

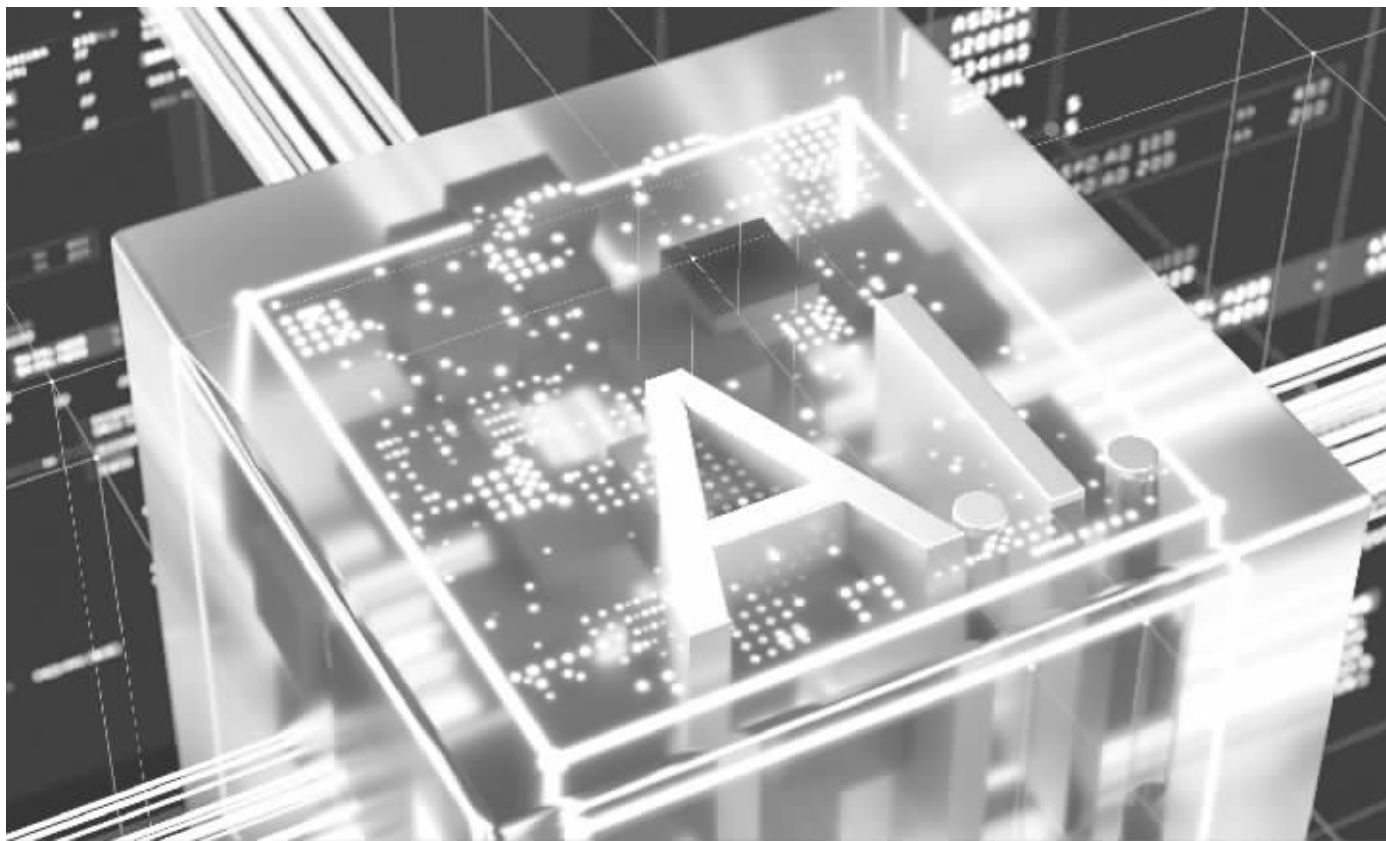
AI“变脸”资金忐忑 过度博弈暗藏隐忧

□本报记者 杨皖玉 刘伟杰

市场对AI领域的判断分歧正在加大。暴涨的芯片算力板块陷入回调，动漫游戏继续成为领涨先锋。与此同时，市场上有关“AI见顶”的声音不断出现，有人坦言“在AI里的资金很忐忑，不在AI里的资金更忐忑”，主题狂欢背后过度博弈隐忧浮出水面。

