

简评《证券市场程序化交易管理规定(试行)(征求意见稿)》

作者：吕红 | 汪健 | 李亚兰

继 2004 年、2014 年两个资本市场“国九条”之后，国务院时隔 10 年再次出台了资本市场指导性文件——《关于加强监管防范风险推动资本市场高质量发展的若干意见》（“《国九条 2024》”）。为推动资本市场“1+N”（“1”即《国九条 2024》）政策体系形成和落地实施，中国证监会于 2024 年 4 月 12 日就涉及发行监管、上市公司监管、证券公司监管、交易监管等方面的 6 项规则草案公开征求意见。其中，涉及交易监管方面，即《证券市场程序化交易管理规定(试行)(征求意见稿)》（“《程序化交易意见稿》”）。整体来看，《程序化交易意见稿》既有对现有程序化交易规则的重申与强调，也在多个方面提出了新的要求。本文结合我们对程序化交易监管及量化业务实践的长期观察，就《程序化交易意见稿》的相关重点内容进行梳理和分析。

一. 程序化交易的强监管预期

《国九条 2024》明确要求“出台程序化交易监管规定，加强对高频量化交易监管”。

我们认为，程序化交易被纳入《国九条 2024》这一由国务院时隔 10 年再次出台的资本市场指导性文件，加之中国证监会已将《证券市场程序化交易管理规定(试行)》（“《程序化交易规定》”）优先纳入落实资本市场“1+N”政策体系建设，本身即具有重要意义：一方面，可见程序化交易作为交易方式的重要性以及对市场影响的两面性；另一方面，也可以确定预见程序化交易将被加强监管。

如您需要了解我们的出版物，
请联系：

Publication@llinkslaw.com

二. 程序化交易的规则体系将逐步构建

我们近期就量化私募基金撰写了系列文章，其中在[《量化私募基金系列之一——监管政策的回顾与梳理》](#)中对我国量化监管政策进行了梳理回顾。整体来看，现行有效涉及程序化交易的规则体系，具有规则下沉的特点，即国家法律以及证监会层面规则相对原则和笼统，程序化交易规则主要下沉由交易所及行业协会发布和具体执行。

相比而言，《程序化交易规定》作为将由中国证监会出台的专门规范程序化交易的基础性制度安排，意味着涉及程序化交易的规则体系将更具统领性。而且，根据《程序化交易意见稿》第四条的规定，证券交易所及行业协会也将迎来程序化交易自律规则的系统化制定与修订。例如，《程序化交易意见稿》中已经提及的制定与修订内容包括：**(1)**证券交易所将另行规定程序化交易的异常交易监控标准**(第十一条)**；**(2)**中国证券业协会将制定并及时更新程序化交易的委托协议范本**(第十二条)**；**(3)**证券交易所将另行规定程序化交易投资者使用证券交易所增值行情信息的收费标准**(第二十条)**；**(4)**证券交易所将明确并适时完善高频交易的认定标准**(第二十一条)**；**(5)**证券交易所将另行规定高频交易的收费标准和方式**(第二十三条)**；**(6)**证券交易所将另行规定北向投资者程序化交易报告管理、执行交易监控等事项**(三十条)**。

三. 程序化交易的定义及报告管理

《程序化交易意见稿》有较多的内容是对现有规则的重申，并主要是对证券交易所自律规则的提级规范；其中，又以程序化交易的定义及报告管理事项为代表。

1. 程序化交易的定义

《程序化交易意见稿》第二条规定，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”。

此等定义，与《证券法》以及沪深北证券交易所在其发布的《关于加强程序化交易管理有关事项的通知》《关于股票程序化交易报告工作有关事项的通知》(合称为“《程序化交易通知》”)中对程序化交易的定义一致。

2. 程序化交易的投资者

《程序化交易意见稿》第二条规定，程序化交易投资者，包括券商的客户(私募基金管理人及其管理的私募基金、QFII等)、从事自营、做市交易或者资管等业务的券商、使用证券交易所交易单元进行交易的公募基金管理人、保险机构等其他机构以及证券交易所认定的其他投资者。

