

# 三问T+0 卷土重来未可知

## 回归时机、效果、路径尚存分歧

□本报记者 倪铭娅 实习记者 毛万熙

# 贺强:T+0促进多空制衡

□本报实习记者 毛万熙

1995年至今,我国的股票市场已发生了翻天覆地的变化。股票市场的规模在不断扩大,股市基础性制度建设也不断完善,股市的监管水平不断提升,投资者不断成熟,推出股市T+0交易的条件已经成熟。

近期发生的“8·16”事件凸显出实施T+0制度的必要性。贺强认为,以前利用延迟股票买卖时间、降低股票交易效率的办法,在一定程度上适应了当时股票市场的状况,但是T+1交易的某些弊端也日益显露。如,T+1交易不利于股市投资者及时规避投资风险,无法迅速止损,避免风险扩大;T+1交易人为延长了同一股票买卖的时间,降低了资金使用效率,降低了市场的流动性。

推出T+0交易有利于解决T+1交易存在的问题。贺强认为,T+0交易可以当日买卖,可以避免损失扩大,也可以在较大程度上抑制机构隔夜操纵的行为。如果机构在当日

拉开股价,投资者即使已经盲目追高买入,也可在当日就卖出股票获利了结,避免损失。

### 加强投资者教育

有市场人士担心,股市T+0交易会加剧股市过度投机。贺强指出,实际上股市的过度投机是因为机构操纵和违法犯罪导致的。T+0本身不仅不会导致股市过度投机,反而有可能在一定程度上抑制股市的过度投机。在T+0交易的情况下,如果当日股价出现连续上涨,很多投资者在买入股票后出现了一定利差就会大量卖出股票,延缓股市上涨;而当日股票若出现连续下跌,如果抄底投资者增加,则能延缓股市下跌。T+0交易会加剧投资者当时逆向操作,出现多空互相制衡,客观上起到对市场股价的“抹平”作用。

不过贺强表示,没有时间保证,风险意识不强的投资者是不适宜进行股市T+0交易的。需要通过投资者风险教育,提高他们的风险意识,避免造成不必要的损失。

为顺利推出T+0,贺强建议管理层对股市T+0交易进行充分深入研究,制定有关T+0交易的交易规则和监管措施,做好推出股市T+0交易的准备工作;交易所、券商等方面应提供技术保障,做好技术支持;有关部门应进一步研究股市T+0交易之后的监管问题,防止机构利用股市T+0交易操纵股价。

### 推出条件已成熟

贺强一直以来都在关注T+0的话题,去年两会时,身为全国政协委员,他专门就“恢复T+0”交易提交提案。在他看来,从1995年起,我国为防止过度投机,将A股市场由T+0改为T+1交易,但从

等交易。从这个角度看,实施T+0有一定道理。但中国股市的问题不在T+0还是T+1。”曹凤岐表示,如果说建设好股市制度,不论普通投资者还是机构投资者都能赚钱,那么T+0和T+1是一样的。如果T+1散户赚不到钱,那么T+0也赚不到钱,还是有一些机构、大户能够来回操作,散户哪里有时间做T+0?所以我对T+0不是很乐观。”

中央财经大学证券期货研究所所长贺强则表示,T+1交易不利于股票市场的活跃。当股票市场处于连续低迷状态的时候,T+1交易容易导致股票成交量的急剧萎缩,投资者信心不足。同时,也引起证券公司经纪业务佣金的迅速减少,导致其效益低下。而T+0交易可以使投资者在一天内将有限的资金多次进行买卖,放大了交易的资金数量,提高了交易的效率,提高了股市的活跃程度,增加了股市的交易量和市场的流动性,提振了市场人气和投资者的信心。

### 一问时机是否成熟

T+0推出与否、推出时机是否成熟再度引发市场人士的激辩。

伴随着长期IPO暂停和大量IPO储备,市场管理者承受的压力是史无前例的,所以现在提出T+0制度。”英大证券研究所所长李大霄表示,T+0制度出现过多次反复,投机过剩时采取T+1抑制市场,当市场需要刺激时,则计划将T+1改为T+0。

