

短线交易新规的核心要点及实务解读

Author: Julia ZHANG, YANG, Yuge

近期，中国证券监督管理委员会（“证监会”）发布《关于短线交易监管的若干规定》（“《短线交易规定》”），对《证券法》关于短线交易制度进行了系统化、规则化细化，并明确了多项长期存在争议的适用问题。该规定将于2026年4月7日起实施。

短线交易制度是我国证券市场的重要投资者保护机制之一，其核心目的是防止上市公司内部人或信息优势主体利用内幕信息进行短期套利。此次规则在原有法律框架基础上，对短线交易的认定范围、例外情形以及机构投资者的持股计算方式等问题进行了明确。

实际上，本次《短线交易规定》并非“凭空出现”。早在2023年，证监会就曾发布《关于完善特定短线交易监管的若干规定（征求意见稿）》（“《征求意见稿》”），就特定短线交易适用范围、资管产品持股计算方式、境外机构投资者适用规则等问题向市场广泛征求意见。征求意见稿首次系统回应了长期争议较大的几个实务问题：一是机构投资者持股究竟是按“产品”还是按“管理人”合并计算；二是公募基金、私募基金、QFII/RQFII等资管产品能否类比适用“按产品计算”的思路；三是如何在防范利用信息优势短期套利与保障正常投资运作之间取得平衡。此次正式出台的《短线交易规定》，可以视为在吸收征求意见稿反馈基础上的“定稿版”，既延续了当时拟定的基本框架，又在细节上进一步明确了适用边界和监管裁量空间。

本文对《短线交易规定》的核心内容进行系统解读，并重点分析其对私募证券基金行业可能带来的影响。

一、短线交易制度的基本逻辑

短线交易制度源自《证券法》第44条。其核心原则是：上市公司内部人员或重要股东不得利用其信息优势，在短期内进行反向交易获利。

根据《短线交易规定》，所谓短线交易，是指特定身份投资者对同一上市公司证券发生以下任一行为：

- 1. 买入后6个月内卖出，或者
- 2. 卖出后6个月内买入。

如果发生上述交易，则产生的收益依法应当归上市公司所有，并可能面临监管处罚或监管措施。《短线交易规定》同时明确，适用的证券范围包括：股票、存托凭证、可转换公司债券、可交换公司债券以及其他具有股权性质的证券。

二、短线交易适用的“特定身份投资者”

短线交易制度并非适用于所有投资者，而主要针对具有信息优势的主体。《短线交易规定》明确，以下主体属于特定身份投资者：

- 1. 持有上市公司、新三板挂牌公司5%以上股份的股东；
- 2. 上市公司、新三板挂牌公司董事、监事和高级管理人员。

其中，5%的持股比例是按照公司已发行股份总数计算，包括境内与境外股份合并计算。此外，对于自然人股东，监管还强调了防止通过关联账户规避监管的情形，配偶、父母、子女以及使用他人账户持股的情况，在认定持股比例和短线交易时可能需要合并计算。

三、短线交易认定的关键规则

在实践中，短线交易的认定往往涉及多个技术问题，本次规定对长期以来市场实践中的部分争议问题进行了明确：

- 1. **时间计算标准。** 买入与卖出之间是否构成6个月内交易，以证券过户登记日作为计算标准，而不是交易下单日。
- 2. **交易方向。** 只要发生“买入—卖出”或“卖出—买入”的反向交易，并且间隔不足6个月，即可能构成短线交易。
- 3. **身份变化问题。** 如果投资者在买入股票时尚未达到5%，但在卖出时已经成为5%以上股东，仍然可能被认定为短线交易。

四、明确多种不构成短线交易的情形

为了避免制度过度限制正常市场交易，《短线交易规定》也列举了多类不视为短线交易的情形。主要包括：

- 可转债转股、回售或赎回
- 可交换债换股或赎回
- ETF申购与赎回
- 指数基金被动调仓
- 司法执行、继承或捐赠导致的持股变化
- 国有股无偿划转
- 股权激励行权
- 做市商履行报价义务
- 证监会责令回购违规减持股份

这些情形的共同特点是，证券数量变化并非投资者主动利用信息优势进行交易套利。不过，即便属于上述情形，如果存在利用信息

优势获利的情况，监管仍可能依法追究责任。

五、机构投资者持股计算规则的明确

本次规定最受市场关注的一项内容，是对机构投资者持股计算方式的明确。

规定指出，如果以下机构投资产品依法单独开立证券账户，可以按照产品分别计算持股比例：

- 社保基金
- 养老基金
- 保险资金
- 公募基金
- 证券期货基金经营机构管理的集合私募资产管理产品
- 特定私募证券投资基金
- QFII或RQFII基金产品

这意味着，在一般情况下，私募证券投资基金、公募基金以及其他资管产品的持股比例可以按“单只产品”进行计算，而不是按照管理人整体持股合并计算。这一规则实际上延续了公募基金等机构长期形成的监管实践，但通过正式规则予以明确，提升了制度确定性。

