

# 微盘股遭遇“倒春寒” 日历效应下基金经理策略升级

证券时报记者 赵梦桥 裴利瑞

今年以来,A股上涨行情持续以科技股为主导,各个板块和概念轮番异动,你方唱罢我登场。如果按市值划分,大市值的红利类个股年内表现较为逊色,而集合了技术密集型产业的小微股则表现亮眼。但在3月20日之后,微盘股上升势头戛然而止,并出现短期大幅回调,相关基金净值明显下跌。

对于微盘股出现的“倒春寒”,多名基金业内人士认为,近期的微盘股回调有一

定的日历效应(指金融市场与日期相联系的非正常收益或非正常波动,呈现一定的规律性变化),且今年是依据退市新规进行评估的第一年,截至4月末披露的年报将对评估结果产生重大影响。此外,微盘股的流动性也是市场关注的焦点,每次遇到下跌,量化策略被指为微盘股大跌的“罪魁祸首”。有基金经理透露,量化策略一般内含较多的反转交易逻辑,既提供了流动性,也降低了波动,本身一定程度上能起到市场稳定器的作用。

## 1 微盘股遭遇“倒春寒”

Wind分类下万得微盘股指数截至3月20日内涨幅超过20%,并于当日创下历史新高。但在3月20日之后行情震荡的交易日里,微盘股遭遇“倒春寒”,还“连累”了相关基金的净值走势。

此前,中邮证券根据截至去年末的重仓股情况,梳理了50只与微盘股关联度较高的基金。据统计,这些基金在年初至3月20日的平均涨幅达12.72%,但在随后一周多的时间内平均跌幅逼近3%。

“退市新规的影响、对年报业绩的风险规避、上涨后的回调需求是微盘股剧烈调整的三个重要原因。”

例如,持仓与微盘股高度相关的中信保诚多策略基金,截至去年末的重仓股中,包括了中公高科、华业香料、德创环保、丰山集团等市值不足20亿元的个股。此外,益民品质升级、东方量化成长等基金均有类似风格的持仓,这部分基金在前期上涨以及近期回撤方面均表现出较大的净值波动。

博时基金指数与量化投资部基金经理刘玉强解读近期微盘股的剧烈调整时认为,这是多重因素共振的结果。

## 2 量化又“躺枪” 警惕“拥挤风控”

在微盘股回撤的众多因素中,有部分投资者将矛头指向了高频交易的量化策略,有声音传出是“量化策略助跌并导致了微盘股的流动性风险”。

民生加银量化投资部总监何江介绍,所谓的量化策略其实是非常广谱的,本身就有广泛的多样性。不可否认,市场上有一些量化策略带有追涨杀跌的属性,有一些量化策略偏向于吸纳流动性,但据他观察,这部分策略的占比是很低的。

“因此,我不认同量化策略助推微盘股下跌这一观点。以我们团队的量化策略来说,本质上是根据市场呈现的客观规律来进行设计的,并且充分考量了流动性风险。市场上大部分的量化策略是创造流动性的,应该说多元的量化策略对于市场生态的良性发展是有益的。”何江表示。

诺安基金多资产投资部总经理孔宪政表示,市场对量化策略可能加剧市场下跌的担忧或许存在过度反应。

“从国际经验来看,在多数成熟资本市场上,量化基金的市场占比远高于A股市场,金融衍生品体系也更为完善,但市场整体波动性却相对更低。这一现象背后的关键在于,量化基金通常保持相对稳定的仓位配置,其投资重点在于获取超额收益,而非频繁调整持仓。”孔宪政表示,至于微盘股的流动性问题,现有市场认知也与实际情况存在显著偏差,公开数据显示,A股市场微盘股的整体换手率水平实际上达到大盘股的2倍以上,显示出更为活跃的交易特征,即使在极端市场环境下,微盘股仍可能保持一定的成交能力。

盛丰衍进一步指出,理论上,市场产生流动性风险的主要因素,一般是外部情况

第一是退市新规的影响。今年是依据退市新规进行评估的第一年,截至4月末披露的年报将对评估结果产生重大影响,相比以往,可能将有更多的公司因此退市或被ST,微盘股中的公司因为规模相对较小,业绩波动相对大一些,市场担忧会有一些公司退市或者被ST。