现在推出恰逢其时。”他认为,当前市场面临着A股历史上最长的IPO暂停期和最低的蓝筹股估值水平,也是市场较为低迷之际,有必要推出T+0制度。

但在中国人民大学教授赵锡军看来,市场低迷时,投资热情不会因为交易频率的变化所改变。投资者对市场的信心不能靠交易频率的变化带动起来,而更多的是被经济、金融、上市公司等未来的变化带动起来,对宏观和微观面的未来预期更重要。

北京大学教授曹凤岐认为,T+0的推出需要慎重。“8·16事件”导致散户损失惨重,但机构投资者利用股指期货T+0制度,可以免受损失或降低损失,这对普通投资者来说是不平

### 二问会否绞杀散户

曾经实施的T+0制度,也出现过熊市里市场十分低迷的情况。时过境迁后,如再度实施T+0制度能否真正活跃市场交易?是否会散户造成“绞杀”?

赵锡军称,T+0曾被叫停,是因为市场波动很大,市场投机性很强。尽管现在市场环境有所变化,机构投资者比例有所增加,但仍是散户投资者为主的市场结构,没有发生根本性变化。从投资者的角度讲,T+0制度并不会给投资者带来多大的帮助和好处,还不如降低交易成本帮助大。反之,这个制度可能会给那些愿意做高频交易的投资者带来更多的交易机会。”

赵锡军认为,在市场低迷期,保持市场稳定性更加重要。因为T+0解决不了市场低迷问题。要解决市场低迷问题,首先需要找到真正问题所在,否则会出现办法和问题不匹配情况。就好像用开大门的钥匙开二门的锁,结果只能是徒劳无功。

T+0一定会增加投机,引起疯狂炒作。”曹凤岐如是预测,过去实行T+0就是因为投机太过分被停掉。期货市场上一定要实行T+0,否则大家都困死在里面。至于现货市场,T+0能起到多大的作用还要观察。中国股票市场这么多年没有发生多大的变化,总是在技术层面修修补补。T+0会套更多的散户,因为散户跟

不上市场的变化,每天涨幅又有限,扣除交易费可能T+0也不能使散户多赚多少钱。”

面对低迷的市场环境,T+0制度的实施能否活跃市场交易?曹凤岐称,可能会活跃市场交易,但需要慎重,需要有预警机制、熔断机制等其他措施保护投资者。事实上,中国的市场冷清点还能让人们思考思考,一疯狂就不理性了。若实施T+0,机构、大户能够来回操作,散户哪里有时间做T+0?”他反问道,对散户来说,如果频繁进行T+0交易,需要有大量资金用来缴纳券商佣金和印花税,侵蚀掉炒股所得收益,最后只能变成“给券商打工”。

赵锡军亦表示,很多高频交易通常借助于计算机系统功能,自动产生交易信号和指令。如果整个市场越来越脱离人脑控制,更多依靠计算机系统控制,可能会产生更多风险。交易的频率到底多大比较合适,从市场的角度、制度的角度讲,应该设置什么制度?我认为,市场目前以散户投资者为主,理性程度要差一些,如果说没有充分的时间考虑、有更多的适应市场变化的心理时间的话,投资者的盲目性会更强。因为投资者不能理性控制自己,就需要制度来控制。T+1和涨停板制度,都是帮助投资者能够控制买卖行为的手段。”

### 三问回归路径何在

T+0制度若能恢复,面对新的历史舞台,又将作何准备?

在T+1制度没有特别缺陷的情况下,市场低迷期,首先还是应保持制度的连续性和稳定性。”赵锡军说,在推出T+0之前,管理层应当向投资者明确推出T+0制度到底是为了解决什么问题。如果是为了解决市场低迷,最后可能解决不了任何问题。

有分析人士认为,对市场进行解剖,选择一些板块先行先试或是T+0制度的上策之选。

曹凤岐表示,T+0可以先选择某个板块试点,看看效果。全面推出也可以,但是要告知市场只是先试行,效果不好再想办法。出台一个新制度时,要看能不能保护投资者,尤其是散户。如果能,就推出,如果引起市场混乱和炒作,就不推。”

