

私募证券投资基金合规运营专题 —主观及量化私募基金管理人投研交环节关注要点

作者：吕红 | 孙睿 | 陶燕

目前，针对私募证券投资基金在投资、研究及交易环节的法律法规，尚未形成如募集环节般系统、具体的监管要求。然而，基于管理人勤勉尽责的要求，在投研交环节同样需要予以高度重视。尤其在监管力度持续加强的背景下，行业主体对如何在投资、研究与交易环节实现更高水平的合规运营日益关注。鉴此，本文结合现行监管框架与实务发展情况，对私募证券投资基金(含主观及量化)在上述环节中的主要关注事项进行梳理与分析。

一. 研究环节

目前，不少观点认为，除在“打新”环节需建立首次公开发行证券研究及报告编制与审批机制外，现行法规尚未对私募证券投资基金管理人的投资研究活动作出系统、明确的规范。事实上，中国证券投资基金业协会(“基金业协会”)已于 2022 年发布《关于规范私募证券投资基金管理人开展投资研究活动的通知》，明确要求管理人加强投资研究活动的规范化管理，建立健全调研管理制度，强化各类调研行为的合规管控。

自 2024 年以来，多地证监局在私募自查及调研工作中亦提出更为细化的要求。例如，有地方证监局要求私募证券管理人说明研究人员的配置情况、研究覆盖的行业与标的范围、外部研究资源的使用情况；阐述投资与研究的结合机制、研究成果转化为投资决策的路径，以及研究评价体系的建立与执行情况。对于采用量化策略的产品，监管机构还要求管理人说明研究支持在策略形成、优化及迭代中的具体体现。

.....
如您需要了解我们的出版物，
请联系：

Publication@llinkslaw.com

监管部门对研究环节的重视具有重要现实意义。一方面，研究作为投资决策的核心环节，其独立性、客观性与专业性直接影响投资决策的科学性和有效性；另一方面，完善的研究管理制度和可追溯的研究档案体系，有助于管理人在面对异常交易或合规审查时(例如是否从事内幕交易或通道业务)，提供充分的研究依据，证明投资行为的审慎与合规。

针对私募证券投资基金管理人在研究环节需关注的合规要点，我们结合公募基金行业的实践经验及以往监管处罚案例，提出以下意见，供参考。

(一) 明确研究报告的内容及格式要求

1. 建议明确研究报告的编制内容及体例要求，包括报告的结构、主要内容及必要要素等，以确保研究成果具备充分的专业性与分析深度。在以往对私募基金管理人的合规自查过程中，我们发现部分机构研究环节存在报告内容过于简略的情况，仅包括标的公司基本情况与核心业务介绍，缺乏定量数据分析与深入研究等。
2. 可根据实际需要建立研究报告分类管理机制，将研究报告分为不同类型，如深度研究报告、一般研究报告等。对于不同类型的研究报告，可分别明确其框架要素、参考要素、格式要求及适用情形等内容，以促进研究报告规范化、标准化。
3. 对于在库投资标的，尤其是长期持仓的标的，建议建立持续的跟踪研究机制，并就跟踪周期、研究依据及责任主体等事项作出明确规定，以体现研究工作的专业性与持续性。

(二) 完善研究报告管理流程

建议明确研究报告的管理流程及各环节的责任主体及操作要求，包括调研安排、报告撰写与上传、报告审批及报告归档等环节。在过往自查中发现，部分管理人存在研究报告审核不规范的情形，包括研究报告未经审批即被使用、出现“先投资后补报告”现象、上传的研究报告与投资标的的不匹配等问题。

同时，还发现部分机构未对研究报告进行统一归档，仅通过员工个人邮箱保存。这种做法不仅不利于公司对研究资料的集中管理及保密制度的建立，也不利于落实“权限最小化”的原则，从而增加研究信息泄露的风险。此外，缺乏统一管理还可能导致不同投资组合在获取研究成果时存在不公平的情形。

(三) 建立研究报告的合规管控机制

建议建立研究报告合规管控机制，确保信息来源合法合规，严格防范内幕信息被用于投资决策。有如下措施可供参考：

1. 研究员在上传报告前，签署合规声明，确认报告所引用的信息来源合法合规，并承诺在研究过程中保持独立性，不存在任何利益冲突或利益输送行为。
2. 在与外部研究机构签署合作协议时，应明确约定对方提供的研究报告须确保信息来源合法、内容合规，不得涉及内幕信息。

