3.7% 水平。为此，SEC 指出，尽管新的触发值更为合适，各交易所应当继续监控并重新评估这一标准，以确定某一市场事件是否严重到足以启动熔断程序的程度。

（三）熔断效果评价

根据 SEC 的调查，市场对熔断机制效果的观点并不一致。⁽²⁴⁾ 许多人对熔断中止交易的价值持怀疑态度，将此类对交易的干扰视为适得其反。另一些人则在暂停交易的熔断阈值维持在合理的较高水平前提下，继续视熔断为有用的“计时隔离”安排。市场评论中主要包含以下一些要点。

（1）第一次熔断阈值过低。第一次触发熔断时，350 点仅代表以道指衡量的 4.54% 市场下跌幅度，此时整体交易状况与市场运行表现为依然有序。虽然价格不连贯和价格数据传输延误使股票、期权与期货定价开始变得困难，但流动性下降尚未表现出应通过熔断来临时中断交易的程度。

（2）第一次熔断产生“磁吸效应”的证据不清晰。SEC 的数据分析显示，当跌幅逼近触发点时，不存在市场下跌趋势正在加速的清晰模式，各交易所的交易量没有呈现出非常显著的增加。

（3）交易暂停 30 分钟的影响温和，没有产生显著作用。绝大多数市场观点认为，由于触发 350 点阈值将中断交易已构成一种表明跨市场交易暂停的合理预期，交易中断本身相对不具有作用。机构在中断期间几乎没有遭遇延误或其他交易受阻情形，也不需要通过暂停交易来实施系统检查，情形似乎是仅仅让其交易员等待中断时间的过去而已。

（4）恢复交易时市场似乎是有序的。第一次熔断后市场重新开放表现得出奇有序，标普 500 指数超过 82% 成份股复盘，道指中逾 93% 股票复盘，机构整体上执行上市股票或纳斯达克市场股票的交易指令没有遭遇重大困难。

（5）第二次熔断可能已产生磁吸效应。550 点熔断阈值处产生强烈的磁吸效应，使第二次触发熔断几乎不可避免。然而，很多机构不能确定这一影响在多大程度上基于第二次触发点本身，还是来自市场因意识到第二次熔断将可能促使交易时段提前结束而不断增加的抛售压力。

（6）应当允许常规收市。几乎所有机构均认为，第二次触发熔断后不应提前收市。提前收市的负面影响与稳定市场之规则预期完全不符。尽管期间确实出现价格跳水和报价系统延误现象，绝大多数机构依然视交易状况有序，账户处理上不存在恐慌性抛售的信号，流动性问题也没有严重到需要关闭市场的程度。相反，当熔断程序下提前收市不可避免时，期货价格引导股价走低，更多交易指令被撤回，市场流动性才严重下降。因此，提前收市的规则设计是不必要的。

总体上，尽管未就 1997 年熔断机制第一次触发的市场效果形成一致意见，但基于避免过早发生交易中断以及在任何可行的市场条件下采用正常收市方式等市场观察，有必要将熔断程序设计的调整提上议程。

（四）熔断规则第二次修订

经历市场剧烈动荡尤其第一次触发熔断的实践体验之后，各市场与监管机构开始思考如何改进熔断程序。1997 年 11 月，SEC、CFTC 和各交易所初步形成两项建议：（1）将熔断阈值修订为市场下跌 10% 与 20% 两档；（2）至少每年重新评估阈值设定的合理性。关于在交易时段尾部触发

(24) See Report by the Division of Market Regulation U.S. SEC, *Trading Analysis of October 27 and 28, 1997* (Sep. 1998), https://www.sec.gov/news/studies/tradrep.htm#FOOTNOTE_58.

