

量化私募视角下的后市风格

——主动量化周报

核心观点

量化指增产品持仓节后部分回流中证 2000 等小盘股，小盘风格反弹，尚未反转，多数量化私募仍持相对保守的风格偏好，后市资金赎回扰动下，权重股安全边际相对较高。

□ 如何理解量化策略对小盘股的影响？

交易层面表现为小微盘下行。本轮指数调整期间，挂钩中证 500 和中证 1000 雪球敲入累计造成的冲击体量分别约 280 亿和 370 亿，整体规模有限；受雪球敲入影响，中证 500 和 1000 股指期货贴水的扩大，贴水扩大导致部分 DMA、量化中性产品平仓，而由于这些产品与量化指数增强产品的策略同质化程度很高，因此对现货多头的平仓对小微盘股造成一定流动性冲击，进而导致更多量化产品出现交易性止损。根据基金业协会和朝阳永续数据估计，目前私募量化规模（含多头、中性策略）大约 1.5 万亿。参考部分量化管理人的披露，从操作思路来看，节前持仓由小微盘大幅转为中证 500、中证 1000 成分股，结构性调仓对标的指数上行起到了显著影响。春节后第一天，产品持仓大幅转回中证 2000，空气指增产品在中证 2000+ 微盘的持仓，节后大致 44% 左右。而中证 500 增强产品春节后在中证 1000 和中证 2000 的持仓接近 20%，可以看出，量化私募持仓虽有回流小微盘的趋势，但相比于此前已经大幅收敛，且微型股持仓下降尤为明显。近期部分产品面临开放赎回，在赎回量 20% 的假设下，预计潜在赎回量对中证 1000 及中证 2000 的流动性影响约 1500 亿元，短期内看好大盘权重股。

□ A 股小市值效应是否会消失？

对于 A 股小市值效应的解读，学术上的解读多为流动性风险溢价。但从实战角度看，2023 年上半年景气投资失效，市场更侧重交易端的投资机会。而微型股更符合这个阶段的交易需求，从结果来看万得微盘股指数相对于沪深 300 的超额收益最高达到 75.6%。

时间拉长来看，在 2010 年以来的 14 年中，万得微盘股指数相对沪深 300 的超额收益仅有 2017、2020 两年为负，主要受资金抱团行为影响。2017 年外资持续流入推动上证 50 慢牛，形成二八分化行情。2020 年则对应公募基金扩容，核心资产价值重估下的抱团行情。除这两年外，小市值效应在 A 股长期贡献正向的超额收益（2010-2023 年平均年度超额 36.2%）。此外，量化私募的模型 Alpha 并未消失，其追逐风格收益并不意味着模型 Alpha 的失效，随着其 Alpha 收益的修复，预计小盘股长期亦将进入上行趋势。

□ 行业层面是否仍旧看好 AI 板块？

顺周期行情尚需进一步数据催化，AI 行情或将进入风格分化。1 月社融数据超预期，但单月数据尚未改变整个季度的社融预期，顺周期行情仍需等待进一步数据验证。另外，此前私募量化产品超额回撤明显，后续或将存在一定赎回压力，我们判断短期内大盘风格或将优于小盘风格。相应的，对于我们上周重点推荐的通信行业所对应的光模块行情，短期或将面临市值风格的分化，部分大市值标的本周在板块内涨幅相对落后，未来则有望补涨。

□ 风险提示

1、本篇报告观点基于量化模型及客观数据统计，存在模型失效风险。2、基金仓位监测等模型结果由数理统计方法估算得到，与实际情况可能存在差异。3、测算偏差风险，市场环境变化可能造成测算数据相较于实际数据偏离。4、本报告对基金产品的研究分析结论基于历史客观数据，不预示其未来表现，也不能保证未来的可持续性，亦不构成投资收益的保证或投资建议。本报告不涉及证券投资基金评价业务，不涉及对基金产品或任何指数样本股的推荐。