此等程序化交易投资者类型，也与沪深北证券交易所《程序化交易通知》中的相关规定一致。

3. 程序化交易的报告管理

《程序化交易意见稿》第二章专章就程序化交易的报告管理进行了规定, 主要包括:(1)程序化交易实行“先报告、后交易”; (2)明确了程序化交易投资者需报送的信息内容, 包括账户基本信息、账户资金信息、交易信息、交易软件信息、证券交易所规定的其他信息; (3)明确了不同投资者类型的报告路径, 券商客户应向券商报告, 券商对客户报告信息核查无误的, 应及时向客户确认并向证券交易所报告; 券商和使用交易单元的其他机构直接向证券交易所报告; (4)证券交易所对报告信息的确认、数据筛查、一致性比对以及有权检查等。

此等程序化交易报告管理, 也与沪深北证券交易所《程序化交易通知》中的相关规定一致。

四. 程序化交易的交易监测与风险管理

1. 程序化交易的异常交易监控

《证券法》从法律层面明确规定, 采取程序化交易不得影响交易所的系统安全或者正常交易秩序; 证券交易所进一步规定, 程序化交易影响交易所系统安全或者正常交易秩序的, 属于异常交易情形之一。《程序化交易意见稿》第十一条对与程序化交易密切相关的异常交易情形, 提出将予以重点监控, 并从定性及定量两个维度进行规定:

- (1) 定性维度。提出重点对“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”(可能构成“幌骗”)、“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或导致证券市场整体运行出现明显异常”等情况进行重点监控。
- (2) 定量维度。目前证券交易所通过发布异常交易实时监控指引或细则的方式, 为异常交易的认定提供了可供量化的标准。沪深北证券交易所在《程序化交易通知》中规定, 对于程序化交易投资者最高申报速率达到每秒 300 笔以上或者单日最高申报笔数达到 20000 笔以上的, 证券交易所可以调整异常交易认定标准。《程序化交易意见稿》本次进一步明确指出, 证券交易所将另行规定程序化交易的异常交易监控标准; 而根据沪深北交易所的介绍, 关于程序化交易异常交易监控指标, 目前已经开展内部试运行, 后续将进一步开展合规培训, 明确市场预期。

2. 券商的客户管理职责

《程序化交易意见稿》第十二条、第十三条就券商在接受客户程序化交易委托时, 对客户的管理职责进行了规定, 主要包括:

- (1) 应当签订委托协议, 约定双方权利义务, 并载明券商对客户的管理责任和风控要求; 其中, 程序化交易委托协议范本由中国证券业协会制定及更新, 券商需参照适用。

- (2) 券商应加强对客户程序化交易行为的监控，负责按照证券交易所规定进行程序化交易委托指令的审核，应及时识别、管理和报告涉嫌异常交易的行为，并配合证券交易所采取相关措施。

3. 机构的合规风控要求

《程序化交易意见稿》第十四条就券商、公募基金经理人、QFII 等机构开展程序化交易的合规风控要求做出了规定，主要包括：

- (1) 强调应当建章立制，立足于防范和控制程序化交易业务风险，要求就程序化交易制定专门的业务管理和合规风控制度，并完善程序化交易指令审核和监控系统。
- (2) 强调合规风控人员履职，对本机构和客户程序化交易的合规性进行审查、监督和检查并负责相关风险管理工作。

具体到公募基金经理人等机构而言，一方面，需要针对程序化交易补充制定对应的专门制度；另一方面，考虑到程序化交易高度依赖计算机程序，建议将合规风控阵线前移，合规风控人员在程序化交易策略模型算法的前期开发阶段即可参与，联合投研人员、技术人员共同完善程序化交易的审核和监控，并保障合规风控覆盖程序化交易的全流程。

4. 突发性事件的处置要求

《程序化交易意见稿》第十五条就程序化交易投资者、券商、证券交易所面对“不可抗力、意外事件、重大技术故障、重大人为差错等突发性事件”时的应对措施提出了要求，主要包括：

- (1) 对于程序化交易投资者而言，应立即采取暂停交易、撤销委托等处置措施，并履行报告义务。
- (2) 对于券商而言，如果券商发现其客户程序化交易出现突发性事件，应当采取暂停接受委托、撤销相关申报等处置措施，并履行报告义务。
- (3) 对于证券交易所而言，则应当明确采取应对措施的具体程序和要求，应对措施包括采取技术性停牌、临时停市、取消交易、通知证券登记结算机构暂缓交收等。

程序化交易基于策略趋同、交易共振等属性而可能加大市场波动的风险；而且，我国资本市场此前发生的“XX 证券乌龙指”事件即与程序化交易相关。因此，我们认为，《程序化交易意见稿》对于程序化交易发生突发性事件并可能“引发重大异常波动或影响证券交易正常进行”时，要求相关主体及时果断采取措施，对于维护市场秩序和公平至关重要。

