

量化“信仰”：从哪里来 向何处去

一种策略较长时间没有让人失望，市场便忘了它会失手。

过去几年，量化私募恰好扮演了这样的“优等生”角色：多数时候跑赢指数，产品净值回撤后又能较快修复。2025年赚钱效应达到高峰，明星管理人的产品额度开始稀缺，越来越多个人投资者“打不过就加入”。

今年7月，“优等生”突然考砸了。不少明星量化私募产品净值单月回撤超过20%，以往抗跌的择时策略也部分失灵。私募排行网数据显示，该平台展示的1236只股票量化多头产品，上半年平均超额收益仅有3.11%，比上年同期的14.17%大幅下降。

“年初是抢着买，最近是追着问。”上海某券商财富管理部区域负责人林远（化名）说，客户的问题从“还有没有额度”，变成了“为什么超额没有”。涨时被视为科学投资体系的量化策略，跌时又容易成为情绪的出口。

从追捧到审视，量化“信仰”究竟从哪里来，又将向何处去？

● 本报记者 王雪青 王辉



视觉中国图片

“信仰”是怎么形成的

量化“信仰”的第一根支柱，是赚钱效应。

私募排行网数据显示，2025年有业绩展示的量化指增产品平均收益率在45%左右，平均超额收益达16.75%，正超额产品占比近九成。2024年，股票量化多头产品平均收益率为14.32%。2023年，股票量化多头产品平均收益率为3.37%，平均超额收益为13.74%。连续几年的亮眼曲线，让一些投资者只看规模、排名和历史净值就“果断”出手。

第二根支柱，是回撤后的修复能力。

例如，2021年春节后，白马股抱团瓦解，资金切换到新能源、半导体，赚钱效应扩散到中小盘，小市值和反转因子迎来报复性反弹；2024年初，小微盘股流动性危机引发量化超额崩塌，部分指增产品大幅回撤，但春节假期后大部分产品超额快速回归；2025年8月—9月出现结构性行情，10月起超额又逐步修复。

为何量化产品净值在急跌后经常具有向上的较高弹性？玄元量化投资部研究总监胡平说，一是量化持仓高度分散，抱团瓦解后资金分流到其他领域，量化分散持仓更容易捕捉反弹；二是多因子模型的均衡特性，尤其对于风控严格、不过度押注单一因子或风格的量化管理人而言，在极端风格结束后，其他类型因子的超额收益会同步修复。但他也提醒，“优秀的策略不应只在修复期有弹性，而应在不同行情下经得起检验。”

第三根支柱，是科学投资的方法论。

林远接触的客户陈先生，今年2月投入200万元购买一只中证500指增产品，当时的判断很简单：“量化是科学投资，回撤可控，比主观靠谱。”净值上涨后，他的要求也提高了：上涨要跟上，下行要抗跌，还要持续跑出超额。

“量化不该被贴上‘稳定高收益’的标签。”好买财富旗下新方程投资研究员郭新宇说，投资者需要区分贝塔收益与真实超额，不能把短期跑赢简单等同于长期能力。当净值持续上涨时，贝塔、风格暴露和真实阿尔法往往被揉成一条漂亮曲线，直到趋势转为下行，才有人追问此前曲线为何上涨。

规模飞轮下的风格反噬

“我跟客户聊一上午不一定能卖出多少产品，隔壁的量化路演一小时就能进账几个亿。”一位主观私募管理人说，量化私募的快速扩张令人羡慕。

据量化投资与机器学习（QIML）统计，截至2026年二季度末，百亿级量化私募已超70家，占140余家百亿级私募的半壁江山。而在2020年初，百亿级量化私募仅有4家。

其实，不少量化管理人已经在给投资者打预防针：“没想到去年超额能那么好，今年大概率延续不了”“今年底的业绩能跟上半年持平就很好了”……

但资金还是顺着敞开的门大举流进量化产品。截至2026年6月末，量化股票多头策略规模约1.83万亿元，较2024年末的7195亿元增加约1.1万亿元。一年半时间，超万亿元资金涌入同一赛道。行业中的几家“当红炸子鸡”机构，一年内资产管理规模实现了数倍增长。

据中国证券报记者了解，近年来，为了适应规模增长而调整投资策略的管理人并不罕见。原因很简单，如果“不变”，那么在同业大干快上的时候，很容易因为阶段收益过于平庸落在后面，甚至有被挤下牌桌的危险。

