



当锐度让位于稳健 量化私募的淘汰赛与融合战

市场震荡调整,量化私募的光环有所褪色。

7月科技股急速回调,量化私募产品普遍遭遇了近年来少见的大幅回撤,即便是幻方量化等行业明星机构,也有多只产品净值在7月回撤逾20%。第三方机构数据显示,上半年量化行业指增策略的超额收益已从去年同期的14.17%骤降至3.11%。另外,来自业内人士及头部券商的测算显示,当前国内量化私募行业的资产管理规模已经刷新历史新高,达到3万亿元左右。

3万亿规模的量化私募遭遇业绩拷问。究其原因,前期众多量化私募在科技赛道上“躺赚”,由此形成的策略惯性一度弱化了在纪律、速度和广度方面的优势,从而陷入对行情线性外推的盲从。

量化私募的下一程备受市场关注。3万亿不是终点,而是新阶段的起点。当超额不再唾手可得,当风格轮动加速与个股极致分化渐成常态,量化投资“高收益、低风险”的光环褪色,回归资管行业的本质命题——为投资者创造可理解、可预期、可持续的价值。

● 本报记者 王辉

超额不再唾手可得

潮水退去,方见真章。

上半年量化指增超额收益大幅收窄,叠加近期市场风格切换,量化私募行业内部的分化进一步加剧。淘汰赛的核心标尺正在变化:从看“超额有多高”,转向看“超额从哪来、能不能持续”。

分化的本质,在于盈亏同源。上海富钜首席投资官唐弢认为,上半年为应对“一九”极致行情,不少量化机构放大了科技风格暴露以获取超额,“上半年怎么赚的,7月就怎么还回去。”新方程投资研究员郭新宇的观察一针见血:当热门板块快速回撤、动量反转时,原先的收益来源转化为回撤压力。单看某一阶段是否踩中风格,并不能代表管理人的阿尔法能力。对量化管理人的评价,正从“锐度”转向“稳定性”。

上海某中型量化私募的投资总监周启元(化名)对此感受颇深。上半年因严格约束风格暴露,公司主要策略线超额收益不到5%,一度遭遇券商机构客户的大额赎回。在7月科技股的深度调整中,前述赎回的券商又主动联系了他——前后一个多月,机构客户的态度就发生了逆转,“不能靠‘踩风格’征战行业的淘汰赛”。

值得注意的是,超额的衰减并非均匀的。蝶威量化创始合伙人魏铭三判断:头尾部管理人的超额差距在快速拉大,同质化的中低频量价因子策略,正在被加速淘汰。他的差异化应对是:加大端到端、多频率策略的研究——直接从逐笔成交与订单簿数据出发,以深度学习建模替代传统人工因子流水线,在更多维的预测周期上获取拥挤度更低的阿尔法。

风控纪律正在成为行业淘汰赛的“生死线”。融智投资FOF基金经理李春瑜表示,具有穿越周期能力的管理人,普遍具备策略风控严格、行业和风格暴露低、超额收益中“纯阿尔法”占比高等特征。

格上基金研究员焦冰则给出了第三方机构当前的尽调框架:策略多元化与低相关性、风控体系的完备性与动态性、规模与策略容量的匹配度、AI与数据基础设施的深度。

破局之道:与主观互鉴

量化承压,解决之道或在主观。如果说淘汰赛考验的是风控底线,那么在许多量化私募人士看来,超额收益的下一

个来源,正在指向量化与主观的相互借鉴。

这一猜测并非凭空而来。唐弢认为,量化策略研究本身就包含大量基本面因子,很多传统量化策略也是建立在主观投资的基本逻辑和经验上的。随着AI的应用,基本面数据和产业数据的抓取变得越来越有时效性。

焦冰也观察到量化与主观的“殊途同归”。量化向主观学习基本面逻辑和产业链深度,以弥补纯统计模型在宏观叙事和产业趋势判断上的短板;主观则向量化借鉴系统化风控和工具。未来的核心问题不再是二者间谁优谁劣,而是谁能通过逻辑类因子和统计类因子的有效结合获取更多阿尔法。

融合的具体路径是什么样的?魏铭三给出了一个前瞻判断:AI正在成为打通两种范式的利器。过去,主观的逻辑难以结构化,量化的框架难以容纳非结构化信息;如今,大模型可以把研报观点、产业链事件模块化地转化为可回测的结构化信号,也能为主观投资提供系统化的风控与归因工具。融合的终局不是谁吞并谁,而是以AI为中间层的新投研范式——“逻辑可验证、数据可扩展”。