中国证券报记者采访调研了解到，不简单炒概念，关注业绩兑现和降本增效的预期，是本轮AI行情调整的主要逻辑。但对于未来AI主线的演绎逻辑，市场存在分歧，有人以“业绩兑现，降本增效”为核心，持续看好游戏、传媒等应用端的场景落地和商业兑现；有人却认为应继续选择更具硬科技属性的芯片算力龙头。

但业内人士普遍认为，AI所引发的改变刚刚开始，面对新一轮大级别行情，投资人需要紧跟行业一线，理解行业内部产业发展逻辑和资本市场演绎路径，或可把握住市场行情。



视觉中国图片

投资逻辑发生转变

近期一则“机构资金参与AI炒作将受到指导”的传闻在社交平台上流传，瞬间引发市场猜测。中国证券报记者向多方人士了解证实，此传闻系捕风捉影。

不过，在经历年初大涨后，AI部分产业行情近期发生大幅回调，而游戏、传媒在市场的簇拥下扛起市场领涨大旗。当前，无论细分行情，还是相关坊间预期，市场对AI领域的判断分歧逐渐加大。

一季度时，机构人士之间还曾流传着“死了都要AI，全仓AI”的段子，称“若AI最后赢了，你就财富自由了；若AI最后输了，你的岗位就保住了。”

但最近，无论是已上车AI的投资人，还是仍在观望的投资人，内心都颇为忐忑，主题狂欢背后过度博弈隐忧浮出水面。

一方面，Wind数据显示，截至5月5日，自4月初以来，计算机指数下跌近10%。细分行业来看，IT服务下跌13.86%，软件开发下跌10%，计算机设备下跌5.15%。

“4月，A股经历了AI主题行情诱发的过度博弈和心态失衡，市场大幅波动。”中信证券日前评论称。

广东正圆私募基金投资总监华通直言，从中长期来看，目前介入AI相关标的再有较好投资收益的可能性比较渺茫。这让不少冲高重仓AI板块的机构投资者内心摇摆不定——“撤出，避免更大的回撤？”还是“持有，或许有更大级别的行情？”

另一方面，在上述调整中，4月收官之际，今年第一只“翻倍基”在游戏赛道中诞生，华夏中证动漫游戏ETF今年以来涨幅达102.38%。“五一”节后第一天，游戏板块延续涨势，截至5月5日，市场上的“翻倍基”变为3个，均为动漫游戏相关ETF。

虽有不少机构人士提示风险，以游戏、传媒为代表的AI行情，当前已经达到高位水平，赚钱效应减弱，投资者需谨防高位被套。但面对屡创新高净值，不少还未“上车”的投资者内心同

样焦虑。

今年业绩领跑市场的某基金经理对记者表示，最近一波调整，机构重仓的股票表现相对较差，调整较多。而游资主导的板块和股票表现较强，资金间的博弈性很强。

“4月以来，市场对人工智能板块的投资逻辑发生转变。”博时基金权益投资四部投资总监助理兼基金经理肖瑞瑾表示，市场的投资重心从人工智能模型为代表的计算机、算力等通信行业，逐步转移到AI应用为代表的传媒行业，包括游戏、出版、影视剧等AI赋能的下游行业。

“不简单炒概念，比如大模型、算力，市场需要看到业绩，以及降本增效的预期。”某头部公募重仓成长股的基金经理向记者阐释了此轮AI行情分化的逻辑。

诺安益鑫基金经理陈衍鹏介绍说，从产业链条来看，AI行业可以分为三层，包括AI芯片、硬件设备的基础层，计算机视觉、语音技术的技术层，以及各类应用场景落地的应用层，比如在能源、医疗、城市管理等领域的衍伸。

“基础层来看，一季报业绩体现并不明显，算力、芯片大部分公司是负增长；游戏等AI应用端业绩趋势改善明显。”嘉实基金大科技研究总监王贵重表示。

对此，盈米基金研究院权益研究员王泽涵称，从应用的角度看，游戏可能是能够较早应用AI新技术的领域之一。市场关注AIGC应用落地情况，叠加近期游戏版号发放常态化等因素，行情进一步催化。

从资金博弈的角度，华通认为，此前参与芯片等赛道的定价资金较多，但当前这些行业还没有出现持续的定价上行周期，而参与传媒、游戏定价的资金过去较少，板块估值很低，能够较容易在某个阶段被定价。

