

数量交易策略与算法研究

大宗交易套利策略研究、产品开发及前景展望

投资要点

- ❖ **大宗交易二级市场套利**是指通过大宗交易市场折价买入股票，较短时间内通过二级市场卖出，赚取大宗交易价格与二级市场价格之间的套利空间。这一套利模式伴随着大宗交易的活跃而日益被市场认知，逐渐形成一个从大小非减持到二级市场套利的产业链。本报告从分析运作中的大宗交易套利专项产品出发，重点关注其 2011 年度的历史业绩是否因市场广泛参与而走弱。其次，因为套利流程中的卖出价格较难把握，本报告提出并回溯了量化交易方式的套利策略。最后，分析了上交所即将执行的大宗交易新规带来的机会。
- ❖ **大宗交易套利专项产品历史收益丰厚。**1) **通用投资策略：**高于 3% 折价买入，第二个交易日全部卖出。2) **产品创新：**套利策略的资金高流动性可实现每半月开放申购赎回一次，有利于吸引投资者；通过签订同业存款利率水平的存款协议，利息收入可完全或者部分抵消投资者方的产品费率。3) **历史业绩：**某产品 2010 年、2011 年、2012 年及成立至今（截至 4 月底）的收益率分别是 4.82%、14.17%、6.40% 和 27.34%，说明策略在 2011 年度和 2012 年依然有效。
- ❖ **拆分大宗交易套利流程，统计上扣除成本后的收益为正。**1) **购入成本：**2011 年度，上证、深证、中小板和创业板股票大宗交易平均折价为 -6.17%、-6.89%、-7.19% 和 -7.42%。2) **出场价格冲击：**上述四个板块大宗交易发生后 15 个交易日的绝对下跌幅度依次是 -2.31%、-2.41%、-2.73% 和 -3.81%。
- ❖ **不依赖个人交易能力的大宗交易量化套利策略回溯。**1) **策略设计：**时间窗口选择为 2009 年 1 月 5 日至 2012 年 3 月 16 日，初始资金为 1 亿。建仓策略为，将当日初始时的资金剩余按照大宗交易成交金额由小到大的顺序分配资金。平仓策略为，自大宗交易发生后的第一个交易日起，每日最高成交当日成交额 10%，成交价按照均价计。资金管理的规定当日卖出股票的资金由于各种限制并不能应用于当日购买股票。股票卖出的冲击成本与印花税合计设定为千分之五。2) **历史表现：**大宗交易套利策略近 3 年半的年化收益率均显著战胜基准指数。蓝筹股为主的上证股票池表现最好，策略实现年化收益率 53.06%，夏普比率 3.9，而期间的最大回撤仅为 8.46%。3) **交易分析：**平均减持天数不到 2 周；量化减持的平均单笔盈利在 5% 以上。
- ❖ **上交所政策新规影响及策略展望：**1) 新规拟从四个方面调整现有的大宗交易机制，包括延长交易时间、降低交易门槛、放宽涨跌幅限制和增加大宗交易申报类型。2) 意见函发布后，以大小非持有者为主的大宗交易转让方因担忧锁定期加大套利的不确定，加速了大宗交易减持。这一“恐慌性抛售”经历半月后逐渐平静。3) 新规实施将为机构投资者带来更多的套利空间。首先，新规有助于大宗交易的供给规模扩大，并有利于大宗交易的交易规模的提升；其次，新规从制度上允许用流动性获取更大的折价率，降低大宗交易套利的成本。

中信证券研究部

金融工程及衍生品组

练海俊

电话：010-60836730

邮件：lianhj@citics.com

执业证书编号：S1010511050001

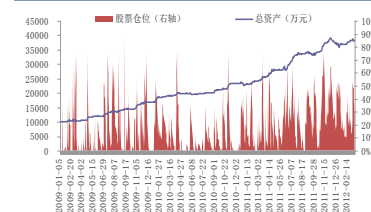
严高剑

电话：010-84588093

邮件：yangj@citics.com

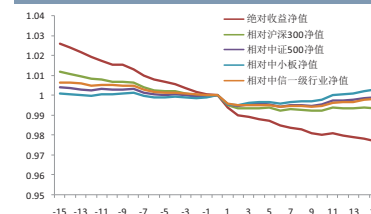
执业证书编号：S1010510120029

大宗交易套利策略净值走势



资料来源：中信数量化投资分析系统

大宗交易对股价的短期冲击



资料来源：中信数量化投资分析系统

相关研究

- 1.《大宗交易的交易逻辑分析与投资机会捕捉》..... 2011.12.6
- 2.《股指期货市场 CTA 交易策略设计及 EMA 开发》..... 2011.8.21
- 3.《A 股市场大单资金流向指标设计及交易策略开发》..... 2011.8.5
- 4.《A 股市场资金流向初步研究》2009.1.8
- 5.《资金流向：分析市场状况的微观视角》..... 2007.6.10

目 录

投资聚焦	1
大宗交易套利产品现状扫描	1
现有产品概述	1
入场成本分布	2
出场价格冲击	4
大宗交易套利策略量化分析	6
大宗交易政策新规及策略展望	7
附录 1：国内大宗交易制度沿革	8
我国证券市场大宗交易制度产生的背景	8
沪深两市大宗交易制度演进	9
我国大宗交易制度纵向比较	12
附录 2：海外大宗交易制度介绍及比较	13
纽约证券交易所的大宗交易机制	13
东京证券交易所的大宗交易机制	14
境内外大宗交易制度比较	15

插图目录

图 1：思考一号净值走势图	2
图 2：大宗交易折溢价率历史走势图（上证）	3
图 3：大宗交易折溢价率历史走势图（深证）	3
图 4：大宗交易折溢价率历史走势图（中小板）	3
图 5：大宗交易折溢价率历史走势图（创业板）	3
图 6：2012 年大宗交易折溢价率的中信一级行业分布	4
图 7：大宗交易前后 15 个交易日走势图（上证，2011）	4
图 8：大宗交易前后 15 个交易日走势图（深证，2011）	4
图 9：大宗交易前后 15 个交易日走势图（中小板，2011）	4
图 10：大宗交易前后 15 个交易日走势图（创业板，2011）	4
图 11：大宗交易套利策略净值与仓位走势（上证板块）	7
图 12：大宗交易套利策略净值与仓位走势（深证板块）	7
图 13：大宗交易套利策略净值与仓位走势（中小板）	7
图 14：大宗交易套利策略净值与仓位走势（创业板）	7
图 15：大宗交易近 1 年月度成交额	8
图 16：大宗交易近 1 年月度成交量	8
图 17：股票价格冲击指数	8
图 18：大宗交易成本	8
附图 1：沪深两市大宗交易制度演进	9

表格目录

表 1: 成立 18 个月以上部分大宗交易套利产品基本信息 1

表 2: 大宗交易笔数年度统计表..... 2

表 3: 大宗交易折溢价率年度统计表..... 3

表 4: 大宗交易后 15 个交易日绩效(上证, 2011 年度) 5

表 5: 大宗交易后 15 个交易日绩效(深证, 2011 年度) 5

表 6: 大宗交易后 15 个交易日绩效(中小板, 2011 年度) 5

表 7: 大宗交易后 15 个交易日绩效(创业板, 2011 年度) 5

表 8: 大宗交易发生后平均减持天数..... 6

表 9: 大宗交易套利的盈利水平..... 6

表 10: 大宗交易套利策略历史回溯..... 6

附表 1: 深交所大宗交易制度演进..... 9

附表 2: 上交所大宗交易制度演进..... 11

附表 3: 东京证券交易所大宗交易规则 15

投资聚焦

A 股二级市场在每个交易日的 9：30 至 15：00 实行竞价交易制度；15：00 至 15：30 接受大宗交易成交申报。同一只股票因为两种交易制度而呈现出的价格差，创造出大宗交易套利这一低风险的投资策略。这一套利模式伴随着大宗交易的活跃而日益被市场认知，逐渐形成一个从大小非减持到二级市场套利的产业链。顺承《大宗交易的交易逻辑分析与投资机会捕捉》的研究框架，本报告就大宗交易套利的产品设计、投资机会、历史业绩进行分析，并展望了即将施行的上交所大宗交易新规对套利策略的影响。此外，不同于市场上已成立产品的主动交易方式，本研究提出并回溯了量化交易方式的套利策略。

大宗交易套利产品现状扫描

大宗交易，是指达到最低限额的证券单笔买卖申报，买卖双方经过协议达成一致并经交易所确定成交的证券交易。大宗交易制度一般是针对机构投资者占据主要位置的投资者结构做出的适应性安排，也是海外交易所针对机构投资者常用的交易制度。充分考虑到 A 股市场机构投资者的快速增长和大额股权转让的日益增多，深圳证券交易所于 2002 年 2 月 25 日、上海证券交易所于 2003 年 1 月 10 日分别推出了大宗交易制度，并于 2003 年末对细则进行了修改。而 2008 年证监会发布的《上市公司解除限售存量股份转让指导意见》进一步促进了大宗交易市场的繁荣。

