

限购难成“双全法” 公募量化前路扑朔迷离

□本报记者 杨皖玉

今年来频频以限购“谢客”，有钱都不赚的公募量化基金为何20年来都“长不大”？从公募量化20年来的“沉浮录”发现，不同策略的量化产品乘“风”才能起飞，那些“惊艳”过市场的量化产品，多数踩中了时代的贝塔，乘风而起，当市场风格发生转向后，量化策略若不随之更迭，便泯然众人。

一直令量化界叫苦不迭的“规模”，虽确实和量化产品的收益呈现负相关性，但无法成为公募量化基金难以实现长期持续性业绩的必然性“借口”，因此限购也只是权宜之计。

等风来不如追风去。中国证券报记者采访了解到，对于公募量化产品来说，量化策略需不断迭代升级，才能提升市场适应性和策略有效性。而如何迭代量化策略，目前业内尚未形成一致的看法和方向。



视觉中国图片

公募量化限购“阻击术”

9月22日，今年来几度收紧限购金额的招商量化精选“松闸”，上调限购金额。该基金自9月22日起，限购金额由此前的单日单个基金账户单笔或累计申请金额2万元调整为5万元。

今年以来，王平管理的招商量化精选先后8次调整限购额度，从最初1000万元/日的限购金额，最低曾调整至2万元/日。

不仅招商量化精选，今年来多只公募量化产品“频频谢客”“有钱不赚”。

目前，孙蒙管理的华夏智胜先锋、华夏智胜价值成长，马芳管理的国金量化多因子、国金量化多策略、国金量化精选，苏秉毅管理的大成景恒等均处于限购状态。其中，马芳的三只基金单个基金账户单日单笔申购及单日累计申购金额均不得超过1万元，对比来看，其基金的限额堪称“严格”。

“越限越买”，限购的背后，量化基金经理的管理规模坐上“直升机”。据不完全统计，今年上半年，有4位量化基金经理的管理规模首次突破百亿元大关。

国金基金马芳、华夏基金孙蒙、西部利得基金盛丰衍和招商基金王平四人的二季度末管理规模分别达143.7亿元（同比增长7503%）、125.43亿元（同比增长102%）、114.98亿元（同比增长57%）、101.43亿元（同比增长172%）。

整体来看，今年以来，主动量化基金规模迎来大幅增长，现已逼近千亿元大关。天相投顾数据显示，截至二季度末，主动量化基金总规模达999.94亿元，较去年底增幅达37.5%。

近两年，市场整体走弱，公募基金发行市场频频“冰点时刻”，主动量化基金缘何获得资金的“另眼看待”？

以马芳管理的国金量化多因子为例，在“黑

天鹅”事件频出的2022年，该基金仍取得了12.23%的收益率，今年保持持续正收益的状态，截至9月22日，今年已实现近12%的收益率。招商量化精选、华夏智胜先锋2022年虽未能实现正收益，但却将回撤控制在1.5%以内，今年以来也均获得超10%的收益率。Wind数据显示，截至6月30日，公募市场量化基金获得正收益的比例超62%，其中主动量化型基金获得正收益比例为63.11%。

因此，投资者蜂拥而至。究其超额收益背后的原因，在行业已不是秘密。

其一，华泰证券林晓明表示，量化投资的强项之一正是对风险的控制，有效的量化择时模型能弱化权益部分下行风险。“市场热点轮动剧烈，散户追涨杀跌很难赚钱，公募基金等机构投资者重仓的消费、医药以及新能源等股票持续低迷，择时及调仓冲击又会进一步影响

净值表现，量化策略严格按照既定模型执行，通过持续调仓换股并严格控制交易成本，积小胜为大胜，获得较好的绝对收益和超额收益。”点石成金私募基金董事长易海波对记者表示。

其二，市场的“风”飘向了量化。“今年春节后，市场热点偏向中小市值股票，量化策略对证券定价的效率主要体现在覆盖广度上，资金扩散、更加均衡的市场风格有利于量化产品发挥优势。”某量化人士表示。

多位业内人士表示，今年来多只绩优基金之所以频频限购，是因为量化投资策略一般都有规模容量限制，随着产品规模增加，若无新策略补充，必然导致产品收益受影响。“当市场上使用同一交易策略的规模过大、过于拥挤时，量化策略便会遇到因子失效的情况。”某公募量化人士对记者表示。

20年沉浮录

国内公募量化产品诞生已有20年，尽管近两年公募量化“风头”尽出，但从整体规模上看，相较动辄上万亿元的主动权益基金和被动指数基金，公募量化仍是“长不大的娃娃”。

天相投顾数据显示，截至二季度末，公募量化产品（量化指数增强基金、主动量化基金、量化对冲基金）的总规模达2824.33亿元，在整个行业中占比仅为1%。这一规模还不如主动权益规模前5位基金经理的规模之和。

记者发现，过去20年，公募量化曾几度“高光时刻”后沉沦，鲜有量化基金经理在长期实现规模和业绩的双丰收。那些“惊艳”过市场的量化产品，多数踩中了时代的贝塔，乘风而起，当市场风格发生转向后，量化策略若不随之更迭，便泯然众人。

