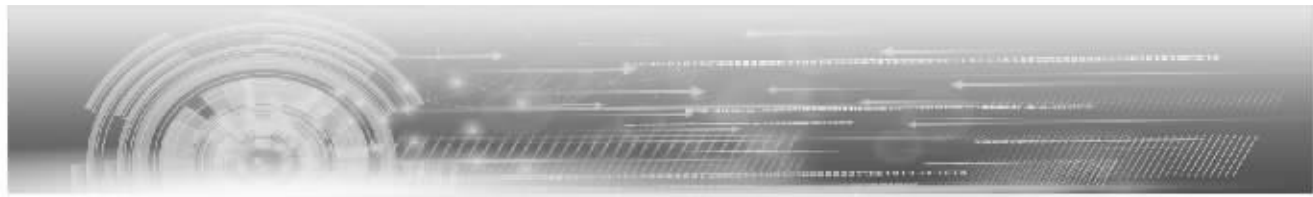


AI卷土重来 基金人士激辩四季度行情



近日,AI概念股行情卷土重来,包括算力、通信、游戏、云办公、人脸识别等多个板块竞相走高,带领市场吹响反攻号角,市场热议四季度AI能否再度上演上涨行情。

“年终考”仅剩最后一个季度,AI能成为基金决胜年终业绩的胜负手吗?基金人士表示,产业政策以及AI技术发展的双重共振使数字经济的发展趋势不可能逆转,四季度AI的结构性机会将继续演绎,超额收益有望继续扩大。

● 本报记者 刘俊杰



视觉中国图片

上下游板块密集拉升

9月26日,AI板块再度领跑市场,包括工业互联网、云办公、人脸识别、语音技术、游戏和传媒等多个上下游板块密集走高。

ETF方面,截至9月26日收盘,数十只游戏ETF、人工智能ETF、软件龙头ETF、传媒ETF和云计算ETF等产品纷纷上涨近2%,而不少ETF在早盘一度被迅速拉升约4%,成为市场争相追捧的焦点。

本轮AI概念股火热的起点可以追溯到9月22日,当日行情整体上涨的强度更胜一筹,不少个股竞相涨停,也使得多只主动权益类产品一天之内暴涨超10%。

与一二季度的AI行情不同的是,彼时的上涨是由ChatGPT等大模型爆发而逐渐向硬件端扩散形成的,但本轮似乎从一开始就是全面发力。随着AI板块带头吹响反攻号角,又让市场再度重温二季度数字经济上演的极致行情。

酷望投资总经理杨如意表示,本轮AI爆发的一大特点是上涨的赛道很宽,从上游的算法、模型、AI芯片等到下游的游戏、传媒、互联网办公等应用端,包括光通信、CPO、算力、AIGC、游戏、云办公等多个板块“齐鸣”。这说明AI的投资逻辑、上涨空间,以及在经历

调整后的投资价值已被更多资金认可。

鹏华基金表示,由于产业政策以及AI技术的双重共振使得数字经济的发展趋势不可逆转,四季度以人工智能为代表的数字经济的结构性机会将会继续演绎,将重点布局包括游戏、运营商、数据要素、AI+和工业软件等领域。

主题基金三季度遭重挫

AI板块在一二季度凭借火爆行情成为市场的“摇钱树”,也让不少布局该行业的主题基金赚得盆满钵满,但多条细分板块自二季度末以来不断下行,使得许多基金在上半年斩获的亮眼战绩在三季度遭遇重挫。

Wind数据显示,今年上半年有37只主动型AI行业主题基金(A/C份额未合并)的净值上涨累计超40%,但有些基金在三季度出现大幅回撤。截至9月25日,自7月1日以来,这37只产品净值跌幅最多的达到近34%,大多数下跌约20%,仅有一只基金因在二季度大面积调仓白酒股而幸免。

