

# 公募看量化投资：并非稳赚不赔 加强监管正当其时

证券时报记者 王小芊 吴琦

近期，被贴上“砸盘元凶”、“助涨杀跌”、“割韭菜”等标签的量化投资站在风口浪尖，一时成为众矢之的，深陷舆论漩涡。

针对量化交易引发的问题，9月1日晚间，证监会指导上海、深圳、北京证券交易所出台了加强程序化交易监管系列举措，股票市场正式建立起程序化交易报告制度和相应的监管安排。业内人士认为，对程序化交易的监管有助于规范正在快速发展的量化交易行为，对行业整体发展是利好。

那么，量化到底做了什么？对于市场的波动，量化是否起到了“助涨杀跌”作用？量化是“稳赚不赔”吗？公募量化未来路在何方？

## 是否“助涨杀跌”？

近期，A股市场大幅震荡，市场对量化基金“助涨杀跌”的质疑不断。有观点认为，量化策略趋同交易，加剧了市场波动，干扰市场正常运行。“量化背后是机器，玩的是T+0，有融券优势，口口声声给市场增加流动性，但实际上是蹭流动性，实际上，量化基金青睐的大多是热门赛道的龙头股，这些股票根本不缺流动性，那么多无人问津的垃圾股、中小市值股，包括业绩不错估值也很便宜的大盘蓝筹股，量化基金为什么不去蹭这些股票的流动性呢？”一位市场资深人士这样表示。

博时基金指数与量化投资部投资副总监兼基金经理刘钊从交易的原理上向证券时报记者表示，“助涨杀跌”有专门的量化语言，叫做“动量”因子，或者“动量”策略，它是量化策略中的一种。“从使用规模来看，动量占比并不大。事实上，更多一类的量化策略是‘反转’类策略，即高抛低吸。”

在刘钊看来，反转类策略非但没有加剧市场波动，还会减小市场的波动。“今年以来，A股的波动率降低得非常明显，显示出‘反转’才是今年市场的主导因子和主导策略。”他说。

西部利得基金主动量化投资总监盛丰行表示：“近几年量化基金业绩颇为亮眼，正是由于其逆势交易的特性，股票投资是通过低买高卖获取收益的，量化的存在降低了市场波动，在熊市中增强了市场抵御极端状况的韧性，在牛市中把疯牛降速为慢牛。”

沪上某基金量化总监则从资金的角度进行了观察。在他看来，市场长期的波段并不是由量化资金推动的。他认为，量化的交易虽然用到了很多高频数据，但主要优势是找到了很多市场短期的超涨超跌。从量化的资金构成看，占比较高的是指数增强基金，这类产品更多是调结构或换成份，而不是主动调仓位，在大势上的影响力无法比肩公募权益和保险等大资金。

“整体上，我们认为量化‘助涨杀跌’加剧波动的观点不够准确。”华泰柏瑞基金量化与海外投资部告诉记者。在他们看来，量化作为市场重要的参与者，与主观投资、被动投资一起，为股市提供了流动性，特别覆盖了机构关注度较低的小盘股部分。作为不同策略加工不同的投资信息，量化投资持有不同的观点，从不同的角度参与市场，从而相互制约相互博弈，有利于市场效率的提升。

华东一位公募量化从业人员表示，从管理的资金总规模上看，当前私募量化比公募量化更大一些，对定价权也更高一些，但是这并不能说明私募量化造成的市场波动比公募量化或者主观投资更大，目前数据并不支持这一说法。

从量化投资策略覆盖的个股来看，其“全面撒网”的特征大幅提升了微盘股的流动性。例如，基金2023年度半年报数据显示，有16只基金持股数量超过600只，其中多数为量化策略基金，国金基金旗下2只量化策略基金持股数量甚至超过了1700只，覆盖了较多并未被主观交易策略覆盖的公司，基金累计买入、卖出金额超出期初基金资产净值2%或前20名的股票数量仅在100只左右，基金的买卖对个股的波动影响较小。与此同时，公募量化基金规模水涨船高，有望持续为市场带来增量资金。

不过，记者注意到上述量化基金持有的千只个股中，不少为业绩亏损的“问题股”，这显然与“公募基金积极引领资本市场价值发现的功能，对绩差股等问题公司敬而远之”的理念是相悖的。



近期，量化投资站在风口浪尖，一时成为众矢之的。针对量化交易引发的问题，9月1日晚间，证监会指导上海、深圳、北京证券交易所出台了加强程序化交易监管系列举措，股票市场正式建立起程序化交易报告制度和相应的监管安排。业内人士认为，对程序化交易的监管有助于规范正在快速发展的量化交易行为，对行业整体发展是利好。