3. 在研究报告上传前开展合规审查,对报告内容中是否存在疑似内幕信息、信息来源不明或其他需重点关注事项进行核查,并定期开展事后抽查工作,以形成持续的合规审阅机制。

(四) 量化管理人在研究环节注意事项

对于量化管理人而言,由于交易模式存在差异,未必需建立针对个股的研究数据库。但在研究环节中,仍应充分体现研究成果的专业性、独立性与公平性。有如下措施可供参考:

1. 数据管理与使用

在利用数据开展因子挖掘及相关研究时,应对数据来源实施规范化管理,确保数据的准确性与一致性。对于外部采购的数据,建议在数据入库前执行格式校验、业务逻辑检验、数据一致性检验以及跨源数据交叉验证等流程,以保证数据质量。当通过爬虫技术获取数据时,应严格评估并控制潜在的侵权及合规风险。

应确保所有基金产品在研究与运用过程中采用相同的数据源与数据质量标准,防止因数据差异导致不公平交易或数据优势问题。

2. 因子库管理

对内部因子库进行定期更新与维护,以反映最新的研究成果和市场变化,确保研究体系的持续有效性与科学性。

3. 为确保研究成果的客观性与专业性,建议建立标准化流程,将研究成果转化为可执行的投资决策,例如因子有效性验证、策略回测检验、实盘测试等环节。

二. 投资环节

结合现有法规以及过往处罚案例,我们梳理以下投资业务的控制要点,供大家参考:

(一) 坚守主动管理要求

在私募证券基金投资环节,最为重要的是强调主动管理,严格防范从事通道业务。这项要求也是监管检查中的重点关注事项。《私募证券投资基金运作指引》第三十八条对通道业务做了明确定义:

1. 不得由投资者、第三方下达投资指令或者负责投资运作
2. 不得为投资者、证券发行人、金融机构、其他私募基金管理人、资产管理产品以及其他私募基金等第三方提供规避投资范围、杠杆约束、投资者门槛等监管要求的通道服务

北京证监局和深圳证监局近期通报的案例中，列举了多种通道业务的典型情形。今后在判断某项业务是否属于通道业务时，可对照上述定义进行审慎评估。

在机构定制化产品的管理过程中，需要特别关注投资建议互动方面的合规与风险管理问题。我们注意到，在特定的市场环境下，针对该类产品，部分机构投资者可能会向管理人提出有关仓位调整或资产配置方向的建议。尽管此类建议通常不涉及具体个股，但本质上仍属于投资建议范畴，管理人应予以审慎对待。

一方面，若管理人依据机构的建议进行调整后产品净值出现下跌，机构投资者可能反向主张管理人未充分履行主动管理职责；另一方面，对于同一策略下的多只产品，若某只产品因采纳机构建议进行仓位调整导致净值表现与其他产品出现差异，可能引发公平交易方面的质疑。针对前述第二种情况，建议管理人在为机构定制化产品命名时，适当在产品名称中予以区分，以便后续在信息披露及沟通中能够更清晰地进行说明和解释。

(二) 建立投资决策授权制度

关于投资授权机制的建立，《私募投资基金管理人内部控制指引》第五条已就相关原则作出要求。私募基金管理人的内部控制应当遵循全面性、相互制约、独立性等基本原则，组织架构应当权责分明、相互制衡，各部门和岗位职责应保持相对独立。

在实际监管过程中，各地证监局在开展自查或现场检查时，通常会要求管理人说明其投资决策机制，并提供相应的投资授权机制文件。

需要强调的是，现行监管制度并未强制要求私募基金管理人必须设立投资决策委员会。监管关注的重点在于管理人是否建立了完善、清晰且有效的投资授权机制，以确保投资决策的规范性。对于未设立投资决策委员会的机构，通常可通过建立由投资决策负责人、投资经理及合规风控负责人组成的投资授权体系，以实现投资决策的审慎性与制衡性。

(三) 投资决策应有充分的投资依据，并有决策记录

根据基金业协会多项自律规则要求，私募基金管理人应当妥善保存私募基金投资决策相关文件。在各地证监局的现场检查项目中，监管机构通常会要求管理人提供投资决策留痕记录，以便核查。此外，各地证监局及基金业协会公布的处罚案例也显示，因未妥善保存投资决策相关资料而受到处罚的情况较为常见。

