



专题报告

基金分析专题报告

证券研究报告

国金证券研究所

分析师：洪洋（执业 S1130518100001）

hongyang@gjzq.com.cn

分析师：于婧（执业 S1130519020003）

yujing@gjzq.com.cn

分析师：高鹤文（执业 S1130523070002）

gaohewen@gjzq.com.cn

量化私募的超额是否依赖微盘股？

2023 年以来市场结构分化

今年以来，股票市场先扬后抑，自 2023 年三月起，宏观经济从“强预期”转向“弱现实”后，股票市场表现萎靡。外资的撤出更是加剧了 A 股市场的空头力量，导致股票市场持续偏弱震荡。但在整体偏弱的市场环境中，小微盘股票却表现强势。同时，相对偏强的表现也吸引了资金的涌入，2023 年以来，代表小微盘股票的中证 2000 指数成交额在全市场中的占比有明显提升。

私募量化策略受益于小微盘市场风格，但整体暴露并不大

私募量化中证 500 指数增强策略产品整体小幅受益于小微盘市场风格，在整体和中证 500 指数保持了较高的相关性基础上，产品超额收益与中证 2000 相对中证 500 的超额、以及万得微盘指数相对中证 500 的超额存在一定正相关。从不同产品之间的对比来看，与中证 2000 和万得微盘指数相关性越高的产品，越可能获得更高的超额收益，同时伴随更大的超额回撤。建议投资者根据自己的风险偏好和投资组合整体情况，选择适当风险敞口的量化策略管理人，并以风险收益比作为衡量私募管理人投资能力的主要依据。

私募量化中证 1000 指数增强的超额收益，同样与中证 2000 指数和万得微盘股指数有一定正相关，但两个相关系数均低于中证 500 指数增强策略的对应值。同时，不同管理人在中证 1000 指数增强策略上的超额收益，也表现出与小微盘指数相对中证 1000 超额的正相关性。量化选股策略产品相对其他主流指数增强策略产品线来说，通常具备更宽松的风格约束，因此能够更多的受益于小微盘强势的行情。

私募量化策略，尤其是指数增强策略产品线，虽一定程度上受益于小微盘风格市场，但仍有明确的风险约束，对自身对标的指数保持了较好的跟踪效果，行业整体并不存在过度配置于微盘股的现象。无论从短期和长期的数据来看，均可得到结论，私募指数增强的主要 alpha 来源并非来自针对小微盘的敞口暴露。

小微盘风格不会长期持续，但量化策略仍可获取交易性 alpha

纵观 A 股市场历史，市值风格长期存在一定超额收益，且对于私募量化策略来说，这种超额收益一方面存在于小微盘股本身相对中大盘股的长期超额，另一方面，小微盘股高波动的特点，也使量化策略更容易获取交易性 alpha。前者的持续性受流动性、信用利差等宏观因素的影响，目前来看短期仍有空间，但不会长期持续，需持续关注重要变量；后者的持续性则主要受市场参与者的行为因素。量化策略同质化交易的影响，可能较前者具有更强持续性。

总结

整体来看，私募量化策略一定程度上受益于当前小微盘股表现强势的市场环境，但行业整体在小微盘上的暴露幅度并不大。然而对于具体管理人的选择，仍需关注其在暴露了一定量风险敞口后，是否能够获得合理的风险溢价补偿，以及对个别可能在小微盘股存在较大风险敞口的管理人需谨慎观察。

小微盘对量化策略的影响主要存在于持股 alpha 和交易性 alpha 两方面。持股 alpha 所依赖的小微盘风格可能很难长期持续，交易性 alpha 的持续性则更强。

风险提示

策略拥挤度提升、市场流动性下降、经济复苏不及预期等。



内容目录

2023 年以来市场结构分化.....	4
小微市值风格跑赢市场.....	4
市场流动性结构下沉.....	5
私募量化策略受益于小微盘市场风格.....	5
部分私募 500 指增超额与小微盘超额存在正相关.....	5
中证 1000 指数增强策略相对暴露更低.....	9
量化选股策略和其他小微盘指数增强策略：.....	10
私募基金指数增强策略在极致微盘股的配置有限.....	10
量化私募超额收益主要受其他因素影响.....	11
小微盘风格仍存一定持续性，但仍需进行风险防范.....	12
微盘风格估值并未随行情走强而大幅上升.....	12
市场热点和资金博弈可能给微盘股带来短期风险.....	12
信用利差处于低位，不支持小盘超额长期持续.....	13
小微盘股交易性 alpha 仍存持续性.....	13
其他投资者参与小微盘风格投资有助于降低量化策略拥挤度.....	14
总结：私募量化管理人适度暴露小盘风格获取超额收益，风险整体可控.....	15
风险提示.....	15

图表目录

图表 1： 全市场及各指数成分股市值分布（2023 年 11 月 30 日）.....	4
图表 2： 小微盘指数相对其他中大盘指数今年以来存在明显超额收益.....	5
图表 3： 小盘股票成交额稳中有升（单位：亿元）.....	5
图表 4： 小盘股票成交额占比明显上升.....	5
图表 5： 私募基金中证 500 指增策略产品今年以来平均业绩表现.....	6
图表 6： 中证 500 指增超额收益与小微盘超额收益存在正相关.....	6
图表 7： 产品超额在中证 2000 指数和微盘指数上的相关性不完全一致.....	7
图表 8： 500 指增超额收益与中证 2000 超额相关性.....	7
图表 9： 500 指增超额最大回撤与中证 2000 超额相关性.....	7
图表 10： 500 指增超额收益与微盘指数超额相关性.....	8
图表 11： 500 指增超额最大回撤与微盘指数超额相关性.....	8
图表 12： 超额阿尔法与微盘相关系数不存显著正相关.....	8
图表 13： 微盘相关过高会降低相对指数的跟踪效果.....	8
图表 14： 私募基金中证 500 指增策略产品今年以来平均业绩表现.....	9



图表 15: 中证 1000 指增超额收益与小微盘超额收益存在正相关.....	9
图表 16: 1000 指增超额与微盘超额存正相关.....	10
图表 17: 1000 指增超额回撤与微盘超额存正相关.....	10
图表 18: 部分量化策略产品线对标小市值指数.....	10
图表 19: 私募量化策略整体仍保持较好指数跟踪度, 并未过多偏配微盘.....	11
图表 20: 私募指数增强平均超额与中证 2000 相对各指数超额.....	11
图表 21: 微盘股指数市值并未显著提升.....	12
图表 22: 当前信用利差处于低位, 可能限制小微盘行情持续性.....	13
图表 23: 小微盘换手率整体高于中大盘.....	14
图表 24: 微盘股波动率仍处各指数上方 (20 日年化波动率).....	14
图表 25: 小微盘基金对小微盘股票的仓位占比.....	15
图表 26: 小微盘基金对小微盘股票的持仓市值.....	15



2023 年以来市场结构分化

小微市值风格跑赢市场

今年以来，股票市场先扬后抑，自 2023 年第一季度，宏观经济从“强预期”转向“弱现实”后，股票市场表现萎靡。外资的撤出更是加剧了 A 股市场的空头力量，导致股票市场持续偏弱震荡。但在整体偏弱的市场环境中，小微市值风格股票却表现强势。

在正式开始讨论小微市值股票，或决策使用哪类指数来作为小微指数的代表之前，我们需要首先定义何为“小微盘”。截止 2023 年 11 月 30 日，纵观沪深两市共超过 5000 只股票，市值低于 50 亿的股票共有约 2233 只，市值大于 50 亿小于 100 亿的股票共有 1337 只，这些市值小于 100 亿的股票数量已经达到 3570 只。中证 1000 指数成分股中，市值小于 100 亿的股票共有 499 只；中证 2000 指数成分股中，市值小于 100 亿的个股共有 1948 只，占比 97.4%，其中 1341 只股票市值低于 50 亿，占比 67.05%。可以说，中证 2000 指数已经可以很好的作为小微盘风格股票的代​​表。

