

# 闪电崩盘的美国监管经验与启示

万丽梅



2016年以来,我国资本市场迎来了沪股通、深股通以及A股纳入MSCI指数等里程碑事件,股市对外开放程度不断加强,我国股市与境外资本市场的联动性也随之提高。同时,经济金融各项改革进入深水区,我国股市的脆弱性和不确定性被进一步放大。今年4月中旬以来,我国股市发生多起针对个股、相关板块的闪电崩盘现象,多只股票在开盘很短时间内快速跌停。当前经济金融环境下,如何有效应对闪电崩盘事件,在更大程度上保护中小投资者的利益,值得深入分析和研究。

## 闪电崩盘事件的美国应对措施

闪电崩盘(Flash Crash)常表现为股票或其他金融工具价格在极短时间内的快速、剧烈下跌,在未跌停的情况下,价格也可能在短时间内反弹。有研究者指出,美国证券市场2010年“5.6闪电崩

盘”开启了全球金融“闪电崩盘时代”的世纪之门。CFTC-SEC(美国商品期货交易委员会——美国证券交易委员会)针对美国“5.6闪电崩盘”联合发表报告,指出闪电崩盘的诱因主要是基于高频交易的规模扩张、股票在不同交易所交易的分散程度和跨市场交易机制及套利行为共同加剧了股票价格的深度崩盘。

(一)以信息搜集和日常监测为抓手,强化对高频交易行为的事前监管。在美国同一只股票可选择在不同的交易场所交易,这样的交易方式衍生出多种跨交易场所的高频交易策略,使得SEC无法及时地合并跟踪全市场、全口径的交易数据。为此,SEC主要采取以下措施强化对市场数据的收集和监测。一是建立全国范围的市场分析系统(NMS)。通过NMS实现对全国所有交易所交易数据的修改、取消等监控,同时对所有的证券统一技术标准,以匹配不同的证

券市场结构。二是建立综合审计跟踪制度,同时对直接交易访问客户采取风险管理控制。通过审计跟踪制度保障监管者准确通过NMS监控全国各个交易所的交易行为。以区分经纪商识别代码的方式实现对客户的风险管理。

(二)要求证券经纪商或自营商对使用的委托通道及使用其通道下单的客户,采取适当的事前风险管控措施。美国很多证券经纪商或自营商,拥有市场参与者标识符(MPID),可供其以电子方式将自己及客户的委托传送至交易所或另类交易平台(ATS)。SEC调查发现,高频交易下单委托虽使用上述证券经纪商或自营商的MPID,但事实上这些委托却没有经过证券经纪商或自营商,缺乏事前监控。而这些证券经纪商或自营商均假设通过MPID下单的客户已有完善的风控程序。SEC认为上述客户可能存在以下风险:因人为疏失或计算机错

误,造成输入错误委托;违反相关法规规定,超过其可交易额或资本使用上限等。因此,SEC于2010年规定,在各交易所或ATS注册成为会员、经营ATS且给客户下单通道的证券经纪商或自营商,需对其委托下单的通道和使用该通道的客户建立和完善风险管控及监督机制,以覆盖相关的财务、合规情况以及其他潜在风险点。

(三)完善市场异常交易的事中事后应急处理机制。一是重设个股熔断机制。此前,SEC只设置了针对指数的熔断机制,由于无法避免高频交易对个股的影响,指数熔断机制失效。2010年开始试点试行个股熔断机制,2012年在全市场正式采用个股熔断机制,2013年进一步细化实施细则,对标普500和罗素1000指数成分股以及430只超过3美元的个股,实施5%涨跌停限制,其他价格在3美元以下的流动性较弱个股,价格波动区间则放宽至10%。二是明确错单认定标准,建立错单取消机制。SEC于2010年12月10日起执行新的错单认定标准,且新标准以股票是否适用熔断机制为参照。适用熔断机制的股票,划分若干股价区间来认定错单。股价在25美元(含)以下的股票,成交价格低于熔断触发价格10%的认定为错单;股价在25美元至50美元(含)之间的股票,成交价格低于熔断触发价格5%的认定为错单;股价在50美元以上的股票,成交价格低于熔断触发价格3%的认定为错单。不适用于熔断机制的股票,按照涉及的股票范围和“参照股价”来认定错单。涉及股票范围为5—20只的事件,成交价格低于“参照股价”10%的认定为错单;股票范围为20只以上股票的事件,成交价格低于“参照股价”30%的认定为错单。一旦认定为错单,均视为无效交易予以取消。三是禁止无成交意向报价。所谓无成交意向报价指的是原本计划无法实

