

# 量化策略集体回撤 机构风控能力受考量

2024开年以来,A股市场持续调整,前期高歌猛进的小微盘股行情更是突然“急踩刹车”,给量化行业带来重重一击,前期持续走高的产品净值曲线急转直下,不少头部量化私募的代表产品今年以来已回撤超过20%甚至25%,留给投资者一声叹息。与此同时,对于融券业务的限制,也给融券T+0策略和部分量化多空策略按下暂停键。不过,部分机构表示,尽管短期的非理性下跌行情对量化策略具有一定的影响,当市场回归理性、风格趋于稳定后,相信量化策略仍可以持续贡献稳定的超额收益。

●本报记者 王宇露



视觉中国图片

## 量化产品“很受伤”

第三方平台数据显示,头部量化私募的股票类代表产品中,中证500指数增强类产品净值今年以来普遍回撤超过15%,一些回撤较大的则超过20%;而去年不少机构主推的中证1000指数增强类产品净值普遍回撤在20%以上,个别机构回撤幅度甚至超过25%。

一家头部量化私募表示,受短期极端行情影响,风格波动幅度创历史极值,大小盘风格剧烈分化,短期对量化策略影响很大。投资本身盈亏同源,量化策略在获得超额收益的同时,或多或少要承担策略或投资风格的风险,这种行情短期内势必会对产品业绩造成非常大的压力,但是对优质量化机构长期获取超额收益的能力并不会产生太大影响。

另外,在普通量化股票产品净值大幅回撤的背景下,叠加杠杆的DMA产品更是损失惨重。第三方平台数据显示,不少DMA产品今年以来回撤幅度超过30%,有的DMA产品更是一周下跌近40%。

对于DMA产品“从天堂到地狱”的转变,一家百亿级量化私募相关人士表示,去年DMA产品表现出色,主要得益于2023年小微盘股的逆势上涨以及低成本对冲。然而,由于2023年11月份DMA规模受到限制,DMA杠杆的衍生品额度有限,带来了成本的上升。另外,随着春节的临近,市场流动性持续紧缩;叠加期货空头被限制卖出,进一步加剧了下跌趋势。此外,量化机构部分持仓卖出出现延迟,甚至失败,导致对冲成本逐渐攀升。

## 做好策略模型细节优化

中航信托宏观策略总监吴照银表示,本轮调整是由量化产品,包括雪球、杠杆DMA、平层中性、指数增强等引发的中小市值股票集中抛售导致的结构调整。所谓盈亏同源,过去几年量化交易积累的超额收益在极短的时间内亏损掉。从量化产品的规模看,小市值

股票下跌尚未结束,因此“远离中小市值股票”是近期投资的主要策略。但是从A股整体趋势看,自去年8月开始的指数下行已经基本结束,以上证50和沪深300指数成份股为主体的大盘股已经见底,其中“中特估”相关股票表现最佳,将会继续获得资金青睐,带领大盘反弹。面对产品业绩的急转直下,不少量化私募表示,此前已经看到了小微盘股的风险,提前控制了组合在小微盘风格上的暴露。后续也会继续做好策略模型的细节优化,继续调低模型的风险暴露,坚持自身对风控的要求。

2月6日市场回暖,各类量化产品得到“喘息”的机会。不少机构表示,相信市场会慢慢回归理性,短期的非理性下跌对量化策略具有一定的影响,当市场回归理性,风格趋于稳定后,相信量化策略仍可以持续贡献稳定的超额收益。

## 限制进一步加大

证监会新闻发言人就“两融”融券业务有关情况答记者问时表示,经研究决定,证监会对融券业务提出进一步加强监管的措施。

其中,严禁向利用融券实施日内回转交易(变相T+0交易)的投资者提供融券,给量化行业带来进一步限制。事实上,2023年三季度,市场就对量化策略是否会通过融券手段做空市场而有较大争议。

“这次关于两融业务的新规直接导致融券T+0策略以后就不能做了,转融券暂停以后,券源数量会减少,股票多空策略会受到直接影响。后续市场上这类策略产品可能会慢慢清盘退出。”上海一家百亿级量化私募人士表示。不过,尽管新规对这类策略影响很大,但业内人士表示,这类策略总体规模不大,占比较小,对量化行业整体影响不大。此外,量化策略融券整体体量小,每日交易占比很小,对整个市场也形成不了太大冲击。