具体来看,周建胜管理的诺德新生活上半年以斩获75%的净值涨幅“霸榜”,但该基金的A、C份额均在三季度以来下行32.5%。该基金在一季度主要布局了ChatGPT概念股、半导体及云

办公等个股,而在二季度更聚焦在算力、光通信等环节。

刘元海管理的东吴移动互联在上半年以约71.5%的涨幅位居第二,该基金在三季度以来下跌约15%。

上述两只基金的操作风格也让两者的成绩出现明显差异,截至9月25日,今年以来诺德新生活、东吴移动互联分别累计上涨约18%和45%,后者目前仍暂居年内主动权益类基金的第二名,而前者已无缘“前40强”。此外,知名基金经理蔡嵩松管理的诺安积极回报在上半年上涨超42%,但7月以来已累计下跌23%。截至9月25日,该基金今年以来累计上涨约9%,而这只重仓了半导体个股的产品在一季度末曾以约50%的涨幅跻身业绩榜首。

AI行情有望领跑四季度

随着四季度的脚步渐行渐近,AI在四季度还能上演类似一二季度的行情吗?

在杨如意看来,目前市场上最活跃的资金争相涌入AI板块,如果行情持续,将逐渐形成赚钱效应,作为主线的AI极有可能调动全市场的做多情绪,引发更大级别的行情。倘若四季度大盘情绪能回暖,AI将会迎来更大上

涨空间,且极有可能成为带动大盘上涨的主线。因此,投资者当前需密切关注市场情绪的变化,切忌盲目追高。

“从近期行情来看,AI板块确实在全面上涨,并且行情似乎并非‘短日游’。今年以来,AI行情走到现在,遇到的阻力包括质疑、否定和泡沫等,其中最大阻力其实是市场的情绪低迷,导致AI的增量资金有限。不过随着行情演绎,AI的价值最终会被市场认可。”某头部私募基金人士表示。

排排网财富研究部副总监刘有华表示,AI在四季度能否上演极致行情不太确定,但AI目前具备了一定的上涨基础。一方面,该板块已历经较长时间和较大幅度调整,估值具备一定的吸引力;另一方面,AI在应用落地不断取得超预期进展,未来拥有巨大发展空间。建议围绕需求较为确定且成长空间较大的子行业进行布局。

止于至善投资总经理何理认为,整体来讲,AI属于一种历史性的投资机会,处于全球关注度最高的赛道,需要持续关注国内外AI发展进程与应用端的商业落地。但随着AI的发展,未来依然会进入去伪存真的阶段,目前最大的阻力仍是没有商业模式较好的应用落地,不过AI属于颠覆性创新的赛道,具有随时爆发的可能性。

北交所公司迎密集调研 公募身影频现

● 本报记者 魏昭宇

9月以来,机构对北交所上市公司的关注度不减。值得注意的是,除了券商、私募等,公募机构也正在成为北交所公司调研浪潮中的重要力量。

公募基金人士认为,9月以来,随着《关于高质量建设北京证券交易所的意见》等利好政策的出台,北交所市场流动性、交易机制、融资制度等方面持续优化,上市公司的整体质量或将再上一个台阶,这将吸引越来越多公募机构入局,带来更多增量资金。

公募机构调研忙

Wind数据显示,9月以来,共有超过70家北交所上市公司接待机构调研活动。其中,苏轴股份、同力股份、邦德股

份等公司在9月份被调研的次数达到三次及以上。在这些上市公司的调研纪要中,频现公募机构身影。

例如,9月以来,参与同力股份调研的机构家数较多,达到48家,其中有17家为公募机构。具体来看,嘉实基金、富国基金、华夏基金、兴证全球基金、广发基金、德邦基金、景顺长城基金等多家基金公司参与对同力股份的调研。