吴琦/制图 图虫创意/供图



整体而言，有专业人士承认，在小部分个股上，部分量化基金运用程序化交易的高频交易策略或会加剧个股的波动，但对整体市场波动影响较小。虽然公募量化中，以高频交易为主的量化策略占比较小，但是应该警惕这类策略的扩张。

此次，监管层对程序化交易的监管是“对症下药”，此举有助于规范量化交易行为，对行业整体发展是利好。随着公募量化的不断崛起，监管层的未雨绸缪，有利于积极引导行业健康发展。

## 并非稳赚不赔

“无论是主动权益基金，还是游资，抑或是量化、程序化交易，只要是合法的规则赚钱，都没问题。但如果钻了制度的漏洞，给A股市场输出的是负向价值，不断加剧市场波动，让资本市场资源配置和价值发现的功能得不到彰显，和广大中小投资者不在同一个游戏规则里面，这样的交易就应该受到约束和限制。”深圳一位从事20多年投资的游资人士表示。

今年以来，A股整体赚钱效应较差，无论是私募还是公募，量化交易业绩却整体好于主观交易，这一现象或加剧了市场对量化交易“割韭菜”的看法。

市场上有观点认为量化是“稳赚不赔”的万能投资工具，但实际情况并非如此。多位接受

证券时报记者采访的业内人士有不同看法。

中欧基金认为，公募量化也会有大小年，以基本面量化策略为例，该策略想要奏效，需要满足一定的市场环境。近年来，尽管A股仍具备阿尔法机会，但市场领涨行业差异较大，频繁追热点不切实际，追求系统化投资、分散配置的量化基金在震荡分化行情中为投资者带来了更好的体验。不过，当市场风格变化时，基本面量化策略的效果就相对一般。

首先，在核心赛道投资主导的市场，量化选股处于劣势。比如2020年，量化普遍持仓分散，在“一九”行情中，市场只有很少的头部股票涨幅较高，分散投资收益比不上集中投资，量化基金平均业绩难以跑赢主动权益基金。同时，在市场风格发生极端转换的时候，比如2019年2-3月市场从价值风格转为成长风格以及2021年2月-3月市场从消费转为科技，这时候量化交易容易阶段性跑输市场。

其次，在行业配置方面，在成长板块如TMT、光伏等行业，量化模型往往前瞻性不足。在成长新兴板块，更需要体系化投研的支持。此外，模型构建方面也需要持续迭代。如果不纳入新的基本面逻辑，模型就有可能失效。以化工板块为例，2017年以前，包括最有经验的研究员，通常都是需求波动为主导的分析，没有经历过“供给侧改革”。而在最新的模型里就纳入了产能的紧缩等指标，使得模型更全面。

盛丰行认为，量化策略的短期优势仍在，长

期若量化基金占比提升，业绩优势将变得不明显。华泰柏瑞基金量化与海外投资部也认为，任何一种投资策略都是有周期的，受宏观环境等外部因素影响，也受策略容量影响，“资金是逐利的，当任何一个策略赚取了超越市场平均的收益，资金就会来增配这种策略，直到收益率被摊薄，超额收益消失。量化策略是这样，主观策略同样是这样。”

也有部分观点认为，量化策略业绩将长期跑赢主观投资业绩。

刘钊相信量化交易业绩好于主观交易会是一个长期趋势。他认为，量化的本质是以一种科学的方法和态度来进行投资操作，“炒股”也需要科学的方法。所有好的科学方法都会被引入到投资操作中，最近流行的人工智能亦只是其中之一。

沪上某基金量化总监对此表示认同，他表示，由于业绩竞争排名的残酷，主动基金会有赛道化、标签化的趋势，进而带来一些市场变化，具体趋势包括量化资产配置解决方案走上前台，赛道里的ETF（交易型开放式指数基金）或行业指数量化增强基金逐步被接受，宽基量化指数增强基金被大资金更多配置等。

## 无需“神化”或“妖魔化”

事实上，量化交易之所以时常被推上风口浪尖，一方面源于量化交易体量爆发式增长，其规模的增长被认为加大了对市场的影响程度；另一方面量化交易产生的低回撤、稳健的收益，这在国内市场投资收益趋低的环境下，显得“扎眼”。

多数公募基金业内人士呼吁，无需“神化”量化投资，更无必要“妖魔化”量化投资。监管层应该积极引导发挥量化的优势，投资者应该理性看待量化投资对市场带来的积极变化。

在业内人士看来，某种意义上，当下生态的产生是股市发展的必然过程。“策略兴起的表象下，实际反映的是中小投资者（基民）甚至机构的投资偏好。每个策略有自己的发展周期，因为策略在拥挤度的提升到顶后，势必导致阿尔法下降，有个自热到冷的过程。”华泰柏瑞基金量化与海外投资部表示。

