

“4倍快乐”变“4倍回撤”

## 小微盘股抱团瓦解风险敲响警钟

□本报记者 王辉

受期指基差收窄、小微盘股遭遇短期急跌等因素共同影响,今年以来在资管圈持续火热的私募量化DMA策略,在12月8日当周遭遇一轮“超预期”整体回撤。第三方数据显示,当周亏损幅度最大的一只DMA策略产品单周爆亏近8%,这对于股票多空中性策略类型的基金产品而言,无疑十分罕见。另外,当周国内头部量化私募中证500指增策略在超额收益上接近“全盘尽墨”的表现,也不得不令人引发遐想:现阶段国内量化管理人是否均在“小微盘板块”上有了巨大的风险暴露。

中国证券报记者11月末从私募业内调研采访的投资动态也显示,面对此前小微盘板块“烈火烹油”般的快速上涨,不少中小型的主观多头私募也在“淘金小微盘”上开启了一轮“新风潮”。12月8日当周量化指增、DMA策略的“短期俯冲表现”,是否意味着小微盘股抱团瓦解风险已然若隐若现?



视觉中国图片

## 罕见大回撤

业内人士表示,DMA(Direct Market Access)策略指私募管理人通过自身的交易终端直接连接到交易所进行下单交易的一种交易模式,DMA策略通常为100%贝塔风险对冲的股票中性策略,并通过收益互换凭证在券商交易平台实现多倍的交易杠杆放大,目前国内相关产品杠杆一般为4倍。在实际的交易运行中,该策略会通过量化选股的方式分散买入一篮子可能具有“超额阿尔法”的股票,同时用股指期货、融券等方式进行100%的贝塔风险对冲。换言之,在不考虑期指升贴水等对冲成本的情况下,该策略建仓的股票多头仓位涨跌表现,将直接决定这一策略的最终收益。

记者从某第三方机构获得的一份数据显示,12月8日当周,该机构监测到的15只DMA策略“网红产品”,有多达13只当周出现亏损。其中,3只单周大跌超过5%,亏损幅度最大的上海某中型量化私募DMA产品,一周净值暴跌7.69%。尽管一周亏损超7%对于权益基金产品而言并不少见,但考虑到DMA产品“股票多空中性”的属性,完全可以称得上是“巨亏”,甚至是“策略完全无效”。

另据记者了解,12月8日当周DMA策略的单周大回撤,在当周主流头部量化私募的量化指增产品的超额收益表现上,也能寻得“一定解释”。某券商托管监测数据显示,12月8日当周,该券商监测到的19家百亿级量化私募的中证500量化指增产品(目前国内私募行业有超过一半的量化指增产品均为中证500指增策略),仅有一家实现“正超额”,其余18家当周全部跑输对标的中证500指数。其中,幻方等知名百亿私募,单周超额收益均达到-1%左右,相关情况也是年内少见。

从A股市场的表现来看,12月8日当周正是小微盘股板块深度调整的一周。其中,万得小微盘股指数在经过此前“周线六连阳”的强势逼空和前11个月超40%的暴涨之后,当周则下跌2.71%;万得小市值指数也在“周线六连阳”之后,于12月8日当周自近8年多高点附近回落,全

周下跌1.64%。

对于DMA策略、中证500量化指增策略12月8日当周与“小微盘股板块”接近“逻辑自洽”的同步表现,多位量化私募负责人向记者进一步给出相关专业解读。

“12月8日当周量化业内超额收益的大幅回撤,主要源于市场风格从小盘切换到大盘成长股,同时前期‘热门动量股’大幅度跑输指数,对于小微市值股票的风险暴露更容易在此阶段体现。”蝶威资产总经理魏铭三称,“不过单个量化产品是否真正集中持仓小微盘股,还要综合动量因子等多种因素考量。”

知名量化多策略私募白鹭资管投资总监、合伙人张晨樱表示:“的确可能有部分量化管理人前一周是因为对小微盘股风格的暴露,产生了回撤。”不过在微盘股因素以外,当周市场“大盘高波风格”同时非常突出的行情在历史上也非常罕见,这样的小概率行情同样也可能导致部分策略模型出现较大回撤。

## 资金、收益是否“互为因果”

今年以来,在成长风格不断主导市场的同时,代表权重股板块走势的沪深300、上证50指数明显震荡走弱。而在市场的“另一端”,今年以来尤其是下半年至今,小微盘股异军突起,不断受到各路资金追捧,乃至“逼空式炒作”。截至12月15日收盘,万得小市值指数年内的涨幅已达15.86%,万得微盘股指数年内更大涨48.93%;同期,上证指数、深证成指、沪深300指数分别下跌4.75%、14.80%、13.69%。两相对比,今年小微盘股的表现几乎堪称“遥遥领先”。

