

量化指增“剪刀差”：从归因到配置再校准

□本报记者 王辉

今年以来私募行业的量化指增策略业绩,出现了醒目的“剪刀差”。第三方机构数据显示,今年上半年,量化私募行业沪深300指增平均超额收益7.28%,中证1000指增4.07%,而中证500指增仅为0.85%。涨幅最大的指数(中证500),反而成了最难做出超额的地方,大量中证500指增产品甚至未能跑赢指数。7月市场显著调整,全行业超额进一步承压。当“买什么指增都能赚”的阶段过去,归因、迭代与配置的再思考,正在成为量化行业 and 投资者共同面对的新命题。



视觉中国图片

“剪刀差”从何而来

分析人士认为,上半年的“剪刀差”,本质上是市场结构与策略暴露的匹配差异。尚艺基金总经理王峥的归因直接明了:今年个股的收益较多集中在少数科技和高动量股票,严格分散持仓、控制行业偏离的产品,反而容易低配强势成分股。与此同时,动量因子占优,小市值、反转和低估值等传统因子表现不佳,不同管理人在因子配比、调整速度和风险约束上的差异,进一步放大了业绩差距。某百亿级私募市场负责人则从市场结构层面给出了补充。第二季度全市场下跌个股近七成,成交量与上涨高度集中于少数板块个股,量化策略分散持仓的特征在这类抱团缩圈行情中

天然承压。更为关键的是,指数内部的行业权重与市值结构在极致分化中被显著放大。“中证500今年的涨幅集中于少数热门科技股,分散持仓难以捕捉暴涨权重股,指数内可选超额空间被系统性压缩。”业内人士认为,当指数的上涨本身高度依赖少数权重股时,量化指增“分散持股”的优势就会被反转为“分散踏空”的劣势。这是一个值得所有量化指增策略管理人警惕的信号:基准指数的结构特征,正在成为影响超额收益的隐形变量。上海某中型量化私募的合伙人周杰(化名)上半年经历了一场不大不小的信任危机。

他管理的产品线中,中证500指增超额收益不到2%,在中大型管理人同类产品排名不尽如人意。渠道传递过来的客户反馈很直接:“别人家的中证500指增超额能到5个点、8个点,你们为什么这么差?”周杰复盘后发现,原因并不复杂:他的模型严格控制了行业偏离度,而上半年中证500指数的涨幅高度集中在科技主线权重股上。“我们是分散选股,天然容易低配那些涨得最好的科技股。模型没有失效,是市场结构太极端了。”但客户的耐心有限,上半年他遭遇了两笔大额赎回。锐天投资市场合伙人姜卓希更看重拥挤度

因素。不同指数的拥挤度不同,超额获取难度随之分化。当大量资金涌入同一指数赛道,管理人的因子体系、风格敞口和规模约束差异,会进一步拉大同一策略线内部的业绩鸿沟。7月全行业超额普遍转负。姜卓希观察到,多数管理人7月的超额回撤,与上半年的收益来源高度一致,“盈亏同源”的特征十分明显。周杰的经历则从个案层面验证了这一判断:7月科技股急跌,市场上不少中证500指增产品净值单月回撤超过20%,而他管理的产品回撤幅度控制在8%以内,单月超额甚至“小幅为正”。周杰说,这恰恰说明了一个问题:短期排名并不能代表管理人的真实能力。

迭代与风控的“新考卷”

面对市场与行业的新变化,未来量化策略迭代的重点是什么?多位受访者的共识是:不应追逐当前表现最好的因子或风格,而是降低对单一风格和单一信息来源的依赖。有量化私募人士表示,上半年中证500指增等策略线超额收益的“地板化”,实际上给行业带来了警示:当一个策略线的超额收益中位数趋近于零,意味着原有的因子体系和风控框架已经不足以应对当前的市场结构,“必须在把控好动态风控的同时,从策略底层逻辑上做出实质性的改变,而不是在原有框架上修修补补”。好买基金研究中心研究总监张锦升给出了三条具体路径。一是拓宽信号来源,增加基本