## “神基”风光不再 小微盘策略期待“卷土重来”

●本报记者 王鹤静

今年以来,小微盘股遭遇重挫。截至2月6日收盘,Wind小微盘股指数的年内跌幅超40%。2月5日,该指数跌幅高达13.70%,在此影响下,多只量化以及小微盘股策略的公募基金当日净值出现大幅回调,最高回撤幅度超15%。多只过往业绩优异的小微盘“神基”未能幸免,当日纷纷收跌10%以上。

业内人士分析,对经济以及产业趋势的前景和信心是影响大小盘风格的重要因素。当经济复苏趋势明显、产业投资机会丰富、技术持续进步的时候,小微盘风格或能相对占优。

## “神基”遭重挫

2月5日,小微盘股遭遇重挫,Wind小微盘股指数当日收跌13.70%,中证2000指数、中证1000指数当日也分别收跌9.49%、6.16%。

在此情形下,多只量化以及小微盘股策略的公募基金当日净值出现大幅回调。其中,金元顺安产业臻选C当日净值回撤15.56%。Wind数据显示,该基金成立以来于2023年12月,截至2月5日,该基金成立以来下跌超35%。

该基金的基金经理管理的另一只产品金元顺安优质精选C当日净值回撤也在10%以上。根据2023年四季报,该基金的前十大重仓股占基金资产净值的比重均分布在0.25%—0.30%,合计比重仅有2.57%,并且这些重仓股的最新市值大多分布在30元以下,2月5日这些个股中,部分跌幅接近20%。

从过往表现来看,金元顺安优质精选可谓小微盘“神基”。在市场调整的背景下,该基金A、C份额2023年的全年收益率均逼近30%,并合计获得了超20亿份的净申购。

此外,富荣价值精选等多只采取此类策略的基金2月5日回撤幅度均在10%以上。截至2023年末,富荣价值精选的前十大重仓股

合计市值占基金净资产的比重仅有2.78%,重仓股市值均在20亿元以下。同时,也有部分此类产品实现了较好的回撤控制,例如金元顺安元启等2月5日的回撤幅度未超过6%。

## 量化交易难度加大

东吴证券分析,目前市场大幅下探后回升,一定程度上表明了大资金对于指数层面的关注,而缺乏业绩支撑的个股方面情况继续恶化,并出现了流动性危机。

有业内人士分析称,小微盘股遭遇重挫的原因可能包括:一是小微市值选股策略基金的被动赎回;二是今年以来期指贴水过大,量化中性策略在降仓保收益的需求;三是其他重仓中小市值股票的多头基金被大额赎回或触及预警、强平线,DMA业务降杠杆平仓。

针对小微盘股目前的表现,中信保诚基金的基金经理江峰表示,今年以来市场波动较大,但通过对历史数据的分析,其实不难发现,对经济、产业趋势的前景和信心是影响大小盘风格的重要因素。当经济复苏趋势明显、产业投资机会丰富、技术持续进步的时候,小微盘风格仍会相对占优。

“1月以来整体资本市场风格切换频率高、幅度大,特别是经历过去年一极致的演绎的市场环境后,市场风格的切换更容易带来较为强烈的波动。”国金基金量化投资中心表示,量化模型力求分散投资,持仓的调整和转换需要一定时间,短期内市场波动也加大了交易的难度和成本,对投资收益产生了一定影响。

“目前出现小微盘股和大市值股票趋势相反的状态。”据江峰观察,这个现象很可能是暂时的,与2017年的情况并不相同。一般而言,小微盘股要跑输市场,需要估值泡沫消散和市场流动性收紧情形的出现,但目前未发现这类情况,所以不应过度担心。

# 稳增长发力显效 1月信贷或迎“开门红”

(上接A01版)兴业银行首席经济学家鲁政委分析,政府债券方面,受到地方政府债发行放缓拖累,1月政府债净融资规模预计低于5000亿元;企业债券方面,由于发行规模走高,1月企业债净融资规模预计转正,呈同比多增态势。综合来看,1月社会融资规模增量预计为6.19万亿元,对应的社会融资规模存量同比增速约9.2%,或较上月有所回落。