但并非所有人都对融合持乐观态度。上海一家管理规模超200亿元的头部量化私募负责人向中国证券报记者直言,量化和主观在方法论、运作模式、人才需求等方面“存在巨大鸿沟”,能摸索出高效融合模式的管理人,在未来一段时间仍是少数。

这种分歧,在周启元的团队里真实上演。他推动将产业链基本面数据系统化融入因子体系,但团队内部对此争议不断:老派量化研究员认为基本面数据回溯周期太短、统计显著性不足;公司新引进的产业研究员则认为有些逻辑很难用历史数据充分验证。“主观与量化融合,不是加几个基本面因子就完成,而是让做量化的人真正理解企业经营、发展的基本面。”

“清醒者”方能胜出

站在3万亿的节点上,行业格局的演变

方向正在成为焦点议题。头部化趋势或延续,但规模不再只是竞争优势,同样可能是潜在压力。

“规模本身并不是护城河,规模越大,对策略容量、交易冲击和超额稀释的压力也越强。”郭新宇判断,中小机构更现实的路径,是在细分市场、特色数据、特定交易能力或低相关策略上形成可验证的差异化。焦冰也认为,头部集中会加速,但聚焦细分赛道、打造特色策略的中小机构仍有突围空间。

无论哪类机构,适者生存是不变法则。魏铭三说,真正的分水岭在于,投研体系能否及时应对新的市场状态并持续进化,这种能力与规模的关联未必那么强,“未来两三年,既不会是单边的强者恒强,也很难涌现大批破局者”。

从资管行业的本质出发,所有管理人都要面对资管的“不可能三角”——规模越大,收益下降和风险上升的压力就越明显。在唐弢看来:树大招风,船小好调头,中小破局者永远有机会。他认为,无论大小,管理人的最终目标,依然是能够为客户提供最好的风险收益比。

上述头部量化私募负责人则表示,行业应从“用业绩解释策略”,转变为“用策略解释业绩”。能持续获得资金青睐的,不是超额最高的机构,而是超额可解释、容量有纪律、风险可预期的“透明派”。

对于周启元来说,这些判断正在转化为具体行动。他决定将产品定位调整为“以基本面逻辑为底仓、以量化模型做增强”,同时计划在下半年路演中,花更多时间向渠道解释策略逻辑,而非仅仅展示净值曲线。“我们的规模不可能和头部拼算力,差异化只能来自认知深度。不做最大的量化私募,而是做长期风险收益比最好的那一类管理人。”

当行业规模突破3万亿元的历史高位之后,量化私募正经历从“规模竞速”到“能力淘汰”的深度洗牌和新竞赛。活下来的机构,未必是规模最大的、某一阶段跑得最快的,但一定是其中“最清醒的”。

市场变化考验公募定增策略 “折价拿货”并非稳赚不赔

● 本报记者 王鹤静

定增策略历来是公募基金增厚收益的有效方式之一,公募机构以“折扣价”买入,往往能帮助基金组合赚取确定性相对较高的收益。

然而,近期A股行情极致切换,定增策略的有效性遭遇挑战。江波龙、路维光电、思泉新材等一批科技公司恰逢6月启动定增,多家公募机构参与获配,随后7月科技板块行情大幅回调,定增发行价高于二级市场现价,即倒挂的情况接连出现,甚至部分个股定增价格倒挂幅度超过28%,公募机构出现浮亏。

中国证券报记者了解到,定增采用竞价发行,价格优先原则在股价处于上行周期时,容易让参与方为了确保获配而报出高价,进一步推高发行价;一旦市场风向转变,缺乏安全垫的定增价格就会首当其冲受到影响。近期市场风格较为极致,定增策略的执行难度持续增大,业内机构认为,应从赛道逻辑转向基本面逻辑,重视仓位分散和交易规则。

定增倒挂案例频出

8月7日,国产存储模组龙头江波龙披露了向特定对象发行股票发行情况报告书,定增股票定价基准日为6月29日,发行价格不低于定价基准日前20个交易日公司股票交易均价的80%,即不低于45290元。根据投资者申购报价情况以及发行规定原则,确定本次发行价格为560.00元。

此次,多家公募机构如易方达基金、财通基金、诺德基金、南方基金、东方阿尔法基金、华夏基金、国泰基金均获配售,获配股数为94.73万股、44.23万股、39.54万股、35.84万股、26.79万股、20.36万股、17.86万股,限售期均为6个月。

