

程序化交易监管升级“落地”

作者：李丽萍 许敏 陈盈昭 周舟 陈诗怡 *实习生刘琳佳对本文亦有贡献。

引言

回顾历史，每当A股市场陷入低迷，市场和监管机构都对量化交易格外关注。自2023年8月A股市场震荡走弱以来，中国证监会及证券交易所出台系列通知，加强了市场交易数据监测，并在股票市场建立程序化交易报告制度。同时，中国证监会在多个场合提出要加强量化交易、高频交易的监管。

2024年4月12日，国务院发布“新国九条”，提出将出台程序化交易监管规定，加强对高频量化交易监管。同日，中国证监会发布《证券市场程序化交易管理规定（试行）（征求意见稿）》（简称征求意见稿）向社会公开征求意见，量化交易监管升级的靴子终于“落地”。征求意见稿以部门规章的形式将证券交易所相关通知内容予以体系化，建立了多机构、跨交易所共同监测的监管格局，征求意见稿的意见反馈截止时间为2024年4月27日。

本文对程序化交易监管规则的沿革及近期监管趋势进行了介绍，并重点梳理征求意见稿对程序化交易投资者提出的新要求。

1. 程序化交易监管规则——从无到有，从有到严

征求意见稿所称的程序化交易，是指通过计算机程序自动生成或者下达交易指令在证券交易所进行证券交易的行为。程序化交易是信息技术进步与资本市场融合发展的产物，在我国市场起步较晚，相关监管规则也经历了从无到有，从有到严的发展过程。在征求意见稿出台之前，相关监管规定主要以指导意见、通知等形式出台：

2010年7月，期货市场价格出现剧烈波动，为了遏制过度投机氛围，规范异常交易行为，中国证监会在9月向各期货交易所下发了《关于程序化交易的认定及相关监管工作的指导意见》，要求全市场的程序化交易进行报备。

2015年3月，上交所发布《关于加强股票期权程序交易管理的通知》，要求期权经营机构建立程序交易接入管理制度，对客户进行程序交易实行严格的接入和认证管理，严格落实程序交易的备案要求，并于2016年进一步完善了报备内容与流程。2019年12月，深交所也以通知的形式对股票期权程序化交易予以规范，并提出了更加细化的要求。

值得注意的是，2015年10月，中国证监会曾发布《证券期货市场程序化交易管理办法（征求意见稿）》，沪深交易所也同步发布了《程序化交易管理实施细则（征求意见稿）》，但最终均未正式出台。

2019年《证券法》修订，首次在法律层面规定了进行证券程序化交易的报告义务，并明确程序化交易影响证券交易所系统安全或者正常交易秩序的法律責任。

2020年，因部分可转债价格波动较大，12月中国证监会出台《可转换公司债券管理办法》，再次强调可转债程序化交易的报告要求。2021年2月，沪深交易所出台《关于可转换公司债券程序化交易报告工作有关事项的通知》，明确了可转债程序化交易报告管理的具体要求。

2021年11月，中国证券投资基金业协会对部分私募基金管理人推送了《关于上线“量化私募基金运行报表”的通知》，要求量化私募基金每月报送基金管理人及量化基金相关信息。

2023年9月，在中国证监会的指导下，沪深交易所及北交所出台了《关于股票程序化交易报告工作有关事项的通知》《关于加强程序化交易管理有关事项的通知》（简称报告及管理通知），对A股股票的程序化交易报告义务予以细化，并对高频交易提出差异化管理的要求。

2. 近期监管实践——高频交易被严监管

2024年2月20日，量化私募巨头宁波灵均投资管理合伙企业（有限合伙）因在开市1分钟内，通过计算机程序自动生成交易指令集中大量下单，卖出沪市股票11.95亿元、深市股票13.72亿元，造成上证指数短时快速下挫0.65%、深证指数短时快速下挫1.03%，被沪深交易所暂停交易3天并于3月15日受到沪深交易所公开谴责。从沪深交易所决定启动公开谴责程序到实际做出公开谴责决定不足1个月，比以往类似纪律处分做出的用时明显缩短。

同日（距离报告及管理通知发布约半年），沪深交易所发布要闻，称量化交易报告制度平稳落地，后续将建立健全量化交易监管安排、健全差异化收费机制、完善异常交易监测监控标准等等，并按照内外资一致的原则，明确沪深港通北向投资者的报告安排。

2024年2月22日，有市场传言称监管部门限制主要机构投资者在开盘、收盘阶段净卖出股票、禁止机构通过股指期货做空A股，当日，中国证监会予以澄清，并强调沪深交易所依规对个别机构的异常交易行为采取了监管措施，是履行交易监管职责的举措，不是限制卖出。

2024年2月28日，管理规模为10-20亿的上海维万私募基金管理有限公司及其实际控制人未按规定申报实际控制关系账户，并采用高频交易方式，在股指期货多个品种上超限额交易，违规盈利约900万元，被中国金融期货交易所通报批评。同时，涉案账户股指期货被限制开仓12个月，没收违规所得。同日，证监会提出将指导证券交易所和中金所加强期现货监管联动，对包括高频交易在内的各类交易行为穿透监管。

2024年3月6日，吴清主席在十四届全国人大二次会议经济主题记者会上答记者问时提出：量化交易也是大家热议的问题，怎么样根据我们的国情市情趋利避害，进一步突出公平性，有效地进行监管，规范发展，这也是需要进一步完善的制度安排。

2024年3月，沪深交易所联合举办量化私募机构交易合规培训，28家头部量化私募机构的负责人及业务骨干参与培训。据悉，监管在会上强调了两点：第一，重申了禁止异常交易行为；第二，要求量化机构重点关注交易行为对市场的影响。

