

研究报告

RESEARCH REPORT

在信用交易账户开放当日回转交易的
海外经验与启示

课题研究员 吴林祥 王霞



深圳证券交易所综合研究所

2007.01.16 深证综研字第 0148 号

内 容 提 要

恢复实行当日回转交易一直是我国证券市场的热点问题之一。自 1995 年初取消当日回转交易以来，恢复实行的呼声一直存在；在新《证券法》取消原有限制性规定、新《交易规则》留下制度接口后，当日回转交易再度成为关注焦点。本文在总览海外市场实行回转交易的主要情况后，详细考察了台湾和美国市场实行回转交易的主要做法、相应的风险控制措施、以及市场影响，在此基础上，设计了我国的路径选择——借鉴台湾“资券相抵冲销交易”模式、在信用交易账户上恢复实行当日回转交易，并根据我国股票市场实际情况提出了相关的风险控制措施建议。

报告的主要内容如下：

1. 回转交易是海外证券市场通行的一项交易制度，多数市场允许实行回转交易，且不少市场的回转交易十分活跃。一般认为，回转交易的交易量占市场总交易量的比重约为一至二成。

2. 台湾市场实行回转交易经历了“实行 - 取消 - 恢复”的过程：从 1985 年起禁止当日冲销交易，1994 年台湾证券交易所以“资券相抵冲销交易”方式恢复当日冲销交易，2005 年柜台买卖中心亦开放“资券相抵冲销交易”。

3. “资券相抵冲销交易”的特点是：必须通过信用交易账户进行、仅限于可以进行融资融券交易的股票、包括先买后卖（当日融资买进股票后在同一日融券卖出）、先卖后买（当日融券卖出后在同一日融资买回）两种情况。

4. 台湾股票市场的重要经验是：不是简单地恢复 1985 年前的冲销交易，而是在信用交易账户上有限制地恢复，并且借助信用交易的监管制度来实施对冲销交易的监管。

5. 根据对台湾证券交易所 1994 年起及柜台买卖中心 2005 年起实行资券相抵交易制度的相关实证研究结果，资券相抵冲销交易对价格形成机制的影响是中性的，资券相抵并无明显的助涨或助跌的倾向，也未对证券市场交易造成不良影响。

6. 在美国股票市场，通常情况下禁止在现金账户进行回转交易，而必须使用信用交易账户。一般回转交易包括先买后卖、先卖后买两种情况。在 2001 年进行

的有关回转交易保证金要求的规则修订中，明确了一个与回转交易密切相关的概念——“Pattern Day Traders（典型回转交易者）”。

7. 2001年SEC批准了NYSE规则431和NASD规则2520关于典型回转交易者信用交易账户保证金要求的重大修改，重点在于提高进行回转交易的保证金要求。修改的主要原因是，此前的保证金要求不能有效地防范某些回转交易模式所蕴含的风险，并且引发了一些不良的业务行为。

8. 综合起来看，作为海外证券市场的一项通行制度，回转交易在增加交易量等方面的作用比较明显，但也在一定程度上增加了业务风险和市场风险。为此，有必要对专门进行回转交易的投资者、经纪商等进行特殊监管，其中，在信用交易账户上开放回转交易是控制风险的有效措施。

9. 借鉴海外市场通行做法，建议在信用交易账户上率先实行当日回转交易。在信用交易账户上实行、只对允许进行融资融券的账户、股票开放回转交易，可以检验回转交易制度对市场的影响，并探索应对机制，从而防范市场风险。

10. 建议初期采用台湾市场模式，以“资券相抵冲销交易”方式恢复回转交易，在条件成熟时过渡到美国的限制“回转交易融资购买力”模式，进一步增大投资者进行回转交易的能力。

11. 强化我国股票回转交易风险控制措施主要包括：只允许投资者通过融资融券保证金账户进行回转交易、限制当日总成交金额相当于保证金净值的倍数、增加投资者过度回转交易的成本等。

关键词：回转交易 信用交易账户 融资融券保证金 资券相抵冲销交易
风险控制

目 录

一、 导言.....	1
二、 海外市场回转交易的总体情况.....	2
(一) 回转交易与“T+0 交易”辨析.....	2
(二) 总体情况.....	3
三、 台湾股票市场实行信用交易账户回转交易的情况分析.....	5
(一) 台湾市场的回转交易——信用交易账户资券相抵冲销交易.....	5
(二) 台湾市场实行回转交易的过程：实行 - 取消 - 恢复.....	6
(三) “资券相抵冲销交易”的主要风险控制措施.....	9
(四) “资券相抵冲销交易”的实行效果与影响.....	11
四、 美国股票市场实行信用交易账户回转交易的情况分析.....	17
(一) 美国市场的交收制度与信用交易账户回转交易.....	17
(二) 美国回转交易的主要风险控制措施.....	18
(三) 回转交易的交易量占比及其对市场的影响.....	22
五、 对我国股票市场实行回转交易的启示及建议.....	23
(一) 对回转交易及其实行效果的认识.....	23
(二) 路径选择——在信用交易账户上恢复实行回转交易.....	26
(三) 实施模式——“资券相抵冲销交易”的台湾模式.....	28
(三) 相关的风险防范措施.....	30
附录 A 信用交易资券相抵交割之交易作业要点.....	34
附录 B 上柜股票信用交易资券相抵交割之交易作业要点.....	35
附录 C NYSE 规则 431 (Margin Requirements) 关于 day trading 的规定.....	36
参考文献.....	40

一、导 言

尽管回转交易是海外股票市场普遍采用的一种交易方式，但我国证券市场的管理层、实务界以及理论界都对回转交易的市场效应，如回转交易是否会加大股票市场波动等存在着不同看法，表现在市场制度方面，则是在 1995 年 1 月 1 日取消回转交易并一直持续到现在。

恢复实行回转交易的呼声一直存在。特别是 2005 年修订、2006 年 1 月 1 日起实施的新《证券法》取消了原来第一百零六条的规定“证券公司接受委托或者自营，当日买入的证券，不得在当日再行卖出”，表明实行回转交易已不存在法律障碍。此后的市场呼吁与猜测就更多了，如 2006 年 2 月，市场一度传言深市 ETF 会实行 T+0 回转交易，上证所则从 2006 年开始就一直表示有些板块可以允许实行 T+0 回转交易。2006 年 7 月 1 日起实施的深沪交易所新交易规则更进一步为实行 T+0 回转交易留下了制度接口。新交易规则规定，“投资者买入的证券，在交收前不得卖出，但实行回转交易的除外。”这实际上为部分板块实行当日回转交易留下了空间。目前，债券和权证实行当日回转交易，B 股实行次交易日起回转交易。

不可否认，对回转交易的看法仍存在着分歧。市场普遍认为，T+0 回转交易有助于活跃市场，但鉴于该制度在中国股市发展初期所导致的“行情过于火爆”等加大风险的情况，管理层对恢复实行回转交易仍心有余悸。特别是 2005 年权证实行回转交易后，对回转交易市场效应的认识更深入了，对回转交易实施效果的担心也随之增加许多。因此，尽管证券市场基础制度建设逐步完善、市场表现日趋转好，但恢复实行回转交易仍停留在研究阶段。

本文考察海外市场实行回转交易的主要情况、所产生的市场影响、以及相应的风险控制措施，一方面为全面、准确评估恢复实行回转交易的市场影响提供可资借鉴的经验，另一方面，为根据我国股票市场特色设计相关风险控制措施提供有益的借鉴和建议。

本报告的内容安排如下：第一部分是对外国市场实施回转交易总体情况的分析，第二部分、第三部分重点考察台湾和美国股票市场实行回转交易的情况，包括回转交易的主要规定、相关风险控制措施以及对市场的影响等，第四部分是对

我国股票市场实行回转交易的启示及相关风险控制措施建议。

二、海外市场回转交易的总体情况

(一) 回转交易与“T+0 交易”辨析

根据 2006 年 7 月 1 日起实施的《深圳证券交易所交易规则》,回转交易是指“投资者买入的证券,经确认成交后,在交收前全部或部分卖出”,即成交之后、交收完成之前卖出已买入证券的行为,都是回转交易,因此,回转交易与交收制度密切相关。如果采用 T+0 日交收(T+0 日收盘后完成交收),则回转交易必定为当日回转交易(或称日内回转交易、T+0 回转交易);如果采用 T+1 日交收(T+1 日收盘后完成交收),则回转交易可以为当日回转交易,也可以为次日回转交易;如果采用 T+2 日交收(T+2 日收盘后完成交收),则回转交易可以为当日回转交易,也可以为次日回转交易、次二日回转交易,依此类推。

长期以来,我国股票市场并未采用转移证券和划拨资金同步进行的交收方式,在划拨资金 T+1 日完成的同时证券转移采用 T+0,因此,回转交易只有当日回转一种情况。在 2006 年实行货银对付(Delivery Versus Payment, DVP)交收方式后,证券转移改为采用 T+1,并自动采用次日回转交易,因此,讨论重点将限于当日回转交易。

从这个角度看,《交易规则》中相关条款的规定具有特殊含义:根据规则第 3.1.4 条,“投资者买入的证券,在交收前不得卖出,但实行回转交易的除外。”第 3.1.5 条则指出了前款所指的具体内容:“债券和权证实行当日回转交易,B 股实行次交易日起回转交易。”不过,在采用 DVP 后,A 股实际上也实行了次交易日起回转交易,只不过没有单独列示。

总结起来,回转交易的概念有两个特别需要注意的地方,市场对此的理解存在偏差。

第一,我们关注的重点仅仅是当日回转交易,即是否需要恢复实行当日回转交易。对于次日回转交易、次二日回转交易等,我们的市场早已或即将采用:如 B 股已经实行次交易日起回转交易;待实行 DVP 交收后,A 股也将实行次日回转交易。

第二，是否允许当日回转交易是各股票市场普遍面临的问题，与 T+0 还是 T+1 交收制度无关。只要不是采用比 T+0 更快的交收制度，就必定存在是否允许当日回转交易的问题。目前为止，尚无市场采用此类交收制度，也就是说，所有市场都面临着是否允许当日回转交易的问题。¹

如果没有特别说明，本文所称的回转交易都是指当日回转交易，即买入的证券在当日再次卖出的行为，也就是俗称的“T+0 回转交易”。不过，就名称而言，称“当日回转交易、日内回转交易、或回转交易”要比称“T+0 回转交易、或 T+0 交易”更准确。²

（二）总体情况

回转交易在国外一般被称为 day trade/day trading (当日交易)，其定义通常为：The purchase and sale (or the short sale and cover) of the same security on the same day, also called daylight trade。根据该定义，回转交易可以分为两种情况：一是当日买入某证券后，再于当日卖出，二是当日卖空某证券后，再于当日买入。前者就是我国证券市场上俗称的“T+0 回转交易”，后者则属于融券交易（卖空交易）的范畴。

就海外主要股票市场而言，回转交易是一项通行制度，多数市场允许采用回转交易。目前主要的海外市场，如纽约证券交易所、NASDAQ、伦敦证券交易所、东京证券交易所、香港交易所、台湾证券交易所等都允许投资者进行回转交易。我们考察了这些市场关于回转交易的基本情况，结果如表 1 所示。