图表1：全市场及各指数成分股市值分布（2023 年 11 月 30 日）

市值	全市场	中证 500	中证 1000	中证 2000
50 亿以下	2233	0	15	1341
50 亿-100 亿	1337	4	484	607
100 亿-150 亿	489	68	322	40

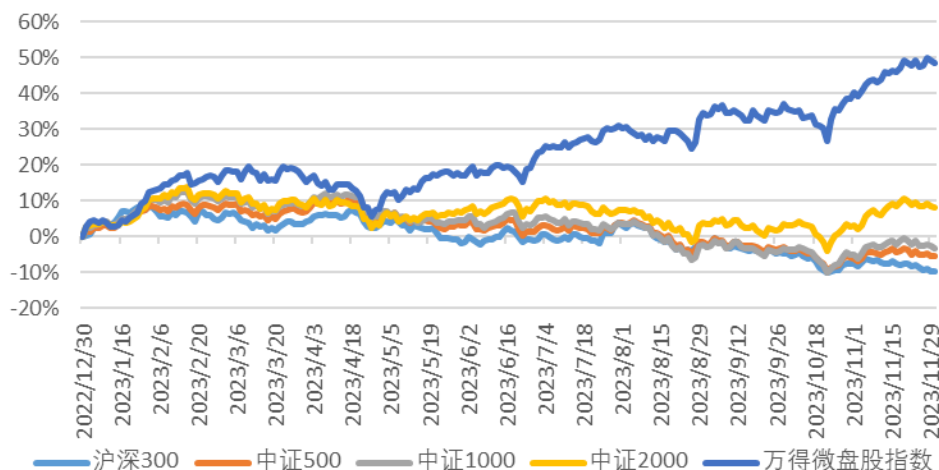
来源：国金证券研究所，Wind

而近期引起一定市场热议的万得微盘股指数，主要包含全部 A 股中市值居于后 400 的个股，剔除 ST、*ST、退市整理股、首发连板未打开的标的，并每日更新成分。截止 2023 年 11 月底，万得微盘股指数平均市值 21.43 亿元，最高和最低市值股票分别为 25.83 和 12.53 亿元，在市值风格上来看已非常极致。每日更新成分的特点给万得微盘股指数带来“高换手”特点，成分股轮动性质较强，当某指数成分股发生大幅上涨，导致其市值离开后 400 位，则会被迅速调出指数成分，带有一定“止盈”特性，从而大致维持指数市值特征绝对值的稳定。与此同时，“高换手”的特点使该指数更加接近以交易型 alpha 作为主要收益来源的中高频股票量化策略。

今年以来截止 2023 年 11 月 29 日，沪深 300、中证 500、中证 1000 指数的收益率分别为 -9.70%、-5.45%、-3.20%，但是市值排名在全市场 1801 至 3800 的中证 2000 指数，收益率为 7.95%，相对上述三指数已经分别存在 17.65%、13.40%、11.15%的超额收益。而市值居于后 400 名的个股组成的万得微盘指数（剔除 ST、*ST、退市整理股、首发连板未打开标的，日频，等权），今年以来收益率则达到 48.50%，相对中大盘指数存在 60%左右的超额收益。



图表2：小微盘指数相对其他中大盘指数今年以来存在明显超额收益

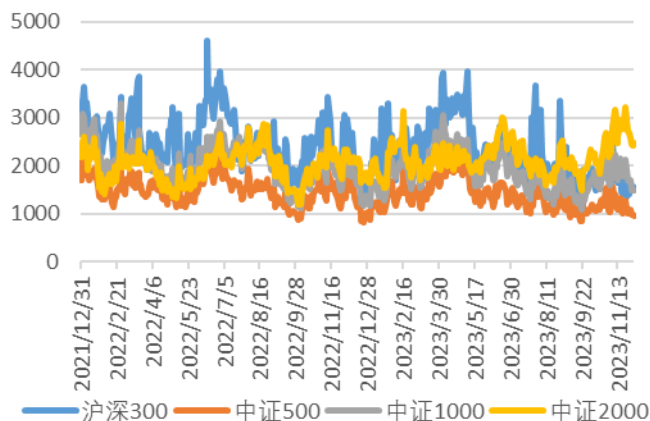


来源：国金证券研究所，Wind；统计区间：2022/12/31-2023/11/30

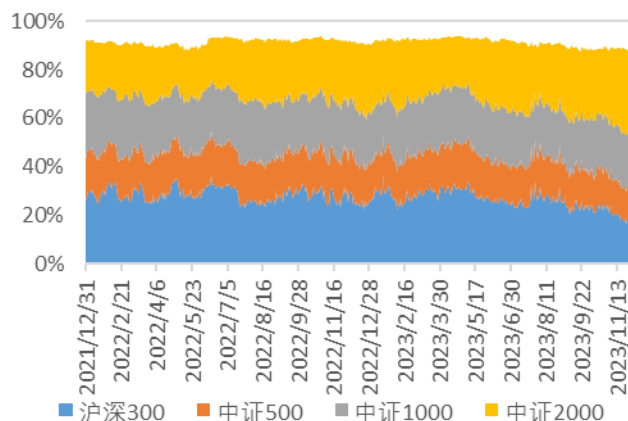
市场流动性结构下沉

小微盘股票的强势表现，逐渐吸引了越来越多活跃资金的关注。从成交额的变化来看，中证 2000 指数的日成交额在 2022 年以来基本保持稳定，仅 2023 年下半年以来，成交额的波动中枢略有上升。但同期其他指数的成交额存在一定下降趋势，2022 年下半年以来，沪深 300、中证 500、中证 1000 的成交额波动中枢均有明显下降，尤其沪深 300 的成交额大幅下降。从各指数成交额的相对关系也明显发现，中证 2000 指数成交额自 2023 年第三季度以来，已经大幅超越沪深 300、中证 500 和中证 1000 指数成交额，而这四个指数中，原本成交额排名第一的沪深 300 指数，已排至第三。从这四个指数的成交额在全部 A 股成交额的占比中，可以明显看到，中证 2000 指数成交在 2023 年第二季度以来占比大幅上升。

图表3：小盘股票成交额稳中有升（单位：亿元）



图表4：小盘股票成交额占比明显上升



来源：国金证券研究所，Wind；统计区间：2021/12/31-2023/11/30

来源：国金证券研究所，Wind；统计区间：2021/12/31-2023/11/30

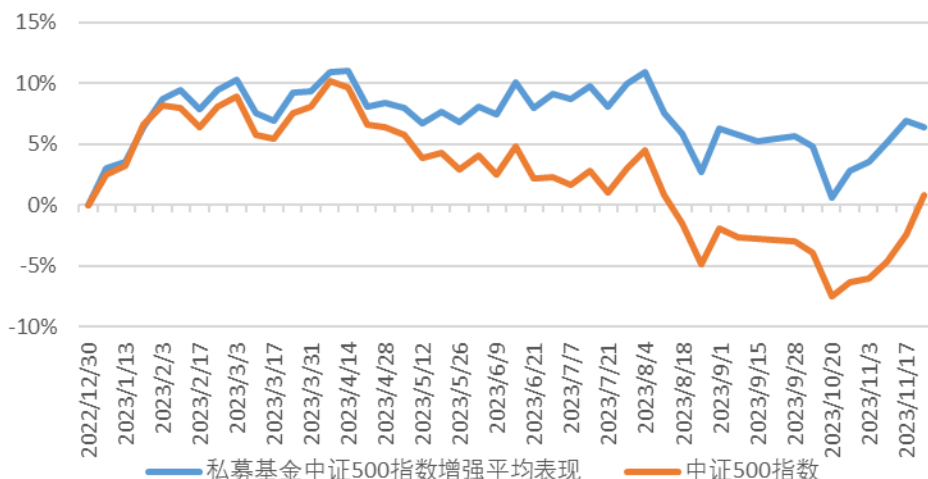
私募量化策略受益于小微盘市场风格

部分私募 500 指增超额与小微盘超额存在正相关

中证 500 指数增强策略的产品线，主要目标是在保持与中证 500 指数较高跟踪效果的同时，获取一定相对 500 指数的超额收益。私募量化策略管理人的常用方法是，使用多因子模型进行全市场选股，但在最终进行优化时，增加风控限制，以确保最终输出的股票组合，在各维度风险敞口上，与中证 500 指数的敞口整体匹配。