第二是对年报业绩的担忧。尽管稳经济各项政策陆续实施,但是反映到上市公司业绩上还需要一段时间,部分投资者担忧上市公司业绩下滑而选择提前卖出。

最后是前期涨幅较大后有回调需求。万得微盘股指数前期创出历史新高,但业绩可能还未跟上,估值随着投资者风险偏好下降而回落。

西部利得基金投资总监盛丰衍认为,近期的微盘股回调有一定的日历效应。“每年4月是年报发布的高峰期,也是上市公司被ST,被退市处理的高峰期。在微盘股中,这些负面事件的发生率相对高于其他板块。这个现象已被市场逐步认知,市场可能在4月之前提前反映这个利空。”盛丰衍表示,本轮微盘股调整未超预期,和2024年年初相比,这次微盘股调整幅度目前相对温和。

华北某公募基金经理对证券时报记者表示,微盘股在创下新高后的连续震荡是市场正常波动的一部分,这一现象并未完全超出预期。但当前市场环境和技术发展的变化使得这次震荡与2024年初有所不同,2024年初AI技术尚未像现在这样快速发展,重大技术突破对市场的影响较小。当前,AI技术对市场的影响更大一些。

变化而使得投资者短期对微盘股产生了一致看跌的预期,但量化策略一般内含较多的反转交易逻辑,既提供了流动性,也降低了波动,本身能起到市场稳定器的作用。一个逆向投资力量更强、策略百花齐放、不容易产生一致预期的资本市场,才是更健康稳定的资本市场。

“相反,我们认为,放大微盘股跌幅的可能是基金产品的止损机制,这并非量化策略独有。当前,部分机构参与者的基金赎回操作、部分‘固收+’产品的CPPI策略、部分杠杆产品都有类似止损机制。”盛丰衍进一步指出,这其实是一种“拥挤的风控”,当微盘股回调触发止损机制,机构投资者很容易发生集中砍仓,这种机构行为的一致性容易放大波动。

## ■ 市场上大部分的量化策略是创造流动性的,应该说多元的量化策略是对市场有益的。

前述华北公募基金经理认为,需要警惕微盘股流动性风险,但也没必要过度演绎。毕竟影响微盘股流动性的因素有很多,包括内外部环境、投资情绪、政策等,量化策略只是其中很小的一环,且量化策略助跌的效果并非绝对,而是取决于具体策略的设计和执行。



赵梦桥/制表 图虫创意/供图

## 3 通过策略创新降低波动

因此,面对波动较大和争议较多的微盘股,基金经理也在不断迭代策略,优化投资,尝试通过策略创新提高投资者体验。

比如,何江回顾过去几轮行情的震荡时表示:“之前几次(包括2024年初)由于市场风格变化所带来的市场波动对于我们优化投资框架是有启示的,也就是要把风险敞口控制在一个较严格的水平,因为在有外生冲击的情况下,市场风格可能走得非常极致,这又是我们的历史训练数据不能很好刻画和表达的。这一轮的波动应该说进一步强化了我们的判断和决策,追求风险敞口紧约束下的纯阿尔法是我们的核心目标。”

此外,何江解释,小市值效应具有普遍性和长期性,这在多个市场和时间段内都能得到验证,并且从理论上也可以通过风险溢价、行为金融等角度进行解释。从公募基金投研角度来讲,总体上是一个综合性的判

断,更多是看股价和基本面估值的关系去做判断。小市值效应所带来的收益,通常需要风险敞口与投资目标期限协同,着眼于长期投资才是做好小盘股投资的关键。

盛丰衍则另辟蹊径,尝试用“恒定股债比例+杠铃策略”降低产品波动。一方面,自去年以来,盛丰衍尝试通过维持股票仓位不变的方式进行部分产品的投资,如果股票仓位因为市场下跌而下降,则补仓至原本比例,以克服传统止损机制“追涨杀跌”的痼疾;另一方面,盛丰衍也在尝试用央企红利和央企微盘构建杠铃策略,均衡投资组合,降低基金波动。

他认为,微盘股中的央企国企相对有更优秀的风险收益比。央企经营相对稳健、抗风险能力强。历史数据显示,即使是小市值的央企股票,波动也小于其他小票,且回撤修复更快。

## 4 “偏见”中往往孕育机会

除了策略创新外,微盘股的长期投资价值也得到多位基金经理认可。他们认为,由于一些投资者抱有诸多偏见,机构对微盘股的研究覆盖往往不足,导致其中潜藏大量价值洼地,甚至可能有从“小而美”成长至“大而强”的潜力股。