总体上看，回转交易制度是国际证券市场通行的一项交易制度，美国、欧洲、日本、香港、台湾等证券市场均允许回转交易，而且不少市场的回转交易十分活跃。例如，尽管缺乏有关美国回转交易的精确数据，但据估计，总成交量的 15% - 30% 来自于回转交易。另据美国总审计署(GAO)的估计，虽然所有个人投资者中回转交易者的数量仅占不到千分之一，但其成交份额却占到 NASDAQ 总交易量的 10% - 15% 左右。在台湾，从 1995 年至 1999 年，在同一天内由一位投资者先买

¹ 我们通常说的“T+0”或“T+1”是一种结算制度，是指交易后的现金和证券清算入账的过程。虽然美国、香港等发达市场都实行当日回转交易，但它们的结算却更加滞后，如美国从 1995 年起才从“T+5”进步到“T+3”，香港则采用“T+2”交收制度。

² 深圳证券交易所于 1993 年 11 月 10 日发布、22

后卖同一只股票所形成的交易金额占台湾证券交易所总交易金额的比重约为 23.1%，其中约 64% 的交易为买卖相同数量的股票。³

表 1 海外主要市场回转交易概况

国家/地区	允许/禁止	回转交易总体情况
美国	允许进行回转交易	总成交量的 15%-30% 来自回转交易。 对“典型回转交易者”进行特殊监管
台湾	允许进行回转交易	以信用交易资券相抵冲销交易方式进行,称当日冲销交易、当冲交易等。
香港	允许即日买卖 (俗称“即日鲜”): 在同一交易日内完成股票买入及卖出。	在股票结算制度为 T + 2 的情况下允许进行回转交易
韩国 KOSDAQ	允许回转交易 (Day Trading), 但不允许信用交易 (Margin Trading)	-
印度	在一个结算周期内, 可以先买后卖或先卖后买。但只允许个人投资者进行, FIIs (foreign institutional investors) 和国内机构投资者禁入	SEBI (The Securities and Exchange Board of India) 引入逐日差额计算和日内交易限额两项监管措施, 前者限制投资者的每日头寸, 后者限制投资者的日内成交量。
芬兰	允许进行回转交易	-
日本	允许进行回转交易	-
泰国	允许进行回转交易	对国内个人投资者有限制, 要求总成交金额不能超过保证金总额的 10 倍 (后降至 4 倍)
英国	允许进行回转交易	回转交易所占比重较低
加拿大	允许进行回转交易	由 QSC 根据 IOSCO 的监管指引对回转交易者进行特别监管
荷兰	允许进行回转交易	由荷兰证券委员会 (the Securities Board of the Netherlands) 进行许可证管理
巴西	允许进行回转交易	-
德国	允许进行回转交易	联邦金融服务监管局 (BaFin) 专门制定了回转交易指引
马来西亚	允许进行回转交易	1999 年 1 月允许外资汇出回转交易所获收益。

³ Barber, Brad M., Yi-Tsung Lee, Yu-Jane Liu and Terrance Odean, July 2004, Who Gains from Trade? Evidence from Taiwan, working paper.

三、台湾股票市场实行信用交易账户回转交易的情况分析

(一) 台湾市场的回转交易——信用交易账户资券相抵冲销交易

根据台湾证券暨期货市场发展基金会的权威定义，“所谓股票当日冲销，在一般人的观念是指“买进卖出相抵”，实际上则是指，投资者在信用交易账户内，同一日对同一档股票的“融资买进、融券卖出”，其相等数量的部分，得将应收、应付之证券及款项以现偿及现券相互冲抵，于交割日（也就是交易完成后的第二个营业日）结算总计净收、净付之款项差额径行交割，因此应称为“资券相抵冲销交易”，至于在此过程中，先采取融资买进或融券卖出，则视投资者操作之时机而定，并无何者先或后之规定。”

该定义明确指出了资券相抵冲销交易的三个特点：

(1) 台湾股票市场的冲销交易必须通过信用交易账户进行。

根据台湾的股票交收制度，股票交易第三日完成交收(T+2)，⁴因此当日买入股票尚不属于交易人，所以必须用融券的方式，才能在当日将股票卖出。对于当日先行卖出的股票，则必须采用融券的方式，且卖出款在当日无法到账，因此，买回也须采用融资方式。

(2) 只有可以进行融资融券交易的股票，才能进行当日冲销交易。

在个别股票经公告暂停融资买进、融券卖出期间，不得从事冲销交易。因此，投资者在进行投资操作时，应先行了解该股票是否属停资或停券之股票，以保障股票投资的稳当性。

(3) 台湾市场的“当日冲销”包括先买后卖（当日融资买进股票后在同一日融券卖出）、先卖后买（当日融券卖出股票后在同一日融资买回）等两种情况。这与海外市场关于回转交易的定义基本一致。相比之下，我国目前所指的回转交易仅包括先买后卖这种情况，而不包括先卖后买这种情况。不过，在我国融资融券制度实行后，先卖空后买回的交易是否也可以“资券相抵”从而纳入回转交易范畴，则可以进一步讨论。

⁴ 结算方面，买卖双方清算交割的时间不同：第T天成立的交易，买方在T+2付款并取得股票；卖方在T+1交付股票，T+2取款。

在具体实施过程中，投资者要进行当日冲销交易，首先必须在证券商处开立信用交易账户，并且在契约书中勾选同意由提供融资融券的证券金融公司及证券商为其代为办理资券相抵交割的相关程序，投资者不需要逐件申请当日冲销交易。但是，若投资者当日买卖不作冲抵时，应在当天委托交易时向受托的证券商声明，以便证券商配合进行其应有的交割作业。

（二）台湾市场实行回转交易的过程：实行 - 取消 - 恢复

1. 1985 年之前的“当日冲销交易”

台湾股票市场在 1985 年之前曾实行过当日冲销交易。不过，从 1985 年 7 月 17 日起主管机关就明确禁止当日冲销交易。对于该种当日冲销交易，尚无具体资料可查，仅能推测其与信用交易无关，系直接允许投资者在一个交易日内买入卖出或者卖出买入相同证券，其中前者与大陆市场 1995 年前实行的当日回转交易类似。

2. 1994 年以“资券相抵冲销交易”方式恢复当日冲销交易

台湾恢复冲销交易，肇始于 1990 年 2 月 10 日证券市场股价指数从 12,495 点的历年最高点大跌，以致股市交易陷于一片低迷，股价大幅滑落，成交金额亦萎靡不振，证券业者多数亏损，于是纷纷提出恢复 1985 年以前的当日冲销业务，以活跃证券市场及杜绝遏止非法的空中交易，恢复市场机能。鉴于各界开放当日冲销交易的呼声日益提高，因此主管机关积极搜集国外相关资料作为借鉴参考，并于 1993 年 10 月 15 日、11 月 22 日就投资者交易安全保障、证券商经营风险控制及证券市场健全等，广征各界意见，经缜密考虑后，宣布自 1994 年 1 月 1 日起开放信用交易资券相抵余额交割冲销交易。

1993 年主管机关着手研究恢复当日冲销交易时，在综合当时台北、高雄两市证券商业同业公会、台湾证券交易所、复华证券金融公司及业界各方的意见后，提出了四种可能方案：（1）普通交易双向开放；（2）开放当日先买进后卖出相抵交割的单向交易；（3）开放投资者以信用交易户进行当日冲销交易（包含融资买进、当日融资卖出相抵交割及融券卖出、当日买进偿还融券相抵交割）；（4）开放信用交易当日资券相抵交割交易。⁵

⁵ 赵桂光，柜台市场实施信用交易资券相抵交割交易之分析，证券柜台月刊，83 期。

这四种方案各有其利弊，主管机关在考虑各方利益及技术、法令问题后最终选择了第四个方案，主要理由是：（1）在四方案中最保守，对市场冲击最小，对券源的需求亦最小。（2）信用交易额度、成数均有限制，在股市过热时具有自动冷却效果。（3）可以进行融资融券的有价证券质量较佳，交易风险相对较低。（4）相关作业均可配合，在修改证券商办理有价证券买卖融资融券业务操作办法及证券商管理规则后即可施行。（5）融资利息及融券手续费均可收取，增加券商收入。

当时，证券柜台买卖中心尚未正式成立，因此，信用交易资券相抵交割交易只在台湾证券交易所上市股票实行，且仅限于可以进行融资融券的股票。

3. 2005 年柜买中心开放“资券相抵冲销交易”

台湾证券柜台买卖中心于 1994 年 11 月 1 日正式成立。成立之初，上柜股票并没有马上开放信用交易，因而也无从谈起实行“资券相抵冲销交易”。1999 年 1 月 5 日起，上柜股票的信用交易正式开放，但并未马上开放资券相抵冲销交易。由于得不到资券相抵冲销交易的许可对上柜股票的交易量产生不利影响，因此柜买中心一直向主管机构证期会（后改组为金管会证期局）申请早日开放当日冲销。最终在 2005 年 11 月 14 日，在柜买中心要求多年后，金管会才同意店頭市场也可以比照交易所开放“上柜股票信用交易资券互抵当日冲销交易”，即委托人于同一日“等价成交系统”及“盘后定价交易”以融资买进与融券卖出同一有价证券，得采资券相抵方式办理给付结算。

具体来说，投资者同日“融资买进”与“融券卖出”同种有价证券，如采资券相抵交割者，应事先与证券商签订《概括授权之同意书》，于当日融资融券交易后，其数额相同部分即自动冲抵，并由证券商逐笔代为制作融资现金偿还申请书及融券现券偿还申请书，委托人不需逐件申请；已签订同意书的投资者，无须针对上柜股票资券相抵交割交易另行签订概括授权同意书。已签订同意书的投资者如不采资券相抵交割，须于成交当日收盘前向证券商书面声明。冲抵部分将不计算融资融券利息，但融券卖出冲抵部分仍应依规计算融券手续费。其它交易相关规定，与当时台湾证券交易所信用交易资券相抵交割交易制度相同。

开放之初，有 306 只上柜股票可进行当日冲销交易，占当时总挂牌家数 502 只的近 6 成，即逾半数的上柜股票可实行当日冲销交易，但仅限于散户当冲，法人交易仍不可以当冲。

4. 开放“资券相抵冲销交易”的原因分析

从上述过程可以看出,90年代台湾股票市场并没有简单地恢复1985年前的冲销交易,而是在信用交易基础上有限制地恢复,并且借助信用交易的监管制度来实施对冲销交易的监管。因此,台湾恢复实行回转交易的过程与实行融资融券的过程密切相关,可以说,当冲交易是随着信用交易的开放而逐步实行的。表2列示了两者开放进程之间的关系。

表2 台湾市场信用交易与资券相抵冲销交易的开放过程

市场	开放信用交易	开放资券相抵冲销交易
台湾证券交易所上市股票	1962年2月	1994年1月1日
柜台买卖中心上柜股票	1999年1月5日	2005年11月14日

总体上看,台湾市场实行当日冲销交易经历了先交易所上市股票、后柜台买卖中心上柜股票,先开放信用交易、后实行当日冲销,从实行、取消到逐渐恢复的过程。

选择信用交易账户进行资券相抵交割是有一定理由的。可以说,开放资券相抵冲销交易是实施融资融券后的必然趋势。全面恢复冲销交易对市场的影响过大,并且没有很好的风险控制措施,而在信用交易账户上恢复冲销交易,可以借鉴信用交易的风险控制措施来实施对冲销交易的监管。