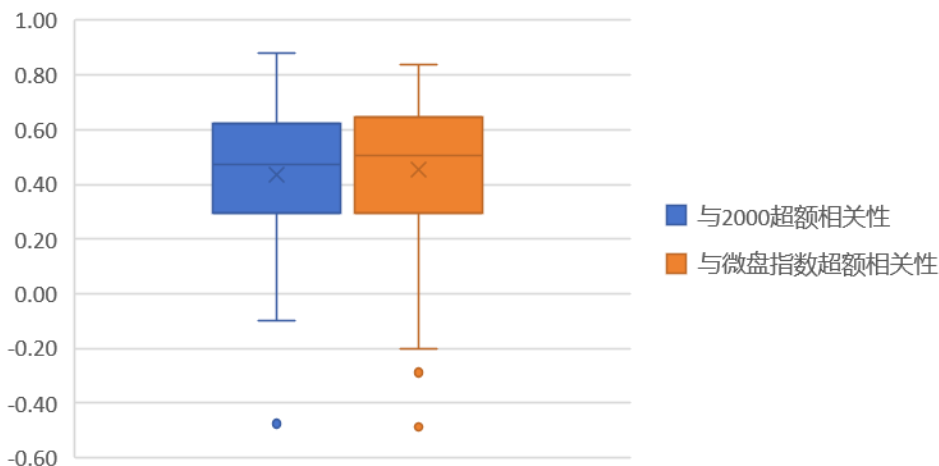
图表5：私募基金中证500指增策略产品今年以来平均业绩表现



来源：国金证券研究所，Wind，朝阳永续；统计区间：2023/1/1-2023/11/30

从长期调研跟踪市场上量化管理人获得的结果来看，由于国内小市值股票长期存在一定超额收益，且量价策略更容易在波动率较高的小市值股票上获取alpha，致使大部分量化策略私募基金在市值敞口和非线性市值敞口上均更有可能进行有限制的暴露。

图表6：中证500指增超额收益与小微盘超额收益存在正相关

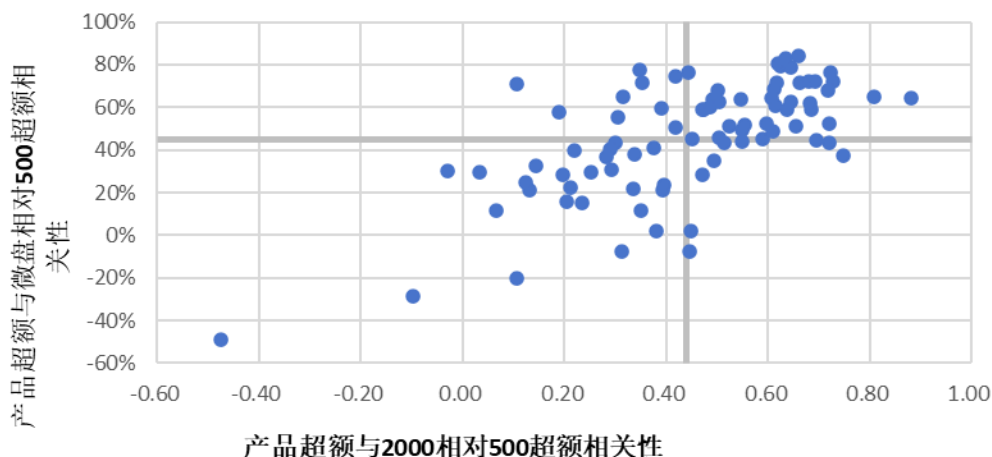


来源：国金证券研究所，Wind，朝阳永续；统计区间：2023/1/1-2023/11/30

近期小盘甚至微盘股表现相较强势，结合部分股票指数增强超额收益能力较强，使投资者逐渐开始担心量化策略管理人是否会在小微盘领域暴露过多敞口，以获取更高超额收益。严格的对敞口的计算需要利用全部持仓数据，但由于私募持仓数据难以获取，我们通过计算500指增的超额收益序列，与2000指数（和微盘指数）相对中证500的超额收益序列，并计算两者今年以来的相关性，来大致描述并推测量化指数增强管理人的中证500指数增强策略产品对小微盘的敞口大小。



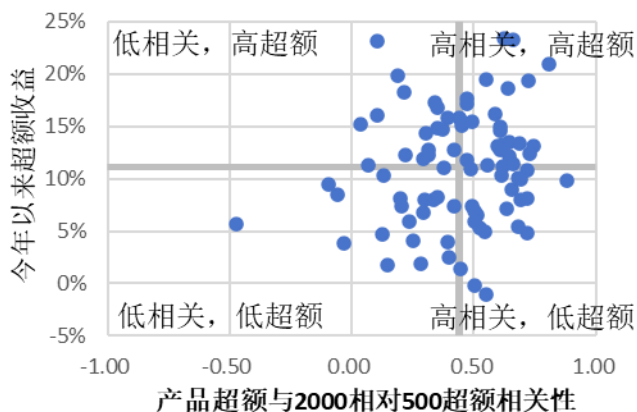
图表7：产品超额在中证 2000 指数和微盘指数上的相关性不完全一致



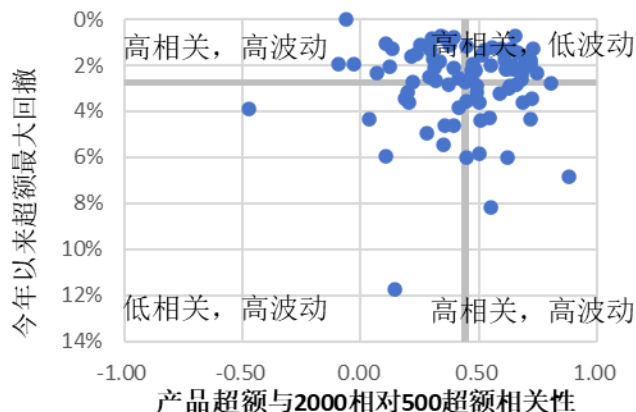
来源：国金证券研究所，Wind，朝阳永续；统计区间：2023/1/1-2023/11/30

从我们统计的 85 个私募量化中证 500 指数增强产品数据显示，大部分产品的超额收益，与 2000 指数超额、微盘指数超额，具有一定正相关性，相关系数平均值分别为 43.65% 和 45.31%，基本可以推测，大部分管理人在市值方面存在一定敞口。从两个相关系数的关系来看，大部分产品的 2000 指数相关性和微盘指数相关性是存在正相关的，但也有少量产品，在微盘指数上相关性较低，而在 2000 指数上相关性较高，可能意味着管理人选股范围上有一定约束，或对非线性市值敞口有一定约束。

