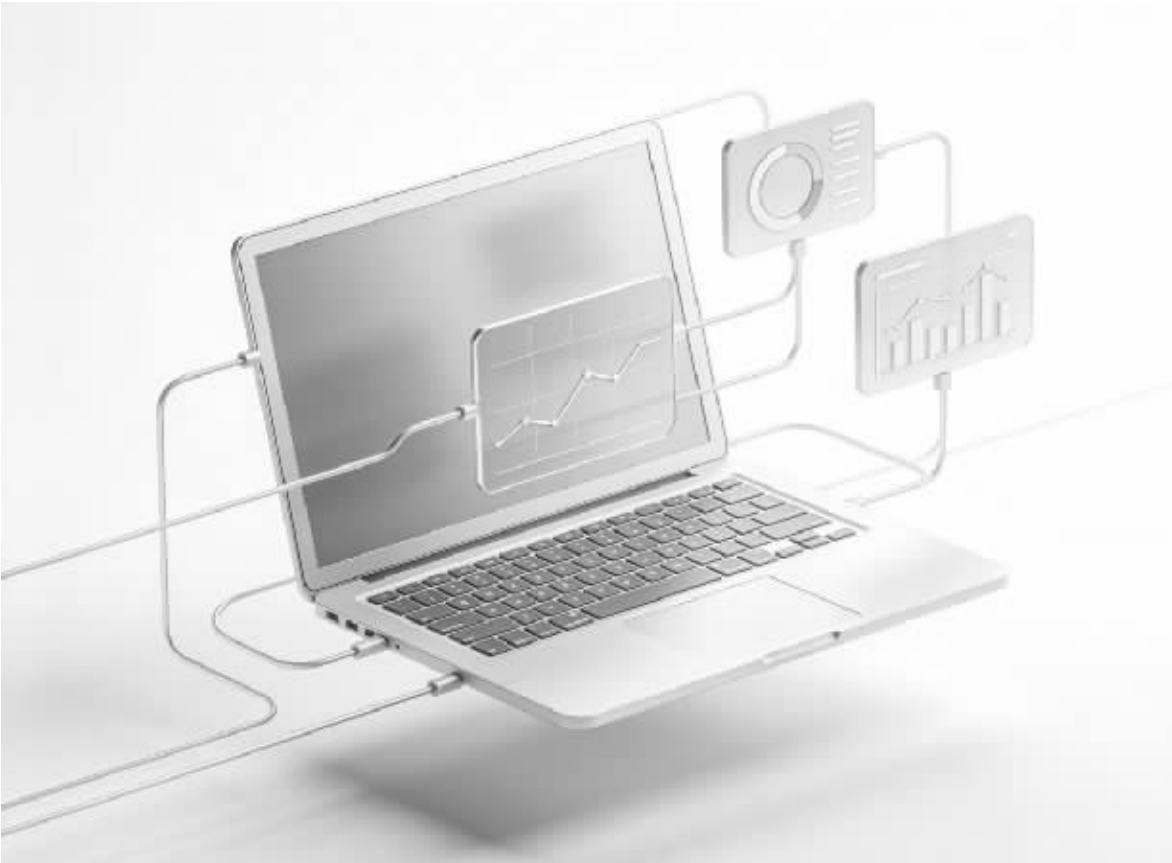


市场风格切换倒逼量化多头策略生变



视觉中国图片

近期，一场由科技股大幅波动引发的市场风格切换，让此前在成长赛道上“躺赢”的部分量化私募管理人遭遇显著回撤。交易拥挤度的临界突破与全球科技资产联动定价的负反馈，使得微观交易结构上的脆弱一面凸显。当盈亏同源的法则再次应验，量化行业也在重新审视风格暴露的边界与超额收益的可持续性。在阿尔法收益系统性均值回归的长期趋势下，一场从因子挖掘到风控理念的深度变革正在行业内部悄然铺开。