华创证券研究所副所长、首席宏观分析师张瑜认为,社会融资规模存量同比增速可能回落,原因在于1月政府债发行低于计划发行额度,叠加信贷投放更均衡,社会融资规模存量同比增速可能较2023年12月回落0.4个百分点到0.5个百分点。

在王青看来,1月社会融资规模增量将继续处于高位,或仅次于2022年1月和2023年1月,位列历史同期第三高的水平。社会融资规模存量同比增速也会略高于经济增速和价格水平之和,这也显示了货币政策继续发挥逆周期调节作用。

“中性情境下,2024年社会融资规模存量同比增速中枢或在9.2%左右,较2023年略有回落。”国金证券首席经济学家赵伟认为,财政加力或带动政府债券及其配套融资明显增长;融资政策支持叠加实体需求逐步修复,或带动企业端融资维持高位水平;稳地产大背景下,居民中长端融资或边际修复,但弹性或相对有限,消费复苏等政策将推动居民短端融资继续改善。

## 着力改善发展预期

“考虑到1月信贷增速及社会融资规模存量同比增速或有所回落,在存款派生效应影响下,预计1月M2同比增速会较上年12月小幅下行。”鲁政委说。

王青表示,预计1月末M2同比增速在9.5%左右,较上年末放缓0.2个百分点左右。影响因素主要有二:一是上年同期贷款高速增长带动M2同比增速基数大幅上升0.8个百分点;二是去年第四季度增发1万亿元国债,其中有5000亿元结转今年使用,这意味着年初财政存款会相应下降,推高今年1月M2同比增速。在两项因素对冲后,预计1月M2同比

增速会小幅下降。

此外,对于M2与M1增速的“剪刀差”,燕翔认为,M2与M1的增速“剪刀差”反映了企业对未来经济预期的预期,当前“剪刀差”处于历史高位水平,短期内可能仍会处于高位。改善“剪刀差”过大的状况,应提振企业及居民对未来政策发展的预期,这就需要财政、货币等宏观政策继续协同发力。

“当前M2和IM1的‘剪刀差’居高不下,预计1月会继续小幅扩大。”王青表示,这意味着信贷高速增长向实体经济传导受到一定阻碍,也意味着下一步政策调控的重点是尽快引导房地产行业实现软着陆,同时通过落实促进民营经济发展壮大等措施,有效改善市场信心和社会预期。

## 投资面对的选择与取舍

我们每天需要面对无数的选择,就像树上有无数个苹果,大的苹果不够甜,甜的苹果不够大,鱼和熊掌不可兼得。做选择就意味着有取舍,投资也一样。投资往往面临复杂的约束条件,可能是监管的法规限制,也可能是产品本身的投资限制,还可能是市场产生的流动性限制等,“既要又要还要”通常只是理想状态,更多的时候,投资面对的是非此即彼的取舍。

在资产层面,选择相对好的苹果。投资中,每一点收益的提高都意味着风险的增加,但有些风险与收益往往呈非线性关系,在一定的范围内,适度的追求收益,风险增加不显著,但是超过了这个范围,收益增加不显著,但是风险可能大幅增加。信用债基金尤其需要关注信用风险。从事信用债研究多年,经历了大大小小几个信用周期,意识到信用债背后潜在的尾部风险,使我一直对市场保持谨慎和敬畏。

在组合层面,不要只摘一种苹果。当然,果园里的苹果也不仅仅只有一种,除了传统的红富士,还有青苹果,除了高原红,还有金元帅,不同的苹果可能会给我们带来不同的口味。我想表达的是,在组合管理层面,会保持资产和策略的多元化,避免组合在单一资产和单一策略过度集中。这几年,短端定价资产和长期资产轮动,金融债与城投债轮动,信用策略、久期策略和杠杆策略轮动,风格切换在债券市场上表现得淋漓尽致。

承受能力相适应,自主判断基金的投资价值,自主做出投资决策,自行承担投资风险。我国基金运作时间较短,不能反映股市发展的所有阶段。基金管理人管理的其他基金的业绩或担任基金经理管理过的其他组合的业绩不构成基金业绩表现的保证。观点仅代表个人,不代表公司立场,仅供参考,不作为投资建议,观点具有时效性。过往业绩并不预示未来表现,基金收益有波动风险。基金投资须谨慎,请审慎选择。