

简评沪深北证券交易所《程序化交易管理实施细则》

作者：吕红 | 汪健 | 李亚兰

上海证券交易所、深圳证券交易所及北京证券交易所(“沪深北证券交易所”)于 2025 年 4 月 3 日,各自发布了《程序化交易管理实施细则》(“《实施细则》”),并将于 2025 年 7 月 7 日正式实施。

本所律师曾在《程序化交易管理实施细则(征求意见稿)》(“《征求意见稿》”)发布时(2024 年 6 月 7 日),撰写了简评文章进行了解读。整体来看,《实施细则》与《征求意见稿》基本一致,但也在一些事项上做了补充、细化和强调。

为了方便大家了解本次《实施细则》的相关内容,我们本次简评分为两个部分:

(1)第一部分,主要聚焦本次《实施细则》相较于《征求意见稿》的一些新增重点或亮点。对于长期跟踪程序化交易监管规则以及对于此前《征求意见稿》已有关关注的行业人士,重点关注本部分内容即可。

(2)第二部分,系对《实施细则》相关要点的完整分析。本部分内容系我们在此前《征求意见稿》简评文章的基础上,根据本次《实施细则》进行了相应更新和补充,以供大家对《实施细则》进行全面细致的了解。

.....
如您需要了解我们的出版物,
请联系:

Publication@llinkslaw.com

第一部分 《实施细则》的新增内容及亮点

《实施细则》与《征求意见稿》基本一致，但包括《实施细则》条款本身以及沪深北证券交易所发布的《实施细则》起草说明、答记者问等文件中，仍在一些重要事项上做了补充、细化和强调。

一. “中小投资者占绝大多数”

沪深北交易所《实施细则》答记者问中，都明确提到“《实施细则》立足于‘中小投资者占绝大多数这个最大国情市情’的表述。

我们认为，这不应仅被理解为一句务虚表述，而确实确实是证券程序化交易规则制定的基础。程序化交易具有两面性，一方面有助于提升市场活跃度和提高交易效率，并在一定程度上改善了市场流动性，但另一方面，程序化交易特别是高频交易拥有相对中小投资者的明显技术、信息和速度优势，一些时点存在策略趋同、交易共振等问题，加大市场波动。可以说，程序化交易相关监管规则的设计与出台，均系根植于此等国情市情，并兼顾了程序化交易的两面性特征，通过明确监管预期，目的在于因势利导促进程序化交易的规范发展，充分体现了“趋利避害、突出公平、从严监管、规范发展”的总体思路。

二. 程序化异常交易

1. 程序化异常交易的监控指标

除《实施细则》中对程序化交易“四类异常交易”的规定外，沪深北交易所答记者问中存在以下值得关注的事项：

- 1) 针对“瞬时申报速率异常”，提出“有必要从限制申报速率的角度设置相应指标进行监管，引导高频交易降低申报速率，减少对交易系统的冲击”。
- 2) 针对“频繁瞬时撤单”，提出“有必要从限制频繁瞬时撤单的角度设置相应指标进行监管，引导程序化交易投资者降低报撤速率，延长订单停留时间”。
- 3) 针对“频繁拉抬打压”，提出“有必要从限制频繁拉抬打压的角度设置相应指标进行监管，引导程序化交易投资者适当分散交易，减少对个股的冲击”。
- 4) 针对“短时间大额成交”，提出“有必要对单家机构管理的所有产品短时间内集中交易情况进行合并监管，引导程序化交易尤其是量化机构加强整体风控，避免集中交易影响市场平稳运行”。

根据前述答记者问中的说明，沪深北交易所针对程序化异常交易制定了具体监控指标，而且自 2024 年 4 月起就已经开始试运行，但目前尚未对外公布。从试运行情况看，主要是量化私募、券商自营等

机构投资者触发该等指标，证券交易所对频繁触发相关指标的投资者进行了问询和合规交易教育。

另据我们所知，证券交易所在此前的培训中，曾通过案例方式对前述四个程序化异常交易行为进行了举例说明。在具体监控指标未对外公布的情况下，该等案例具有重要借鉴意义。

此外，相比于另外三类程序化异常交易行为，对于“短时间大额成交”，证券交易所明确指出是以“机构”为口径，以单家机构管理的所有产品进行合并监管。

2. 程序化异常交易的责任

相比于《征求意见稿》，本次《实施细则》针对程序化异常交易新增了如下规定：

- 1) 虽然程序化交易投资者的交易行为没有达到程序化异常交易监控指标，但如果接近指标且多次实施同类型交易行为的，证券交易所也可以将其认定为相应类型的异常交易行为，或者要求证券公司予以重点监控。