六、境外投资者与QFII/RQFII产品的适用问题

在境外投资者方面，《短线交易规定》延续了现行制度的一般思路，同时作了更精细的区分。

1.如果境外投资者直接持有境内上市公司股份（例如通过沪股通、深股通或其他合规渠道直接持股），只要其满足以下条件将同样适用短线交易制度：

- 持股比例达到或超过公司已发行股份的5%，且
- 在6个月内发生“买入—卖出”或“卖出—买入”的反向交易。

这里的持股5%计算口径，是境内、境外发行股份合并计算，并不因为投资者是境外主体而豁免。

2.对于通过境外机构投资者机制入市的情形，《短线交易规定》将QFII/RQFII基金产品明确纳入“可按产品单独计算持股比例”的范围。也就是说：

- 合格境外机构投资者（QFII/RQFII）
- 在境内依法为不同基金产品、委托人开立证券账户、分别管理资产的，

可以按单只产品或账户分别计算持股比例是否达到5%，而不是对某一QFII主体名下所有产品统一合并计算。这一安排，与境内公募基金、私募证券投资基金等资管产品的处理逻辑基本保持一致。

3.《短线交易规定》同样保留了监管“穿透合并”的空间，如果监管机构认定某境外机构投资者在产品之间存在统一决策、利益输送或者规避短线交易监管的安排，仍有可能不按产品单独计算，而是按实际控制人合并认定持股数量和短线交易责任。

总体而言，新规下境外投资者短线交易制度的适用，可以概括为：

- 直接持股的境外股东：达到5%即纳入短线交易制度，规则与境内股东基本一致；
- 通过QFII/RQFII等通道入市的产品：在符合条件、依法单独开户的前提下，原则上可按产品分别计算持股及短线交易；
- 存在统一决策或规避安排的情形：监管仍可以适用合并计算和“实质重于形式”的穿透认定。

七、私募基金：从申请到认定

值得单独一提的是，围绕私募证券投资基金能否按产品单独计算持股比例，征求意见稿和本次正式出台的《短线交易规定》在技术路径上有一个细微但重要的变化。

1. 在征求意见阶段，监管思路更接近一种“**申请 + 资格准入**”模式。私募证券投资基金管理人如希望参照公募基金那样按产品计算持股，需要向行业自律组织提出申请，并证明自身产品在账户独立、投资决策隔离、风险收益归属等方面具备接近公募产品的规范程度，方可获得“按产品计算”的资格。能否按产品口径认定，更多取决于监管的事前许可。

2. 而在本次正式发布的《短线交易规定》中，表述方式更趋于“**当然适用 + 负面清单**”的思路。只要私募证券投资基金依法单独开立证券账户，且能够实现独立、规范运作，即可以产品为单位计算持股比例和短线交易责任；只有在“无法实现独立运作或者存在利益冲突、违法违规等情形”的情况下，监管机构才可以否定产品层面的独立性，转而按管理人或实际控制人进行合并认定。

从监管技术上看，这一变化在形式上提供了更便利的产品口径安排，但在实质上也将更多责任前移到管理人的日常合规管理和内部隔离机制建设之中。

八、监管仍保留“穿透合并计算”的空间

需要注意的是，《短线交易规定》在赋予资管产品按产品计算的同时，也设置了重要限制。如果存在以下情形：

- 多个产品由同一主体统一决策；
- 产品之间无法实现独立运作；
- 存在利益冲突或规避监管的安排；
- 存在违法违规情形。

监管机构可以不按照产品分别计算，而可能按管理人或实际控制人进行合并认定。换言之，“按产品计算”并不是绝对规则，而是一项在合规前提下适用的原则，“实质重于形式”的监管思路依然贯穿始终。

九、对私募证券基金行业的主要影响

对于私募证券基金而言，《短线交易规定》的影响主要体现在以下几个方面：

1. 单只产品持股接近5%时的合规压力显著上升。

一旦某只私募产品持有上市公司股份达到5%以上，该产品就成为短线交易制度的适用主体。此时，6个月内的反向交易将受到严格限制。私募管理人需要建立更精细的持仓监控机制，在持股比例接近5%时及时进行风险提示和交易限制。

2. 高换手策略可能受到约束。

不少私募基金采用事件驱动或波段交易策略，交易频率较高。一旦产品持股比例突破5%，6个月反向交易限制可能会对策略执行造成影响。因此，在投资规模较大的股票时，基金经理需要提前评估是否可能触及5%的持股红线。

3. 多产品持股问题将受到更多关注。

虽然规则允许产品单独计算持股比例，但如果同一私募管理人旗下多个产品集中持有同一上市公司股份，总体持股比例较高，监管可能关注是否存在统一交易决策或规避监管的情况。因此，管理人需要在投研和交易制度上强化产品独立性。

4. 合规管理的重要性进一步提升。

私募机构需要建立完善的短线交易监控机制，包括：

- 持股比例实时监测；
- 反向交易预警；
- 重大持仓合规审查；
- 跨产品交易监控。

否则，一旦发生短线交易，不仅收益需要归属于上市公司，还可能面临监管处罚。

十、结语

总体而言，《短线交易规定》并未从根本上改变我国短线交易制度的基本框架，但通过系统化规则明确了多项长期存在争议的细节问题，提升了制度透明度和可预期性。

对于私募证券基金行业而言，最大的影响在于持股5%红线与6个月反向交易限制的合规管理要求进一步明确，同时，从“申请+资格准入”走向“当然适用+负面清单”的规则演进，也在为私募产品提供更灵活安排的同时，将更严格的合规责任压实到管理人自身。未来，随着机构投资者在A股市场中的占比不断提高，如何在保护市场公平的同时兼顾机构投资运作效率，也将成为监管与市场持续探索的重要议题。