规模飞轮带来人才、数据和算力，也带来容量和拥挤的考验。私募FOF管理人泓贝投资称，近两年部分指增和中性产品在科创板、中小盘成长风格上暴露较多，因子层面更偏向高波动、高成长和小市值，这既是此前超额的来源，也是7月回撤的加速器。

风格收益与风格风险往往同源。“风格顺的时候，看起来都是阿尔法；只有风格反过来，才看得清哪些收益实际来自市场贝塔。”一家300亿元规模的量化管理人说。

胡平表示，7月回撤不能简单等同于模型失效：超额短期急跌，更可能来自风格暴露；若长期阴跌，则要警惕大量阿尔法因子失效。“如果超额经常急涨急跌且明显偏离同行，很可能是管理人过度押注风格。”

重新建立信任

7月，陈先生持有的产品净值单月下跌18%。他赶到营业部的第一句话是：“量化不是能控制风险吗？怎么现在跌得比大盘还凶？”

面对客户的质疑，渠道的责任在哪？林远后来复盘：“我们在售前讲超额稳定性，讲风控模型的严谨，但很少讲清三件事。超额收益可能会出现周期性衰减；风格暴露赚的超额，风格反转时就是回撤来源；量化指增在运作中更多控制的是偏离，不是跌幅。”

“量化产品最好卖的时候，恰恰是最需要泼冷水的时候。”林远说，现在销售前，必

须先向客户说明：“你买到的首先是市场贝塔，其次才是管理人的阿尔法。贝塔不好时，阿尔法不一定能救你。”预期降下来，沟通反而顺畅了。

基金管理人也需要改变。蝶媒量化创始合伙人魏铭三表示：“在当前募资放缓、投资者更关注归因与风控的环境下，量化机构要把超额来源、风格暴露与容量边界讲清楚；把客户沟通前置，在回撤发生前而非之后管理预期；在产品设计上提供更清晰的风险约束选项。信任来自长期一致的言行，而非短期业绩。”

对于持有人来说，极端行情也是一次难得的筛选机会。一位量化私募产品的持有人说：“未来会额外关注两项能力，一是市场风格切换时超额收益能否保持稳定，这反映风控体系的严谨性和因子来源的多元化程度；二是回撤后的修复速度，修复较快通常意味着策略逻辑仍然有效，而不是主要依赖阶段性运气。”

8月以来，量化私募迎来业绩反弹。私募排行网数据显示，7月量化多头业绩均值为-15.67%；8月首周涨幅均值为9.09%；约有7.68%的量化多头产品净值在8月首周已收复了7月的失地。

“部分管理人已通过引入低相关性的多元策略来弥补量化模型在极端行情下的盲区，如叠加主观研判、T+0策略、CTA策略等。”胡平说。

经历7月之后，投资者再看量化，或许不会只盯着产品净值涨了多少，还会追问收益从哪里来，策略能容纳多少资金以及下一次风格反转时能否扛得住。

当光环褪色之后，策略的成色才开始真正显现。

创新药行情点火 生物医药相关ETF领涨

● 本报记者 张凌之

8月20日，市场小幅上涨。生物医药板块集体爆发，疫苗、细胞免疫等方向表现亮眼。多只疫苗主题ETF大涨超8%，疫苗ETF招商、疫苗ETF嘉实涨停。

8月19日，多只宽基ETF尾盘显著放量，从净流入规模来看，资金买入迹象明显。沪深300ETF华泰柏瑞获净流入54.31亿元，科创50ETF华夏、创业板ETF易方达均获净流入超40亿元。

疫苗主题ETF大涨

8月20日，生物医药板块集体爆发，相关ETF也水涨船高。多只疫苗主题ETF大涨超8%，疫苗ETF招商、疫苗ETF嘉实涨停。

消息面上，行情的直接催化因素是隔夜美股市场的重大产业进展。当地时间8月19日晚，莫德纳与默沙东宣布，双方合作的mRNA个性化癌症疫苗首个III期临床试验取得初步阳性结果。据悉，这是全球首款进入上市冲刺阶段的个体化新抗原mRNA癌症疫苗，打破了“癌症疫苗只能预防”的传统认知，验证了mRNA技术在肿瘤治疗领域的商业化潜力。

跌幅榜中，8月20日商业航天板块震荡调整，多只卫星主题ETF跌幅居前。跌幅前十的ETF中还出现了两只小盘宽基品种，中证2000ETF汇添富跌超3%、中证1000增强ETF银华跌超2%。