分析师：陈奥林

执业证书号：S1230523040002

chenaolin@stocke.com.cn

相关报告

- 1 《风控模型和超额收益风险的分化》 2024.02.24
- 2 《多因子量化投资框架梳理》 2024.02.22
- 3 《第三阶段：非权重股补涨》 2024.02.18

正文目录

1 本周观点	4
2 每周模块化核心观点	5
2.1 资产配置模块	5
2.2 行业基本面高频观察	5
2.3 热点基金追踪	5
3 择时	6
3.1 价格分段体系	6
3.2 宏观经济预测	6
3.3 微观市场结构择时	7
4 行业监测	8
4.1 分析师行业景气预期	8
4.2 北向资金流向	8
4.3 融资融券	9
4.4 基金仓位监测	10
5 风格监测	10
6 风险提示	11

图表目录

图 1: 上证综指价格分段结果.....	6
图 2: GDPNOW 模型预测结果.....	6
图 3: 知情交易者活跃度变化.....	7
图 4: 分析师行业景气预期变化.....	8
图 5: 行业维度北向资金流向变化 (单位: 亿元)	9
图 6: 行业维度融资融券本周净买入额 (单位: 亿元)	9
图 7: 公募主动偏股型基金行业仓位估计.....	10
图 8: 风格因子收益.....	11

1 本周观点

核心观点

量化指增产品持仓节后部分回流中证 2000 等小盘股，小盘风格反弹，尚未反转，多数量化私募仍持相对保守的风格偏好，后市资金赎回扰动下，权重股安全边际相对较高。

如何理解量化策略对小盘股的影响？

交易层面表现为小微盘下行。本轮指数调整期间，挂钩中证 500 和中证 1000 雪球敲入累计造成的冲击体量分别约 280 亿和 370 亿，整体规模有限；受雪球敲入影响，中证 500 和 1000 股指期货贴水的扩大，贴水扩大导致部分 DMA、量化中性产品平仓，而由于这些产品与量化指数增强产品的策略同质化程度很高，因此对现货多头的平仓对微盘股造成一定流动性冲击，进而导致更多量化产品出现交易性止损。根据基金业协会和朝阳永续数据估计，目前私募量化规模（含多头、中性策略）大约 1.5 万亿。参考部分量化管理人的披露，从操作思路来看，节前持仓由小微盘大幅转为中证 500、中证 1000 成分股，结构性调仓对标的指数上行起到了显著影响。春节后第一天，产品持仓大幅转回中证 2000，空气指增产品在中证 2000+微盘的持仓，节后大致 44%左右。而中证 500 增强产品春节后在中证 1000 和中证 2000 的持仓接近 20%，可以看出，量化私募持仓虽有回流小微盘的趋势，但相比于此前已经大幅收敛，且微型股持仓下降尤为明显。近期部分产品面临开放赎回，在赎回量 20%的假设下，预计潜在赎回量对中证 1000 及中证 2000 的流动性影响约 1500 亿元，短期内看好大盘权重股。

A 股小市值效应是否会消失？

对于 A 股小市值效应的解读，学术上的解读多为流动性风险溢价。但从实战角度看，2023 年上半年景气投资失效，市场更侧重交易端的投资机会。而微型股更符合这个阶段的交易需求，从结果来看万得微盘股指数相对于沪深 300 的超额收益最高达到 75.6%。

时间拉长来看，在 2010 年以来的 14 年中，万得微盘股指数相对沪深 300 的超额收益仅有 2017、2020 两年为负，主要受资金抱团行为影响。2017 年外资持续流入推动上证 50 慢牛，形成二八分化行情。2020 年则对应公募基金扩容，核心资产价值重估下的抱团行情。除这两年外，小市值效应在 A 股长期贡献正向的超额收益（2010-2023 年平均年度超额 36.2%）。此外，量化私募的模型 Alpha 并未消失，其追逐风格收益并不意味着模型 Alpha 的失效，随着其 Alpha 收益的修复，预计小盘股长期亦将进入上行趋势。