与方案三不同,方案四并不是简单地在信用账户上开放当冲交易(仅需要满足信用交易账户设立要求),而是要求投资者在符合信用交易各项要求(账户设立要求、保证金要求、融资融券额度管理要求等)的基础上,先进行信用交易,再进行资券相抵。⁶

在此之前,由于不允许资券相抵冲销交易,对于当日融资买入股票的投资者来说,必须以融券的方式才能将当日买入的股票卖出,并且被当成两笔独立的交易,分别需要所对应的两笔保证金;对于当日融券卖出股票的投资者来说,以融资方式买回股票,也需要对应两笔独立交易的保证金。实施信用交易资券相抵交割交易制度后,证券经纪商在接受投资者委托“融资买进”与“融券卖出”该有价证券、且是采用资券相抵交割者时,证券经纪商对其反向冲抵的委托部分,可以比照一般信用交易了结,免向委托人预收该部分的融资自备款或融券保证金,即第

⁶ 曾有市场人士建议进一步开放全面性的当日冲销。在2003年推出台湾50指数ETF后,为有利于法人策略性交易操作、使ETF价格更贴近五十只成分股的表现,特例允许外资法人、证券自营商和散户从事ETF操作时,可于同一天内买卖,不受当日冲销交易限制。

二笔反向交易不再需要对应的融资自备款或者融券保证金。

对于使用资券相抵当日冲销的优点，主要归纳为四点，包括：（1）可提供投资者规避风险的渠道；（2）投资者可以利用此种交易方式赚取短期交易差额；（3）促使一般散户及市场大户均有相等规避风险的公平交易机会；（4）促进证券交易制度合理化。

（三）“资券相抵冲销交易”的主要风险控制措施

1. 主要风险控制规定

台湾规定“以资券相抵方式进行的当日冲销”只能在信用交易账户进行。因此，对信用交易账户的监管很大程度上起到了控制当日冲销风险的作用。基本原则包括：

（1）开放资券相抵冲销交易的股票仅限于可以进行融资融券的股票。融资融券的范围是已经上市或上柜满六个月的普通股，每股净值在票面以上，且由主管机关核准公告可以进行融资融券交易的股票；有价证券经交易所、柜买中心公告或证券商依规暂停融资买进或（且）融券卖出期间，资券相抵冲销交易当然停止。

（2）对投资者开立信用交易账户的资格进行限制，如开立现金交易账户已满三个月等；且存在个人资券相抵金额限制，受信用交易账户融资融券总额控制。

（3）对自办证券商及整体市场融资融券额度（包括对所有上市、上柜有价证券的融资融券额度）进行限制。

由于信用交易资券相抵冲销交易是建立在信用交易制度基础信譽 贊因此期延 炎

已签订同意书的委托人如不采资券相抵交割，须于成交当日收盘前向证券商书面声明。

(2) 委托人同日于同一账户内，对于同种有价证券融资买进与融券卖出时的帐务处理原则：

冲抵方式：当日同种股票相等数量“融资买进、融券卖出”或“融券卖出、融资买进”，数额相同部分即自动冲抵，并由证券商逐笔代为制作融资现金偿还申请书及融券现券偿还申请书，得以现金偿还融资及现券偿还融券方式，将应收、应付的证券及款项相互冲抵，仅结计净收、净付的款项差额。

冲抵顺序：融资买进部分由最低价先行冲销，融券卖出部分由最高价先行冲销，以确保投资者最大利益，但投资者若有指定冲销价格者，依其指示办理。

前述冲抵部分不计算融资融券利息，但融券卖出冲抵部分仍应依规计算融券手续费。

未冲销部分：当日若有买进数量大于卖出数量，或卖出数量大于买进数量未能完全冲销者，依一般融资融券程序办理。

(3) 个人资券相抵金额限制：依委托人信用账户额度而定，现行规定投资者最高融资额度为三千万元、最高融券额度为二千万元，授信机构可依本身风险承担能力及客户信用情况决定每一客户的额度。委托人融资融券限额应分别列计，不得以资券相抵后的净额计算方式于当日循环使用。另外，对单一个股的融资限额为一千五百万元、融券限额为一千万元。

(4) 对自办证券商及整体市场融资融券额度限制：

证券商对其全体客户融资或融券上市、上柜有价证券总金额依规定分别不得超过其净值的一定额度，其当日资券相抵金额仍应并入该额度计算。⁷

证券商对每种有价证券融资融券总金额依规分别不得超出其净值 10% 及 5%，其当日资券相抵金额仍应并入该额度计算。

每种可以进行融资融券交易的有价证券，其融资融券限额（目前交易所的规定分别为该有价证券上市股份（或受益权单位）的 25% 及 15%、柜买

⁷ 目前，台湾交易所的规定为融资 150%、融券 75%，此前的比重为融资融券各 250%；柜买中心的规定为融资融券各 250%。

中心的规定分别为该有价值证券上柜股份的 25)，对资券相抵交割部分不列入计算。

(5) 券源的限制：

证券商对每种证券融券余额达到融资余额，应即停止融券；

证券商每日融券限额计算方式如下（以营业日为准）：

前日融资余额-前日融券余额+本日融券现券偿还+本日融资买进。

有价值证券经交易所、柜买中心公告或证券商依规暂停融资买进或（且）融券卖出期间，资券相抵交易当然停止。

(6) 证券商每日将信用交易成交量及成交金额输入交易所、柜买中心时，有关资券相抵交割部分应分开列示。

(7) 交易成本：委托人资券相抵交割需负担手续费 0.1425%（买卖分计，不考虑弹性手续费），证交税 0.3%及融券手续费约 0.05%（由各证券金融公司、自办融资融券证券商自行决定），合计交易成本约 0.635%。

2. 有关资券相抵冲销交易的信息披露制度

借鉴原有的信用交易信息披露制度，资券相抵冲销交易的相关信息可以有效地进行披露。

根据交易所及柜买中心的两份《作业要点》，证券商每日将信用交易成交量、成交金额输入交易所、柜买中心时，有关资券相抵交割部分应分开列示，因此，交易所、柜买中心可以清晰地知道资券相抵交割部分的数量及金额，以及占信用交易的对应比重、占总交易的对应比重等，既便于监管，又可及时向市场披露。例如，交易所、柜买中心在公布所有可融资融券股票的每日融资融券情况时，同时披露资券相抵情况，经过中介机构加工后，向市场发布台湾集中市场（指台湾证券交易所上市股票）资券相抵比率前 30 名等信息。

(四) “资券相抵冲销交易”的实行效果与影响

根据对台湾交易所 1994 年起及柜买中心 2005 年起实行资券相抵交易制度的相关分析报告，以及其它实证研究的结果，资券相抵冲销交易对价格形成机制的影响是中性的，资券相抵并无明显的助涨或助跌的倾向，也未对证券市场交易造成不良影响。换言之，实证检验结果表明，资券相抵冲销交易制度使市场交易制

度更为完备，因而确实有助于市场的健康发展。

1. 台湾证券交易所资券相抵冲销交易的交易量占比分析

在开放信用交易资券相抵交易制度后，台交所就有研究报告对资券相抵冲销交易的交易量占比进行了分析，研究窗口期为 1994 年开始实施资券相抵交易前后各六个月及实施三年后的六个月（1997 年 4 月至 9 月）。

表 3 资券相抵成交金额、一般信用交易成交金额（不含资券相抵）、市场总成交金额三者之间的比率关系（1993 年 7 - 12 月、1994 年 1 - 6 月、及 1997 年 4 - 9 月）

年度	各月份收盘指数	较上月涨跌点数	较上月涨跌幅度 %	市场总成交金额（百万元）	一般信用交易（不含资券相抵）占市场成交金额比率 %	资券相抵占市场成交金额比率 %
1993 年 7 月	3,990.84	-205.57	-4.90	388,863	45.63	-
8 月	4,032.65	41.81	1.05	383,629	41.15	-
9 月	3,862.09	-170.56	-4.23	322,197	43.03	-
10 月	3,970.51	108.42	2.81	529,344	42.93	-
11 月	4,251.80	281.29	7.08	762,268	42.51	-
12 月	5,089.20	837.40	19.70	2,042,134	42.72	-
1994 年 1 月	6,057.62	968.42	19.03	2,150,758	45.05	11.37
2 月	5,911.42	-146.20	-2.41	1,129,413	46.40	11.50
3 月	5,375.18	-536.24	-9.07	1,171,559	50.71	13.47
4 月	5,638.35	263.17	4.90	1,401,539	49.53	9.36
5 月	5,921.86	283.51	5.03	1,478,042	48.38	9.20
6 月	6,001.12	79.26	1.34	1,408,867	49.29	9.29
1997 年 4 月	8,485.66	481.46	5.37	3,671,204	40.23	12.62
5 月	8,163.11	-322.55	-3.80	2,441,211	40.45	15.94
6 月	9,030.28	867.17	10.62	3,814,356	41.42	15.04
7 月	9,942.79	912.51	10.11	5,194,737	41.35	15.12
8 月	9,756.47	-186.32	1.87	3,890,786	40.52	15.63
9 月	8,708.83	-1,047.64	-10.73	2,584,394	40.33	18.56

资料来源：赵桂光，柜台市场实施信用交易资券相抵交割交易之分析，证券柜台月刊，83 期，第 10 页。

由表 3 可看出，就信用交易成交金额占市场总成交金额比率而言，比较资券相抵实施前后六个月的对应数据，可以发现实施资券相抵后该比率皆高于实施前，但在三年后的 1997 年 4 至 9 月，信用交易成交金额占市场总成交金额比率却与实施资券相抵前相当，表明信用交易资券相抵交易制度确实受到投资者“暂时性”需求的影响，出现占比的暂时性升高，但长期来看，信用交易成交金额占总成交金额的比率及资券相抵成交金额占总成交金额的比率，都维持在一定范围内，即市场

普遍认为的“信用交易约占四成，资券相抵占两成”。⁸此外，表 3 也在一定程度上表明，作为投资者的一项重要避险工具，资券相抵受到市场行情变化的影响，在股价指数趋高且市场波动较大时，投资者面对的风险相对增加，从而较倾向于使用当日资券相抵交割方式避险。

2. 台湾证券交易所资券相抵冲销交易对波动性、流动性和效率性的影响

回转交易对市场的影响一直是海外证券市场管理层、以及相关学者研究的重点之一。台湾一些学者对资券相抵当日冲销对股价波动性、流动性及效率性的影响进行了实证研究，主要的研究结论如下：

