

险资入“量”调查：当“绝对稳健”遇见“量化黑箱”



视觉中国图片

在低利率与资产欠配的双重影响下,追求绝对收益的保险资金正面临前所未有的配置压力。当传统固收资产难以覆盖负债成本,权益市场直接投资又面临波动风险时,部分中小型保险机构正尝试借道专业的资产管理通道,将资金投向以往相对陌生的领域——量化私募。

由于监管规则尚未完全明确,名为“MOM”(管理人中管理人)的模式成为了主流“合规桥梁”。在这一生态链中,险资、券商资管、量化私募三方角色交织,上演着一场关于风险、收益、效率与合规的精细合作与博弈。

● 本报记者 王辉 黄一灵

合作的第一步,源于最根本的需求碰撞。“险资背负着约3%至4%的刚性负债成本,这决定了其首要目标是‘覆盖成本后的安全收益’,而非追求高波动的弹性回报。”知名量化私募蝶威量化相关负责人一语道破险资的“负债驱动”本质。该人士表示,险资投资不仅看收益,更看重“资本消耗”,底层资产不透明可能导致更高的“资本占用成本和风险”。

这种对“确定性”和“穿透管理”的极致要求,与量化私募长期给外界留下的传统形象产生了直接矛盾。此前,量化私募的投资常常

被描绘成一个“黑箱”——神秘莫测,深不可测。华东一家大型保险资管机构人士的谨慎态度颇具代表性:“我们不投资私募量化产品。这个业务大型保险机构不会做,因为风险较大。但据我们了解,一些中小保险资管机构和个别理财公司已经进行了尝试。”

为了撬动险资大客户,头部量化私募开始了一场从内到外的适应性“妥协”与“改造”。

“险资的风控要求严格很多,比如衍生品只能做股指期货且仅限套保,这就要求我们选股要控制在有股指期货对冲的一千多只标的

里。我们要根据客户的个性化需求调整模型。”百亿级量化私募基金空科技创始人王啸表示,定制化是双方合作的起点。

蝶威量化则将这种调整形容为“从黑箱走向灰箱”。其负责人介绍,主要进行了三方面升级:一是策略定制,推出“低波指增”或“稳健中性”策略,优先确保夏普比率;二是建立“灰箱”沟通机制,在保护核心知识产权的前提下,向险资开放详细的绩效归因和风险因子暴露报告;三是风控前置,将险资的风控红线内嵌到交易模型中。

最大的挑战来自操作环节。“下单延时和禁投池。”王啸坦言,“投顾角色的单子都要由管理人风控审核,较普通资管产品有一定下单延时。管理人有禁投池限制,有些股票不能按照模型信号自由买卖。”这意味着私募的策略在落地时可能被打折,影响了策略的纯粹性和时效性。

更深层的博弈还在于利益分配与权责界定。前述券商量化资管业务负责人说,MOM模式存在“业绩分配不均”的问题:由于只有母层整体盈利,子层投顾才能获得浮动报酬,

随着试水的深入,有关行业共识正在形成:不少私募机构期待更加明确、统一的险资人“量”监管规则,以构建可持续的健康生态。王啸表示:“我们非常希望监管能在合作模式标准上予以明确规范,便于业务相关主体有据可循。”蝶威量化相关负责人则重点提到了“数据接口”的痛点,希望监管能牵头制定一套数据脱敏与交互的标准规范,“既满足险资‘穿透到底’、计算偿付能力的合规要求,又保护管理人的核心知识产权”,从而大幅降低双方的磨合成本。

“以前险资不敢投量化,是因为看不清底层,算不清资本占用。现在我们通过技术手段,既保护了策略IP,又满足了险资的穿透需求,这是双方合作的基础。”蝶威量化相关负责人总结。这场由需求方主导的“透明度”变革,成为险资与量化得以牵手的技术前提。

值得注意的是,目前险资入“量”的业务开展得有条不紊。在近期中国证券报记者的调研采访中,至少还有三家百亿级量化私募,虽婉拒相关采访,但均透露“的确有承接险资资金”。

表现优异的投顾可能受到其他表现不佳者的拖累。“这使得MOM往往以单一策略类型为主,在一定程度上限制了其多资产组合分散配置的可能。”

此外,蒋睿提醒,MOM架构涉及多方,“易出现风控责任划分模糊,导致运营风险”。有了解险资通过MOM方式进行量化私募产品投资的业内人士也表示,管理人、投顾的权责定位和范围需要有更清晰的区分,管理人应更关注资产配置与投顾管理,而非过度干预。

第三方机构则从管理人筛选和风控角度提出建议。蒋睿认为,险资应选择与持牌机构合作以确保架构合规,并建立私募管理人的动态评估机制。前述券商量化资管业务负责人也认为,行业对量化策略的周期性特征认知仍需提升,建议险资“谨慎评估,逐步分批进行合作”。