图表8：500 指增超额收益与中证 2000 超额相关性



图表9：500 指增超额最大回撤与中证 2000 超额相关性



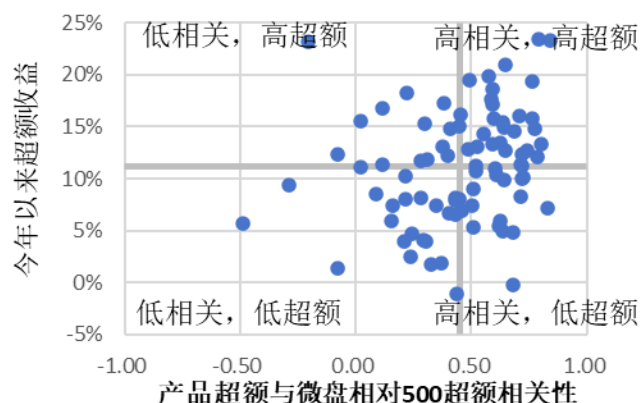
来源：国金证券研究所，Wind，朝阳永续；统计区间：2023/1/1-2023/11/30

来源：国金证券研究所，Wind，朝阳永续；统计区间：2023/1/1-2023/11/30

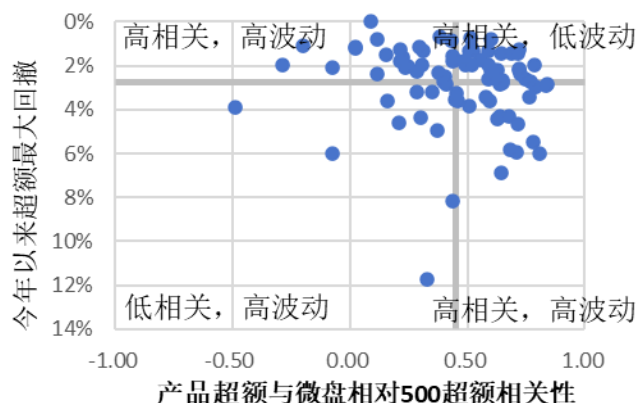
从超额收益、超额最大回撤，与两个指数相关系数的关系中，我们不难发现，对于大多数管理人来说，与小微盘指数相关性越高，越容易获得较高超额收益，但也越难控制超额最大回撤。与微盘指数相关性排在前 20 的产品，今年以来平均超额收益达到 13.07%，平均超额最大回撤 3.26%；与微盘股指数相关性排在后 20 的产品，今年以来平均超额收益 9.80%，平均超额最大回撤 2.22%。



图表10: 500 指增超额收益与微盘指数超额相关性



图表11: 500 指增超额最大回撤与微盘指数超额相关性

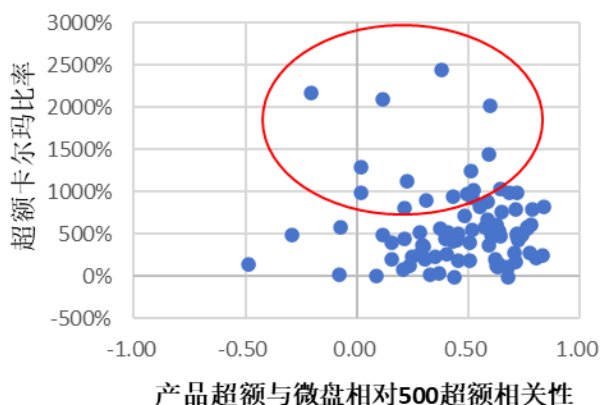


来源: 国金证券研究所, Wind, 朝阳永续; 统计区间: 2023/1/1-2023/11/30

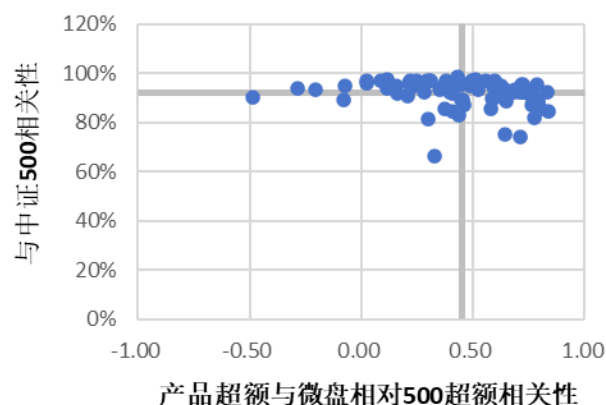
来源: 国金证券研究所, Wind, 朝阳永续; 统计区间: 2023/1/1-2023/11/30

对于指数增强策略的投资者而言, 2.22%和 3.26%的超额最大回撤带来的差异实际上持有体验差异并不会非常巨大, 倘若通过释放 1%超额最大回撤的波动, 可以将超额收益从 9.80%提高至 13.07%, 可能对于部分投资者来说是值得的。那么相对于这些的中证 500 指数增强策略来说, 更核心的问题实际上变成了, 管理人在小微盘上暴露的风险敞口, 是否能够获取足够的超额风险溢价? 从超额阿尔玛比例与产品微盘指数相关性的散点图来看, 产品超额收益与微盘指数超额收益的相关性, 与产品超额阿尔玛比率之间, 并不存在非常显著的正相关。那么对于投资人来说, 首先选择超额阿尔玛比率较高的管理人, 然后根据自己的投资需求, 选择是否需要暴露敞口, 可能是一个合理的筛选思路。

图表12: 超额阿尔玛与微盘相关系数不存显著正相关



图表13: 微盘相关过高会降低相对指数的跟踪效果



来源: 国金证券研究所, Wind, 朝阳永续; 统计区间: 2023/1/1-2023/11/30

来源: 国金证券研究所, Wind, 朝阳永续; 统计区间: 2023/1/1-2023/11/30

另一方面, 作为中证 500 指数增强策略产品, 与中证 500 指数的相关系数是衡量跟踪误差的重要标准, 我们关注的 85 个中证 500 指数增强策略产品, 与中证 500 指数的平均相关系数为 92.16%。倘若选取跟踪误差较低的 20 个产品, 它们与中证 500 的平均相关系数则高达 96.95%, 而这前 20 名的产品超额收益与微盘相对 500 的超额平均相关系数为 35%。换一个角度, 选取超额与微盘超额相关最高的 20 个产品, 它们与中证 500 的平均相关性则仅有 90.20%。这里需要关注的是, 个别产品处于右下象限中, 其产品净值与 500 指数相关系数较低, 同时超额收益又与微盘指数相对 500 的超额相关系数较高, 可能意味着该管理人存在较大风险敞口, 需谨慎投资, 或与管理人沟通后获取更多数据, 以验证其敞口。

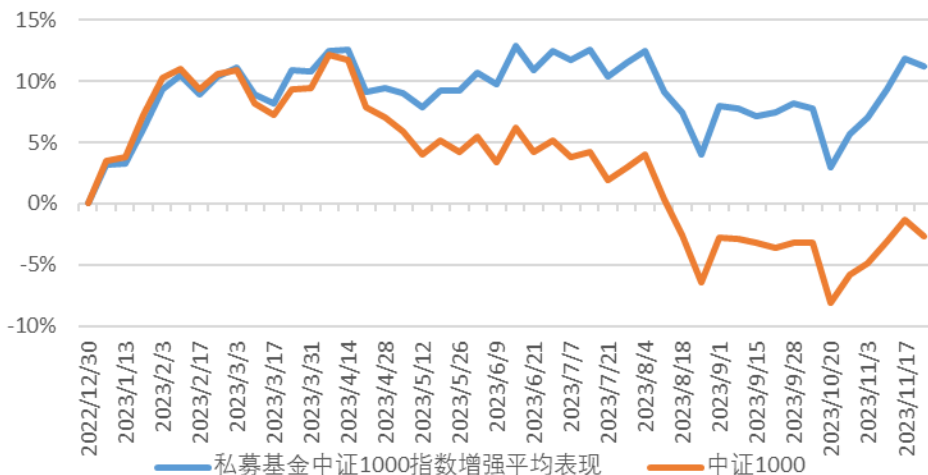
综上, 对于私募基金投资者, 或是对于私募 FOF 管理人来说, 首先需要明确的一点是, 放宽风险敞口, 确实可能降低 500 指增产品对中证 500 指数的跟踪效果, 放大超额最大回撤。但敞口的放松, 同时也会释放超额收益空间。衡量管理人是否优秀的标准, 并非直接对比超额收益的大小, 而应关注超额的风险收益比。而对于一个私募 FOF 组合来说, 是否选择具有更强超额弹性的管理人, 核心依据应是对未来市场风格的判断, 以及对该管理人在 FOF 组合中所起的作用。