大宗交易当前执行的最低限额是 A 股交易数量在 50 万股（含）以上，或交易金额在 300 万元（含）人民币以上。作为大额交易的流动性对价，大宗交易的成交价格通常相对于当日收盘价折价。大宗交易套利是指通过大宗交易市场折价买入股票，较短时间内通过二级市场卖出，赚取大宗交易价格与二级市场价格之间的套利空间。大宗交易套利不是无风险套利，影响投资收益的主要风险因素有：交易期间大盘、板块下跌的系统性风险；个股股价调整风险；交易意图暴露的风险；以及符合条件的大宗交易标的缺乏，导致资金长期闲置的风险。

现有产品概述

2010 年起，A 股市场出现以大宗交易套利为主的创新型产品。其代表产品有：阳光私募形式存在的非结构化产品思考一号和结构化产品汇利优选 6 期；证券公司集合理财形式存在的东方证券新睿二号；专注于单只股票大宗交易的海富通富诚大宗交易组合信托等。

表 1：成立 18 个月以上部分大宗交易套利产品基本信息

产品简称	投资顾问	信托类型	成立日期	发行规模
思考 1 号	瑞安思考	非结构化	2010/5/31	1.2 亿元
汇利优选 6 期	汇利资产	非结构化	2010/6/7	0.45 亿元
创富 1 号	凯石投资	结构化	2010/6/18	1.65 亿元
京福 3 号	京福资产	非结构化	2010/7/2	0.7 亿元
同威增值 4 期	同威资产	非结构化	2010/7/16	0.5 亿元
国富精选 5 号	国富投资	非结构化	2010/8/4	0.7 亿元

资料来源：朝阳永续

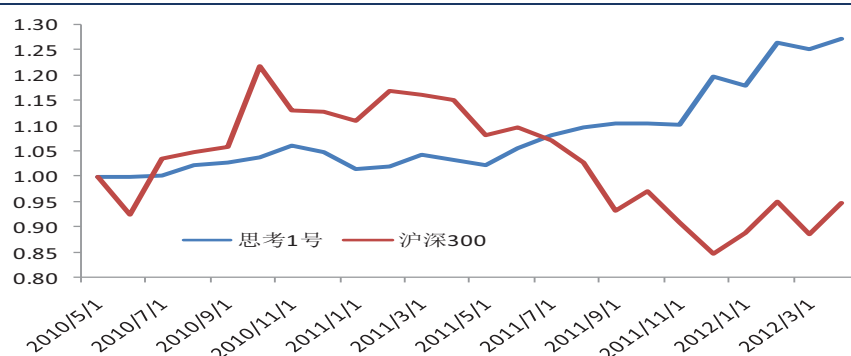
源于大宗交易套利的特殊性，该类产品设计较传统管理型信托产品有诸多创新。以思考一号为例，信托计划说明书设定产品封闭期为 15 天，每个月的 12 日和 21 日开放产品的申购赎回。此设计充分利用了套利产品良好的资金流动性，有利于吸引更多投资者参与。费率设置也低于传统管理型产品：该产品不收取申购费和赎回费；除了信托公司和银行收取的 1.2%的管理费和 0.2%的托管费之外，产品不再收取任何管理费用，只收取业绩提成。此外，为了充分利用套利产品资金流动性好的优势，投资顾问与托管银行以及交易券商均签订了同业存款利率水平的存款协议，利息收入可部分或者完全冲抵投资者承担的费用。投资限制中，依据

信托法，思考一号已征求所有持有人的一致同意，将单只股票通过大宗交易形式的投资上限提高至 80%。此持仓上限突破将扩大可交易的大宗交易股票池，或有利于净值的稳定性和业绩提升。

依据信托计划说明书，该产品的投资策略是通过大宗交易方式，以低于当天收盘价 3% 至 22.22% 的价格，购入在上海证券交易所、深圳证券交易所上市的 A 股股票，并在短期内通过二级市场变现，获取差价收益，达到低风险套利投资，实现资产的保值增值。单次大宗交易投资解禁限售流通股股份不得超过该流通股股票购买前十个交易日平均成交量，通过大宗交易方式持仓一只股票的净值资产比例为 80%。

受限于信托产品信息披露程度，我们仅观察信托计划说明书中明确以大宗交易套利为主的思考一号。自 2010 年 5 月 31 日起，该产品 2010 年、2011 年、2012 年及成立至今（截至 4 月底）的收益率分别是 4.82%、14.17%、6.40% 和 27.34%，净值稳定上升，收益大幅超越基准指数沪深 300。

图 1：思考一号净值走势图



资料来源：朝阳永续，截至 2012 年 4 月

入场成本分布

日益活跃的大宗交易市场环境为套利创造了条件。由下表可知，2009 年起几乎每个交易日都有大宗交易发生。2011 全年，日均逐笔数为 17.01 笔，日均交易额 5.68 亿。本节与下节基于期间数据分析大宗交易套利可能的购入成本和兑现收益。

表 2：大宗交易笔数年度统计表

年份	大宗交易日数	大宗交易日数占比	日均逐笔数	日均覆盖股票数	日均交易额(亿元)	日均逐笔交易额(亿元)	日均分笔交易额(亿元)
2008	181	73.58%	6.2	5.58	2.06	0.33	0.37
2009	241	98.77%	9.02	6.32	2.66	0.3	0.42
2010	241	99.59%	10.47	6.96	3.7	0.35	0.53
2011	243	100.00%	21.36	13.89	5.68	0.27	0.41
2012	42	100.00%	20.26	13.14	4.42	0.22	0.34

资料来源：中信证券数量化投资分析系统，截至 2012 年 3 月 9 日

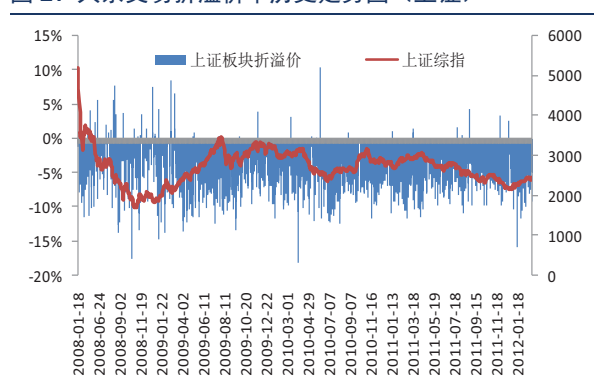
折溢价率，定义为大宗交易成交均价偏离当日收盘价的百分比。大宗交易的入场价格由折溢价表述。据图观察，2008 年至 2011 年的全市场平均折溢价率出现先上升后回落的态势，高点在 2010 年；折溢价率平均水平由高至低分布是主板、创业板和中小板；历史折溢价率的波动性由高至低是创业板、中小板和主板。2011 年度，上证、深证、中小板和创业板股票大宗交易平均折价为-6.17%、-6.89%、-7.19%和-7.42%。

表 3：大宗交易折溢价率年度统计表

年份	上证板块折溢价率	深证板块折溢价率	中小企业板折溢价率	创业板折溢价率
2008	-2.30%	-4.26%	-5.19%	
2009	-4.73%	-5.94%	-7.49%	
2010	-5.97%	-5.95%	-7.18%	-6.94%
2011	-5.25%	-6.05%	-7.10%	-6.82%
2012	-6.17%	-6.89%	-7.19%	-7.42%