五. 程序化交易的信息系统管理

1. 明确信息技术系统的功能及测试要求

《程序化交易意见稿》第十六条对程序化交易的技术系统提出了相应要求，包括需覆盖验资验券、权限控制、阈值管理、异常监测、错误处理、应急处置等功能，且应当充分测试并按照证券交易所规定报告测试记录。整体来看，前述信息技术系统的功能及测试要求，主要是围绕管控风险角度展开。

2. 强调信息系统资源分配的公平性

《程序化交易意见稿》第十七条、第十八条从公平性出发，强调券商及证券交易所提供服务、分配资源时应当公平合理：

- (1) 券商应当对交易单元进行统一管理，按照公平、合理原则为各类投资者提供相关服务，程序化交易投资者不得享有特殊便利。
- (2) 证券交易所在提供主机交易托管服务时，应当公平分配资源。券商应当合理使用主机交易托管资源，保障不同客户之间的交易公平性。对一段时间内频繁发生异常交易、程序化交易系统发生重大技术故障或者违反证券交易所相关规定的客户，证券公司不得向其提供主机托管服务。

程序化交易，尤其是高频交易，对于行情数据获取、交易速度等方面的要求极高，即使是毫秒级的优势对于程序化交易也是至关重要，从而促使程序化交易投资者在谋求主机托管、行情获取速率等方面有更强的动力。前述《程序化交易意见稿》要求，本质都是从“公平性”角度出发，尤其是对高频交易相较于中小投资者所具有技术、信息和速度优势的回应。而且，此等操作也在一定程度上借鉴了境外的监管经验。例如，美国通过要求交易所提供同质化主机托管服务，从而在外部设施条件上降低高频交易所拥有的优势。

值得关注的是，中国证监会在 2023 年 4 月发布的《证券期货市场主机交易托管管理规定(征求意见稿)》中规定，证券期货经营机构租用的主机交易托管资源涉及程序化交易或者系统对接的，应符合中国证监会有关规定；并强调证券期货交易所提供主机交易托管服务，需确保相关专区到核心交易系统通信前端的通信时延保持一致。

3. 规范证券公司交易信息系统接入

《程序化交易意见稿》第十九条对证券公司交易信息系统接入，从券商及程序化交易客户两个角度进行了规范，要求券商通过交易信息系统接入等技术手段为客户程序化交易提供服务的，应当纳入合规风控体系并建立全流程管理机制；对于程序化交易客户，则不得利用系统对接非

法经营证券业务，不得招揽投资者或者处理第三方交易指令，不得转让、出借自身投资交易系统或者为第三方提供系统接入。

根据《程序化交易意见稿》起草说明的介绍，证券公司交易信息系统接入的相关具体要求，由中国证券业协会、中国证券投资基金业协会另行规定；另根据沪深北证券交易所的介绍，证券交易将就规范主机托管、程序化交易技术系统管理等明确具体要求，成熟一项，推出一项。

4. 增值行情信息的差异化收费

《程序化交易意见稿》第二十条规定，程序化交易投资者使用证券交易所增值行情信息的，应当缴纳费用，而且证券交易所对于高频交易可提高收费标准。

此等通过提高收费标准的方式，将提升程序化交易(尤其是高频交易)的成本，从而在一定程度上填补中小投资者在行情信息获取上的劣势而导致的事实不公平。

六. 高频交易的差异化从严监管

《国九条 2024》中明确提到应当“加强对高频量化交易监管”，本次《程序化交易意见稿》也通过第五章专章的形式对高频交易进行了特别规定。整体而言，高频交易申报、撤单的频率、笔数较高，导致其相比于中低频程序化交易，对市场公平及交易秩序的影响更为显著，因此高频交易是程序化交易监管中的重点。

1. 高频交易的定义

《程序化交易意见稿》第二十一条规定，符合以下特征的程序化交易为高频交易：(1)短时间内申报、撤单的笔数、频率较高；(2)日内申报、撤单的笔数较高；(3)证券交易所认定的其他特征，并规定由证券交易所明确并适时完善高频交易的认定标准。

