

私募行业格局生态重塑 量化交易发展路径明晰

为了加强私募证券投资基金自律管理,规范私募证券投资基金业务,保护投资者合法权益,中国证券投资基金业协会于4月30日正式发布《私募证券投资基金运作指引》。《运作指引》共42条,内容覆盖私募证券投资基金的募集、投资、运作等各环节。

业内人士认为,《运作指引》有助于规范各类管理人合规运作,保护投资者利益,提高市场稳定性。未来,随着《运作指引》的落地执行,私募行业将进入更加规范化、专业化的发展新阶段,而持续优化的行业发展环境也将有助于提升中国私募基金的国际竞争力。

对于市场关心的量化投资相关问题,业内人士认为,《运作指引》相关条款表明监管并非要禁止量化投资或程序化交易,但对其风控体系、公平交易和防范利益输送制度建设等提出了更高的要求。

● 本报记者 王宇露

提升规范性 净化行业生态

自去年4月末以来《运作指引》公开征求意见期间,行业机构意见主要集中在募集及存续门槛、申赎开放频率及锁定期安排、组合投资、场外衍生品交易、过渡期安排等方面。相比征求意见稿,《运作指引》对前述条款进行了适度放宽。

“征求意见稿中1000万元的存续门槛降低到500万元,而且还给了一定的过渡期,将长期低于500万元的起算时间定为2025年1月1日,这算是一个小利好。根据市场的测算,私募证券投资基金小于500万元的产品规模占比极小,其中包含大量实质上已经没有运作的‘壳’产品。”有业内人士指出。

关于申赎开放频率及份额锁定期,中基协吸收了相关意见,将申赎开放频率放宽为至多每周开放一次,并将6个月锁定期要求放宽至3个月,同时允许私募证券投资基金通过设置短期赎回费的方式替代强制锁定期安排,把选择权交还市场。

此外,在“双25%”的组合投资要求方面,相比征求意见稿,比例上虽然没有变化,但在适用上已作了优化,比如满足第一项25%的要求且底层投向单一私募证券投资基金的,可以不受第二项25%的限制,这也是中基协在充分听取机构意见的基础上,结合监管目的所作的优化处理。

作为第一个独立的私募证券投资基金监管文件,《运作指引》的正式出台无疑将对私募证券行业甚至是资管行业产生深远影响。山东睿扬(北京)律师事务所孙龙龙律师分析,从监管内容上看,《运作指引》在基金存续规模、申赎开放频率及份额锁定期、组合投资、场外衍生品交易等方面提出了很多新的监管要求,无疑将对私募证券投资基金的运营管理产生重大影响。

业内人士认为,在500万元最低存续规模的要求下,未来小微产品可能会面临清盘考验,而集中在小微产品且持续投资能力不



视觉中国图片

足的小规模私募或将面临生存挑战,一些私募的“壳”产品会面临清退风险。

孙龙龙表示,可以预估,未来一段时间小微私募证券投资基金管理人将加速出清。根据中基协“由不具备持续经营能力的小规模私募机构管理的规模仅几十亿元”的估算,管理规模小于500万元的私募证券投资基金管理人可能在600家以上,2024年8月1日《运作指引》正式实施后,这些基金管理人可能很快出清。从监管效果上看,《运作指引》的出台,无疑会将监管机构对“小、乱、散、差”业态的整治更进一步,有利于净化行业生态,促进行业健康发展。

为引导私募基金管理人提升专业投资能力,分散投资风险,《运作指引》参照《证券期货经营机构私募资产管理计划运作管理规定》提出“双25%”的组合投资要求。“对于某些喜欢高集中度持有单票、单券进行豪赌的产品来说,无疑是个噩耗。”业内人士指出。

强化衍生品交易和程序化交易监管

《运作指引》要求私募证券投资基金以风险管理、资产配置为目标开展场外衍生品交易,从降杠杆、防风险的角度规范单一私募证券投资基金参与场外衍生品交易的整体风险敞口。

2024年2月份以来,私募证券投资基金参与多空收益互换(DMA)业务的规模及杠杆均实现下降,风险已得到释放。针对前期私募证券投资基金通过DMA进行杠杆交易的情况,《运作指引》明确要求私募证券投资基金参与DMA业务不得超过2倍杠杆,进一步控制业务杠杆水平。

