

市场波动成压力测试 私募站在策略选择岔路口

□本报记者 王雪青 郝健



视觉中国图片

新客户赎回 老客户加仓

“我们这边比较明显的现象是,新客户赎回相对多,老客户加仓的比较多。”来自第三方基金代销机构的李平(化名)告诉中国证券报记者,一些在今年相对高位进入的新客户,安全垫不厚,在经历净值快速回撤后倾向于落袋离场、观望;而部分投资多年的老客户,会在确认管理人和策略没有发生本质变化后逢低追加。

追加并非没有条件。李平表示:“老客户是否继续买入,关键在于回撤能否被解释:是单纯跟随指数下跌,还是风格暴露带来的超额回撤,又或者是模型、组织架构和交易执行出现了问题。第一种情况加仓的最多,第二种情况不同客户会有不同的选择,第三种我通常会建议客户赎回。”

中国证券报记者从多家百亿级量化私募基金

理人得到的反馈是:确有部分资金加仓,并且以机构投资者为主。“回撤发生后,客户行为呈现出较为明显的两极分化。”一家规模超300亿元的量化私募基金管理人透露,“部分长期客户在充分了解回撤原因、确认策略逻辑没有发生根本变化后,选择继续持有,甚至逆势追加;另一部分客户则在产品经历‘深V’后,出于落袋为安、降低波动或调整资产配置考虑选择赎回。”

7月下旬深跌阶段,私募FOF管理人泓贝投资感受到客户情绪明显波动,咨询比往常密集很多。“大家关心的核心问题高度一致:市场还会跌多少?现在该怎么办?要不要先出来避一避?”泓贝投资创始人邵希说,其客户中没有出现恐慌性赎回,虽然有人表达增配股票的意见,

真正在市场恐慌时做出加仓动作的并不多。

“让个人投资者克服恐惧、果断行动,是一件非常困难的事。”她说,“这恰恰是FOF产品配置的价值所在——个人投资者难以在极端行情中保持理性和执行力,但FOF管理人可以在产品层面及时捕捉市场错杀带来的机会。”

私募FOF管理人的加仓动作相对果断。一位来自北京百亿级私募FOF的基金经理张楠(化名)表示,其客户以长期配置为主,7月没有出现大规模申赎;但FOF组合本身已主动加仓股票资产。在市场快速下跌过程中,该机构逐步提高股票类资产仓位,7月底加仓力度进一步加大,股票仓位由此前的30%至35%提高到40%至45%。

“7月这波急跌,在我们看来是很好的加仓机会。这部分加仓并不是投资人临时追加的钱,而是组合原本保留的流动性资金。”张楠说,“加仓产品主要包括中证500、中证1000指数增强产品及相关公募ETF,在管理人方面主要选择了管理规模在300亿元以上的头部量化私募。”

本轮下跌中,泓贝投资也使用组合内腾挪出的资金加仓了超跌的股票策略:一方面,通过再平衡操作,加仓股票资产使其恢复至原定配置比例;另一方面,主动逆向布局,当市场进入超跌区间后,主动对股票策略进行超配加仓。“未来待市场情绪修复、指数反弹到一定水平后,我们会再将股票仓位重新平衡回合理的配置区间。”邵希表示。

调整或是“小概率尾部风险事件”

私募排排网最新数据显示,其代销的私募基金7月平均收益率为-7.31%,为近一年最大单月跌幅。其中,中证500指增、中证1000指增产品平均分别下跌18.72%和19.96%;中小盘指数内部波动加大,也对量化选股策略的因子收益造成压力,量化选股产品7月平均下跌13.04%;与此同时,红利指增产品逆势上涨9.07%,成为7月表现最好的策略。

管理人之间的分化同样显著。中国证券报记者从第三方销售机构获悉,7月该机构代销的私募量化选股产品首尾业绩相差接近50个百分点;在中证500指增产品中,表现较差者净值跌幅超过30%,同期相关指数跌幅为17%,表现较好者的超额收益在6个百分点以上。

同为量化,结果为何相差如此之大?多位受

访人士将答案指向风格暴露。上半年,科技板块虹吸效应显著,主动放开科技、动量、高波动等暴露的产品容易获得较高超额收益;当科技交易拥挤度快速下降,前期收益来源也随之转化为回撤来源。还有部分管理人此前较少参与科技行情,后来迫于业绩和持有人压力提高相关暴露,又在市场突然转向时被“左右打脸”。

“量化管理人很难做到完全没有风格暴露。”张楠表示,“若把模型约束卡得极严,纯阿尔法收益可能很少;适度放开风格约束可以增强收益,却也意味着在风格逆转时承受更大的超额回撤。”