熔断时是否应允许常规收市的讨论则未能形成共识。对此，SEC 观点鲜明，认为触发 10% 与 20% 的阈值均不应提前关闭市场。1998 年初，鉴于总统金融市场工作组表达了在任何可能情形下市场应保持可交易状态和反对因熔断而结束当天各市场交易的强烈倾向⁽²⁵⁾，熔断阈值又加入第三档 30%，明确只有在极端情形下可提前收市的涨跌幅度。该次修订后熔断机制中的阈值设定和交易中断时间安排如表 1 所示。需指出的是，在该次修订中，尽管衍生品市场与基础证券市场在熔断程序细则设计上存在一些差异，如芝加哥商品交易所（CME）对标普 500 期货采取日价格限制即允许单日价格下行 20% 的幅度，以及 CME 变动保证金结算值将以 20% 的限定价格为基础，而不是派生自收市指数值的价格，证券交易所则允许下午 2 时之前在下跌 20% 至 30% 的幅度范围内进行交易，监管层依然认为，各市场的规则从熔断机制有效性目的出发本质上是一致的。⁽²⁶⁾

表 1 1998 年美国跨市场熔断机制主要规则⁽²⁷⁾

道指跌幅	下跌时间	交易中断时间
10%	下午 2:00 之前	60 分钟
	下午 2:00-2:30 之间	30 分钟
	下午 2:30 或之后	不中断
20%	下午 1:00 之前	120 分钟
	下午 1:00-2:00 之间	60 分钟
	下午 2:00 或之后	剩余时间均暂停交易/提前收市
30%	任何时间	剩余时间均暂停交易/提前收市

三、美国熔断机制的新近发展及其监管导向

2010 年 5 月 6 日，美国证券市场经历“闪电崩盘”，大量个股价格突然急剧下跌，又在极短时间内反弹至下跌前水平，期间道指下跌 998.5 点，跌幅达 9.2%。闪崩事件令证券及衍生品监管机构再次陷入争议的风口浪尖：基于指数的熔断安排对个股暴涨暴跌有何必然预防价值？熔断阈值设置是否过高，以致未能适时中断交易、“稳定”处于极端波动中的证券价格？这一次 SEC 与 CFTC 没有急于下调阈值水平，而是先行“修补”第二个漏洞，针对个股引入熔断安排（single-stock circuit breakers），为标普 500 和罗素 1 000 的成份股设立熔断规则：当上述证券价格变动超过 5 分钟前价格的 10% 时，如果市场在 15 秒钟内未能通过交易自主退出这一限价状态，那么，该证

(25) See Circuit Breaker Report by the Staff of the President's Working Group on Financial Markets dated August 18, 1998 [Circuit Breaker Report].

(26) See Report by the Division of Market Regulation U. S. SEC. Trading Analysis of October 27 and 28, 1997 (Sep. 1998), <https://www.sec.gov/news/studies/tradrep.htm#cb>.

(27) See Securities Exchange Act Release No. 39846 (Apr. 9, 1998), 63 FR 18477 (Apr. 15, 1998) (SR-NYSE - 98 - 06, SR-Amex - 98 - 09, SR-BSE - 98 - 06, SRCHX - 98 - 09, SR-NASD - 98 - 27, and SR-Phlx - 98 - 15).

券交易暂停 5 分钟。⁽²⁸⁾ 新规则从 2010 年 12 月 10 日起施行。

迟至 2012 年 6 月, SEC 与 CFTC 才完成由闪崩事件引发的熔断程序修订方案。⁽²⁹⁾ 其中涉及两条核心规则。第一, 以个股涨跌幅限制 (“limit up-limit down” mechanism) 取代此前试行的个股熔断安排, 既避免上市证券在特定价格区间以外交易, 又确保在任何可能情形下恢复可交易状态。所有上市证券均受此条款约束。涨跌幅以个股在开市前 5 分钟平均价格的一定百分比为基础, 流动性很强的证券 (如标普 500 和罗素 1 000 成份股及特定上市产品) 涨跌幅限制为 5%, 其他上市证券则为 10%。开市与即将收市期间允许涨跌幅在前述标准上扩大一倍, 同时允许价格低于每股 3 美元的证券在更宽的价格波动区域内交易。该项规则设计既合理区分权重与非权重个股波动对市场影响的差异性, 又充分考虑交易时间对个股价格波动的潜在影响。此外, 当证券超过 15 秒钟仍不能在允许的价格波段内交易时, 将被中断交易 5 分钟。这有些类似于个股熔断程序下的交易中断情形, 由此对一些更加重大的价格波动作出适应性安排。

