

【解牛集】— 刊於〈信報〉，2015 年 9 月 15 日

熔斷機制心理作用大於實際

顏至宏

香港科大商學院財務系客座教授

9 月 7 日晚，上交所、深交所與中金聯合發佈《關於就指數熔斷相關規定公開徵求意見的通知》。根據《通知》，在保留現有個股日漲跌幅 10% 限制的前提下，將引入指數熔斷機制，以滬深 300 指數作為熔斷基準指數，設置 5% 和 7% 兩檔指數熔斷閾值，並同時面向市場徵求意見。

對於 A 股市場將迎來熔斷加上漲跌停雙保險的消息，業內人士表示，加入熔斷機制將更有利於市場穩定，讓市場在極端恐慌時候能有一個喘息機會。不過，有基金行業人士則表示，在熔斷機制下，市場交易被迫停止，市場的流動性將受到嚴峻考驗。

為什麼選用滬深 300 指數，原因很簡單，因為滬深 300 指數涵蓋範圍最大，指數裡面的股票蓋括滬深市場六成左右的市值，和標普 500 一樣具有良好的市場代表性。

在操作層面，當滬深 300 指數漲跌幅觸及 5% 這一閾值時，滬深兩個市場上市的全部股票、可轉債、可分離債和股票期權等股票類相關品種，以及中金所上市的名品種股指期貨均暫停交易 30 分鐘。此後進入集合競價環節，集合競價結束後再繼續當日交易。

全日停市有討論餘地

當交易時間在 14 時 30 分及繼後各時點觸發 5% 閾值、或全天任何時段觸發 7% 閾值時，暫停當日交易直至收盤。按照《通知》的熔斷機制，單日內各檔熔斷最多觸發一次。

深入地看，當滬深 300 指數漲跌幅觸發 7% 這一閾值時，按規定，當日交易暫停。對此，有意見認為，此舉等於把現有個股每日漲跌幅度 10% 的限制，拉到 7% 的水準。

從交易和流動性的角度看，指數漲跌幅觸動 7% 的閾值時，其實也可以將停市的

時間定為 1 小時，讓市場冷靜一下，並不必然需要全日停市。而且也需要考慮下跌的速度，如果市場緩慢穩定的下跌，到了下午兩點鐘才下跌 5%，這種情況是否需要觸發熔断機制是可以討論的。

今次引入熔断機制，究竟能否對近期大幅波動的股市有穩定的用，確是見仁見智。有人認為，機制有穩定作用。所據的理由是，當市場出現大幅波動時（就像 A 股 7、8 月時出現單日雪崩式下跌的情形），有熔断機制，一觸及 7% 閾值時，當天停市，可以把系統性風險遞延至下一個交易日，把風險釋放週期拉長，有助恐慌性的市場情緒得到一些舒緩。在此機制下，A 股在 7、8 月間單日「千股跌停」和「千股漲停」的現象可以避免發生。

股市升跌與流動性更相關

但是，從另一個角度來看，此舉未必能夠解決當前股市波動不定的脆弱市底，因為目前 A 股大幅波動，原因更多是流動性產生的。當投資者有心大舉要拋售手上股票時，熔断機制無法根本消除沉重的拋售壓力。

對個股來說，由於目前個別股份沒有設熔断，當市場出現恐慌性情緒蔓延時，一些小型股票或有特別性質的股票，便可能無法避過一劫，甚至會造成個別板塊出現大規模跌停。

看深一層，如果一開市就跌 5%、甚至跌進 7% 的閾值，當日整天交易暫停。從過去一些情形看，國內股市早上大跌，有投資者可能在下午於低位「撈底」，即使未必能夠完全收復失地，但起碼可使跌幅收窄，讓市場有機會慢慢喘定。如今若早上開市即告停市，顯然便會扼殺了午後把跌市「拉上去」的機會，市場恐慌揮之不去。

因此，引入熔断機制，能否把市場穩定下來，還需要從實證後作出觀察。

美國熔断有效中國未知

事實上，熔断機制是 1987 年 10 月 19 日美國華爾街「黑色星期一」、道指單日下跌了 22.61%，導致全球股市暴跌的產物。

現在美國市場的熔断機制的啟動，並不是完全根據指數前一天收市點位元來定漲跌幅度，而是可能根據下跌速度而且涵蓋個股。2010 年 5 月 18 日，美國試行了個股熔断機制，即標普 500 指數中的任何一檔股票，如果在 5 分鐘內跌幅達到 10%，該股在所有交易所內必須暫停交易 5 分鐘。目前美國熔断機制是在 2012 年根據

市場發展，如程式交易和高頻交易增加而改進的結果。

以前的熔斷機制主要是在控制市場恐慌產生非理性下跌為主，而 2012 年這個改進則拓展至雙向限制非理性漲跌再加上考慮下跌速度。另一個重要的改變是市場體系的熔斷機制觸發不再根據道瓊斯指數，而是以涵蓋範圍更大的標普 500 指數。熔斷機制以標普 500 指數上一個交易日收盤點位元為基準設定三級閾值可以觸發整個市場的熔斷：7%(一級)、13%(二級)和 20%(三級)。當觸發各級閾值時，股市分別暫停 10 分鐘、1 個小時和暫停直至收市。