本处要求，在证券交易所发布的《股票异常交易实时监控细则》早有类似规定，突出实质重于形式原则，防范恶意规避。

- 2) 程序化交易投资者因发生异常交易行为被采取“暂停投资者账户交易”或者“限制投资者账户交易”措施的，证券交易所可以视情况通报证监局、证券业协会、基金业协会等，并可以协同采取现场检查、约谈提醒等措施。

除前述新增规定外，并结合《征求意见稿》中就已经提及的“根据证券交易所相关业务规则采取相应自律监管措施或者纪律处分”以及“因一个月内多次发生异常交易行为被采取限制投资者账户交易措施的，要求暂停其使用证券交易所主机托管资源”的措施，程序化交易投资者如果涉及程序化异常交易的，将面临严峻后果。

三. 高频交易

1. 高频交易的认定标准

《实施细则》维持《征求意见稿》关于高频交易的认定标准，即单个账户每秒申报、撤单的最高笔数达到 300 笔以上，单个账户单日申报、撤单的最高笔数达到 20000 笔以上。

针对高频交易是否需要设定具体标准，行业内存在不同观点，主要是担心设定具体认定标准，程序化交易投资者可以通过适度收敛指标的方式予以规避。对此，证券交易所在《实施细则》答记者问中明

确作出了回复,指出:设置这一标准,是借鉴了成熟市场高频交易认定标准,结合了自身监管实践经验,并同时进行了充分的数据测算得出的,而且也与此前的程序化交易报告要求衔接;设置高频交易认定标准,有利于聚焦重点群体、集中监管资源、切实发挥监管实效;提出高频交易认定标准是市场主体判断自身行为的基础,不宜过于复杂,实践中应当具备可理解性和可操作性。特别地,证券交易所可以对高频交易的认定情形和差异化管理要求进行调整,并将持续做好监测监控,评估高频交易管理情况,根据监管实践不断完善。

对于证券交易所针对高频交易采用定量认定标准以及在答记者问中的回复,我们深表认同,为程序化交易者提供清晰的高频交易认定标准,无论对于指导程序化交易投资者的交易行为,还是对于监管机构发挥监管实效,都具有重要意义。这一意义,在证券交易所此前通过发布《股票异常交易实时监控细则》的方式,为市场参与者提供股票交易行为的清晰指导,就已有验证。而且,本次《实施细则》新增提出的,针对交易行为没有达到监控指标但接近指标且多次实施的情形,证券交易所可以从实质角度进行认定,我们认为,同样适用于高频交易的认定。行业内部分认为不应设置明确定量认定标准的观点,其实质还是“刑不可知、威不可测”的思路,对程序化交易行为的规范意义,值得商榷。

2. 高频交易的责任

《实施细则》维持了《征求意见稿》关于高频交易差异化监管的安排,具体见后文第二部分的分析,本处不再赘述。

特别值得关注的是,《实施细则》针对投资者进行高频交易发生异常交易行为的,将《征求意见稿》“从严”采取自律管理措施,调整为“从严从重”采取自律管理措施。

四. 沪股通/深股通程序化交易报告

除《实施细则》外,为了明确沪股通、深股通投资者程序化交易报告的具体操作,沪深交易所按照内外资一致原则,分别起草了《上海证券交易所证券交易规则适用指引第2号——沪股通投资者程序化交易报告(征求意见稿)》、《深圳证券交易所证券交易业务指引第3号——深股通投资者程序化交易报告(征求意见稿)》(以下合称“《报告指引意见稿》”),向市场公开征求意见。

前述《报告指引意见稿》针对报告主体、报告方式、报告信息等具体事项作出细化规定。整体来看,前述《报告指引意见稿》整体上与境内现有程序化交易报告的有关规定保持一致,同时兼顾了内地与香港市场的实际差异,对部分条款及填报字段进行适应性调整,而且为市场预留了较为充足的准备时间。