行业层面是否仍旧看好 AI 板块？

顺周期行情尚需进一步数据催化，AI 行情或将进入风格分化。1 月社融数据超预期，但单月数据尚未改变整个季度的社融预期，顺周期行情仍需等待进一步数据验证。另外，此前私募量化产品超额回撤明显，后续或将存在一定赎回压力，我们判断短期内大盘风格或将优于小盘风格。相应的，对于我们上周重点推荐的通信行业所对应的光模块行情，短期或将面临市值风格的分化，部分大市值标的本周在板块内涨幅相对落后，未来则有望补涨。

2 每周模块化核心观点

2.1 资产配置模块

本周大类资产层面我们观测到以下边际变化，我们认为对于各个维度对大类资产分别有影响如下：

表1：大类资产边际变化

维度	最新观点	影响方向
国内流动性	2月20日，5年期LPR调降25BP；本周（2.19-2.23）多家银行下调存款利率，降幅10-60BP；本周银行间同业存单收益率下行8BP至2.23%，综合看流动性偏松。	股票↑ 债券↑
海外经济景气度	花旗经济意外指数：美国40.4→43.8、欧洲34.7→41.4、中国10.3→10.1，全球经济预期边际改善。	CRB商品↑
海外美元流动性	21日美联储议息会议纪要弱化降息预期，另一方面，需关注美国经济持续强势的风险：美国2月制造业PMI 51.5，1月50.57；17日公布的当周初请失业人数20.1万，低于市场21.7万预期值。	/
原油	十年美债利率隐含通胀预期2.33%→2.30%；原油裂解价差18.51美元/桶→19.01美元/桶；原油和石油产品库存（不包括战略石油储备）1232250千桶→1231489千桶，结合经济数据改善，整体方向向上。	原油↑

资料来源：Wind，浙商证券研究所

综合以上信号，我们本周对债券、CRB商品、原油观点相对乐观。

2.2 行业基本面高频观察

我们结合各行业高频基本面数据给出当周各个行业建议关注的方向。

表2：行业基本面高频数据追踪最新观点

行业	高频数据追踪
建筑材料↓	散装水泥价格321.0→320.6，小幅回落
家用电器↑	美元兑人民币汇率7.1036→7.1064，小幅贬值，利于家电出口
消费电子↑	存储芯片价格继续上行，DXI指数26725.79→26958.05
新能源汽车↑	1月新能源汽车销量增速46.38%→78.74%；碳酸锂期货价格96300→101800元/吨，现货价格96500→96000元/吨，期货价格大幅走高，现货价格维稳

资料来源：Wind，浙商证券研究所

2.3 热点基金追踪

招商行业精选（贾成东）：高股息是表面逻辑、内核是盈利稳定的大盘权重股。近一周上涨4.76%。

- 1. 防御资产驱动线索依然有效：**流动性冲击化解、指数收复3000点，以中小盘补涨和海外映射AI为主线，分母端预期驱动上涨幅度有限，部分基金仍以低位大盘权重股作为安全垫进行防守。