比较典型的例子是2017年到2021年主动选股基金获得较大增量资金优势，主动选股基金的定价话语权越来越集中，逐渐造成了单方面抬抬行业龙头股票，踩压中小盘股票的局面。不过，在2021年春节后，白马股交易拥挤度过高，很快就发生了踩踏行情。

实际上，国内公募量化投资已发展多年，有高光时刻，也有低谷阶段。公募量化之所以又迎来风光时刻，与市场风格发生的较大变化息息相关。在风格轮动频繁的当下行情中，主动权益基金很难维持较高绝对收益和较低回撤，公募量化凭借分散化投资和严格的风险控制制

势而如鱼得水。华泰柏瑞基金量化与海外投资部认为，当前量化短期交易策略较热，吸引了较多资金涌入，但随着其拥挤度不断攀升，达到策略容量上限后，阿尔法收益越来越难获取，量化短期交易策略的规模自然会下降。

“量化交易使得市场的博弈强度加大。”刘钊表示，量化机构的规模不断增长，带来了量化策略内部的激烈竞争。

上述华东公募量化从业人员表示：“我们一贯认为，不同的投资策略和市场参与主体同时参与市场交易，是可以增加市场的厚度和宽度的，有助于改善市场的流动性和价格发现功能，使市场变得更加有效率，对资本市场更加有利。”不过，他也特别强调，如果有市场操纵或者不公平对待投资人等违法违规行为，不论是量化还是任何其他机构或者个人投资者，都应该加强监管，一经查实，需要依法处罚和限制。

## 公募量化路在何方？

目前来看，国内公募量化投资的发展远不及私募量化，体量仍比较小，发展一波三折，最新规模不足3000亿元，占公募市场的比例仅有1%。业内人士普遍认为，量化作为投资工具和投研方法有着较好的发展前景，在丰富投资策略、价值发现、提升投研效率、资产配置等多方向应用广泛。作为普惠金融，公募量化产品也将为投资者提供多样化的配置选择。

华泰柏瑞基金量化与海外投资部表示，指数增强策略在成熟市场规模已经很大，A股随着不同风格、板块的指数的逐步补充，对标各种指数的增强策略的发展机会也非常巨大。在目前各种衍生品不断扩充的背景下，风险对冲手段逐渐丰富，未来对冲成本将控制在较小水平，因而更有利于以绝对收益为目标的中性策略。

其他类量化策略则更加灵活，可以涵盖仓位择时、择风格、择行业和择股，也可以是多策略的，如FOF（基金中的基金）策略、债券量化策略、商品期货CTA策略（管理期货策略）、衍生品投资策略等，如果监管可以更加精细化，允许公募基金合理合规应用多样化的市场工具，其他类量化策略也同样具备发展潜力。

“挖因子在A股市场已经非常内卷，挖到更有效、更持续的因子，成了事倍功半的事。”中欧基金表示。但是站在公募基金角度，中欧基金认为，还可以深度挖掘基本面的逻辑，挖掘那些对基本面研究更深的大脑如何看待A股本土化的好公司、行业景气度，由此构建出以基本面为基础、用数据赋能的量化模型，才是适合A股本土化的模型，才能长期在A股中创造阿尔法。

不过，相对私募量化，国内公募量化仍受到诸多束缚，策略容量较为有限，此外，还受到私募量化的冲击成本。随着规模的增加，公募量化获取超额收益的难度逐步加大，例如国内今年业绩突出的主动量化基金普遍处于限购状态，惠及人群较为有限。

华南一位公募量化人士表示，公募量化的约束过紧，私募量化的规划过于宽松，呈现两个极端。例如，公募不能日内反向，甚至隔日的反向也有一定的限制，但私募量化存在大量的日内反向交易，私募的日内高频T+0还会提高公募基金的交易冲击成本。该人士建议，应该限制私募的日内高频T+0交易，修改诸如如此的规则，缩小公募、私募两个投资主体之间的规则差别，为所有市场参与者，特别是具有普惠功能的公募基金，提供一个公平竞争的环境。

9月1日，证监会指导证券交易所出台加强程序化交易监管系列举措，发布《关于股票程序化交易报告工作有关事项的通知》、《关于加强程序化交易管理有关事项的通知》。与此同时，沪深交易所也发布公告称，对程序化交易投资者的证券交易行为实行实时监控。

兴银基金指数量化部对此表示，程序化交易报告制度和监管安排的发布，明确市场对程序化交易监管的预期，对引导程序化交易规范发展具有重要意义，也将进一步促进证券市场稳定健康发展。

还有公募人士表示，加强程序化交易监管举措有助于规范量化交易行为，部分以高频交易为主要投资策略的私募基金或受影响，对公募量化交易几乎没有影响。未来，加强对量化的监控以及在监管允许的情况下拓宽公募量化的投资策略，将是大势所趋。

