

涨规模不涨业绩 量化阿尔法盛宴能维持多久

□本报记者 张舒琳



视觉中国图片

私募量化行业迎来了高光时刻。

2020年初仅有4家百亿级量化私募，如今已有70余家，多家头部机构正冲击千亿规模。量化正在从一种策略工具，逐渐演变成主流配置，甚至在投资者群体中形成了所谓的量化“信仰”。

在行业高歌猛进之时，今年以来量化指增策略的超额收益出现明显收敛。当越来越多的资金将量化视为正确答案，并在同一赛道追逐相似的因子、采用同质化的模型，量化还能否持续战胜市场？

繁荣的逻辑

耀眼的业绩是资金涌向量化私募的直接驱动力，2022年至2024年这一轮特殊市场周期，真正让量化投资完成了行业地位的跃迁。当时，A股市场经历了主观投资普遍承压的阶段，而量化策略凭借稳定的超额收益，在中证500、中证1000指数增强等领域展现出明显优势。2025年更是少有的量化大年。私募排排网数据显示，2025年，有业绩展示的244家量化私募旗下股票策略产品平均收益率达到36.72%，其中百亿级量化私募平均收益率更达到42.87%。

持续多年的业绩优势，让市场共识从“可以配一点量化”，演变为“应该配量化”，再到“不配量化可能落后”。在不少高净值客户和机构

投资者眼中，量化已经成为权益投资中的标准配置。财富管理渠道也在全面拥抱量化，越来越多的券商、FOF管理人和第三方财富机构将量化纳入核心配置框架，在不少FOF组合中，量化已从卫星配置变成了权益资产的重要底仓。

近年来，头部量化私募的管理规模快速膨胀，多家机构冲击千亿级里程碑。更引人关注的是大量中型量化私募崛起，迅速占据了百亿级私募的半壁江山。私募排排网数据显示，截至2026年4月底，国内百亿级量化私募机构数量已达到71家，仅今年以来便新增16家。此外，百亿俱乐部内的连级跳现象同样引人注目，朝阳永续数据显示，鸣石基金在一个季度内从200亿—

300亿元区间，连跨三级进入500亿—600亿元队列，乾象投资、龙旗科技等多家机构也实现了跨越两个规模区间的快速增长。

与此同时，行业整体更是呈现迅猛扩张态势。中信证券测算，截至2026年5月，国内私募、公募量化股票基金的规模已升至2.25万亿元。若按照浙商证券测算的更广泛口径来看，量化私募总规模已突破3万亿元大关。

在业内人士看来，过去几年，量化策略的确处于贝塔与阿尔法双丰收的环境。“市场交易活跃度明显提升，交易量放大使得市场参与者的真实态度能够更清晰地反映在价格信号中，这为量化模型识别和捕捉市场规律提供了更好的数据基础，

是量化较为舒适的策略环境。”玄元投资表示。

灵均投资首席投资官马志宇将量化投资的业绩表现和规模增长归结于“天时地利人和”共振，市场日均成交额显著提升、中小盘与成长风格活跃，为量化提供了更大的有效容量和更丰富的阿尔法来源。此外，机器学习、深度学习、大模型工具全面普及提升了行业投研水平，过去因人力研发等客观条件制约只有较大机构能做的深度模型，如今在中腰部机构也能落地。

不过，当量化逐渐演变为投资“信仰”时，规模增长带来的市场成交额占比提升，导致行业越来越接近自身容量边界，超额收益出现收敛迹象。

规模的诅咒

量化行业最核心的阿尔法竞争，本质上是在市场中持续寻找定价偏差，转化为超额收益。但当量化成交额占市场总成交额的比重越来越高，越来越多资金追逐同样的机会，行业整体的超额收益便会被不断摊薄。

今年以来，量化超额收益明显收敛。私募排排网数据显示，今年前四个月，私募指增产品的超额收益均值水平仅为4.06%，较去年同期的逾9%几乎腰斩。其中，管理人发行较多的中证1000指增和中证500指增产品，今年前四个月超额均值水平分别仅为3.24%和1.93%，下滑明显。更有甚者，部分私募管理人的指增产品自去年10月以来，便几乎没有创造任何超额收益。

如火如荼的量化投资，为何出现了“涨规模不涨业绩”的尴尬情形？一家中型量化机构人士表示，市场进入主线轮动快的“窄域行情”，交易高度集中，量化策略赖以分散选股的宽度大幅下降。因子在少数热点板块中频繁切换，截面类多因子策略在当前处于不利位置，阿尔法获取效率阶段性下降。并且，市场轮动速度加快，信号滞后，行业与风格轮动从去年的月级别缩短到周甚至日级别，量价信号往往在确认时已接近尾声，导致高频换手策略的收益被冲击成本与滑点侵蚀。此外，小市值股波动加剧，中证2000等小微盘品种虽然表面来看超额更高，但个股流动性差异大，热点快速

切换时，大单冲击成本明显上升，策略执行层面损耗加大。

更重要的是，量化规模扩张带来拥挤度上升，策略同质化严重，导致超额能力被摊薄。该中型量化机构人士表示，过去两年指增以及量选规模快速增长，大量资金集中在反转、高低波、小市值等相似的因子和相似的换手区间，超额来源逐步枯竭。部分管理人在规模快速增长后未能同步迭代模型或增加新的另类数据来源，超额自然回落。

