

越伤越爱 公募量化深信微盘股仍有春天

证券时报记者 裴利瑞

近期,一场微盘股的流动性危机席卷市场,也把量化基金推上了风口浪尖。虽然私募量化首当其冲,但公募量化所遭损伤也不遑多让。

Wind数据显示,不少公募量化基金今年都遭遇了超30%的回撤,部分产品的最大回撤幅度甚至接近50%,甚至有些基金曾在一天内陷入逾15%的大跌。

面对极致行情的突发和净值的大幅回撤,公募量化基金如何应对?多位量化基金经理在采访中向记者阐述了他们的应变之道,有的基金经理选择提高调仓频率来应对市场风格切换,有的基金经理努力达成风险与收益间的动态平衡,有的基金经理则逐渐从关注超额收益、业绩表现,向关注风险控制、持有体验转变,严控量化基金在单一风格、行业、市值上的过度暴露。

公募量化基金大幅回撤

本轮量化基金大幅回撤的背后,是微盘股的快速下跌。春节前夕,高歌猛进了将近三年的小微盘股突然折戟,中证1000、中证2000分别大幅回撤26.67%、33.40%,众多小市值股票股价腰斩,也将持有微盘策略的量化基金拖进了“至暗时刻”。

Wind数据显示,截至2月23日,今年以来回撤幅度最大的公募量化基金,是夏高管理的成大动态量化A,该基金曾在2月5日单日大跌超15%,年内最大回撤高达48.35%。从去年年末的持仓来看,该基金的投资组合以市值不足50亿元的微盘股为主,前三大重仓股分别为山东华鹏、汉邦高科、申科股份,这3只股票的价格今年以来均一度回撤了60%左右。

紧随其后,王海畅和孔宪政管理的诺安多策略也在今年一度遭遇了逾45%的回撤。此外,李文杰和许家涵管理的天治量化核心精选、杨超管理的金信量化精选、韩羽辰和王卫林管理的光大量化核心等众多基金的最大回撤幅度也都超过了35%。从过往定期报告来看,这些基金的持仓同样以微盘股为主。

“这次之所以会出现大幅回撤,主要是因为微盘股在过去几年持续上涨,很多量化私募,包括DMA产品,把微盘股当成中证500、中证1000的阿尔法来操作。但随着年初市场风格从小市值切换至大市值,资金也持续流出转至大盘股,很多小票进入向下趋势。”上海一位量化基金经理向记者解释,“特别是由于1月雪球大幅融入,部分产品因赎回及股指期货的基差扩大开始平仓,大量卖出微盘股,卖出过程引发了踩踏,进而导致越来越多的产品因为赎回不得不进

一步抛售多头,所以出现了微盘股的流动性危机。而重点布局小微赛道公募量化产品,也在这个过程中受到了牵连,净值出现了较大回撤。”

另一位量化基金经理则表示,这轮回撤主要由持仓风格和基准风格不一致产生。一方面,雪球大面积融入、市场风格转向导致小微盘股流动性枯竭;另一方面,主力救市资金转移,作为大部分量化产品业绩基准的中证500、中证1000指数被拉升,导致超额收益回撤放大。量化基金不得不收紧风格敞口来贴近指数,引发微盘股出现进一步的流动性踩踏。

2月6日以来,虽然微盘风格有所反弹,微盘策略的量化基金也有所回血,但不少产品的年内跌幅仍然在20%以上。Wind数据显示,截至2月23日,大成动态量化A今年以来的收益率为-30.76%,诺安多策略、中银量化精选、西部利得量化成长的年内跌幅也分别达到了26.22%、23.64%、22.96%。

从关注收益到重视风险

小市值风格大幅波动,赎回踩踏引发流动性危机,面对这一轮极致行情,公募量化基金经理也重新审视了自己的策略模型。

有的基金经理已更聚焦于风险收益比的动态调整。德邦基金量化投资部总经理、基金经理李荣兴表示,这轮下跌主要是出于小微盘股的流动性危机,基于此,后续将在降低超预期下跌风险和捕捉反弹行情的确定性之间进行动态评估,判断是否阶段性地将选股标的范围进行适当的调整。

