

# 规模收益双压制 量化对冲有劲没处使

□本报记者 黄丽 周文静



IC图片

## 期指受限 非套保遭当头一击

根据好买基金研究中心统计,8月市场中性策略平均涨幅为0.01%,这也是今年以来市场中性策略收录的最低涨幅。多位量化对冲基金经理对记者表示,影响收益率的主要因素有两个,一为监管层的限制,二为期现基差的深度贴水。

自6月15日股市调整以来,中国金融期货交易所(简称“中金所”)对于股指期货的交易规则进行了多次调整。8月25日,中金所在原有基础上提高非套保账户股指期货保证金至20%,之后在8月28日提高到30%,再到9月2日进一步提高到40%。与此同时,对非套保账户的每日最大开仓数进行限制,从600手降至100手再降至10手,并进一步提高平仓手续费至万分之二十三。

“公募的量化对冲产品通常采用传统的alpha策略,也就是市场中性策略,做的是套保,但新规则限制的主要是非套保,所以公募产品受到的影响并不大,但资金效率和预期收益率会有些许影响。”大成绝对收益策略基金经理石国武解释,公募的整体仓位最多不超过95%,现在保证金比例提高,那么就要多放一点钱在期货公司的保证金账户,变相导致多头和空头的仓位比例均下降。“一般情况下,多头比例做到比较极限的能达到85%左右,现在则很难做到了,风险头寸大约要下降7个点。风险头寸下降了,收益率会受到影响,因为预期收益率和预期风险是一致的。”

公募产品套保不受单日开仓10手的限制,非套保产品则没有那么幸运。“这一措施主要限制投机和套利,尤其做日内交易的产品受限较大,规模稍微大一点的就没法做了。”石国武表示,与此同时,股指期货当日开仓又平仓的平仓交易手续费标准,由目前按平仓成交金额的万分之一点一五提高至万分之二十三,两周时间提高了近20倍,这也极大地限制了日内交易。“高频交易基本没法做了,不过公募里没有日内交易产品。所以整体来看,这些措施对公募基金影响不大。”

安信基金量化投资部总经理龙川持同样观点。他表示,保证金比例提高主要影响量化对冲产品的资金使用效率。根据龙川的测算,以投机账号为例,保证金比例提高之后,理论上量化对冲产品的股票仓位上限降至 $1/(1+0.4) = 71\%$ ,实盘中股票仓位合理估计为65%左右,产品的预期收益率会有所降低。此外,“单日开仓10手限制对比较高频的交易影响比较大。对以多因子模型为主的低频策略,主要影响在于量化对冲产品的建仓速度相应减慢,进而一定程度上影响量化对冲单只产品的规模。”龙川表示。

据深圳某基金公司量化对冲负责人陈平(化名)透露,按照理论计算,套保产品的预期收益率要比之前预估的水平降低8%-9%左右。量化对冲专户受影响更加显著,因为很少有专户申请套保,通常都是套利,投机额度会受到开仓10手的限制,规模就很受影响。“很多专户没

今年下半年,由于股市剧烈震荡,不少公募基金将产品重点转移至量化对冲,与此同时,在银行理财等资金需求的推动下,量化对冲专户也蓬勃发展起来。不料,突如其来的打击,令股指期货交易受限,加上期现基差长期贴水,期指的对冲功能大打折扣。部分量化对冲基金经理表示,近期量化对冲处于“有劲没处使”的状态,期指受限使做套利和投机的专户难以为继,因套保而逃过一劫的公募产品则深受基差深度贴水影响,规模和收益均受到压制。

量化对冲近期遭遇的窘境使部分公募基金下半年发力量化对冲的计划受挫,原本计划发行的专户产品临时取消,公募产品也处境尴尬。由于在量化对冲上受挫,部分产品提前清盘,且又无法发行新产品,银行理财等资金也开始迅速撤离。

法做了。”

好买基金研究中心的数据显示,从6月15日股市调整以来,中金所对于股指期货的交易规则进行了多次调整,这影响到大部分对冲基金的日常操作,最严厉时各类期货账户都不能开立空单。在这种情况下,对冲基金只能平掉现货头寸,以低仓位甚至空仓的状态运行。

## 基差贴水 量化对冲日子难过

除交易受限外,上述基金经理指出,量化对冲受挫更重要的原因是股指期货长期贴水。公募的套保产品虽然侥幸躲过监管收紧这一劫,基差长期深度贴水也令基金经理们日子难过。

“一般alpha策略既持有股票多头,也持有股票空头,如果空头长期贴水太严重,产品风险

就比较大。对套保型产品影响最大的是基差的深度贴水。”陈平表示,从沪深300股指期货主力合约的贴水情况看出,从7月交割日之后直到8月交割日,基差均处于贴水状态,最高贴水幅度超过5%,在这种情况下市场中性策略是难以正常运行的。

不过,陈平认为这种深度贴水的状态很难长期持续。按照陈平的理解,由于股指期货在制度设计上比较特殊,有一个结算机制,合约需要定期结算,这是一种自然收敛的机制。近期随着市场的冷却,股指期货的负基差现象也出现了改善,贴水幅度明显收窄,尤其是沪深300股指期货和上证50股指期货。他介绍,市场情绪是基差水平高低的决定性因素,因为股指期货的价格是投资者交易出来的,包含了投资者对指数价格走势的判断。近期股指期货一直处于严重贴水状态,主要是因为股票市场的深度调整,使得投资者悲观情绪较重。“现在基差仍然贴水5个点左右,这意味着空头每个月都要亏5个点。这是一种非常不理性的状态,市场是非常低效率的。不过,市场紊乱不可能长期持续。按照我的判断,今年年底之前应该可以恢复。”