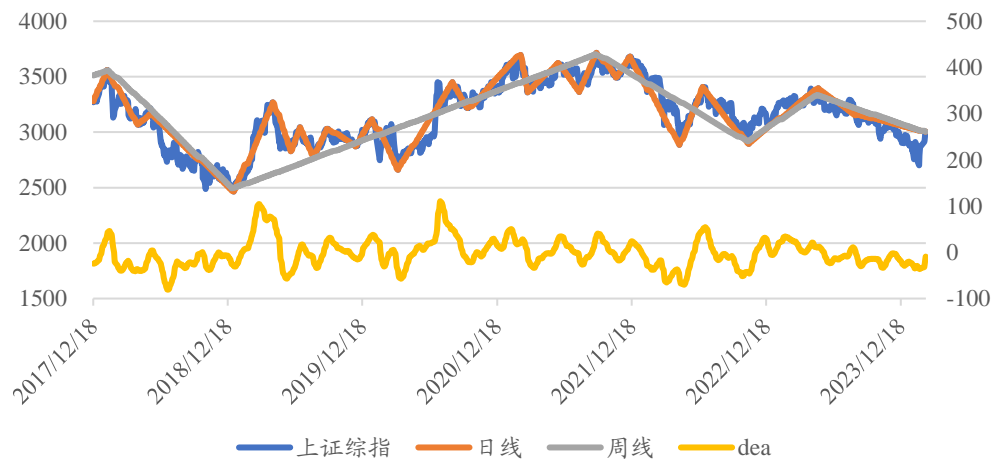
2. **如何在红利风格拥挤时注意风险：**红利指数在1月4日至1月22日出现5%以上的回撤，但招商行业精选仅下跌1.4%，逻辑在于高股息策略仅是产品的表面逻辑，内核是盈利稳定且定价充分的大盘权重股，产品在市值(+0.17)、盈利波动(-0.37)明显相对沪深300红利有风格偏差，且两属性均处同类基金前3%位置。
3. **关注盈利稳定的低位权重风格产品：**2月8日，约66亿资金流入中证2000ETF，但近2周中证2000呈小幅流出状态，相比之下沪深300和上证50仍有增量资金支持。预计短期内大盘权重股和盈利确定性风格产品有望维持正收益。