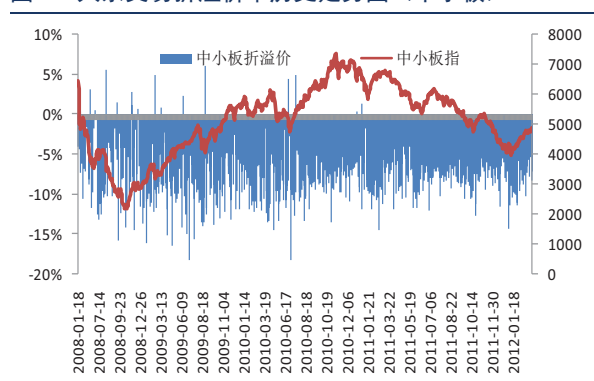
资料来源：中信证券量化投资分析系统，截至 2012 年 3 月 9 日

图 2：大宗交易折溢价率历史走势图（上证）



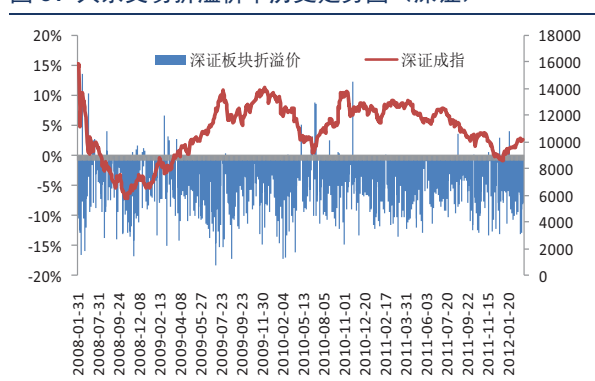
资料来源：中信证券量化投资分析系统

图 4：大宗交易折溢价率历史走势图（中小板）



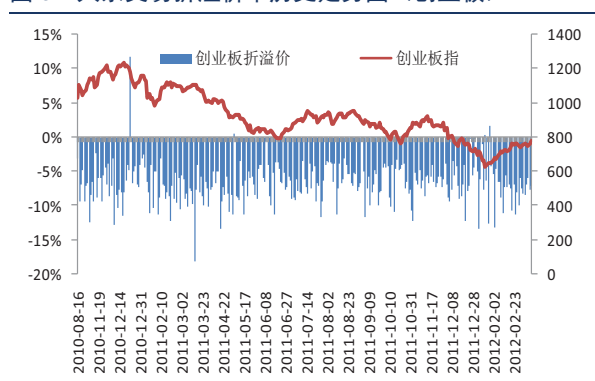
资料来源：中信证券量化投资分析系统

图 3：大宗交易折溢价率历史走势图（深证）



资料来源：中信证券量化投资分析系统

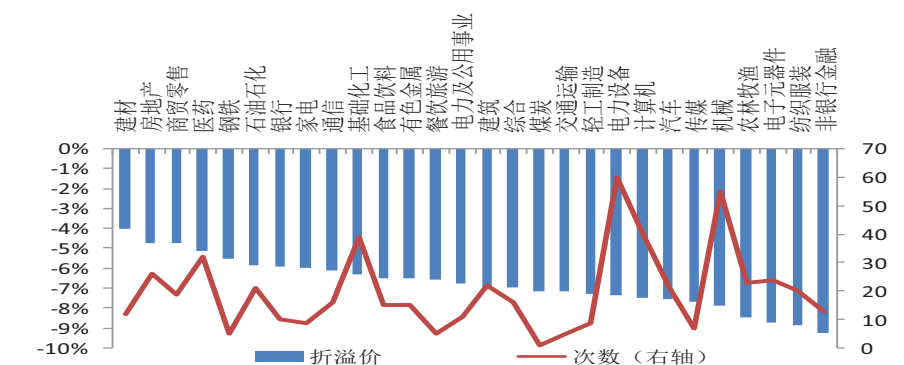
图 5：大宗交易折溢价率历史走势图（创业板）



资料来源：中信证券量化投资分析系统

根据中信一级行业分类进行汇总，大宗交易的标的股票主要集中在计算机、机械、基础化工、房地产和电子元器件等板块；折价较低的板块主要为钢铁、银行、交通运输等低估值板块；餐饮旅游、传媒等板块的平均折溢价率低于 -8%。

图 6：2012 年大宗交易折溢价率的中信一级行业分布

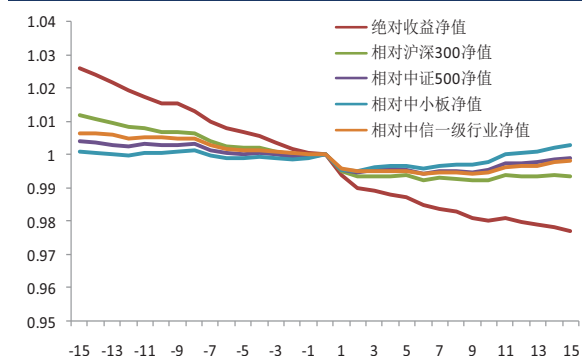


资料来源：中信证券数量化投资分析系统，截至 2012 年 3 月 9 日

出场价格冲击

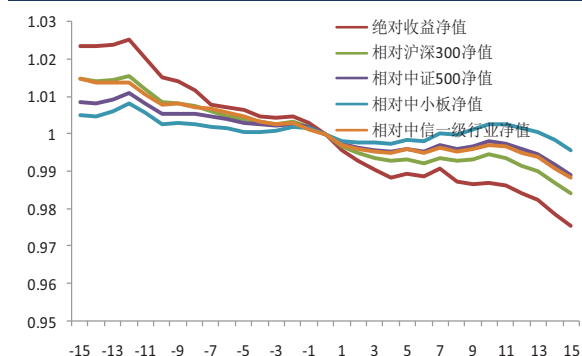
历史经验表明，大宗交易对股价的短期走势具有向下冲击。观察量化处理后的大宗交易发生时点前后 15 个交易日的标的股票价格走势发现：大宗交易发生前，价格已经出现显著下跌；大宗交易发生后，整体价格继续下跌；其中创业板加速下跌。

图 7：大宗交易前后 15 个交易日走势图（上证，2011）



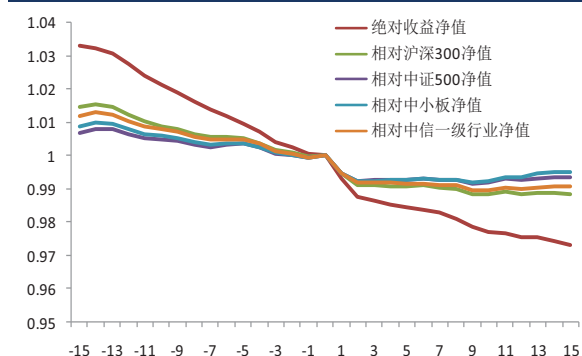
资料来源：中信证券数量化投资分析系统

图 8：大宗交易前后 15 个交易日走势图（深证，2011）



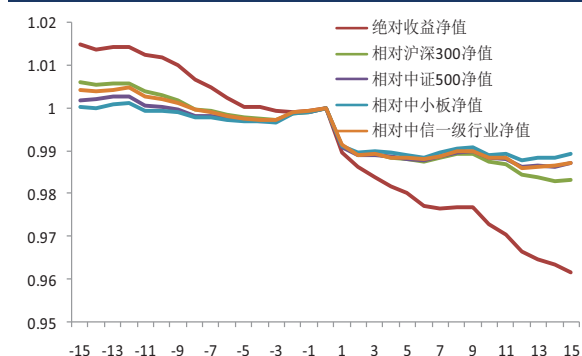
资料来源：中信证券数量化投资分析系统

图 9：大宗交易前后 15 个交易日走势图（中小板，2011）



资料来源：中信证券数量化投资分析系统

图 10：大宗交易前后 15 个交易日走势图（创业板，2011）



资料来源：中信证券数量化投资分析系统

下面四个表分别统计了上证、深证主板、中小板和创业板股票大宗交易发生后 15 个交易日的平均绩效。我们应用两种方法分别计算同类个股的平均绝对收益和平均相对收益。方法一保证每个交易日在所有满足条

件的股票间实现等权重配置；方法二建仓初期实现等权重后，持有到期。方法一风险控制较好，适合研究阶段；而方法二较易操作，适合投资阶段。计算相对收益的基准分别选择了沪深 300 指数、中证 500 指数、中小板指和中信一级行业指数。由表可知，方法一和方法二的绩效结果互相印证股价走势。大宗交易发生后 15 个交易日的绝对下跌幅度依次是-2.31%、-2.41%、-2.73%和-3.81%。对比大宗交易的平均折价，大宗交易套利的预期收益为正。

表 4：大宗交易后 15 个交易日绩效(上证，2011 年度)

		绝对	相对沪深 300	相对中证 500	相对中小板	相对中信一级行业
方法一	15 日累计收益率	-2.31%	-0.68%	-0.10%	0.28%	-0.23%
	年化收益率	-31.72%	-10.60%	-1.62%	4.71%	-3.70%
	年化波动率	2.57%	2.28%	2.25%	2.37%	1.96%
	最大回撤	-2.20%	-0.84%	-0.58%	-0.49%	-0.61%
方法二	15 日累计收益率	-2.29%	-0.64%	-0.10%	0.27%	-0.20%
	年化收益率	-31.48%	-9.92%	-1.65%	4.58%	-3.16%
	年化波动率	2.55%	2.28%	2.23%	2.34%	1.95%
	最大回撤	-2.18%	-0.78%	-0.56%	-0.49%	-0.56%

资料来源：中信证券数量化投资分析系统

表 5：大宗交易后 15 个交易日绩效(深证，2011 年度)

		绝对	相对沪深 300	相对中证 500	相对中小板	相对中信一级行业
方法一	15 日累计收益率	-2.41%	-1.56%	-1.06%	-0.39%	-1.15%
	年化收益率	-32.91%	-22.60%	-15.99%	-6.11%	-17.19%
	年化波动率	2.86%	2.27%	2.21%	2.16%	2.16%
	最大回撤	-2.14%	-1.30%	-0.79%	-0.42%	-0.94%
方法二	15 日累计收益率	-2.46%	-1.58%	-1.10%	-0.44%	-1.16%
	年化收益率	-33.42%	-22.86%	-16.57%	-6.87%	-17.35%
	年化波动率	2.86%	2.32%	2.23%	2.18%	2.21%
	最大回撤	-2.15%	-1.29%	-0.81%	-0.42%	-0.93%

资料来源：中信证券数量化投资分析系统

表 6：大宗交易后 15 个交易日绩效(中小板，2011 年度)

		绝对	相对沪深 300	相对中证 500	相对中小板	相对中信一级行业
方法一	15 日累计收益率	-2.73%	-1.23%	-0.65%	-0.52%	-0.95%
	年化收益率	-36.33%	-18.35%	-10.10%	-8.15%	-14.39%
	年化波动率	2.97%	2.49%	2.44%	2.56%	2.45%
	最大回撤	-2.60%	-1.26%	-0.86%	-0.83%	-1.07%
方法二	15 日累计收益率	-2.69%	-1.16%	-0.63%	-0.49%	-0.91%
	年化收益率	-35.92%	-17.38%	-9.77%	-7.77%	-13.93%
	年化波动率	2.95%	2.49%	2.43%	2.55%	2.43%
	最大回撤	-2.56%	-1.16%	-0.83%	-0.80%	-1.03%

资料来源：中信证券数量化投资分析系统

表 7：大宗交易后 15 个交易日绩效(创业板，2011 年度)