对于小微盘股的逆势大涨,在陶山投资总经理孙玲玲看来,资金对于小微盘股的抱团,是不容忽视的关键因素。她认为,今年市场存量博弈特征十分明显,到了下半年,因北向资金的阶段性流出,市场甚至在某些阶段转向减量运行,这不仅导致“价值和成长的基本面阶段性失效”,也使得市场赚钱效应进一步集中在“抱团的小微盘股和某些主题热点”。

此外,有业内人士还提到了量化策略的“推波助澜”。第三方机构私募排网财富管理合

伙人曾衡伟认为,近期市场股指和成交的阶段表现相对低迷,不少资金在小微盘股上有“集中抱团”;而在此之中,则可能存在一些量化策略的“火上浇油”。“以DMA策略来看,因为DMA策略通常是低风险的股票中性策略,其在市场波动时可能采取风险对冲的策略,从而在小微盘股的上涨和回撤中‘扮演一定角色’。”曾衡伟如此解析。

张晨樱认为,小微盘股的收益(上涨)和资金的涌入,从根本上说可能是“互为因果”。

一方面,由于主观策略的公募、北上资金几乎不涉及小微盘股,加上难以融券做空,微盘股在市场下行时受到的抛售压力较小;同时微盘股体量较小,更容易被资金增量推动上涨。今年,投资者可以看到市面上出现更多的中证1000或国证2000增强产品,这也使得更多的量化资金往更小市值方向倾斜,其中一部分可能客观上也会增加微盘股的交易量。同时,这部分股票的流动性不如大盘股好,也就更容易被资金增量所推动。

另一方面,量化策略的本质就是用过去的数据分析历史规律,如果微盘股的收益较好,那么只要时间足够长,必然会被模型识别为一种可以盈利的方式。如果此时一部分量化机构选择增加微盘股权重,也容易进一步推高微盘股的收益。

## 盛宴终有散场时

来自三方机构的最新数据显示,得益于小微盘股方向超额阿尔法的“持续抱团掘金”,以及4倍左右交易杠杆的“放大加持”,截至目前,今年以来表现领先的DMA策略产品年化收益已经达到40%到50%以上。而在这第一梯队的“优秀产品”中,更有少数产品年内的绝对收益已接近“翻倍”。考虑到今年A股的市场大势,上述收益率表现无疑已堪称“惊人”。而对于这一点,有私募人士也同样有“异见”要说。

“我们认为,长期稳定高超额基本都会存在隐含风险,或者说尾部风险。一些容量大、波动低、收益高的DMA策略产品,今年已经体

现出超越资管行业‘不可能三角’的业绩,这其中一定存在风险暴露的幸存者偏差。”魏铭三称,股票量化多头的超额收益起码要能够经得起对标指数的大类风格因子的检验,同时也要基本符合对标指数的行业分布。而不能因为获取超额收益的竞争加剧,就迫使产品超额收益“贝塔化”,不妥当的风格择时很容易造成突然回撤。

另外,不少业内人士也同样在当前时点,从市场本身运行的角度,对小微盘给出了“偏于审慎的展望观点”。

畅力资产董事长、投资总监宝晓辉称,目前小微盘股仍能继续占优的主要原因是由于市场的“惯性”。在震荡调整市况下,资金在找不到投资方向时往往会在小盘股进行尝试。结合交易拥挤度、成交换手、筹码结构等方面分析,在上周量化DMA、指增策略的异常波动之后,目前小微盘股板块可能已经面临较高的“抱团瓦解风险”。

“从历史规律看,年末A股市场曾经多次发生过重大的风格频繁切换,站在当前时点,我们认为,之前的市场交易结构仍有很大可能出现反转,即热门的小微盘出现下跌,而一些高股息、政策预期强的板块逐步走强。”孙玲玲表示。

从定量分析角度,根据该机构测算,近期A股市场市值后10%的个股成交额占全部A股市场成交额的比例,已经上升至3.9%,这已经位于2010年至今十几年来84%的历史分位。从资金配置角度看,配置小微盘比例超过20%的公募基金数量近两周也已出现明显下降。结合近期量化策略的超额收益回撤来看,孙玲玲认为,小微盘板块抱团瓦解的风险可能已经“若隐若现”。

对于小微盘股的长期抱团上涨,上海某百亿级主观股票私募创始人进一步补充,投资小微盘股显而易见的是流动性的风险,比如在资金积累了一定的仓位之后,集中退出时可能会引起短期踩踏,类似于2021年上半年白马股抱团行情结束后的急跌。对于小微盘股来说,尽管其中的资金量没有当年抱团下的白马股板块那么大,但其流动性也同样远不如白马股,一旦抱团瓦解,后续市场反应可能也“不会小”。