

量化交易被纳入监管安排 正身正行仍待细则确立

□本报记者 杨皖玉

刚刚过去的一周,有关量化行业的一系列事件发展堪称“魔幻”。上周初量化被外界指认为“砸盘主力”,有关量化的舆情四起;到了上周五晚,证监会的一纸“通知”标志着量化交易正式被纳入监管安排。

无论从舆论焦点,还是从监管差异化来看,高频交易在近期量化风波中均扮演着重要角色。中国证券报记者调研发现,一方面,高频交易虽被纳入重点监管范围,但由于其规模有限,对市场的影响有限;另一方面,当前市场上的融券券源制度,让高频交易具有相对交易优势,容易造成交易不公的现象。

业内人士认为,近期相关通知标志着我国股票市场正式建立起程序化交易报告制度和相应的监管安排。随着量化行业进入规模化发展新阶段,监管引导行业健康发展势在必行。



视觉中国图片

从“砸盘”争议到一锤定音

8月28日,多重利好发布后的首个交易日开盘,A股冲高回落,量化投资成为市场焦点。“砸盘主力”“薅羊毛、割韭菜”等针对量化的舆论不脛而走,质疑量化投资是否加剧A股波动、影响市场稳定运行。

一时间,多家头部量化私募创始人先后发声否认砸盘,有人称:“永远满仓的中国量化基金,才是大A的脊梁。”

“量化选股基本都是满仓持股运作,不注重择时,因此量化不但很难出现集中卖出,而且应该说是股票市场‘天然和坚定的多头’。”九坤投资相关负责人对中国证券报记者表示。

具体来看,市场争议的矛头指向了量化投资中的量化高频交易、日内回转交易(T+0)。某主观私募机构表示,量化交易在日内T+0、高位融券卖出等方面,可能存在着融券制度和

“券源”方面的不公。例如,对于日内“封板”涨停的个股,量化机构完全可以采取早盘低位买入、涨停位“融券”卖出,或者次日通过早盘挂单低开卖出、再买入股票“还券”的交易方式,进行高频的“薅羊毛”操作。

9月1日晚间,证监会指导上海、深圳、北京证券交易所制定发布了《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》(以下分别简称《报告通知》《管理通知》),从监管导向以及制度化安排层面为量化投资近日来的争议按下“暂停键”。

证监会表示,近年来,A股市场程序化交易规模持续上升,逐步成为国内证券市场投资者重要交易方式之一。从境内外经验看,程序化交易在提升交易效率、增强市场流动性等方面具有一定积极作用。

某量化私募人士认为,证监会指导证券交易所出台加强程序化交易监管系列举措,相当于程序化交易被纳入合理合法的监管体系。念空投资认为,相关表述肯定了程序化交易对市场的积极影响。

“在特定市场环境下程序化交易存在加大市场波动的风险,有必要因势利导促进其规范发展。”证监会在通知中同时指出了量化交易存在的部分问题。

某百亿私募量化人士认为,对于量化交易这类资本市场创新类投资,监管层相对审慎地出台政策,目的是防患于未然,加强透明化管理。

具体来看,《报告通知》主要明确了股票市场程序化交易报告的具体安排,包括报告的主体、方式和内容等,并对高频交易作出额外报告要求。《管理通知》主要是加强程序化交易管理

工作,与《报告通知》相互衔接、互为配套,共同组成程序化交易监管的基础性制度安排。

世纪前沿私募相关负责人对中国证券报记者表示,自2021年9月开始,监管层和多家量化机构有过多次积极沟通,并且建立了信息登记和通报机制,进一步完善程序化交易报告制度,“最终沉淀为此次的发布内容”。

“如‘对程序化交易实施报告管理’等内容,有助于监管部门掌握更多信息,以进行分类精细化监督和引导,这将推动量化投资行业依法、合规、阳光化发展。”一位百亿级私募量化人士认为。

证监会指出,据测算,目前全市场需要报告的存量账户数量占比很低,且其中大部分为机构投资者,各方有比较充分的准备时间,不会对投资者尤其是广大中小投资者的正常交易造成影响。

高频交易被差异化监管

在上交所和深交所各自发布的《报告通知》和《管理通知》具体执行细则中,“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笔以上的交易行为”等四类行为将被重点监管。《报告通知》对高频交易作出额外报告要求。

系列要求指向了近期舆论漩涡的中心——高频交易。

对于相关要求,有市场人士担心要求对象若是公司主体,其重点监管的申报速率或单日笔数或对公司整体交易产生较大影响。

“重点监控的主体大概率是产品户,私募基金整体的可能性较小。对于规模在2亿-3亿元的单个产品来说,影响不大。”念空投资相关负责人表示,此外,对于规模比较大的单个产品来说,策略层面要做一些针对性的微调。