表 4 资券相抵当日冲销对股价波动性、流动性及效率性的影响

研究	波动性	流动性	效率性
方喜信(1994)	个股当日冲销的量对该股当日股价的震荡幅度有正向影响,亦即当冲量大,股价的波动也愈大。	-	个股当日冲销的量对该股当天的股价变化有影响且呈正相关;但对隔天的股价并无影响,即无法以今日的当冲量来预测隔天的涨跌。
陈世城(1995)	目前所实施的当日冲销交易制度在稳定股价上已发挥其正面的功效： (1) 当日冲销与股市波动性呈负相关，表示当日冲销有可能降低股市的波动性； (2) 股市的波动性影响当日冲销成交量，显示当股市的波动性变大时，将吸引当日冲销投资者进入股市操作，而非因投资者进行当日冲销操作而引起股市波动。		
毕祖明(1995)	由于当日冲销交易者持有证券部位的时间极短，同时又具有市场投机行为特性,使股价波动性显著增加。	开放当日冲销交易后市场成交量已显著增加,另外通过参与当日冲销交易者的积极交易,改善市场的变现能力,因此流动性增加。	当日冲销交易提供投资者迅速反应市场信息的渠道,股价效率性亦有所提升。
谢青良(1995)	(1) 信用交易资券相抵实施后,其冲销比率与证券市场的波动性、流动性及成交量皆有正向关系。 (2) 信用交易资券相抵实施前后的二段期间,证券市场的波动性、流动性及成交量皆有所改变。而无论是证券市场的波动性、流动性或是成交量,其信用交易资券		

总体上看,虽然对开放资券相抵交易对股市波动性影响的实证结果有不同见解,但就增进股市的流动性及效率性方面,是正面且肯定的。此外,由于资券相抵成交量、成交金额占总成交量、成交金额的比重并未因市场走势涨跌而剧烈变动,因此,资券相抵冲销交易对市场成交量、成交金额结构的稳定性并无负面影响。

3. 台湾证券交易所资券相抵冲销交易的其它影响分析⁹

(1) 资券相抵冲销交易对尾盘价格的影响

早在研究开放信用交易资券相抵制度时,台湾主管机关与市场投资者都对其是否会对股市尾盘价格形成产生影响表示关注。在实施初期,股市亦每每在收盘前三十分钟产生巨幅波动,以至于部分人士认定资券相抵操作是股市尾盘下跌的主要因素。

对此,台湾证券交易所一份研究报告以开放初期 1994 年 1 月至 6 月及实施三年后 1997 年 1 月至 10 月这两段期间为范围,分析资券相抵交易是否对尾盘价格有所影响,主要结论是:

首先,无论是开放资券相抵之初,还是实施三年之后,不论尾盘上涨及尾盘下跌,资券相抵尾盘卖压程度(以资券相抵操作尾盘融券卖出成交金额占当日成交总金额的平均比率来度量)大致相同,故不但不宜认定资券相抵卖压必然促成尾盘下跌,反而可推论为资券相抵操作于尾盘下跌时可有效达成停损之目的,而于尾盘上涨时可有效发挥逢高调节的功能,两者均可视为价格机能的正常运作。

其次,资券相抵尾盘卖压对尾盘指数上涨或下跌的影响程度确实大致相同,凸显资券相抵价格机能的中性本质。

再者,虽然资券相抵卖压的确集中于尾盘,但考虑到台湾股市尾盘成交金额向来偏高的现象,似可诠释为投资者倾向于延至尾盘方将当日交易操作完成,其对于资券相抵操作,亦秉持相同的原则。再者,信用交易券源限制及多头市场预期心理均足以促使投资者操作偏向于先买后卖,此一情况配合前述延至尾盘才进行冲销了结的交易习惯,遂形成资券相抵融券卖出集中于尾盘的现象。

综上所述,可以认为,资券相抵了结操作集中于尾盘乃是市场的交易习惯,且此一集中现象对尾盘指数的涨跌并未产生负面影响。

其它学者的研究也在一定程度上佐证了上述结论。谢青良(1995)认为,资券

⁹ 赵桂光,柜台市场实施信用交易资券相抵交割交易之分析,证券柜台月刊,83期,第14-17页。

相抵尾盘卖压与尾盘价格机能之间有反向关系，但其关系并不显著；在资券相抵实施初期的第一个月表现应只是投资者在适应新制度时所作的调整行为，而在长期之下，理性的投资者应能迅速调整。研究结果并不支持资券相抵制度会使尾盘情况更为严重的论点。毕祖明（1995）就实施资券相抵后尾盘卖压与股价指数尾盘变动幅度之间的关联性，用同时性相关检验与因果关系检验，得出结论，资券相抵当日冲销会在收盘前半小时形成卖压，并且与尾盘股价指数的下跌幅度存在相关性，然而，资券相抵卖压只是当日股价变动幅度所形成的结果，换言之，资券相抵当日冲销并非是造成股价发生“杀尾盘”现象的主要因素。陈世城（1995）就当日冲销分时卖压对股市影响分析，认为各时段的当日冲销成交金额因成交金额不高因而影响不大，而尾盘的当日冲销卖压，则显著影响股市的涨跌，显示当日冲销的尾盘卖压，对股市收盘价格变化有一定的影响，但统计上并无法证明有“杀尾盘”现象存在。

（2）资券相抵冲销交易的盈利能力分析

从原理上讲，投资者执行资券相抵冲销交易应该不会获得超额利润，否则，随着时间的推移，资券相抵冲销交易的比重将会呈稳步上升趋势，但是经验数据并不支持这样的推测。根据台湾交易所对实施初期 1994 年 1 月至 6 月及实施三年后 1997 年 1 月至 10 月这两个时段的研究，发现虽然就资券相抵毛利而言，两时段投资者进行资券相抵交易是处于获利的状态，但若进一步考虑其交易成本（交易手续费、融券手续费及证券交易税）6.6‰，则投资者的获利状况是呈现净损失，其净损比率（净损失占卖出价金额的比率）分别约为 0.47%（1994 年）、0.42%（1997 年 4-9 月），即前述时期投资者从事资券相抵的净损比率很小，整体市场总获利能力几乎等于零。因此，资券相抵并未影响其它交易模式的获利状况，反而可能形成市场短期性的润滑功能，使投机与避险两种功能达到均衡状态。

此外，许秋瑾（1999）针对股市开放当日冲销后日报酬率的分析表明，就多头期间来看平均日报酬率在开放当日冲销之后呈现下降的情况，可能是因开放当日冲销股市波动幅度减低所造成的；至于空头期间的日报酬率并无法看出有明显的影响。

（3）资券相抵对证券商业务经营风险及安全性的影响

由于资券相抵交割交易制度建立在信用交易制度上，因此，开放资券相抵交易制度后对办理融资融券业务的证券商业务经营是否有所影响也至关重要。依据

台湾证券交易所对实施初期 1994 年 1 月至 6 月及实施三年后 1997 年 1 月至 10 月这两个时段内错帐比率、违约状况、证券商信用交易业务违规状况等三项指标的分析，发现资券相抵交割交易制度对证券商业务经营的安全性并未产生负面影响。

4. 台湾柜买中心资券相抵冲销交易的交易量占比分析

在柜买中心开放资券相抵时，市场普遍预期交易量会有显著上升。鉴于台湾证券交易所在开放资券互抵制度后成交量随之扶摇直上的情况，当时估计成交量会随着新制度开放增加 10% 至 15%。

在开放资券相抵后，柜买中心迅速披露了有关实施效果的报告。¹⁰报告以施行前后各 13 个营业日为观察期间，即 10 月 26 日至 11 月 11 日为实施前窗口期，11 月 14 日至 11 月 30 日为实施后窗口期，来比较实施上柜股票资券相抵交割交易制度前后整体市场成交量、成交金额的变化情形，进而观察资券相抵交割交易对信用交易成交量、成交金额的影响及占市场总成交量、成交金额的比重情况。

表 5 柜台市场信用交易成交量、成交金额占市场总成交量、成交金额的比重

	实施前	实施后	增减	增减幅度
信用交易成交金额(千元)(A)	4,792,477	8,732,174	3,939,697	82.21%
市场总成交金额(千元)(B)	8,611,521	14,540,320	5,928,799	68.85%
比重(A)/2(B)	27.83%	30.03%	2.20%	7.91%
信用交易成交量(千股)(C)	166,785	247,352	80,567	48.31%
市场总成交量(千股)(D)	332,688	455,882	123,194	37.03%
(C)/2(D)	25.07%	27.13%	2.06%	8.23%

由表5可以看出，在观察期间，实施资券相抵交割交易制度后，并未因此而抵消了信用交易成交量、成交金额及降低其占整体市场成交量、成交金额的比重。就信用交易成交金额而言，占整体市场成交金额的比重由27.83%增至实施后的30.03%，信用交易量占整体市场成交量的比重由25.07%增至实施后的27.13%。此外，观察期间日均成交量的成长幅度明显小于日均成交金额的成长幅度近半，此情况或许是受交易较活跃的个股交易价格的影响，即受到开放资券相抵的影响，高价股比低价股增加信用交易的幅度更大。总体上看，柜台市场信用交易成交量、成交金额占整体市场成交量、成交金额的比重略小于三成，低于交易所市场平均四成左右的比重。

¹⁰ 赵桂光，2005年，上柜股票资券相抵交割交易制度新制实施概况，证券柜台月刊，第114期，第6-11页。

表6 资券相抵交易成交量、成交金额占整体市场信用交易成交量、成交金额的比重

	资券相抵金额 (千元)(A)	市场总成交金额 (千元)(B)	比重(A) /2(B)	信用交易成交金 额(千元)(C)	整体信用交易成交 金额(A+C)	比重 A/(A +C)
均值	2,424,421	14,540,320	8.34%	8,732,174	11,156,595	21.73%
	资券相抵量(千 股)(A)	市场总成交量(千 股)(B)	比重(A) /2(B)	信用交易成交量 (千股)(C)	整体信用交易成交 量(A+C)	比重 A/(A +C)
均值	62,721	455,882	6.88%	247,352	310,072	20.23%

根据台湾交易所实施资券相抵12年的经验数据，资券相抵交割交易成交量、成交金额占市场成交量、成交金额的比重约为一成半左右。而表6显示，柜买中心的相应数据为略小于一成，其中，资券相抵成交金额约占整体市场成交金额的8.34%，而资券相抵成交量约占整体市场成交量的6.88%。

表6还列示了资券相抵成交量、成交金额占整体信用交易成交量、成交金额的比重。可以看出，资券相抵交易占整体信用交易的比重约为两成，其中，资券相抵交易成交量占整体信用交易量的比重为21.73%，资券相抵交易成交金额占整体信用交易成交金额的比重为20.23%。此外，每日数据还显示，观察期间内资券相抵成交量、成交金额占整体信用交易成交量、成交金额的每日比重结构并无重大变化。

总体来看，观察期内资券相抵交易的实施效果与各界的预期相符，但略小于台湾证券交易所的经验数据，如信用交易成交量、成交金额占整体市场成交量、成交金额的比重，资券相抵交割交易成交量、成交金额占市场成交量、成交金额的比重等都稍低。这可能与上柜股票中允许进行融资融券交易的比重低于上市股票中允许融资融券交易的比重这一因素有关，如2006年8月8日允许融资融券的上市股票和上柜股票分别为608只和367只，占2006年7月底的上市股票总数687只和上柜股票总数529只的比重分别为88.50%和69.40%，两者存在较明显差距。

四、美国股票市场实行信用交易账户回转交易的情况分析

(一) 美国市场的交收制度与信用交易账户回转交易

美国的股票交收制度目前以 T+3 为主。由于股票交易规模的迅速扩大已经对

清算交割系统形成很大压力，由此，美国证券业协会准备将证券交割制度修改为T+1。但美国各主要证券交易所，如 NYSE、NASDAQ 等都可以实行回转交易，并且回转交易的比重不低。

