超额表现冰火两重天 量化私募展开新竞逐

近期A股市场持续分化：通信、电子等板块在AI浪潮下持续活跃，资金高度集中于少数科技龙头。指数强劲表现的背后，不少个股持续收阴，微盘股指数显著下挫。第三方机构最新业绩监测数据显示，私募行业量化多头策略同步上演分化格局：有百亿级私募旗下量化选股产品近一月回撤幅度超过9%，同期也有部分管理人超额收益表现依旧稳健；同时行业内不同策略线的超额收益表现，强弱分明。面对分化行情带来的压力测试，多家受访机构揭示了业绩分化的深层归因，以及行业前沿的迭代方向。

● 本报记者 王辉

视觉中国图片

业绩分化明显

从5月整体业绩表现来看，量化多头策略内部呈现明显的分化格局。融智投资FOF基金经理李春瑜总结说，5月“大盘股增强”明显强于“小盘股增强”。具体到细分策略，根据私募排排网监测，5月沪深300指增和中证A500指增表现最好，其次是中证500指增和中证1000指增，中证2000指增和微盘增强表现不尽如人意。拉长至今年以来，表现最好的是中证500指增和中证1000指增，其次是中证2000指增和中证A500指增。虽然中证500指数和中证1000指数今年以来的涨幅较高，但对应的指增超额水平一般。量化私募全行业的中证2000指增和中证A500指增平均超额收益率，要比中证500指增和中证1000指增高出2个百分点左右。

比策略线差异更引人关注的，是同一赛道内部不同私募机构的业绩离散度。来自私募排排网的数据显示，5月不同私募管理人业绩分化严重，同一策略（如中证1000指增）内部，5月首尾业绩差超过7个百分点。

另一家私募业绩监测平台的数据显示，截至6月5日，知名量化私募茂源量化旗下多只量化选股产品近一月回撤幅度超9%，表现明显落后于市场基准；千象资产、稳博投资等百亿级私募的部分量化选股或指增产品同期表现也不尽如人意。

李春瑜认为：“整体来看，5月量化私募管理人业绩分化严重，马太效应进一步强化，百亿级私募整体超额韧性强、回撤控制更好，中小管理人普遍表现不佳，尤其是过度暴露小盘风格的管理人。”

蒙玺投资相关负责人进一步解读：“同样是量化多头，不同机构之间的模型框架、因子结构、组合约束、风险控制、交易执行和容量管理差异，都会被市场环境的变化放大。策略底层能力差异会更直观地体现在净值表现中。”整体来看，量化行业正逐渐进入系统化能力竞争阶段，收益更依赖管理人综合能力。

星阔投资创始人、CEO邓剑补充说：“量化行业总体超额收益较去年同期明显下降，可能因为去年以来规模大幅扩张摊薄了阿尔法收益。今年小微盘策略已经较难提供超额，只有真正具有阿尔法能力的管理人才能脱颖而出。”

五大归因解构难点

业内人士表示，量化多头策略5月表现的分化，并非单一因素所致，主要来自五个层面的叠加影响。

一是个股极致分化令广谱选股失效。蒙玺投资相关负责人分析，量化多头策略依赖大量个股横截面特征进行收益预测，“当市场上涨和下跌集中在少数板块或权重个股时，传统广谱选股能力会受到挑战”。5月小微盘股整体疲弱，依赖市值暴露的策略受冲击较大；同时“上涨集中的少量股票使指数被拉高，超额获取难度增加”。李春瑜提供的数据显示，5月成交量前5%的个股成交金额约占全市场成交额40%至50%，仅半导体、AI相关行业上涨，“指数强、个股弱”令分散持股的量化策略获取超额收益难度上升。

二是因子有效性快速轮转。李春瑜说，5月动量因子表现突出，偏均值回归、反转类因子表现较差，“以反转策略为核心的产品超额回撤较大”。上海富钜私募首席投资官唐弢也表示，强势股动能过猛易触发拥挤度风控指标，反而导致错失行情。