有的基金经理则选择提高调仓频率、换仓及时度等来应对市场风格切换。“在近期市场回调中,我们主要采取的措施是适当提高调仓频率,以应对快速切换的市场风格。同时,通过积极引入高频及另类数据、机器学习算法等方式拓展超额收益的来源。”北京一位公募量化基金经理表示,“随着市场越来越卷,超额收益获取难度也在加大,我们会更广泛地学习各种机构、各种专业投资者的定价方法,从中吸取所长,把不同机构的定价方法和传统量化方法进行结合。”

风险管理也是量化基金经理关注的重点。中信保诚基金量化投资部总监、基金经理提云涛就特别指出,要严格控制量化基金的风险暴露,达成产品风格配置相对均衡,避免在单一风格上过度暴露,严格控制投资组合在行业、市值等主要风险因子上的暴露。严格的风控可能会减少短期的超额收益,但拉长来看有助于提高超额收益的稳定性,提升客户持有体验。

另一位量化基金经理表示,他正在通过三个优化措施来努力提升投



虽然政策面的变化使得以央国企为首的大盘蓝筹股成为短期主线,资金“吸血”效应导致中小盘指数出现了流动性踩踏现象和短期恐慌抛售,但从长期来看,存量博弈下中小盘主导的市场风格并未发生本质改变。

当前正处于近几年以来产业结构转型、新兴产业长期占主导的趋势中,因此小盘股仍具备长期配置价值。

投资者的持基体验:一是根据模型输出优化持仓,以更好地适应当前的市场环境;二是尽量提高换仓及时度,以更好地应对行情的快速切换;三是加强风险控制,尽最大努力降低波动带来的影响。

“基于风格预测的模型,在市场风格切换的时候一般都会出现回撤,但回撤的发生并不一定表示模型的有效性出现了问题,如何能够及时有效地根据模型输出调整持仓,以尽快适应市场环境的变化,是量化基金经理努力的方向。”该基金经理表示。

一个明显的趋势是,量化基金经理正在从关注超额收益、业绩表现,向关注风险控制、持有体验转变。提云涛认为,过去几年,量化基金投资者的关注点主要集中在策略的历史业绩表现,通过历史业绩线性外推的方式来预测未来的表现。不过,在经历年初的行情后,预计未来投资者关注的关键因素将是管理人的风控体系,尤其是面对极端行情风险的应对能力,将成为区分管理人的重要因素。

“在模型开发中,基金管理人应该会从只考察模型表现的稳定,向同时考察模型结构的稳定性演进。此外,量化策略本身的方法论和底层投资逻辑也需要重点关注,量化策略预计将由过去几年的‘黑箱’向‘白箱’转变。”提云涛进一步表示,“随着市场成熟度提升,监管机制不断完善,

获取稳定超额收益的难度在不断增加,公募量化在开发和迭代策略时,需要兼顾风险管理,更多地关注超额收益的长期稳定性,更好地提升持有人的体验。”

未来微盘投资更重选股

具体到投资上,多位基金经理仍然在采访中表达了对小市值风格的看好,认为小微盘在经历大幅回调后抛盘压力已经得到较大程度释放,当前弱复苏和流动性宽松的宏观环境仍然会让小微盘成长风格相对占优,但需要注意甄别、优选个股。

诺德基金量化投资总监王恒楠认为,微盘股日常交易额较小,股价波动较大,容易发生一定的流动性问题,但经历了春节前的这一波调整后,进一步回撤的可能性较低,未来大小市值风格可能会更加趋于均衡。

