

策略制胜VS“收割”散户 有效投资手段VS加剧市场波动——

从机构“辩手陈词”看量化交易底色

■本报记者 王宁 昌校宇

在距上交所半径3公里的范围内，驻扎着大大小小、类型各异的投资机构，争毫秒级成交速度是他们的日常。在大洋彼岸的沪深交易所周边，有着相似的机构布局。其中，部分同样意在“拼速度”的机构，有着共同“标签”——量化交易机构。

“量化交易利用绝对资金优势，绝对高科技优势与个人投资者对决，扰乱A股市场，应该被禁止”“不是散户们输不起，而是怕被量化交易恶意操纵，亏得不明不白”……

几经沉浮，有关量化交易的吐槽依然充斥在各大投资者互动平台。而即使是专业人士，对量化交易影响的界定也未达成共识。

如今量化交易管理规模已迈过万亿元，被视为A股市场中极具影响力的交易方式之一。不过，其复杂的构建过程令诸多市场参与者止步在简单认知层面，仍不能准确识别及评估风险。就此，《证券日报》记者通过对券商、公募、私募、期货公司等量化交易运营方和研究方，以及个人投资者、量化交易对手方等进行采访调查，以期通过“正反方辩手”陈词交织，呈现量化交易的多维镜像。

“神秘”外衣下的量化交易

有人说，投资界有三个难以逾越的高峰，其中量化交易最具神秘感。这种神秘感源于投资策略本身难以浅显概括，也因其存在时间并不长，相关从业人员认知尚浅。

从广义上讲，量化交易是一种以历史数据为基础，以数学模型为核心，以程序化交易为手段，能够自动识别投资机会并触发交易的投资方法。国内市场第一次有记录的量化交易发生于2006年的阳光量化私募。目前，国内量化交易主要有两种投资策略，即指数增强策略和中性策略。指数增强策略是指以中证指数的500只成份股为标的，通过量化方式获取的超额收益，即所谓的阿尔法收益；而中性策略则是在持有股票的同时，用对应仓位资金在股指期货进行对冲，获取价差收益。

发展至今，量化交易运营机构普遍采取指数增强策略。这主要由于在过去16年间，量化交易的中性策略局限性很大。2010年，沪深300股指期货上市，为量化交易的中性策略提供了施展空间，但进入2015年A股市场异常波动后，多数量化交易运营机构因各种原因转向指数增强策略努力。

北京某公募量化基金经理表示，“基于流动性、估值和换手率等因素考虑，量化交易选股目前均集中在中证500指数的相关个股。”

尽管量化交易的操作规则已被业内所熟知，但仍有证券从业者感叹，“我们跑不赢量化交易，人工干不过机器，因其背后有顶尖团队协作。”

这份感慨其实代表了众多主观投资者的心声，量化交易的背后是通过数学指标来观察和理解市场，通俗点说就是“没有感情的机器投资”。幻方量化CEO陆政哲向记者介绍，量化交易是运用数学、统计和人工智能等方法取代人工决策，在二级市场进行投资。一般情况下，市场研究、基本面分析、选股、择时、下单等流程都可以由计算机自动完成。

“量化交易的本质是通过数学模型来探究资产价格涨跌的规律。”中信建投智能量化策略首席分析师徐建华对《证券日报》记者表示，量化交易以量价趋势为主，基本面分析为辅，利用计算机技术和前沿的数学优化模型，在大数据中选择能带来

超额收益率的大概率事件，以制定策略。

对于量化交易的套利逻辑，兴业基金权益投资部多元投资团队总监楼华锋认为，套利交易一般是指同一金融产品，在不同的市场内交易价格不一致，通过低买高卖等待价格收敛，当价差超过交易成本时便会触发交易。

这也就不难理解为何国内很多量化投资人才来自“码农”。在人力资源从业者眼中，国内的量化投资环境比较看重候选人的学历背景，以及相关的专业技能积累，如统计学、高等数学以及程序代码工程等。而前量化投资机构，还十分重视人工智能方向的相关背景。