此外,《运作指引》明确私募证券投资基金参与雪球结构衍生品的合约名义本金不得超过基金净资产的25%,与证券期货经营机构私募资产管理计划参与雪球结构衍生品的执行口径拉齐,减少监管套利空间。

业内人士分析,信托、券商等机构参与雪球结构衍生品早已执行25%的限制,此次《运作指引》拉平了私募基金和其他机构参与雪球结构衍生品的监管口径。未来,雪球等结构衍生品业务高光时刻已过,零售门槛

大幅提高。市场上或许会逐渐出现“25%的雪球+其他策略”的组合产品。

对于程序化交易的监管是今年以来市场持续关注焦点之一。《运作指引》第二十一条对程序化交易提出了制定风险控制制度,完善监控系统,保持交易记录等要求。

国泰君安资管基金投资部(私募)团队认为,本条强调了程序化交易的流程规范性、系统完备性及重大波动应对要求。同时也表明监管并非禁止程序化交易,允许合规的程序化交易有序开展。总体上看,《运作指引》进一步明确了私募基金行业合规性、公平性的要求,同时并未出现显著影响主流量化策略正常运作的相关要求。

量派投资认为,当下绝大多数量化私募均在政策规定下开展运作,拥有完善且合规的交易系统及运维系统,而这也满足《运作指引》中的绝大部分要求,只需做出一些细节上的修改。整体来看,对于已合规运作的量化私募而言,几乎没有影响。但长期来看,第二十一条将积极推进量化行业进一步规范化,并增强行业对极端风险的防范能力,进而利好量化行业的长远发展。

一家头部量化私募表示,此次针对程序化交易的内容上更加丰富具体,更加规范风险控制制度和出现极端情况时候的处理准则,以及保留交易档案等。这给程序化交易的风控提出了更高的要求,量化私募需要针对监管做出一定的调整,提高风控的水准等。

强调公平交易 防范利益输送

第三十二条关于公平交易制度及异常交易监控机制的条款中,规定“私募基金管理人应当严格控制同日反向交易”,这一条款成为近期市场讨论的焦点,业内人士担心量化“T+0”策略等可能会受到该条款的限制而无法运作。

国泰君安资管基金投资部(私募)团队认为,该条款未明确同日反向交易标的是否包括目前实行“T+0”交易制度的可转债和期货,需持续关注。不过也有业内人士指出,早在2011年《证券投资基金管理公司公平交易制度指导意见》和2018年《证券期货经

营机构私募资产管理业务管理办法》就有关于“同日反向交易”的相关规定,此次规定与公募看齐,主要防范的是利益输送,并非针对量化做出限制。

量派投资表示,首先要明确的是,实际交易中同一标的当天出现买卖互现的情况并不少见,这些交易通常是由信号强度或风控模型决定的。其次,从目的来看,此次《运作指引》提出“严格控制同日反向交易”,是为了禁止不公平的交易,以及利益输送的交易。因此,常规的投资策略交易并不受影响,只需合规留存记录即可。第三,量化交易在日常运作中,通常也会保存交易代码,发单撤单等详细记录,因此对于始终合规运行的策略模型而言,并不需要做出太大的调整。

此外,《运作指引》对自有资金投资提出了更加严格的要求,要求私募基金管理人应当公平对待自有资金投资与其管理的私募证券投资基金或者担任投资顾问的资产管理产品投资。

量派投资表示,在此之前,行业内绝大多数管理人已对自有资金严格管理,此次《运作指引》进一步强调加强自有资金规范管理,不仅将进一步完善行业规范,使私募基金管理人的行为有规可循;而且还将降低自营交易对基金产品的影响,进而要求管理人切实处理好自身与投资者的利益关系,这无疑帮助行业牢固遵循“投资者利益优先与公平交易原则”的意识。长期来看,该要求也将提升量化私募管理人对自有资金的管理能力以及公平意识,确保自有资金与管理业务的有效隔离,从而有利于量化行业长期健康发展。

一家头部量化私募表示,针对此项规定,公司将不断完善研究方法和投资决策流程,确保各投资组合享有公平的投资决策机会,建立公平交易的制度环境。自有资金对外投资的投资决策团队应与私募基金对外投资决策人员及流程相互独立,公司在投资组合投资信息的管理及保密制度基础上,不同投资组合经理之间的持仓和交易等重大非公开投资信息应相互隔离。同时,会提高自营产品和外部产品策略的一致性,防止利益输送等现象的出现。