在李大霄看来,T+0实施前,应先用手术刀把市场进行“解剖”,看看哪些是需要刺激的,哪些是投机过剩的。我认为,目前

小股票50倍市盈率,不仅不应该刺激,反而要想法帮它降温。蓝筹股是10倍市盈率,很多龙头股票估值全球最低。因此,蓝筹股应先实施T+0。”

李大霄解释道,蓝筹股T+0利于价值发现,应该加快研究。如果推出的话,蓝筹股的价值发现利于恢复市场活力,是重要利好。蓝筹股推行T+0的思路是正确的,这能达到区别对待的目的,要对优质公司进行奖励,树立以优秀为荣的氛围。

T+0制度一旦实施,风险防范问题不容忽视。对此,贺强表示,有关部门应当进一步研究股市T+0交易之后的监管问题,认真研究在新的交易规则下有可能产生的新问题,严防防止机构利用股市T+0交易操纵市场,操纵股价的行为。加强投资者风险教育工作。对于没有时间保证、风险意识不强的投资者而言,是不适宜进行股市T+0交易的,需要通过投资者风险教育,提高他们的风险意识,避免造成不必要的损失。



# 海外市场T+0交易正面影响较多

□本报记者 倪铭娅

机构研究报告显示,目前主要海外市场都采用T+0回转交易,如纽约证券交易所、NASDAQ、伦敦证券交易所、东京证券交易所、香港交易所等。总体看,海外市场实行T+0回转交易正面影响居多。从韩国、台湾经验看,短期内,由于心理上的因素,T+0能大幅提升成交量;从中长期看,美国、韩国、台湾等海外市场回转交易占市场总成交量的比重普遍为15%~20%左右。

### 美国监管较严格

中信建投最新报告认为,就海外主要股票市场而言,T+0是一项通行制度,主要的海外市场都允许采用T+0回转交易,如纽约证券交易所、NASDAQ、伦敦证券交易所、东京证券交易所、香港交易所等。

境外大多数证券市场的证券交易所只要求证券卖出方在交收日持有足额证券就可以完成交收,而不对交易日至交收日之间的买入和卖出进行限制,也不检查卖出证券是否为未交收完毕的原买入证券。美国和香港等成熟市场和部分新兴市场还允许证券卖空的发生。

需要指出的是,一些国家或地

区,仅允许在信用交易账户内进行T+0回转交易,而禁止在现金账户进行回转交易,比如美国和中国台湾地区。美国禁止在现金账户进行回转交易,而允许投资者在信用交易账户进行回转交易,并对T+0回转交易的频繁交易者有严格的监管和限制。比如在5个交易日日内进行过4次或4次以上回转交易,且回转交易次数占这5个交易日总交易次数达6%以上,就被认定为“典型回转交易者”。美国证监会要求“典型回转交易者”账户最低净值为25000美元,若净值不够,将无法使用“回转交易融资购买力”,并对其采取特别监管措施。

### T+0或大势所趋

对于T+0,投资者更为关心的是其对于市场走势的影响。其他交易制度转变为T+0的案例在全球证券市场中并不多,主要包括韩国、台湾(信用交易账户允许证券相抵交易)。

从韩国、台湾经验看,短期内,由于心理上的因素,T+0能大幅提升成交量。从中长期看,美国、韩国、台湾等回转交易占市场总成交量的比重普遍为15%~20%左右。

韩国于1997年1月开始实施T+0。在转为T+0前三个月,韩国综合指

数下跌幅度超过20%,一度跌破650点。在实施T+0后的最初几个交易日,韩国综合指数仍惯性下跌了40点。1997年1月开始实施T+0交易后,韩国股市成交量迅速放大。T+0实施后的六个月成交量相比之前六个月增加了55%,但之后迅速企稳,在亚洲金融危机前最高攀升至792点,与最低点相比,上涨近30%。

台湾于1994年1月1日起允许信用交易T+0。1993年四季度,台湾股市走出牛市行情,台湾加权指数单季度涨幅接近60%。信用交易T+0后,市场惯性冲高,随后在高位震荡,并于1994年8月突破7000点。

