



程序化交易监管加强 风口浪尖上的量化对冲

□本报记者 徐文擎 刘夏村

是非程序化交易

一度在牛市行情中被忽视的量化对冲策略和程序化交易被推到了舆论中心。

证监会7月31日公告称,程序化交易具有频繁申报等特征,产生助涨助跌作用,特别是在近期股市大幅波动期间对市场的影响更为明显。为此,证监会相关派出机构、沪深交易所正在对部分具有程序化交易特征的机构和个人进行核查,了解其账户实名制情况、资金来源和交易策略,分析其对市场波动的影响,并将根据核查情况有针对性地完善规则,加强监管。同时,沪深交易所根据《交易规则》,对频繁申报或频繁撤销申报,涉嫌影响证券交易价格或其他投资者投资决定的账户采取了限制交易措施。

而在随后两日公布的限制交易账户名单中,知名私募盈峰资本管理有限公司、上海新方程股权投资管理有限公司、盈融达投资(北京)有限公司、深圳市融通资本财富管理有限公司等,以及提供通道的中国对外经济贸易信托、兴业国际信托、中融国际信托等28家机构及个人在列。

8月1日,盈融达投资发出《关于两只产品暂停交易的情况说明》,对两只产品当时采用的策略及交易情况做出四点解释,其中最核心的部分在于:被点名的外贸盈融达1期及中融信托盈融达1期采用的是沪深300期现套利模型,前者7000万,后者5000万,是盈融达产品中规模较小的两只。在2015年7月3日至2015年7月8日的操作过程中,7月8日当天因大部分股票停牌或处于跌停状态,产品出现反复撤单现象,主观上没有恶意操纵市场的想法,而是在极端行情下,交易算法因跌停板难以卖出而采用的机械行为。他们同时强调,几乎全部撤单都发生在跌停板上,不会对当时的股票产生价格波动影响。而每只股票上同时进行的下单撤单的量占当时盘口的量比例都非常小。同时,他们提到,盈融达旗下量化对冲的规模目前已达110亿,采用多策略模型,其中最核心的是阿尔法套利和期限套利模型。

此外,盈峰资本和上海新方程也陆续发布公告,虽未对产品的策略和交易情况作出详尽说明,但均表示正积极配合监管部门对上述证券账户的交易策略和交易情况进行调查核实。

“在非跌停的下行行情中,反复报撤单会造成杀跌的现象,但在跌停的情况下,反复撤单的意义不大。不过,现在市场上做程序化交易的机构越来越多,假如在极端的下行行情下,相同策略的程序化交易都出现不断挂撤单,对市场的影响也不容小觑。”格上理财研究中心研究员刘豫说。

“单就盈融达的公告内容而言,跌停情况下反复报撤单对市场影响的确不大,但真实情况如何还需要监管层最后核实公布结论。”北京一位量化对冲一线从业人员告诉记者。他解释道,程序化交易一般是指根据一定的交易模型生成买卖信号,并由计算机自动执行交易指令的过程,包括算法交易、量化交易、高频交易等

“我们不算监管层此次限制的

交易类型。我们的程序化交易开仓频率不高,策略分散,资金量小,对价格基本没影响。”北京一家主做量化CTA策略的私募合伙人向记者解释。

他说,7月31日一早,证监会刚发出两市交易所限制24个程序化交易账户的公告,就有不少客户来电咨询,而他向客户主要解释的三个关键词就是频率不高、策略分散和资金量小。“尽管路演时已经跟客户详细解释过产品具体的策略和规模,但客户一看到‘程序化交易’就紧张,根本没弄清楚我们与被限制账户所用策略的区别,所以我们只能尽力安抚。”

正如他所说的,证监会于7月31日盘前发布的这则公告,让与程序化交易关系密切的量化对冲圈颇有点“风声鹤唳”的味道,从一线从业者到投资者都在等待监管层进一步的态度和措施。31日下午,中金所公布了包括实施差异化收费等在内的一系列措施;8月1日,上交所又陆续公布4个异常交易名单,截至发稿,共28个账户3个月内被限制交易两市挂牌股票。

“这下其实更明确了,股指期货端已经划定‘异常交易行为’的界限;股票端的策略肯定也会更新以符合监管层的规定。”上海一家量化对冲私募总经理说。

多种交易形式。从监管层已经公告的内容来看,限制的实际是高频的报撤单等交易行为,以减少对市场的助涨助跌作用,而不是量化对冲策略本身。另外,国内已有学者注意到,程序化交易也许并不适合所有的市场行情,在行情巨幅变化时,使用中的程序化交易策略将可能变得不再适合,而且在大行情到来时,用程序化交易系统所下的委托也可能无法成交。

他还提到,国际上的高频交易可以做到毫秒级别,同时日内进出若干来回,但国内股票市场受限于交易规则和交易技术的发展,目前还做不到这个程度。

调整势在必行

“这次公布的是偏高频交易的产品,投资策略主要集中在期现套利。”刘豫说。

她提到,目前国内最主流的量化对冲策略

包括阿尔法策略、套利、量化CTA三种,大类下又有若干分支。阿尔法策略是当前规模最大的策略,套利其次,在交易方面可以使用人机结合或全自动化交易等方式。“盈融达的套利策略完全实现了程序化,但有的私募在做这两种策略时采用的是人机结合。例如阿尔法策略,有的股票换仓以月为单位来换仓,以人工交易为主。相比之下,套利和CTA策略更容易被近似于高频交易,但可能因为CTA策略的成交主要在股指期货端,所以不在这次名单限制中。”她说。