中证 1000 指数增强策略相对暴露更低

相对中证 500 指数来说，中证 1000 指数在市值特征上明显更偏向小市值，对于私募中证 1000 指数增强策略来说，同样使用多因子选股模型、全市场选股域、风控略微进行小市值暴露，自然而然的会使私募中证 1000 指数增强策略产品线，更多的持有小微市值股票。

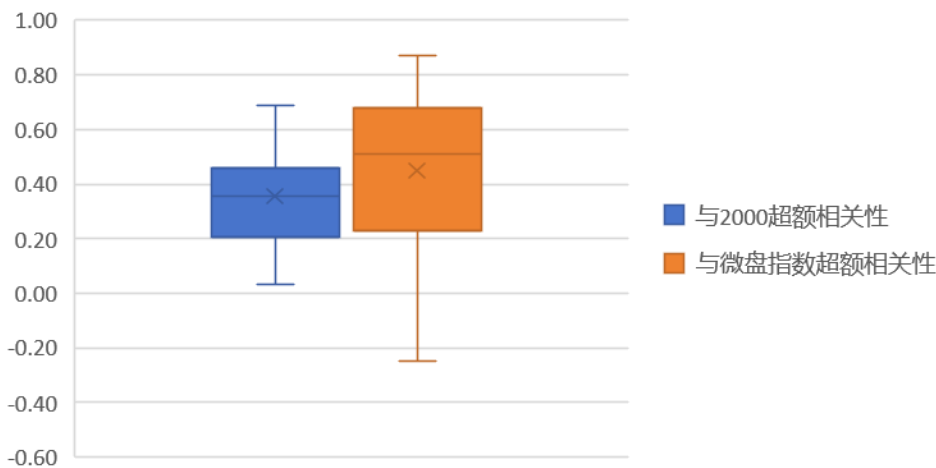
图表14：私募基金中证 500 指增策略产品今年以来平均业绩表现



来源：国金证券研究所

从我们统计的 43 个私募量化中证 1000 指数增强产品数据显示，大部分产品的超额收益，与 2000 指数超额、微盘指数超额，具有一定正相关性，相关系数平均值分别为 36.05% 和 45.03%，基本可以推测，大部分管理人在市值方面存在一定敞口。但值得一提的是，500 指增产品超额与 2000 相对 500 的超额相关系数 (44.96%)，明显高于 1000 指增产品超额与 2000 相对 1000 的超额相关系数 (36.05%)，但两条产品线在与微盘相对各自跟踪指数的超额相关系数则比较相近 (分别是 45.30% 和 45.03%)。

图表15：中证 1000 指增超额收益与小微盘超额收益存在正相关

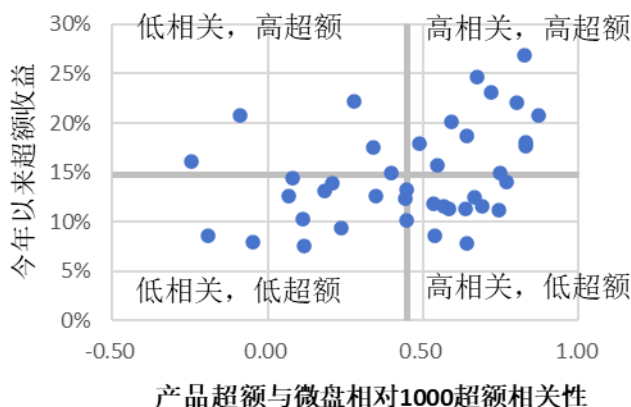


来源：国金证券研究所，Wind，朝阳永续；统计区间：2023/1/1-2023/11/30

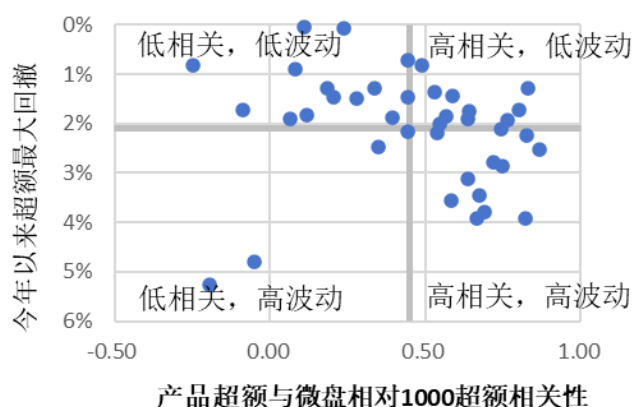
与 500 指增类似的是，产品超额收益和超额最大回撤，均与产品超额与微盘超额的相关性存在一定正相关。结合风险收益比特征来看，对于在小微盘上风格暴露相同或处于相似水平的管理人，优选其中超额收益较高、超额回撤较小的，将会优化单位风险敞口暴露获取的风险溢价。



图表16: 1000 指增超额与微盘超额存正相关



图表17: 1000 指增超额回撤与微盘超额存正相关



来源: 国金证券研究所, Wind, 朝阳永续; 统计区间: 2023/1/1-2023/11/30

来源: 国金证券研究所, Wind, 朝阳永续; 统计区间: 2023/1/1-2023/11/30

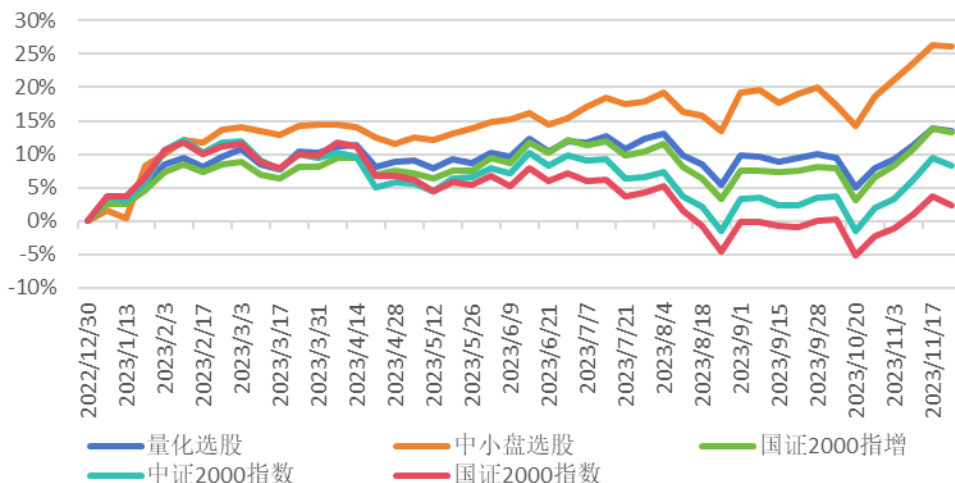
量化选股策略和其他小微盘指数增强策略:

除主流的三大指数增强策略外(沪深 300、中证 500、中证 1000), 部分私募基金管理人也发行了更具有特点的指数增强策略, 来匹配不同的投资需求, 获取市场不同结构处的 alpha 和 beta 收益。

