

# 量化策略创下史上最大回撤 多家量化机构重新审视“初心”

证券时报记者 许孝如

春节前两周,A股市场上演了罕见的大幅波动行情,微盘股的急跌导致量化行业遭遇前所未有的冲击。

证券时报记者从相关渠道获悉,量化私募基金节前净值出现大幅下跌,不少产品创下史上最大回撤。此外,不少量化“大厂”自营产品以及DMA产品亦损失惨重,部分自营亏损高达20%~50%。

自2月19日以来,灵均、世纪前沿、杭州龙旗等多家百亿私募发布产品运行说明,对此事件进行复盘和反思,并向投资者致歉。

此次量化行业集体踩雷的原因是什么?量化的负超额是否会延续?背后暴露出哪些问题,又给行业未来发展带来哪些启示?记者就此进行了多方采访,尝试回答上述问题。

## 多家量化机构复盘踩雷

龙年开市首日,节前最后一周量化私募产品的业绩陆续出炉,不少头部量化净值大幅下跌,罕见的负超额收益也让投资者大跌眼镜。

据渠道数据显示,龙旗、幻方、启林、九坤、卓识、稳博等多家百亿量化私募旗下中证500指增产品节前最后一周的负超额收益均超过10%,甚至接近20%;灵均等多家量化旗下中性产品则普遍跌逾10%。春节前两周,部分私募净值累计跌幅高达20%,不少产品创下史上最大的跌幅和超额回撤。

由于此次量化的超额回撤比较严重,也引发了投资者的极大关注。近日,多家头部私募发布产品运行说明,对此事件进行复盘和反思,并向投资者致歉。

2月19日,杭州龙旗发布《杭州龙旗基金产品运作说明》称,旗下基金产品,尤其是多头类型的产品表现不佳,经历了非常痛苦的两周。“春节最后几天的行情远比我们预想的更为猛烈,从2月5日开始,主力救市资金转移到了中证500和中证1000。当周前三个交易日中证500拉涨11.97%,大量的资金抛售小市值股票,转而持有中证500和中证1000成份股。小票发生踩踏,出现流动性危机,个股中位数跌幅为6.82%。但我们在2月5日至7日一直坚持没有人工干预模型的选股域,仍然保持全市场选股,导致我们的超额出现了巨大的回撤。”

2月7日下午,杭州龙旗进行人工干预后,却没想到市场风格急剧切换。“主力资金开始拉中证2000ETF,中小票报复性反弹,中位数上涨7.35%,而前期强势的500指数与300指数反而处于尾部10%分位数,前一日的风控措施让我们错过了大幅的反弹空间,最后导致2月8日当周的超额表现非常差。对于这样的表现,我们深感自责和抱歉。”

百亿量化私募世纪前沿在《运作

声明》中也表示,此次小市值指数贝塔和阿尔法超额同时回撤,主要是挤兑性卖出和调仓引发的短期流动性危机等多重市场风险事件的连锁反应导致。

2月20日,灵均和玄信也发布产品情况说明。灵均投资表示,2月5日至8日,市场上大量资金避险性地扎堆进入中证500/1000ETF成份股,导致成份股内的股票相对于成份股外的股票出现了明显的上涨。伴随着市场波动的进一步加剧,更多管理人开始收紧风格敞口来贴近指数,这直接引起中证2000及中证2000外的股票出现了进一步的流动性踩踏。

玄信则表示,此轮市场环境,是汇集了长期下跌、雪球、基差、大小盘极致价差、流动性问题等多重因素共振的结果,非常罕见。“在这场危机中,玄信整体回撤相对可控,公司层面也没有受到DMA等负面影响,经营状态稳定。”

思源量化投资总监王雄告诉记者,节前最后一周,小微盘流动性危机爆发,中证500和中证1000暴力反弹,剪刀差达到了极致,成份股之外的全市场个股暴跌和成分股爆拉形成了冰火两重天,所以超额惨遭“双杀”。

## 自营和DMA损失惨重

据证券时报记者了解,除了指增产品以外,此前大火的DMA策略和神秘的量化“大厂”自营策略亦损失惨重,部分自营亏损高达20%~50%,不少量化私募的员工也未能幸免。

其中,量化的自营策略大部分都加交易杠杆,用股指期货对冲。过去几年,不少量化“大厂”的自营策略业绩远跑赢对外发行的资管产品,积累了丰厚的收益,甚至光自营就有几十亿元的规模,不对外开放而且十分低调,不少自营策略是作为员工福利让员工参与的。