“A股市场的投资风格是不断变化的，2016

年前是小盘成长风格，2016年-2017年是大盘价值风格，2019年-2021年切换为大盘成长风格，最近两年又偏向小盘价值风格。量化产品的投资风格缺乏持续性又遇到市场风格转向时，业绩容易走向另一个极端。”博时基金指数与量化投资部投资副总监兼基金经理刘钊对记者表示。

时间拨回2016年之前，市场小盘风格盛行，长信量化先锋、大摩多因子策略作为当时的代表，因重仓小市值股票，借助小市值因子，在2015年双双实现超84%的收益率，在市场整体暴跌的2016年依旧收获正收益。两只基金的规模在那两年一路高歌猛进，先后在2016年底、2017年3月末达到成立以来顶峰——109.44亿元、49.18亿元。2017年3月之后，市场风格转向大盘价值股，小市值因子策略开始失

灵，两只基金规模开始一路下滑，目前均不足10亿元。

2016年至2017年，在大盘价值风格下，公募界的“巴克莱三剑客”之一田汉卿因偏爱基本面量化投资，在大盘股报复性上涨时积累了较好的历史业绩，2017年华泰柏瑞为田汉卿发行华泰柏瑞量化阿尔法，首募规模达52亿元，成为当年的爆款基金，一时风头无两。

进入2019年之后，市场风格极致化，白酒、医药、新能源等行业主题型主动权益基金因持股集中，风险暴露高，业绩弹性大深受市场追捧；此时，量化基金持股分散，基于基准控制风险暴露，结构性行情中反而成为劣势。此时，西部利得基金的量化基金经理盛丰衍凭借重仓高估值成长股逐渐受到市场关注。

每当量化产品爆发后，通常面临大规模申

购，由于全市场同一策略的超额收益有限，规模增长会导致基金整体超额收益率摊薄。

“在目前的市场环境下，5亿元至10亿元是量化产品比较‘舒服’的状态，如果公募量化产品的规模达到30亿元或40亿元，产品的策略运行或面临一些阻碍。”某量化基金经理对记者表示。

“规模增长跟业绩表现具有负相关性，但不具有因果性。”刘钊表示，规模和市场风格常出现错配，导致规模滞后风格切换；大部分公募量化会侧重于主要运用几个策略，规模的增长亦需伴随策略的迭代。

资深基金评价人员、杭州闻基之道科技有限公司负责人闻群表示，市场行情瞬息万变，量化策略需不断迭代升级，提升市场适应性和策略有效性。

前路未定

等风来不如追风去。绩优则规模增长，是公募基金行业不争的事实。目前，公募量化虽已深知不断迭代策略是保持业绩优异的核心因素，但如何迭代业内看法不一。而策略迭代的背后，公募量化更加强调的是“人的价值”。

记者采访了解到，目前，公募主动量化基金在策略迭代上大概分为两个方向：一是重视AI，加强偏量价类模型、人工智能模型的研究；二是重视基本面研究，增强主动研究，更好地理解市场机会与风险。

天相投顾相关负责人对记者介绍，一些公募量化基金还致力于研究机器学习和深度学习等新技术在量化交易中的应用，力图开发出更

加复杂、精细的模型，从而做出更精准的投资决策。闻群表示，量化策略与AI结合，可以更好地挖掘市场因子，提高决策效率。

某量化基金经理举了一个简单的例子来理解量化对AI的应用。他表示，目前市场出现信息过载的情况，如果通过传统的方式阅读研报或财报，效率会很慢，可以通过AI技术提取舆情中的情绪信息，来判断对个股看好或看空，或者通过文本处理得到对个股投资价值的判断。

“长期来看，公募要在传统的风险溢价基础之上提升定价能力，往深度方向上走，这是公募的必然选择。”一位公募量化人士对记者表示，单纯只依赖风险模型、量化因子模型等，无

法获得深度定价能力，需要将研究员的深度研究能力嫁接到整个投研体系当中。

“公募量化不具备交易的优势，所以应当始终恪守以基本量化为‘魂’，以相对低频的策略为主。”刘钊对记者表示。

“AI和基本面研究各自都有优势和局限性。”天相投顾相关负责人表示，AI可以快速处理大量数据并提取有价值的信息，但它并不能完全取代人类的判断和经验；基本面研究注重公司基本面分析，虽然有其稳健性和可持续性，但在快速变化的市场环境中可能存在滞后和不足。

无论何种方向，对于公募量化而言，“人

才”都是核心要素。“在已有的技术条件下，怎么去拼出更完美的拼图，这取决于人对市场的理解。”某量化人士表示。

闻群表示，发展量化投资需要机构拥有专业的量化研究员、数据工程师、算法工程师、系统架构师等人才。此外，机构还需要拥有高效的交易平台、完善的风控体系和优质的数据资源等。

刘钊称，公募量化要想做大做强，必须有长期坚持的决心和能力。优秀的量化产品不单纯看投资收益，还要考虑投资风险。跟踪误差小、风险小，决定了公募量化产品的短期业绩不可能太突出，只有拉长时间维度，投资者才能在长期业绩中发现“量化之美”。