

主观私募破局之路：让自己更透明更可验证

□本报记者 王辉



视觉中国图片

上海的夏季高温又湿热。一场主观多头私募的路演刚刚结束,主讲人是上海某中型主观股票私募的创始合伙人陈明远(化名)。他今年上半年的业绩足够亮眼——旗下代表产品的回报率超过40%。然而,会议室里只稀稀拉拉坐了五六位渠道代表,一位渠道负责人在路演开场时就交了底:公司今年的主观多头产品准入名单砍了大半,总部传达的精神是——“量化产品售后压力小,主观产品推荐要谨慎”。

陈明远用了一个多小时拆解团队的研究框架和风控纪律,末了渠道方面还是客气地表示“再研究研究”。当晚,他收到产品运营同事发来的最新数据:上半年公司管理的产品净值涨了,整体份额反而下降了超10%，“赚了钱,份额却在缩水”。

这并非孤例。在量化私募高歌猛进的近两年,主观股票策略遭遇了持续的募资寒潮。然而,今年上半年量化赛道自身也出现显著分化——私募排排网数据显示,今年上半年量化指增产品平均超额收益仅3.11%,较去年同期的14.17%骤降,近四成产品未能跑赢指数基准。当量化的“超额信仰”出现裂痕,行业终于迎来了冷静审视不同策略价值的时间窗口。

标签化困局

“这两年不是没人赚钱,而是赚钱的主观管理人,在募资端要先跨过一道‘解释自己为什么存在’的门槛。”资瑞兴投资研究总监邢奕才用一句话概括了主观私募的普遍体感。

他的观察直指一个结构性问题:在近两年私募行业量化主导的叙事环境里,“主观多头”四个字已变成一个需要额外承担“解释成本”的标签。“很多同行的经历是,产品条款谈得差不多了,对方投委会一句‘我们核心池暂不配纯主观’,前面所有工作归零。这不是基于你的净值,而是基于一个前置的类别判断。”

上海某头部主观私募副总经理张华(化名)向中国证券报记者剖析了根源:“同策略的量化产品表现趋同性高,且在多个渠道集中发售,售后维护压力低。而主观策略高度依赖基金经理个人认知,净值波动大时,渠道经理需要花费更多精力做存续服务。”在渠道的逻辑里,量化产品是省心的,主观产品是费心的——这种体感差异,远比对策略长期收益能力的理性评估更能左右销售意愿。

“这不是终端投资者的不理性,”邢奕才进一步表示,“这是分发端的结构性偏见。渠道天然倾

向于‘什么好卖’而非‘什么最好’。量化听起来‘科学可回溯’,主观听起来‘像下注’。哪怕产品净值趋势很漂亮,渠道销售也不敢推——因为客户会反问——这家主观究竟是不是在拍脑袋?”

排排网财富研究总监刘有华将这种偏见提炼为三重因素:一是将主观策略的波动简单归咎于能力问题,却忽视量化在因子失效时同样面临系统性衰减;二是低估主观在产业趋势拐点与深度基本面挖掘上的不可替代性;三是忽视主观在逆向投资与左侧布局中的价值——量化动量特征在趋势反转时同样容易失效,主观

却能基于深度价值判断在市场底部布局。

但偏见并非完全空穴来风。向日葵投资研究总监尹田园给出了冷静的观察:“量化策略基于统计追求高胜率,从这个角度看,主观的可预测性确实不如量化。”好买财富旗下新方程投资研究员刘泽龙也分析:“因为决策过程不够标准化、业绩持续性难用统一指标解释,很多资金方就将阶段性波动简单归因于管理人能力变化,这就是一种典型偏差。”实际上,主观策略的表现还会受到市场风格、持仓周期、组合集中度等多重因素影响。

被隐藏的价值

那么,主观策略究竟在赚哪些“量化赚不到的钱”?

“主观策略的长期价值,不在于能不能跑赢量化,而在于能不能提供量化覆盖不到的决策维度。”邢奕才将这种不可替代性拆解为三个典型场景:一是产业拐点的前置判断——量化模型基于历史数据,当产业真正出现拐点时,历史里没有样本,依赖结构化推理的主观判断有天然优势;二是风险的定性感知——真正伤害产品净值的是极端事件,主观策略里的“认错机制”是一种非线性的风险管理能力;三是动态平衡中的节奏感——在市场趋势和结构的“过渡期”,投资是一个需要持续调整的过程。

张华用上半年的AI产业链行情给出了印证:“量化模型很难对这种‘尚未完全体现在财报上’的产业趋势进行前瞻性定价,量化的分散投资也很难聚焦少数机会。而主观投资可以通过实地调研、产业链交叉验证,进行前瞻性重仓布局。”

陈明远的经历恰好为这一判断提供了注脚。年初,他在梳理AI算力硬件产业链时,发现一家位于江苏的光模块上游材料供应商,公开信息极为有限。他带着两名研究员驱车前往,在工厂附近蹲了两天,与产业链上下游从业者交叉验证,最终确认了公司的产能扩张节奏和客户导入进度。“这类机会,量化模型很难捕捉——等因子库更新的时候,股价早就涨

