

全面注册制在主板引入“价格笼子”（即“有效申报价格范围”），同时平移了科创板的“拒单模式”，即超出有效价格范围的订单将被系统拒收成为“废单”，主板交易制度的这一重大变化，成为投资者最关注的焦点。

事实上，科创板和创业板已采用过“价格笼子”机制，但有细节上的差异，分为“拒单模式”和“缓存模式”。缓存模式下的订单不会成为废单，而是暂存于交易主机，待价格波动使其进入有效竞价范围时，交易主机自动取出申报、参加竞价。据了解，确有游资利用“缓存模式”的特性去抢涨停板。

准星量化投资总监汪沛认为，由缓存模式改为拒单模式，一方面使得利用“价格笼子”的操纵市场行为（集中在打板策略）受到抑制，另一方面使得由“价格笼子”导致的信息不对称问题得到缓解，从而提升了市场交易机制的公平性和合理性。

主板交易引入“价格笼子”机制

全面注册制在沪深主板交易中引入“价格笼子”机制，使得这一机制被迅速“科普”。

“价格笼子”，也称为“有效申报价格范围”，直接限制投资者申报价格的范围。“价格笼子”是常见的盘中价格稳定措施，其他措施还包括价格涨跌幅限制、个股波动性中断、指数熔断等等。

根据全面注册制的相关规定，买卖股票的，在连续竞价阶段的限价申报，应当符合下列有效申报价格范围的要求：

- （1）买入申报价格不得高于买入基准价格的102%和买入基准价格以上十个申报价格最小变动单位的孰高值；
- （2）卖出申报价格不得低于卖出基准价格的98%和卖出基准价格以下十个申报价格最小变动单位的孰低值。

前述的买入（卖出）基准价格，为即时揭示的最低卖出（最高买入）申报价格；无即时揭示的最低卖出（最高买入）申报价格的，为即时揭示的最高买入（最低卖出）申报价格；无即时揭示的最高买入（最低卖出）申报价格的，为最新成交价；当日无成交的，为前收盘价。

其中，“十个申报价格最小变动单位”即0.1元。换言之，买入申报价格不得高于卖一价的102%和卖一价以上0.1元的孰高值；卖出申报价格不得低于买一价的98%和买一价以下0.1元的孰低值。

如果卖一价是10元，那么买入申报价格就不得高于10.2元。如果买一价是10元，卖出申报价格就不得低于9.8元。

拒单还是缓存模式更优？

“价格笼子”并非沪深主板首创，此前科创板和创业板均也实践了“价格笼子”机制。根据北京大学光华管理学院金融系教授刘玉珍教授的观点，科创板、创业板如此设计的初衷主要是防止大单错报（乌龙指）、大单扫货或砸盘而造成股价的暴涨暴跌，但二者还是存在细节上的差异。

不同的是，科创板采用的是拒单模式，创业板采用的是缓存模式。

所谓“拒单模式”，超出有效价格范围的订单将被系统拒收，成为“废单”；所谓“缓存模式”，即有效价格范围以外的订单不能即时参与竞价、暂存于交易主机，当价格波动使其进入有效竞价范围时，交易主机自动取出申报、参加竞价。

准星量化投资总监汪沛对财联社记者表示，“在缓存的过程中，会存在信息差问题。比如，有人可以根据行情数据推算出缓存的量，进而预判市场的下一步行为。那么了解缓存与不了解缓存的人之间就存在信息差。”

在汪沛看来，缓存模式下，可能会助长一些抢涨停板的行为。比如，当一个股票涨到7.5%左右，市场上可能会有大资金向着涨停板的价格下单，以等待这些价格被触发。因为个股涨到8%时就会触发涨停板，而提前下的这个单会优先排到市场前面。这种抢涨停板并不需要机器的支持，只要在涨到7.5%左右的位置预买单就行。

汪沛表示，“据我了解，有一些游资会利用深交所此前的缓存模式来抢涨停板，这些行为对于市场的定价效果反而起到反面作用。”

至于在7.5%左右的位置抢涨停板，主要是提高资金的利用效率，追逐那些更容易触发涨停板的个股。如果在更早的位置预买单，可能会存在资金占用的问题。

汪沛认为，单从拒单模式和缓存模式来看，拒单模式对市场和投资者而言更为合理。一方面，拒单模式将价格范围之外的单定为废单，抹去了信息差。在订单的层面，信息是透明的，也体现了市场公平性。另一方面，拒单模式不会助长大资金去抢涨停板的行为。

目前，主板平移了科创板的相关交易机制，同样采用“价格笼子”的拒单模式。在这一交易机制的约束下，目前科创板基本没有出现“地天板”或“天地板”。

衍生影响有哪些？

据记者了解，此前交易所一直在界定异常交易的时候，不超过3分钟的时段内大额买卖导致股价大幅波动，上证50指数的成份股涨（跌）幅2%以上，或者其他股票涨（跌）幅4%以上。采用“价格笼子”机制后，这种涉及异常交易的报单就变成了废单。

同时，“价格笼子”也是柄双刃剑，市场观点认为，“价格笼子”可能让盘中的波动率下降，也可能降低市场的价格发现效率。

根据刘玉珍教授及博士生李松楠的论文，基于深交所的日内股票委托订单的研究发现，引入价格笼子，一方面有效减少了报价范围外的订单，降低了价格冲击，但另一方面增加了买卖订单不平衡的持续性，且订单不平衡对未来15秒价格变动的预测能力也显著增强。这些证据表明，价格笼子的实施既有增加价格变化连续性和交易流动性的好处，也带来了价格发现效率降低的成本。

本文源自财联社