五. 后续自律监管规则及培训解读

沪深北交易所《实施细则》答记者问中都明确提到: (1)将在证监会指导下推进一揽子细化落实措施, 形成系统性、可操作的自律监管规则体系; (2)后续将及时开展培训, 做好规则解读。

《实施细则》系证券交易所为落实《证券市场程序化交易管理规定(试行)》(“《程序化交易规定》”)而出台的细化业务规则 and 具体举措, 但在部分事项上仍有待规则的进一步明确(见后文第二部分的分析); 而且, 培训解读对于程序化交易者准确理解和落实规则具有重要意义。因此, 持续关注后续自律监管规则及培训解读, 至关重要。

第二部分 《实施细则》的核心要点分析

中国证监会于 2024 年 5 月 15 日发布了《程序化交易规定》。此后沪深北证券交易所发布了《征求意见稿》, 直至本次《实施细则》正式发布。

整体来看, 《程序化交易规定》系证监会对证券市场程序化交易监管作出的总体性、框架性制度安排, 《实施细则》则系证券交易所为落实《程序化交易规定》的各项监管要求, 而出台的细化业务规则 and 具体举措。

考虑到《实施细则》主要是对《程序化交易规定》相关监管要求的全面配套以及衔接细化, 从聚焦要点角度考虑, 本部分主要针对《实施细则》相较于《程序化交易规定》的具体细化内容, 进行要点梳理和简析。对于《实施细则》重复《程序化交易规定》的相关内容, 我们未再进行重复论述, 具体可查阅我们此前就《程序化交易规定》撰写的专题简评([简评《证券市场程序化交易管理规定\(试行\)》](#))。而且, 考虑到沪深北证券交易所发布的《实施细则》的相关要求基本一致(主要区别系北交所实施细则无主机托管及北向投资者程序化交易内容), 除特别说明, 以下以上交所《实施细则》为例进行展开。

一. 几个显著特征

综合程序化交易的法律法规及规则体系以及《实施细则》的条款内容及其起草说明, 本次由沪深北证券交易所发布的《实施细则》具有如下显著特征:

1. 系落实《程序化交易规定》的配套细则

我国程序化交易的监管规则体系, 具有如下特点: 国家法律以及中国证监会层面的规则相对原则和笼统, 程序化交易的细化规则主要由交易所及行业协会发布和具体执行。

中国证监会发布的《程序化交易规定》作出了证券市场程序化交易的总体性、框架性的监管安排, 《实施细则》均是围绕《程序化交易规定》的各项监管要求进行展开, 并未实质突破《程序化交易规定》而新增监管内容, 主要系对《程序化交易规定》所提出各项监管要求的配套细化落实。

2. 以维护证券交易秩序和市场公平为规则主线

市场上长期存在一种质疑的声音，认为程序化交易是“坏孩子”并主张限制其存在和发展。对此我们认为，程序化交易作为一种重要的交易方式，需要正视并客观对待。程序化交易存在显著的两面性特征，既不能回避其存在的技术、信息和速度优势以及在特定时点可能存在策略趋同、交易共振以及加大市场波动等问题，也需要看到其已经作为重要的交易方式而客观存在并且在提升市场活跃度、交易效率及改善市场流动性方面存在相应的正面作用。如果脱离前述一体两面特征而仅是片面否定程序化交易这一交易方式，则可能有失偏颇。

中国证监会、证券交易所出台的《程序化交易规定》及《实施细则》均强调了，“加强证券市场程序化交易监管，促进程序化交易规范发展，维护证券交易秩序和市场公平”。由此可见，一方面需强化对程序化交易的监管，并以维护证券交易秩序和市场公平为主线(例如《实施细则》涉及交易行为管理、信息系统管理、高频交易管理等内容的具体细化)，另一方面也提出在“规范”的基础上促进程序化交易的发展。换言之，对于程序化交易投资者而言，在开展程序化交易过程中，应当遵守和维护证券交易秩序，积极拥抱监管，促进市场公平，方可“行稳致远”。