		绝对	相对沪深 300	相对中证 500	相对中小板	相对中信一级行业
方法一	15 日累计收益率	-3.81%	-1.72%	-1.29%	-1.06%	-1.30%
	年化收益率	-47.01%	-24.65%	-19.13%	-15.98%	-19.19%
	年化波动率	3.97%	3.66%	3.85%	3.79%	3.75%
	最大回撤	-3.65%	-1.75%	-1.39%	-1.24%	-1.44%
方法二	15 日累计收益率	-3.83%	-1.68%	-1.29%	-1.07%	-1.28%
	年化收益率	-47.15%	-24.14%	-19.13%	-16.05%	-18.96%
	年化波动率	3.95%	3.66%	3.83%	3.78%	3.74%
	最大回撤	-2.56%	-1.16%	-0.83%	-0.80%	-1.03%

资料来源：中信证券数量化投资分析系统

大宗交易套利策略量化分析

大宗交易套利实际投资运作中的一个难点是如何在较短时间内在较好的价格上卖出全部股票。依据思考一号信托计划书，如果单次大宗交易的股份数量不超过最近 10 个交易日成交量均值且折价高于 3%，通常能在第二个交易日卖出全部股票且实现盈利 1%。上述操作对投资顾问的 A 股二级市场交易经验要求较高，因此，本文提出更具操作性的替代方案量化减持。套利者可以手动、或者借助算法交易系统按照当日均价减持股票。历史数据表明，当减持股份数量低于当日成交量的 10%，减持价格与当日均价相当。

假设大宗交易发生后，购入者每天可卖出当日股票成交量的 10%，则统计出的平均减持天数见下表。基于 2011 年大宗交易数据，只选择一定规模（5000 万、1 亿）以下的股票，平均减持天数不到 2 周。这与市场报道的不超过 15 个交易日的快速减持相吻合。量化减持的平均单笔盈利在 5% 以上，因此大宗交易套利有利可图。

表 8：大宗交易发生后平均减持天数

		上证	深证	中小板	创业板
单日大宗交易规模 5000 万以下	平均值	3.92	4.13	6.17	6.18
	标准差	7.2	5.18	6.81	5.6
单日大宗交易规模 1 亿以下	平均值	4.64	4.86	7.54	7.91
	标准差	8.11	5.98	8.71	11.44

资料来源：中信证券数量化投资分析系统

表 9：大宗交易套利的盈利水平

		上证	深证	中小板	创业板
单日大宗交易规模 5000 万以下	平均值	5.45%	6.17%	4.72%	0.61%
	标准差	12.30%	11.75%	14.37%	17.54%
	盈利概率	87.74%	88.33%	84.81%	74.32%
单日大宗交易规模 1 亿以下	平均值	5.56%	5.79%	3.93%	0.97%
	标准差	12.03%	12.34%	14.68%	17.36%
	盈利概率	87.63%	87.44%	81.73%	74.56%

资料来源：中信证券数量化投资分析系统

因为交易发生的历史路径缘由（亏损的大宗交易套利出现的具体历史时点）和资金使用效率，统计结果可能与实际投资有所差距。现基于历史大宗交易数据模拟投资，时间窗口选择为 2009 年 1 月 5 日至 2012 年 3 月 16 日，初始资金为 1 亿。建仓策略为，将当日初始时的资金剩余按照大宗交易成交金额由小到大的顺序分配资金。平仓策略为，自大宗交易发生后的第一个交易日起，每日最高成交当日成交额的 10%，成交价按照均价计。资金管理中规定当日卖出股票的资金由于各种限制并不能应用于当日购买股票。股票卖出的冲击成本与印花税合计设定为千分之五。

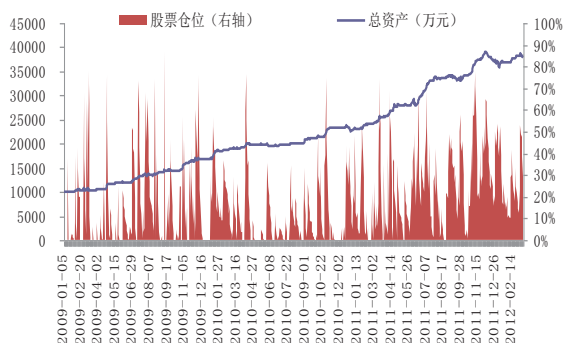
历史回溯表明，大宗交易套利策略近 3 年半的年化收益率均显著战胜基准指数。蓝筹股为主的上证股票池表现最好，策略实现年化收益率 53.06%，夏普比率 3.9，而期间的最大回撤仅为 8.46%。业绩波动较大的创业板股票池表现最差，策略实现年化收益率 16.30%，夏普比率 1.17，最大回撤 8.65%。由净值走势图可知，各板块的最大回撤均发生在 2011 年下半年。

表 10：大宗交易套利策略历史回溯

	累计收益	年化收益	年化波动率	夏普比率	最大回撤
上证	282.37%	53.06%	13.02%	3.90	-8.46%
深证	74.75%	19.38%	11.45%	1.47	-13.19%
中小板	221.10%	44.81%	14.75%	2.89	-10.73%
创业板	60.94%	16.30%	11.80%	1.17	-8.65%

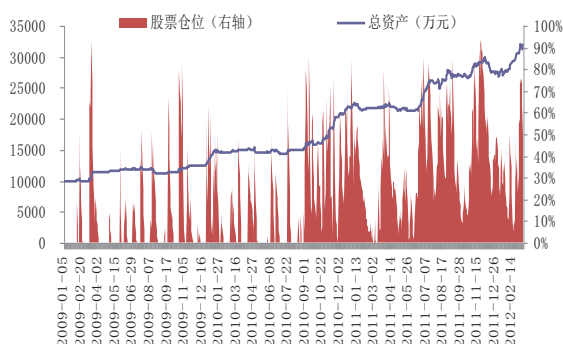
资料来源：中信证券数量化投资分析系统

图 11：大宗交易套利策略净值与仓位走势（上证板块）



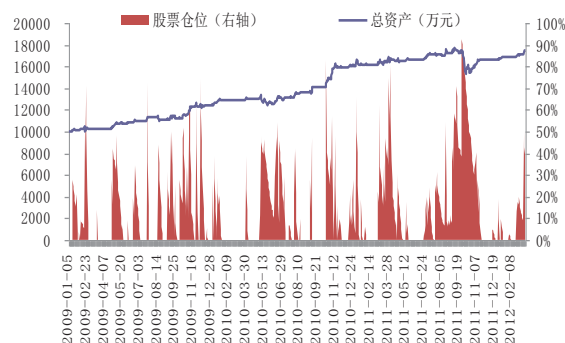
资料来源：中信证券量化投资分析系统

图 13：大宗交易套利策略净值与仓位走势（中小板）



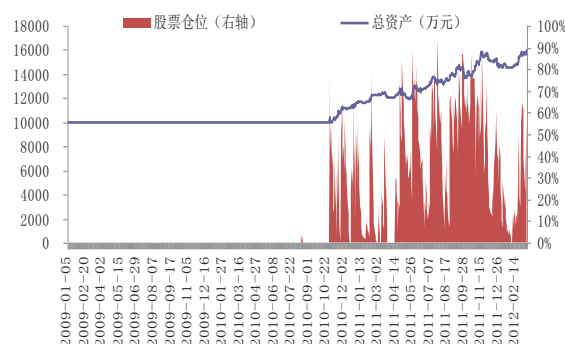
资料来源：中信证券量化投资分析系统

图 12：大宗交易套利策略净值与仓位走势（深证板块）



资料来源：中信证券量化投资分析系统

图 14：大宗交易套利策略净值与仓位走势（创业板）



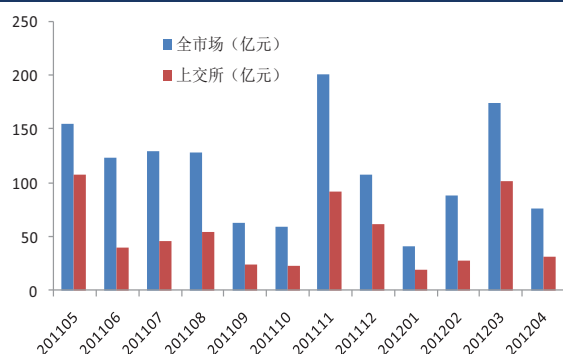
资料来源：中信证券量化投资分析系统

大宗交易政策新规及策略展望

优化大宗交易成为 2012 年度上交所券商产品创新纲领之一。3 月 13 日，上交所发布《关于征求优化大宗交易机制有关措施意见函》，拟从四个方面调整现有的大宗交易机制，包括延长交易时间、降低交易门槛、放宽涨跌幅限制和增加大宗交易申报类型。意见函引入锁定期机制，即大宗交易买方购入股份后可能被锁定一定的时期不得转让。锁定期拟分为两档，涨跌幅限制范围为前收盘价格 70%至 130%的，锁定期限至少为半年；涨跌幅限制范围为前收盘价格 50%至 150%的，锁定期限至少为 1 年。投资者预期，深交所近期也将对大宗交易方案在交易时间上、交易门槛上等方面进行调整。考虑到深交所的中小板、创业板股票业绩波动较大，其锁定期或短于上交所。