● 本报记者 王辉

在近期市场的快速回调中，科技成长主线首当其冲，前期积累了巨大涨幅的AI硬件赛道成为资金撤离的主战场。格上基金研究员焦冰向中国证券报记者表示，内因方面，交易拥挤度触及历史极值是核心矛盾。资金高度聚集于AI硬件赛道，使得微观交易结构极为脆弱，随着7月半年报披露窗口开启，资金从“炒预期”转向“看业绩”，获利盘集

中兑现的压力快速释放。外因层面，全球科技资产的联动定价机制放大了波动。韩国市场因杠杆产品暴露度较高率先触发去杠杆负反馈，部分存储巨头的同步回调，通过资金与情绪链条向全球传导。而美股巨头Meta计划出售算力的消息，则动摇了市场此前笃信的“算力绝对紧缺”逻辑，进一步加剧了预期层面的

松动。某百亿级私募市场部负责人向中国证券报记者表达了类似观点。他认为，此次量化策略的显著回撤是市场风格极端切换、策略竞争加剧以及行业超额收益衰减等多重因素叠加的结果。自2026年二季度以来，市场呈现出极致的风格集中特征，使得依赖量价因子的策略积累了显著收益，但动量

策略的本质是追随趋势，一旦市场方向逆转，策略因信号滞后难以迅速转向。“当大量资金采用相似策略押注同一赛道时，交易变得极度拥挤。一旦市场出现边际负面信号，获利盘的集中撤离会引发情绪共振。”该负责人说，这并非简单的市场调整，而是对整个量化行业在当前环境下共同面临的阶段性压力测试。

面对风格的切换，量化机构的策略模型正经历被动或主动的压力测试。业内人士普遍认为，下半年市场运行风格可能趋于均衡，此前单一押注成长的策略逻辑亟待修正。焦冰建议，量化机构应从三个层面做好策略准备。首先，必须加强风格暴露的硬约束，将行业 and 市值偏离度的上

限进一步收紧，同时适当降低交易换手率，减少在中高频拥挤赛道上的冲击成本，集中力量挖掘非同质化的另类因子；其次，行业正从依赖少数成熟因子转向拓展低相关因子赛道，通过精细化的风险监控避免单一风格过度集中；第三，在配置层面，风格均衡型配置更具价值，兼顾成长赛道的产业机会与价值

板块的防御属性，通过动态再平衡平滑风格轮动带来的冲击。上海某中型量化私募创始人则从投资者沟通与模型迭代的角度提出了看法。其认为，管理人必须展现出应对极端行情的能力。“面对极端行情，优秀的量化管理人通常会严格遵循模型信号，不随意干预决策，并在市场平稳

后迭代优化模型。”他进一步表示，领先的机构正通过完善风控约束、优化多策略、挖掘新阿尔法来源等方式，增强对各类市场环境的适配能力。这实际上揭示了行业竞争的关键转折点：未来的制胜关键或不再集中于单一赛道的进攻性，而在于全市场环境的适应性 with 回撤控制能力。

将目光放至中长期，量化策略超额收益的衰减已被业界视为一种必然趋势。在市场规模扩大与策略同质化的背景下，获取稳定阿尔法的难度正系统性提升。如何打破“内卷”，构建新的护城河，成为所有管理人必须回答的命题。焦冰向中国证券报记者阐述了中

长期获取稳定超额的四条路径：拓展低相关因子赛道、AI与投研流程的深度融合、构建多策略多频段收益来源以及精细化风控与动态敞口管理。其核心逻辑在于摆脱对单一风格或策略的依赖，在非拥挤领域深耕差异化策略，而非在传统量价因子上进行无效“内卷”。

前述百亿级私募市场部负责人也承认，在市场呈现“K型分化”、上涨集中于少数个股的行情下，量化策略分散持股、捕捉定价偏差的核心优势难以发挥，导致超额收益被持续摊薄。要应对这一挑战，必须接受超额收益系统性均值回归的现实，并通过技术迭代寻找新的阿尔法来源。有观点认为，本轮回撤

再次提醒市场，量化策略并非稳赚不赔，其表现具有明显的周期属性和行情适配特征。理解“盈亏同源”的本质，或许比单纯追求高收益更能体现量化投资的成熟度。当旧有的风格锚点逐渐失效，量化行业正站在一个从“贝塔的惯性”向“阿尔法的精细化”转型的必经路口。