“前期行情主要由少数科技龙头驱动,资金向少数科技板块和个股快速集中,抱团程度甚至超过此前白酒、医药和新能源等阶段性行情。

在较为极致的结构性行情中,部分量价、反转和均值回归信号阶段性承压;市场快速调整时,原本相关性较低的策略也出现了同向波动,削弱了组合的分散效果。”上述300亿元规模量化私募基金管理人复盘称。

“流动性下降又进一步放大了冲击。”该机构表示,“外部市场的不确定性上升,进一步影响了投资者信心和风险偏好。市场低开后,避险、止损和调仓行为集中释放,在流动性阶段性承压的情况下形成一定的踩踏效应,放大了短期市场波动和产品回撤。”

“回撤期间,我们的策略运行、交易执行和风控都保持正常。”该机构反思称,“但是,我们对于市场结构变化的速度和部分风险暴露准备仍不够充分。此次回撤成为一次真实的压力测

试,暴露出组合在极端环境下的薄弱环节。”

在私募FOF看来,本轮调整更像一次“小概率尾部风险事件”。“下跌来得又快又急,几乎没有缓冲;大部分用于分散风险的配置策略阶段性失效。”邵希表示,“市场中性策略普遍出现负超额,叠加对冲成本后,普遍录得亏损;CTA策略中的股指期货类子策略,在单边剧烈下跌的环境中反复被止损;宏观多策略产品因为今年普遍在科技股上有一定仓位暴露,也未能幸免。”

“很多在历史统计中呈现低相关甚至负相关的策略,在本轮下跌中出现了相关性急剧飙升。”邵希说,“事后复盘,我们并不认为FOF的配置逻辑出现根本错误,相关策略上半年运行正常,年初布局依据的是长期胜率和策略逻辑,而不是押注尾部风险事件的发生。”

攻守天平如何摆放

经历回撤后,私募管理人在仓位、模型、风控等方面做了哪些调整?

在仓位上,近期私募仓位不降反升,彰显对后市的信心。私募排排网数据显示,截至7月24日,股票私募仓位指数升至84.12%,创近220周新高;仓位在80%以上的股票私募占比达到70.43%。百亿级私募加仓尤为积极,96.09%的百亿级私募仓位在五成以上,72.32%百亿级私募的仓位在80%以上。

在投资策略方面,对于绝大多数量化私募而言,阶段性回撤并不意味着模型需要推倒重来;但管理人会复盘超额回撤的来源,判断相关策略究竟是受市场环境因素影响而暂时失效,还是

底层逻辑发生变化。

“我们不会因为短期回撤就推翻模型,但会区分暂时失效与结构性失效的策略。”一位头部量化私募人士表示。

不过,本轮超额回撤暴露出部分模型的风格敞口过于集中。经过本轮调整,一些回撤较大的量化管理人已经收紧风格暴露约束,更严格地控制模型在市值、成长、动量等因素子上的敞口,避免单一风格因子在极端行情中主导组合表现,进而造成超出预期的净值波动。

与此同时,部分管理人开始重新审视因子库的构成,考虑增加一些长期有效但在本轮行情中表现相对稳健的低波、质量类因子权重,降

低对高频量价因子的过度依赖,以提升策略在极端环境下的稳健性。

持仓结构同样成为复盘重点。本轮下跌中,偏价值风格、行业配置相对均衡的管理人受损程度普遍较轻。多位业内人士预计,未来私募管理人将更加重视行业分散、个股质量和安全边际,减少对单一赛道的集中押注。

“科技行情持续时,客户几乎每周都会问我们是否提高双创仓位,我们压力很大。”一家曾严控风险暴露而业绩承压的深圳百亿级量化私募人士称,“不过投资团队扛住了压力,坚持获取不依赖单一风格的纯阿尔法。代价是上半年阶段性跑输同行,但也在这次下跌中赢得了正超额。”

极端行情也成为筛选基金管理人的压力测试。邵希表示:“经过这轮考验,我们在筛选底层管理人时,会额外关注两个核心能力。一是超额收益的稳定性,尤其是市场风格切换时能否守住超额,这反映了风控体系的严谨性和因子来源的多元化程度;二是回撤后的修复速度,修复较快往往意味着策略逻辑仍然有效,而非依靠阶段性运气。”

市场仍在震荡中变化,产品开放日还会继续到来。经历这一轮急跌之后,市场检验的不只是私募管理人能否抓住反弹,更是其能否让投资者看懂风险、承受波动,并在下一次风格切换到来之前,真正提高组合的韧性。