仓位走高 业绩回暖 私募看好A股港股后市走向

● 本报记者 王辉

国内三方机构发布的今年前四个月国内证券私募机构业绩监测数据显示,4月份股票私募机构整体实现了小幅正收益,截至4月末的年内平均亏损幅度已收窄至3%左右。从最新仓位监测来看,当前股票私募机构的平均仓位水平也已回升至79.01%的年内相对高点,发行端也出现回暖态势。

从多家一线私募的后市研判来看,积极看多成为了私募业内的主流观点。有私募机构表示,现阶段A股市场整体或已处于“慢牛路上”,今年市场的投资机会也会更加多元。

79.01%

来自私募排排网的最新监测显示,截至4月26日,国内股票私募机构的平均仓位为79.01%。

股票私募业绩回暖

来自朝阳永续的业绩监测数据显示,受4月行情温和回升等因素推动,截至4月末,总计3607家股票私募机构今年前四个月平均亏损2.89%;相较于前三个月3.08%的亏损幅度,小幅减亏约0.2个百分点。在该机构监测的股票私募机构中,已有1396家私募在前四个月实现了正收益,占比为38.70%;而在今年前三个月,实现正收益的股票私募机构的占比为34.98%。

从不同规模股票私募机构的业绩对比来看,在5亿元以下、5亿元-10亿元、10亿元-20亿元、20亿元-50亿元、50亿元-100亿元、100亿元以上六个规模组别中,100亿元以上规模组别的股票私募机构今年前四个月的平均收益率为1.41%,排名第一位。

业内人士表示,今年以来百亿级股票私募“较为稳定的高仓位”,整体未出现在市场回升阶段“踏空”的情形,2月以来整体业绩出现了一轮快速复苏。

平均仓位已升至年内高位

从国内股票私募机构的平均仓位水平来看,伴随着业绩的持续回暖,私募机构的整体仓位水平持续走高。来自私募排排网的最新监测显示,截至4月26日(因产品信息披露合规等原因,私募机构的产品净值及仓位测算数据相对滞后),国内股票私募机构的平均仓位为79.01%,环比前一周加仓0.21个百分点,并实现了股票私募平均仓位的“三连涨”。

自今年2月8日国内股票私募平均仓位创出年内新低以来,该数据一直保持震荡抬升态势。1月至4月,股票私募的仓位平均值分别为78.70%、76.39%、77.31%和78.69%。

对比公募权益类基金产品的仓位来看,来自好买基金的仓位测算数据则显示,截至4月30日,公募高仓位股票基金(含普通股票型和偏股混合型两类,部分类型产品有最低仓位约束)小幅减仓0.06个百分点,截至4月30日收盘时的平均仓位为88.58%。纵向对比来看,公募高仓位股票基金的平均仓位也处于历史偏高水平。

值得注意的是,4月份证券私募新产品发行端也出现回暖。私募排排网监测数据显示,截至4月30日,当月共计有513家私募机构备案了797只私募证券产品。

策略研判积极

多家私募机构对A股、港股市场的后期研判较为积极。世诚投资表示,近期A股、港股快速走升,还能促进中长期资金入市,从而改善股票市场流动性,并使得投资回归本源,引导市场价值投资。新“国九条”的实施,将改善股票市场上公司的治理结构,从长期来看,将降低市场风险,提升市场估值水平。总而言之,我们看好新“国九条”的实施推动股票市场治理改善,上市公司质量提升,提升市场的中长期投资收益率。

尤其在中长线资金进入资本市场,而中长期资金的进入将改变投资行为短期化、投机盛行的局面,促进资本市场的长期稳定和高质量发展。

对于二级市场投资者而言,新“国九条”和相关制度规则的落地实施,将提升A股市场的中长期投资回报。如前所述,上市公司优胜劣汰,减少劣质资产的资源占用,提升上市公司质量,可以提升市场的长期投资回报;保护投资者,促进上市公司提升股息率,也能提升股票市场中长期投资收益率;提升上市公司质量,还能促进中长期资金入市,从而改善股票市场流动性,并使得投资回归本源,引导市场价值投资。新“国九条”的实施,将改善股票市场上公司的治理结构,从长期来看,将降低市场风险,提升市场估值水平。总而言之,我们看好新“国九条”的实施推动股票市场治理改善,上市公司质量提升,提升市场的中长期投资收益率。