3. 证券交易所将进一步推动后续规则的发布

《程序化交易规定》中提及由证券交易所制定和发布的内容主要包括：(1)程序化交易的异常交易监控标准；(2)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；(3)高频交易的认定标准；(4)高频交易的收费标准和方式；(5)北向投资者程序化交易报告管理、执行交易监控等事项的具体办法。

本次《实施细则》对高频交易的认定标准以及北向投资者程序化交易报告管理和执行交易监控事项进行了明确，并对程序化交易异常交易行为进行了类型化，但涉及以下事项的规则仍待进一步明确和发布：

- 1) 程序化交易异常交易行为的具体监控定量标准；
- 2) 高频交易的差异化收费标准；
- 3) 增值行情信息的管理要求和收费标准；
- 4) 程序化交易收益互换等业务下的客户信息报告(沪深交易所 2025 年 4 月 3 日发布的《报告指引意见稿》已有提及，指出通过沪港通/深港通监管合作安排获取有关客户的信息)；
- 5) 北向投资者程序化交易的具体报告要求(沪深交易所 2025 年 4 月 3 日发布了《报告指引意见稿》)。

此外，沪深北证券交易所在答记者问中还提及，前期证券交易所发布的程序化交易报告通知，

也将进一步整合或完善修订。

二. 程序化交易类型

《实施细则》第二条对程序化交易的定义和适用品种范围进行了规定。此等内容，与《程序化交易规定》以及沪深北证券交易所发布的《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》”)的规定一致。

值得关注的是，部分机构对于投资决策系基金经理人工作出(“主观投资”)而仅是采用了程序化交易软件执行交易指令，是否落入程序化交易规制范畴存在不同观点。对此，我们认为，虽然《程序化交易规定》作为由中国证监会出台的框架性规定，仅是笼统地规定了程序化交易“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”，但其实早在 2023 年 9 月发布的《程序化交易通知》中就已经明确规定了程序化交易，既包括“按照设定的策略自动选择特定的证券和时机进行交易的量化交易”，也包括“按照设定的算法自动执行交易指令的算法交易”。本次《实施细则》在《程序化交易规定》基础上，延续《程序化交易通知》的思路，重申了程序化交易类型包括“按照设定的策略自动选择特定的证券和时机进行交易，或者按照设定的算法自动执行交易指令，以及其他符合程序化交易特征的行为”。

因此我们认为，即使是主观投资，如果其采用了程序化交易软件自动执行交易指令，同样需要适用程序化交易的监管要求。

三. 报告管理

1. 程序化交易报告信息的重大变更标准

《实施细则》第十条对程序化交易投资者报告信息的重大变更进行了规定。该等规定，与沪深北证券交易所《<程序化交易投资者信息报告表>填报说明》(“《填报说明》”)中的内容一致，但并未体现《填报说明》中关于“账户资金规模变动”的“5 倍以上且资金规模变动 1000 万元以上”(沪深北证券交易所表述略有差异)以及“杠杆资金规模变动”的“1 倍以上且规模变动 500 万元以上”(沪深北证券交易所表述略有差异)的定量标准，而是采用了“明显变化”的笼统表述。

证券交易所在答记者问中明确指出，前期发布的《关于股票程序化交易报告工作有关事项的通知》《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》继续为市场相关主体履行报告义务提供具体指引，故《填报说明》中的定量标准仍需遵照执行。

2. 程序化交易监测识别与报告核查机制

《实施细则》第十一条规定，券商应当建立程序化交易监测识别与报告核查机制，及时识别达到报告及变更报告要求的客户，督促其及时并按规定履行报告和变更报告义务，并对客户报告的信息进行充分核查。

值得关注的是，《实施细则》要求券商对客户报告信息的核查，需遵循“穿透原则”，包括但不限于对客户身份进行穿透核查，并对账户资金信息、账户交易信息和交易软件信息等进行核查。至于券商后续的具体穿透核查方式，需进一步观察。

3. 收益互换业务项下的客户信息识别

《实施细则意见稿》第十三条规定，程序化交易投资者与客户开展收益互换等业务，并通过自身账户进行程序化交易的，应当按照证券交易所要求报告其客户有关信息，具体报告要求由证券交易所另行规定。

