

“超额难做” 量化中性与对冲策略持续进化

□本报记者 王辉

今年上半年的量化私募圈，故事的主角不再是简单的贝塔或阿尔法。当股票多头策略在极致分化的科技主线中超额收益显著收窄，当量化CTA策略在商品市场的混沌中遭遇业绩低潮，不少资金的投资目光悄然转向曾经被视为稳健底仓的量化中性策略和量化对冲策略。

然而，这条赛道并非一片坦途。在上半年平均收益稳健前行的背后，是“超额难做”与基差波动的双重夹击，也是优秀产品与平庸产品之间急剧拉开的业绩鸿沟。业内人士表示，更为广阔的低波动绝对收益策略谱系——从股票多空到期权保护，从另类对冲到多策略复合，正在暗流涌动中，勾勒出量化中性策略的进化新方向。

业绩稳健“不出彩”

复盘上半年，传统股票市场中性策略交出了一份稳健“不出彩”的成绩单。私募排排网数据显示，截至6月30日，有业绩展示的股票市场中性策略产品上半年平均收益率为5.00%，正收益占比77.27%；有业绩展示的股票多空策略产品，上半年平均收益率为11.97%，其中正收益占比为76.09%。融智投资FOF基金经理李春瑜表示，私募量化中性产品收益率中位数水平仅为2%左右，他将上半年定性为“整体表现未能延续2025年的高光时刻”。好买财富旗下新方程投资研究员郭新宇将上

半年概括为“先承压、后修复、过程波动较大”，周度收益正负交替明显，但持有体验谈不上舒适。其中，超额收益与基差变动两方面因素都导致中性策略的波动有所增加。

值得注意的是，多头端，超额收益的获取难度系统性抬升。星阔投资创始人邓剑分析，上半年量化私募行业平均超额水平较2025年同期明显下降。格上基金研究员焦冰表示，上半年全市场约40%至50%的成交额流向成交量排名前5%的个股，量化中性策略持仓分散的特征，在极端分化的行情中往往吃亏。

空头端，基差的波动同样带来严峻考验。邓剑描述，一季度股指期货深度贴水，对冲成本高企持续拖累相关产品的净值表现；二季度基差波动幅度加大，对产品形成持续扰动。焦冰补充了细节：年初一度出现短暂升水，随后贴水一路收敛，对已有持仓的中性策略构成持续磨损，近期的对冲成本不低。

不同管理人的业绩差异显著放大。正如李春瑜所言，未来中性策略要具备更好的投资体验，将更多依赖管理人的基差管理、超额切换能力和交易执行质量，而非单纯依赖阿尔法扩张。中性策略、量化对冲策略不再是能够忽略产品差异的绝对稳健类资产，行业内部的洗牌已然开始。

迈向“多维度绝对收益”

困境倒逼进化。当单一市场中性策略、量化对冲策略在超额与基差的两难中挣扎，行业的目光开始

投向更广义的低波动绝对收益谱系。邓剑将其概括为从单一策略驱动向多策略融合、多收益来源方向的迭代。

最直接的演进方向是股票多空策略。与完全对冲的中性策略不同，多空策略允许管理人保留一定方向性敞口。私募排排网数据显示，上半年股票多空策略产品平均收益率达11.97%，显著优于纯中性策略。李春瑜解释，差异的核心在于今年以来结构性的分化行情下，强者恒强的动量风格天然有利于多空策略的表现。

更具想象空间的是另类收益来源的拓展。焦冰观察到，今年以来量化CTA、宏观策略等与权益资产低相关的细分赛道获得更多关注，背后是市场对多维度收益来源的渴望。行业正从单一市场中性向“中性+”演进——在股票中性基础上叠加可转债、CTA等多空敞口，构建更立体的收益结构。

邓剑则给出了两个值得关注的具体实践方向。一是基于强势股逻辑构建的低波动绝对收益策略，利用动量效应与A股交易制度特征，对强势个股进行量化跟踪，配合严格风控规则，在控制回撤方面表现突出。二是指增保护策略，将指增策略与股指期货工具相结合，市场下跌时期权发挥对冲保护作用、上涨时则保留指增的收益弹性，兼顾了风险控制与进攻性。

策略关注度有所提升

站在年中时点，科技资产的交

易拥挤度已处高位，市场对下半年贝塔机会的预期趋于谨慎。在此背景下，量化中性策略的配置价值正在被重新审视，并获得受访机构的整体肯定。

低利率环境构成了最基础的支撑逻辑。邓剑判断，稳健收益的真实需求持续存在，叠加贴水幅度趋于温和、对冲成本压力缓解，下半年具备扎实超额与基差管理能力的管理人仍能创造有竞争力的回报。焦冰认为，量化中性策略的绝对收益属性和低波特征，在不确定性上升的市场中反而凸显了配置价值。李春瑜则从组合管理的视角补充，中性策略的低相关性特征，对组合波动平滑有切实贡献，在震荡偏多的市场格局中具备底仓价值。