明法投资表示,市场常常将“程序化交易”和“高频交易”混淆。假设年换手率约为100倍左右,其实相当于3-5天左右的平均持仓周期,实际是“中频”策略而非“高频”策略。目前国内主流量化私募资管产品中,中周期策略(年换手率约30-50倍左右)占比较高,短周期策略占比已逐步下降。

头部量化私募千象资产对中国证券报记者表示,相关监管举措可能对“高频底仓T+0”“高频融券T+0”策略有比较大的影响。

“据我了解,交易频率与策略容量成反比,也就是通常频率越高的策略容量越小,所以这个限制往往针对的是超高频交易,这类策略的容量往往天花板也就是在数十亿元这个级别。规模再高的话,往往冲击成本就将策略的利润吞噬没了。”蝶威资产相关人士对中国证券报

记者表示。

据了解,目前量化交易有几个方面的优势,一个是交易下单频率,二是包括融券券源在内的资源优势。比如近日,圈内有人发文称:“量化交易最大的不公在于融券制度与券源”。目前来看,量化机构实现T+0交易有两种方式,第一种是传统的底仓隔日卖出的方式,第二种就是利用融券当日卖出的方式。

业内人士认为,其中的问题核心在于,在既有的券商盈利模式下,交易量巨大且稳定的高频量化机构垄断了市场上大部分的券源,即使资金体量很大的牛散甚至其他机构完全得不到券源,造成交易不公。

蝶威资产相关人士表示,高频交易可能会在某些特定的环境下产生趋同的交易行为,因为报单量大以及交易速度较快,可能会

相较于其他交易类型,对市场产生比较大的影响。此外,由于高频交易完全以技术网络传输的数据进行交易,一旦因为技术问题导致某个环节出错可能会引起错误的交易行为,导致市场产生混乱。监管高频交易的同时,也需要提升市场的数字化能力以及基础建设的稳定性。

也有业内人士认为,交易所对高频交易的差异化管理并非限制高频交易,程序化交易报告制度强调的重点是监测监控。

对于监管细节,念空投资表示,更关心接下来相关细则对单日最高申报笔数和速率限制的统计主体界定,以及算法交易的拆单是否在统计范围之内等。另一家百亿级私募量化则表示,比较关心超出重点监控的相关要求交易所会如何处理等监管细节。

引导量化投资高质量发展

业内人士认为,随着监管持续完善,国内量化行业经历“萌芽-兴起-蛰伏-突围-迭代”五个阶段后,已经进入规模化、高质量发展新征程。监管引导行业健康发展势在必行。

第三方数据显示,最新量化私募投资规模在1.5万亿元左右,剔除重复计算的“水分”,量化规模近1.2万亿元。据点石成金私募基金董事长易海波介绍,目前私募量化策略主要可以分为三大类:量化对冲策略、量化多头策略和量化交易策略。

私募排排网财富管理合伙人汪普秀表示,

近几年来量化策略平均投资收益率超越主观策略是不争的事实。每逢大跌,总有投资者质疑与指责量化,主要有以下几个原因:一是量化近年来规模扩张较快,“树大招风”,在业绩上普遍优于主观多头,尤其在震荡市场中赚到了钱,引发外界质疑;二是某些游资使用量化交易,尤其是程序化交易,的确让投资者受损;三是量化模型不透明,不公开,外界并不知道量化采用的是何种模型、何种策略,从而引发市场各种猜测;第四,国内量化模型趋同性较高,存在同涨同跌的风险。

“我们深刻地感受到,这几年相关监管措施愈发专业,既规范了交易行为,也促进了行业的发展。”蝶威资产相关人士表示,从公司2020年开始接入证券市场进行程序化交易以来的经验来看,每一年监管层、交易所都在持续规范对于程序化交易的监察与管理,每一次与券商系统的沟通与测试都会详细地测试与核对交易的报单速度、最大报单量、报撤比等信息。所测试的指标非常详细,远不止这次指导所提到的每秒报单速度以及最大报单笔数,还有更多维度的测试。

易海波表示,量化本质上是一种工具或方法,无论利用人工智能(AI)等算法进行深度挖掘,还是与主观研究进行有效结合,都是为了降低策略失效风险,期望与时俱进,跟随市场变化而持续创造超额收益。随着市场有效性的提高,超额收益的减弱是必然趋势,尤其对于一些高频策略而言,资金规模的增加会进一步加快这种趋势,从美国对冲基金的历史业绩来看,国内市场前两年量化产品高收益率的现象不可持续,未来必然会理性回归。