

私募“市值下沉”引热议 量化“抱团”推高微盘股策略风险

□本报记者 朱涵

“微盘股抱团现象究竟何时瓦解？”今年以来，私募量化机构加速发力布局小微盘股量化指增策略，投资风格迅速从中证500指数转向中证1000指数、中证2000指数以及各类微盘指数，阿尔法收益加速衰减。叠加近日“DMA业务遭管控”“千亿级别的资金以DMA的形式流入微盘股”引发各方热议，微盘股策略再度被推上了风口浪尖。

DMA业务，即多空收益互换，主要指的是私募量化机构通过券商自营交易柜台加杠杆的形式，也可以理解为量化策略融资的一种方式。今年以来，DMA业务在私募圈内大热，近期也因微盘股策略风险暴露明显而引发质疑。

基于相关私募机构不断追寻“市值下沉”，上述热议以及质疑的核心问题在于：第一，DMA业务风险点究竟在哪？与微盘股究竟存在怎样的联系？第二，考虑到微盘股交易拥挤度以及流动性风险问题，根据以往大小盘轮动风格来看，被量化资金（包括部分DMA资金）抱团的微盘股超额收益还能持续多久？



视觉中国图片

DMA业务火热

今年以来，私募的DMA业务持续火热。公开资料显示，部分业绩较好的DMA产品呈现明显的微盘股策略风格，比如某私募DMA产品净值在某一周涨15%，第二周又涨了9%。在DMA业务被限制规模的时间里，该产品业绩也有所回撤。于是，DMA业务的火热与微盘股策略产生了某种关联，引发投资者质疑。

“DMA业务收紧”消息刚开始传出时，在一场券商策略会上，有市场部负责人表示：“当前，市场上有很多不成熟的管理人都在跟风做DMA业务，我们在DMA业务的把控方面尤其审慎。”

作为由AB收益互换业务演变而来的DMA业务，由于前几年的互换新规不允许互换协议再挂钩私募产品净值，这一业务也被“拓宽升

级”。通俗来说，当前市场的DMA业务就是加了杠杆的中性策略。投资者买入一只DMA产品，私募机构将产品中的资金打给券商交易柜台的账户作为保证金，作为回应，券商交易台给这个产品一个收益互换的凭证，以及给私募机构一个股票交易账户（一般为保证金4倍规模的可操作资金），私募机构在这一股票交易账户中建仓多头（一般是指增策略）。

那么，建仓多头的资金是否悉数涌入微盘股？西部证券有相关负责人表示：“其实通过DMA业务涌入微盘股的资金量还是有限的。”按照监管条件，私募的DMA业务需满足多类要求，其中有一条便是，多头与空头收益互换挂钩标的过去一年相关系数不低于80%，受互换标的范围、券商黑白名单限制，其多头端标的与宽

基指数相关性至少是80%以上。

那么，DMA业务风险点究竟在哪里？

从策略风险角度来说，业内人士直言，DMA产品“4倍的快乐可能变成4倍的痛苦”。当市场成交量大，波动率高时，量化私募的超额收益稳定，且相关资金成本低，这时DMA确实会给投资者提供“4倍的快乐”。但当市场风格切换至大盘或是“政策限制杠杆”时，抱团微盘股的DMA产品可能会遭到“蹂躏”。负超额收益、对冲成本、融资成本叠加杠杆打满，DMA产品给投资者带来的便是“4倍的痛苦”。

11月17日，证监会就《衍生品交易监督管理办法（二次征求意见稿）》公开征求意见。在遵循立法原则方面，证监会表示，衍生品市场具有标准化程度低、透明度差、内嵌杠杆、结

构复杂等特征，该办法坚持严防风险原则，强化对衍生品市场的风险控制，着力提升衍生品市场的透明度，落实衍生品交易报告制度，鼓励交易标准化和集中结算。对非集中结算的衍生品交易可以增加资本和保证金要求，限制开发结构过度复杂的衍生品合约，切实防范风险。

鑫元基金量化投资部总经理余力表示：“从资金面的角度说，这一次监管对DMA业务的收紧，释放了一种信号。如果未来微盘股领域的资金面发生了微妙变化，那么这种微妙变化可能会逐步影响超额收益；如果这时又恰逢经济复苏信号开始变强，那么量化中性策略就要被迫在市值因子敞口上减少暴露，阿尔法层面的‘尾部风险’就可能发生。”