中信建投认为,出于活跃市场、与国际接轨、期现匹配需要,恢复T+0交易制度是大势所趋,并且在法律上也不存在障碍。问题可能在于监管层担心行情较火爆。但经过过去二十年的发展,尤其是近几年的改革,我国的证券市场正在发生显著的变化。监管的加强在一定程度上遏制了股市中的不合理现象;市场结构发生了根本性转变,中国股市已逐渐为机构投资者主导;随着投资者教育的强化,投资者的整体素质和风险意识在不断提高。我国实行T+0交易制度的大趋势不可逆转。

### 监管层表态

★2005年11月,时任深交所总经理张育军表示,深交所正在密切关注和研究T+0交易等市场新动向及创新的可能性。T+0交易制度目前还未确定最终推出时间,一次性全面铺开T+0的可能性不大,有待股改进行到一定程度、市场进一步成熟后实施。

★2012年5月,证监会投资者保护局针对热点问题回应称,法律层面推行T+0交易制度不存在障碍,但是A股市场推行T+0交易制度的条件尚不成熟。

★2013年3月,上海证券交易所理事长桂敏杰表示,正在研究T+0交易制度。

★2013年3月,证监会市场部有关负责人表示,目前推出T+0的法律障碍已经消除,但证监会也注意到,2008年金融危机后,全球都对高频交易提高了警惕,经过监管部门和科研机构发现,高频交易甚至会成为引发市场动荡的手段,证监会和两个交易所目前都在积极关注市场的一些变化,也在研究国际上相关的一些积极成果。

★2013年7月11日,上交所表示,对上证50大蓝筹开展T+0交易目前没有任何消息。

★2013年7月12日,证监会新闻发言人表示,监管部门将深入细致研究A股T+0有关制度,目前实施T+0没有法律障碍,但尚无时间表。在我国,理性投资、价值投资的理念尚未形成,投资者结构不合理,A股市场实行T+0,风险管理和监控制度的建立工作尤为重要,相关制度建设要比成熟市场国家考虑得更加周密。

★2013年8月16日,证监会新闻发言人表示,对于T+0制度目前正在研究中。

★2013年8月25日,上交所呼吁,从保护中小投资者权益、体现市场公平性的角度看,有必要进一步抓紧研究论证股票T+0交易制度。

★1992年5月,上海证券交易所实行股票T+0交易制度。

★1993年11月,深圳证券交易所实行股票T+0交易制度。

★1995年1月1日,为防止过度投机、保护中小投资者利益,A股市场废止股票T+0交易制度,改为T+1。此时,大盘从1992年2月的最高点1500点左右,跌到当年的最低点600点左右。

★1998年12月,《证券法》正式颁布,第106条规定“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”。

★2005年10月,全国人大修订《证券法》,删去106条,引发市场猜测官方为股市实行T+0预留空间。时任《证券法》修改起草工作小组组长许健解释称,原有的《证券法》是股票现货交易法,新修改的《证券法》扩大了证券的内涵,特别提到“证券衍生品”,“证券衍生品必然与信用交易和T+0联系在一起,故删去106条。”

★2013年8月25日,上海证券交易所呼吁,从保护中小投资者权益、体现市场公平性的角度看,有必要进一步抓紧研究论证股票T+0交易制度。(整理 毛万熙)

### 大事记

近光光大事件引爆了T+0话题,众多股民抱怨股指期货T+0和股票市场的T+1交易规则使得两个市场上严重不对等,资金有限的股市散户无法享受到T+0日内交易的好处,只能被动地在T+1的股市上做隔日投机。不过,早在上世纪九十年代,这种即时清算交割制度便在沪深两市实行过。

证券代码:002145 公司简称:中核钛白 公告编号:2013-073

## 中核华原钛白股份有限公司关于股东股权解除质押的公告

本公司及董事会全体成员保证公告内容的真实、准确和完整,不存在虚假记载、误导性陈述或者重大遗漏。

本公司于2013年8月27日收到公司股东武汉九洲弘羊投资发展有限公司(下称“九洲弘羊”)于2013年8月24日质押的上海海通证券资产管理有限公司的本公司股权700万股(占公司总股本的1.71%,详细见公告2013-029),已经于2013年8月26日申请解除质押,并取得登记公司的《解除证券质押登记通知》。