值得一提的是，8月19日尾盘急速拉升，大涨9%的杭州湾区ETF南华大跌，截至8月20日收盘，该ETF跌9.98%。该ETF最新规模为0.31亿元。

宽基ETF显著吸金

8月19日，多只宽基ETF尾盘显著放量，多只产品在收盘前半小时出现集中成交。其中，沪深300ETF华泰柏瑞收盘前半小时成交超30亿元，中证1000ETF南方、中证500ETF南方、中证1000ETF广发等收盘前半小时均出现大量成交。

多只宽基ETF8月19日尾盘放量成交多为资金买入。8月19日，沪深300ETF华泰柏瑞获资金净流入54.31亿元，科创50ETF华夏、创业板ETF易方达均获超40亿元资金净流入，中证1000ETF南方、中证1000ETF广发等小盘宽基ETF也获较多资金净流入。

从8月20日成交额来看，截至收盘，ETF成交额合计4276.16亿元。3只ETF成交额均突破100亿元。

股票型ETF中，在生物医药行情的带动下，港股创新药ETF广发成交额突破100亿元，达134.84亿元。科创50ETF华夏、中韩半导体ETF华泰柏瑞成交额居前。

固收类ETF成交活跃。短融ETF海富通成交额达225.52亿元，多只科创债ETF成交活跃，科创债ETF易方达、科创债ETF鹏华成交额均超过69亿元。

创新药板块值得进一步关注

对于大涨的生物医药板块，港股通创新药医疗ETF富国的基金经理田希蒙表示，展望后市，不少创新药公司在业绩释放、创新研发及全球化布局方面具备领先优势。一方面，部分头部公司收入端保持强劲增长，与多家全球头部药企的合作持续推进，远期收入目标明确，且部分公司在行业内率先实现利润释放。另一方面，AI制药方向表现突出，部分公司受益于AI数据驱动的大量试验验证需求，行业正从早期概念验证迈向试验验证阶段，2027年的订单放量有望推动盈利能力持续提升。近期科技板块波动有所加大，而创新药板块表现持续亮眼。未来在管线出海与国内商业化放量的双重催化下，板块成长弹性与业绩兑现情况值得积极关注。

广发基金表示，即使忽略短期事件催化因素，国内创新药产业基本面对样值得密切关注。从已披露的半年报及业绩预告看，多家创新药企业及CXO企业半年报或业绩预告表现亮眼，营收、利润端改善迹象不断显现，整体呈现出商业化放量强劲的态势，行业或正迎来大规模扭亏为盈的拐点，或进一步验证国内创新药“商业化造血+对外授权变现”模式具备可行性。

雪球金融产品与研究部负责人姜玉婷认为，当前市场正从极致分化转向均衡，市场处于温和博弈阶段，上半年的极致分化风格正在退潮，资产定价逻辑开始向正常化回归。

8月20日涨幅居前的ETF		
代码	简称	涨幅（%）
561920	疫苗ETF招商	10.02
562860	疫苗ETF嘉实	9.97
159645	疫苗ETF富国	8.95
159657	疫苗ETF鹏华	8.73
159643	疫苗ETF国泰	8.50
159377	创业板医药ETF国泰	7.60
159508	生物医药ETF华安	7.42
159839	生物医药ETF汇添富	6.84
513290	纳指生物科技ETF汇添富	6.78
588250	科创医药ETF鹏华	6.78

8月19日资金净流入额居前的ETF		
代码	简称	资金净流入额（亿元）
510300	沪深300ETF华泰柏瑞	54.31
588000	科创50ETF华夏	44.18
159915	创业板ETF易方达	43.38
512100	中证1000ETF南方	32.77
588170	科创半导体ETF华安	24.31
560010	中证1000ETF广发	19.66
510500	中证500ETF南方	17.03
588080	科创50ETF易方达	15.42
515880	通信ETF国泰	10.47
159845	中证1000ETF华夏	9.89

数据来源/Wind 制表/张凌之

落地一周年 运行平稳向好

海南自贸港跨境资管试点业务全链闭环贯通

● 本报记者 万宇

南海潮起，开放潮涌。自《海南自由贸易港跨境资产管理试点业务实施细则》（简称《实施细则》）落地实施以来，这项面向境外投资者配置人民币资产的金融开放试验走过一周年。

中国证券报记者近日走访海南证监局等试点管理部门以及证券基金试点机构了解到，一年来，多方管理部门协同发力，试点机构有序扩容，累计发行证券基金领域试点产品7只，全链闭环运转有序，风险防范日趋完善。作为海南自贸港制度型开放的重要探索，跨境资管试点在实践中不断积累可复制经验，下一步，各试点管理部门将持续跟进试点政策优化进展，扎实做好政策优化“后半篇文章”。