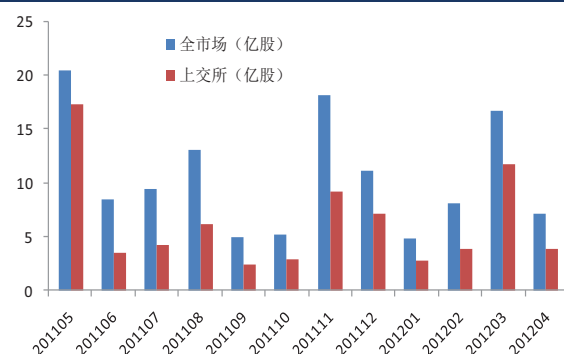
意见函发布后，以大小非持有者为主的大宗交易转让方因担忧锁定期加大套利的不确定，加速了大宗交易减持。这一“恐慌性抛售”经历半月后逐渐平静。由下图可知，3 月份大宗交易增长迅速。3 月份全市场大宗交易累计 174.49 亿元，环比 2 月上升 98%，增量主要来源于上交所。4 月份大宗交易市场相对表现为活跃不足。

图 15: 大宗交易近 1 年月度成交额



资料来源：中信证券量化投资分析系统

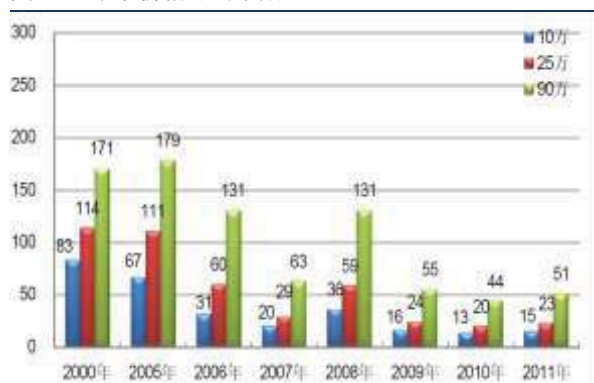
图 16: 大宗交易近 1 年月度成交量



资料来源：中信证券量化投资分析系统

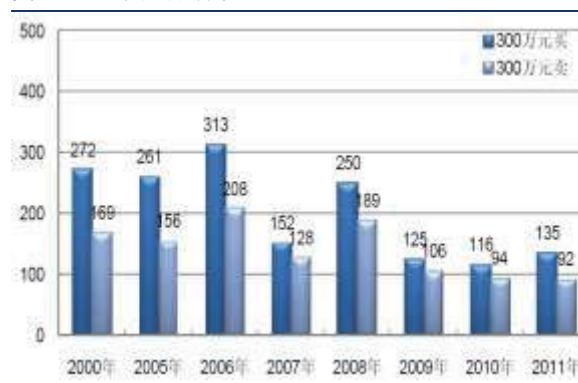
我们认为，新规实施将对机构投资者带来更多的套利空间。首先，新规有助于大宗交易的供给规模扩大，并有利于大宗交易的交易规模的提升；其次，新规从制度上允许用流动性获取更大的折价率，降低大宗交易套利的成本。上交所最新发布的《上交所市场质量报告 2011》的统计数字表明，2011 年度 90 万资金对股价的反向冲击平均为股价的千分之五。新规允许成交金额范围在 60 万元至 300 万元的单笔委托，借道大宗交易平台，将有效降低对二级市场价格冲击，提高套利交易盈利空间。

图 17: 股票价格冲击指数



资料来源：上交所

图 18: 大宗交易成本



资料来源：上交所

附录 1：国内大宗交易制度沿革

我国证券市场大宗交易制度产生的背景

1998 年以前，我国资本市场一直都以中小投资者为主体，交易主要为小额交易。1998 年后，随着证券市场的迅速发展，市场规模不断扩大，投资者结构也发生了显著的变化。基金公司开始成立，机构投资者比例日益提高，逐渐成为市场交易的主体。2011 年底我国机构投资者管理资金总规模约为 1.98 万亿元，其中参与二级市场资金规模约为 8300 亿元，占沪深两市总市值的 55.17%。

在国内机构投资者快速增长的同时，资本市场中的兼并收购活动越来越多，日益增多的大额股权转让需求成为推动大宗交易制度诞生的又一重要因素。2002 年至 2003 年期间，沪深交易所适时推出大额交易制度，对于活跃大额股权转让、降低交易成本、减少大宗交易对市场稳定性的冲击以及推进市场主体整合具有重要意义。

沪深两市大宗交易制度演进

为缓解机构投资者的快速增长和大额股权转让的日益增多对市场的冲击，完善我国证券市场的场外交易市场体系，增强有价证券的流动性，深交所于 2002 年 2 月 25 日率先推出大宗交易制度，并以银河证券与上海金证咨询公司之间的罗牛山（000735）1980 万股股权转让完成了国内证券市场首笔大宗交易。上交所在深交所推出大宗交易制度将近一年后，2003 年 1 月 10 日首次推出大宗交易制度。

国内大宗交易市场经历了 10 年的发展，以 2008 年为界可划分为两个阶段。2008 年之前，主要是交易制度的推出和完善，电子化平台上线和普及，同期市场交投并不活跃；2008 年起，交易笔数/成交量/成交额出现井喷，并且连续 4 年高速增长。2011 年度 A 股大宗交易共发生 5192 逐笔，累计成交 134.36 亿股，交易金额 1380.5 亿元。沪深两市大宗交易制度建设的历史进程请见下图。

附图 1：沪深两市大宗交易制度演进



资料来源：上交所、深交所

附表 1：深交所大宗交易制度演进

	2002 年 2 月 25 日推出大宗交易制度	2003 年 8 月 25 日对《细则》进行修订	2006 年 7 月 1 日将原《细则》纳入到《交易规则》	2009 年 1 月 12 日启用综合协议交易平台，实施《综合协议交易平台业务实施细则》	2011 年 2 月 28 日修订《交易规则》
交易品种	A 股、基金、债券（债券回购除外）	包括了 B 股和债券回购业务			
交易时间	交易日 14：55 分前输入交易系统	采用盘后交易申报并成交的规则，在正常交易日的 15：00-15：30 进行	延长了大宗交易时间：接受大宗交易申报的时间为每个交易日 9：15-11：30、13：00-15：30。成交确认时间为每个交易日 15：00-15：30。		
交易席位	通过同一证券商席位申报	可以在不同交易席位上进行大宗交易申报			
交易标准	A 股、基金每笔申报数量不得低于 50 万股，债券每笔申报数量不得低于 5000 手。	大宗交易标准采用量和值两种度量方式。A 股单笔交易数量不低于 50 万股，或者交易金额不低于 300 万元人民币；B 股单笔交易数量不低于 5 万股，或者交易金额不低于 30 万元港币；基金单笔交易数量不低于 300 万份，或者交易金额不低于 300 万元人民币；债券单笔交易数量不低于 2 万张（以人民币 100 元	1、原《大宗交易细则》只允许进行单一证券品种大宗交易，新《交易规则》允许证券品种组合大宗交易：多只 A 股合计单向买入或卖出的交易金额应不低于 500 万元人民币，且其中单只 A 股的交易数量不低于 20 万股；多只基金合计单向买入或卖出的交易金额应不低于 500 万元人民币，且其中单只基金的	债券单笔现货交易数量不低于 5000 张（以人民币 100 元面额为 1 张）或者交易金额不低于 50 万元人民币；债券单笔质押式回购交易数量不低于 5000 张（以人民币 100 元面额为 1 张）。	债券质押式回购单笔交易数量不低于 5000 张，或者交易金额不低于 50 万元人民币；多只债券合计单向买入或卖出的交易金额不低于 100 万元人民币，且其中单只债券的交易数量不低于 2000 张。

	2002年2月25日推出 大宗交易制度	2003年8月25日对《细则》进行修订	2006年7月1日将原《细则》纳入到《交易规则》	2009年1月12日启用 综合协议交易平台，实施《综合协议交易平台业务实施细则》	2011年2月28日修订 《交易规则》
		面额为1张），或者交易金额不低于200万元人民币；债券回购单笔交易数量不低于5万张（以人民币100元面额为1张），或者交易金额不低于500万元人民币。	交易数量不低于100万份；多只债券合计单向买入或卖出的交易金额应不低于500万元人民币，且其中单只债券的交易数量不低于1.5万张。2、新《交易规则》适当降低了债券、债券回购这两个交易品种大宗交易单笔买卖的最低笔数和限额。单笔债券、债券回购交易数量不低于1万张（以人民币100元面额为1张）或者交易金额不低于100万元。		
交易价格	由买卖双方在当日已成交的最高和最低成交价格之间确定，当日无成交的，以前收盘价为交易价。		有价格涨跌幅限制的：由买卖双方在当日涨跌幅价格限制范围内确定。无价格涨跌幅限制的：由买卖双方在在前收盘价的上下30%或当日已成交的最高、最低价之间自行协商确定。		
信息披露	通过公开信息披露的形式，公告每笔大宗交易的证券名称、成交量、成交价、券商席位名称以及买卖双方姓名或名称。	通过交易所公告的形式，公布大宗交易的证券名称、成交量、成交价以及买卖双方所在会员营业部或席位的名称。		对于权益类证券大宗交易以及债券大宗交易（除公司债券外），在每个交易日结束后，通过交易所网站公布每笔大宗交易的成交信息。对于公司债券大宗交易和专项资产管理计划协议交易，在协议平台交易时间内通过协议平台和交易所网站即时公布每笔协议交易的报价信息和成交信息。通过协议平台和交易所网站发布的报价信息包括：证券代码、证券名称、申报类型、买卖方向、买卖数量、买卖价格以及报价联系人和联系方式等。通过协议平台和交易所网站发布的成交信息包括：证券代码、证券名称、成交量、成交价以及买卖双方所在会员营业部或交易单元的名称。	
交易影响	每日收盘后将大宗交易的成交量和成交金额纳入每只证券当日总成交量和总成交金额的统计。大宗交易的成交价格不纳入实时行情及指数的计算。				
交易费用		A股大宗交易的交易经手费按集中竞价交易方式下A股交易经手费率标准下浮30%收			

