

研究简报

(2016 年 第 2 期 总第 21 期)

清华大学国家金融研究院

我国程序化交易监管政策分析

——基于中美监管制度的比较

民生财富研究中心

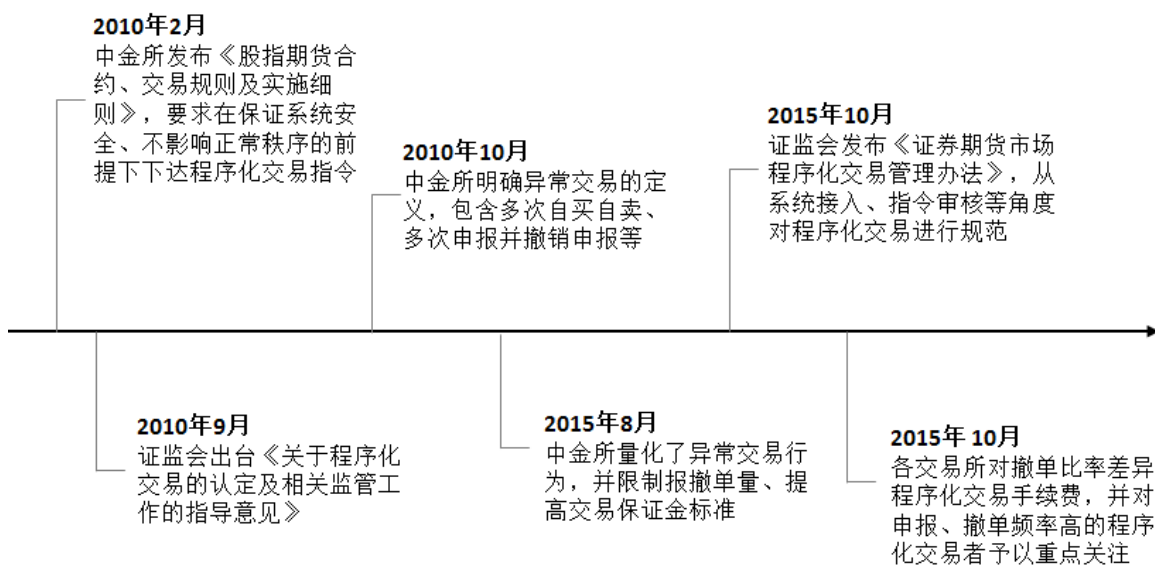
程序化交易可分两类：一种是作为交易执行的手段，以完成交易清单为目的的程序化交易。另一种则是高频交易，高频交易是程序化交易的一个重要分支，通过对极为短暂的市场变化进行追踪，以买入价和卖出价间微小差异进行获益。美国纽约证券交易所（NYSE）将程序化交易定义为任何一笔买卖 15 只股票或以上的投资组合交易。在我国，随着越来越多金融产品的推出，程序化交易系统也开始广泛使用。2015 年 6、7 月中国股市出现大跌现象，程序化交易可能对股市造成的弊端引起了监管机构的注意，2015 年 10 月 9 日，证监会公布了《证券期货市场程序化交易管理办法（征求意见稿）》，将程序化交易定义为“通过既定程序或特定软件，自动生成或执行交易指令的交易行为”。

交易者利用量化手段判断买卖时机，并把自己的决策过程以计算机

语言编辑成指令，形成了程序化交易模型。当市场条件满足模型要求时，系统自动进行交易。这种做法有效地提高了市场流动性及定价效率。然而，程序化交易也有助长投机、增加市场波动性的消极作用。普通的、低频的程序化交易对市场影响小，作为交易执行手段的程序化交易对市场并没有冲击性；监管部门关注的、对市场造成波动的往往是高频交易。高频交易中，电脑运行速度、交易申报及撤单速度以微秒为单位，交易者可在期货市场频繁申报。当申报价格远低于或高于市场价格，高频交易者又可以快速撤单诱导其他投资者跟进，干扰正常价格信号，进行幌骗（Spoofing）。与散户相比，程序化交易者在速度上占有优势，能更早知道市场价格。在这种情况下，散户投资者的决策受程序化交易的影响，买入价格更高、卖出价格更低，利益受到损害。

目前来看，我国程序化交易主要用来实现量化对冲、进行股指期货交易。根据程序化交易在国内不同时期的发展变化，对应的监管政策也一直在更新。我国程序化交易监管措施的发展历程如下图所示。

图 1. 我国程序化交易监管措施的发展历程





就美国而言，程序化交易成交量占 NYSE 总交易量的 26%左右。证券交易委员会（SEC）、商品期货交易委员会（CFTC）都出台了程序化交易的管理措施，具体包括以下几点：

- （一）针对经纪人和经销商关于市场交易的风险控制条例
- （二）综合审计跟踪规则
- （三）抑涨抑跌机制
- （四）系统合规和完整性规定
- （五）大额交易报告准则
- （六）托管服务监督机制
- （七）错单取消机制

从交易前的风险来看，两国措施都有针对程序化交易系统使用人的信息核查、对接入系统的风险测试。由此可以明确责任人，减少系统出错的可能。对于交易过程中系统发出的指令，两国监管部门明确了证券、期货公司（经纪人）过滤异常指令的职责，防止由指令错误而造成价格波动。交易执行后，个股的涨停板、涨跌抑制机制防止了价格的暴涨暴跌、抑制过度投机。我国对程序化交易的限制手段更为严格。针对股指期货，中金所以对交易手速的控制和提高的手续费挤压了程序化交易的可能性。而美国对程序化交易的监管范围涉及更广，除传统的通过经纪人对程序化交易者实施监管外，还采取了如市场信息数据分析系统这样的新兴技术扩大监管范围。在有效利用程序化交易提高流动性的优点同时，对可能出现问题的流程实施全面监控。

我国资本市场尚处于新兴阶段，股价大幅波动也暴露了我国金融市