小微盘“左侧磨底” 仍是配置组合“必要拼图”

● 本报记者 魏昭宇

近期，小微盘品种在A股市场中走出剧烈波动行情。Wind数据显示，截至7月30日，万得微盘股指数近三个月以来跌幅约20%。然而，在科技主线震荡盘整、大盘表现疲软的背景下，小微盘品种近日却展现出一定韧性。从深度回撤到韧性显现，小微盘品种的这一轮起落，既折射出小市值资产在风格切换期的流动性敏感特征，也显示了其在低位修复中的估值弹性。

面对“是否跌到底”的疑问，机构给出的答案显现分歧。部分机构认为，本轮调整本质是流动性挤压而非基本面恶化，经历深度回调后，小微盘品种估值弹性已相对充足，正处左侧布局窗口；也有机构基于大小盘约2年—3年的轮动周期，主动放弃小微盘因子带来的收益与风险。分歧的背后，实则是市场对小微盘策略定位的深层审视：在完整的资产配置体系中，它究竟是平滑组合波动的“必要拼图”，还是应当规避的“脆弱环节”？

小微盘品种近期显现韧性

近两个多月以来，小微盘品种经历了一波较大回调。Wind数据显示，截至7月30日，万得微盘股指数从5月11日的阶段高点下跌逾22%。拉长时间来看，万得微盘股指数今年以来跌幅逾8%。受此影响，金元顺安元启、诺安多策略等不少重仓小微盘品种的基金今年以来表现不尽如人意，普遍出现小幅亏损。值得一提的是，在近日科技震荡、大盘偏弱的环境下，小微盘品种展现出了一

定韧性。Wind数据显示，截至7月30日，万得微盘股指数本周以来涨幅5.62%，远超前同期沪深300指数下跌2.14%的表现；本月以来万得微盘股指数下跌1.32%，而沪深300指数同期跌幅为8.63%。相关基金也迎来小幅反弹。Wind数据显示，截至7月29日，华泰柏瑞量化阿尔法、中信保诚景气优选、富荣福耀等多只重仓小微盘品种的基金近一周以来的回报率超7%。

小微盘策略底层逻辑未受损

谈及小微盘品种近日的韧性表现，中信保诚基金分析，这主要源于市场风格“震荡再平衡”——目前A股增量资金不足、存量博弈特征逐渐凸显，高估值主线溢出的存量资金需要寻找估值较低、波动弹性相对充足的较低位方向。“小微盘品种相对适配当前存量资金的避险轮动需求，有望成为市场的关注点之一。经历前期持续深度调整后，大多数小微盘标的估值弹性空间或已相对充足。”

中信保诚基金进一步表示，小微盘风格当前属于“估值修复+存量轮动”行情，并非基本面驱动的系统性行情，后续可能存在明显约束。“从大类资产配置与组合管理的维度来看，小微盘策略也并非阶段性博弈的短线工具，而是完善组合风格结构、优化收益风险比、增强组合抗震荡能力的配置品种之一。”

盈米东方金匠投顾团队向中国证券报记者表示，近几个月以来，万得微盘股指数确实经历了显著的调整，这背后是多重因素叠加的结果。科技主线的资金“虹吸效应”是最主要原因。自5月以来，市场

资金高度集中于AI等科技赛道。在存量资金博弈的环境下，资金大量涌入大市值的科技龙头，导致小微盘品种遭遇了明显的流动性挤压，买盘枯竭。存量博弈环境下资金“二选一”，小微盘品种被边缘化，属于典型的结构性风格挤压。

此外，兴华基金投资总监黄生鹏提到，量化模型被动调仓与部分产品赎回压力，形成了对小微盘品种的持续施压。“需要强调的是，这本质上是流动性事件而非基本面恶化，小微盘策略的底层逻辑并未受损。”