关于投资决策留痕的要求，对于从事主观投资的管理人而言，相对容易理解和落实；但对于主要从事量化投资的管理人，具体操作方式可能存在一定困惑。对此，建议管理人在产品设立阶段，尤其是针对新产品或新策略线产品，应当保留完整的内部审批记录。在后续管理过程中，如涉及新增或调整因子、信号、交易策略等情况，建议对新增或调整的原因、方案及参与决策的人员等信息进行详细记录。

目前,部分管理人已通过内部 OA 系统完成相关审批与留痕流程。对于尚未上线 OA 系统的机构,建议通过书面方式加强内部留痕工作。管理人可结合自身的内部管理流程,系统性梳理和完善投资决策留痕的各个环节,以进一步提升合规管理水平。

(四) 投资信息隔离以及权限最小化设置

为有效防范员工道德风险,私募基金管理人应当强化投资信息的隔离机制与权限最小化原则。各类信息系统、报告访问及组合持仓信息查询权限应当严格依据岗位职责进行管控。在以往自查过程中,发现部分管理环节存在不规范情形:例如部分风控人员、交易人员享有即时查阅内部报告、外部研究报告及股票池信息的权限,与其岗位职责不相匹配;部分非投资、非交易岗位人员拥有实时持仓查询权限;能够接触公司四级估值表的员工范围较为宽泛等。

三. 交易环节

(一) 落实公平交易机制

1. 公平交易分配机制

公平交易能否实现的关键之一是落实集中交易。投资管理职能与交易执行职能应当尽可能相互独立,实行集中交易管理,并建立健全公平的交易分配机制(多数情况下可通过系统化手段实现),以确保各投资组合在交易执行过程中享有公平的机会。公司在制定公平交易程序或模块时,不应设置不合理的豁免情形。例如,在自查过程中发现,部分管理人未将投顾类产品纳入公平交易模块。

银行间市场交易、交易所大宗交易等非集中竞价交易也需遵循公平原则。管理人应根据市场公认的第三方信息,对投资组合与交易对手之间议价交易的交易价格公允性进行审查。相关投资组合经理应对交易价格异常情况进行合理性解释。各地证监局在自查时针对债券投资,通常要求提供债券交易中的中证估值、价格偏离度、对手方信息等要素。

2. 对同向交易的分析

同向交易分析主要包括对同一投资组合经理管理的不同投资组合在同一交易日内、方向一致的交易进行评估,以及对不同投资组合在相邻交易日内发生的同向交易,从交易时机与交易价差角度进行综合分析。

通过开展同向交易分析,不仅可以有效评估管理人旗下不同投资组合之间的公平交易情况,在私募基金行业的特定情境下,此类分析 also 具有重要意义:

首先,在当前监管强调自有资金投资与资管业务严格隔离的背景下,私募基金行业由于自身特性,人员与系统可能难以实现完全隔离。若管理人以基金跟投方式进行自有资金投资,

为证明自有资金投资不存在利益输送，可通过加强自有资金跟投资基金与其他基金之间同向交易的价格对比与分析。尤其对于量化私募基金管理人而言，若其管理的基金投资者主要包括管理人自身、股东、合伙人、实际控制人或员工，市场各方普遍关注此类产品是否存在不公平对待的情形。为此，管理人可定期开展相关分析与评估，从交易完成度、交易绩效一致性、交易成本一致性等多个维度进行验证，以确保投资运作的公平性。

其次，在私募基金“出海”背景下，若境内与境外基金的投资策略相似，且由同一团队负责管理(该架构项下可能存在人员兼职等合规问题，本文暂不在此讨论)，则同向交易分析可作为有效的监控手段，用以识别和防范潜在的利益输送风险。

3. 对反向交易的监控

《私募证券投资基金运作指引》第三十二条规定，私募基金管理人应当严格控制同日反向交易，严格禁止可能导致不公平交易或者利益输送的同日反向交易。确因投资策略或者流动性等需要发生同日反向交易的，私募基金管理人应当要求投资经理提供决策依据，并留存记录备查。

需要注意的是，监管规定并未完全禁止反向交易，但要求管理人对其合理性进行充分解释并做好留痕记录。该解释不得流于形式，建议尽量展开说明，过往在资管行业中，存在因解释流于形式被处罚的案例。