DMA产品,通常是指“私募管理人通过和券商收益互换对冲加杠杆的交易模式”,以市场中性策略为主,并带有2~4倍交易杠杆。由于去年是小盘股的结构行情,不少DMA产品此前抱团微盘股而业绩亮眼,引发各家券商重点研究和布局。

有渠道人士透露,量化“大厂”的自营和DMA产品加杠杆做多微盘股,配以对冲中证500股指期货。然而,节前500指数大涨,期货空头损失惨重;微盘股崩塌,股票多头又是暴跌,两边挨打损失惨重。

杭州龙旗表示,“龙旗的投研团队对于产品的亏损也感同身受,因为我们的员工基金运行的量化多头策略和其他量化多头策略完全一致,也面临着非常大的回撤。”

量道投资合伙人李喆称,“在这样比较极端的风格行情里,很多投资人都忘记一个常识——我们的行为会



图虫创意/供图 霍超/制图

反过来影响市场。像微盘股这种行情,我们从常识中是可以很容易得出结论的,它是不可持续的。”

“很多量化管理人,也不是主观去追微盘股的,他们也是因为市场而通过数据不断地增强模型去选择微盘股的概率,最终才越买越多。我们作为从业人员,能准确估计这次波动程度的都不多。”李喆说。

过去两年,量化私募的超额经历了2022年和2023年两个稳定的年份,净值曲线十分完美,不少投资者沉浸在量化指增吊打指数和主观的印象中,量化甚至被神话了。

此外,这也再一次证明,即便是多好的策略,加了杠杆都会导致巨额亏损,比如稍早前刚刚爆发的雪球产品集体敲入。而高杠杆叠加黑天鹅,还曾击败过赫赫有名的长期资本。

## 策略和风控问题暴露

值得注意的是,量化私募遭遇罕见的大幅回撤,也暴露出策略和风控方面的诸多问题。其中,策略同质化造成交易拥挤,风控体系不够完善。

华南理工大学金融系副教授于孝建表示,2023年,有三个策略或产品成为市场的焦点,即微盘股策略、DMA策略以及雪球产品。无一例外,这三个策略或产品在2023年都大放光彩,被卖方大肆推销,买方也青睐有加。在赚钱效应下,资金不断涌入,形成过度拥挤,最终导致2024年初的暴跌。

“拥挤交易导致一系列后果,包括加剧价格扭曲和波动、加剧风险集中、增加流动性风险、引发系统性风险以及潜在的自我实现预言。历史上拥挤交易导致诸多危机,包括1987年股市崩盘、长期资本危机、科网泡沫等。”于孝建说。

对于风控方面,王雄表示,年前一周,很多指标可以说远超所谓的2倍标准差,我们测算甚至到了20倍标准差的“小概率”事件,这种典型的非正常市场环境,传统的风控体系几乎是不起作用的,需要更加多层次多级别的风控体系。

“金融市场的复杂性决定了小概率事件的尾部风险确实比想象的要大,思源量化一直视市场为高度复杂的生态系统,敬畏极端风险,建立了多层次和多级别的风控体系。”王雄说。

杭州龙旗在反思中称,“回顾春节前两周的表现,我们并没有预判到行情的极端程度,导致在最被动的时候才不得不人工干预,导致大幅的负超额出现。我们应该在风控上更加主动地去预警,更早地切换选股域去应对结构化行情。”

## 探索差异化超额来源

量化的负超额是否持续?中小票的流动性危机是否已解除?

多家量化私募在产品说明中表示,目前大部分存量雪球产品已经敲入,后市带来的抛压将明显缓和,中小

市值板块的流动性危机也已有了较大缓解,市场情绪或有望企稳。从节后两天的盘面来看,市场已经基本恢复正常,后续市场预计会进入更加均衡的状态。

展望未来,李喆认为,A股的量化从业员要重新审视机器学习模型和市场:一方面不能简单地相信统计规律,因为统计规律不等于客观规律,尤其是当统计规律被大家不断线性外推以至于违反常识时;另一方面,需要理解A股市场本身的特殊性,A股本身在概念上面是很有创造力的一个市场,传统的风险因子很难解释一些风险事件。

王雄则表示,量化私募需要加强独立思考,为市场提供差异化的超额来源。“船沉了才发现大家都不约而同站到了船的同一侧”,思源量化一直致力于探索除了量价之外的深度基本面超额来源。同时,微盘股这种容量不大的策略不宜作为大资金的主战场。