根据NYSE规则431和NASDAQ规则2520¹¹，Day Trading的定义是：The term "day-trading" means the purchasing and selling or the selling and purchasing of the same security on the same day in a margin account，即包括两种情况，一是先买入后卖出同一证券，二是先卖空后买入同一证券，两者都是在一个交易日内进行，使用信用交易账户¹²。该定义还明确以下两种情况不属于回转交易：(1) 隔夜持有多头头寸并在第二天买入新头寸前卖出该头寸；(2) 隔夜持有空头头寸并在第二天卖出新头寸前买回该头寸。

在2001年进行的有关回转交易保证金要求的规则修订中，明确了一个与Day Trading密切相关的概念，即“Pattern Day Traders（典型回转交易者）”。顾名思义，是指频繁进行回转交易的投资者。根据NYSE规则431和NASDAQ规则2520，如果客户在五个交易日内进行过四次或者更多的回转交易，且回转交易次数占这五个交易内总交易次数达6%以上，则可以被认定为典型回转交易者。这类交易者必须遵守有关最低账户净值和保证金追加的特别要求。此外，如果客户开户的经纪商有合理理由认定某一投资者将成为典型回转交易者，则可以直接对其适用特别要求。

（二）美国回转交易的主要风险控制措施

1. 主要风险控制措施：有关信用交易账户的监管

由于回转交易只能在信用交易账户上进行，因此，有关信用交易账户保证金的监管要求就成为回转交易风险控制的基础。

关于信用交易账户的控制，主要包括美联储、交易所和证券公司三个层次。美联储规定了初始保证金比例。1934年，美联储制定“条例 T”，这是信用交易必

¹¹ NASD 规则 2520 和 NYSE 规则 431 是 NASD 和 NYSE 关于保证金规定的主要规则，内容基本一致。2001 年 8 月 27 日和 9 月 28 日，NYSE 和 NASD 分别修订了各自规则中有关回转交易的规定，许多内容更加明确、细化。

¹² 美国通常情况下禁止在现金账户上进行回转交易。只有在交易不违反联邦储备委员会条例 T (Federal Reserve Board's Regulation T) 关于“搭便车 (free-riding)”的禁令的情况下，才能在现金账户进行回转交易。通常情况下，在现金账户上发生在卖出证券前未支付买入证券的款项的情况就是违反了“搭便车 (free-riding)”的禁令。

应该为该交易日内所有交易成本的 25%。作为选择，如果该投资者的账户在一个交易日内发生两次或以上的回转交易，则特别保证金按照日内最高敞口头寸来计算。为计算最高敞口头寸，必须记录投资者进行回转交易的时间和价格 ("time and tick")，以确定哪些交易被平仓、哪些尚未平仓。

(5) 典型回转交易者不能超过根据上述 (3) 和 (4) 计算的回转交易融资购买力。一旦超过，则会产生特别维持保证金不足的情况，此时，经纪商可采取两项限制措施，并发出回转交易保证金追加要求 (Day Trading Margin Call)。

第一，投资者的“回转交易融资购买力”会自回转交易融资购买力超过限额的下一个营业日起降至前一交易日结束时投资者信用交易账户的净值超过维持保证金部分的两倍 (即减半计算)。

第二，无法适用“time and tick”来计算保证金要求，即不是按照最高敞口头寸计算特别维持保证金，而是按照该日所有回转交易的累计交易成本计算。

(6) 若典型回转交易者在特别维持保证金不足以至于发出回转交易保证金追加要求 (Day Trading Margin Call) 后的五个交易日内仍无法满足特别维持保证金要求，则该投资者将被限制九十天内只能进行现金交易，或直到补足差额为止。

(7) 为满足回转交易保证金追加要求或为满足最低账户净值要求所存入的资金，在入账后的两个交易日内，皆无法提取。

(8) “典型回转交易者”不可将其名下其它账户内的资产合并计算，以满足其特别维持保证金要求，或账户最低净值要求。

(9) 投资者账户净值不足以满足相关保证金要求时，投资者必须在交易日后的五个交易日内缴付额外的现金或证券至该信用交易保证金账户。

此外，在第六个交易日，会员机构必须按 SEA 规则 15c3-1 的要求从其净资本 (Net Capital) 中扣除未缴付的、维持保证金追加要求所规定的金额。

(10) 卖出手中前一个交易日的持股，视为结清股票。如在同一天重新购入该股，则视为重新购入股票，并不算作回转交易。若重新购入后，又再卖出，才视为回转交易。

(11) 回转交易者可能须在主管机关注册。提供他人投资意见或代理他人投资账户的回转交易者，可能须按 1940 年投资顾问法 (Investment Advisors Act of 1940) 注册为投资顾问，或按 1934 证券交易法 (Securities Exchange Act of 1934) 注册为投资中介；且亦有可能须在州政府注册。

2002年7月，SEC批准了一项新的NASD规则，要求向顾客推销回转交易的券商在其批准客户的回转交易账户时，必须能明确，回转交易是适合于该客户的，或者得到客户的一份书面协议，以表明该客户并不打算利用该账户进行回转交易。该新规则还要求，推销回转交易的券商在非机构投资者开立账户前必须向其提供风险揭示书。

总体上看，美国对典型回转交易者的监管主要集中在三方面：一是加强对典型回转交易者的注册要求，要求回转交易者须在主管机关注册；二是提高可进行回转交易账户的最低净值要求，要求账户净值不低于25,000美元，远远高于普通回转交易者信用交易账户净值不低于2,000美元的要求；三是强化对典型回转交易者融资能力的监管，严格控制典型回转交易者进行融资交易的行为。

3. 对 pattern day trader 采取特别监管措施的原因分析

2001年SEC同意修改回转交易保证金要求的主要原因是，此前的保证金要求不能有效地防范某些回转交易模式所蕴含的风险，并且引发了一些不良的业务行为，如用其它账户的资金充当保证金、在进行回转交易前不对客户是否有足够财务承受能力从事回转交易进行检查等。

例如，原来的保证金要求计算方法是依据其在交易日结束时的证券头寸来确定保证金要求，但是，日内确实会发生敞口头寸达到一定额度的情况，因此，更为合理的方法是根据投资者在日内出现的未平仓交易的最高头寸来计算保证金，而不是交易日结束时或者开始时的头寸来计算保证金。

信用交易账户净值不低于2000美元的标准是1974年制定。当时，电子化交易手段尚不发达，普通投资者进行回转交易的实现难度很大，一般只能进行买入并持有的投资，故可以根据其交易日结束时的头寸计算保证金要求。而回转交易者显然不能如此，因此，2000美元的账户净值要求显得过低。也就是说，在投资者开始进行回转交易时，应该将其看作普通的融资融券交易，只有在当日平仓后，才能算为回转交易。很明显，在事实发生前，投资者不能保证其一定能够平仓，即回转交易不能一开始就作为回转交易，而只能作为普通融资融券交易。因此，在经过充分调研后，将标准定为25000美元。此外，经纪商还可以随时要求投资者维持更高的账户净值。

（三）回转交易的交易量占比及其对市场的影响

在 2001 年 SEC 批准 NYSE 和 NASD 有关回转交易保证金要求与监管规则的重大修改前，与美国证券市场相关的四个部门都公布了有关回转交易业务情况的报告，所涉及内容广泛，从对回转交易的界定到回转交易业务中的种种违规行为等，从而为 2001 年规则修改做了充分准备。这四个部门是：美国证监会 SEC（由其 Office of Compliance Inspection and Examinations 完成）、General Accounting Office，The Securities Division Washington State Department of Financial Institutions 以及北美证券监管者协会（North American Securities Administrators Association, NASAA）。从他们的报告中可以管窥到美国回转交易的交易量占比及回转交易者盈利能力的情况。

1. 回转交易的交易量占比分析

由于市场结构的缘故，美国只是间接地披露有关回转交易的交易量及占总交易量比重等的估计数据，而没有非常权威的数据。例如，根据 ETA（the Electronic Traders Association，一家电子化交易商）在 1999 年的估计，约有 4000 - 5000 名回转交易者在回转交易经纪商处全职进行回转交易，每天的交易笔数约为 150,000 - 200,000 笔，这些交易的成交量约占 NASDAQ 每日交易量的将近 15%。

2. 回转交易的盈利能力分析

总体上看，关于回转交易者盈利能力的分析结果表明，大多数回转交易者无法从回转交易中获利，甚至会受到损失。

根据北美证券监管者协会（North American Securities Administrators Association, NASAA）一份研究结果，大部分散户回转交易者（超过 70%）都在回转交易中亏损，仅有约 11.5% 的回转交易者可以从中获利。此外还发现，回转交易者必须实现 56% 的年收益率，才能弥补手续费及保证金利息，更不用说资本利得税了。因此，回转交易者实现盈亏平衡的机会极为偶然。¹³

根据华盛顿州金融监管部门对 124 个活跃的回转交易账户月度报表（开户时间跨度为 1 - 25 个月）的分析，77% 的账户被发现净亏损，平均为 36,043 美元，

¹³ Oral Testimony of Peter C. Hildreth, Director of Securities Regulation, New Hampshire Bureau of Securities and NASAA President, Before the Senate Governmental Affairs Committee, Permanent Subcommittee on Investigations, September 16, 1999.

9%的账户所发生的净亏损超过 10 万美元，最长达 64.1 万美元；23%的账户有净盈利，但平均净盈利为 21,983 美元，只有两个账户的净盈利超过 10 万美元，最高达 12.01 万美元。此外还发现，账户存续时间的长短并不与其盈利能力成正比关系，亦即账户“存活时间”越长并不表示其获利的可能性越高。¹⁴

根据 Jordan (2004) 对美国一组回转交易者盈利能力的分析，能盈利的回转交易者仅为亏损的回转交易者的一半，在盈利的回转交易者中，又有三分之一只能稍稍盈利。此外，回转交易者的盈利能力与股票指数的走势有一定关联。¹⁵

另外，根据 2003 年 Linnainmaa 对芬兰市场回转交易者的分析，发现：(1) 回转交易者的交易量往往比资金规模相似的对照组交易者大，即使在剔除回转交易后，交易量也大；(2) 回转交易者对限价委托簿的状态非常关注，并且在交易时间结束前异常活跃(尾盘活跃)；(3) 回转交易者并不比对照组的交易者获利更多。虽然在某些交易日回转交易者可以获利很多，但总体的获利并不多。¹⁶

五、对我国股票市场实行回转交易的启示及建议

(一) 对回转交易及其实行效果的认识

1. 回转交易是海外证券市场的普遍做法

综上所述，回转交易是国际证券市场的一项通行制度，有助于活跃市场，改善券商经营业绩，并可为投资者提供更加灵活、便利的投资手段。

海外主要证券市场不限制投资者进行回转交易的主要原因是：(1) 虽然相关法律可能限制投资者在现金交易账户进行回转交易，但海外主要证券市场几乎都开放信用交易，因此，投资者可以借助信用交易账户实现回转交易，此时，再限制投资者进行回转交易没有太大意义。例如台湾市场，在开放融资融券后，投资者实际上可以通过融资融券来进行回转交易，只不过保证金要求较高。在 1994 年恢复实行信用交易资券相抵后，回转交易的便利程度更加提高。(2) 相对国内投

¹⁴ Testimony of Deborah R. Bortner, Director of Securities, Washington State Department of Financial Institutions, Before the Senate Governmental Affairs Committee Permanent Subcommittee on Investigations, February 25, 2000.