然而回过头来看,7月江波龙的股价跌幅超过50%。8月,该股出现小幅反弹。8月12日,江波龙的最新收盘价为414.30元,对比发行价来看,定增价格倒挂幅度已超过26%。

不仅是江波龙,随着7月以来科技行情急转直下,此前市场上行阶段推出的部分科技股定增项目,频频出现不同程度的价格倒挂。

比如,PCB概念股路维光电定增的定价基准日为6月25日,发行价格为83.36元;液冷概念股思泉新材定增的定价基准日为6月26日,发行价格为143.88元。这两个定增项目,诺德基金、财通基金均获配售。7月路维光电、思泉新材分别跌超37%、45%;截至8月12日,两只个股的最新收盘价均已低于定增发行价,分别为70.91元、103.40元,倒挂幅度分别超14%、28%。

高位参与 遭遇“打折”

华南某公募定增研究员张川(化名)告诉中国证券报记者,上述定增价格倒挂的核心原因,主要是近期相关板块急跌带来的不同时间点的价格差异。

“这些股票的定价基准日锚定的是6月底至7月初的板块高景气期,彼时科技板块估值处于高位,当时股票价格都比较高,自然定增价格定得就比较高。但7月以来,科技板块出现了大幅调整,定增价格一旦确定了就不能调整,因此造成倒挂。”张川表示。

另有沪上某公募基金经理向中国证券报记者透露,前述科技企业的定增预案多在前期科技行情上行、赛道情绪高点阶段推出,现行定增的定价机制是以发行期首日前20个交易日均价为基准,最低打八折,但受到企业融资诉求、原有股东利益约束等限制,很多科技企业不会按照八折底价发行,多取九折、九五折甚至接近市价定价。

然而定增股份发行后,市场风格快速切换,科技板块进入估值消化期,赛道回调、行业景气边际走弱,股价持续下行,导致定增发行价高于二级市场现价的情况接连出现。

“定增采用竞价发行,价格优先原则在股价处于上行周期时,容易让参与方为了确保获配而报出高价,进一步推高发行价。而且,竞价定增从定增发行日到全市场可以看到公开信息的定增公告日之间,一般相隔一个月左右甚至更长时间,在此期间,市场环境、情绪可能会发生较大转变。因此,在市场热度高企时参与定增不仅要关注标的本身,更要关注投资时点。”上述基金经理提示。

从赛道逻辑转向基本面逻辑

多家公募机构坦言,近期市场风格较为极致,定增策略的执行难度持续增大。尤其近日市场高位震荡、波动加大,叠加上半年普遍收窄的折扣水平,依赖定增获取“折价收益”的策略空间已被压缩。

“参与定增更多应作为相关标的或行业的配置机会,不应单纯作为套利机会。”在上述基金经理看来,参与定增应重视仓位分散和交易规则,比如放弃单个重仓科技定增项目,对单赛道、单标的定增持仓设置上限;搭配低波动红利类定增对冲科技周期波动;预设股价相对定增价回撤阈值,若上市后持续深度倒挂、行业景气持续恶化,锁定期内不额外加仓,若仅是情绪性回调、基本面不变可适度分批摊薄成本。

具体标的选择方面,张川提示,应当从赛道逻辑转向基本面逻辑,尽可能回避那些纯概念驱动、尚未盈利的科技标的,这些公司在板块退潮时跌幅较为剧烈,“当板块换手率持续放大、卖方研报密集上调目标价、散户资金加速涌入时,往往是定增竞价追高的危险信号,这种环境下参与定增可能很难实现收益增厚,反而会带来相反效果”。

财通基金建议采取“折扣+景气+均衡”的定增复合策略:一是在折扣普遍收窄的环境下,坚持选择性报价,规避折扣低于合理阈值的项目;二是重点聚焦符合产业升级方向、具备技术壁垒或模式创新的成长型企业,特别是部分细分领域“隐形冠军”;三是鉴于市场高位震荡和行业轮动加速,建议采取多票组合、行业适度分散的策略,避免过度集中于单一项目或单一行业,以降低非系统性风险和锁定期内的波动风险。

近期市场调整后,张川表示,可以关注下列定增方向:一类是AI算力产业链中业绩兑现环节以及半导体设备与材料方向;另一类是医药,当前CXO景气度获业绩验证,板块已从超跌修复过渡至基本面驱动;此外,电力设备、交通基建、工业材料等高股息板块标的定增多用于项目扩建、产业升级,盈利稳定、分红持续性强、波动小,可对冲成长赛道定增的高波动,平滑组合整体收益。