调研纪要显示,机构的调研问题多围绕同力股份的宽体车产品的研发重点和研发方向、海外渠道拓展,以及整体行业竞争格局等方面展开。

9月以来,参与凯德石英的调研机构家数达到33家,其中有8家为公募机构。具体来看,嘉实基金、华夏基金、汇添富基金、兴证全球基金等知名基金公司参与对公司的调研活动。

调研纪要显示,机构的调研问题多

围绕公司石英制品在光伏和半导体两块业务线的订单量等业务情况展开。凯德石英表示,未来公司在产能不受限制的情况下,光伏和半导体的订单量都会有所增长,其中半导体的增长幅度会更大,半导体业务中8-12英寸高端半导体产品的占比有望逐渐提高。

此外,曙光数创、通易航天、硅烷科技、富恒新材等公司均在9月份接受不少于5家公募机构的调研。这些公司中,有不少在上半年取得亮眼的业绩。比如,曙光数创上半年净利润同比增长57%。9月19日,曙光数创接待了包括银华基金、汇安基金、上银基金等30家机构的现场调研。

市场流动性有望持续提升

今年以来,北交所制度不断完善,一系列新举措接连实施。

9月1日,证监会发布《关于高质量建设北京证券交易所的意见》。嘉实基金表示,该文件所涵盖的内容举措,聚焦当下市场关注的重点和难点问题,坚持综合施策,着眼于促进“两平衡”,夯实市场可持续发展基础。在本次深改举措落地后,北交所市场有望进一步实现更可持续、更高质量发展的良性生态。

华夏基金基金经理顾鑫峰分析称,从投资端的角度看,此次改革是扩大投资者队伍和优化交易机制实现两手抓。“一方面,着力提高存量投资者参与度,便利潜在增量投资者参与市场,引导公募基金扩大北交所市场投资,允许私募基金通过二级市场参与北交所投资;另一方面,扩大做市商队伍,丰富库存股来源,推出转融通和做市债券制度,扩大融资融券标的范围。随着这些措施落地,市场流动性有望持续提升。”

债市调整与止盈诉求叠加

债基持续面临赎回压力

● 本报记者 王鹤静

近期,在债市整体遭遇回调的背景下,债券型基金大额赎回的现象还在持续上演。截至9月26日,近半个月以来遭遇大额赎回的债基数量多达十余只,并且在这些债基中,机构投资者持有份额占比较高的特征明显。

业内人士认为,一方面,债基遭遇大额赎回可能与8月末以来债市震荡调整,债基收益率持续走低有关;另一方面,银行理财的止盈诉求导致的基金赎回或是其中的重要推动因素。

债基遭遇大额赎回

9月26日,中银基金发布公告称,中银弘享债券的B类份额发生大额赎回,为确保基金份额持有人利益不因份额净值的小数点保留精度受到重大影响,中银基金决定自9月25日起提高该基金B类份额净值精度至小数点后六位,小数点后第七位四舍五入。

中银弘享债券的B类份额为今年8月22日刚刚增设成立的基金份额。截至二季度末,中银弘享债券的规模为19.16亿元,其中机构投资者持有份额占总份额的比重高达99.89%。

近半个月以来,在因遭遇大额赎回而宣布提高基金份额净值精度的十余只债基中,此类情况频频上演。

例如,银华华茂定期开放债券的D类份额于今年9月5日刚刚增设成立,9月19日该基金D类份额就遭遇大额赎回;中银中债1-3年期国开行债券指数于8月22日起增设B类份额,9月13日该基金B类份额也发生大额赎回;大成景信债券、中银证券安澈债券同为今年8月刚刚成立的新产品,在成立后一个月左右的时间,纷纷遭遇大额赎回。

此外,在近期遭遇大额赎回的债基产品中,机构投资者占比较高的特征较为突出。截至二季度末,中银弘享债券、东兴兴源债券、财通资管双安债券、红塔红土瑞鑫纯债债券等债基的机构投资者持有份额占总份额的比重均高达90%以上。

