

干朔投资黄辉:

预见中国量化未来 十余载深耕中低频

□本报记者 王雪青

坐在对面的黄辉,并不像一位私募大佬。

白色运动T恤、朴素、低调。相比于那些游刃有余、善于在镜头前讲述宏大叙事的基金管理人,他的话实在不多。谈到市场热点、规模增长或者行业排名时,他总是轻轻带过;当话题转向模型、信号、Pure Alpha(纯净超额)和底层逻辑时,他的语速会明显加快,一个问题常常能够延伸出数层推演。

这份近乎纯粹的专注,刻印在他一路走来的轨迹里:从北京大学基础数学专业到国家重点实验室,从华尔街量化基金Laurion Capital到创办干朔投资,无论身份如何变化,他始终在做同一件事——用数学的方法理解复杂系统中的规律。

过去,量化行业经历了高频交易狂飙、小微盘策略盛行、杠杆扩张等早期发展阶段。面对一次次看似更容易获取的收益机会,黄辉却始终坚持做他的中低频、纯净超额和严格风控。

近年来,随着程序化交易监管持续完善,全行业集体降频降速。当市场重新审视收益来源时,人们蓦然发现,这位曾经与主流“格格不入”的人,却比大多数同行更早一步,站在了中国量化投资最终会选择的的方向上。



黄辉,在北京大学数学科学学院获得基础数学专业学士及硕士学位。14年海内外量化研究与交易经验,曾任美国对冲基金Laurion Capital Management量化投资经理,从事全球多个市场的量化策略研究和交易,现任上海干朔投资管理有限公司创始合伙人、投资总监。

坚持研究“更慢的量化”

近年来,程序化交易已成为包括我国在内的全球各主要资本市场的重要交易方式。监管部门先后出台了一系列程序化交易监管规则制度,从严监管异常交易行为,引导降频降速,强化交易业务单元管理等;并将持续完善程序化交易监管的机制安排,更突出公平和规范。

在监管引导下,越来越多机构开始主动降低换手率、控制风险暴露,市场也在重新审视一个曾经被高速增长掩盖的问题:超额收益究竟来自哪里?

一些曾经不被主流关注的坚持,正在被重新理解——黄辉就是其中之一。

干朔投资从成立第一天起,就专注于中低频纯净超额路线。“我开始做A股的时候,就是年化40倍到50倍换手率,到今天还是这样。”黄辉说。

把时针拨回到2017年、2018年,高频量化策略如日中天,更快的服务器、更短的交易链路、更高的换手率,一度成为行业竞争的焦点。就在行业最热衷讨论速度的时候,干朔投资却在研究信号;小微盘最受追捧的时候,他们在控制风格暴露;DMA产品快速扩张的时候,他们依然坚持纯净超额。

黄辉为何坚持走这条“更慢的路”?“最直接的原因是,我从2012年进入美国对冲基金做的就是中低频股票策略,不做高频交易,也不依赖日内预测或者超高速交易。回归A股后,我希望把自己熟悉、认可的方法继续做下去。当然,更重要的是对行业发展趋势的判断。”黄辉说。

在他看来,高频更依赖速度、硬件和交易通道优势,而中低频更依赖研究能力、模型能力和长期积累。“美国市场的发展历史已经证明,高频交易最终会向少数头部机构集中。随着市场成熟,真正决定一家机构长期竞争力的,仍然是研究能力和风控能力。因此,后者才是一条更长、更宽、更有生命力的道路。”

“过去几年,A股确实出现过很多赚容易钱

的机会。”黄辉说,“包括高频交易、小微盘策略、一些风险暴露较大的策略,在特定阶段都取得过非常好的收益。但那都是阶段性的红利,并不代表长期能力。”

因此,即便早期高频收益和风险收益的诱惑很大,他也没有动摇。在黄辉看来,分些精力去做或许可以获得一些短期收益,但长期看并不持续,也浪费了有限的时间,他更愿意将精力都放在能长期积累优势的地方。