高比例分红难敌行情低迷 REITs吸引力有待进一步提升

● 本报记者 张韵

8月12日,4只REITs产品在同一天进行场内分红除息,分红比例均超过99%。据统计,按照除息日(场内)口径,今年已有超过70只REITs开启分红,其中七成以上的单次分红规模占可分配利润比重超过99%。从二级市场表现来看,截至8月12日收盘,全市场88只已上市REITs中,约八成今年以来收跌,部分REITs跌幅甚至超过40%。即便是今年有过分红的产品,收跌的产品数量比例也超过80%。

有业内人士分析,高比例分红确实是REITs产品的一个重要特点,因此这类产品被不少投资者尤其是机构投资者视为类固收资产。不过,比起分红比例,派息率(可分配金额/市值)以及填息效应其实是更应该关注的指标。对于REITs二级市场的表现,除了受底层资产经营情况影响外,也会因流动性不足而难以吸引资金青睐。

分红比例普遍较高

8月12日,南方润泽科技数据中心REIT、南方万国数据中心REIT、招商高速公路REIT、招商基金蛇口租赁住房REIT同一天进行场内分红除息,分红占可分配利润比例分别达99.906%、99.0738%、99.5389%、99.9760%,均明显超过REITs产品要求的收益分配比例不低于合并后基金年度可供分配金额的90%。

Wind数据显示,截至8月12日,全市场88只已上市REITs中,将近九成产品已在今

年进行了分红,分红总额超过70亿元。其中,多数产品的单次分红规模占可分配利润比重超过99%,分红比例普遍处于较高水平。

进一步从派息率来看,截至8月12日,有过分红的相關REITs产品自成立以来的年化派息率普遍超过2%,部分基金的派息率更是超过10%。根据相关规定,REITs向投资者分配的基金收益,暂免征收所得税。

据了解,因其高比例分红特点,不少机构投资者将REITs产品视为类固收资产。有机构人士对此介绍,REITs内部还会再细化分类,对于产权类REITs产品,机构会习惯于将其类比为A股中的高股息资产;对于特许经营权类REITs,则更多将其视为类似于信用债的资产。

不过,也有业内人士表示,高分红未必意味着当下就能给投资者带来额外收益。和大多数分红类资产一样,在机制设计上,REITs分红后也会在价格上进行除息。因此,价格能否上涨回除息前水平的填息效应更值得关注。当时间拉长后,高分红的好处凸显。数据显示,部分REITs产品自成立以来的单位累计分红占发行价的比例已经超过40%。

二级市场跌幅明显

除了分红,因价格变动带来的资本利得也是REITs投资收益的重要组成部分。但今年以来,REITs二级市场跌幅较为明显。因价格下跌而对高分红带来的冲抵效应也颇受投资者热议。

数据显示,截至8月12日,今年已有约八成REITs收跌。收跌的产品中,半数产品跌幅超过10%,跌幅最高的更是超过45%。而收涨的产品中,仅有3只涨幅大于10%,且均为高速公路REITs产品。

即便从基金上市(含上市首日)以来的区间看,也有超过三成REITs跌破发行价,部分基金甚至已经较发行价“腰斩”。其中,产业园、仓储物流园等园区基础设施类的REITs资产跌幅较为明显。自上市以来下跌25%的几乎全部是此类产品。

面对价格的持续下跌,不乏基金管理人发布交易情况提示公告,并有原始权益人宣布进一步增持。

8月5日,中航基金公告称,8月4日中航易商仓储物流REIT在二级市场的收盘价为1.83元,相较于7月7日收盘价的跌幅为20.78%。为保护投资者利益,特向投资人提示,截至目前,基金投资的不动产项目经营稳定,基金投资运作正常,外部管理机构履职正常,无应披露而未披露的重大信息。

这一公告提到,基金二级市场交易价格上涨/下跌会导致买入成本上涨/下降,导致投资者实际的净现金流分派率降低/提高。如投资者在8月4日通过二级市场交易买入基金,假设买入价格为收盘价1.830元/份,以2026年度预计净运营收入补足后的可供分配金额计算,该投资者的净现金流分派率达8.48%。

同一日,招商基金公告称,收到原始权益人上海杨浦科技创业中心有限公司(简称“杨科创”)的通知,基于对招商科创REIT基金及不动产项目未来发展前景的信心以