“微盘容量非常小,当公募、私募有大量资金涌入后,甚至买成几百只股票的十大股东,可见拥挤度之高,这时如果叠加信心不足和流动性危机,很容易出现踩踏。”王雄认为原因有三:第一,量化应更加回归投资本源,而不是各种短期主义的套利;第二,量化应更加深度研究基本面,而不是只看量价,不看公司质地、流动性、估值等;第三,量化需探索新的超额来源,用高科技投高科技,更多服务国家战略和实体经济。

## 134家非上市险企 2023年ROE揭晓

证券时报记者 刘敬元 邓雄鹰

保险的赚钱效应几何?值不值得资本投入?净资产收益率(ROE)是一个重要参考指标。

近日,134家非上市保险公司的2023年ROE接连出炉,透视这一数据有助于投资者了解现阶段国内保险市场主体的资本回报情况。证券时报记者统计的数据显示,随着盈利水平下降,2023年保险公司的ROE水平有所下滑。

不过,具体情形各有不同。相对而言,“小而美”的外资险企整体呈现效益较优的特点,在赚钱能力上也凸显一定的“马太效应”。

## 近七成财险为正

ROE是净资产的回报水平,该指标更能体现一家公司给予资本投入方的回报水平,可以帮助股东或投资者评估保险公司的赚钱能力。在保险行业中,财险公司对ROE的关注程度要远高于寿险公司。

从2023年数据来看,74家非上市财险公司的ROE中位数为1.84%,不同公司之间差距则较大:美亚保险、安华农业保险、苏黎世保险、英大财险、众惠相互、三井住友、日本财险等7家公司的ROE达到了两位数。

其中,美亚保险ROE达到18.86%,在非上市财险中最高。该公司属于外资财险“小而美”的典型,2023年保险业务收入约20亿元,年末总资产40亿元,净利润约3亿元。美亚保险业务规模并不算特别大,但公司专注擅长的业务领域,承保盈利效应显著,2023年综合成本率仅77.4%,大幅优于多数财险机构。

与此同时,财险公司2023年ROE在5%~10%区间的有15家,0~5%的有29家;2023年ROE为正的共计51家,在74家财险公司中占比接近七成。

此外,2023年ROE为负数的财险公司有23家,多家中资财险公司甚至负到两位数,ROE最低的是燕赵财险,为-45.71%。

## 寿险仅25家为正

60家寿险公司披露的2023年四季度偿付能力报告数据显示,2023年保险公司ROE指标分化严重,且整体较2022年进一步降低。整体上,大型机构和外资机构ROE水平较高。

受2023年净利润普遍下行的影响,60家寿险公司中只有25家实现了净利润和净资产收益率“双正”。其中,有3家公司ROE在10%以上,3家在5%~10%之间,12家在1%~5%之间,7家则介于0~1%。与此同时,2023年超30家寿险公司的ROE为负,在60家寿险公司中占比过半,而60家寿险公司的ROE中位数为-4.11%,显示寿险这门“生意”赚钱不易。

2023年ROE最高的是泰康人寿,为16.24%,该公司2022年ROE为16.19%,在非上市寿险公司中排名第一。此外,中意人寿、安联人寿、中美联泰大都会人寿的ROE均在5%之上,这些公司为经营多年的外资寿险公司,具有长期稳健的特点。

## 寿险经营面临困境

整体来看,寿险公司2023年ROE整体偏低,且相较2022年也有明显下降。从2022年情况来看,59家寿险公司中,共计27家公司ROE为正,其中7家ROE在10%以上,6家在5%~10%之间,10家在1%~5%之间,4家则介于0~1%。

寿险公司ROE水平呈逐年下行趋势。据记者此前估算,2021年多家寿险公司ROE达20%以上,包括友邦人寿、泰康人寿、平安健康、信美相互人寿、中信保诚人寿、国寿养老、平安人寿等。

事实上,长期亏损而难以步入盈利期,已成为国内寿险业不少主体发展的一个困境。不过,与财险公司不同,寿险公司净资产收益率受多个因素的影响。业界人士向记者表示,由于寿险公司开展的是长期业务,净利润与保险业务、投资业务和外部利率环境等多重因素相关,波动往往较大,因而ROE并不稳定,且弹性较大。

因此,业界人士表示,ROE并非寿险公司经营考核的核心指标,从资本回报率角度来看,需要对寿险公司的ROE观察一定时期,看一家公司ROE的长期表现及其在行业中的水平,这样才相对有参考价值。