近年来，以大数据、云计算、人工智能为代表的创新技术的发展，推动金融市场交易模式不断演进升级，叠加市场参与者财富管理需求快速增长，量化交易迎来“量的提升”。中信证券研究部首席组合配置分析师刘方估算，截至去年年底，量化私募的管理规模已接近1万亿元，而量化公募管理规模达到3000亿元。

如何评估“新物种”影响力

宏观对冲基金经理袁玉玮认为，对比海外成熟市场规模，量化交易对于A股市场还是“新物种”，整体处于发展早中期阶段。

由于此前量化交易与外界“沟通”较少，导致负面舆情逐渐严重，去年9月份前后，A股市场交易量明显攀升将量化交易推至风口浪尖。彼时，市场中有诸多声音将A股市场连续49个交易日成交额破万亿元的源头指向量化交易，更有人士抛出“量化交易在超万亿元成交额中的占比高达50%”的判断。

那么，量化交易占比到底如何？开源证券研究所所长助理、金融工程首席分析师魏建榕以量化私募为例分析称，“团队根据不同类型量化策略的大致规模，在不同换手情景下测算了量化交易全年成交额情况。在中性假设下，量化私募每年贡献的成交额大概在63万亿元左右，即每个交易日约为2500亿元，因此量化私募每日成交在全市场的占比约在20%。”（上述统计数据未加量化公募，因其对总成交额贡献度与影响较为有限。）

随后又因多数量化私募旗下产品净值大幅回撤，规模缩水严重，量化交易再次被质疑。

有“反方辩手”认为，头部量化交易运营机构普遍持有流动性好的股票，持仓或出现一定的同质化情况，在各机构大量减仓时会形成市场压力，从而造成股票端的超额回撤。

“正方辩手”魏建榕解释称，“在行业和风格剧烈切换的极端行情下，量化策略可能面临阶段性失效，如果量化产品在相应的行业和风格上有敞口暴露，则可能面临较大的净值波动。”

中国证监会原主席肖钢认为，相较美国，中国市场流动性较充分，换手率很高，自然人散户多，如果允许量化做得太大，对市场不利，对散户也不公平。因此，对中国市场来讲，量化交易要稍微予以限制。

学界也有观点认为，量化交易的本质是“收割散户”。全国政协委员、中央财经大学金融学院教授贺强表示，量化交易短线操作获取的大量价差收益，就是从千千万万股民身上获得的利益。

德邦基金首席市场分析师吴煌则向《证券日报》记者表示，“量化投资对于中长期投资者影响较小，但有时候的确会挤占短期资金的盈利空间。”

不过，对于“量化交易‘割韭菜’”的指责，“正方辩手”量化交易运营机构及研究者并不认同，其表示量化交易的超额收益主要来源于机构自身的选股能力。

袁玉玮表示，这其实是一个有关“市场公平性”的问题，也是所有专业投资者所面临的问题，量化交易运营机构亦不例外。不管是海外市场还是A股市场，机构投资者相比个人投资者均存在更多优势，除了有量化研究员对各种数据进行更专业的分析外，还通过对金融科技的投入更快处理信息。或许，市场的目光应聚焦于交易规则的公平性，而非对交易结果进行道德判断。

楼华锋坦言，量化投资和主观投资都是希望能够战胜市场指数获取超额收

益。从相对收益的角度，策略战胜市场指数就必然意味着有人跑输市场，但不能简单认为跑输市场的投资者就是“韭菜”。

“量化投资并非在选择交易对手。”鸣石投资创始人袁宇解释称，如果其他交易者对于负面信息过度反应，大量卖出所持股票，使股价低于合理定价，量化机构便会很快买入。很大程度上，量化投资是在购买市场里估值偏大的股票。

针对“正方辩手”的解释，“反方辩手”也有思考。个人投资者戴日月（化名）表示，量化投资无论是基于速度优势还是资金优势，乃至利用特殊手段达到隐性优势而影响市场的，对市场均是一种严重的负外部性，既不能发现价格，也不能提供流动性，而是相当于征收一种额外“交易税”。