聚焦业绩or潜伏硬核

在游戏暴涨、算力暴跌这一分化的基础上，市场各方对于AI各产业链的投资预期各执一词，分歧不少。

有人以“业绩兑现，降本增效”为核心，持

续看好游戏、传媒等应用端的场景落地和商业兑现，认为国内下游人工智能应用将进入快速增长期。

如肖瑞瑾表示，国内企业近期密集发布人工智能大模型，随着监管层明确适用的行业监管规则后，或将看到国内下游应用的快速扩张，并转化为实在的收入和利润，对下游应用行业构成显著支撑，也对前期估值大幅扩张的人工智能模型和算力行业构成基本面支撑。

“从算力、算法、应用三个层面来看，我可能倾向于后面应用的表现。”上述某头部公募重仓成长股的基金经理表示，这里降本增效很容易理解，游戏中很大的一块成本来自于美工，ChatGPT的文生图可以解决80%的游戏美工，降本是在正在发生的；而AI在游戏中是否能使玩家有更好的游戏体验，这里虽处在预期阶段，但逻辑是相通的。

有人却认为应该选择硬科技属性较强的科技龙头，市场主线终究会回到算力和大模型的公司上来。

“对于传媒我是比较谨慎的，因为传媒本质上不是硬科技，更多的是商业模式和应用，其后劲可能不足。”上述业绩领跑市场的某基金经理对记者直言，这一轮行情的龙头应该是真正有硬科技的公司，主线应该在计算机软件行业。本来半导体也会不错，但因为上一波牛市已经大涨过了，股价透支了，这一波表现就相对弱了。

“随着下游应用的逐步成熟和扩张，使用人数不断增加，算力不足的瓶颈和模型能力又将成为市场关注点，市场逻辑将会重新回到上游芯片算力和大模型环节。”肖瑞瑾表示。

当然，还有人认为，一个季度或短短一年难以说明问题，目前AI的商业逻辑并未足够清晰。

华通表示，AI因其涉及到算法的层面并不容易被直观解构并进行趋势推演，所以尽管目前AI确实有明显进步，但这些表现能实际落地为应用和获得商业的成功并没有那么清晰。

港股为何“隔岸观火”

今年以来，A股的AI行情如火如荼，港股

似乎“隔岸观火”。从上市公司来看，港股人工智能相关标的较A股更为丰富，估值也更低。

截至目前，港股中概互联网板块已将春节前的涨幅全部回吐。与A股AI概念股翻倍的市场表现相比，港股相关AI概念股表现不温不火。

多位业内人士对记者表示，港股市场难以出现A股类似的演绎，主要原因是港股市场投资者结构不同、市场机制不同所造成的。

肖瑞瑾称，首先，港股市场以境外投资者为主，相比投资中国AI企业，投资者有更好的选择，例如投资于美股市场的核心公司；其次，海外投资者相比国内个人投资者而言，更加关注基本面和业绩的兑现，在兑现前通常不会如A股充分演绎逻辑，而港股市场的多空机制更加完善，也限制了港股市场的无序炒作。

此外，作为离岸市场，海外流动性、国际局势变化等都会影响港股表现。

“在美联储连续十次加息的背景下，缺少明显基本面兑现的预期因素未能驱动相关港股标的大幅上涨。”王泽涵表示。

“市场走在产业之前，这也是A股一直以来的特点。”上述某头部公募重仓成长股的基金经理表示。不少业内人士认为，借鉴移动互联网行情发展的历史经验，以技术引领的AI板块在大涨的过程中，出现20%回撤很正常。

但如何在新一轮产业技术革命的过程中，既把握住行情又选出能够最终跑赢的龙头公司？

王泽涵认为，需要对行业发展保持紧密跟踪。在目前的位置对于后续没有业务和业绩兑现的公司持谨慎态度，更多关注有实质性利好，相关业务有望实现高成长的公司。

此外，肖瑞瑾认为，需要理解行业内部的产业发展逻辑和资本市场演绎路径。短期估值领先于基本面的阶段，市场会出现一定程度的无效定价，但短期适度的泡沫有助于行业获取充分的社会资源，以实现补偿式的快速发展，因此需要开放的投资心态对待人工智能行业早期的投资模式。