# 两市融资余额止跌回升结束连续10日净卖出 融资客短期杠杆入市偏谨慎

证券时报记者 谭楚丹

经过连续10个交易日净卖出后,沪深两市的融资余额终于止跌回升。数据显示,2月19日两市融资余额较前一交易日增加154.25亿元至13896.01亿元。

有券商营业部人士坦承,受益于国家队资金对市场的呵护,今年两融业务的最难时刻已经过去。但后续资金是否会普遍加仓“再战”股市,多名券商营业部人士对此表示谨慎,需要继续观望。

## 融资迎来净买入逾百亿

2月19日,沪深两市迎来154.25亿元的融资“净买入”,连续10个交易日日的“净卖出”也就此终止。

这与2月初以来市场的回温有着密切联系。以上证指数为例,该指数在2月6日以来持续上涨,接连收复2700点、2800点、2900点三大关口,截至2月20日报收2922.73点,较近期的低点2635.09点已累计上涨10.92%。

国金证券首席策略分析师张弛此前表示,2月6日市场反弹的原因是政府对两融、质押及量化对冲等交易的调控力度提升,叠加政府“救市资金”入场,抑制市场的非理性调整。据悉,前一交易日(2月5日)两融市场中的融资净买入额曾达到-394.41亿元,创下2016年以来的最大单日下降值。

随着市场环境好转,融资“失血”的状况在春节前出现了一定改善,2月6日、7日、8日的融资净买入额依次为-151.37亿元、-131.43亿元、-169.64亿元。

近日,深圳某券商营业部的一名人士向证券时报记者表示,两融业务“最难时刻”基本上已过去,他谈到,春节前营业部一直处于“通知两融客户追加保证金”的高压状态。

当前,两融市场的维持担保比例已经回升。根据中国证券金融股份有限公司数据,2月19日平均维持担保比例为249.6%,相比2月5日的低点222%明显上升,较证券公司的平仓线(约为130%)有较大空间。

尽管2月19日沪深两市融资余额有所增加,整体规模达到13896.01亿元,但尚未回到1.4万亿元之上,仍处于2020年9月下旬水平。

## 融资客后续谨慎加仓

融资客返场“扫货”的对象,以及未来是否大举上杠杆加仓,备受市场关注。

Wind数据显示,2月19日当天有六大行业获得逾10亿元的融资净买入。具体来看,“技术硬件与设备”的融资余额单日增加近38亿元;“软件与服务”获得融资净买入24.50亿元。此外,“资本货物”“半导体与半导体生产设备”“材料”“制药、生物科技与生命科学”等板块的融资余额分别增加18.02亿元、14.93亿元、14.11亿元、14.02亿元。

个股方面,2月19日药明康德的融资余额单日增加6.15亿元,增长规模与其他个股拉开较大差距。际旭创、昆仑万维、中科曙光、科大讯飞、中国中

免、天孚通信、新易盛、立讯精密等所获融资净流入额则在2亿元~3亿元区间。

随着近期市场行情好转,融资客是否会重拾信心再度入市?对此,多名券商人士表示客户现在十分谨慎。“我们这边没有出现大规模加仓炒股的情况。”北京一家券商营业部的人士说。

华东一名两融投资者表示,虽然近期没有出现触及平仓线的情况,但短期内仍打算加仓入市,在当前市场回暖阶段,只打算尽快获利了结,把欠券商的钱给还了。

## 市场期待更多积极信号

随着大盘重回2900点,后续市场走向仍是投资者非常关心的话题。

国泰君安策略团队谈到,出清已近尾声,市场步入磨底阶段。该团队表示,一是考虑到前期中小市值板块已深度调整,以及处于历史低位的两融担保比例水平,高风险偏好投资者的预期修正已基本结束,微观交易结

构出清带来的“交易底”已经得到确认;二是后续市场将步入春节一两会的政策、数据、业绩空窗期,1月超预期的信贷需求、资本市场监管优化以及活跃资本市场对于流动性的呵护,或将带来投资者情绪的改善与空头回补,节后短期反弹窗口有望延续。

不过,该团队也提醒,由于缺乏可持续的预期改善动力,市场底部出现到市场进攻机会出现的时机之间并不会很快吻合,短期市场超跌反弹后指数仍以震荡磨底为主。

华泰证券分析师杨芹芹认为,A股反转回升还需等待三类信号:一是政策信号,比如降息降准、扩需求和促改革等非常规措施发力。2月20日,央行宣布5年期以上LPR下调25个基点,被称为史上最大降幅。二是经济信号,可关注2月经济数据修复情况。三是资金信号,结合前两轮市场行情来看,股市反转往往伴随着债市转熊,当前债市虽有初步见底迹象,但还需后续进一步观察确认。