对于本文关注的小微盘相关私募策略来说, 可能涉及到的产品线包括量化选股策略产品, 以及其他一些对标小市值指数的另类指数增强策略产品, 包括中小盘指增、国证 2000 指增、中证 2000 指增等。由于此类产品数量较少, 且不存统一的比较基准, 我们仅选取部分成立于 2023 年 1 月 1 日以前的产品, 对小样本库进行平均业绩展示。(各产品线样本数量, 量化选股: 31, 中小盘选股: 5, 国证 2000 指增: 4)

对于量化选股策略, 不同管理人的操作思路有较大差异, 部分管理人对的量化选股策略在采用和指增策略相同的选股模型的同时, 不设置敞口约束, 以求选股收益的最大化, 但也有部分管理人仍然进行适度风险约束, 但约束的目标则选择国证 2000、中证 2000, 或是全 A 指数。因此量化选股策略的业绩表现会比较接近国证 2000 指增策略。

图表18: 部分量化策略产品线对标小市值指数



来源: 国金证券研究所, Wind, 朝阳永续; 统计区间: 2023/1/1-2023/11/30

私募基金指数增强策略在极致微盘股的配置有限

对于大多数私募量化策略管理人来说, 其选股策略在风控优化环节对各维度风险敞口会有一定约束, 其中较约束严格的管理人可能对市值风格的敞口会控制在 0.2 倍标准差, 较松的可能扩大至 0.6 倍标准差, 再结合高度分散化的持仓特征, 以及对部分流动性较差的股票的剔除, 实际上不会过度偏配极致的微盘股。

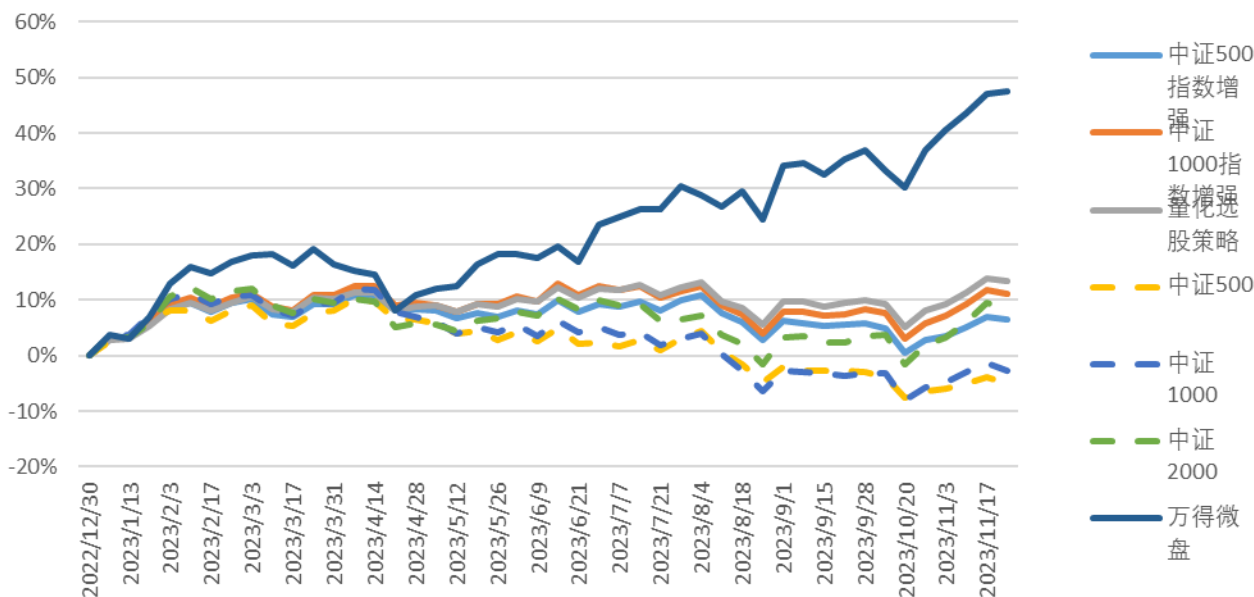
以中证 500 指数增强策略产品线来说, 绝大多数管理人在中证 800 成分股上的持仓占比可



能会占全部持仓的 40-60%，以防在大盘股行情时产品跑输对标指数。对于部分管理规模较大的私募量化策略管理人来说，如果管理规模对应 100 亿左右，年化双边换手 80 倍，50%左右持仓为中证 800 成分股，那么该管理人的策略将会每天在中证 800 以外的成分股产生约 7.5 至 10 亿元双边换手，这些换手分散在超过 4000 至个股中，可能使产品整体存在一定中小市值暴露，但很难使产品具备显著的极端小微市值暴露。

由于无法对私募基金持仓进行严谨的数据分析，我们只能通过上述估算方式，大致推测量化私募整体在小微市值股票上的偏配。但我们可以更直观的，以业绩作为结果，来观察量化私募的整体表现。从今年以来的平均业绩，以及本文前部分对大量数据分析，可以看出，私募量化策略可能一定程度上受益于小微盘的强势表现和高波动，但整体仍然保持了对自身对标指数较强的跟踪效果。

图表19：私募量化策略整体仍保持较好指数跟踪度，并未过多偏配微盘



来源：国金证券研究所，Wind，朝阳永续；统计区间：2023/1/1-2023/11/30

量化私募超额收益主要受其他因素影响

量化策略的超额收益主要与市场整体时序波动率、截面波动率、成交活跃度、风格稳定性等因素有关。市值风格当然也是一个重要的影响因素，但主要产生决定性影响的，是市场是否存在比较极致的大盘股或指数权重股行情，微盘股在其中的影响作用较为有限。由于本文篇幅有限，我们不对量化私募获取超额收益的能力与市场环境做过多展开，感兴趣的投资者请关注我们每月发布的报告：股票量化策略私募基金业绩回顾及投资前瞻。

从另一个角度来看，我们对比历年私募指数增强策略平均超额收益与中证 2000 指数相对各指数的超额收益，可以显著发现，长期来看，即便在中证 2000 指数所代表的小微盘股表现较弱的年份，私募指数增强仍然可以获得相较稳定的超额收益。同时，在中证 2000 指数相对其他各指数超额幅度最大的 2023 年，指数增强的超额收益并没有显著高于往年，反而在历年中属于较低水平。这一现象当然与市场整体波动率下降，以及量化策略交易愈发拥挤有关，但也说明无论是长期还是短期，私募指数增强的主要 alpha 来源并非来自针对小微盘的敞口暴露。

图表20：私募指数增强平均超额与中证 2000 相对各指数超额

策略	2019年	2020年	2021年	2022年	2023年1-11月
沪深300指增超额	8.92%	16.61%	17.18%	10.10%	7.00%
中证2000相对沪深300	-14.11%	-11.82%	31.09%	6.86%	17.65%
中证500指增超额	26.44%	24.17%	16.00%	11.24%	11.52%
中证2000相对中证500	-4.42%	-5.48%	10.31%	5.54%	13.40%
中证1000指增超额	31.75%	30.88%	25.66%	16.89%	13.77%
中证2000相对中证1000	-3.71%	-4.00%	5.37%	6.81%	11.15%



来源：国金证券研究所，Wind，朝阳永续

小微盘风格仍存一定持续性，但仍需进行风险防范

微盘风格估值并未随行情走强而大幅上升

从估值的角度来看，万得微盘股指数因其高频次的调整成分股，而使指数总市值整体保持相对稳定。2023 年以来，截止 2023 年 11 月底，万得微盘股指数收益率达到 48.50%，而指数总市值的增长幅度仅有约 18.30%。微盘股因其非常显著的轮动上涨的效应，使其中个股估值的持续推升效应并不显著。