3. 征求意见稿的新规定

体例上，征求意见稿共7章32条，包括总则、报告管理、交易监测和风险管理、信息系统管理、高频交易特别规定、监督管理及附则。

内容上，征求意见稿吸收了报告及管理通知有关信息报告及重点监控的要求，进一步地，提出了相关主体制定程序化交易风控制度的要求、原则性划定了重点监控交易行为的范围、差异化对高频交易进行监管等新的内容。具体如下：

● 要求相关主体制定业务管理和合规风控制度

一方面，征求意见稿要求证券公司、私募基金管理人、合格境外投资者等机构就程序化交易制定专门的业务管理和合规风控制度，从内部制度上防控业务风险；另一方面，征求意见稿加重了前述机构人员的核查义务，要求负责合规风控的责任人员对本机构及客户的程序性交易的合规性进行审查、监督和检查。

● 原则性划定重点监控的行为范围

此前，报告及管理通知明确的重点监控事项包括：（1）交易所业务规则中明确的异常交易行为；（2）申报速率及申报笔数达到一定标准的交易行为；（3）多只证券交易价格或交易量明显异常，且程序化交易大量参与的。

征求意见稿以一定时间内申报笔数、申报频率为标准，划定了3种重点监控的行为范围，包括：（1）短时间内申报、撤单的笔数、频率达到一定标准，或者日内申报、撤单的笔数达到一定标准；（2）短时间内大笔、连续或密集申报并成交，导致多只证券交易价格或交易量出现明显异常；（3）短时间内大笔、连续或密集申报并成交，导致证券市场整体运行出现明显异常。

征求意见稿的变化在于：第一，强化了程序化交易与证券市场异常的因果关系，即，仅有导致多只证券交易价格或交易量、证券市场整体运行异常的程序化交易才是重点监控的范围，排除了因其他原因导致证券交易异常，而恰好有程序化交易参与的情形。这表面上看是从逻辑严密角度的语法修订，实质上是赋予了监管对象抗辩权。这一条在后续实践中的执行标准有待密切关注；第二，增加了短时间内大笔、连续或密集申报并成交，导致证券市场整体运行出现明显异常的监控情形，这在某种意义上赋予了监管机构较大的裁量权，行为主体的合规负担隐形加重。

不变的是，征求意见稿仍然从申报笔数、申报频率的角度对需要重点监控的异常交易行为进行界定。

● 高频交易的差异化监管

征求意见稿明确了高频交易的认定原则，即短时间内/日内申报、撤单的笔数较高，或短时间内申报、撤单的频率较高的程序化交易。

具体在多长时间段内，申报或撤单多少笔交易，才是高频交易，有待证券交易所对交易标准的进一步规定。当然，由于2023年9月发布的报告及管理通知依然有效，故在新的认定标准出台前，投资者仍可继续执行“最高申报速率达到每秒300笔以上”“单日最高申报笔数达到20,000笔以上”的标准。

● 对互联互通机制投资者的影响

通过内地与香港股票市场交易互联互通机制参与A股股票交易的程序化交易投资者是否适用报告制度，此前的通知均做留白处理，仅明确“相关报告事宜另行规定”。

征求意见稿坚持“内外资一致的原则”：

第一，将内外资均纳入交易报告制度。北向投资者作为A股市场的参与者，纳入报告制度是应有之意。中国证监会也明确，已经形成了针对北向投资者信息报告的初步思路，报告内容上与内地投资者总体保持一致，报告路径上，考虑先由投资者向香港经纪商报告，再转由港交所通过沪深港通监管合作安排，提供给沪深交易所。届时新增北向投资者需在完成报告后，才能开展程序化交易，实施安排上也会为存量投资者设置过渡期。

第二，内外资执行同样的交易监控标准。对于北向投资者程序化交易进行监测监管，将适用与内地投资者相同的监控标准。监管方面，北向程序化交易的异常交易行为，沪深交易所将提请港交所进行协查，并对投资者采取相关监管措施。

后续，中国证监会将推动两地证券交易所制定方案，并在征求境内外投资者意见的基础上，尽快出台北向投资者程序化交易监管的具体规定。

● 其他要求

除了以上几点，征求意见稿的实质新增内容包括：

（1）对程序化交易出现突发事件时，投资者、证券公司及证券交易所的处置方式提出要求；

（2）明确用于程序化交易的技术系统及交易单元需要满足一定条件，对投资者而言，应当充分测试技术系统并按照证券交易所的规定报告测试记录；

（3）建立了使用证券交易所增值行情信息的收费原则，并授权证券交易所对高频交易执行差异化收费、提高收费标准；

（4）程序化交易可转债的投资者，此前仅需要报送相关信息，之后将面临更加全面的监控，包括交易监测及风险管理、高频交易的额外限制以及信息系统的要求等；

（5）重申证券交易所对高频交易可从严管理，完善中国证监会及派出机构、证券交易所、中国证券业协会、中国证券投资基金业协会对相关机构及个人的全方位监管。

4. 未来展望

尽管量化交易有时因策略趋同、交易共振加大了市场波动，但是从全球来看，程序化交易已经成为资本市场的重要交易方式之一，在提供市场流动性、促进价格发现等方面发挥了重要作用。征求意见稿的出台并非是为了禁止程序化交易，而是坚持“趋利避害、突出公平、有效监管、规范发展”的思路，对程序化交易监管作出全面、系统规定，切实提升了程序化交易监管的针对性和有效性，有助于充分发挥程序化交易的功能价值，进而促进行业规范发展、维护市场秩序。须知，明确的监管规则所提供的制度预期是监管给与市场参与者的最大信心。

当然，征求意见稿提出的程序化交易报告及异常交易监控等如何落实，期待证券交易所后续出台的具体规定。

2024-04-14