¹⁵ Jordan, Douglas J., The Profitability of Day Traders, Financial Analysts Journal, Vol. 60, No. 1, January/February 2004.

¹⁶ Linnainmaa, Juhani, The Anatomy of Day Traders (June 2003). AFA 2004 San Diego Meetings, <http://ssrn.com/abstract=472182>.

资者，西方投资者更加理性，没必要通过限制回转交易来抑制投机、控制市场风险。

2. 回转交易明显增加了交易量

考察海外主要市场回转交易的总体情况，回转交易成交金额约占总成交金额的15%-20%左右。如台湾市场在开放资券相抵交易后，交易量约增加了近两成。实际上，台湾市场以资券相抵方式恢复回转交易的主要动因就是提高交易量，以刺激长期低迷的股票市场。

除了台湾、美国的数据外，我们还可以用韩国1997年开放回转交易前后的交易量数据进行对比分析。韩国于1997年1月起开始回转交易，对提高交易量的作用比较明显。其中，回转交易的金额由1997年的12兆韩元，激增至2000年的627兆韩元。在韩国，由于面值（五千韩元）以下的股票，其交易免征证券交易税，因此，大部分回转交易集中在该面值以下的股票，比如2001年4月，89%的回转交易是以面额以下股票为交易标的。这项免税规定于2001年7月停止实施。

1998年韩国证券交易所开放证券商自行决定客户交易保证金比重后，市场流动性有了很大提高，回转交易占市场总成交量的比重也有了大幅度增长，从1998年占市场总成交量9.4%，增加到2001年占市场总成交量的22.2%。主要原因是，随着2000年以后网上交易的盛行，回转交易和投机性交易逐渐增多，如2000年底回转交易占总成交量的比重曾高达40%左右。

3. 有必要对专门进行回转交易的投资者、经纪商等进行特殊监管

对回转交易的监管是采用回转交易制度的市场所面临的共同问题，但是进行监管的程度则因不同市场而异。一些市场对回转交易没有采取特别的监管措施，而另外一些市场则对进行回转交易的投资者进行不同程度的特别监管。

2001年国际证监会组织(IOSCO)发表了一篇有关网上交易的专题报告(2001年斯德哥尔摩年会资料)，其中提到网上交易的流行对回转交易产生了重要影响，使得回转交易对普通投资者不再是可望不可及，而是可像机构投资者那样方便参与，因此，客观上加大了回转交易的风险。对此，该报告建议从以下五个方面加强对回转交易的监管：(1) 风险揭示。监管机构应要求提供回转交易的经纪商有义务向投资者揭示回转交易所具有的投机性和所蕴含的特殊风险。经纪商应告诉潜在投资者的风险事项包括：回转交易须具备较多的有关市场运作、交易技巧和

策略以及金融工具的全面知识；回转交易者的竞争对手是机构投资者等对市场有巨大影响力的市场参与者；回转交易可能须支付较多的佣金因而交易成本较高；由于交易系统等问题，可能不能按时执行相关委托；(2) 成本揭示。监管机构应要求提供回转交易的经纪商揭示相关的成本，包括固定成本、使用相关技术设备的费用等；(3) 保证金。监管机构制定最低初始保证金要求以及逐日盯市要求，对回转交易者可以采用更高的保证金要求等。(4) 适宜性。监管必须对回转交易者设立准入门槛，确认哪些投资者适合成为回转交易者。(5) 广告限制。对推销回转交易设立限制，要求推销回转交易的广告必须事先得到审批，以避免误导投资者。

根据海外市场经验，有必要对代理回转交易的证券商资格进行审查、对日常交易行为等进行例行检查、限定可进行回转交易的账户、限制单个账户回转交易的总成交金额等。从美国等市场的经验来看，有必要加强对回转交易者账户、代理商的监管。如在美国，专门设有回转交易券商（Day Trading Firms），它们须向 SEC 和州的证券监管部门进行登记。在日常监管中，对这些回转交易券商进行特别严格的监管，如要求建立完善的内部控制制度等，并定期进行检查，SEC、美国总审计署等都对这些券商进行过专门检查。对专门进行回转交易的投资者，即“典型回转交易者”（Pattern Day Trader），在回转交易资格、回转交易认定、回转交易限制等方面应该进行较明确的规定，以利于监管机构进行监管。如 2001 年 2 月 27 日，SEC 通过修改 NASD 规则 2520 和 NYSE 规则 431 有关回转交易(Day Trading) 的规定，对典型回转交易者采取了专门的监管措施。

4. 与信用交易账户相结合是控制风险的有效措施

上述对可以代理回转交易的证券商进行许可证管理、对回转交易者特殊监管等，主要是通过对信用交易账户的监管来实现的。对回转交易者进行回转交易的账户进行限制、要求在信用账户上进行回转交易，成为最主要的回转交易风险控制措施。如美国、泰国等要求可以进行回转交易的账户必须是信用交易账户，而不是现金交易账户。显然，对前者的资格审查、监管要求等都相对较高。此外，还可以对单个账户进行回转交易的数量进行一定程度的限制。例如，泰国规定，回转交易的总成交金额不能超过保证金总额的 10 倍（后降至 4 倍）。另外，有些

市场还限制机构投资者进行回转交易，而仅允许个人投资者利用信用交易账户进行回转交易，如台湾、印度等。

5. 我国证券市场实行回转交易的实证检验结果

宋军、张光毅、曾鹭坚（2003）的实证研究表明，现阶段重新恢复回转交易对证券市场有利有弊。该研究从回转交易对交易量、交易需求的满足、市场异常行为和 市场风险四个方面实证研究了回转交易对市场的影响。研究结果显示：（1）回转交易可增加市场交易量，活跃市场。（2）回转交易取消了原先的人为时滞限制，释放被 T + 1 交易方式压抑的交易需求，有利于提高整个市场的效率。（3）回转交易较 T + 1 更容易发生异常交易行为。（4）回转交易对市场波动没有显著影响，因此回转交易方式不会增加市场风险。该报告建议，在我国证券从业人员和投资者素质日益提高、证券市场日益成熟的情况下，应适时恢复当日回转交易，取消对证券交易的不必要限制。

2005 年权证推行当日回转交易后，投机气氛较浓，一些人士开始质疑该制度，认为当日回转交易加剧了价格波动、助长了市场操纵、增大了投资者风险。对此，刘逖等（2006）结合事件研究和分组比较方法，利用沪市高频交易数据，实证研究了该制度对价格波动、流动性、投资者风险和市场操纵的影响，结果显示：推行当日回转交易对活跃交易、提高市场流动性有重要意义，当日回转交易制度并未加剧价格波动，也没有助长市场操纵行为，而且，在允许当日回转交易时，投资者和经纪商风险下降。

（二）路径选择——在信用交易账户上恢复实行回转交易

回转交易制度对市场影响较大，可能带来的风险具有较大不确定性，建议借鉴海外市场惯例，在信用交易账户实行回转交易。在信用交易账户上实行，只对允许进行融资融券的账户、股票开放回转交易，可以检验回转交易制度对市场的影响，并探索应对机制，从而防范市场风险。¹⁷

概况起来，这一路径选择的主要理由在于——通过对信用交易账户的监管来实现主要的风险控制措施，从而有利于控制风险。具体表现在以下几方面：

¹⁷ 将开放当日回转交易与信用交易账户联系起来、在信用交易账户上实行回转交易，是恢复当日回转交易的最大特点。从这个意义上说，并不是恢复原来的当日回转交易那么简单。

1. 可以借鉴融资融券资格管理，加强券商的自律监管

回转交易制度下，如果投资者因为各种原因而无法当日平仓，就会透支，因此透支风险发生的可能性变大了。为此，应加强对券商的自律约束与监管，要求券商加强内部控制，尤其是柜台资金的权限管理，如可以考虑实行券商回转交易业务资格认证制度和要求券商签订自律承诺书，在承诺书中明确券商与其高管的责任等。

更重要的是，在信用交易账户上开放当日回转交易，在一定程度上解决了前述难题。在投资者进行买入或卖出时，就已经按照融资融券的要求计算保证金要求，因此，即使投资者不能在当日平仓，也仅是占用了其保证金额度，在次日收盘前可以通过追加保证金等方式予以补足，还不至于马上形成透支风险。因此，在信用交易账户上，对每一笔回转交易都按照融资融券进行保证金管理、在平仓后释放保证金额度是比较可行的方案，其作用不亚于券商自律监管所发挥的重要作用。

2. 可以选择部分股票开放回转交易

为有效控制风险，融资融券交易对标的股票有一定限制，只有满足一定条件的股票才能成为融资融券的对象。

回转交易的管理也可以借鉴该方案。通常，在信用交易账户上开放当日回转交易，意味着只有可进行融资融券交易的股票才能进行回转交易，而这些股票在流通规模、波动性等方面具有较高要求，从而更有利于控制风险。由于投资者通过买空卖空可以事实上实现回转交易，因此，回转交易的股票范围应该与融资融券一致。

3. 可以对参与回转交易的投资者进行限制

在信用交易账户上开放回转交易实际上是一种投资者准入制度。由于投资者只有具备一定条件才能开设信用交易账户，因此，这实际也意味着投资者须具备一定条件才能进行当日回转交易。设立投资者参与回转交易的准入门槛，可以提高回转交易者抵抗风险的能力，减少透支风险。在必要时，可以借鉴美国对典型回转交易者的监管，对回转交易者的资格要求高于对融资融券交易者的资格要求。

4. 可以借鉴融资融券监管平台进行其它监管

此前的实践表明，全面恢复回转交易对市场的影响过大，并且没有很好的风险控制措施。而在信用交易账户上开放回转交易，可以借鉴融资融券的监管平台进行其它管理，包括每个股票的回转交易总额、每个投资者进行回转交易的总规模、相对应的保证金要求等。这样做，一方面可以减少交易所、券商等重新建立监管平台的投入和难度，另一方面，也可以取得较好的效果。

5. 在信用交易情况下，实行回转交易不会增加风险，相反，会减少风险

在开放融资融券的情况下，如果投资者采用买空卖空并当日平仓的做法，实际上就是进行了回转交易，只不过要分别计算两次融资融券的保证金，并且在当日不能冲抵保证金额度，因此，可能出现收盘后计算得到保证金不足、但是实际上风险已经被相互冲抵的情况。此时，确认是回转交易、实行资券相抵并减少保证金要求，是比较合理的做法。从这个角度看，开放回转交易是实施融资融券后的必然趋势。

根据台湾市场的经验，引入融资融券后，实行回转交易就成为必然，主要理由是：(1) 市场需要，即使不开放，投资者也会实际上采用；(2) 已对冲的风险，再按双重风险计算，显失公平；(3) 在信用账户上开放回转交易，风险可控。