上去了。”回看上半年,这家主观私募的收益中,有相当一部分来自这类通过一线调研提前卡位的“非标准化”机会。“我们不是在与量化比广度,而是在量化触达不到的深度上建立认知壁垒。”陈明远这样总结。

刘泽龙从研究视角概括了两类策略的本质差异:量化在信息处理广度、交易效率和纪律执行方面有优势;主观的价值更多体现在产业趋势判断、企业基本面研究、重大变化识别及非标准化信息处理等方面。

值得关注的是,受访者在肯定主观价值的同时,也普遍拒绝“量化退潮、主观归来”的“简单叙事”。“今年量化的超额收缩,本质上跟主观某一年跑输一样,是策略周期性的正常

表现”,邢奕才认为,“这种情况提醒整个行业,没有一种策略类型适合所有市场环境。从某种意义上说,过去两年许多资金过度集中于量化,不是量化太强,可能是认知偏差。”

尹田园的看法与此一致。她明确表示,作为FOF机构,主观多头策略一直是其所在机构配置的一类重要策略,“并不会因为某年相对表现更显著才会增加调研”。在专业配置者视角里,策略之间的低相关性本身就是配置价值。刘有华则观察到,上半年量化超额难度提升后,已经有一些资金方意识到“单一量化难以覆盖全部行情”,开始从盲目追捧量化转向寻求多元均衡配置。这种审慎的态度,恰恰是行业认知走向成熟的标志。

破局之路

如果“可解释性不足”是主观策略近期不受投资者青睐的原因,那么解决方向自然浮现——不是在投资方法上向量化靠拢,而是在透明度和可验证性上向资金配置方的需求靠拢。

对于这一路径,刘泽龙给出了精准概括:未来较有突围潜力的主观私募,一是投研分工、风控体系成熟的平台型机构;二是在特定产业或特定资产定价领域有长期积累的深入研究型管理人。“资金真正愿意配置的,是能力边界清晰、投资逻辑稳定、风险收益特征可识别的产品。”

尹田园则从配置端的视角补充了一个关键标准:“有明确、清晰投资理念与策略的主观私募具备突围潜力——这类私募不见得在任何市况下都有突出业绩,但在适应它的市况下能交出令人满意的答卷,在不适的时候不至于出现超预期的回撤,资方便可安心将资金交由

其管理。”

在投研迭代上,多家受访机构不约而同地提到了AI工具的引入。邢奕才详细介绍了三个应用场景:信息处理环节,用大模型对公告、财报、招股书做结构化提取,释放人的深度思考时间;产业链跟踪环节,用AI实时抓取价格、订单、产能信号,为策略提供全局视角;风险与拥挤度监测环节,对高拥挤资产做动态预警。但他表示:“工具辅助决策,不替代决策。最后一道判断留给人。”

张华所在机构也在做类似尝试,今年公司已经深度引入AI处理研报与产业链数据,让投研精力聚焦于深度思考。在私募产品端,他们今年提供了更多差异化条款——既有申赎灵活的产品,也保留长锁定期选项。“在投资者对安全感和确定性要求更高的背景下,我们希望通过给投资者更多选择,来匹配不同资金的风险偏

好。”张华称。

那次被婉拒的路演,成为陈明远推动改变的契机。他要求团队对上半年收益做逐行业、逐月的归因拆分。“过去季报主要是讲市场、讲持仓、讲展望,但投资者看完还是不知道你到底是怎么赚的钱。”公司酝酿的“新版归因报告”会将收益详细拆解,每项附上建仓时点、研究逻辑和验证结果。在他看来,“可能还是很难说服所有人,但我觉得只需要让真正理解长期价值的资金看到——我们的收益有来源,框架可追溯,能力圈清晰。”

在渠道工作上,陈明远也做出了调整:不再追求广泛铺货,而是重点瞄准对主观策略有成熟理解的机构资金和家族办公室,用“深度沟通”替代“广撒网”。对于这种渠道铺设思路,邢奕才则给出了“反常识”的解读:“主观募资难的是,很多性质的资金可能并不真正需要主观

策略。与其花精力说服不需要你的人,不如清晰定义自己适合什么样的资金。”

此外,刘有华表示,主观私募需要清晰阐述投资逻辑与超额来源,回撤时及时坦诚沟通。“归因越透明,留下来的资金越稳定。”刘泽龙则建议,策略层面需明确能力圈和风格定位,通过风险预算提高组合韧性;产品层面应合理设置锁定期和申赎频率,降低资金期限与投资期限错配。

这些探索指向一个共同方向:主观策略的进化,不是变成量化,而是在保持核心优势的同时,让自己更透明、更可验证。这需要时间,但方向已经清晰。主观多头真正的出路,不是证明自己比量化更强,而是坦然承认每种策略各有其适用的市场环境,然后专注于打磨量化给不了的“那部分东西”。当行业从“二元对立”走向“多元配置”,最终受益的,将是每一个将资金托付出去的投资者。