量化私募“至暗时刻”

微盘股崩塌后何以至此

微盘股行情的突然崩塌，让不少头部量化私募遭遇业绩大回撤；相关产品的确存在赎回硬约束，平仓不得的堰塞湖效应后，更有被动清盘的客观需求。

中国市场知名的百亿级量化私募宁波灵均投资管理合伙企业（有限合伙）（下称“宁波灵均”），因在春节后第一个交易日开盘一分钟内大量卖出股票，于 2 月 20 日起被上海证券交易所和深圳证券交易所暂停交易沪深两市股票三个交易日。上交所还启动了对宁波灵均予以公开谴责的纪律处分程序。

上交所称，2 月 19 日 9:30:00 至 9:31:00，宁波灵均管理的多个产品大量卖出沪市股票合计 11.95 亿元，期间上证指数短时快速下挫。经查明，宁波灵均上述交易违反了《上海证券交易所交易规则》第 7.2 条第（六）项“通过计算机程序自动生成或者下达交易指令进行程序化交易，影响本所系统安全或者正常交易秩序”规定。

深交所也称，2 月 19 日 9:30:00 至 9:30:42，宁波灵均名下多个证券账户通过计算机程序自动生成交易指令、短时间内集中大量下单，卖出深市股票合计 13.72 亿元，期间深证成指快速下挫，影响了正常交易秩序，构成了异常交易行为。

据了解，春节之前，就有不少倚重微盘股的量化私募创下历史最大的

单周跌幅，存在止损和赎回压力的产品纷纷开始平仓。近期还有市场传闻称，除宁波灵均外，明汯投资、幻方投资、九坤资产等多家头部量化私募有“大几千亿产品清盘”，但相关情况多有夸张。此外，节前愈发疲弱的市况下，接到窗口指导不得卖出的私募机构也不少。虽然这类行政指令本意是为了维护大盘节前不至于继续暴跌，但私募在赎回压力的硬约束下，客观上形成了平仓的堰塞湖效应，并在节后首个交易日引发了“意想不到”、其实也在意料之中的连锁反应……

1. 60 秒卖 25 亿

查阅上交所数据发现，2 月 19 日 9:30:00，上证指数为 2886.59 点，9:31:00 为 2868.02 点，60 秒内下跌 0.64%，期间的成交金额为 225.28 亿元，宁波灵均卖出沪市股票合计 11.95 亿元。深交所数据显示，2 月 19 日 9:30:00 深证成指为 8957.28 点，9:31:00 为 8871.65 点，60 秒内下跌 0.96%，期间的成交金额为 325.42 亿元，宁波灵均卖出深市股票合计 13.72 亿元。

但有业内人士表示，指数在这 60 秒内的下挫，与宁波灵均的卖出行为在多大程度上存在关联，以及是否实质影响了交易所的系统安全和交易秩序，还有待进一步的论证披露。

“具体的某一家量化私募到底有没有主观过错？他怎么知道自己的卖出行为会对几十秒内的市场走势产生多大的影响？是不是还有其他多家机构也在同时卖出？他们卖出的影响有没有可能比某一家私募卖出的影响更大？交易所是不是应该把这 60 秒内所有卖出的机构都查一遍？”另一位私募人士问。

还有私募人士表示，2024 年开年以来小微盘股行情的突然终结，使得头部量化私募遭遇业绩大回撤，除灵均投资外，明汯投资、九坤投资等百亿级私募均未能幸免，“单周就创下历史最大回撤，基本上去年（2023 年）的收益全回吐了”，不少产品的确存在巨大的赎回压力，亦有被动清盘的客观需求。

一位资深量化行业人士称，不少量化私募 DMA 策略前期太激进，杠杆太高，加注太多微盘股，极端行情下会出现踩踏穿仓，回撤大的产品不得不被迫清盘。另据了解，的确存在头部量化私募自营盘大幅亏损的情况。

“自营相当于是私募老板自己的钱，和资管产品没太大关系，目前也不存在拖欠券商钱的情况。”一家头部量化人士称。

私募排排网数据显示，灵均投资旗舰产品“灵均量化多空多策略”2023 年的收益率为 9.21%，但 2024 年以来截至 2 月 2 日的表现为 -11.74%。2023 年 32 家百亿级量化私募的平均收益率为 6.43%，而 2024 年第一个月，有不少量化私募基金的亏损接近 30%。