业内人士期待,未来监管部门会基于市场发展情况,对此类创新业务予以进一步规范,例如在管理人资质、合作模式标准化、投资流程与业务流程的风控与合规、信息披露深度等方面给出更清晰的指引。

热门板块进入高波区间 场外产品跟踪指数“受阻”

● 本报记者 王鹤静

近期,A股商业航天、有色金属等热门板块进入宽幅震荡阶段。部分相关主题的场外指数基金净值走出了过山车的架势,而且相比标的指数的跟踪误差也出现了明显放大迹象。目前,已有场外卫星主题指数基金管理人主动采取措施,暂停100万元以上的大额申购。

急涨急跌的板块行情,极大地提高了场外相关指数基金的管理难度。业内人士透露,资金集中进出可能使得指数成分股流动性骤变,出现买不进去或者买进去但与指数权重差别较大的问题,导致管理人难以通过调仓和再平衡来控制跟踪误差;而且投资者频繁申赎既增加了基金组合的现金管理压力,又容易形成“高位接盘、低位砍仓”的负反馈循环。

由于场外基金的申赎机制具有滞后性,业内机构提示,在板块剧烈波动阶段,控制跟踪误差的核心在于精细化运作与纪律化执行,建立起多维度的预防与应对机制。例如,采用分批建仓、算法交易等方式降低冲击成本,优先配置高流动性、权重占比高的核心标的,根据行情波动幅度与申赎预期动态调整现金比例等。

场外指数基金跟踪误差放大

今年1月,A股商业航天、AI应用、有色金属、化工、电网设备等多个热门板块行情轮番上演,相关板块的指数投资产品也水涨船高。Wind数据显示,1月,南方中证申万有色金属ETF净流入超180亿元,华夏中证细分有色金属产业ETF、华安黄金ETF、鹏华中证细分化工产业主题ETF、华夏中证电网设备主题ETF、永

赢国证商用卫星通信产业ETF、国泰中证半导体材料设备主题ETF均吸引超百亿元资金净流入。凭借1月亮眼的吸金表现,10余只热门行业主题ETF摇身成为新晋百亿级产品。截至1月末,华夏中证细分有色金属产业ETF、国泰中证半导体材料设备主题ETF的规模均突破200亿元大关,永赢国证商用卫星通信产业ETF、华夏中证电网设备主题ETF、万家中证工业有色金属主题ETF、嘉实中证软件服务ETF基金规模也都在150亿元以上。

与此同时,热门主题场外指数基金的跟踪误差有明显放大的迹象。例如,部分跟踪通用航空、卫星产业、卫星通信指数的场外指数基金1月跟踪误差超过1%,而前一个月的跟踪误差还在0.5%以下。类似地,部分跟踪国证航天、SSH黄金股票、中证软件、软件指数、中证传媒、电网设备主题、有色矿业等热门指数的场外指数基金,近期跟踪误差同样较此前明显上升。

急涨急跌加大管理难度

热门板块行情的急涨急跌,给相应的场外指数基金管理带来了不小的难度。

目前,部分基金管理人已采取措施,暂停了热门主题场外指数基金的大额申购业务。根据基金公告,自1月13日起,平安中证卫星产业指

数暂停100万元以上的单日单个基金账户累计申购业务(含定期定额投资和转换转入;该基金A类、C类、E类基金份额申购金额予以合并计算)。2025年四季度,该基金规模已由3.84亿元迅速增至21.89亿元。

某大中型公募机构的指数基金经理向中国证券报记者透露,在板块急涨急跌的行情下,指数成分股价格剧烈波动,资金集中进出可能使得成分股流动性骤变,出现买不进去或者买进去但与指数权重差别较大的问题,短时间的流动性折溢价会导致管理人难以通过调仓和再平衡来控制跟踪误差。并且,投资者的频繁申赎会加大流动性管理的难度。大规模申购需要快速建仓,可能高位接盘,推高建仓成本;而赎回需要被动卖出,可能加剧下跌,形成冲击成本。两者均会放大跟踪标的指数的偏离误差。

该基金经理还表示,场外指数基金相比场内的ETF申赎确认滞后,资金反应“慢半拍”,个人投资者主导下的追涨杀跌效应更加凸显,规模波动对基金调仓的冲击更大。此外,聚焦ETF的资金兼具配置、套利等多元用途,投资者在部分行业主题ETF上有明显的反向操作;而关注场外指数产品的资金多为单纯的主题投资。总之,基金净值短期暴涨暴跌带来的规模波动,既增加了现金管理压力,又容易形成“高位接盘、低位砍仓”的负反馈循环。