万家基金表示,虽然政策面的变化使得以央国企为首的大盘蓝筹股成为短期主线,资金“吸血”效应导致中小盘指数出现了流动性踩踏现象和短期恐慌抛售,但从长期来看,存量博弈下中小盘主导的市场风格并未发生本质改变。一方面,目前国内经济基本面处于弱复苏初期,随着海外美联储降息预期不断增强,国内外流动性因子共振改善;另一方面,国内财政和货币政策稳健发力对经济

形成托底,稳增长推动经济复苏,叠加流动性较为充裕,有利于小盘风格的超额表现。同时,当前正处于近几年以来产业结构转型、新兴产业长期占主导的趋势中,因此小盘股仍具备长期配置价值。

李荣兴也表示,微盘股的风险随着这一波下跌的抛盘消化已得到了较大程度的释放,后续或有较大的反弹空间,当然投资者需要对标的进行具体分析,把一些较差的股票剔除掉。“个人认为,相较于万得微盘指数,中证2000长期的确定性相对更高一点,风险也会更小一些。市场没有永远持续的贝塔,但有值得持续挖掘阿尔法的赛道。小微盘覆盖了市场上超过50%的股票,数量众多,为选股提供了广阔的超额收益空间,长期仍然有较大的投资价值。”李荣兴说。

信诚多策略的基金经理江峰表示,小盘股的下跌或许已将利空出尽,未来会多聚焦“专精特新”的中小企业。一方面,节后多看多情绪渐淡,增量资金从大盘的沪深300扩散到小盘的中证500、中证1000,有效扭转了微观流动性的负反馈;另一方面,国家也在鼓励“专精特新”中小企业的发展,在资金、人才、孵化平台搭建等方面给予了大力支持。在调研中,江峰发现很多新产品、新技术、新服务和新的商业模式,都源自于中小企业。

高股息策略投资正当时 外资公募提示防范陷阱

证券时报记者 王小芊

2024年开年以来,A股持续波动,分红基金的业绩却一路高歌,高股息策略也因此成为热门话题。

近日,接受记者采访的多位外资公募人士表示,高股息策略符合当下市场需求,随着利率下行,股息率相对更有吸引力。在当前经济结构调整阶段,成长股吸引力下降,投资者也更偏好稳定的收益来源。不过,在选择高股息股票时应尽量谨慎,避免陷入股息陷阱。

契合当下市场需求

据Wind数据统计,截至2月23日,上证红利指数今年以来的涨幅达12.82%,而同期上证指数的涨幅仅为1.01%。另据交易所数据,截至2024年1月30日,2023年以来全市场红利主题ETF规模增长超过300亿元,增长幅度高达141.69%。

高股息策略为何走红?在富达基金投资策略总监孟昀看来,在当下市场环境中,高股息策略受到追捧主要有三个原因:一是利率下行,股息率攀升;二是常态化分红政策助力;三是投资者注重稳健收益、低

波策略。

股债息差的持续扩大,成为推动红利策略持续走强的关键因素之一。2018年以来,我国无风险利率呈下行趋势,截至2月8日的10年期国债收益率已逼近2.43%,而A股上证红利和港股恒生高股息指数股息率则不断提升,分别达6.07%、8.04%。

此外,政策导向也有诸多支持。例如,证监会明确要求上市公司充分运用股份回购、大股东增持、常态化分红、并购重组等工具,主动提升投资者回报。政策积极引导上市公司分红,也提升了公司的派息意愿。

在路博迈基金量化投资部总经理周平看来,除了利率持续下行,当前经济仍在弱复苏,这两个特点都对高股息策略有利。低经济增速降低了投资者对未来利润增长的预期,即成长股的确定性下降,且低利率让高股息变得更有吸引力。

施罗德基金副总经理兼首席投资官安均也表示,在高增长时期,由于成长风格机会较多,企业会更倾向于选择加大投资,增加更多的经营杠杆来做大投资规模。如果增长机会减少,预期资本回报率降低,对股东负责的企业就会更愿意把现金直接回馈给股东。俗话说,二鸟在林,