“抱团”微盘股

近期，随着机构重仓股被不断“砸盘”，少有外资和机构持有、没有衍生品可以做空、难以融券卖空的微盘股成为收益“蓝海”，微盘股策略逐步成为了部分资金青睐的“顶级策略”。

DMA业务需满足多空要求的前提下，对微盘股的影响有限。但量化多头策略抱团“下沉市值”、超额收益不断衰减趋势明显。业内人士提示，抱团微盘股的资金其实多数是量化中性资金以及指增策略资金。据悉，在中性策略受众多资金方追捧的环境下，寻找中性策略的资金成本已经从原先6.7个百分点降至现在的“4.5个百分点可能都还有点高”。

半夏投资掌门人李蓓在最新的月报里直指

私募量化机构在微盘股中抱团：“因为百亿以上的量化基金一般持有2000，甚至3000只以上股票，所以他们普遍持有大量小盘甚至微盘股。过去两年，平均而言，越小盘的指数表现越好，微盘股指数的表现好于中证2000，好于中证1000，好于沪深300。小盘股超额收益和量化基金规模形成正循环，互相成就，类似2020年大盘蓝筹和主观多头的正循环。”

余力表示，在“经济强复苏”的阶段，流动性充裕和较强的赚钱效应，导致了公募股票基金的募集创出历史天量，这时强宏观的“茅指数”就会被这些新增资金所抱团，若是不在“经济强复苏”的阶段，强宏观品种会成为重

灾区，这时小微盘指数因为超额收益高，就容易被量化中性资金所抱团。为什么要“市值下沉”？因为阿尔法的赛道越来越卷，过去在沪深300和中证500指数里随处可见，到如今中证1000和国证2000指数里，超额收益明显衰减，中证500的阿尔法越来越“沪深300化”，于是为了做出阿尔法，各路资金只有在分析师覆盖度较低和宏观经济相关性较弱的小微盘股里去挖掘。

白鹭资管提示，微盘股和小市值风格仍然是两个不同的概念。中证2000指数成分股的市值大小、流动性、风险等，和微盘股完全不在一个级别上。事实上，中证2000指数成分股平均

市值和微盘股指数成分股平均市值的差距，与中证500指数和1000指数成分股平均市值差距差不多。中证2000指数和微盘股指数的成分股重合度只有4%。但是，有时简单的相关性分析会导致一些理解上的偏差，比如我们会看到中证2000指数针对大盘风格的超额收益，和微盘股指数针对大盘风格的超额收益，两者相关性高达70%以上，这其实是因为它们都属于小市值风格。如果有机构在中证2000指数成分股中持仓较多，哪怕毫无微盘股持仓，在简单的相关性衡量下也可能被判定为和微盘股相关性高。如果就此判定为“抱团”微盘股，比较具有误导性。

超额收益还能维持多久

其实不论是DMA还是量化多头，投资者关心的问题，主要在于对相关策略风险的暴露。今年以来，私募机构“抱团”发行中小盘指增产品，或直接涌入微盘股，策略“市值下沉”问题日益突出。由于流动性风险凸显，大小盘风格争相轮动，微盘股的超额收益还能维持多久？

有机构称，微盘股的投资“红利”或有望持续一段时间。国海证券在名为《微盘股的超额

还有持续性吗？》的报告中表示：“第一，拟合得到的超额收益贝塔结果显示当前的市场还未进入大盘风格占优的周期；第二，当前依然处于资金抱团瓦解的周期核心资产（基金的重仓标的）继续获得负超额收益，这轮行情还未出现反转迹象。”

白鹭资管称，根据测试，若微盘股指数成分股参照其他指数每半年调整一次，今年的微盘股收益表现会比现在的指数低10%左右，而实

际情况，微盘股指数今年比中证500指数收益高约40%。也就是说，反转效应的确加强了微盘股指数的表现。另一方面，即使不考虑反转效应，今年微盘股表现仍旧非常可观。

业内人士提示，“茅指数”的抱团现象始于股市增量资金的快速增加（基金的热卖、北向资金的流入），瓦解于存量资金博弈甚至减量资金博弈（美债收益率上行引发北向资金流出、基金赎回）。当市场重新

启动增量模式时，量化机构大概率会减仓小市值股票并跟随增量资金拥抱大市值股票，“微盘股指数”大概率会面临资金持续流出的情况。

汇信基金称，虽然微盘股指数近期持续上涨，但指数本身表现存在虚高情况。近期一些热门的微盘股策略产品相对比较成功，但后续仍需警惕投资微盘股的风险，要留意大小盘风格切换的趋势。