九洲弘羊共持有本公司股份2,147,9232万股,占公司总股本的5.24%,本次解除质押后,该股东质押股份全部解除质押,剩余质押股份为0股。特此公告。

中核华原钛白股份有限公司 董 事 会  
2013年8月28日

证券代码:000751 股票简称:ST锌业 公告编号:2013-087

## 葫芦岛锌业股份有限公司 管理人关于公司重整的进展公告

本公司管理人保证信息披露内容的真实、准确、完整,没有虚假记载、误导性陈述或重大遗漏。

辽宁葫芦岛市中级人民法院(以下简称“破产法院”)于2013年1月31日指定受理葫芦岛锌业股份有限公司(以下简称“锌业股份”)重整,于2013年1月25日指定管理人为管理人。

截止2013年8月26日,已向管理人申报的债权人共计424家,申报债权总额为人民币6,887,705,465.96元。此外,与重整相关的其他工作也在进行中。

管理人提醒广大投资者,公司股票已于2013年5月8日起暂停上市(详见2013年5月3日巨潮资讯网《管理人关于公司股票暂停上市的公告》),公司存在因《深圳证券交易所股票上市规则(2012年修订)》规定的原因被终止上市,或依《中华人民共和国企业破产法》规定的原因被宣告破产清算的风险。本管理人将根据上述事项的进展及时履行信息披露义务,本管理人提醒广大投资者充分注意投资风险。特此公告。

葫芦岛锌业股份有限公司管理人  
2013年8月27日

股票代码:000068 股票简称:华控赛格 公告编号:2013-50

## 深圳华控赛格股份有限公司关于 公司股东所持部分股权质押的公告

本公司及董事会全体成员保证信息披露内容的真实、准确和完整,没有虚假记载、误导性陈述或者重大遗漏。

深圳华控赛格股份有限公司(以下简称“公司”)近日接到公司股东王江达长润投资管理咨询有限公司(以下简称“长润投资”)将其持有的本公司部分股权质押进行质押的通知,现将有关情况说明如下:

长润投资与国泰君安证券股份有限公司(以下简称“国泰君安”)签订了股票质押合同。为此,长润投资将其持有的本公司7,000,000股股份质押给国泰君安,质押登记手续已于2013年8月23日在中国证券登记结算有限责任公司深圳分公司办理完毕,质押期限自2013年8月23日起至办理解除质押登记手续止。

长润投资共持有本公司股份113,585,801股,占公司总股本的12.67%。截至本公告披露日,长润投资共质押其所持有的公司股份13,500,000股,占公司股份总数的1.51%。

特此公告。

深圳华控赛格股份有限公司 董 事 会  
二〇一三年八月二十七日

证券代码:000732 股票简称:泰禾集团 公告编号:2013-52号

## 泰禾集团股份有限公司 关于全资子公司竞得土地的公告

本公司及董事会全体成员保证公告内容的真实、准确、完整,没有虚假记载、误导性陈述或重大遗漏。

2013年8月27日,公司全资子公司福州泰禾房地产开发有限公司参加厦门市国土资源局与房产管理局联合举行的建设用地使用权拍卖会,以人民币405,200万元竞得编号为H2013P04地块的国有建设用地使用权。上述土地的基本情况如下:

土地编号	土地位置	土地面积	土地用途	出让年限	建筑面积
H2013P04	厦门市海沧区霞美路与梧槽路交汇处东南侧	172,659.165平方米	城镇住宅、商业	居住70年、商业40年	174,000平方米

福州泰禾房地产开发有限公司将根据本次竞拍成交确认书的相关约定,签订上述地块的《国有建设用地使用权出让合同》,公司将根据项目的进展情况及时履行相关信息披露义务。特此公告。

泰禾集团股份有限公司 董 事 会  
二〇一三年八月二十七日