满足境外客户多元配置需求

2025年8月21日，《实施细则》正式生效，这是继QFII/RQFII、跨境理财通后，我国资本市场高水平对外开放和人民币国际化的又一重要补充，境外投资者配置人民币资产再添新渠道。

跨境资管试点业务有其独特的优势。汇百川基金介绍，对比其它跨境政策，该业务具有不受地域和协议限制、灵活性更强、产品包容性更高等独特优势。在投资范围上，试点覆盖R1至R4风险等级的证券基金经营机构私募资管产品、公募基金，能够满足境外客户从稳健固收到权益增强的多元配置需求。

“传统跨境场景下，境外机构经营性闲置寸寸往往面临跨境流转环节繁杂、开立境外账户时间长、资金调度灵活性不足等问题，流动性与收益难以兼顾。”金元证券跨境资

管试点业务领导小组有关负责人表示，“在跨境资管试点政策规则体系下，试点产品可借助自由贸易账户的制度便利与快捷的资金划转汇兑优势，打通境外资金入境、投资、估值、申赎、收益分配全链条，大幅压缩跨境资金流转时效，切实提升境外机构客户资金使用效率与投资体验。”

获得试点资格的发行和销售机构积极布局相关试点产品，两家总部位于海南的公募基金汇百川基金和鹏安基金都已通过跨境资管试点销售了基金产品。汇百川基金试点产品类型覆盖私募资管计划和公募基金两大主流品类，可满足不同境外投资者的投资需求，已有两只不同类型的跨境资管试点公募基金，分别为汇百川远航混合和汇百川CFETS0-5年期气候变化高等级债券综合指数。鹏安基金今年4月通过兴业银行海口分行成功服务一家中国香港机构投资者，该笔业务意味着跨境资管试点公募基金正式落地，为后续业务复制推广积累了实践经验。金元证券与招商银行海口分行合作，精准确定境外机构客户短期流动性管理与闲置资金稳健增值的双重核心需求，成功实现试点产品募投管退全流程探索。

配套体系稳步搭建

《实施细则》生效以来，人民银行海南省分行、外汇局海南省分局、海南证监局、海南金融监管局、海南省委金融办等跨境资管试点业务管理部门加强沟通协作，在相关中央金融管理部门的指导和支持下，推动海南自贸港跨境资产管理试点业务落地。一年来，参与业务的证券基金经营机构数量稳步增加，现共有4家发行试点机构（2家公募基金、2家证券公司）、4家销售试点机构。累计发行证

券基金领域试点产品7只，产品类型覆盖公募基金、证券基金经营机构私募资管产品，投向境内股票债券市场。

“从市场反馈来看，境外客户的咨询量近期明显增多，投资者对通过该试点渠道配置中国资产的兴趣十分浓厚，境外资金关注中国资产配置价值。海南的金融机构可通过跨境资管试点业务将中国资产更高效地推荐给全球投资者。”汇百川基金介绍。

试点管理部门支持证券基金试点机构搭建跨境资管试点业务的内部配套支撑体系，目前，证券基金领域试点产品备案注册、境外投资者账户开立、资金跨境、投资运作、赎回退出及税费清缴等环节均有序落地运行，闭环管理下业务运作顺畅。在此基础上，结合自身业务特点，试点机构构建了相应的风险控制措施与内部管理安排。

一些机构利用自身资源禀赋，在跨境资管试点业务上建立了特有的优势。比如万和证券作为产品发行机构，内外联动推动跨境资管业务落地。对外，联动合作银行共同打造面向境外投资者的综合服务方案，贯通境外投资者开户、汇兑、产品投资、资金流转等全链条服务环节，为境外投资者提供一体化金融服务，切实提升业务落地效率。对内，进一步协同大股东国信证券，依托母子联动优势，力争打造“发行+销售”全链条业务模式，强化境外客户触达能力，丰富跨境业务销售渠道。

浦发银行在海口分行设立总行跨境海南业务分中心，整合集团资源赋能跨境资管试点业务。精准把握境外客群投资意向与风险偏好，储备项目资源，联动发行机构迭代适配市场的试点产品。同时发挥枢纽作用拓展境外渠道，联动境外持牌信托机构搭建合作体系，融合境外标准化产品创新业务结构。该行