“中低频纯净超额需要在严控风险的前提下获取超额,超额获取难度大,需要技术沉淀,不是短期高投入可以达到的,只能靠长时间的积累。”黄辉说,“我们对信号要求高,开发难度大,但随着积累到一定程度,无论是超额收益还是稳定性都会有明显提升。”在这个方向上,黄辉已经积累了十余年。

A股量化过去几年的发展验证了黄辉的判断。近两年,随着国内量化行业的扩张,高频拥挤后收益下滑,风险收益更不稳定。越来越多的机构开始降频,但正如黄辉所说,中低频没有捷径,必须依赖一点一滴地积累。黄辉的持续深耕构成了干朔投资独特的护城河。

他说:“我更关注的是十年以后还能不能继续赚钱。如果一种收益主要依赖于市场某种特殊环境,那么当环境发生变化时,这种收益就可能消失。”

在干朔内部,一个被反复提及的词是纯净超额。

何为纯净超额?用黄辉的话解释,就是尽可能剥离市场、行业、风格等风险因素,依靠对个股定价偏离的识别获取超额收益。这意味着,不依赖市场整体上涨赚钱,也不依赖小盘风格、行业轮动或者杠杆放大收益。它来自于市场长期存在的错误定价和投资者行为偏差。

换句话说,纯净超额追求的是纯粹的选股能力。“这种东西不会因为市场环境变化而彻底消失。所以即使早期走得慢一点,我们也更愿意把时间投入到长期有效的方向上。”黄辉表示。

中低频量化如何获得纯净超额

这些年,黄辉被问到最多的问题是:你们做中低频,并且量价信号占比较高,纯净超额收益究竟是怎么做出来的?

对此,黄辉回答:“本质上还是依靠模型去捕捉市场规律。市场中始终存在各种各样可以被量化描述的行为模式。通过模型识别这些规律,再将其转化为投资决策,从而获得超额收益。”

从长期来看,超额收益主要来源于两个方面。第一类来源于企业本身价值的增长。企业盈利不断增长,最终会反映到股价表现上。第二类来源于市场的非理性行为。很多时候企业本身并没有发生变化,但市场情绪会导致价格偏离合理价值。

“当价格非理性低估时买入,当价格非理性高估时卖出,长期统计下来就能够形成超额收益。”他说。

纯净超额的原理听起来简单,实践起来却并不容易。

因为市场中很多收益,往往都伴随着某种风险暴露。小盘股行情好的时候,天然偏向小盘风格的策略就会表现突出;成长风格占优的时候,持有成长股的组合自然更容易取得优势。但在黄辉看来,这些都不能算是真正意义上的超额收益。

因此,从信号设计开始,干朔投资就对风险控制提出了极高要求。每一个信号不仅需要具备预测能力,更需要注重可控性和持续性。

随着AI深度学习的发展,量化在相关技术上的应用也越来越广泛,干朔投资近几年在AI深度学习方向的投入很大,模型也随着研究深入越来越复杂,这会带来更多非线性收益来源,但相比收益的增加,干朔投资更重视的却是复杂模型背后的黑箱、过拟合等问题。

“越复杂的模型,越需要注重可控性,前沿技术给我们带来了新的收益来源,但绝不能忽略背后的潜在问题,如何把新技术落地到应用场景才是最重要的。”黄辉说,“传统量化的研究积累和前沿技术的探索同样重要,如果一味追求复杂度,忽略了量化场景的基础研究,这会带来极大的不确定性,只有将技术和场景有效结合,才能有效减少不可控因素,获取真正稳定的收益。”

“在现代量化中,方法论不断丰富和突

破,除了原本就非常重要的风险控制外,还需要对新方法所带来的不确定性做有效控制。”他说,“不能为了收益而盲目增加模型的复杂度。”

信号的分布情况也很重要。很多信号表面上看起来不错,但实际上可能高度集中在某些行业或者某些风格上。例如,它可能天然偏向小盘股,或者天然偏向成长股。在市场环境合适的时候,这类信号会表现很好,但一旦市场切换,就可能出现比较大的回撤。