图表21：微盘股指数市值并未显著提升



来源：国金证券研究所，Wind；统计区间：2022/12/31-2023/11/30

市场热点和资金博弈可能给微盘股带来短期风险

细数 2020 年以来微盘股指数快速回调幅度较大的几次行情：

2020/12/4-2021/2/10：微盘股指数在短短 2 个月内大幅下跌-22.60%，下跌的速度和幅度均较大。期间“核心资产”大幅上涨，贵州茅台期间涨幅高达 45.06%。微盘股指数下跌的低点与贵州茅台上涨的高点日期吻合。

2022/3/4-2022/4/29：微盘股指数在接近 2 个月的时间内下跌-18.18%，期间发生了俄乌战争和上海疫情等事件，同期沪深 300 指数下跌-10.68%，中证 500 指数下跌-17.28%。微盘股指数跌幅虽更大，但对比起整体波动水平来看，负超额并不显著。

2022/8/19-2022/9/30：微盘股指数在一个半月内下跌-11.21%，8 月 19 日高点与新能源车和光伏等赛道股的高点日期吻合，同期沪深 300 指数下跌-8.34%，中证 500 指数下跌-10.60%。

2023/3/24-2023/4/21：微盘股指数在 1 个月内下跌-9.42%，期间 ChatGPT 的问世引发市场对人工智能的热捧（主要上涨时期为 3 月 16 日至 4 月 7 日），以及中特估概念的提出，导致相关股票大幅上涨（主要上涨时期为 3 月 30 日至 5 月 8 日）。

从微盘股近期的历史回撤来看，可能容易在两种情况下产生明显回撤。其一是全市场整体下跌且流动性大幅下降，此时微盘股可能会出现回撤，但在历史几次下跌中，包括 2018 年和 2022 年第一季度，相对沪深 300 和中证 500 指数，并未出现太大负超额；其二是当市场出现其他投资热点时，与微盘股出现轮动效应，这一效应可能的原因是，大量交易微盘股的投资者在投资行为上具有追逐热点的特征，偏好交易波动率大的标的，当市场出现其他热点时，可能会吸引原本对微盘股进行轮动交易的投资者，打断微盘股持续轮动上涨的循环状态。

结合当前市场环境来看，近期可能引发微盘股回撤的具体原因，可能包括：1、出台强力经济刺激政策，引发金融、地产、消费等板块行情，吸引交易型资金离开微盘股，导致微盘股失去超额。2、市场持续低迷，流动性进一步下降，微盘股绝对收益同样受到影响，但仍存在超额。这里讨论的主要是微盘股相对其他市场指数的超额收益，或者称之为细分领域 beta，但对于量化策略私募基金而言，部分微盘股所具备的高波动、高流动性特点，



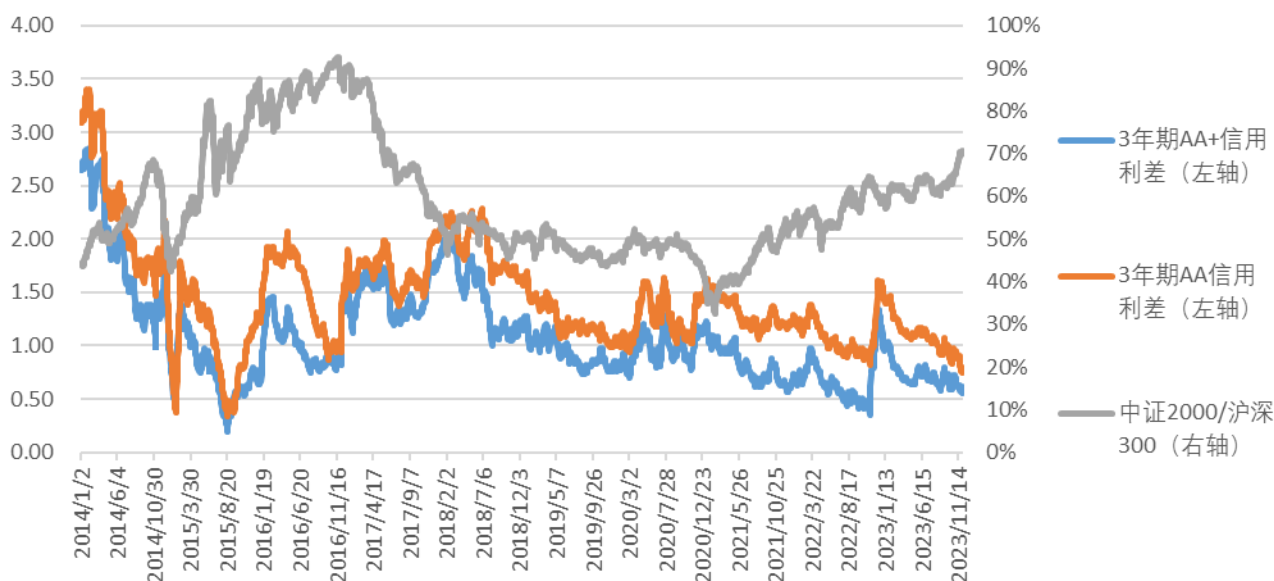
可以成为较好的交易型 alpha 来源,这一部分是否超额是否会因同质化拥挤交易而受到一定影响,同样也是市场关注的重点之一。

信用利差处于低位,不支持小盘超额长期持续

从经济含义上来说,信用利差是风险溢价水平的重要衡量指标之一,而小微盘股对信用风险的暴露是强于中大盘股的,因此信用利差从逻辑上具备了与大小盘风格切换的相关性。而从实际数据来看,也能看到信用利差上升的阶段,沪深 300 明显强于中证 2000,而在信用利差下降的阶段,中证 2000 指数则具有更强表现。

从当前信用利差的水平来看,已经处于历史低位,进一步下探的空间十分有限,从这个角度来看,小微盘股强势的行情可能难以长期持续。而真正的大小盘风格切换,可能需要经济进一步复苏,信用利差重新回升。

图表22: 当前信用利差处于低位,可能限制小微盘行情持续性



来源: 国金证券研究所

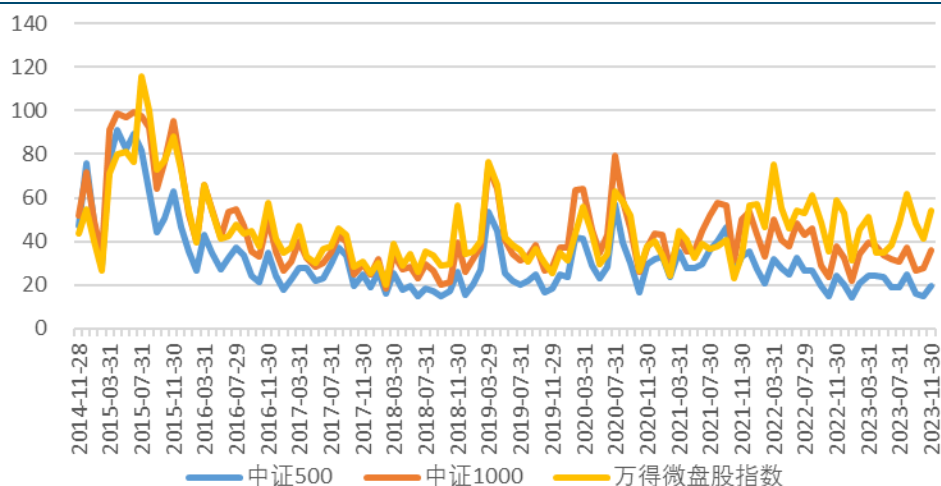
小微盘股交易性 alpha 仍存持续性

对于量化策略私募基金来说,如果对微盘股进行偏配,获取到的损益除了小微盘股相对中大盘股票的持股 alpha 外,实际上还有小微盘股领域的交易性 alpha。我们在过去的研究中,观察到量化策略获取超额收益的效果,与市场的交易活跃度、波动率等因素有关。而小微盘股在这几个方面,都显著高于中大盘股票,量化策略可以在小微盘上获取更多交易性 alpha。