此外，在规模不断攀升的情况下，如果量化交易的换手率偏高、策略同质化，是否会引发股市的助涨杀跌也引起正反双方辩论。根据私募排排网数据显，目前百亿级私募阵营已扩容至118家。其中，百亿级量化私募管理人已达30家，占比达25.42%。

有“反方辩手”个人投资者认为，当A股结构性行情凸显下，上述因素叠加很难避免指数的剧烈波动。

戴日月也直言，量化交易容易导致踩踏效应，历史上美国多次“熔断”都有机构连环止损的因素。很多量化私募基金采用“全攻全守”策略，要么满仓、要么清仓，“杀伐”果断的同时，也会造成市场波动性增强。

“短期内，高度同质化的量化策略有助涨杀跌影响。”一位不愿具名的量化交易对手方员工表示，如果大量量化交易运营机构采取相似策略，面对相同投资标的，机构间可能会发出相似交易信号，如果同方向操作过多，过量资金交易将会导致市场价格偏移，加剧市场波动，短期则会对股市产生助涨杀跌影响。

不过，“正方辩手”量化交易运营者及研究者解释称，量化交易对股市产生助涨杀跌影响系误解。“从中长期来看，量化交易不会增加市场波动。”徐建华举例道，美国有更多的量化交易或程序化交易，但在过去的15年内，其市场波动率却长期低于A股市场，且总体水平不高。由此看出，量化交易的发展并不一定会造成市场剧烈波动。

一位不便具名的量化交易研究者告诉记者，如果多家运营机构策略趋同，加之量化交易的盈利空间并不大，大家就只能“拼手速”。一旦A机构先交易成功，市场情况可能就不符合B机构设定的交易数值，导致其无法完成交易，避免踩踏效应。

楼华锋表示，量化交易只是一个对市场研究和投资的手段，与助涨杀跌没有必然关系。如果追求超额收益的量化策略，仓位应该较稳定，卖出一批股票的同时，也会买入一批股票，对市场指数的影响为中性。此外，目前市场上发行的量化策略基金大部分是指数增强基金，这些基金本身都是接近满仓运作，仓位上并不会因为市场的涨跌而大幅调整，也不会对指数有助涨杀跌作用。

加强监管打击“假量化”

尽管量化交易在国内起步较晚，但是监管工作早已提上日程。据记者和接近监管人士交流，监管部门会要求量化机构

我们为什么要关注量化交易

■王宁 昌校宇

对于量化交易，多数投资者虽不陌生，但又深感迷惑。

近年来，随着A股市场的量化交易规模快速上升，相关争议也接踵而至。先是“A股万亿元成交额中量化交易占比高达50%”的哗众取宠判断，再是被“量化私募5000万元年终奖”的传言刷屏，加之近期量化基金净值大幅回撤被指加剧市场波动，自带“招黑体质”的量化交易频频上热搜的同时，也促使监管、机构及散户将目光聚焦至此。

或许缘于“钱”景向好，或是因为认知门槛较高，更或者是由于信息不透明，围绕量化交易的争议一直存在，甚至不乏业界重量级人物观点的激烈交锋。有观点认为，其可以增加市场成交量、促进股市活跃、有利于形成合理价格等；但也有观点认为，其也容易引发交易趋同、加剧市场波动，并有违市场公平等。

作为证券行业的专业记者，为一探量化交易底色，我们对业界看法进行了系统性梳理和呈现。但由于量化交易的很多工作是“非标”的，所以本文采用开放式“结局”，希冀借用正反“机构辩手”的观点碰撞，以期管窥量化交易的神秘面目。

目前，国内量化交易主要有指数增强策略和中性策略两种

为风控指标设定合理阈值，如果监测中发现交易单元有高频化交易倾向，会发出风险警告。而且，新证券法也关注到程序化交易——“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的，应当符合国务院证券监督管理机构的规定，并向国务院证券监督管理机构报告，不得影响证券交易所安全或者正常交易秩序。”