3 择时

3.1 价格分段体系

上证综指本周(20240219-20240223)维持上涨，周度涨跌幅 +3.24%。从价格分段的角度来看，上证综指日线斜率上修，周线级别同步调整中。

图1: 上证综指价格分段结果

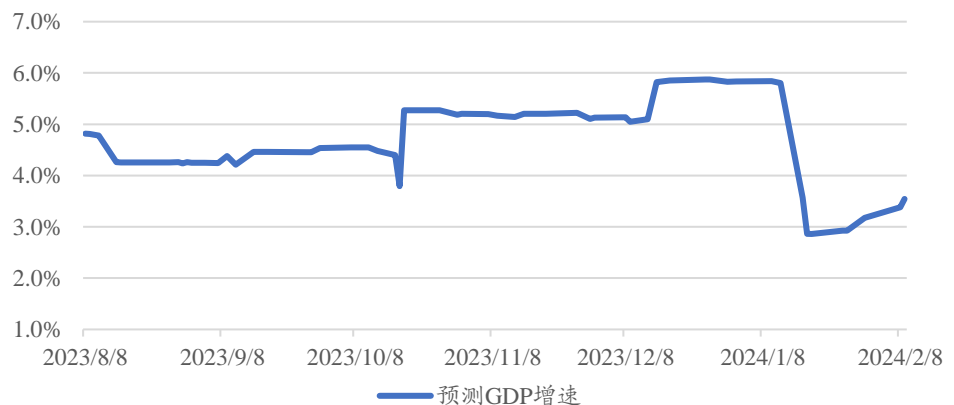


资料来源: Wind, 浙商证券研究所

3.2 宏观经济预测

从宏观经济高频预测结果来看，GDPNOW模型本周对2024年一季度GDP增速的最新预测值为3.5%（2月9日更新），本周内无更新，短期宏观经济预测边际乐观。

图2: GDPNOW模型预测结果

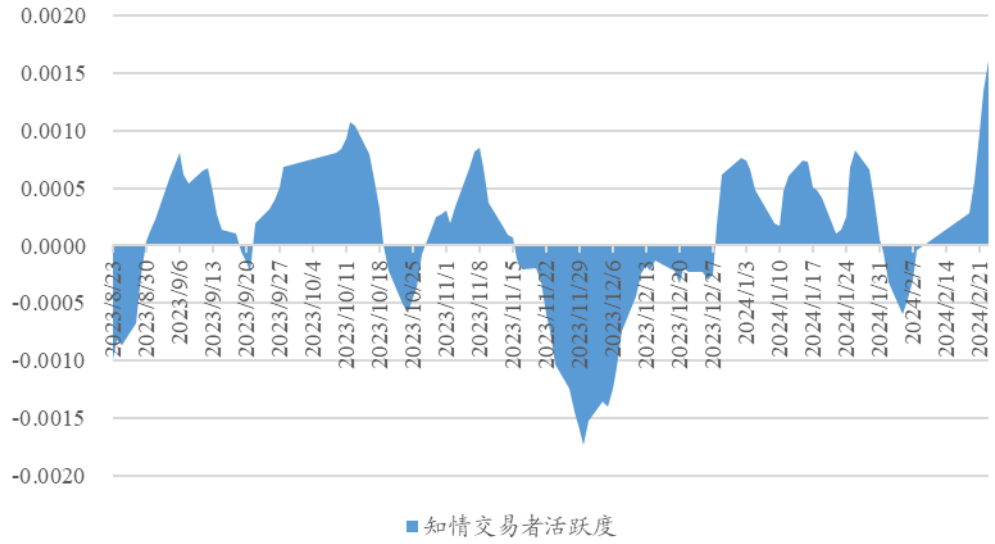


资料来源: Wind, 浙商证券研究所

3.3 微观市场结构择时

本周知情交易者活跃度指标快速回温，已超出近半年内最高水平，与权益市场行情同步，表明短期内知情交易者对后市持较为积极的态度。

图3：知情交易者活跃度变化



资料来源：Wind，浙商证券研究所

4 行业监测

4.1 分析师行业景气预期

我们计算了申万一级行业对应的分析师一致预测滚动未来 12 个月 ROE 及净利润增速变化。从结果上来看，本周钢铁、商贸零售、美容护理、社会服务等行业的 ROEFTTM 环比增长靠前；计算机、传媒、国防军工等行业的一致预期净利润 FTTM 增速环比增长靠前。

图4： 分析师行业景气预期变化

	本周一致预期ROE环比变化	近一季趋势	本周一致预期净利润增速环比变化	近一季趋势
钢铁	0.31%		0.66%	
商贸零售	0.30%		-0.30%	
美容护理	0.29%		-0.61%	
社会服务	0.23%		-1.89%	
通信	0.10%		-0.04%	
煤炭	0.09%		0.30%	
环保	0.07%		1.58%	
建筑装饰	0.03%		-0.33%	
轻工制造	0.03%		0.57%	
公用事业	0.02%		-1.13%	
房地产	0.02%		1.24%	
石油石化	-0.01%		0.52%	
银行	-0.04%		-0.16%	
传媒	-0.04%		1.82%	
农林牧渔	-0.04%		0.38%	
基础化工	-0.05%		-0.09%	
机械设备	-0.05%		-0.52%	
国防军工	-0.05%		1.71%	
医药生物	-0.06%		0.19%	
非银金融	-0.06%		-0.35%	
有色金属	-0.07%		0.64%	
家用电器	-0.07%		-0.02%	
汽车	-0.07%		0.31%	
交通运输	-0.08%		-0.23%	
食品饮料	-0.08%		-0.04%	
电子	-0.09%		-0.23%	
建筑材料	-0.11%		1.67%	
纺织服饰	-0.11%		-0.70%	
电力设备	-0.17%		-1.66%	
计算机	-0.19%		3.20%	

资料来源：Wind，浙商证券研究所

4.2 北向资金流向

总量上，北向资金本周共计净流入 136.7 亿元，连续三周为净流入状态。北向资金净流入较高的板块是大金融板块，其次是大消费板块。具体到行业赛道，本周北向资金本净流入前三的行业是银行、食品饮料、非银金融行业，分别净流入 83.5、60.6、35.3 亿元。本周北向资金净流出前三的行业是计算机、传媒、通信行业，分别净流出 32.7、25.6、10.7 亿元。