“量化的超额要看它在市场成交中的占比。过去动辄10%以上甚至15%以上的年化超额，只是特殊阶段的产物。如果未来量化交易占比

达到40%至50%，行业平均超额收益可能只剩5%左右，甚至更低。”一家百亿级量化私募创始人李明（化名）表示，一旦量化的成交额占比进一步提升，超额空间便会急剧压缩。

上述中型量化私募人士也判断，若未来市场总成交额下滑，尤其降到万亿元以下时，就需要警惕量化超额能否持续的问题了。而随着量化成交占比持续提升，长期来看，行业的超额中枢收敛到5%左右或是比较合理的水平。

马志宇也表示，得益于过去一段时间的扩容和流动性红利，量化行业整体超额处于较高水平，但未来将向正常中枢回归，2025年高超额、高增长、普涨式行情将逐步收敛。

被低估的风险

量化投资并非没有周期，但过去几年持续亮眼的业绩，很大程度上掩盖了这种周期性风险。2024年春节前后，小微盘股出现流动性危机。当时，部分量化机构为了控制风险，被迫增持指数成分股，减持成分股之外的小微盘标的。大量机构同时采取类似动作时，市场便形成了强化反馈。

此外，市场对量化风险的认知普遍较弱，在很多投资者印象中，量化似乎天然代表着稳定、回撤小、修复快。但李明对中国证券报记者表示，实际上，如果投资者在2021年9月量化指

增产品净值高点时买入，随后经历2022年市场大幅调整，其净值回撤可能达到30%至40%。这部分回撤并非在短时间内完成修复，很多机构重新创下净值新高，实际上已经到了2024年“9·24行情”之后，整个修复过程持续了三年多时间。

在一些管理人的眼里，过去几年量化持续的超额收益背后，是小微盘风格的持续走强。“市场都有窗口期，这几年量化的超额收益非常高，你说它是阿尔法，它也可能是小微盘品种的贝塔。我并不认为这一现象可以持续，如果再

出现几次小微盘品种的挤压，投资者的认知就会变化了。”一家宏观量化私募创始人表示。

在李明看来，量化只要有超额，相比主观投资就有优势，但如果行业始终停留在“卷”中性与指增策略，随着规模持续扩大，超额收益一定会不断下降，量化最终会进入瓶颈期。“前几年，量化的平均超额可能达到15%，自然非常好卖；如果超额收敛至10%，募资可能步入平稳期；如果超额收缩到只有5%甚至为负，那必然引发赎回。”李明表示。在他看来，赎回会压低量化在市场成交中的占比，令超额重新变得好

做，如此循环，直到行业平均超额水平与投资者预期达成平衡。

马志宇认为，当前量化行业最大的挑战集中在三个方面：一是因子快速衰减，超额收益收敛，市场有效性提升，传统因子红利下降；二是策略同质化带来的拥挤风险。如果行业都做相似的结构、相似的模型、趋同的交易，那么在极端行情下，很容易出现共振回撤；三是规模与业绩的平衡越来越难，规模上升后，交易冲击、流动性约束、策略稀释等都会影响业绩稳定性。

量化的下一站

不过，超额收敛并不意味着量化行业的发展停滞。在居民财富向权益资产转移、机构配置比例提升的背景下，相比成熟市场，国内量化管理规模、成交占比仍有提升空间。马志宇表示，未来超额收益会回归合理中枢，行业也会从规模导向转向规模与容量匹配、业绩优先，呈现稳健增长趋势。

量化配置热潮下，未来真正能够持续的超额来自哪里？对此，因诺资产创始人、总经理徐书楠

表示，关键在于能否找到新的增长空间。在成熟市场中，指增策略难以持续做出超额，美国量化机构几乎不做指数增强，但美国量化投资依然蓬勃发展，其发展靠的是多策略，不断拓展CTA、宏观、多资产、套利以及全球市场配置，将收益风险比做到主观多头难以触及的高度。徐书楠认为，中国量化投资未来也会走上这条道路。

玄元投资表示，其差异化竞争路径主要在三大方向：一是策略创新与融合，从纯阿尔法转

向阿尔法+Smart Beta，通过主动、动态地管理行业与风格暴露，提升策略的风险收益比；二是产品多元化，把量化方法论的应用从拥挤的股票指增赛道拓展至特定风格增强（如红利、科技）、大类资产配置等更广阔领域；三是在基本面与量价因子挖掘、机器学习模型应用上持续深化。

马志宇认为，量化的超额来自多周期均衡、多模型分散、AI深度赋能、强风控底线等

多维度的迭代提升。

国际化也是业内尚未充分探索的方向。李明表示，目前大部分机构即使在海外募资，资金最终仍回流至国内策略。原因是在国内市场波动相对较大的阶段，国内策略的收益风险比高于海外。但如果未来国内的量化收益风险比变低了，超额承压，海外市场的性价比就会凸显出来。他透露，其所在的机构已有一些海外市场CTA策略在运行，但占比仍然较小。