“当前市场存在诸多偏见,比如提起大盘股就是白马蓝筹、价值投资,提起小盘股就是主题投资、跟风炒作,但其实微盘股板块中也蕴含着大量细分行业的领军企业,这些企业在引领技术创新等方面扮演着关键角色。”前述华北公募基金经理表示。

孔宪政进一步指出:“价值投资理论奠基人格雷厄姆很早就发现,小微盘股的市场定价效率显著弱于大盘股。这一现象的原因在于当前中小市值企业普遍面临研究覆盖不足的困境。这种长期存在的结构性失衡,使得中小上市公司的真正价值难以在资本市场得到合理体现。”

“因此,我们认为微盘股仍具配置价值,我们希望通过中小公司的持续研究和价值挖掘,优化资源配置,促进资本市场定价效率的提升,力争为投资者带来更好收益。”孔宪政表示。

盛丰衍也表示,投资者阶段性地可能会对某类资产产生“偏见”,但“偏见”往往也孕育着“机会”。从公募基金投研角度来讲,一方面,大多数微盘股也是优秀公司的代表;另一方面,公募基金适当配置微盘股也能争取增厚基金收益,回报投资人。

据何江观察,那些成长指标较高并且稳定的股票,更有可能成长为更高市值的公司。从现在的“微盘股”来看,智能制造、半导体设备及材料、光伏储能等细分行业可能会成长出来一些较大市值的股票。

前述华北公募基金经理认为,在当前经济转型与科技革命的交汇期,具备成长潜力的微盘股往往藏身于产业升级关键节点、政策强力扶持赛道以及技术突破临界点领域。如AI垂直场景落地的具身智能、量子科技等,半导体设备国产替代是当前热点,国内企业可能受益于政策支持和市场需求增长;工业机器人和自动化设备行业,随着制造业升级,细分领域的领先企业有机会扩大规模。此外,全球供应链重构带来的机会,如半导体、关键材料等领域,国内企业可能填补空缺,推动市值增长,“小而美”也能长成“大而强”。

## 基金代销三巨头业绩曝光 债基成规模增长主要助力

证券时报记者 裴利瑞

随着上市公司年报陆续披露,蚂蚁、招行、天天三大基金代销巨头的业绩也随之出炉。

近期,恒生电子、招商银行、东方财富相继发布2024年年报,其中,受益于指数基金和债券基金持续走热,恒生电子参股的蚂蚁基金在2024年业绩稳步增长,营业收入和净利润均同比增长约29%;不过,招商银行的代理基金收入下降近20%,天天基金的营业收入和净利润分别同比减少21.56%、27.4%,两家公司的规模增长则主要来自于债券基金。

具体来看,3月28日,恒生电子发布2024年年报,披露了其参股的蚂蚁基金业绩表现。数据显示,蚂蚁基金2024年营业收入为162.91亿元,净利润为4.5亿元,均同比增长约29%,净利润率达2.8%,与2023年基本持平。

基金业内人士认为,蚂蚁基金产品结构相对更为均衡,也引导用户分散配置,整体营收上涨的背后,主要得益于债券基金、指数基金的规模增长。

3月26日,招商银行发布2024年年报,披露了集团以基金代销为代表的净手续费及佣金收入情况。

公告显示,2024年,招商银行财富管理手续费及佣金收入220.05亿元,同比下降22.70%,其中代理基金收入41.65亿元,同比下降19.58%,主要是受基金降费和权益类基金保有规模下降影响;资产管理手续费及佣金收入107.51亿元,同比下降6.30%,主要是子公司招银理财和招商基金管理费收入减少。

根据中国基金业协会数据,2024年,招商银行非货基保有规模增长1769亿元。但从代销结构来看,2024年,招商银行权益基金的保有规模有所下降,这意味着其规模增长主要由债券基金贡献,但债券基金费率和佣金较低,很大程度上影响了代销基金的收入。

3月14日晚间,互联网金融平台东方财富发布2024年年报,也披露了基金业非常关注的天天基金的基金销售情况。从保有规模来看,截至2024年末,天天基金非货币市场公募基金保有规模为6133.62亿元,权益类基金保有规模为3823.76亿元。相比2023年,天天基金的非货币基金保有规模增长超10%,不过权益类基金保有规模却出现了下降。

值得注意的是,在基金降费大背景下,虽然2024年天天基金的基金销售额有了明显增长,但当年的营业收入和净利润同比都出现了下滑。天天基金2024年的营业收入为28.53亿元,净利润为1.51亿元,相比2023年分别同比减少21.56%、27.4%。