丹羿投资表示,现阶段A股市场整体处于“慢牛路上”。从核心驱动因素看,经历了两年多的长期调整之后,“便宜就是硬道理”,该机构对未来几年的股市表现持乐观态度。从市场结构角度看,丹羿投资还认为,今年的投资机会将会更加多元。一方面,国内经济逐步复苏,产业政策会不断催生新的热点;另一方面,海外经济高位运行也会带来更多机会,这其中既包括中国品牌出海,也包括海外定价的大宗商品相关投资机会。

强监管 防风险 促发展——资本市场新“国九条”系列观察

推动资本市场高质量发展 提升中长期投资回报

● 鹏扬基金副总经理、股票首席投资官 朱国庆

新“国九条”提出了资本市场未来5年、2035年及本世纪中叶三个阶段的发展目标,并针对投资者保护、提升上市公司质量、证券基金期货机构建设、资本市场治理等具体事项提出了明确的要求。在中国资本市场发展的关键时刻,新“国九条”作为纲领性指导文件,为未来中国资本市场的中长期高质量发展指明了方向;随着相关制度规则落地,资本市场将迎来更加健康的可持续发展机遇。认真学习并深刻领悟新“国九条”,对于资本市场参与各方无疑都有非常重要的意义。作为二级市场投资者,我们认为,随着新“国九条”指导下的各项制度规则逐步落地执行,二级市场有望迎来中长期良好的投资机会。

可以从三个大方面的协同发展来理解新“国九条”的中长期重大指导意义。首先

是中国经济的高质量发展与资本市场高质量发展的协同发展与相互促进。中国经济发展已经从高速增长进入高质量发展阶段,而资本市场则担负着支持中国经济结构调整和经济高质量发展的重要使命。资本市场的健康发展是其能够支持经济高质量发展的基础,一个市场操纵、内幕交易与信息欺诈横行的市场不可能起到资源配置作用,新“国九条”所强调的严监管、防风险,就是为了规范资本市场,促进资本市场的健康发展,从而使得资本市场真正起到对资产合理定价、资源合理配置的作用。另外,经济高质量发展能带来上市公司质量提升,又能促进资本市场健康发展;同时,居民通过资本市场来配置资产实现资产保值增值,也能进一步扩大内需,促进经济增长。

其次是投资者的投资回报与资本市场融资功能的协同发展与相互促进。A股市场已经连续多年成为全球融资规模领先的股票市场,

但是二级市场投资者的回报并不尽如人意,长此以往,市场融资功能也会难以持续。新“国九条”特别强调投资者保护,并从制度上推动上市公司提升现金分红比例。从历史经验看,现金分红对股票长期投资收益率的贡献接近三成;长期来看,上市公司股息率提升有利于提高股票市场长期投资回报。更为重要的是,新“国九条”提出加大上市公司退市监管力度,要求深化退市制度改革,加快形成应退尽退、及时出清的常态化退市格局。如果退市真正能够常态化执行,必将促进上市公司优胜劣汰,改善上市公司整体质量,从而使得资源配置到优质公司,并进而提升投资者的投资回报。优质公司上市融资与投资者回报提升将形成相辅相成、相互促进的局面。

第三是提升上市公司质量和推动中长期资金入市之间的协同发展。规范资本市场,提升上市公司质量,股票市场投资回报率也有望提升,这将吸引更多资金

尤其是中长期资金进入资本市场,而中长期资金的进入将改变投资行为短期化、投机盛行的局面,促进资本市场的长期稳定和高质量发展。

对于二级市场投资者而言,新“国九条”和相关制度规则的落地实施,将提升A股市场的中长期投资回报。如前所述,上市公司优胜劣汰,减少劣质资产的资源占用,提升上市公司质量,可以提升市场的长期投资回报;保护投资者,促进上市公司提升股息率,也能提升股票市场中长期投资收益率;提升上市公司质量,还能促进中长期资金入市,从而改善股票市场流动性,并使得投资回归本源,引导市场价值投资。新“国九条”的实施,将改善股票市场上公司的治理结构,从长期来看,将降低市场风险,提升市场估值水平。总而言之,我们看好新“国九条”的实施推动股票市场治理改善,上市公司质量提升,提升市场的中长期投资收益率。