现成交的报价(即买卖报价偏离真实市场价格幅度较大),通常会对市场价格造成冲击。SEC要求交易所交易名单上的做市商既要维持买卖双方报价,同时将报价限制在有限范围。适用熔断机制的证券,买卖报价不得偏离最佳报价(上市证券在各交易场所范围内可获得最高卖价与最低买价)的8%。临近开盘、收盘以及熔断机制不适用的情形,报价不得偏离最佳报价的20%。上述任何一种情况下,允许做市商的报价在新报价回到规定范围之前有1.5%的追加浮动范围。

### 对我国股市闪电崩盘事件的监管启示

随着我国金融市场逐步放开,产品创新不断深入,高频交易对证券期货市场的影响也逐渐加大。我国高频交易发展时间不长,但发展速度较快,大连商品交易所交易额中来自于高频交易的比例从2012年的1%上升至2015年的10%。与欧美国家相比,我国高频交易仍有较大成长空间,未来闪电崩盘发生的可能性和频率或将提高,带来经济后果也会愈发严重。因此有必要借鉴美国应对闪电崩盘的监管经验,对我国股市闪电崩盘事件进行有效防范。

(一)设立系统化交易风险事前预警和监控机制。一是督促证券经纪商或高频交易商执行风险内控机制,将交易规模和频率控制在合理范围。二是交易所的风险预警和监控机制。交易所应与监管部门形成合力,强化对历史数据的挖掘和分析。完善账户信息报备和信息共享制度,健全趋同账户和关联账户的申报及监控,实现合并预警和监控。对重点投资者的账户及关联账户进行分类监管,动态识别券商资管、私募基金、超大户的交易行为,重点监控高频交易、杠杆交易等,抑制异常交易行为,建立全覆盖、全口径的异常交易行为动态监控机制。三是清算会员,主要检查

是否有风险和需要暂停交易。

(二)强化“交易所——会员——客户”节点式事前事中监管。交易所是证券市场的一线监管,更加贴近会员,除事后报告及处理异常交易之外,还应强调事前了解客户、事中监控交易。一是交易所进一步建立健全“以监管会员为中心”的监管模式,细化对会员进行现场检查的启动情形和流程。二是赋予会员事前监测的风险防控手段。对通过证券经纪商或自营商建立多个关联账户、背后可能存在拖拉机账户的一般交易者或高频交易者实施日常监测的风险控制。三是明确会员责任。对非会员交易参与者使用会员交易单元出现重大异常交易或者其他违法违规问题的,应追究会员责任。

(三)密切关注跨市场联动可能引发的风险。美国“5.6闪电崩盘”的原因之一,是缺乏有效手段及时打破跨市场联动效应带来的负反馈。跨市场联动在2015年我国股市异常波动中亦有出现。随着股指期货的深入运用,期现联动会愈发频繁,风险传导将更为隐蔽和复杂。目前,我国股市的冷却机制只有个股10%的涨跌停制度,随着股票指数的扩大和沪股通、深股通下资金的流入,市场发生极端异常交易的可能性或将加大。因此,应进一步研究极端行情时的市场冷却机制,减少闪电崩盘对市场的冲击破坏。

(四)进一步明确异常交易行为的监管规则。借鉴美国经验,从准入机制、错单认定标准、无成交意向报价等方面对交易行为加以限制。制定异常交易行为监管规则,探索建立异常交易行为的认定标准,及时监控,设定盘中暂停账户交易等监管措施,提高盘中采取监管措施的及时性和针对性,避免股市发生系统性风险。

(作者单位:中证金融研究院)

责任编辑 韩璐