灵均投资成立于 2014 年 6 月，是一家专注量化投资的私募基金管理机构；公司拥有顶尖量化投资团队，投研人员毕业于斯坦福、哈佛、剑桥、麻省理工、普林斯顿、新加坡国立、清华、北大、浙大等全球知名学府，硕士博士学历占比超 85%，平均从业年限 9 年以上，其中核心团队从业年限 17 年以上。

灵均投资首席投资官马志宇，毕业于斯坦福大学金融数学与电子工程

专业，曾供职于美国著名对冲基金千禧年基金（Millennium Partners）旗下世坤投资（World Quant）；公司董事长蔡枚杰，曾就职于中金公司、鹏华基金、浙商基金。

值得一提的是，深交所称，今年以来，宁波灵均名下证券账户已多次因异常交易行为被深交所采取书面警示等监管措施，但其仍未改正，继续发生异常交易行为。

上交所表示，将按照中国证监会部署要求，坚守监管主责主业，坚持以投资者为本，严管影响市场平稳运行、损害投资者合法权益的违法违规行为。同时，提醒投资者依法合规交易，共同维护市场正常交易秩序。

2. 千亿产品清盘?

春节前的 2 月 8 日，宁波一家规模不足 5 亿元的小型量化私募——宁波明崚投资管理有限公司发布重大事项信息披露，称公司决议解散并成立清算组，在全部基金清盘后将向基金业协会申请注销私募基金管理人资格。

实际上，2024 年以来的量化产品净值大回撤中，无论规模大小，量化私募几乎都未能幸免。一位资深量化行业人士表示，这次量化私募经历的回撤是有史以来最大的。

“几家‘大厂’的超额回撤基本在 20%以上，整体回撤能到 30%左右。”多位头部量化私募人士称。

春节后的 2 月 19 日，市场流言再起。社交平台开始流传喜爱抱团微

盘股的 DMA 策略产品出现了千亿产品清盘，明汯投资、九坤资产等多家头部量化私募老板自营盘爆仓，都是 DMA 策略；明汯投资、九坤投资更有破产之说。

DMA，全称 Direct Market Access，可简单理解为基金管理人和券商自营签订的收益互换交易，为 2023 年以来券商热推的衍生品业务之一，是一种加了杠杆的量化中性策略，杠杆一般可为 4 倍；业内目前推测 DMA 业务或达千亿元，主要对准的就是微盘股。

微盘股主要包含全部 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，每日更新成分。从盘面情况来看，年初以来，微盘股陷杀跌行情，使得一众微盘基金产品一度遭“血洗”。数据统计显示，至 2 月 18 日，主动型微盘基金多则跌超 40%，被动型微盘基金跌幅也在 20%上下。

至于破产流言，接近明汯投资、九坤资产的人士均进行了否认。接近九坤投资的人士直言，九坤对外的资管产品并没有 DMA 策略，不存在清盘或者拖欠券商资金的情况。

接近明汯投资的人士称，产品清盘、公司破产均是“造谣”，明汯近期是面临一定的机构赎回，但占整体产品规模比例并不算大。“我们去年是挣了 13%，今年到目前为止回撤是 22%，在这种 20 年一次的大回撤行情中也是正常的。”接近明汯投资的人士称。

明汯投资与九坤投资都是曾跻身行业前三、规模一度达到大几百亿甚至上千亿的第一梯队量化私募，创始人均是典型的技术海归派，曾在

境外知名量化对冲基金任职，创立时间均在 10 年上下。

好买基金网数据显示，至 2 月 20 日，九坤投资今年以来的平均收益率为-11.87%，有 5 只产品年初至今的收益率在-20%以下，其中旗舰产品“九坤日享中证 1000 指数增强 1 号”收益率-28.82%；明汯投资今年以来的平均收益率则为-16.67%，旗下有 20 多只产品年初至今的收益率均在-20%以下。

“一方面是极端行情，另一方面量化本身各策略容量都有限，现在各家都几百亿了，还想要跟以前一样高的超额，这是远不现实的。”一位量化行业投资人士称，国内量化行业在经历了前两年的规模大爆发之后，投资管理和口碑都面临巨大压力。

2023 年 5 月初，市场传言称“私募量化头部机构 MH 被查、工商联合执法”，直指明汯投资；甚至还有“老鼠仓”、创始人被带走等敏感信息。经多方求证，2023 年 5 月初确实有工商执法大队到明汯上海办公室，明汯方面亦配合了有关部门的问询进行核查，而被查原因主要指向私募营销上的问题。