简单地说，在信用交易情况下，实行回转交易、允许冲抵是改变了保证金计算中的不合理之处，不存在增加风险等问题。

(三) 实施模式——“资券相抵冲销交易”的台湾模式

根据前述分析，在信用交易账户上实行回转交易可以采取两种模式，一是美国模式，即限制“回转交易融资购买力”，二是台湾模式，即“资券相抵冲销交易”。

1. 两种模式的比较

经过计算可以发现，两种模式的区别主要在于，美国模式下投资者进行回转交易所能够达到的最高额度更大。根据其“回转交易融资购买力”计算方法，投资者在用足“购买力”时，其实际保证金比例相当于维持保证金比例（即 25%），一旦价格向不利的方向变化，就必须当日平仓，否则就会发生实际保证金比例低于维持保证金比例、必须追加保证金的情况。即使在按照回转交易初衷完成当日平仓的情况下，如果价格逆向变化过快以至于超过 25%，则其账户净值就会低于维持保

证金(即实际保证金比例低于维持保证金比例),因而也会发生追加保证金的情况。

相比之下,在台湾的“资券相抵冲销交易”模式下,假设相关保证金比例一致时,投资者在用足购买力时,其实际保证金比例相当于初始保证金比例,而不是维持保证金比例,因此,在价格发生不利变化时,更不容易发生追加保证金的情况。例如,如果当日不能平仓,那么只要价格逆向变化不超过 25%,就不会发生追加保证金的情况,该投资者信用交易账户的实际保证金比例仍大于维持保证金比例;在按照回转交易初衷完成当日平仓的情况下,只要价格逆向变化不超过 50%,则其账户净值就不会低于维持保证金(即实际保证金比例仍高于维持保证金比例),因而也不会发生追加保证金的情况。

简而言之,美国模式“假设”投资者能按照初衷当日平仓、实现回转交易,并以此作为风险控制的基准,而台湾模式“假设”投资者未必能按照初衷当日平仓、回转交易可能未必实现来计算风险控制基准,因此更加保守,更有利于防范市场风险。

2. 我国宜采用台湾模式

根据我国证券市场的现状,建议按照台湾模式来实行回转交易,即在日内完全按照融资融券计算其购买能力,仅在平仓完成时释放其保证金,供其进行下一轮回转交易使用。

从这个意义上说,在信用交易账户实行回转交易与此前实行的“T+0”回转交易存在着很大的不同。这种做法遵循了这样一个重要的基本原则:在买入股票、但未交收到账前,投资者不能卖出所买入股票,除非投资者以融券方式卖出。从这个意义上说,此前的“T+0”回转交易虽然具有操作简便、效率较高等特点,但在理论上存在着不合理之处。而在信用交易账户上实行回转交易,投资者先买后卖,视为“现金买入+融券卖出”或“融资买入+融券卖出”,投资者先卖后买,视为“融券卖出+现金买入”,其中至少存在一项融资融券行为,如表 7 所示。由于实施回转交易必定含有“融券卖出”这个环节,因此,要求回转交易必须通过信用交易账户进行是合理的。

表 7 信用交易账户实行回转交易与此前实行的“T+0”回转交易的比较

方式	信用交易账户实行回转交易	此前实行的“T+0”回转交易
先买后卖	现金买入+融券卖出	唯此种情况
	融资买入+融券卖出	无此种情况
先卖后买	融券卖出+现金买入	无此种情况

在先买后卖的情况下，在买入时是否进行了融资并不影响回转交易。但是，如果投资者在现金交易账户买入，则在信用交易账户融券卖出后，后者并不能够直接释放保证金，因此，投资者如果要进行回转交易，就必须在信用交易账户进行买入，至于是否使用了融资额度并不重要。

（三）相关的风险防范措施

1. 我国实行回转交易的利弊分析

总体上看，恢复回转交易有利有弊，归纳起来如表 8 所示。

表 8 实施回转交易对市场的影响：利弊分析

利	1	有助于活跃市场、提高市场流动性	海外市场实践表明，开放当日回转交易后日均交易量有明显提高。
	2	提高券商经纪业务收入，缓解券商财务困境	推行当日回转交易，在增大交易量的同时，可以增加券商的经纪业务收入，有助于改善券商经营业绩。
	3	提供灵活便利的投资手段，满足投资者的交易需求	对投资者而言，当日回转交易在一定程度上提高了投资者资金运用的效率，使投资者可以及时纠错，规避隔日股价的不确定性。
	4	提高市场定价效率，真实反映市场供求状况	当日买入证券可当日卖出、参与当日的市场定价过程，有利于增加市场供给、提高市场定价效率，防止市场价格发生扭曲。
弊	1	加大市场波动性	股价大幅波动、成交量急剧放大和尾市拉抬等异常交易行为更易发生，可能引发投机盛行。2005 年权证的交易情况就在一定程度上证实了这一点。
	2	增加市场操纵风险	通过当日回转交易，操纵者可使用同一笔资金在一天内多次买卖某个股票，从而使得操纵者无需动用太多的资金就可以达到影响股价的目的，在一定程度上助长了操纵者的短期操纵能力。
	3	成交量信息失真	如果不能及时披露当日回转交易的成交量，将使成交量的信息含量下降，影响其它投资者的投资决策。
	4	增加透支风险	实施当日回转交易后，营业部更有动力虚增客户资金账户的可用资金余额（所谓“T+0 透支”）；一旦因各种原因无法完成当日回转交易，则会产生相应的结算风险，并可能造成连锁反应。

和其它交易制度一样，回转交易的利弊各有其道理，往往同一种行为，从不同角度出發，可以得出不同的结论。例如，恢复回转交易的弊端之一就是庄家会利用当日回转交易进行对敲交易。但从另一个角度看，在禁止回转交易、或者只采用次日回转交易的情况下，庄家也可以进行对敲，并且禁止回转交易实施上对庄家有利：庄家一般有存货，因此，实际上可进行当日买入当日卖出的行为，而一般投资者在没有股票存货的情况下，禁止当日回转交易实际上减少了当日可以

卖出的股票数量，有利于庄家抬拉股票价格。¹⁸

目前我国证券市场的“T+1”交易制度是从 1995 年 1 月 1 日开始实施的，其目的是为了抑制当时市场的过度投机。然而，目前的市场情况已经发生了较大变化，在交易制度方面，则是融资融券制度的实行将使得我国证券市场进入了一个全新的发展阶段。在此背景下，恢复实行回转交已是大势所趋。

一种比较流行的看法是，对于绝大多数的普通中小投资者来说，充其量也就是一种交易制度而已。回转交易也好，“T+1”也好，亦或是“T+N”也罢，如果缺乏有效的监管约束，都可以作为“主力”操纵市场的工具，这与交易制度本身是没有任何关系的。因此，从这个意义上说，限制回转交易不是抑制投机的利器，放开回转交易也未必就一定放大了市场风险。

2. 完善我国回转交易风险控制措施的建议

根据前述有关我国证券市场恢复实行回转交易可能存在的潜在风险，借鉴海外主要证券市场回转交易风险控制措施做法及其理由，我们认为，可以从以下几个方面考虑强化我国股票回转交易的风险控制措施，从微观层面防范可能出现的违规行为，化解微观风险：

(1) 只允许投资者通过信用交易账户进行回转交易，回转交易的对象也仅限于可以进行融资融券的股票。

(2) 对投资者进行准入管理，只有被允许开设信用交易账户的投资者才有资格进行回转交易。由于通过信用交易账户来进行回转交易，因此基本可以达到依靠券商实行投资者准入管理的效果。

是否要限制机构投资者通过信用交易账户进行回转交易也是一个选择。例如台湾柜买中心在 2005 年开放资券相抵冲销交易之初，仅限于散户当冲，而法人交易仍不可以当冲；印度的回转交易只允许个人投资者参与，FIIs(Foreign Institutional Investors)和国内机构投资者不允许参加。

(3) 限制当日总成交金额相当于信用交易账户净值的倍数。由于投资者在平仓后即可以减少所需要的保证金，因此，投资者可以在一个交易日内进行多次回转交易，此时，限制总的回转交易金额就很有必要。通过限制该倍数，可以限制

¹⁸ 中工国际开盘当日股票价格的变化充分说明了这一点。2006 年 6 月 19 日，中工国际上市首日的爆炒，在使人们目瞪口呆之余，也使恢复当日回转交易再度旧话重提，道理也颇具说服力：如果实行当日回转交易，早间买入的投资者能够当天抛出，庄家就不敢乱抬股价了。

投资者在一个交易日内进行回转交易的总次数，从而降低市场操纵和结算透支的风险。通过设置信用交易账户回转交易倍数的报警指标，一旦某账户的交易倍数超过设定的阈值、出现过度回转交易的情况，就可以限制该账户的再次回转交易，但不限制结束此前回转交易的买卖。

海外市场也曾采用过这种做法，如泰国规定，国内个人投资者进行回转交易的总成交金额不能超过保证金总额的 10 倍（后降至 4 倍）。更为重要的是，这种做法避免了认定回转次数所存在的困难，在实际操作中具有较大可行性。

（4）增加投资者进行过度回转交易的成本

在规则允许的情况下，如果投资者过度进行回转交易，也应该采取措施加以限制。例如，美国回转交易规则规定，投资者为满足因过度进行回转交易所发生保证金追加要求而存入的款项，不能在存入后马上提取，而必须在存入款项当日所发生交易已经被平仓后的两个交易日后才能提取。这实际上增加了投资者过度回转交易的成本，即不能当日就平仓、提取。

我们可以采取类似的做法来提高投资者过度回转交易的成本，以达到限制过度回转交易的目的。如，设置当日总成交金额相当于保证金净值的倍数的报警指标，一旦某账户的倍数超过设定的阈值，就提高该账户再次交易时的手续费数量或者比率。通过提高过度回转交易账户的交易成本，可在一定程度上抑制其过度回转交易。

从更长远的角度看，可以借鉴美国界定“典型回转交易者”的做法，考虑对过度回转交易达到一定条件的投资者进行分类，定义其为“典型回转交易者”，并实行特别监管，如率先要求其就回转交易所得支付资本利得税等，从而形成对回转交易的自动制约机制。

（5）披露回转交易相关信息，提高回转交易的透明度。借鉴海外市场的经验，可以在每个交易日披露融资融券余额的同时，披露资券相抵冲销交易的金额，为投资者的正确决策提供依据。

（6）建立回转交易异常股票的交易和托管信息披露制度。一旦确认某股票存在异常回转交易行为，交易所可以披露当日该股票的买入、卖出金额最大的各前五名会员营业部或席位的名称、买入金额、卖出金额。交易所根据市场需要，还可以向市场公布该股票的托管情况。2006 年 7 月 1 日起实行的新《交易规则》强调，交易所对可能影响证券交易价格或者证券交易量的异常交易行为，予以重点

监控，并对异常交易行为作了具体界定，包括在同一价位或者相近价位大量或者频繁进行回转交易等行为，因此，建立回转交易异常股票的交易和托管信息披露制度，是根据交易规则进行的一种监管措施。

(7) 对换手率过高的股票实行特别交易安排，如个股断路器，以抑制过度回转交易。

尽管对单个投资者信用交易账户进行回转交易的总成交金额等进行了倍数限制，但是，仍可能出现某些股票在个别交易日回转交易过度的情况。此时，可以考虑引入个股断路器制度，即不仅要限制某个账户的回转交易，必要时还要限制某只股票的交易。所谓个股断路器，是指对换手率过高的股票，实行以下特别交易安排：在换手率高于某一阈值之后，暂停交易一段时间，并采用集合竞价方式恢复交易；对换手率异常放大的，可中止该日交易。通过上述特别交易安排，可