北京另一位量化对冲私募的总经理告诉记者,目前国内量化CTA主要可分为两种:第一种是基于CTP(综合交易平台)的趋势程序化,另一种是基于盘口数据报单的程序化交易。在后者的交易过程中,程序可能会通过不断报撤单来测试对手盘的量,测试盘口的深度,俗称“试盘”。这种程序化方式基本就是高频交易,也是7月31日中金所调整改费率中重点针对的对象。“中金所技术部当时找我们调研过。”他说。

上述上海某量化对冲私募的总经理分析认为,监管层的出发点可能是从交易行为上考虑的,而非策略本身。换句话说,高频交易行为才是监测的核心,这从31日下午中金所发布的实施差异化收费、强化异常交易监管的措施中可以看出一些迹象。

“交易手续费由原来的万分之零点二五下调至万分之零点二三,同时增加申报费,实际是限制报撤单的次数,低频的正常交易不受限制甚至受到鼓励。同时,明确将‘单个合约每日报撤单行为超过400次、每日自成交行为超过5次’认定为‘异常交易行为’,这是一个结果而非一个过程,实际给所有从事量化对冲交易的机构和个人划出了一条界限,只要在界限以内的交易都被允许。所以今后量化对冲机构一定会根据这个标准来调整自己的策略、模型、参数等,合规地做,而非一竿子打死。”他说。

他还透露,已有期货公司向中金所确认,此次措施中的计费 and 异常交易行为都是针对“主动”交易,“被动”交易的都不包括在内,因FOK(立即全部成交否则自动撤销指令)、FAK(立即成交剩余指令自动撤销指令)指令产生的撤单都是“被动”撤单,不计收申报费,不认定异常交易行为。

“现在这个时点,应该没有量化对冲策略能够完全置身事外,机构对于监管层非常重视的细节要尽力规避,调整自己的参数、模型等,减少在当前环境下对市场的助涨助跌作用。未来量化对冲行业的发展可能还取决于市场情况及监管层的态度,如果市场一直波动较大,不排除监管层还会进一步出台限制部分类型交易的临时性措施。”某第三方财富管理从业人员说。

需要不断探索

“我们也躺枪了。”7月31日中午,交易所公布了相关暂停账户名单后,一位证券信托经理感慨道。实际上,在业内人士看来,如其他“阳光私募”产品一样,上述被查的信托账户只是

私募基金的“通道”,信托公司并不直接参与相关产品的投资。

实际上,在信托公司“躺枪”的同时,日渐升温的信托公司量化对冲业务亦“浮出水面”。记者了解到,近年来,特别是近期市场持续大跌之后,量化对冲策略在国内兴起,作为私募基金传统上最为重要的“通道”,信托公司对这一业务的兴趣亦大大提升。近日,多家信托公司人士就透露,“股灾”之后,具有稳定盈利的量化对冲产品颇受投资者青睐,在公司拓展资本市场业务的背景下,亦开始准备发力量化对冲业务。

不过,从事量化对冲必然涉及到股指期货,但根据银监会的相关规定,股指期货属于需要审批的创新业务。截至2014年底,只有华润信托、华宝信托、外贸信托、兴业信托、平安信托、中融信托、中信信托、长安信托等8家信托公司获准进入股指期货市场。

某央企系信托公司研究部总经理对中国证券报记者说:“申请股指期货业务标准严格,对于不少信托公司来说,耗时费力,所以短期内很难申请下来。”事实上,按照最新颁布的《中国银监会信托公司行政许可事项实施办法》,信托公司申请股指期货等衍生品交易业务资格,必须满足的条件就包括具有接受相关期货交易技能专门培训半年以上、通过期货从业资格考试、从事相关期货交易1年以上的交易人员至少2名,相关风险分析和管理人员至少1名,熟悉套期会计操作程序和制度规范的人员至少1名,以上人员相互不得兼任,且无不良记录;期货交易业务主管人员应当具备2年以上直接参与期货交易活动或风险管理的经验,且无不良记录。

除此之外,按照银监会于2011年6月施行的《信托公司参与股指期货交易业务指引》,对卖出买入头寸的限制,控制了信托公司做空的规模,防范场剧烈波动;同时也限制了信托公司的对冲规模,无法仅依靠套保来完全规避系统性风险。信托公司集合信托业务可以套期保值和套利为目的参与股指期货交易。信托公司单一信托业务可以套期保值、套利和投机为目的而开展股指期货交易。信托公司申请以投机为目的开展股指期货交易,要满足开展套期保值或套利业务一年以上的要求。

显然,信托公司参与量化对冲业务将受到资格申请、规模、功能限制等制约因素。不过,一向以业务灵活著称的信托公司,正在试图“借道”发行,其中信托公司备案私募基金管理人、成立信托专业子公司被视为可供选择的途径。

“信托发力量化对冲业务只是各类金融机构布局这块业务的一个缩影。当然,不管是程序化交易,还是量化对冲行业,在国外可能已经发展多年,但对于A股来说都是历史不长的新鲜事物,也因此更需要从业者的不断探索。”上述第三方财富管理人士说。

据格上理财统计,阳光私募量化对冲基金目前管理总资产规模超过1000亿,占行业总管理规模约8.3%。其中,采用阿尔法和套利策略的阳光私募公司近100家,公开运行产品总数约950只,总资产规模900多亿。