小微盘品种跌到底了么？面对这一问题，黄生鹏向中国证券报记者表示，从估值角度看，目前小微盘品种已处于近年来较低水平，中大盘与小微盘的估值剪刀差亦处于历史较高位置。“同时我们观察到，7月以来小微盘品种对全市场的超额收益已开始回升，市场大概率正处在风格切换、资金轮动的时间窗口。短期虽有波动可能，但‘跌不动’的基础正在逐步夯实。”

配置思路出现分化

面对小微盘品种的疲软，也有机构选择“敬而远之”。一位量化基金经理张鹏（化名）向中国证券报记者透露，复盘A股历史上大小盘轮动的周期大约是2年—3年，呈现出较规律的周期特征。从2025年底开始，小盘风格相对于大盘风格就开始明显走弱，“未来两年小盘风格会进入到一个与大盘收益相对劣势的区间内，当然不是说它不涨，只是说它相对于大盘可能更弱一些”。

“小微盘品种的风险，我们基本上是

不愿意承担的。”张鹏表示，“经历2024年2月那一次比较大的回撤之后，我们下定决心不再要这个风险因子赚到的钱。宁愿损失一点超额收益，也不愿意去承受这个巨大的风险和波动。在具体操作上，我们团队所有产品的交易股票池都剔除了全市场市值后10%的品种。”

“从长期收益维度来看，A股小微盘品种存在持续的风格溢价。”中信保诚基金表示，在市场存量博弈、风格切换的周期中，小微盘品种有望持续产生区别于大盘核心资产的景气度。通常来说，完整的权益资产配置体系，可能需要覆盖大盘、中盘、小盘、微盘全市值维度，避免因配置盲区的存在使得组合风险暴露过于集中，小微盘策略或值得风险承受能力匹配的投资者适当关注。

盈米东方金匠投顾团队认为，尽管短期仍然承压，但从多维度指标来看，当下小微盘品种的投资性价比正在凸显，具备较高的中长期配置价值。当前小微盘品种正处于“左侧磨底”阶段，虽然尚未出现明确的右侧企稳放量信号，但配置性价比已明显提升。对于投资者而言，不建议一次性满仓抄底，而是更适合采用分批建仓的策略，通过分散配置来平滑择时失误的风险，耐心等待流动性修复与风格再平衡的共振信号。

在黄生鹏看来，当前小微盘品种的投资性价比处于近年来较高水平。估值已降至历史较低分位，前期的“科技抱团”客观上完成了对小微盘品种的“估值清洗”。值得注意的是，当前的机会更多是结构性的——那些基本面有支撑、因流动性引发估值非理性回落的小微盘品种，具备较好的投资价值。

传统资产ETF走强 机构看好消费赛道投资机会

● 本报记者 魏昭宇

7月30日，传统资产走强，白酒、银行等多类ETF表现亮眼，通信、半导体板块延续调整态势，相关ETF表现不尽如人意。近期，权益市场表现震荡。但在资金流向方面，增量资金却持续涌入股票型ETF。Wind数据显示，7月23日—7月29日五个交易日期间，超千亿元资金净流入股票型ETF。

传统资产表现强势

7月30日，传统资产迎来爆发，油气、白酒、银行、消费、红利等防御风格较强的ETF有较好表现。具体来看，基本面ETF建信当日涨幅最高，达4.58%，标普油气ETF富国、酒ETF鹏华、银行ETF天弘等涨超3%。

国联安基金表示，本轮消费复苏与红利低波板块的走强，由内外双重逻辑共振驱动。外部层面，全球资本市场波动加剧，海外主要股指及韩国股指震荡走弱。美联储利率决议落地后，内部分歧持续存在，市场普遍预期高利率环境持续，高估值成长资产估值承压，倒逼资金主动降低组合波动，转向稳健防御品种。内部层面，消费板块此前历经长时间深度调整，机构持仓筹码充分出清，交易拥挤度处于低位水平。红利低波板块估值回归合理区间，凭借稳定的现金流回报与可持续的股息率，在震荡市中具备突出的避险优势。