三是指数成分结构差异放大跟踪难度。唐弢分析，中证500和中证1000行业分布精准契合AI算力、半导体等主线，指数本身过强使得对应的量化指增策略“较难追上”；沪深300指增权重股行业覆盖更广，相对容易走出超额。蒙玺投资相关负责人也说，“不同指数内部的行业权重、市值结构和成分股表现差异，在行业极致分化中会被进一步放大”。

四是策略同质化“内卷”摊薄超额。邓剑表示：“传统量化流水线产出的因子同质化问题突出，导致整体超额收益被持续摊薄；多数经典机器学习模型挖掘的因子，在小盘股上有效性更强，对大中盘个股预测能力偏弱”。

五是流动性分层与中小市值双重挤压。蒙玺投资相关负责人从交易层面提示，5月市场的个股分化伴随成交结构变化，“对调仓频次较高或覆盖中小市值股票的策略，交易成本、冲击成本、可成交性和换手控制都会成为约束”。

行业突围瞄准差异化与智能化

面对超额收益持续摊薄和市场环境变迁，量化模型如何重获竞争力？多家机构给出的答案指向两个关键词：差异化与智能化。

蒙玺投资相关负责人表示：“投资者应避免两个极端：不要把量化神化，认为模型可以天然规避所有风险；也不要因短期波动就否定量化策略的长期价值。”量化策略表现分化是正常现象，更应关注策略逻辑是否清晰稳定、超额来源是否可持续、管理人是否具备持续迭代能力。

唐弢也认为，量化策略本质是概率取胜，模型可能形成特定环境依赖，“这本质上还是由于策略的不完备性所导致的”。

在迭代方向上，多元阿尔法与严风控是行业共识。蒙玺投资相关负责人说，需“挖掘多频段、多层次的阿尔法，丰富超额收益来源，改进模型结构，完善风控体系”，加强因子多元化和稳健性，把交易执行能力纳入迭代体系。李春瑜同样建议多频段覆盖短中长周期信号，收紧风控，“5月微小盘风格暴露较大的产品超额回撤较大，这就是警示”。

此外，更具前瞻性的探索，体现在对“非共识” 阿尔法和端到端AI框架的押注。邓剑在介绍该机构的差异化路线时表示：“公开信息不产生超额收益，真正的阿尔法普遍来自‘非共识’。”在这一理念下，该机构正从传统量化框架向端到端AI框架升级。邓剑认为，与传统多因子模型依赖人工特征工程不同，端到端框架能从原始数据层面自动学习并提取有效模式，减少主观偏差，可以提升策略对市场变化的响应效率。

这一思路与唐弢提出的“市场模式识别”形成呼应——当集中度提升预示“共识行情”来临，“交易型阿尔法”空间将被压缩，策略需相应做出调整。

对于5月量化私募行业运作遭遇的颠簸，业内人士表示，量化策略的超额收益已从“普涨式”向“结构性”切换，行业竞争也正从短期排名转向技术积累和长期投研能力比拼。当风格暴露不再奏效、传统因子收益被摊薄，真正考验量化机构内功的时代，或许才刚开始。

新发规模创新高 低波产品迎热潮

● 本报记者 王鹤静

低利率背景下，为有效承接银行存款等稳健资金的进阶投资需求，公募行业持续加大对于中低波动风格“固收+”产品的开拓，尤其是混合债券型二级基金以及偏债混合型FOF成为产品布局的重中之重。

截至6月10日，这两类“固收+”产品今年以来合计新发规模超1890亿元。不到半年时间，就已突破2025年全年水平。其中，主打多元资产配置的偏债混合型FOF新发规模突破千亿元，新品承接的资金容量较此前出现明显提升。

尤其在近期风险资产波动明显加剧的趋势下，权益资产投资占比低于15%甚至低于10%的低波类“固收+”产品，已陆续成为各家公募机构争相布局的重点方向。业内人士表示，随着风险资产持续上涨，其投资性价比相比固收资产较此前有所回落，低波策略在当前的市场环境下优势得到进一步凸显。