第二, 调整基于指数的跨市场熔断安排, 改变主要体现在: (1) 以成份股更广泛的标普 500 指数取代沿用多年的道指 (30 只成份股), 在更大程度上反映市场整体波动水平; (2) 三档阈值分别下调至 7%、13%和 20%, 避免市场已发生极端异常波动、熔断机制却未能及时中断交易的可能性; (3) 缩短交易中断时间, 将不涉及当日市场关闭的交易暂停时间长度从 30、60 与 120 分钟下调为 15 分钟; (4) 简化熔断结构, 以触发时段的两期间结构取代此前的六期间结构, 即发生在下午 3 时 25 分前的熔断和 3 时 25 分或之后的熔断。至此, 美国熔断机制已发展为一个内涵相对丰富的交易暂停程序体系, 市场间整体层面含多档触发阈值, 彼此间隔幅度经市场实践反复调整, 且交易中断时间尽可能短, 以更及时地恢复流动性, 同时又灵活地引入个股差异化涨跌幅限制及短时熔断安排。当然, 新规则是否可发挥预期作用, 仍有待下一次市场动荡情形的检验。其主要规则如表 2 所示。

表 2 2012 年美国跨市场熔断机制主要规则

S&P 500 跌幅	下跌时间	交易中断时间
7%	下午 3:25 之前	15 分钟
	下午 3:25 或之后	不中断
13%	下午 3:25 之前	15 分钟
	下午 3:25 或之后	剩余时间均暂停交易
20%	任何时间	剩余时间均暂停交易

(28) See Report of the Staffs of the CFTC and SEC to the Joint Advisory Committee on Emerging Regulatory Issues, Findings Regarding the Market Events of May 6, 2010 (Sep. 2010), <https://www.sec.gov/news/studies/2010/marketevents-report.pdf>. See Securities Exchange Act Release No. 64735 (June 23, 2011), 76 FR 38243 (June 29, 2011). 即个股熔断机制通过指令。该机制以试点方案形式发布, 有效期暂定至 2012 年 7 月 31 日。See e.g., Securities Exchange Act Release No. 66136 (Jan. 11, 2012), 77 FR 2589 (Jan. 18, 2012) (SR-NYSE — 2011 — 69).

(29) See SEC Approves Proposals to Address Extraordinary Volatility in Individual Stocks and Broader Stock Market, June 1, 2012, <https://www.sec.gov/News/PressRelease/Detail/PressRelease/1365171482422>.

2020年4月初，美国证券及衍生品市场熔断机制的设计者之一、时任布雷迪委员会主席、老布什政府时期的财政部长尼古拉斯·布雷迪（Nicholas Brady）先生发声，对3月份美股四次触发熔断进行评价。布雷迪认为，短短两周中股市在开盘不久便熔断四次，人们并未就此感到特别意外和惊讶，因为熔断是美国资本市场基础制度架构中已被充分理解的一个组成部分。熔断是不能够阻止一个即将下行的市场的。相反，熔断所能做的，是为参与者提供一个“休息时间”，作一次深呼吸，对情势进行评估，进而也许有助于停止恐慌情绪。短暂思考之后，一些卖方可能会撤回单向的卖出交易以及价值买入者会进场。由此，布雷迪认为，熔断机制是有价值的，四次熔断已发挥预期的、表明该机制值得倚赖的作用。“我们很幸运以往极少触发这一机制。对于今天而言，市场中存在熔断是一件好事，它们正在发挥预期的作用。”⁽³⁰⁾

四、A股熔断程序的反思

追溯美国股市熔断机制三十多年实践与规则持续修改，反思A股类似制度安排施行四天即被束之高阁的现实，证券市场熔断机制构建中几项核心原则应当引起高度关注并作进一步探讨。