募资端的动向印证着上述判断。上半年量化指增产品备案同比增长73.30%，资金对量化策略的热情并未消退，但投资者结构正在经历微妙的变化。邓剑观察到，经历业绩分化之后，资金将进一步向投研能力强、业绩稳健的头部管理人集中。中性策略的募资格局将显著分化——策略清晰、超额多元、回撤控制优秀的产品有望获得增量资金，而能力边界模糊的管理人将面临更大压力。

业内人士表示，私募行业量化中性策略、量化对冲策略竞争的核心正从单一维度的超额水平和多空对冲能力，转向多资产对冲能力、精细化基差管理与策略复合配置能力的综合比拼。当追逐贝塔的热情逐渐降温，市场对绝对收益的理解预计更趋于成熟和深化。

品牌工程指数 上周报2240.17点

□本报记者 郝健

上周市场震荡，中证新华社民族品牌工程指数下跌0.94%，报2240.17点。视源股份、紫光股份、中芯国际等成分股上周表现强势。2026年以来，兆易创新、长电科技、国瓷材料等成分股涨幅居前。

机构认为，近期科技股调整主要源于短线抛压与宏观因素扰动，更倾向于交易拥挤后的阶段性修正，而非AI产业趋势的终结。同时，机构提示关注高端制造、大金融等非AI方向，以及有色金属、创新药和煤炭等板块的估值修复与价值重估机会。

多只成分股表现强势

上周市场震荡，上证指数下跌1.17%，深证成指下跌3.53%，创业板指下跌4.41%，品牌工程指数下跌0.94%，报2240.17点。

上周品牌工程指数多只成分股表现强势。视源股份上涨36.80%，排在涨幅榜首位；紫光股份上涨26.85%，居次席；中芯国际上涨16.19%；中兴通讯、长电科技、金山办公、安集科技涨逾10%；宝信软件上涨9.59%；新希望、中微公司涨逾5%。

2026年以来，兆易创新上涨186.06%，排在涨幅榜首位；长电科技上涨175.21%，紧随其后；国瓷材料上涨170.86%；中微公司、澜起科技涨逾100%；安集科技、京东方A分别上涨86.94%、81.91%；中际旭创、北方华创涨逾70%。

AI行情有望延续

恒生前海基金表示，近期科技股出现较大跌幅，主要源于短线获利盘与前期解套盘形成双重抛压，叠加地缘冲突升级、全球通胀担忧重燃等宏观不确定性，导致部分资金出现避险需求。本轮调整更倾向于交易拥挤后的阶段性修正，大概率不是AI产业趋势的终结。

对于“AI交易能否延续”的讨论，广发基金表示，未来仍有较大概率能够持续，且产业趋势仍在不断强化。AI产业升级已传导至各环节，真实供需缺口正转化为确定性的订单增长与利润修复，且这一向好趋势仍在不断强化，并非单纯的估值增长。此外，当前AI交易估值尚未达到泡沫化，且对应的市场体量可能要远大于互联网时代。非AI产业机会可以重点关注在工业化需求带动下的高端制造板块和估值、拥挤度相对较低的大金融板块。

万家基金表示，中长期看，在全球地缘博弈和宏观流动性预期反复波动的背景下，预计A股主要宽基指数有望呈现偏强震荡格局。建议关注：一是有色金属方向，有色各细分领域股价相比于商品价格明显超跌，未来估值有望修复；二是医药方向，中国创新药已站在新一轮价值重估的起点，有望成为未来几年全球医药投资中最具成长性和弹性的方向；三是煤炭方向，煤炭板块仍有明显估值修复空间，且整体估值较低。

“翻倍基”二季度持仓披露 围绕AI产业链重点布局

□本报记者 张舒琳

今年以来，AI算力行情持续演绎，一批科技主题基金凭借精准布局实现净值大幅增长。随着二季报开始披露，多只近一年收益翻倍的基金最新持仓浮出水面。中国证券报记者梳理发现，绩优基金经理普遍围绕AI产业链重点布局，并展开结构性调整。部分持仓从涨幅较大的半导体设备标的中撤出，转向光模块、光芯片等低国产化、高成长环节，从主题驱动向业绩可验证的环节转换。