內地股市牛短熊長

從美國的經驗看，1988 年推出熔斷機制至今，並沒有出現很多次的市場熔斷。記得 2011 年 8 月 8 日的另一次「黑色星期一」，評級機構標準普爾繼 8 月 5 日將美國主權信用評級由 AAA 下調至 AA+ 後，並把評級展望列為負面；8 日又將美國貸款抵押融資公司房利美和房地美的評級，由 AAA 下調至 AA+，觸發美股大跌，當時，熔斷機制曾發揮穩定作用。

最近一次美國股市觸發熔斷機制是今年 8 月 24 日，美股低開後繼續下挫，三大股指觸及 7% 的熔斷閾值，暫停十分鐘交易。恢復交易後，市場恐慌情緒稍為得以緩解，避免「踩踏式」下跌，最終股指回升，收盤時跌幅在 4% 左右，顯示熔斷機制有一定效用。

不過，不要忘記，美國股市的參與者結構是以機構投資者為主，跟中國以散戶為主的結構剛好相反。機構投資者的專業，比散戶有更大的風險承受能力和理性而且能使用更多對沖工具去消除下跌風險來化解「踩踏式」的市場恐慌情緒。

此外，中國股市還有一個特性就是牛市來的又快又急，然後就開始一個漫長的調整，就是熊市時間比較長。美國股市剛好相反，就是牛市比較長而熊市比較短。

政府在年初大力唱好股市，鼓勵老百姓進入市場，並且給兩融開綠燈，結果就讓市場一些怪獸蜂擁而出。這些股指期貨、兩融業務、傘形信託、場外配資很快的把股市推上去，上漲時出現了幾次千股漲停、下跌時出現多次千股跌停這樣的世界奇觀。

對於一天當中很多股票可以從天堂下到地獄、或地獄升到天堂的這種 20% 振幅的怪相是讓很多外國投資專家無法瞭解。有位投行的外籍朋友問我，如果中國沒有上下跌停板，股市是否會更瘋狂，我告訴他，我的答案可能是「不」。因為如果沒有漲跌停，市場可能流動性會更好一些，而且能更快找到底而回升。中國股市

現在面臨的問題，除了股市的漲跌之外，最主要的是流動性的問題以及市場和部分參與者不成熟。

此外，中國很多股票沒有配息，因此股民主要收入是靠股票上漲。就是中國股市投機成分大過投資成分，可以說雖然整體市場市盈率不大，但中國大多數股票是成長股(Growth Stocks)，而有配息的價值股(Value Stocks)就很有限。政府可以開始考慮增加一個規定，就是規定一些市值較大、而且業務較為穩定的上市公司一定要配息，如銀行，石油，和電訊板塊。這可以讓很多退休的老股民不用每天那麼辛苦的去盯盤做交易，而有如債券一樣穩定的收入。

心理作用大於實際

究竟熔斷機制對穩定 A 股市場可否產生作用？有人作出統計和分析，從今年 6 月 15 日迄今，若然引入熔斷機制，共有 19 次觸動熔斷，其中 14 次是因跌，5 次因升。對大跌的「封殺」，把風險延至繼後一天的交易日，表面看有一些穩定作用。但這個作用往往是很短暫。因為只靠堵塞，而無疏洩引導，有可能引發翌日更大的拋售壓力，造成更大的危機。

目前，中國推出熔斷機制，在目下階段，可以說心理作用大於實際上的作用。基於各股沒有熔斷機制，因而也難以對個股恐慌性的拋售產生很大的作用，化解暴跌之勢。

一般來說，若然某個市場有漲跌停板制度，往往就沒有熔斷機制。如今內地股市既有漲跌停板制度，又有熔斷機制，對未來股市可否更有效率地運行，目前言之尚早。

通脹與通縮雙重夾擊

照目前形勢觀察，內地股市最惡劣的情況已經過去。前一段時間，中証監向券商發出處理場外配資的指引，如今仍剩下在市場的場外配資資金，筆者估計約在 2、3 千億元之譜，亦即去槓杆差不多到了尾聲。可以說，內地股市穩定下來的基礎是否牢固，很大程度視乎實體經濟的改善狀況。這也是讓人最擔心的地方。

如今國內開始進入一個消費者價格指數（CPI）上升，而生產者物價指數（PPI）下跌的經濟局面。與此同時，8 月當月，中國進出口總值 2.04 萬億元(人民幣，下同)，同比下降 9.7%(下同)。其中，出口 1.2 萬億元，下降 6.1%;進口 8361 億元，下降 14.3%，反映內需和外需仍然十分疲弱。

目前，全球金融市場兩大風險來源，其一是美國開始加息，其二是中國經濟滑坡

之勢。如今中國經濟下行的壓力，已經影響到南韓，估計半年後亦會影響到美國。由於今次股災令國內不少老百姓投資損失慘重、也有不少中小企的老闆炒股而焦頭爛額，估計合共的損失額約 3-4 萬億元，意味民間資金明顯度萎縮了。

總括來說，民間資金損失重大，對中國經濟發展不利，並且需要人民銀行向市場源源注人流動性。因此，引入股市熔斷機制或可收短暫作用，但歸根究柢還是要看中國經濟有效紓緩沉重的下行壓力，以及市場和市場參與者能否從股災學到功課，來構建一個更成熟理性的金融市場。

〔 本文由科大商學院傳訊部筆錄，顏至宏教授口述及整理定稿 〕