同时，特别强调的是，程序化交易并不能天然豁免于同日反向交易的监控要求。由于程序化交易策略的特征，确有可能出现同日反向交易的情形。在此情况下，基金管理人一方面应加强交易决策、执行及风控过程的记录和合理性说明，另一方面应确保信息披露的完整性。例如，对于主要从事“T+0”策略的私募基金，虽然现行法规并未明令禁止，但应在基金合同中明确披露相关策略特征和风险。在过往自查中发现，部分从事“T+0”策略的基金，其基金合同中对投资策略的描述仍以“价值投资”等长期持有型策略为主，未充分体现实际交易特征。

4. 量化私募基金管理人落实公平交易的关注要点

除了上述要求以外，量化基金管理人可从以下几个方面加强落实公平交易：

- (1) 保证所有基金产品使用的数据源和数据质量相同，避免数据优势或差异。
- (2) 在发现新的投资机会时，应平等地向所有相关基金产品提供信息，并根据既定的规则和程序进行投资。
- (3) 应用相同策略的基金产品，确保用于生成交易信号的算法和模型对所有基金产品都是一致的，避免模型偏斜。
- (4) 合理分配交易资源，包括交易通道、服务器资源、算法执行等，确保所有基金产品享有平等的交易机会。

(5) 确保所有基金产品都能公平地使用程序化交易系统，避免技术优势导致的不公平交易。

(二) 交易风控管理

过往各地证监局自查以及现场检查时，均较为关注是否采取措施对基金风险进行有效管理，风险控制十分重要。各地证监局及基金业协会公布的处罚案例中，存在因“公司风控制度执行不到位，未对交易实施有效内部控制”“未按照基金合同约定采取相应风险控制措施”被处罚的情形。

1. 风控设置应当齐全且建议系统化控制

风险控制要求来源于基金合同的约定、管理人内部控制制度的规定以及相关法律法规的要求。建议管理人尽量通过系统功能实现对各项风险控制条目的自动化管理与限制。如因客观原因暂无法实现系统化控制的，应当强化人工控制措施，例如增设复核岗位、建立复核流程等。

根据过往自查情况发现，部分管理人主要依赖人工方式开展风险控制，因操作失误导致触发交易所异常交易指标，继而收到交易所的书面提示。目前监管信息已实现一定程度的联动，如管理人多次被交易所书面提示，可能会引起监管机构进一步关注或问询。

2. 风险控制指标的可视化管理

通过过往自查情况可见，主观私募管理人一般较易梳理相关风险控制条目；但对于量化管理人而言，大多数风险控制逻辑预先嵌入代码中，不易直接导出。考虑到在各地证监局的现场检查项目中，监管人员可能会要求公司提供可视化、完整的风险控制指标清单，因此，建议有条件的量化管理人可以考虑根据自身情况提前梳理风险控制体系，建立相应的可视化展示与报告机制，以便于监管检查及内部自查。

鉴于监管机构近年来对私募基金管理人投研交环节合规运作的关注度不断提升，各地自查与现场检查的频次亦持续增加，建议管理人提前开展投研交流程的梳理与优化，以提升内部管理规范性和合规水平。我们曾协助多家管理人开展相关自查工作，欢迎行业同仁就相关实践经验进行沟通与交流。

如您希望就相关问题进一步交流，请联系：



吕 红
+86 21 3135 8776
sandra.lu@llinkslaw.com



孙 睿
+86 3135 8661
sue.sun@llinkslaw.com



陶 燕
+86 21 3135 8755
yan.tao@llinkslaw.com

如您希望就其他问题进一步交流或有其他业务咨询需求，请随时与我们联系: master@llinkslaw.com

上海

上海市银城中路 68 号
时代金融中心 19 楼
T: +86 21 3135 8666
F: +86 21 3135 8600

北京

北京市朝阳区光华东里 8 号
中海广场中楼 30 层
T: +86 10 5081 3888
F: +86 10 5081 3866

深圳

深圳市南山区科苑南路 2666 号
中国华润大厦 18 楼
T: +86 755 3391 7666
F: +86 755 3391 7668

香港

香港中环遮打道 18 号
历山大厦 32 楼 3201 室
T: +852 2592 1978
F: +852 2868 0883

伦敦

1/F, 3 More London Riverside
London SE1 2RE
T: +44 (0)20 3283 4337
D: +44 (0)20 3283 4323



www.llinkslaw.com



Wechat: Llinkslaw

本土化资源 国际化视野

免责声明：

本出版物仅供一般性参考，并无意提供任何法律或其他建议。我们明示不对任何依赖本出版物的任何内容而采取或不采取行动所导致的后果承担责任。我们保留所有对本出版物的权利。

© 通力律师事务所 2025