数据显示，科创赛道7月30日表现震荡，多只半导体、通信、人工智能、TMT主题的ETF表现不尽如人意。

博道基金的基金经理张迎军表示，AI行业方面需要关注三个商业闭环的形成进程：一是基础大模型ARR快速增长到盈利；二是云厂商的巨额资本开支形成可持续的商业闭环；三是AI诞生类类似于“移动互联网催生外卖”的新型商业模式。目前来看，仅第一层商业闭环已在部分企业中初步显现。如果在可预期周期内还看不到第二层商业闭环的可能性，那么云厂商巨额资本支出的持续性与AI基础设施巨大投入的回报可能被市场质疑，AI产业链相关股票的估值可能面临持续收缩的风险。

多只宽基ETF受资金青睐

近期，宽基赛道颇受资金青睐。Wind数据显示，7月29日，南方中证1000ETF、南方中证500ETF、华夏上证科创板50ETF单日净流入规模均超40亿元。易方达创业板ETF、华夏中证1000ETF、华泰柏瑞沪深300ETF等单日净流入规模均超20亿元。

值得一提的是，全市场股票型ETF已经连续五个交易日呈净流入状态。Wind数据显示，在7月29日、7月28日、7月27日、7月24日、7月23日，股票型ETF整体净流入额分别为410.46亿元、277.64亿元、142.90亿元、135.42亿元、178.09亿元。这意味着，全市场股票型ETF近5个交易日净流入超1144亿元。

消费板块迎来修复

随着近期市场风格调整，资金从拥挤度较高的科技赛道流出，逐步转向以食品饮料为代表的消费板块。估值处于历史低位、具备稳定现金流和高股息率食品饮料板块迎来修复。

工银瑞信基金判断，食品饮料板块近期上涨有较为明显的超跌修复特征，前期普遍经历深度调整，当前行业基本面已迎来改善。

从投资角度来看，工银瑞信基金分析，当前原油价格高位震荡，并通过运输成本、包装材料价格、农产品成本等向食品饮料行业传导。考虑到潜在的物价上涨预期，看好食品饮料板块中的四大方向：一是行业长期有较好成长性且市场份额领先的公司；二是具有刚需属性，年内收入确定性较强的公司；三是物价上涨预期引发供需关系拐点快速到来的公司，如部分乳制品标的；四是已提前锁价、成本影响较小的软饮料公司。

今年上半年，消费板块整体承压。在中信保诚消费机遇的基金经理管嘉琪看来，消费板块表现不佳有一部分原因是资金追逐AI等其他方向热点所致，部分公司在业绩预期和投资逻辑未出现明显变化的背景下，股价持续走低，机构在消费方向的配置比例也处于历史低位水平。部分传统消费标的赔率正在显著抬升，这种“深度下修+低估值+低持仓”的组合，是消费板块中长期价值修复的核心原因。

涨幅居前的ETF			
代码	名称	现价（元）	涨幅（%）
159916	基本面ETF建信	5.39	4.58
513350	标普油气ETF富国	1.26	3.88
512690	酒ETF鹏华	0.45	3.67
515290	银行ETF天弘	1.52	3.33
516840	汽车ETF南方	0.82	3.28
159518	标普油气ETF嘉实	1.18	3.16
516210	银行ETF华安	1.44	3.08
159928	消费ETF汇添富	0.70	2.95
159512	汽车ETF广发	1.13	2.90
560670	银行ETF华泰柏瑞	1.09	2.83

跌幅居前的ETF			
代码	名称	现价（元）	涨幅（%）
588170	科创板半导体ETF华夏	0.90	-8.37
589020	科创板半导体设备ETF鹏华	2.18	-8.29
159583	通信ETF富国	1.36	-8.27
588710	科创板半导体设备ETF华泰柏瑞	2.78	-8.23
588810	科创芯片ETF富国	2.30	-8.15
589100	科创芯片ETF国泰	0.83	-8.08
159994	通信ETF银华	1.08	-7.94
588020	科创成长ETF易方达	0.70	-7.93
159516	半导体设备ETF国泰	0.65	-7.93
588750	科创芯片ETF汇添富	2.15	-7.88

数据来源/Wind 制表/魏昭宇