减持高估值品种

从绩优科技主题基金二季度的调仓动作来看，基金经理对AI产业链的配置重心出现了结构性变化，更加重视估值安全边际和业绩兑现度。

例如，金信基金首席投资官孔学兵管理的两只基金金信行业优选混合、金信稳健策略混合，均在二季度取得了翻倍的业绩，截至7月10日，两只基金近一年以来的回报率分别达到192.44%、194.56%。

以金信稳健策略混合为例，二季度，孔学兵对部分估值扩张较大、历史累计涨幅较高的标的予以获利了结，同时增加了低国产化环节的配置权重。具体来看，汇成真空、新莱应材、裕太微新进金信稳健策略混合前十大重仓品种。与此同时，拓

荆科技等个股退出了前十大重仓股的行列。

孔学兵在季报中解释，观察到AI产业链似乎正在经历一场罕见的结构性分化，上游计算和存储资源价格因供给刚性约束持续“通胀”，下游Token消费价格因大模型能力跃迁与市场竞争加剧持续“通缩”。这种背离并非源自AI产业链周期性波动，而是供给侧物理瓶颈与需求侧技术弹性长期博弈的结果。

孔学兵表示，围绕中国AI主权建设，2026年国产先进逻辑和高端存储突破均有望取得实质性进展。考虑到AI在技术进展、国内半导体竞争格局的演变趋势等因素，二季度基金贯彻了以低渗透率环节为核心的重点配置，但针对部分估值扩张较大、市场预期较为充分，历史累计涨幅较大的标的予以获利了结。同时，考量业务成长空间与市值天花板，进一步增加了光刻制程与零部件、高壁垒光芯片等低国产化环节的配置权重。

向光模块光芯片方向集结

在算力需求持续增长背景下，光模块、光芯片成为二季度科技基金调仓中的重要方向。近一年涨幅210%的“翻倍基”同泰数字经济股票，二季度重仓股从光模块向AI服务器、芯片、半导体设备等上下游全面延伸，海光信息、芯原股份、东山精密、兆易创新、中控技术新进该基

金前十大持仓股名单。不过，部分标的或是因为二季度股价大涨，导致了被动跻身前十大持仓股，而非基金经理主动增持。

此外，该基金二季度大幅增持了中际旭创、新易盛、精测电子、普冉股份。

另一位今年以来的“翻倍基”基金经理盖俊龙，全面转向AI算力中的光模块和光芯片方向。以其管理的红土创新智能制造混合为例，前十大持仓股中已不见新能源品种身影，欣旺达、湖南裕能、艾罗能源、锦浪科技、鹏辉能源5只新能源标的二季度均未出现在其前十大持仓股中，取而代之的是亨通光电、长川科技、永鼎股份、北京君正、宏景科技。

此外，该基金二季度还增持了新易盛、源杰科技等多只AI产业链个股。

盖俊龙管理的另一只基金红土精选混合(LOF)，在二季度新进亨通光电、长川科技、永鼎股份、中控技术、北京君正、宏景科技6只重仓股，欣旺达、湖南裕能、艾罗能源、佛塑科技、鹏辉能源、芯碁微装则退出前十大持仓股行列。

盖俊龙在季报中表示，随着市场对地缘冲突事件的逐渐脱敏，已将持仓中的锂电储能方向逐步调整为AI算力。

进入业绩验证阶段

在积极调仓布局的同时，部分基

金经理已开始为过热的市场预期降温。盖俊龙表示，科技相关板块未来或面临业绩低于预期的风险，可能导致行情大幅波动，需要高度警惕。

孔学兵表示，一年多来国产半导体方向出现了较为明显的涨幅，结构性高企的估值面对宏观能见度不高和中长期资金不足的现实，目前进入业绩验证阶段，在市场风格阶段性极致演绎之后，波动率可能会明显加大，甚至出现较为明显的回撤，这都是不可避免的正常现象。他认为，市场对AI产业链的交易重心也有可能从资本开支、算力堆积走向可持续现金流与利润的验证。在资产欠配和A股市场资金结构偏短期化背景下，部分科技主题方向的交易拥挤度过高，估值扩张过快，更易导致波动加剧和回撤扩大。

基金经理普遍认为，市场对AI产业链的交易将转向业绩主导逻辑。金信核心竞争力的基金经理谭佳俊、刘尚表示，国内算力租赁板块经历了从主题驱动到基本面分化的过程。部分前期涨幅较大的标的因订单兑现不及预期出现回调，因此二季度减持了部分确定性不够的企业，加仓了订单能见度、商业模式具备升级潜力的企业。

同泰同欣混合的基金经理马毅、赵勇表示，美国再通胀交易升温，下半年美联储或维持相对高利率，全球资产定价逻辑正从估值主导的分母端行情，逐步转向业绩主导的分子端行情。