不如一鸟在手,此时愿意且有能力强分红的企业,也就更好地满足了投资者追求确定性的这种投资偏好。

走出独立行情相对容易

实际上,高股息策略在海外市场已是一种较为成熟的投资策略。

孟昀告诉记者,从美国市场来看,以标普500总回报为例,对比标普500贵族股利总回报,明显可以看出高股息股票在熊市与经济回暖期的表现相对较好。同时,利率下行时期,红利的相对超额收益会更加明显。

日本市场也不例外,MSCI日本高股息指数在市场中行期一枝独秀。“对比1990年以来日本股市的走势,我们发现,虽然日经225指数在‘失去的三十年’表现低迷,在2010年后才逐渐回升,但高股息指数走出了非常独立的行情,超额净值曲线稳定向上。”孟昀说。

A股市场上,红利策略自2009年以来在绝大多数的市场环境下可以跑赢中证800指数。尤其在市场整体震荡下行、基本面不确定性大且偏弱的时候,红利策略往往有非常好的超额收益表现,这也为投资者提供了相

对稳定的收益机会。

安均告诉记者,股息是一种非强制性的票息,且会跟着公司盈利能力和分红政策浮动,因此在不同经济时期,股息的表现可以从企业盈利和机会成本这两个维度进行分析。具体来看,在经济复苏期和成长期,企业的盈利预期较好,投资机会也较多,投资者对于成长性的考虑会超过确定性。此时,持有高股息股票的机会成本较高,很难跑赢整体行情。不过,在经济滞胀期,通胀上升,但企业盈利下降,此时股票、债券和现金都受损。其中,股票相对来讲受损更大,面临盈利和估值的“双杀”,但高股息股票因为估值本来就较低,且有分红补偿,有可能会跑赢其他股票风格,只是未必会跑赢现金。相反,在经济衰退期,企业盈利和通胀都下降,债券和现金比较受益。股票由于盈利预期下降会受损,但高股息股票估值较低、安全边际较高,会相对跑赢其他股票风格,只是未必会跑赢债券。

高股息陷阱需识别

多位外资公募投资人士表示,在筛选合适的高股息策略投资标的时,

寻找拥有较强股息支付能力、可持续的标的,同时准确识别出股息陷阱至关重要。

孟昀认为,要准确评估一家公司的股息支付能力和可持续性,需要采取主动管理的方式,深度跟踪上市公司的基本情况,在资金、人才、孵化平台搭建等方面给予了大力支持。在调研中,江峰发现很多新产品、新技术、新服务和新的商业模式,都源自于中小企业。

在周平看来,股息支付能力主要与公司的利润率、利润的稳定性、股息支付比例、债务水平等有关。他特别提醒投资者,一些公司的股价在大幅下跌后,以历史分红来计算的股息率异常高,这类高股息陷阱需要防范。股息来自于企业的经营利润,如果有理由怀疑公司的经营利润将大幅下降,那么高股息率就很可能不是机会而是陷阱。

安均认为,有三类企业在高股息策略中值得重点关注。第一类是壁垒较高,资本回报率较好,但成长机会变少的企业;第二类是现金流较为充裕的企业;第三类则是治理结构较好,对股东负责的公司。“有盈利有现金是一方面,愿不愿意分红又是另一方面。我们要选择治理结构较好,能够很好对股东负责的公司去期待分红。”安均说。

上市公司公告露玄机 基金经理调仓可循迹

证券时报记者 赵梦桥

随着大盘行情触底,A股上市公司再现一波回购潮。伴随回购同步披露的前十大流通股股东持股变动中,公募基金的调仓线索也浮出水面。

2月23日,福光股份披露前十大流通股股东最新持股情况。截至2月19日,该公司前十大流通股股东名单与2023年三季报相比变化较大,兴证全球基金旗下4只基金强势入场。乔迁管理的兴全商业模式优选、兴全新视野分别以394.08万股、357.85万股的持股位居福光股份前十大流通股股东名单第六、七席;另一“顶流”基金经理谢治宇参与管理的兴全合润、兴全合宜,则分列第八、十席。