面、事件、微观结构及另类数据等低相关信号,并建立信号衰减的监测与快速淘汰机制;二是把归因日常化,将风格、行业、个股贡献拆解清楚,避免把风格贝塔误判为阿尔法;三是在风控上对风格和行业集中度设置动态上限,针对极端轮动做好压力测试与回撤预案。前述百亿级私募市场负责人补充了两个操作层面的方向。短期可围绕成交执行与组合管理优化持仓,平滑极端环境下的交易磨损;长期则应通过多资产、多策略架构,降低组合对单一资产、单一风格或单一宏观变量的依赖。王峥进一步提示,风控的“嵌入性”非常重要。真正有效的风控应嵌入组合构建的全过程,而不是等到出现回撤后再被动止损。他同时认

为,当前市场风格轮动较快,量化机构“主动做出的调整”本身面临一定的操作风险。据中国证券报记者了解,当前部分头部量化私募已经在风控体系中加入“因子拥挤度实时监控”和“极端轮动情景压力测试”模块,将风险管理的颗粒度从组合层面下沉到因子层面,在风格切换发生前就主动降低相关因子的暴露权重。经历了这次“过山车”,周杰对风控和“纯净超额”的理解也更进了一步。他近期做了两件事:一是将行业、风格偏离度的硬约束和动态风控进一步优化,进一步压低组合在单一方向上的暴露;二是在因子体系中增加了更多基于基本面质量的低相关因子,用以对冲动量等量

价因子在市场风格剧变时的失效风险。“把风控做在事前,比事后止损重要得多。”周杰说。这个道理看似简单,但真正执行起来并不容易,它需要管理人在面临短期排名压力和赎回压力时,仍然有底气坚持自己策略的底层逻辑。一个值得注意的变化是,近期越来越多的机构和渠道开始主动询问他关于风控细节的问题,而不再只是盯着收益数据看。姜卓希从因子层面进一步补充称,未来量化机构应持续拓展多元化、低拥挤度的因子储备,增强模型在市场快速轮动环境下的自适应能力。张锦升则用一句话概括了风控的底层纪律:“宁可牺牲短期排名,也要追求超额的稳定性。”

投资者如何“对号入座”

在不同指增策略线超额“剪刀差”持续显现的当下,分析人士认为,从投资者的视角看,不同指数之间没有天然优劣,只有风险收益特征和适配场景的差异。投资者应先选指数,再选管理人。有渠道人士表示,今年以来指增产品的一个典型变化是:过去客户问的是“哪只产品涨得多”,现在越来越多的客户开始问“这只产品的超额从哪里来的”。这反映出投资者的关注点正在从绝对收益转向收益归因,但整体来看,大多数高净值客户对贝塔和阿尔法的概念仍然模糊,“一看指数涨了,就要求产品必须涨得比指数多,这种预期错配在渠道端非常普遍”。

对于管理人和产品的筛选,融智投资FOF基金经理李春瑜给出了“四步法”:一不能只看短期超额业绩,警惕短期行情带来的阶段性高超额;二要匹配基准指数风险特征,区分贝塔收益与管理人创造的阿尔法收益;三要关注产品规模对超额的约束,规模过大容易抬升交易冲击成本;四要做好分散配置,不要把全部资金押注单一策略,同时做好持有周期规划。王峥对指数“底色”的拆解则更为具体。他表示,沪深300通常波动相对较低、流动性较好,但行业集中度较高;中证500相对均衡;中证1000和中证2000个股差异更大,理论选股

空间更丰富,但波动、交易成本和流动性风险也更高。“某类指增阶段性领先,并不代表长期更优。”张锦升从配置层面上给出了更为稳健的投资建议:投资者应结合自身风险承受能力与资金期限选择基准指数,并通过多指数、多管理人、分批配置,降低对单一风格和单一收益来源的依赖。此外,姜卓希进一步区分了“形式分散”与“有效分散”。在姜卓希看来,有效的分散不仅是针对不同指数的分散,更关键在于实现收益来源与风险维度的分散,“投资者应优选超额逻辑具备差异化的机构搭配布局,规避策略趋

同引发的潜在波动。”有量化私募人士透露,投资者对指增产品最容易产生的误区,是把“指数涨了多少”和“产品应该涨多少”画等号。实际上,当贝塔本身波动放大、风格切换频繁时,阿尔法的阶段性衰减是正常现象,而非策略失效。指数或指增策略只是工具。当市场风格切换加速,任何一类指增产品都可能经历阶段性的超额低谷。对投资者而言,真正需要做的不是追逐短期领先的指数赛道,而是在理解自身风险承受能力的基础上,找到超额可归因、风格有约束、容量有纪律的管理人,然后对真正经过检验的策略,保持耐心。