	2002 年 2 月 25 日推出大宗交易制度	2003 年 8 月 25 日对《细则》进行修订	2006 年 7 月 1 日将原《细则》纳入到《交易规则》	2009 年 1 月 12 日启用综合协议交易平台，实施《综合协议交易平台业务实施细则》	2011 年 2 月 28 日修订《交易规则》
		取：B 股、基金大宗交易的交易经手费按集中竞价交易方式下同品种的费率标准下浮 50%收取；债券、债券回购的交易经手费率标准维持不变。			

资料来源：深交所

附表 2：上交所大宗交易制度演进

	2003 年 1 月 10 日推出大宗交易制度	2003 年 8 月 20 日对《细则》进行修订	2006 年 7 月 1 日发布《上海证券交易所交易规则》	2012 年 3 月 13 日发布《关于征求优化大宗交易机制有措施意见的函》
交易品种	A 股、B 股、基金、债券和债券回购业务			
交易时间	采用盘后交易制度，在连续竞价交易结束后半个小时内即 15:00-15:30 进行大额交易的申报和交易		接受大宗交易申报的时间为每个交易日 9:30 至 11:30、13:00 至 15:30。成交确认时间为每个交易日 15:00-15:30。	计划再增加一个独立的大宗交易时段（16:00—20:00）。投资者通过大宗交易系统提交成交申报，当日成交，次日清算。
交易标准	A 股交易数量不低于 50 万股或交易金额不低于 300 万元人民币；B 股交易数量不低于 50 万股或交易金额不低于 30 万美元；基金交易数量不低于 300 万份或交易金额不低于 300 万元人民币；债券交易数量不低于 2 万手或交易金额不低于 2000 万元人民币；债券回购交易数量不低于 5 万手或交易金额不低于 5000 万元人民币。		国债及债券回购大宗交易的单笔买卖申报数量应当不低于 1 万手，或者交易金额不低于 1000 万元；其他债券单笔买卖申报数量应当不低于 1000 手，或者交易金额不低于 100 万元。	调整计划为：A 股大宗交易最低额度由“50 万股或 300 万元人民币”调整至“10 万股或 60 万元人民币”；B 股由“50 万股或 30 万美元”调整至“10 万股或 6 万美元”；基金由“300 万份或 300 万元人民币”调整至“60 万份或 60 万元人民币”；国债及债券回购由“1 万手或 1000 万元人民币”调整至“100 手或 10 万元人民币”；其他债券由“1000 手或 100 万元人民币”调整至“50 手或 5 万元人民币”。
交易价格		大宗交易的交易价格由买卖双方在该证券当日已成交的最高和最低成交价格之间确定，该证券当日无成交的，以前收盘价为交易价。	有价格涨跌幅限制的，由买卖双方在该证券当日涨跌幅价格限制范围内确定。无价格涨跌幅限制的，由买卖双方在前收盘价的上下 30%或当日已成交的最高、最低价之间自行协商确定。	上交所计划通过大宗交易系统提供带锁定期大宗交易机制。受让投资者购入的股份被锁定一定时期不得转让，大宗交易成交价格的涨跌幅限制幅度越宽，锁定期越长。初步考虑锁定期大宗交易分为两档：涨跌幅限制范围为前收盘价格的 70%至 130%的，锁定期限至少为 6 个月；涨跌幅限制范围为前收盘价格的 50%至 150%的，锁定期限至少为 1 年。
交易影响	大宗交易的成交价格不作为该证券当日的收盘价，也不计入当日行情。大宗交易不纳入指数计算，成交量在收盘后计入该证券的成交总量。			
交易席位	可以在不同交易席位进行大宗交易申报			

	2003 年 1 月 10 日推出大宗交易制度	2003 年 8 月 20 日对《细则》进行修订	2006 年 7 月 1 日发布《上海证券交易所交易规则》	2012 年 3 月 13 日发布《关于征求优化大宗交易机制有措施意见的函》
交易费用	大宗交易股票、基金的交易经手费按竞价市场同品种的费率标准下浮 30%收取，债券按新费率标准下浮 10%收取。	增加了债券回购的费率，为按集中竞价交易方式下同品种证券的交易经手费率标准下浮 10%。		
申报类型				上交所计划在独立交易时段 16:00—20:00 增加当日有效的“收盘价格申报”类型订单，买卖双方均按当日竞价交易市场收盘价格进行申报，上交所根据时间优先、数量优先的原则成交。同时，计划推出多日有效的“全部成交否则撤销的固定价格申报”。

资料来源：上交所

2008 年证监会发布了《上市公司解除限售存量股份转让指导意见》，规定“持有解除限售存量股份的股东预计未来一个月内公开出售解除限售存量股份的数量超过该公司股份总数 1%的，应当通过证券交易所大宗交易系统转让所持股份”。为服务解除限售存量股份转让，上交所于 2008 年 4 月 24 日发布《上交所大宗交易系统解除限售存量股份转让业务操作指引》。《指引》在原有大宗交易制度的基础上要求四类股份通过大宗交易系统业务采取协商、询价、投标等方式进行，达成协议后提出成交申报。四类股份具体是：持有解除限售存量股份的股东预计未来一个月内公开出售的股份数量超过该公司股份总数 1%的；持有解除限售存量股份的股东预计未来一个月内公开出售的股份数量虽未达到该公司股份总数 1%，但达到或超过 150 万股的；证券发行人向合格投资者发行与配售股份的；经中国证监会批准或本所认定的其他业务。

2008 年 5 月 27 日，上交所发布《大宗交易系统专场业务办理指南》。《指南》对大宗交易系统专场业务进行了相关规定，为大小非减持及其他大额股份的转让以及股份的发售配售，提供了一种更灵活的交易方式和更有效的价格区间。相比之前的《上交所大宗交易系统解除限售存量股份转让业务操作指引》，《指南》主要有以下三个方面的改进：优化交易方式，支持一对多；实行资格管理和准入制度；规定了交易双方的信息披露义务。

出售方信息披露义务为：减持比例达到 5%的，应当在三个交易日内公告，并在公告后的二日内不得再行买卖；5%以上大股东因减持股份导致其持股比例低于 5%的，应当在二个交易日内公告；公司控股股东因减持股份导致公司控股股东或实际控制人变更的，应当公告权益变动报告书；已实施股改公司的股票，持股 5%以上股东每增减 1%时必须公告。购买方的信息披露义务如下：持有上市公司已发行股份达到 5%的，应当在三个交易日内公告（权益变动报告书）且不得再行买卖该公司股票；持有上市公司已发行股份 5%后，每增减 5%，应当在三个交易日内公告，并在公告后的二日内不得再行买卖；通过证券交易所的证券交易，持有上市公司已发行股份 30%时，继续增持的，应当进行要约收购，并应当编制要约收购报告书，并就要约收购报告书摘要作提示性公告。中国证监会在 15 日内无异议的，收购人可以公告要约收购报告书。对符合规定条件的收购人也可以向中国证监会申请要约豁免。

我国大宗交易制度纵向比较

纵观这十年来沪深交易所几次出台的交易规则，可以看出大宗交易制度从覆盖广度和深度方面逐步完善，以更好的适应市场的需求。自 2002 年至今，制度改进主要体现在下面几个方面：

交易品种逐渐丰富。从深交所最初推出大宗交易制度以来只允许交易 A 股、基金、债券，逐渐完善到现在可交易 B 股和债券回购业务；从只允许进行单一证券品种大宗交易，逐渐完善到现在允许证券品种组合大宗交易。

交易标准逐渐降低。最初的交易规则是以交易量作为衡量标准，逐渐发展到采取双标准制度，既采用交易量标准也可采用交易金额标准；而交易标准在几次规则修订中一直下降，今年 3 月 13 日上交所的征询意见中拟降低交易标准至原来的 1/5。

去除交易席位限制。最初深交所规定要在同一交易席位进行申报，后发展为两所都可以在不同交易席位之间交易。

交易时间延长。最初深交所要求在 14:55 前申报，后来沪深两所都采用盘后交易制度，在连续竞价交易结束后半个小时内即 15:00-15:30 进行大额交易的申报和交易。沪深两所大宗交易的申报时间分别延长，深交所延长至每日的 9:15-11:30、13:00-15:30，上交所延长至每日的 9:30-11:30、13:00-15:30。3 月 13 日上交所的征询意见中欲将交易时间进一步延长，增加一个独立的大宗交易交易时段（16:00-20:00）。