附录 A 信用交易资券相抵交割之交易作业要点

信用交易资券相抵交割之交易作业要点(1998年9月18日修正)

- 1 一 本要点依据财政部证券管理委员会八十二年十二月十三日「开放信用交易资券相抵交易各项配合措施研讨会」会议结论事项订定之。
- 2 二 委托人同日「融资买进」与「融券卖出」同种有价证券，如采资券相抵交割者，应事先与券商签订概括授权之同意书（如附件），于当日融资融券交易后，其数额相同部分即自动冲抵，并由券商逐笔代为制作融资现金偿还申请书及融券现券偿还申请书，委托人不需逐件申请。已签订同意书之委托人如不采资券相抵交割，须于成交当日收盘前向券商书面声明。
前开冲抵部分不计算融资融券利息，但融券卖出冲抵部分仍应依规计算融券手续费。

（法源信息编：附件请参阅证交资料第 438 期 41 页）
- 3 三 委托人融资融券限额应分别列计，不得以资券相抵后之净额计算方式于当日循环使用之。
- 4 四 （删除）
- 5 五 有价证券经本公司公告或券商依规暂停融资买进或（且）融券卖出期间，资券相抵之交易当然停止。
- 6 六 券商对其全体客户融资或融券总金额依规不得超过其净值之一定额度（注：日前规定为融资一五〇%、融券七五%），其当日资券相抵金额仍应并入该额度计算。
- 7 七 券商对每种有价证券融资融券总金额依规分别不得超出其净值十%及五%，其当日资券相抵金额仍应并入该额度计算。
- 8 八 券商对每种证券融券余额达到融资余额时，应即停止融券；券商每日融券之限额计算方式如下（以营业日为准）：
前日融资余额—前日融券余额+本日融券现券偿还+本日融资买进
- 9 九 券商每日将信用交易量值输入交易所时，有关资券相抵交割部分应分开列示。
- 10 一〇 每种得为融资融券交易之有价证券，其融资融券限额（分别为该有价证券上市股份（或受益权单位）二十五%及十五%），对资券相抵交割部分不并入计算。
- 11 一一 本要点奉主管机关核备后公告实施，修正时亦同。

附录 B 上柜股票信用交易资券相抵交割之交易作业要点

上柜股票信用交易资券相抵交割之交易作业要点 (2005 年 11 月 2 日修正)

- 1 一 本要点依据行政院金融监督管理委员会 94 年 9 月 20 日金管证四字第 0940004202 号函订定之。
- 2 二 委托人同日「融资买进」与「融券卖出」同种有价证券，如采资券相抵交割者，应事先与证券商签订概括授权之同意书（如附件），于当日融资融券交易后，其数额相同部分即自动冲抵，并由证券商逐笔代为制作融资现金偿还申请书及融券现券偿还申请书，委托人不需逐件申请。

已签订同意书之委托人如不采资券相抵交割，须于成交当日收盘前向证券商书面声明。

前开冲抵部分不计算融资融券利息，但融券卖出冲抵部分仍应依规定计算融券手续费。
- 3 三 委托人融资融券限额应分别列计，不得以资券相抵后之净额计算方式于当日循环使用之。
- 4 四 有价证券经本中心公告或证券商依规暂停融资买进或（且）融券卖出期间，资券相抵之交易当然停止。
- 5 五 鏈領鏈爛

附录 C NYSE 规则 431 (Margin Requirements) 关于 day trading 的规定

Rule 431. Margin Requirements

(a) Definitions 略

(b) Initial margin

For the purpose of effecting new securities transactions and commitments, the customer shall be required to deposit margin in cash and/or securities in the account which shall be at least the greater of:

- (1) the amount specified in Regulation T of the Board of Governors of the Federal Reserve System, or Rules 400 through 406 of the Exchange Act or Rules 41.42 through 41.48 of the Commodity Exchange act ("CEA"), or
- (2) the amount specified in section (c) of this Rule, or
- (3) such greater amount as the Exchange may from time to time require for specific securities, or
- (4) equity of at least \$2,000 except that cash need not be deposited in excess of the cost of any security purchased (this equity and cost of purchase provision shall not apply to "when distributed" securities in a cash account). The minimum equity requirement for a "pattern day trader" os \$25,000 pursuant to paragraph (f)(8)(B)(iv)(1) of this Rule.

Withdrawals of cash or securities may be made from any account which has a debit balance, "short" position or commitments, provided it is in compliance with Regulation T of the Board of Governors of the Federal Reserve System and Rules 400 through 406 of the Exchange Act and Rules 41.42 through 41.48 of the CEA and after such withdrawal the equity in the account is at least the greater of \$2,000 (\$25,000 in the case of "pattern day traders") or an amount

- (1) 25% of the current market value of all securities except for securities futures contracts "long" in the account; plus**
 - (2) \$2.50 per share or 100% of the current market value, whichever amount is greater, of each stock "short" in the account selling at less than \$5.00 per share; plus**
 - (3) \$5.00 per share or 30% of the current market value, whichever amount is greater, of each stock "short" in the account selling at \$5.00 per share or above; plus**
 - (4) 5% of the principal amount or 30% of the current market value, whichever amount is greater, of each bond "short" in the account.**
 - (5) The minimum maintenance margin levels for security futures contracts, long and short, shall be 20% of the current market value of such contract. (See paragraph (f) of this Rule for other provisions pertaining to security futures contracts).**
- (d) Additional margin 略**
- (e) Exceptions to Rule 略**
- (f) Other Provisions**
- (1) - (7) 略**
 - (8) Special Initial and Maintenance Margin Requirements.—**
 - (A) Notwithstanding the other provisions of this Rule, the Exchange may, whenever it shall determine that market conditions so warrant, prescribe:**
 - (i) higher initial margin requirements for the purpose of effecting new securities transactions and commitments in accounts of customers with respect to specific securities traded on the Exchange,**
 - (ii) higher maintenance margin requirements for accounts of customers with respect to any securities, and**
 - (iii) such other terms and conditions as the Exchange shall deem appropriate relating to initial and/or maintenance margin requirements for accounts of customers with respect to any securities.**
 - (B) Day-Trading.—(i) The term "day-trading" means the purchasing and selling or the selling and purchasing of the same security on the same day in a margin account except for:**
 - (a) a long security position held overnight and sold the next day prior to any new purchases of the same security, or**

- (b) a short security position held overnight and purchased the next day prior to any new sales of the same security.**

- (ii) The term "pattern day trader" means any customer who executes four (4) or more day trades within five (5) business days. However, if the number of day trades is 6% or less of total trades for the five (5) business day period, the customer will not longer be considered a pattern day trader and the special requirements under paragraph (f)(8)(B)(iv) of this Rule will not apply.**

- (iii) The term "day trading buying power" means the equity in a customer's account at the close of business of the previous day, less any maintenance margin requirement as prescribed in paragraph (c) of this Rule, multiplied by four, for equity securities.**

Whenever day-trading occurs in a customer's margin account the special maintenance margin required for the day trades in equity securities shall be 25% of the cost of all trades made during the day. For non-equities securities, the special maintenance margin shall be as required pursuant to the other provisions of this Rule. Alternatively, when two or more day trades occur on the same day in the same customer's account, the margin required may be computed utilizing the highest (dollar amount) open position during that day. To utilize the highest open position computation method, a record showing the "time and tick" of each trade must be maintained to document the sequence in which each day trade was completed.

(iv) Special Requirements for Pattern Day Traders.

- (1) Minimum Equity Requirement for Pattern Day Traders.—The minimum equity required for the accounts of customers deemed to be pattern day traders shall be \$25,000. This minimum equity must be maintained in the customer's account at all times (see Supplementary Material .40 of this Rule).**

- (2) Pattern day traders cannot trade in excess of their day trading buying power as defined in paragraph (f)(8)(B)(iii) above. In the even a pattern day trader exceeds its day trading buying power which created a special maintenance margin deficiency, the following actions will be taken by the member organization:**
 - (a) The account will be margined based on the cost of all the day trades made during the day, and**

(b) The customer's day trading buying power will be limited to the equity in the customer's account at the close of business of the previous day, less the maintenance margin required in paragraph (c) of this Rule, multiplied by two, for equity securities.

(3) Pattern day traders who fail to meet their special maintenance margin calls as required within five business days from the date the margin deficiency occurs will be permitted to execute transaction only on a cash available basis for 90 days or until the special maintenance margin call is met.

(4) Pattern day traders are restricted from utilizing the guaranteed account provision pursuant to paragraph (f)(4) of this Rule for meeting the requirements of paragraph (f)(8)(B).

(5) Funds, deposited into a day trader's account to meet the minimum equity or maintenance margin requirements of this Rule 431(f)(8)(B) cannot be withdrawn for a minimum of two business days following the close of business on the day of deposit.

(C) When the equity in a customer's account, after giving consideration to the other provisions of this Rule, is not sufficient to meet the requirements of paragraph (f)(8)(A) or (B) additional cash or securities must be received into the account to meet any deficiency within five business days of the trade date.

In addition, on the sixth business day only, member organizations are required to deduct from Net Capital the amount of unmet maintenance margin calls pursuant to SEA Rule 15c3-1.

(9) - (10) 略

(g) Portfolio Margin and Cross-Margin 略

参 考 文 献

Barber, Brad M., Yi-Tsung Lee, Yu-Jane Liu, Terrance Odean, July 2004, Who Gains from Trade? Evidence from Taiwan, working paper.

Day Trading Practices in Washington State, September-November 1999, Prepared by the Securities Division Washington State Department of Financial Institutions, February 10, 2000.

Day Trading Requires Continued Oversight, General Accounting Office, February 2000.

Goldsmith, Barry R., Testimony before the Permanent Subcommittee on Investigations Senate Committee on Governmental Affairs on the Securities Day-Trading Industry, February 25, 2000.

Report of the Day Trading Project Group, North American Securities Administrators Association, Findings and Recommendations, August 9, 1999

Report of Examinations of Day-Trading Broker/Dealers, Office of Compliance Inspection and Examinations, U.S. Securities and Exchange Commission, February 2000.

Report on Securities Activity on the Internet II, Report from the International Organization of Securities Commissions (IOSCO), June 2001.

Schapiro, Mary L., Testimony Before the Permanent Subcommittee on Investigations Senate Committee on Governmental Affairs on the Securities Day Trading Industry, September 16, 1999.

财团法人证券暨期货市场发展基金会，投资者的权利与义务问答集，2004年10月。

刘遯、叶武、武朝辉，日内回转交易(T+0)的市场效果——基于上海证券市场实证研究，2006年4月，上海证券交易所创新实验室报告。

宋军、张光毅、曾鹭坚，关于T+0制度和做市商制度的研究，2003年10月30日，深证综研字第0079号。

吴淑琨，证券交易制度应顺时而变，2002年8月29日，《上海证券报》。

赵桂光，柜台市场实施信用交易资券相抵交割交易之分析，证券柜台月刊，第83期。

内部报告 仅供参考
版权所有 侵权必究

本报告仅代表个人意见，不代表所在单位观点。

地址：深圳市福田区红荔西路 203 栋

电话：0755-83203511

传真：0755-83203431

邮编：518028