图5：行业维度北向资金流向变化（单位：亿元）

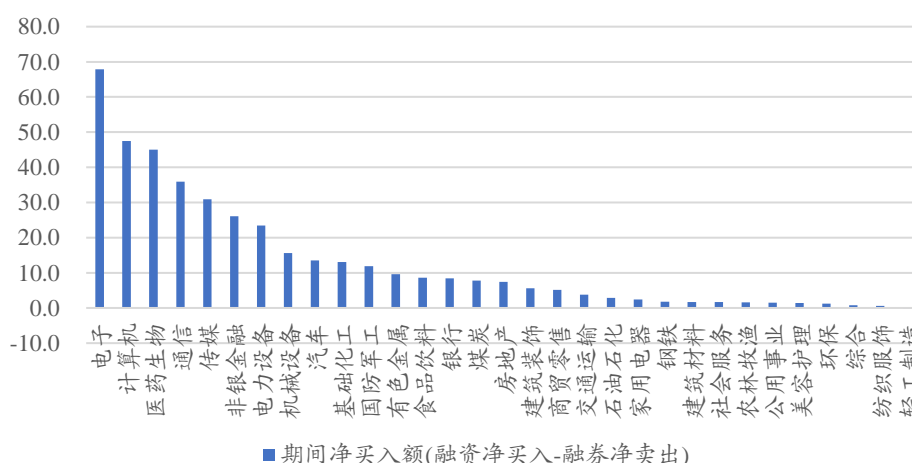
		周度	月度	季度	周度	月度	季度
周期上游	煤炭	-0.5	-9.1	17.8	9.2	22.0	-36.0
	有色金属	5.9	16.2	-4.9			
	石油石化	6.8	4.5	-38.8			
	基础化工	-3.5	-0.5	-16.9			
	钢铁	0.5	10.8	6.8			
周期中游	建材	-1.9	3.3	-18.3	8.6	90.7	43.1
	机械	-10.2	11.8	-20.7			
	建筑	10.9	37.5	19.3			
	国防军工	-2.2	13.5	25.3			
	交通运输	17.7	33.0	50.2			
	轻工制造	-5.6	-8.3	-12.7			
大消费	汽车	6.3	15.5	18.4	56.9	119.9	-41.0
	家电	0.5	-13.9	-35.4			
	食品饮料	60.6	121.8	17.6			
	农林牧渔	3.3	9.9	-0.1			
	纺织服装	-0.9	-1.3	0.5			
	商贸零售	-1.9	4.5	6.8			
	消费者服务	1.1	1.3	-28.1			
	医药	-12.2	-17.9	-20.9			
大科技	通信	-10.7	7.9	-2.2	-58.5	17.7	33.5
	电子	-7.5	35.2	142.4			
	计算机	-32.7	-8.4	-24.9			
	传媒	-25.6	-46.1	-85.0			
	电力设备及新能源	18.1	29.0	3.3			
大金融	银行	83.5	137.6	97.8	117.0	192.1	63.5
	非银行金融	35.3	54.9	-29.2			
	房地产	-0.5	0.5	-3.4			
	综合金融	-1.4	-0.9	-1.7			
其他	综合	0.1	1.4	0.1	3.6	19.9	52.3
	电力及公用事业	3.4	18.6	52.2			