此等要求，我们理解其目的在于穿透识别通过收益互换等方式实际参与程序化交易但未能显名的背后真实客户信息。针对此等业务场景下的具体报告要求，证券交易所将另行规定，需保持进一步保持观察。《实施细则》第十四条规定，程序化交易投资者与客户开展收益互换等业务，并通过自身账户进行程序化交易的，应当按照证券交易所要求报告其客户有关信息，具体报告要求由证券交易所另行规定。

此等要求，我们理解其目的在于穿透识别通过收益互换等方式实际参与程序化交易但未能显名的背后真实客户信息。针对此等业务场景下的具体报告要求，证券交易所将另行规定，需保持进一步保持观察。沪深交易所 2025 年 4 月 3 日发布的《报告指引意见稿》已有提及，指出通过沪港通/深港通监管合作安排获取有关客户的信息。

4. 未履行报告义务的后果

在《征求意见稿》基础上，《实施细则》针对投资者存在报告信息不完备、与交易行为不一致或者其他未按规定报告情形的，明确指出自律管理措施包括“口头警示、书面警示、监管谈话、暂停投资者账户交易、限制投资者账户交易等”。

四. 异常交易管控

1. 异常交易行为的四大类型

《程序化交易规定》第十一条对异常交易类型进行了规定，并指出程序化交易的异常交易监控标准由证券交易所另作规定。根据《程序化交易规定》前述授权，《实施细则》第十八条第一款，对程序化交易的股票异常交易行为做了进一步明确，具体包括：

- 1) 瞬时申报速率异常,是指极短时间内申报笔数巨大,即 1 秒钟内申报、撤单笔数达到一定标准。
- 2) 频繁瞬时撤单,是指日内频繁出现申报后迅速撤单、全日撤单比例较高,即全日发生多次 1 秒钟内申报又撤单的情形,且全日撤单比例达到一定标准。
- 3) 频繁拉抬打压,是指日内多次在单只或者多只股票上出现小幅拉抬打压,即全日多次出现个股 1 分钟内涨(跌)幅度和期间投资者成交数量占比达到一定标准。
- 4) 短时间大额成交,是指短时间内买入(卖出)金额特别巨大,加剧证券交易所主要指数波动。对于上交所而言,即上证综合指数或科创 50 指数 1 分钟内涨(跌)幅度、期间投资者主动买入(卖出)金额及占比达到一定标准;对于深交所而言,即深证成指、深证综指或者创业板指 1 分钟内涨(跌)幅度、期间投资者主动买入(卖出)金额及占比达到一定标准;对于北交所而言,即北证 50 指数 1 分钟内涨(跌)幅度、期间投资者主动买入(卖出)金额及占比达到一定标准。

针对债券、基金、存托凭证等品种的异常交易行为,参照前述标准执行,且证券交易所可以根据自律管理需要调整前述标准。

值得注意的是,较《征求意见稿》,本次《实施细则》新增了以下安排:程序化交易投资者的交易行为虽未达到上述监控指标,但接近指标且多次实施同类型交易行为的,证券交易所可以将其认定为相应类型的异常交易行为,或者要求券商予以重点监控。

此等安排说明沪深北交易所对于异常交易行为的认定标准有一定的自由裁量权,我们认为此等自由裁量权旨在从实质角度管控前述各类有损市场正常交易秩序的异常交易行为,对于正常的交易行为并不会构成实质阻碍。

2. 异常交易行为的定量标准

虽然《实施细则》第十八条针对程序化交易的异常交易行为类型作了进一步明确,并对该等异常交易的“时间区间”及“行为要素”进行了规定,但仍未就该等类型下的异常交易的定量标准进行规定。

在中国证监会于 2024 年 4 月 12 日发布《程序化交易规定》征求意见稿时,沪深北证券交易所同日在其官方网站指出,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。在此基础上,沪深北证券交易所在 2024 年 6 月 7 日《实施细则意见稿》新闻发布稿中,进一步指出将适时以适当方式发布程序化异常交易行为监控标准。前期,根据公开媒体报道,有信息称如果“同一秒内委托后立即撤单,全天累计秒内撤单超

过 500 次”以及“全天撤单笔数占委托笔数的比例超过 50%”同时满足，将会被证券交易所重点关注。沪深北证券交易所在《实施细则》答记者问中明确，已对前述四类股票程序化异常交易行为制定具体监控指标，自 2024 年 4 月起试运行。