两类“固收+”新发规模创新高

Wind数据显示，截至6月10日，二级债基、偏债混合型FOF两类产品今年以来合计新发规模达1890.91亿元，占公募基金新发总规模的三成以上。不到半年时间，这一规模已突破2025年全年两类产品1830.30亿元的新发纪录。

其中，易方达基金、中欧基金、南方基金、广发基金今年布局成果显著，旗下二级债基、偏债混合型FOF合计新发规模均在百亿元以上。易方达基金共发行5只偏债混合型FOF、3只二级债基，合计新发规模近180亿元，排在公募机构首位。此外，富国基金、景顺长城基金、兴证全球基金今年在这两类产品上的新发规模也超过90亿元。

头部机构在这两类“固收+”产品的布局上略有侧重。比如，易方达基金、广发基金旗下偏债混合型FOF今年新发规模均在百亿元以上，中欧基金、兴证全球基金旗下偏债混合型FOF的新发规模均超过80亿元。

南方基金则深耕二级债基，今年合计新发规模超百亿元。其中，南方逸享稳健添利新发规模接近50亿元，南方泓享稳健添利3个月持有、南方稳嘉多元配置3个月持有、南方惠益稳健添利的新发规模均在20亿元以上。此外，在中型基金公司中，浦银安盛基金今年也成立了一只新发规模超40亿元的二级债基新品浦银安盛稳健鑫利。

多元配置成降低波动“利器”

值得注意的是，不同于2025年，今年以来，主打多元资产配置的偏债混合型FOF成为各家公募机构争相布局的重点，偏债混合型FOF今年的合计新发规模突破千亿元，已反超二级债基。

比如，博时盈泰臻选6个月持有、中欧盈欣稳健6个月持有、广发稳泰多元机遇三个月持有三只偏债混合型FOF的新发规模均高达50亿元以上；工银盈泰稳健6个月持有、富国智汇稳健3个月持有的新发规模均在40亿元以上；中欧盈享稳健6个月持有、兴全盈泰多元配置三个月持有、招商智盈优选6个月持有、兴全盈禧多元配置三个月持有、广发悦盈稳健三个月持有、易方达如意盈泽6个月持有的新发规模都达到30亿元级别。对比来看，2025年新发规模超30亿元的偏债混合型FOF仅有5只。

结合业绩比较基准来看，上述偏债混合型FOF多为多资产策略产品。比如，广发稳泰多元机遇三个月持有、工银盈泰稳健6个月持有的业绩比较基准中均涉及债券、A股、海外权益或港股、黄金、存款共五类资产；中欧盈欣稳健6个月持有、富国智汇稳健3个月持有、中欧盈享稳健6个月持有、兴全盈泰多元配置三个月持有等的业绩比较基准也涉及四类资产。

通过多元资产配置分散风险收益来源，以提升稳健资金的投资体验，这样的投资策略的确在近期的宽幅震荡行情下取得了显著成效。比如，今年一季度成立的博时盈泰臻选6个月持有A、中欧盈欣稳健6个月持有A、工银盈泰稳健6个月持有、富国智汇稳健3个月持有A、中欧盈享稳健6个月持有A、招商智盈优选6个月持有A，6月5日最新基金单位净值均在1元水位线以上，业绩曲线都较为平滑，像博时盈泰臻选6个月持有A成立以来的单日净值涨跌幅均控制在20个基点以内。

低波“固收+”生态位竞争加剧

随着近期A股市场明显切换至宽幅震荡状态，中国证券报记者梳理发现，近期推出的偏债混合型FOF、二级债基等“固收+”风格产品的权益敞口在同步降低，部分公募机构已经开始有意强调风险提示，含权低波类稳健产品的布局竞争显著加剧。