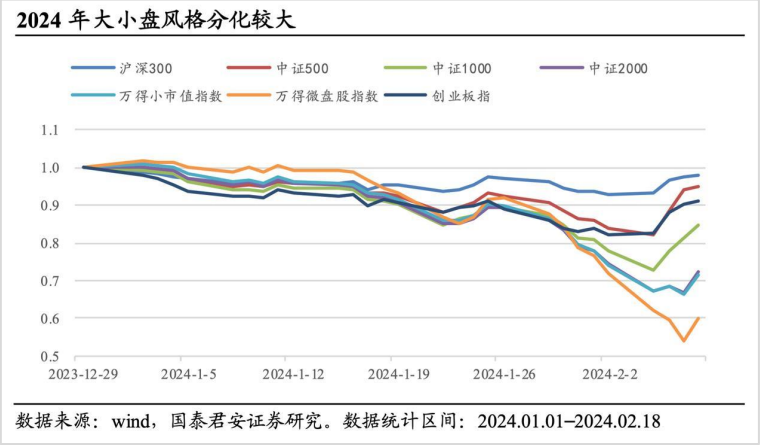
2023 年 8 月 31 日，上海证监局对明汯投资采取责令改正的行政监管措施。随后 9 月，基金业协会也对明汯投资公开谴责，并暂停受理私募基金产品备案三个月。

3. 量化私募何以至此

私募排排网最新数据显示，有业绩展示的 85 家百亿级私募 2023 年度整体收益率为-0.77%，有 51 家百亿级私募实现正收益，占比为

60%。其中，32 家百亿级量化私募 2023 年度整体收益为 6.43%，其中 31 家实现正收益。

有业内人士称，2021 年以来，微盘股走出一波维持了三年的行情，不少量化私募从中获益，逐渐形成了一种“正反馈”，但没有想到微盘股行情会突然崩塌。



一般来说，微盘股在流通市值排名中靠后，交易量小、流动性差，但也正因此其股价易被拉抬。由于这些微盘股不怎么被分析师关注，不了解情况的散户极易被市场情绪左右而跟风买入。也就是说，微盘指数表现越好，更多资金涌入，微盘股价格抬升、规模上涨，进而继续吸引资金买入、继续抬升股价。

不过，这一“正反馈”极其脆弱，任何一环出问题便会整体崩塌。而不少量化私募实际上押注市场风格，出现巨大回撤在所难免，甚至会引发踩踏事件。私募排排网数据显示，截至 2 月 8 日，2024 年以来明汯投资旗下有 5 只产品的年内亏损率超过 29%，九坤投资旗下有 3 只产品亏损率超过 28%。

国泰君安的研报也指出，类似于“抱团股瓦解”对主观多头基金的影

响，小市值风格的瓦解对“抱团”的量化基金产生了极大的影响，而由于小市值股票流动性更差，因此在下跌过程中其波动更加剧烈，踩踏的情况更为严重。

此外，雪球产品集中敲入也加剧了波动，形成一种“市场下跌、雪球敲入、基差扩大、管理人锁定基差收益平仓、市场下跌”的恶性循环。具体而言，部分私募在使用微盘股作为多头策略，并使用宽基股指期货作为对冲工具制作中性策略，在放杠杆后发行 DMA 产品。而雪球产品发行点位较为集中，本次市场回调产生了集中敲入，敲入后股指期货市场抛压迅速加大，期货下跌速度快于现货速度，因此出现了基差大幅贴水的现象。

国泰君安称，雪球产品集中敲入引发基差快速扩大，对冲端成本增加导致 DMA 产品快速回撤，为限制亏损，DMA 开始平仓，平仓过程中由于小微盘股流动性较差出现踩踏。小微盘风格的踩踏进一步导致暴露在该风格的量化主动增强基金净值回撤，进一步引发市场恐慌情绪，导致“多杀多”现象。而之后救市资金入场拉升 500/1000ETF，中盘股的快速拉升与小微盘股的继续回调形成市场的冰火两重天，让组合市值暴露在市场两端的指数增强基金超额收益也发生回撤。

也有市场人士认为，并非所有量化私募 2023 的收益全都是从微盘股获得，此轮回撤较小的量化私募，至少能说明在微盘风险暴露上控制的相对较好，“虽然是极端小概率事件，但对量化私募来说，风控应该是永恒的主题，反常的收益往往是昙花一现”。