资料来源：Wind，浙商证券研究所

4.3 融资融券

本周两融资金整体呈净流入状态，在所有行业均为净流入。其中两融净流入最高的是电子、计算机、医药生物行业，其中电子行业净流入 67.9 亿元领先其他行业。

图6：行业维度融资融券本周净买入额（单位：亿元）



资料来源：Wind，浙商证券研究所

4.4 基金仓位监测

从基金仓位估计结果上来看，本周公募主动偏股型基金仓位整体维持不变，仓位上调幅度较大的是金融地产和周期板块。主动偏股基金对综合金融、通信、传媒行业分别加仓 0.39%、0.30%、0.25%。同时，公募基金本周主要减持中游制造和消费板块，周减仓幅度分别为 0.98% 和 0.20%。行业维度来看，减持幅度最大的是电力设备及新能源、电子、机械行业，分别减持 0.37%、0.37%、0.34%。

图7：公募主动偏股型基金行业仓位估计

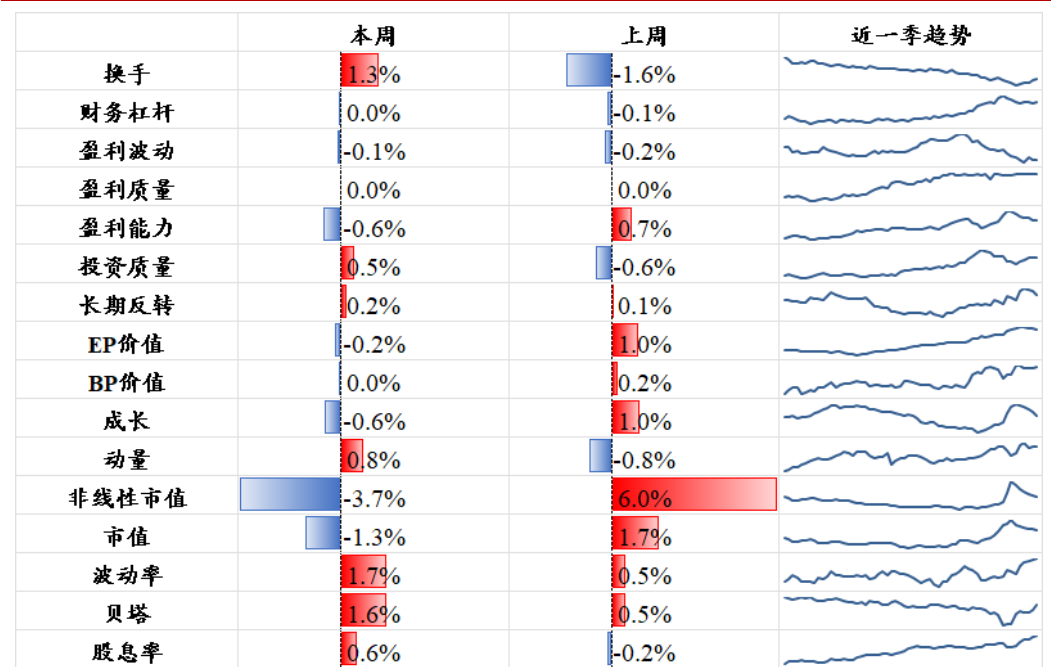
板块	行业	上周行业仓位	本周行业仓位	中证800行业分布	相对于中证800超低配情况	本周增减仓	板块增减仓
TMT	传媒	1.90%	2.15%	1.42%	0.73%	0.25%	0.08%
	电子	10.39%	10.02%	8.50%	1.52%	-0.37%	
	计算机	4.06%	3.96%	3.36%	0.60%	-0.10%	
	通信	3.95%	4.25%	2.33%	1.92%	0.30%	
金融地产	房地产	0.94%	0.97%	1.22%	-0.26%	0.03%	0.55%
	综合金融	0.25%	0.64%	0.04%	0.60%	0.39%	
	银行	2.35%	2.36%	10.61%	-8.25%	0.01%	
	非银行金融	1.17%	1.30%	9.45%	-8.16%	0.12%	
消费	农林牧渔	2.88%	2.88%	1.55%	1.33%	0.00%	-0.20%
	商贸零售	0.79%	0.95%	0.46%	0.49%	0.16%	
	家电	2.74%	2.66%	3.00%	-0.35%	-0.08%	
	消费者服务	0.86%	0.82%	0.67%	0.14%	-0.04%	
	纺织服装	0.80%	0.80%	0.24%	0.56%	0.00%	
	轻工制造	1.08%	1.08%	0.38%	0.70%	0.00%	
医药	食品饮料	7.58%	7.34%	9.20%	-1.86%	-0.23%	0.14%
	医药	10.87%	11.02%	8.07%	2.94%	0.14%	
中游制造	国防军工	1.94%	1.90%	2.31%	-0.41%	-0.04%	-0.98%
	建筑	0.69%	0.70%	1.99%	-1.29%	0.01%	
	机械	5.54%	5.20%	3.13%	2.08%	-0.34%	
	汽车	3.71%	3.37%	3.17%	0.20%	-0.33%	
	电力及公用事业	1.96%	2.01%	3.81%	-1.80%	0.05%	
	电力设备及新能源	7.35%	6.97%	7.41%	-0.44%	-0.37%	
	综合	0.15%	0.20%	0.10%	0.10%	0.05%	
周期	交通运输	2.03%	2.15%	3.20%	-1.06%	0.12%	0.35%
	基础化工	3.90%	3.85%	4.09%	-0.24%	-0.05%	
	建材	0.67%	0.70%	0.94%	-0.24%	0.03%	
	有色金属	2.97%	3.03%	4.22%	-1.19%	0.06%	
	煤炭	1.92%	2.05%	2.05%	0.01%	0.13%	
	石油石化	1.57%	1.58%	1.98%	-0.40%	0.01%	
	钢铁	0.40%	0.45%	1.07%	-0.62%	0.05%	