对于程序化交易投资者而言，需务必重视沪深北证券交易所出台的程序化交易异常交易监控指标，并将该等异常交易的可供量化的监控指标内嵌在模型算法中，并应根据监管规则及市场环境进行调整优化，从而在量化投资交易决策的源头有效控制异常交易的风险。

3. 产品维度的异常交易管控

《实施细则》第十八条第四款规定，机构投资者以产品维度进行程序化交易的，不得通过分拆产品的方式规避异常交易行为监管。根据前述规定，量化资管机构不得通过分拆程序化交易资管产品的方式规避异常交易行为监管。前述要求，《私募证券投资基金运作指引》第二十一条中也有相应规定，要求主要开展程序化交易的私募证券投资基金，需按照证券期货交易所程序化交易报告制度履行相关手续，不得以规避报告制度等监管要求为目的分拆私募证券投资基金。

五. 信息系统管理

1. 信息技术管理的建章立制

《实施细则》第二十六条规定，对于券商以及使用交易单元的机构(公募基金管理人、保险机构等)而言，开展程序化交易的，需针对程序化交易建立合理合规的信息技术管理体系，完善系统建设、安全运行、应急处置、数据管理及风险防范等方面的管理制度，并定期检查制度的执行情况。

区别于前述要求的适用对象系券商及使用交易单元的机构，《实施细则》第二十七条规定，程序化交易的技术系统均需设置日常运维管理制度和操作流程。

2. 程序化交易技术系统的细化要求

在《程序化交易规定》第十六条的基础上，《实施细则》第二十七条针对于程序化交易的技术系统的相关技术规范，新增如下要求：(1)程序化交易技术系统的性能及容量，需与其业务规模、投资策略等业务实际及市场需求相匹配，并设置技术系统的日常运维管理制度和操作流程，以保障技术系统的安全持续稳定运行；(2)应急处置功能需合理有效，当出现技术故障或者其他异常情况时，应当具备“快速撤销申报、暂停申报、系统隔离”等人工干预功能；(3)进行充分测试，定期进行验证测试和风险评估，保留测试记录和评估结果。

此外，根据《实施细则》第四条及第七条的要求，程序化交易投资者应当满足证券交易所关于交易及相关系统的可用性、安全性与合规性要求，防范可能造成重大交易异常的情况，且程序化交

易投资者应当承诺其使用的程序化交易策略及技术系统符合法律法规以及证券交易所业务规则的规定。

3. 交易委托结果的监控

《实施细则》第二十八条新增规定,对于券商以及使用交易单元的机构(公募基金管理人、保险机构等)而言,应当对证券交易所交易系统实时返回的交易委托处理结果进行监控,发现重大异常的,应当及时暂停向证券交易所交易系统申报相关委托。

4. 主机托管服务

《实施细则》第三十条及第三十一条对沪深证券交易所主机托管服务进行了细化规定,要求使用沪深证券交易所主机托管资源及服务,需遵循“合理使用”及“保障交易公平性”原则,若影响沪深证券交易所系统安全或正常交易秩序的,沪深证券交易所可以暂停提供主机托管服务。在此基础上,强化券商对使用沪深证券交易所主机托管资源进行程序化交易的客户的管理职责,包括:

- 1) 券商应当在客户使用沪深证券交易所主机托管资源进行程序化交易前,对其进行充分评估并留存评估结果,评估结果应包含客户交易合规情况和技术系统运行情况等。
- 2) 在《程序化交易规定》基础上明确券商应当暂停其客户使用沪深证券交易所主机托管资源触发情形的具体定量标准,包括 a)因一个月内多次发生异常交易行为,被沪深证券交易所采取限制投资者账户交易或盘后限制交易措施; b)导致证券交易出现重大异常波动或严重影响证券市场稳定或发生突发性事件可能影响证券交易正常进行且相关客户负有责任; c)用于程序化交易的技术系统出现重大技术故障等。

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。对于此等征求意见稿的后续进展,值得持续关注。

5. 行情信息服务

沪深证券交易所的《实施细则》第三十二条对程序化交易投资者的行情信息服务做了细化规定,主要包括:

- 1) 程序化交易投资者获取行情信息的来源,需为证券交易所行情信息服务机构公示的许可单位,且使用证券交易所增值行情信息服务的程序化交易投资者及为其提供行情信息的许可单位,需配合执行证券交易所增值行情信息的相关管理要求。

- 2) 行情信息使用费的具体管理要求和费用标准, 由证券交易所进行另外规定。证券交易所对于申报、撤单的笔数、频率达到一定标准的程序化交易投资者, 可以提高行情信息使用费标准。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可能导致的不公平。
- 3) 许可单位需确保行情信息使用费由相应的程序化交易投资者承担。投资者未按要求支付费用的, 许可单位应当停止为其提供行情信息服务。我们理解, 此等要求的意图在于“谁使用、谁承担”, 不得通过相关方式进行转嫁。例如, 根据中国证监会 2024 年 4 月发布的《公开募集证券投资基金证券交易费用管理规定》规定, 公募基金管理人不得使用交易佣金向第三方转移支付费用, 其中即包括不得用于使用外部专家咨询、金融终端、研报平台、数据库等产生的费用。

六. 高频交易

1. 高频交易定义的明确

《实施细则》第三十三条第一款, 在《程序化交易规定》基础上延续《程序化交易通知》的思路, 对高频交易的定义作了进一步明确。即, 将“单个账户每秒申报、撤单的最高笔数达到 300 笔以上”以及“单个账户单日申报、撤单的最高笔数达到 20000 笔以上”作为高频交易的认定标准。

值得关注的是, 前述高频交易的认定是以“单个账户”为口径进行界定。

之所以作出此等规定, 我们理解其主要考虑是, 即使是同一程序化交易投资者, 其所管理的不同账户, 也可能使用不同的交易策略。例如, 同一量化私募证券基金管理人所管理的不同量化私募证券投资基金, 即可能分别采用高频或中低频等不同交易策略。需要说明的是, 虽然《实施细则》在高频交易场景下没有特别指出不得通过拆分产品的方式规避高频交易的认定, 但结合《实施细则》第三十三条第二款证券交易所“可以对高频交易的认定情形和差异化管理要求进行调整”的规定, 并参照《实施细则》第十八条第四款以及《私募证券投资基金运作指引》第二十一条的规定, 我们建议仍应从严把握, 程序化交易投资者通过拆分产品的方式规避高频交易界定的, 同样可能与监管要求不符。

2. 高频交易的差异化管理

高频交易申报、撤单的频率、笔数高, 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。对于高频交易投资者, 《实施细则》规定, 证券交易所可以在程序化交易报告(除基本的报告要求外, 从事高频交易还需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; 但公募基金管理人及其子公司、从事资产管理业务的券商、合格境外投资者及证券交易所认定的其他投资投资者, 以减少大额订单对市场冲击或者保障不同投资组合交易公平性为目的, 在交易环节按照

设定的拆单算法自动执行交易指令, 无需提交额外报送信息)、行情获取(即前文提及的提高行情信息使用费)、交易收费(见后文分析)、交易监管(见后文分析)等方面进行差异化管理。其中:

- 1) 针对差异化收费, 可以根据申报、撤单的笔数和频率等指标设置收费标准, 加收“流量费”和“撤单费”等费用, 具体收费标准由证券交易所另行规定。与此同时, 要求券商应当加强收费管理, 确保高频交易的差异化费用成本由高频交易投资者承担, 避免费用转嫁。

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, 提升高频交易的成本, 从而引导程序化交易投资者主动控制交易频率; 而且, 关于差异化收费的标准设定以及该等差异化收费对于高频交易收益的冲抵, 将直接影响到高频交易的策略有效性。前期, 各大期货交易所陆续发布了梯度申报费标准。关于证券交易所的差异化收费, 后续值得密切关注。

- 2) 针对交易监管, 要求对高频交易实施重点监管及从严监管, 对于投资者进行高频交易发生异常交易行为的, 证券交易所可以按规定从严从重采取自律管理措施, 券商应当加强对高频交易的实时监控。投资者进行高频交易可能出现异常交易行为的, 券商应当按照委托协议等约定立即采取有效控制及处置措施, 避免影响证券交易所系统安全或者正常交易秩序。对于使用交易单元的其他机构(公募基金管理人、保险机构等), 则应当识别自身存在高频交易情形的账户, 并进行严格管理。