公开资料显示,福光股份主要产品为光学镜头、光电系统及光学元组件,是国内最重要的军用光学镜头、光电系统提供商之一。公司2019年上市后股价一度涨上90元,但后续一路走低,今年2月创下历史新低13.21元。近日,行情虽有回暖,但截至记者发稿,福光股份总市值仍在30亿元一线徘徊。

从历史持股比例来看,公募基金对福光股份的关注度并不高,多个季度鲜有问津,合计持股比例长期不足1%,且多为量化产品或ETF基金的被动持仓。据公司披露的财务数据显示,受市场周期性波动、客户生产计划延期、合同签订延迟等影响,预计2023年亏损6600万元。

在近期接受包括券商、基金公司在内的多家机构调研时,福光股份表示,旗下定制产品作为航天工程、空间探测、高端装备不可或缺的组成部分,伴随着行业的快速发展而获得稳定持续的市场需求;同时,电子消费产品对于光学镜头技术提升的需求,将增加光学镜头中玻璃光学元件的数量,玻璃光学元件的市场需求将持续增长。据此,有的券商研报还将福光股份列为苹果供应链产品概念股。

值得一提的是,虽然兴证全球基金旗下几只产品高比例持有了福光股份,但因该股市值较小,且乔迁、谢治宇所管产品多为百亿级规模的基金,因此其所持有的数千万元市值对基金净值的影响微乎其微。不过,此番调仓或许也暗示了基金经理接下来的布局思路。乔迁近日表示,站在中期维度上,国内重心在于经济结构转型,多数产业整体或呈现弱需求弹性格局,因此今后一段时间,将重点关注产业的结构性机会。自上而下看,科技创新、出口等均是中期维度可关注的重点领域。

除了福光股份,据2月23日相关上市公司发布的公告,嘉实基金王贵重旗下嘉实文体娱乐新晋鼎捷软件十大股东,国金量化基金也现身南都物业前十大股东名单。

对比基金四季报与上市公司例行公告不难发现,还有部分基金经理在今年一季度也做了调仓操作。比如,中欧基金葛兰一季度内分别减持了147万股凯莱英、70多万股药明康德。

令投资者印象深刻的,还有2月5日富荣福耀净值与重仓股的估值出现明显偏差。截至去年四季度末,该基金重仓股为清一色的“核心资产”板块,包括贵州茅台、万华化学、五粮液、中国移动、泸州老窖等。2月5日,富荣福耀前十大重仓股全部收红,但盘后披露的数据显示,该基金单日净值重挫超10%,与当日微盘股大跌的行情走势契合。

富荣福耀采用双基金经理方式管理,基金经理分别为邓宇翔、李黄海,但两位基金经理的持仓风格存在差异。邓宇翔单独管理的富荣福耀去年末重仓了包括紫金矿业、山西汾酒、贵州茅台等在内的个股,该基金的净值2月5日仅跌0.1%;而李黄海单独管理的基金,重仓股多以中小市值为主。去年12月12日,富荣福耀新增聘李黄海担任基金经理,此前由邓宇翔单独管理时,该基金的持仓风格为重仓核心资产。据此不难推测,富荣福耀在去年末增聘李黄海担任基金经理之后,做了较大幅度的调仓操作,且操作方向为中小盘股乃至小微盘股,这一点从春节后小微盘股行情升温而该基金的净值也同步回暖,可以得到佐证。

富荣福耀在去年四季报中曾表示,创新和内需拉动,成为我国经济未来的主要增长动力,广大的中小企业和民营经济将是我国经济的重要力量,“在这样的背景下,我们将维持均衡的配置方向,主要在小市值和成长维度构建投资组合,兼顾蓝筹防守”。