目前沪深北证券交易所在《程序化交易通知》中，将“最高申报速率达到每秒 300 笔以上或者单日最高申报笔数达到 20000 笔以上”作为高频交易的筛选标准。

2. 高频交易的从严监管要求

(1) 额外信息报送。《程序化交易意见稿》第二十二条规定，投资者在进行高频交易前，除程序化交易普适的信息报告要求外，需要额外报送高频交易系统服务器所在地、系统测试报告、系统发生故障时的应急方案等信息。此等额外信息报告要求，在沪深北证券交易所《程序化交易通知》中已有要求，也是考虑到系统安全性、稳定性对于高频交易至关重要的应有之义。

- (2) 差异化收费。《程序化交易意见稿》第二十三条授权证券交易所另行制定高频交易的收费标准和方式，可以对高频交易实施差异化收费，适当提高交易收费标准并考虑收取撤单费。我们理解，此等差异化收费的目的在于通过提高收费标准的方式，提升高频交易成本，从而引导程序化交易投资者主动控制交易频率。
- (3) 交易监管从严管理。《程序化交易意见稿》第二十四条规定，高频交易投资者发生异常交易行为的，证券交易所可按规定从严管理。

值得关注的是，中国证监会有关负责同志在 2024 年 4 月 12 日新闻发布会中提及，中国证监会对高频交易实施差异化监管，是“趋利避害、规范发展”思路的体现，而且也是国际市场监管的通行经验。通过有针对性的监管安排，一方面限制高频交易过度优势，以维护市场秩序和公平，管控好消极影响；另一方面通过提升系统安全性和稳定性，规范高频交易行为，推动资本市场持续健康发展。

七. 北向投资者的程序化交易监管

《程序化交易意见稿》第三十条规定，对通过内地与香港股票市场交易互联互通机制在内地证券市场进行投资（“北向投资者”）的程序化交易，按照“内外资一致的原则”，均纳入程序化交易报告制度并执行同样的交易监控标准，并要求对其他管理事项参照适用。中国证监会有关负责同志在 2024 年 4 月 12 日新闻发布会做了进一步介绍，指出对北向投资者程序化交易进行监管，不是对北向投资者另眼相看和区别对待，而是一视同仁，目的在于切实维护各类投资者交易和监管公平性。

1. 北向投资者纳入程序化交易报告制度

沪深证券交易所在《程序化交易通知》中提及，北向投资者程序化交易的报告事宜将另行规定。本次《程序化交易意见稿》进一步明确指出，按照“内外资一致的原则”，北向投资者程序化交易同样需要履行报告管理。

根据中国证监会有关负责同志在 2024 年 4 月 12 日新闻发布会中的介绍，中国证监会已研究形成针对北向投资者程序化交易信息报告的初步思路：(1)在报告内容上，与内地投资者总体保持一致，包括账户基本信息、资金信息、交易策略等；(2)在报告路径上，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；(3)在实施安排上，将为存量投资者设置过渡期，存量投资者在过渡期内完成报告即可，新增投资者需在完成报告后，才能开展程序化交易。

2. 北向投资者执行同样的交易监控标准

根据《程序化交易意见稿》的要求，按照“内外资一致的原则”，北向投资者的程序化交易执行同样的交易监控标准。

根据中国证监会有关负责同志在 2024 年 4 月 12 日新闻发布会中的介绍, 主要包括: (1)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; (2)对于北向投资者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。

北向投资者程序化交易监管涉及香港和内地两地监管安排, 根据中国证监会有关负责同志在 2024 年 4 月 12 日新闻发布会中的介绍, 前期中国证监会与香港证监会已进行了沟通并形成了基本共识, 下一步将进一步加强跨境监管合作, 推动两地证券交易所制定切实可行方案, 在广泛征求境内外投资者意见基础上, 尽快出台具体规定, 促进北向程序化交易监管制度落地实施。

八. 信息统计和监测监控机制

中国证监会新闻发言人在 2024 年 2 月 28 日“就中金所采取纪律处分措施答记者问”中提及, 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, 依法依规严厉打击市场违法违规行为”。

在此基础上, 本次《程序化交易意见稿》进一步指出, 针对程序化交易, 将建立程序化交易信息统计和监测监控机制, 统筹实施程序化交易跨交易所跨市场信息共享和监测, 具体由中国证监会指导证券交易所、中国金融期货交易所、中国证券业协会、中国证券投资基金业协会、中证数据有限责任公司等单位负责。

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



汪健
+86 21 3135 8726
lawrence.wang@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 2024