第一，关于熔断阈值的确立，不应存在固化的标准。美国最初在1988年方案中设定指数绝对点数阈值水平（道指250点、400点），后随证券与衍生品市场发展及经济环境变化，于1997年初将两档阈值分别提升至350点和550点。1997年10月27日美股第一次触发熔断后，基于指数固化的绝对点数不能最直观地衡量市场真实波动幅度高低的缺陷，1998年4月监管机构将阈值设置调整为百分比形式的道指涨跌10%、20%和30%三档，意在保证熔断仅在市场极端动荡期间触发的制度预期。这一设定维持12年之久，直到2010年5月6日，股市闪崩，市值瞬间蒸发，熔断却未被触发，及时隔断市场极端异常波动的制度预期落空，监管层再次将阈值下调为7%、13%和20%三档。可见，从早期提升至其后又下调，阈值在不因过低而轻易触发和不因过高而不被触发之间灵活调整，这是基于市场演变与实践经验的积累，并无标准或固化的模式。

A股为何选定5%和7%两档阈值？这在2015年12月规则征求意见期间便广受关注，也存有争议。相较于境外成熟证券市场，新兴的A股市场明显具有更高的波动率。统计历史交易数据可发现，从2005年4月8日到2015年12月4日即熔断规则发布前一天，11年间共2591个交易日，沪深300指数有105个交易日会触发指数熔断机制，占有交易日的4%。而2015年6月15日至7月10日间的19个交易日中，以收盘指数计量的沪深300涨跌幅超过第一档阈值的交易日即有7个之多，若考虑交易日中的指数波动幅度，则触及两档阈值的频次更高达14个交易日。当熔断机制诱发磁吸效应即价格发生趋势性变化时，证券价格将更容易向触发阈值的方向快速演变，继而触发市场交易中断。因此，在A股熔断机制“首秀”便付出市值缩水近8万亿元的昂贵试错

[30] Nicholas Brady and Robert Glauber, *Circuit Breakers Are Doing Their Job, But Don't Close the Markets*, <https://www.nyse.com/article/circuit-breakers-are-doing-their-job-but-dont-close-the-markets> (last visited Apr. 12, 2020).

成本之后⁽³¹⁾，各档阈值及其相互之间间隔的设定需要重新审慎地推敲和测试。同时，基于美国实践观察，市场整体层面的熔断阈值设定（7%、13%及20%）与个股涨跌幅限制（5%、10%及更高）之间没有必然关联。⁽³²⁾由此，A股施行多年的基础制度安排个股涨跌停板（10%）应当不构成指数熔断阈值设定可超越与否的当然参考。然而，两档阈值（如当前5%、7%）之间的间隔应尽量避免过窄，防止投资者在第一档阈值触发后因担心极易诱致触发第二档阈值而形成强烈的持续抛售“磁吸效应”，加速市场下跌。A股在2016年1月4日和7日两个交易日中分别先后触发两档阈值的间隔时间仅为6分钟和1分钟，十分清晰地表明了这一点。

第二，关于熔断触发后交易暂停时间长度的确定，过短的交易中断似乎不足以令A股投资者恢复冷静，进而理性、有序地开展交易。第一档阈值触发后交易暂停15分钟虽属当前美国程序设计中的标准化操作，然而，诚如上文阐述，1988年方案中第一、第二档阈值触发后交易中断分别达60、120分钟之久；1996年提升阈值后将中断时间缩短为30、60分钟；1998年4月真实经历市场熔断的教训之后，又分别延长为60、120分钟；直到2012年，才最终将不涉及交易日提前收市的交易中断时间统一缩短至15分钟。显然，美国市场熔断程序中交易暂停的时间长度一直处于变动与调整中，唯一不变的是其在稳定市场情绪所需的充足时间和尽可能及时恢复市场流动性之间寻求平衡的规则制定逻辑。A股应当熔断多久才合适，这一问题在规则征求意见期间也存在不同观点。结合美国规则演变历程、A股熔断深刻体验以及中美市场尤其投资者结构的显著差异，适当延长“冷静期”似乎是稳妥之策，过快恢复交易则很可能诱致更多非理性行为。