FOF方面，近期发行的招商智信优选6个月持有、汇添富睿悦6个月持有、永赢裕鑫稳健多资产六个月持有、易方达如意安惠6个月持有等，业绩比较基准中的权益资产（包括商品资产）合计占比均为10%；摩根恒利稳健三个月持有、国投瑞银聚安稳健6个月持有、广发悦泰多元稳健三个月持有、宝盈欣享稳健配置6个月持有、东方红欣益稳健3个月持有、平安兴福多元稳健3个月持有、兴全盈泰多元配置三个月持有、华安盈和多资产3个月持有等新品的业绩比较基准中的权益资产（包括商品资产）合计占比也均未超过15%。

此外，近期发行的宝盈裕安增利6个月持有、万家元和、南方泓享稳健添利3个月持有等二级债基新品，业绩比较基准中的权益资产比重也仅有10%；业绩比较基准覆盖A股和港股的安信磐稳致远、永赢润泽增强、兴银裕兴90天持有、苏新苏悦、工银添裕、招商瑞启回报、东方红汇泽、鹏华瑞衡鑫诚、国泰海通稳健欣享等二级债基新品，权益资产在基准中的占比同样均未超过15%。

兴证全球基金多元资产配置部基金经理高鹏翔在接受中国证券报记者采访时表示，随着近期风险资产持续上涨，其投资性价比相比固收资产较此前有所回落，低波策略在当前的市场环境下优势得到进一步凸显。并且，市场对低波类“固收+”产品一直存在旺盛需求，在利率持续走低的趋势下，“固收+”策略能够有效承接部分风险偏好较低的稳健类资金。

泓德基金苏昌景：

打造高夏普红利增强策略

● 本报记者 张舒琳

2026年A股市场，科技成为鲜明的主线，但波动较去年明显增强，投资者对波动的耐受度也在悄然分化。除了AI产业链的高弹性行情以外，红利资产的防御属性持续受到关注。不少机构和投资者将两者视为当下组合配置的两端，科技提供进攻性，红利提供压舱石。

低利率时代，高股息资产的吸引力持续上升，叠加近年来市场风格频繁切换，红利资产波动小，公私募机构相继布局红利增强产品，背后的逻辑不难理解。投资红利资产既是防守动作，也是在均衡配置框架下不可或缺的底仓。近日，泓德基金量化投资部总监苏昌景在接受中国证券报记者采访时，系统分享了他用三个层次的量化系统工程实现红利增强的策略逻辑。

红利风险收益具备长期稳定特征

今年以来，多家基金公司推出低波红利或红利质量ETF，也不乏基金公司发行主动管理的红利主题基金。5月以来，更是出现了红利基金发行热潮，多只红利基金在新发市场上同台竞技。

红利资产最受关注的配置价值，是其风险收益特征的长期稳定性。苏昌景认为，红利资产从自身象限的绝对位置看，长期漂移可能性相对较小。以过去十年主要指数的风险收益特征为例，中证红利全收益处于收益相对较高、波动相对较低的区间，夏普比表现较为突出。相比之下，成长科技、中证1000等资产的相对位置在未来十年出现较大漂移的可能性较高。

这种稳定性的底层逻辑，是红利资产本身的特征。高股息往往意味着公司估值合理甚至偏低，并且具备能够持续稳定分红所隐含的现金流充沛、资产负债结构合理等基本面特质。苏昌景表示：“红利投资可以理解为高质量价值投资的一种综合表达。”承担红利风险，实际上是在承担经中国资本市场验证、具有回报补偿的财务稳健与估值约束下的风险。

不过，他也表示，单纯暴露于红利贝塔，放在更长周期来看，吸引力并不足够，这就需要主动管理人的附加值，也就是阿尔法能力。因此，苏昌景构建的红利增强策略，以稳健红利贝塔打底，叠加量化选股提供高信息比率的超额收益。

三层次量化系统工程实现红利增强

在苏昌景看来，做红利增强不能简单套用全市场量化选股的思路，必须针对红利资产本身的特征设计模型。核心原则只有一个，即可以在全市场最大化预期阿尔法，但硬约束是不能偏离红利资产本身的核心风险收益属性。