首先是交易活跃度方面,从长期视角下观察,市场整体换手率自 2015 年大幅下降后,再未接近过历史峰值,且中证 500 和中证 1000 指数整体换手率中枢保持稳定。而万得微盘指数换手率在 2022 年以来有小幅上升。换手率的上升整体来说是有利于量化策略获取超额收益的。同时,小微盘指数的换手率长期高于中大盘,量化策略在小微盘领域更容易获取交易性 alpha。



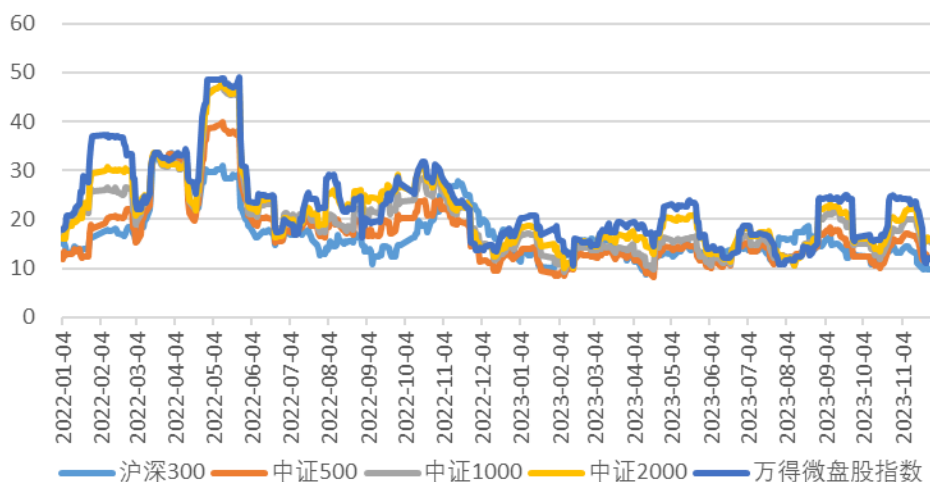
图表23：小微盘换手率整体高于中大盘



来源：国金证券研究所，Wind；统计区间：2014/1/1-2023/11/30

在波动率方面，近期市场情绪冷淡，整体波动率维持在较低水平，但微盘股指数的波动率长期处于各指数上方，对于量化策略来说较易获取超额收益。

图表24：微盘股波动率仍处各指数上方（20日年化波动率）



来源：国金证券研究所，Wind；统计区间：2022/1/1-2023/11/30

其他投资者参与小微盘风格投资有助于降低量化策略拥挤度

波动率和交易活跃度是衡量市场是否适合量化策略获取超额收益的重要指标，但除此之外，量化策略的同质化交易拥挤度，也会大幅影响具体单个管理人在相应领域获取超额收益的难度。然而，我们很难计算小微盘指数的换手中，量化策略私募基金具体占比几何，一方面量化策略整体的管理规模就已经是一个模糊的需要估算的数字，另一方面私募不披露持仓数据的特点，使我们无法估算整体量化管理规模中，有多大比例在进行小微盘的交易。

但是，拥挤交易的一个特点是，量化策略在市场中的占比过高，因此我们可以通过观察其他重要的市场参与者在小微盘领域的配置情况，来侧面推测量化私募的拥挤度。

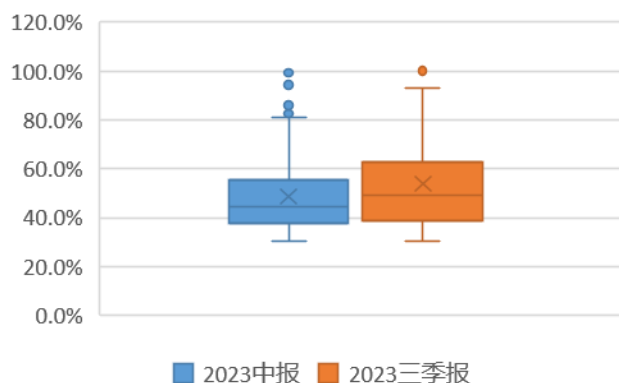
我们将市值在100亿以下的股票定义为“小微盘”股票，并筛选出2023年中报及三季报中100亿以下股票市值占比均大于30%的主动型公募基金，共290只，根据他们在23年中报和三季报上的持仓情况变化，来大致观察公募基金对小微盘的配置变化。

从数据结果来看，290个“小微盘基金”进一步上调了小微盘基金的占比，平均小微盘持仓比例从48.6%提高至53.9%。在持仓金额方面，290只基金在小微盘上的总持仓金额从中报的910.54亿，提高至923.57亿。可以看到，公募基金在已有一定小微盘配置的基础上，仍在进一步增加小微盘股票的配置。

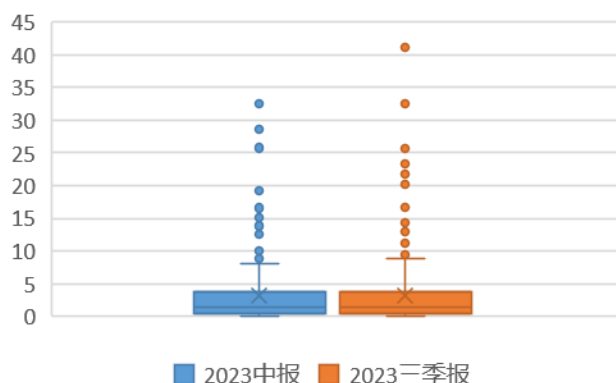
不同投资策略、不同交易习惯的投资者，共同参与小微盘股票的投资和配置，对缓解量化策略的交易拥挤度存在正向作用。



图表25：小微盘基金对小微盘股票的仓位占比



图表26：小微盘基金对小微盘股票的持仓市值



来源：国金证券研究所，Wind

来源：国金证券研究所，Wind

总结：私募量化管理人适度暴露小盘风格获取超额收益，风险整体可控

整体来看，私募量化策略一定程度上受益于当前小微盘股表现强势的市场环境，但行业整体在小微盘上的暴露幅度并不大。然而对于具体管理人的选择，仍需关注其在暴露了一定量风险敞口后，是否能够获得合理的风险溢价补偿，以及对个别可能在小微盘股存在较大风险敞口的管理人需谨慎观察。

小微盘对量化策略的影响主要存在于持股 alpha 和交易性 alpha 两方面。持股 alpha 方面，信用利差已处于长期底部位置，缺乏进一步下探空间，可能限制小微盘风格的持续，而未来的经济复苏则可能推动大小盘风格切换。交易性 alpha 方面，小微盘在波动率和换手率等方面长期高于中大盘，中高频量价类策略在小微盘领域获取超额收益难度更低，因此交易性 alpha 的持续性可能更强。

风险提示

- 1、策略拥挤度提升：随量化投资行业拥挤度提升，同质化加剧的策略或导致部分因子、数据失真，给策略的运作带来额外的难度，影响超额端收益表现。
- 2、市场流动性下降：量化策略的超额收益对市场流动性存在一定依赖，过低的市场流动性将大幅影响量化策略获取超额收益。
- 3、经济复苏不及预期：经济复苏不及预期或导致市场整体回调，侵蚀量化策略的 beta 收益。



特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海

电话：021-80234211

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 5 楼

北京

电话：010-85950438

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100005

地址：北京市东城区建内大街 26 号

新闻大厦 8 层南侧

深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心

18 楼 1806



【小程序】
国金证券研究服务



【公众号】
国金证券研究