第三，关于是否应尽可能保持市场可交易状态，而不是轻易提前收市。证券市场的最大恐惧不是遭遇亏损，而是来自不能交易。美国熔断机制中一贯重视交易暂停后是否应允许恢复交易的问题，提前关闭市场是其极力规避的情形。1988年方案因第二次触发熔断后交易将中断达120分钟之久，便设计了允许在收市前短时间复市的程序性条款，尽管该条款在1996年缩短交易中断时间、事实上提前恢复交易后被删除，允许正常收市而非提前关闭市场的辩论一直未曾停止。1997年美国第一次也是迄今唯一一次触发熔断并导致提前收市和A股2016年1月触发熔断、市场提前关闭，虽然时滞20年，但事后总结，市场对可交易状态和常规收市的预期则是共通的。由此，熔断机制中关于提前结束当日交易时间的条款设置应当是在穷尽各项“冷静”之术无果、为最大可能避免市场持续剧烈动荡的最后防线，轻易不应启动提前关闭市场、隔断交易的大门。

第四，关于熔断机制与现行A股市场“T+1”交易制度的不相容问题。所谓“T+1”，是指

(31) 以2016年1月4日和1月7日两个交易日沪深两市收市市值变化初步计算，两日市值分别蒸发约4.24万亿元和3.8万亿元。

(32) 美国在2012年修订跨市场熔断机制、引入个股涨跌幅限制规则时，也曾对个股涨跌幅限制安排与市场整体层面熔断程序之间的关系予以重点关注，监管层对来自市场自律组织的建议——当充分数量的个股交易中断或价格限制被触发时，应当宣告市场整体层面的交易中断——予以充分考量。最后，SEC与CFTC认为，现阶段尝试对个股交易中断或限价状态与市场整体熔断程序触发之间的恰当关联性（appropriate correlation）作出识辨为时尚早。也正基于此，美国市场监管机构倾向于对新发布的熔断规则采取试行期间的做法，并于每年评估，以更好地理解并检验其在实践中的应用效果。See SEC, *Market-Wide Circuit Breaker Approval Order*, <https://www.sec.gov/rules/sro/bats/2010/34-67090.pdf> (last visited Apr. 12, 2020).

投资者当日买入的股票不能在当日卖出，需待下一个交易日进行交割过户后方可卖出的交易规则。实施熔断机制的成熟证券市场则更加流行“T+0”制度，即投资者可以卖出当日新买入的股票，进行日内回转交易。在股指触发市场熔断的情形下，投资者可以在交易暂停期间内研判市场信息，等待恢复交易后再次进行交易，降低损失或扩大盈利。这也为市场创造了新的流动性。然而，“T+1”制度抑制日内回转，买入（尤其买错）行为发生后不能立即再卖出，尤其在熔断触发后的恢复交易阶段，投资者通常会更加谨慎地卖出，而不是乐观地继续持有或买入。大量的单边卖出行为将形成市场抛售压力，加剧市场恐慌情绪，引发难以找到交易对手方的流动性枯竭问题。这一新旧交易规则之间的不相协调之处以及前述熔断机制本身设计上的若干缺陷，为投机者带来做空现货市场而在股指期货市场牟利的机会，而衍生品市场的投机套利交易又将再次诱发现货市场价格进一步下行和更多市场波动。因此，就A股熔断机制设计的初衷而言，还需做更多系统性改进。

The Circuit Breakers Practice in U.S. and Its Regulatory Implications

CHEN Yangyang

Abstract: The circuit breakers in U.S. involving trading halts in the various market segments were established following the October Crash in 1987. It did not solve the uncoordinated regulation by competing regulators between the primary and derivative markets, which was revealed definitely during the collapse, while it was considered as a great innovation which aims to restrain extraordinary volatility and reconstruct investors' confidence quickly in extreme market circumstances. Its operation in U.S. during the past thirty years indicates that such an important mechanism is still in a status of testing, reviewing, and modifying, and there exist no brief or aptotic standards for other markets to follow up. It seems that one of most respected rules is to remain open for the markets whenever possible. For the index-based circuit breakers in A-share market, the valuable thing is from its legislative logic, not the legislative status. Those key provisions, including triggering levels, the gap between these triggering levels, the duration for trading halt, and the possible pre-closing arrangement, should be recognized not only based on the local practice, but coordinated with the existing trading rules.

Keywords: Market Crash; Across-market Regulation; Circuit Breakers; Limit Up-Limit Down

（责任编辑：王乐兵）