七. 北向投资者的程序化交易监管

针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程序化交易的投资者(“北向投资者”)进行程序化交易的具体管理办法, 《程序化交易规定》第三十条授权证券交易所进行制定。据此授权, 沪深证券交易所《实施细则》第六章对北向投资者的程序化交易监管进行了细化规定。

1. 根据《实施细则》第三十九条的规定及起草说明, 北向投资者在沪深证券交易所进行程序化交易的, 应当向香港经纪商报告账户基本信息、资金信息、交易策略等, 并经由香港联交所提供给沪深证券交易所。

具体报告要求, 将由沪深证券交易所另行规定。沪深交易所同步分别起草了《报告指引意见稿》, 向市场公开征求意见。

2. 《实施细则》第四十条规定, 北向投资者适用与内地投资者相同的交易监控标准, 且沪深证券交易所对北向投资者程序化交易发生《实施细则》第十八条规定的异常交易行为, 同样进行重点监控。
3. 北向投资者未按规定报告或发生异常交易的, 沪深证券交易所将通过沪港通、深港通监管合作机制提请香港联交所进行协查, 并根据沪深证券交易所的相关业务规则的规定, 视情况对投资

者采取自律管理措施。

八. 其他要求

1. 证券交易所监督检查

《实施细则》就沪深北证券交易所的监督检查事项进行了规定，对于程序化交易投资者、券商及其相关责任人员违反实施细则要求的，沪深北证券交易所有权采取相应自律监管措施或纪律处分，涉嫌违法违规的，将上报中国证监会查处，并明确规定沪深北证券交易所可以对程序化交易相关主体进行现场或非现场检查，并对发生如下情形的，将重点开展现场或非现场检查：(1) 程序化交易行为与报告信息不符且拒不改正的；(2) 程序化交易导致证券交易出现重大异常波动；(3) 程序化交易因突发性事件影响证券交易正常进行或者导致证券交易结果出现重大异常；(4) 用于程序化交易的技术系统出现可能影响证券交易所系统安全的重大技术故障。

此外，较《征求意见稿》，《实施细则》第二十五条新增规定，证券交易所对于程序化交易投资者因发生异常交易行为被采取暂停或者限制交易措施的，可视情况通报证监局、证券业协会、基金业协会等，并可以协同采取现场检查、约谈提醒等措施。

2. 程序化交易投资者类型

《实施细则》第三条在关于程序化交易投资者类型的规定中，增加了“个人投资者”的列举。我们理解该等个人投资者系置于券商客户的范畴，增加此等列举是对当前除机构投资者外，也有个人投资者开展程序化交易的回应。

根据《实施细则》第三条的规定，从事自营、做市交易或者资产管理等业务的券商进行程序化交易的，适用实施细则。在此基础上，上交所及北交所在其发布的《实施细则意见稿》中指出，对于从事股票做市交易业务的券商进行程序化交易的，则分别适用上交所、北交所股票做市交易业务的相关规定。

3. 券商的客户管理职责

《实施细则》第五条规定，券商对自身及其客户程序化交易行为的管理，需遵循“合规审慎、风险可控、全程管理”的原则，并在为客户进行程序化交易提供服务时遵守“公平合理原则”。据此，券商在涉及程序化交易相关服务时，除需遵守《程序化交易规定》及《实施细则》中已经明确列举规定的相关职责，还需留意前述兜底性原则的要求。

此外，《实施细则》第二十一条、第二十二条在《程序化交易规定》基础上进一步细化了券商的部分客户管理职责，主要包括：新增券商拒绝客户程序化交易委托、撤销相关申报等措施的触发情形，包括“客户拒绝配合券商就程序化交易开展尽职调查，或者拒绝接受券商的核查和检查”、“

客户用于程序化交易的技术系统发生重大技术故障或者程序化交易委托出现重大异常”及“客户实际用于程序化交易的技术系统与券商验证测试、风险评估的系统不一致”。此外，券商应当有效管理客户的程序化交易行为，将程序化交易纳入异常交易监控，持续完善异常交易监控系统。

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 2025