近期量化对冲遭遇的双杀,让基金经理们感受最明显的是市场流动性大不如前。中金所在8月26日至28日期间,将非套期保值交易的保证金比例从10%逐步提升到20%,这3个交易日,沪深300股指期货的成交量从186.9万手逐步下滑至134万手,交易持仓比从20.1倍下降至16.3倍,市场的交易活跃度开始小幅下降。8月31日,中金所将保证金比例再次提高到30%后,市场的成交量开始下台阶,8月31日至9月2日,沪深300股指期货成交量锐减为59.8万手,交易持仓比也下降至8.7倍。9月7日,中金所进一步调整了保证金比例,并大幅提升了交易手续费,期货市场的交易量继续下滑至4.3万手,9月8日交易量进一步萎缩至3.4万手,而交易持仓比已经下滑到0.7倍。“上周五沪深300成交了143亿元,原来是两万多亿元,整体流动性大幅下降。”陈平认为,在目前环境下,从原理上来讲,只要规模不是太大,量化对冲中比较经典的套期保值产品是可以做的,只是时间要拉长一点,建仓速度要放慢。但套利、高频这些产品都是没法做的。“监管政策短期预计不会取消。”

深圳前海新富资本投资总监王磊表示,近期量化产品的发行受到很大影响。以其所在公司为例,在最高峰时期量化基金发行规模超十亿,而目前存续的规模仅为两三亿,且新发行产品受限。随着产品的到期,未来产品规模还将收缩。“从当前形势来看,阿尔法策略很难做,中金所的系列措施对CTA策略的影响很大,期限套利也没有机会。”王磊表示,目前,一些私募机构正在研究发行挂钩海外市场的产品,比如新加坡A50指数期货、恒生股指期货等。对于个股方面,主要寻找一些事件驱动型的股票,比如要进行定向增发、并购重组等的股票,通过配置此类股票保持绝对收益亦属于量化范畴之内,同时还加大了对大宗商品期货的关注和研究。

对于发行挂钩海外市场产品,资金如何出

海是关键。“不少机构已经开始在走渠道联系QDII的额度了。通过QDII来发行挂钩海外市场的私募量化产品,以疏导原来投向挂钩A股的境内量化产品的资金。”王磊介绍。

由于市场中性策略的量化对冲产品生存艰难,前期主动找上门来做量化对冲的银行理财资金也在另寻出路。据银行理财人士介绍,银行与量化对冲基金的合作模式与伞形结构化融资产品类似,后续,这部分银行理财产品提前终止的概率很高。

## 量化收缩 银行理财迎来终止潮

“自6月中旬A股经历巨幅震荡后,银行加强风控,流入A股市场的银行理财资金开始退出。同时,在清理配资过程中,银行理财资金作为其中重要的一部分资金也加快退出。在针对股指期货交易的限制措施出台前,市场当时认为结束单边上行的A股将进入横盘震荡阶段,而借鉴国外市场的发展,在这种行情下量化产品将成为投资主流,能够为投资者保持稳定的收益。”某股份行人士表示,当时不少银行都在找合作渠道,从公募到私募,银行都表示愿意为其发行的量化基金产品提供资金。但8月底以来,中金所开始限制股指期货交易,对量化基金的运作和发行带来了重大影响,相关产品提前清盘并无法发行新产品,原来进入量化产品的银行资金退出以及新增理财产品的资金短时间无法找到更高收益的投向,导致部分理财产品提前终止。

普益财富研究员李林夏表示,近期已经观察到银行理财产品提前终止潮的到来,其中除部分产品受此前证券投资市场快速下跌的影响外,日前部分提前终止的产品则与量化投资受限有关。如果股指期货交易继续受限,量化基金的发行规模将持续收缩,而为保证收益,一些主动型产品的清盘也将可能导致银行理财的提前终止,预计理财产品终止潮还将持续。不过,由于除了结构化产品外,银行理财还可通过非结构化进行对外投资,所以导致具体投至量化产品的规模难以统计,加之银行理财信息披露不完善,一些理财产品的投向无法被投资者获取。

“事实上,由于二级市场的巨幅波动,原来投向股市的资金开始避险,资金回流至收益较为稳定的银行理财,银行理财的规模开始回升。在资金端,银行理财规模增大,而在投资端,银行理财无法找到优质资产。”李林夏表示。

“现在量化产品对银行资金的需求大为降低,银行资金在流出。”民生银行内部人士表示,现在银行缺资产导致资金找不到去处,目前主要投向债券市场,而由于债市收益的下行也导致了银行理财收益的不断下行。一私募人士表示,“原来对接二级市场较多的银行现在也在找我们,希望我们能提供一些较高收益的产品。除了能提供理财资金直接配置的方式外,一些私行希望给其客户提供高收益的资产配备,在现在市场情况下,银行客户经理会给其客户私下提供私募产品购买的渠道,即为客户私下兜售私募产品。”