成交价格范围放宽。沪深两所均在 2003 年规定大宗交易的交易价格由买卖双方在当日已成交的最高和最低成交价格之间确定，该证券当日无成交的，以前收盘价为交易价。2006 年被修订为：有价格涨跌幅限制的，由买卖双方在当日涨跌幅价格限制范围内确定；无价格涨跌幅限制的，由买卖双方在收盘价的上下 30%之间自行协商确定。3 月 13 日上交所的征询意见中计划在增大涨跌幅价格限制范围的同时加入锁定期限。初步计划的交易价格最大范围可达到前收盘价的上下 50%。

信息披露内容加强。深交所对信息披露的要求从只披露成交信息到对于公司债券和专项资产管理计划协议交易还需额外披露报价信息。

引入锁定期。本次上交所的征询意见中计划通过大宗交易系统提供带锁定期大宗交易机制。受让投资者购入的股份被锁定一定时期不得转让，大宗交易成交价格的涨跌幅限制幅度越宽，锁定期越长。初步考虑锁定期大宗交易分为两档：涨跌幅限制范围为前收盘价格的 70%-130%的，锁定期至少为 6 个月；涨跌幅限制范围为前收盘价格的 50%-150%的，锁定期至少为 1 年。

交易平台独立化、完善化。2003 年 8 月 20 日和 2004 年 8 月 2 日，上交所和深交所分别正式使用独立大宗交易系统办理大宗交易业务。2009 年 1 月 12 日，深交所启用综合协议交易平台，取代大宗交易系统。该平台优化了原大宗交易系统的各项交易功能，同时平台还可以支持主交易商制度，通过有实力的主交易商的双向报价，协议平台可向投资者提供更多流动性，从而增加债券报价和成交的连续性，提高交易所债券市场的市场定价和价格发现功能，促进了交易所债市发展。

扩展大宗交易平台的服务品种。2008 年起上交所允许在大宗交易系统上进行解除限售存量股的转让交易，为大小非减持及其他大额股份的转让以及股份的发售配售提供了一种更灵活的交易方式，更好地服务于上市公司。

附录 2：海外大宗交易制度介绍及比较

纽约证券交易所的大宗交易机制

纽约证券交易所是一个电子交易系统和 Specialist 制度并存的混合竞价交易市场。交易所市场和限价订单的传输、执行和报告由 superDot 系统完成。客户的委托可以由经纪人直接输入终端，由 superDot 将其汇总，也可以由场内经纪人代理交易。

纽约证券交易所规定大宗交易的交易标准是交易量达到 1 万股或交易金额达到 20 万美元。大宗交易平台的运营时间是 9:30-16:00，准则 1600b 规定平台使用者可以从 3:30 开始提交、取消和更改订单。

大宗交易的方式有两种：楼上市场交易和楼下市场交易。在楼上市场进行交易时，投资者首先需与楼上经纪人或大宗交易员签订经纪合同，然后楼上经纪人或大宗交易员就会通过电话系统搜寻潜在的交易对手并与对方商谈交易价格，一旦大宗交易员找到交易对手并达成交易协议，大宗交易员会聘用一个场内经纪人代表交易双方的楼上经纪人在交易大厅进行交易。事实上，大多数大宗交易是使用普通的交易方法和程序来进行的，即在楼下市场交易。所谓楼下市场，是指纽约证券交易所交易大厅中的大宗交易市场。在楼下市场中，与其他正常规模交易一样，相互匹配的大宗买入与卖出委托通过交易大厅中场内经纪人或通过专家系统进行撮合。

一旦协议达成，实际的买卖过程仍然需要在普通市场（主场）中进行。第 76 条准则规定，场内经纪人在执行配对交易时，必须首先将协议价格报给场内交易人群。在撮合配对交易前，场内经纪人必须先执行市场中原有的高于协议价格的买入委托和低于协议价格的卖出委托。如果主场上这种交易过多，将阻碍大宗交易的最终成交。

为了保证大宗交易能够顺利完成，纽约证券交易所第 72 条准则对大宗交易的优先权进行了规定。准则规定，对于在现有的楼下市场买入价和卖出价之间的价格进行的大宗交易（交易双方不存在关联关系），进行该配对交易的股票经纪人拥有按既定协议价格交易的优先权，而无需考虑主场上现存的其他愿意以该价格买进或卖出股票的交易者，所以这样的订单不会在既定的协议价格上被中止；如果其他经纪人向上述配对交易的一方提供更好的交易价格，必须先与市场其他愿意在该价格上成交的交易成交；专门做市商(DMM)不能向配对交易中的任何一方提供更好的价格来影响这样的私人配对交易。

以上的规则是针对大宗交易的协商价格在现有的楼下市场买入价和卖出价之间的。如果大宗交易的协商价格在现有的楼下市场买入价和卖出价之外，纽约证券交易所第 127 条准则规范了这类大宗交易的执行。第 127 条准则规定，经纪人预计其收到的大宗订单不能被市场消化时，必须首先了解市场和专门做市商(DMM)的意向，包括专门做市商在该价格上能够接受的数量范围。经纪人若想以现有的楼下市场买入价和卖出价之外的出清价格撮合一笔大宗交易，必须通知专门做市商该出清价格，并且按照公布的出清价格接受主场上所有以市场价或优于出清价格（超过最小变动值）的价格开出的限价订单，所有这些订单都按照公布的出清价格交易。这些订单中提供出清价格的订单优先成交。

东京证券交易所的大宗交易机制

1998 年东京证券交易所建立了 ToSTNeT(Tokyo Stock Exchange Trading NeTwork)系统，该系统是一个为满足投资者不同交易需求（比如大宗交易或一篮子交易等）而开设的盘后交易系统。ToSTNeT 有三个子系统，ToSTNeT-1、ToSTNeT-2 和 ToSTNeT-3。ToSTNeT-1 从 1998 年 6 月 29 日开始运行，进行的交易有两类：单品种股票交易和一篮子多种股票交易。ToSTNeT-2 从 1998 年 8 月 7 日开始运行，是以收盘价为基准的交易系统。ToSTNeT-3 从 2008 年 1 月 15 日开始运行，是为上市公司进行股票回购而提供的一个交易时间囊括了拍卖市场交易时间的交易系统。

ToSTNeT 系统上主要运行四种交易：单一品种交易、一篮子交易、收盘价交易和股票回购交易。

单一品种交易：单一品种交易从 1999 年 9 月 30 日起才被认定为大宗交易。交易参与者可在最近一次拍卖价格的上下 7% 的价格上进行交易。交易参与者必须指定匹配交易的条件：姓名、股票名称和交易数量。ToSTNeT-1 通过撮合来执行大宗订单，由同一交易参与者发起的配对交易可以在配对价格上立刻成交。通过 ToSTNeT-1，投资者可以最大限度地减小大宗交易对市场的冲击。

一篮子交易：交易参与者可以和指定的交易对手进行至少包括 15 支股票的一篮子交易。交易价格为组成一篮子交易的各品种最近一次拍卖价值的上下 5%。交易参与者必须指定匹配的条件：姓名、股票名称和交易数量。

收盘价交易：ToSTNeT-2 集中了所有以拍卖市场收盘价或成交量加权平均价作为交易价格的买卖订单，允许投资者按收盘价交易单一品种，或是交易未能达到一篮子交易规则要求的股票组合。同时它还为那些未能在拍卖市场中成交的交易提供了交易机会。另外 ToSTNeT-2 也可以用于股票回购。

股票回购交易：ToSTNeT-3 自 2008 年 1 月 15 日开始运行，是一个专门为上市公司回购股票服务的系统。买方就是上市公司本身，交易的匹配按照 TSE 规定的分配规则来执行。

附表 3：东京证券交易所大宗交易规则

交易类型	单一品种交易		一篮子交易	收盘价交易	场外股票回购
		成交量加权平均价担保交易、成交量加权平均价目标交易			
交易品种	国内股票，外国股票和可转债	国内股票，外国股票和可转债	国内股票，外国股票和可转债	国内股票，外国股票和可转债	国内股票和外国股票
交易时间	8:20-17:30	8:20-9:00 11:00-12:30 15:00-16:30	8:20-17: 30	8:20-8:45 11:00-12:15 15:00-16:00 (自 8:20 开始至 16:00 为止都可以下订单)	8:45 (卖方在 8:00-8:45 可以下订单)
交易标准	同拍卖市场	同拍卖市场	交易金额不低于 1 亿日元	同拍卖市场	同拍卖市场
价格	最近一次拍卖价格的上下 7%	加权平均价保证交易：前成交量加权平均价 加权平均价目标交易：追踪拍卖市场的执行结果的成交量加权平均价(净价+佣金也可)	组成一篮子交易的各品种最近一次拍卖价值的上下 5%	8:20-8:45: 前一天的收盘价或成交量加权平均价 11:30-12:15: 早市的收盘价或成交量加权平均价 15:00-16:00: 当天的收盘价、下午市场的成交量加权平均价或前一天的成交量加权平均价	前一天的收盘价
最小变动单位	股票：1/10000 日元 可转债：每百面值变动 1/10000 日元	股票：1/10000 日元 可转债：每百面值变动 1/10000 日元(仅限同一参与者间的配对交易)	股票：1/10000 日元 可转债：每百面值变动 1/10000 日元	收盘价：同拍卖市场 成交量加权平均价：由 TSE 加权平均价公布 (成交量加权平均价仅限同一参与者间的配对交易)	同拍卖市场 分配优先顺序： 1：代理订单 2：主要订单 (在每个交易参与者中分配)
交易方式	指定匹配的条件：交易参与者的名字，股票名称，股票数量，订单匹配时的报价。同一参与者组织的配对交易的报价。	指定匹配的条件：交易参与者的名字，股票名称，股票数量，订单匹配时的报价。同一参与者组织的配对交易的报价。	指定匹配的条件：交易参与者的名字，股票名称，股票数量，订单匹配时的报价。同一参与者组织的配对交易的报价。	时间优先 (配对交易有最高优先级)	代理订单有最高优先级； 根据订单数量在交易参与者中降序分配(分配至最小交易单位)； 按照分配率(买方订单余额/总卖方订单)继续为每个参与者降序分配残余量(舍弃小数)。
结算	T+3 日 T+0 日(仅限同一参与者间的交易)	T+3 日 T+0 日(仅限同一参与者间的交易)	T+3 日 T+0 日(仅限同一参与者间的交易)	T+3 日	T+3 日
保证金交易/融券交易	是	是	是	是	没有