资料来源：Wind，浙商证券研究所

5 风格监测

从BARRA风格因子收益表现上来看，伴随着本周权益市场继续上涨，财务类因子表现依然较为平淡，而交易类因子表现出现反转，市值风格有所调整。从图9可得，交易相关的换手、动量因子在上周回撤之后转为正收益，波动率和贝塔的优势扩大，表明在反弹行情中流动性好、与市场相关性高的股票更有望带来高收益。市值风格方面，市值因子和非线性市值都出现了回撤，非线性市值回撤幅度更大，小盘风格有短期反弹表现。

图8: 风格因子收益



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

6 风险提示

- 1、本篇报告结论由量化模型得出，模型基于历史数据的统计归纳，结论未来存在失效风险。
- 2、基金仓位监测等模型结果由数理统计方法估算得到，与实际情况可能存在差异。
- 3、测算偏差风险，市场环境变化可能造成测算数据相较于实际数据偏离。
- 4、本报告对基金产品的研究分析结论基于历史客观数据，不预示其未来表现，也不能保证未来的可持续性，亦不构成投资收益的保证或投资建议。本报告不涉及证券投资基金评价业务，不涉及对基金产品或任何指数样本股的推荐。

股票投资评级说明

以报告日后的6个月内，证券相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 买入：相对于沪深300指数表现 + 20% 以上；
2. 增持：相对于沪深300指数表现 + 10% ~ + 20%；
3. 中性：相对于沪深300指数表现 - 10% ~ + 10% 之间波动；
4. 减持：相对于沪深300指数表现 - 10% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的6个月内，行业指数相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 看好：行业指数相对于沪深300指数表现 + 10% 以上；
2. 中性：行业指数相对于沪深300指数表现 - 10% ~ + 10% 以上；
3. 看淡：行业指数相对于沪深300指数表现 - 10% 以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重。

建议：投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路729号陆家嘴世纪金融广场1号楼25层

北京地址：北京市东城区朝阳门北大街8号富华大厦E座4层

深圳地址：广东省深圳市福田区广电金融中心33层

上海总部邮政编码：200127

上海总部电话：(8621) 80108518

上海总部传真：(8621) 80106010

浙商证券研究所：<https://www.stocke.com.cn>