除此之外,他还会看信号在长期和短期的预测能力。“过去一年、过去三年、过去五年,甚至更长时间的数据都会进行分析。我们希望看到的是一个长期稳定存在的规律,而不是某个阶段偶然出现的结果。”黄辉说。

通过多年实践,干朔投资建立起一套拥有上千个信号的研究体系。

在黄辉看来:“信号的质量和数量同样重要。每一个信号背后都需要经过大量验证。包括逻辑是否成立、分布是否合理、是否存在风格暴露、长期预测能力是否稳定等,这些都要反复检查。只有通过长期验证,并且能够在不同市场环境下保持稳定的信号,才会被纳入我们的策略体系。”

每一家量化机构对信号的定义不一样,是否丰富不能只看信号数量,真正丰富的信号会体现在业绩曲线上,黄辉历经多年的A股空盘业绩,在不同时间段、不同行情下,超额表现始终平稳,这是信号以及收益来源丰富的有效验证。

这种对信号研究、风控、前沿技术的态度,看似“慢”的积累,在市场剧烈波动时往往能够体现出独特的价值。

2024年2月,量化行业经历了一次流动性冲击。彼时,部分机构因为长期暴露于小盘风格和流动性风险,超额收益遭受较大冲击。而干朔投资的产品最大超额回撤控制在相对较低水平,并在随后较短时间内迅速创出新高。回顾干朔投资成立以来的产品业绩,经历过多次极端行情,干朔投资的超额回撤均控制在相对较低水平。

在黄辉看来,风控从来不是收益之外的附属品,而是策略的一部分。“很多人理解风控,是收益做好以后再控制风险。但我们更希望从信号源头开始控制风险,宁愿少赚一点,也希望收益更加稳定、可靠。”

研究没有终点 持续保持专注

在采访过程中,一个细节令人印象深刻。当被问及规模、排名或者行业竞争时,黄辉总是轻描淡写;但当话题转向信号、模型和底层逻辑时,他原本平缓的语速会明显加快,变得健谈起来。这种反差,构成了黄辉身上最鲜明的特点。

他不属于那种善于讲故事的人。相比于金融圈常见的锋芒和张扬,他更像一位大学实验室里的研究者。截至5月底,干朔投资的管理规模突破了100亿元。即使进入了百亿俱乐部,他依然保持着研究员的工作习惯。

“很多问题和灵感只有自己真正研究以后才能发现。”在这方面,他始终保留着做学问的严谨。

对于他来说,研究从来没有终点。这种专注背后,离不开三位合伙人的默契分工。据介绍,干朔投资总经理丁志强负责公司的经营管理,合伙人陈晓畅负责对外事务,黄辉则将绝大部分时间投入到策略研发和投研体系建设中。

某种意义上,他们三人共同保护着一个踏实专注的策略研究体系。黄辉说:“公司的分工一直比较明确。三位合伙人各自负责自

己最擅长的部分。于我而言,一个新规律的发现,一个长期问题的解决,往往比规模增长更让我兴奋。”

自成立以来,干朔投资核心人员留存率高达100%,成功打造了一支极具凝聚力的投研队伍。这也证明了公司在投研模式、激励机制、晋升机制上的竞争力和执行力。

跨过百亿门槛后,干朔投资有何进一步的发展规划?

黄辉表示:“短期来看,还是先把现有业务做好。规模增长之后,很多事情都会变得更加复杂。投研、交易、运营、风控、客户服务,这些都需要同步提升。我们希望先把这些基础能力进一步夯实。对于资产管理机构来说,规模增长并不是终点,而是新的起点。”

与此同时,国际化发展也是干朔投资的下一个可能。“我们很多理念本身就是在国际市场环境下形成的。无论是中低频路线、纯净超额理念,还是对风控体系的重视,都和成熟市场的发展经验有很深关系。”黄辉说,“从策略本身来看,我们和国际市场天然有很多共通之处。未来如果条件成熟,我们会考虑进一步布局海外市场。”