资料来源：东京证券交易所

境内外大宗交易制度比较

交易机制：总的来说，全球的大宗交易机制可以分为以做市商为主和以电子交易平台为主。上述的纽约证券交易所是以做市商为主，我国和东京证券交易所则是以电子交易平台为主。做市商为主的大宗交易机制对做市商要求比较高，美国法律和证券交易委员会（SEC）和全国证券交易商协会（NASD）规定了做市商的义务：持续达到特定的保存交易记录和履行财务责任的标准；不间断地主持买、卖双方的市场，并在最佳价格时按限额规定执行交易指令；发布有效的买、卖两种报价（充当流动性提供者，解决交投量不足的问题）；

在证券交易完成后 90 秒内报告交易情况，以便向公众公布。这些要求决定了做市商的制度只在少数交易所的大宗交易中占主导。同时做市商的制度又是不可或缺的，因为做市商本身适合成为机构投资者进行大宗交易的交易对手。而电子交易为主的大宗交易由于交易成本低，为大多数交易所采用。

交易时间：纽约交易所采取的是场外撮合场内成交（楼上市场交易）以及场内交易（楼下市场交易）的方式，由于交易协商后必须在主场完成，因此大宗交易时间与正常交易时间相同。我国和东京证券交易所采取的都是盘后交易的方式，更具有可比性。我国可以在正常交易时间内申报，但成交只能在收盘后。而东京证交所的大宗交易时间有很好的弹性，不同的交易方式有不同的交易时间，由于有多种大宗交易方式可选择，在交易时间上几乎没有限制，从开市前到收市后都可以交易。

交易类型：东京证交所除了单一品种的大宗交易之外，还有一篮子交易、收盘价交易和股票回购交易。我国允许多种股票组合的大宗交易，但除了在交易标准上有所规定，其他规则与单一品种交易完全相同，交易类型较为局限。

交易方式：纽约证券交易所的大宗交易协商后必须在场内进行，大宗交易和普通交易可能会产生冲突，因此规定了不同的优先权。纽交所的交易方式根据大宗交易的协商价格是否在现有的楼下市场买入卖出价之间分为不同的两种。针对协商价格在现有的楼下市场买入价和卖出价之间的，第 72 条准则规定进行该配对交易的股票经纪人拥有按既定协议价格交易的优先权；如果其他经纪人向上述配对交易的一方提供更好的交易价格，必须先与市场上其他愿意在该价格上成交的交易成交。针对协商价格在现有的楼下市场买入卖出价之外的，第 127 条准则规定，经纪人必须按照公布的出清价格接受主场上所有以优于出清价格的价格开出的限价订单，所有这些订单都按照公布的出清价格交易；这些订单中提供出清价格的订单优先成交。

东京证券交易所是盘后交易，交易方式相对简单。在收盘价交易中可以是配对交易，也可以是无特定对手方的交易。由于是以收盘价这一固定价格交易，因此规定了时间优先的原则，同时有同一参与者组织的配对交易有最高优先级。在 ToSTNeT-3 系统中的股票回购交易中，总体原则是代理订单优先，然后在其他交易者中按一定规则分配。我国在大宗交易非专场业务中由于采用了与特定对手方自行协商价格的交易行为，因此没有特殊规定；大宗交易专场业务中引入了协商询价投标等交易方式，由原来的特定对手方交易变为可与多个对手方交易，并且实行价格优先的准则。

分析师声明 Analyst Certification

主要负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此声明：(i) 本研究报告所表述的任何观点均精准地反映了上述每位分析师个人对标的证券和发行人的看法；(ii) 该分析师所得报酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来均不会直接或间接地与研究报告所表述的具体建议或观点相联系。The analysts primarily responsible for the preparation of all or part of the research report contained herein hereby certify that: (i) the views expressed in this research report accurately reflect the personal views of each such analyst about the subject securities and issuers; and (ii) no part of the analyst's compensation was, is, or will be directly or indirectly, related to the specific recommendations or views expressed in this research report.

一般性声明

此报告并非针对或意图发送给或为任何就送发、发布、可得到或使用此报告而使中信证券股份有限公司及其附属机构（以下统称“中信证券”）违反当地的法律或法规或可致使中信证券受制于相关法律或法规的任何地区、国家或其它管辖区域的公民或居民。除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属中信证券。未经中信证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有于此报告中使用的商标、服务标识及标记均为中信证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，只有收件人才能使用。本报告所载的信息、材料或分析工具只提供给阁下作参考之用，不是或不应被视为出售、购买或认购证券或其它金融工具的要约或要约邀请。中信证券也不因收件人收到本报告而视其为中信证券的客户。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被中信证券认为可靠，但中信证券不保证其准确性或完整性。除法律或规则规定必须承担的责任外，中信证券不对因使用此报告的材料而引致的损失负任何责任。收件人不应单纯依靠此报告而取代个人的独立判断。本报告所指的证券或金融工具的价格、价值及收入可跌可升。以往的表现不应作为日后表现的显示及担保。本报告所载的资料、意见及推测反映中信证券于最初发布此报告日期当日的判断，可在不发出通知的情形下做出更改，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与中信证券其它业务部门或单位所给出的意见不同或者相反。本报告不构成私人咨询建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。收件人应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。

中信证券利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域，以及部门间之信息流动。撰写本报告的分析师的薪酬由研究部门管理层和公司高级管理层全权决定。分析师的薪酬不是基于中信证券投行收入而定，但是，分析师的薪酬可能与投行整体收入有关，其中包括投行、销售与交易业务。

在法律许可的情况下，中信证券的一位或多位董事、高级职员和/或员工(包括参与准备或发行此报告的人)可能(1)与此报告所提到的任何公司建立或保持顾问、投资银行或证券服务关系，(2)已经向此报告所提到的公司提供了大量的建议或投资服务。在法律许可的情况下，中信证券的一位或多位董事、高级职员和/或员工可能担任此报告所提到的公司的董事。在法律许可的情况下，中信证券可能参与或投资此报告所提到的公司的金融交易，向有关公司提供或获取服务，及/或持有其证券或期权或进行证券或期权交易。

若中信证券以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构客户应联系该机构以交易本报告中提及的证券或要求获悉更详细信息。本报告不构成中信证券向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议，中信证券的董事、高级职员和员工亦不为前述金融机构之客户因使用本报告或报告载明的内容引起的直接或连带损失承担任何责任。

中信证券股份有限公司及其附属及联营公司 2012 版权所有。保留一切权利。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，中信证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。

评级说明

1. 投资建议的比较标准	股票投资评级	评级	说明
		买入	相对中标 300 指数涨幅 20%以上；
投资评级分为股票评级和行业评级。 以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 6 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的中信标普 300 指数的涨跌幅为基准；	股票投资评级	增持	相对中标 300 指数涨幅介于 5%~20%之间；
		持有	相对中标 300 指数涨幅介于-10%~5%之间；
		卖出	相对中标 300 指数跌幅 10%以上；
		强于大市	相对中标 300 指数涨幅 10%以上；
2. 投资建议的评级标准	行业投资评级	中性	相对中标 300 指数涨幅介于-10%~10%之间；
		弱于大市	相对中标 300 指数跌幅 10%以上

	北京	上海	深圳	中信证券国际有限公司
地址：	北京市朝阳区亮马桥路 48 号 中信证券大厦（100125）	上海浦东新区世纪大道 1568 号 中建大厦 22 楼（200122）	深圳市福田区中心三路 8 号中信 证券大厦（518048）	香港中环添美道 1 号中信 大厦 26 楼

Foreign Broker-Dealer Disclosures for Distributing to the U.S. 就向美国地区发送研究报告而作的外国经纪商-交易商声明

This report has been produced in its entirety by CITIC Securities Limited Company (“CITIC Securities”, regulated by the China Securities Regulatory Commission. Securities Business License Number: Z20374000). This report is being distributed in the United States by CITIC Securities pursuant to Rule 15a-6(a) (2) under the U.S. Securities Exchange Act of 1934 exclusively to “major U.S. institutional investors” as defined in Rule 15a-6 and the SEC no-action letters thereunder. 本报告由中信证券股份有限公司（简称“中信证券”，受中国证监会监管，经营证券业务许可证编号：Z20374000）制作。按照《1934 年美国证券交易法案》下的 15a-6(a) (2) 规则，在美国本报告由中信证券仅向 15a-6 规则及其下《美国证券交易委员会无异议函》所定义的“主要美国机构投资者”发送。