精细化运作与纪律化执行

场外指数基金的申赎机制具有滞后性,这给组合的流动性管理提出了更高的要求。

尤其在板块剧烈波动阶段,多家业内机构表示,缩小场外指数基金的跟踪误差,核心在于

紧盯“盈利确定性+产业趋势” 基金提前埋伏绩优股

● 本报记者 万宇

目前,已经有超过2900家A股上市公司发布2025年业绩预告,绩优公司受到了基金机构的普遍青睐。宏和科技、佰维存储等业绩增幅较大的公司获得了基金的大举增持;紫金矿业、工业富联等净利润预计超百亿的公司也被较多基金公司持有。

基金积极调仓换股

截至1月31日,已经有超过2900家A股上市公司发布了2025年业绩预告。有11家公司预告净利润下限均超过100亿元,其中实现净利润最多的是紫金矿业,预计2025年实现净利润510亿元-520亿元,同比增长59%-62%;中国神华紧随其后,预计2025年实现净利润495亿元-545亿元。

盈利能力强的公司往往是基金重点布局的对象,紫金矿业就得到了众多基金产品的青睐,截至2025年底,共有78家基金公司旗下产品持有紫金矿业,其中不乏万家基金黄海等知名基金经理管理的产品。在2025年四季度,公募基金对紫金矿业的态度出现了一定的分歧,黄海管理的万家精选、黄耀峰和劳杰男管理的汇添富红利增长在2025年四季度增持了紫金矿业,焦巍和张舰管理的银华富兴央企、黎海威和徐喻军管理的景顺长城红利量化选股等则在2025年四季度减持了紫金矿业。

工业富联2025年预计实现净利润351亿元-357亿元,同比增长51%-54%,该股同样得到了多家基金公司的青睐,截至2025年底,共有96家基金公司旗下产品持有工业富联。持有工业富联股份最多的是易方达基金公司,截至2025年底,易方达基金旗下有37只产品持有工业富联,合计持股5528.08万股,其中包括萧楠、陈皓等知名基金经理管理的易方达高质量严选三年持有、易方达新经济等产品。景顺长城基金持有工业富联的数量紧随其后,旗下产品共持有3079.38万股。不过,易方达基金和景顺长城基金旗下产品在2025年四季度整体对工业富联有所减持。

提前布局绩优公司

在净利润的增幅方面,604家公司预计2025年净利润同比增长下限达到或超过100%。其中,19家公司净利润同比增长下限超过1000%,不少公司获得基金的提前布局。

*ST松发预计2025年实现净利润24亿元-27亿元,扭亏为盈。2025年四季度,多家基金公司旗下产品增持*ST松发或新进机构投资者名单。其中,谢书英管理的兴全合瑞在2025年四季度增持*ST松发,华夏基金、工银瑞信基金等公司旗下产品新进该股机构投资者名单。不过,也有基金公司减持*ST松发,如博时基金旗下产品在2025年四季度合计减持该股738.71万股。

通化东宝预计2025年实现净利润12.42亿元,也实现扭亏为盈。2025年四季度,7家基金公司旗下产品新进通化东宝机构投资者名单。

宏和科技预计2025年实现净利润1.93亿元-2.26亿元,同比增长745%-889%。2025年四季度,6家基金公司旗下产品新进宏和科技机构投资者名单。

佰维存储预计2025年实现净利润8.5亿元-10亿元,同比增长427.19%-520.22%。截至2025年底,共有40家基金公司旗下产品持有佰维存储,多只产品在2025年四季度增持佰维存储。其中,兴证全球基金、永赢基金、华商基金旗下产品当季增持佰维存储均超100万股,广发基金、汇添富基金旗下产品在2025年四季度新进佰维存储的机构投资者名单。

市场有望震荡上行

随着上市公司业绩预告的发布以及年报时间窗口的打开,基金机构在接下来的投资中会密切关注上市公司的业绩情况。金鹰基金表示,纯情绪与高波动交易的边际吸引力下降,市场更可能回归“盈利确定性+产业趋势”主导的结构性定价,短期震荡反而为后续主线重聚提供条件。行业配置上,有待凝聚共识,上游资源品回调后仍有中期配置机会,建议把握核心科技和制造主线。

富荣基金认为,外部因素的扰动给市场短期带来压力,但考虑到国内政策空间充足,叠加以“稳”为主的资本市场基调未变,市场下行几率不大。在行业配置方面,建议围绕两大方向布局:一是成长主线,聚焦AI算力与应用、半导体等产业趋势明确、景气度上行的领域;二是关注受益于“反内卷”政策推动的板块,如新能源。

民生加银基金对后市保持相对乐观。资金面方面,中长期资金入市源源不断。美元指数重新走弱和人民币汇率走强为外资重新流入提供了基础。展望2026年,市场有望继续震荡上行,基建房地产投资有望驱动顺周期投资机,同时关注服务业消费和国产化的方向。除此之外,指数若进一步提升,还可关注券商保险板块的投资机会。