谈到对量化交易加强监管，贺强表示，除了存在操纵市场的量化交易行为之外，一般量化交易没有涉及违法，但这并不等于公平，量化交易大量从散户身上收割利益，这是极大的市场不公平。因此，对量化交易必须加以规范，加强监管。

其实，监管层也已注意到这些情况。证监会主席易会满在去年9月初提出，“在成熟市场，量化交易、高频交易比较普遍，在增强市场流动性、提升定价效率的同时，也容易引发交易趋同、波动加剧、有违市场公平等问题。最近几年，中国市场的量化交易发展较快。交易所对入市资金结构和新型交易工具怎么看？希望大家做些思考。”

紧接着，去年11月份，中国基金业协会、中国证券业协会分别向部分量化私募基金管理人、券商下发通知，要求其开展量化交易数据报送工作。

上述“正反方辩手”也对建立健全量化交易的监管制度提出建议。同时，对市场存在的“假量化”也表示出加大惩处力度的意愿。

徐建华建议监管部门可从两方面助力量化行业行稳致远。“在交易机制上，如证券交易所监测优化下单机制，监控集合竞价过程中的恶意挂单、钓鱼单及隐秘的股价操作，如量化策略可以操控上百只小盘股，防止制度潜在漏洞被量化工具利用。同时，可加强监管部门与量化投资机构之间的沟通，量化投资机构向监管部门披露一定投资策略信息，如换手率、撤单率等，对异常情况进行解释汇报。”

过去，存在一些游资通过程序化接入方式，打着量化的名义行违规交易之实，而在海外市场量化实践中，也有高频交易等违规交易行为。因此，多位量化投资人士建议监管部门对程序化交易进行分类识别，打击“假量化”和其他违规交易行为。

上述接近监管人士表示，对量化投资监管的核心就是频率，“如果机构进行高频的刷屏式交易，确实可能对后台系统和市场产生扰动，甚至一定的冲击，但监管部门不可能放任这类高频交易。”

事实上，监管层对量化交易的关注度还在不断增加。另一位接近监管机构人士向《证券日报》记者透露，“我们始终在密切关注量化交易发展情况”。

在与相关从业者的对话中，我们清晰地感受到量化交易已成为“有影响力”的一股机构力量，但其也面临发展的烦恼，还经常被贴上“割韭菜”、助涨杀跌等标签。

有投资者吐槽，量化交易获利的主要方法是大量“收割散户”。但亦有研究者持不同意见，认为对量化交易的声讨或许更多来自投资者的不了解和交易数据的不透明。未知产生恐惧，所以市场异动时，量化交易就容易成为“挡箭牌”。

对于量化交易发展的困境，有从业者坦言，当前量化策略的能力仍处在初级模型阶段，且随着管理规模提升，因子失效现象普遍，这其中包括技术落后和投资环境导致的局限性，进而对产品业绩的稳定性产生很大影响。

在线索梳理过程中，我们发现，量化交易的发展其实并不可怕，可怕的是发展无序和被曲解。

因此，量化交易对A股市场的影响，我们暂不下结论，而是希望借此机会提示市场各方，“新物种”是否值得被接纳与支持，要看其对资本市场长远发展是否有建设性。同时，在市场各方理性对待“新物种”的前提下，期待监管部门进一步强化合规性引导，并对可能产生的风险扎牢制度篱笆。

“量化交易短线操作获取的大量差价收益，就是从千千万万股民身上获得的利益。”

“量化交易的超额收益主要来源于机构自身的选股能力。”

“量化投资对市场是一种严重的负外部性，既不能发现价格，也不能提供流动性，而是相当于征收一种额外‘交易税’。”

“量化投资和主观投资都是希望能够战胜市场指数获取超额收益。”

“量化交易容易导致踩踏效应。很多量化私募基金采用‘全攻全守’策略，要么满仓、要么清仓，杀伐果断的同时，也会造成市场波动性增强。”

“美国有更多的量化交易或程序化交易，但在过去的15年内，其市场波动率却长期低于A股市场，且总体水平不高。”