“如果科技行情很好，红利增强产品通过大量配置科技股来战胜红利指数，短期可能获得超额收益，但这背离了投资者购买红利产品的初衷。”他表示，投资者买红利产品，通常是希望在市场系统性风险上升或成长风格回落时，通过红利资产获得相对低回撤的防御属性。如果产品通过背离红利波动属性来获取收益，长期可能削弱产品生命力。

在这一原则约束下，苏昌景将红利增强的构建拆解为三个层次。第一层是样本池的构建。目标是在扩大样本域、尽可能实现全市场选股的同时，在极端行情下保持与红利基准的风格一致性。具体通过两层过滤实现：一是基本面质地筛选，以盈利持续增长、自由现金流创造能力较强和分红意愿较高作为准入门槛，这些信息的IC（信息系数）幅度未必很高，但具有时间价值，是其他风控机制失效时真正能起作用的保障；二是尾部风险隔离，通过统计手段检验非成分股在危机市场环境下是否能保持与红利资产相近的风险特征，识别并控制伪红利资产的风险暴露。

第二层是因子挖掘与模型训练。苏昌景认为，选股因子是量化策略获取超额收益的基础，决定最终策略绩效的上限。因子来源越多元，越有助于分散超额收益来源，量化投资中，或有70%至80%有效的工作来自因子端。过去两年，泓德基金深度覆盖的因子主要包括量价因子和基本面因子两大类，并拓展了从微观结构数据中挖掘的新型量价因子，以及量价与基本面交叉验证生成的非线性因子。他同时关注AI大语言模型带来的新型另类因子，将卖方观点、调研纪要、路演资料等过去难以系统化处理的非标信息转化为结构化量化信号。

模型训练阶段，泓德基金采用多因子框架为主、AI非线性模型为辅的方式，并针对中证红利基准单独训练，重点优化两个维度，截面上，模型在不同红利风险暴露层次的股票分组上保持稳定预测能力；时序上，模型在不同市场风格主导时期尽可能持续有效。

第三层是组合优化与风险控制。在因子库构建完成后，通过因子加权进行股票回报预测，结合交易成本模型、风险管理模型和组合优化器输出目标组合。苏昌景表示，风险收益特征可解释是量化产品形成长期生命力的前提，也是量化产品相较于主动产品的重要优势之一。

追求高夏普、高信息比率

践行这一策略的典型产品是苏昌景管理的泓德红利优选混合（LOF）。自2025年4月成立以来，截至2026年6月1日，泓德红利优选混合（LOF）A相对基准累计超额收益为10.40个百分点，产品净值最大回撤6.64%，夏普比率（年化）1.35。

这只产品还有两个值得关注的设计。一是LOF机制，当前LOF产品中，主动量化策略叠加LOF交易机制的产品十分稀缺，持有证券账户的投资者可在交易所按实时市价买卖，卖出资金当日可用（可用于再投资），也可结合折溢价在场内场外灵活切换。二是分红机制，产品成立4个月后便开启首次分红，运作一年多来已累计分红4次，基本保持了每季度分红一次的节奏，在同类红利基金同期中属于较为积极的情况。

不过，苏昌景坦言，即便过去一年产品风险收益特征符合预期，但目前产品表现大概率处于预期年化收益与跟踪误差分布中的正向一倍多标准差位置，长期业绩仍需要拉长时间检验。

这种谨慎，也延伸到对行业现状的判断。苏昌景认为，信息比率下降和超额波动变大，是当前量化投资不得不面对的问题，规模扩张带来的交易拥挤、ETF和被动投资崛起带来的因子底层逻辑变化，都在压缩超额空间。

“我们当前距离优秀私募同行还有不小差距，但也意味着公募量化迭代和改善的空间仍然很大。”苏昌景表示，做出真正高夏普的产品，是一个需要持续努力、也非常艰难的目标，仍需要长期不断迭代。