止盈诉求加大

结合近期债市表现来看,盈米基金蜂巢研究员谭瑶在接受中国证券报记者采访时认为,8月末以来,宽信用政策预期、汇率贬值压力等负面因素扰动增加,导致债市调整加剧,公募基金遭遇一定赎回压力。

“今年以来,在资金面宽松的背景下,债市行情确定,多数债基表现优异。进入9月后,在宽信用政策预期、债券供给放量等因素扰动下,部分机构止盈动力增强,

并对市场利空较为敏感,因此部分止盈盘提前锁定收益,放大债基赎回对市场的波动。”某第三方机构固收分析师张伟(化名)向记者表示。

随着中秋和国庆节临近,张伟表示,由于节前资金面偏紧,机构持券过节存在风险,考虑到假期的新增信息可能对市场存在扰动,通常机构可能会在节前降低杠杆,赎回部分债基。

另外,从投资者结构角度分析,晨星(中国)基金研究中心高级分析师吴粤宁介绍,在债基主要的投资者中,银行理财更注重短期收益和流动性,以满足客户随时可赎回的需求。理财产品往往在季末前会出现一定的赎回,在跨季后再度回流,这种行为也会传导至债基的负债端,一些以银行理财为主要持有人的债基规模波动性较大,并呈现一定的季节性特征。

四季度关注机构行为

近期,债基扎堆赎回也引发市场对2022年11月“负反馈”赎回潮重演的担忧。在谭瑶看来,本轮“宽信用”政策力度对市场风险偏好的提振或不及去年末,从国债收益率调整的速度和幅度来看,均不及2022年11月的赎回潮,市场对政策刺激的反馈出现一定滞后性。

上海某公募机构固定收益投资部相关人士表示,预计今年四季度债市出现负反馈的可能性很小。一方面,央行方面或将有所防范;另一方面,理财端也在加大较长持有期产品的发行力度,压缩较短持有期产品的空间,而流动性压力一旦减小,负反馈形成的可能性就会下降。

“不同于2022年11月的理财赎回潮,目前理财产品的资产负债结构已有所优化,理财产品净值的回撤整体可控,产品破净率处于低位。同时,机构推出摊余成本法和混合估值法理财产品,整体抗风险能力提升。”张伟说。

从资金面来看,张伟分析,虽然跨季资金面仍然偏紧,但9月央行超预期降准和大幅逆回购操作,跨季后资金面宽松预期边际改善,预计机构将平稳跨季,资金压力在跨季后得到缓解。

四季度即将到来,谭瑶提示,四季度是各类政策信号的密集释放期,市场对次年政策的关注度和预期也会上升,四季度机构行为会受年末止盈压力和跨年配置需求的交织影响,基金久期下降,分位数持续上升。

“目前,基本面阶段性触底已经是市场共识,但对于弹性和持续性仍有分歧。机构行为可能是四季度更大的风险源,理财赎回风险还未完全解除,机构配置压力没有上半年强,止盈心态或较明显,需警惕相关风险。”谭瑶表示。

【广发证券“投研+”投资者教育专栏(四)】

■ 截至目前,A股投资者数量已超过1.8亿人。一直以来,广发证券主动担起金融机构的主体责任,发挥渠道和投研的业务优势,打造丰富的投教载体,引领投资者教育工作走在行业前列。随着全面注册制的实施,我国资本市场进入新发展阶段,广发证券特在《中国证券报》开设10期的投研+投教专栏,普及专业的投研框架,以理论+热点的方式,和广大投资者分享投研的逻辑及观点,让投资者掌握投资分析方法,更加前瞻、理性、公平地参与市场,聚力推动我国资本市场实现高质量发展。

新环境下的转债求胜之道

● 刘郁 广发证券固定收益首席分析师;田乐蒙 广发证券固定收益资深分析师

近年来,可转债成为了国内债券市场的“新贵”,从几年前默默无闻的小众衍生品,一跃成为了各类固收+产品的标配。然而同时,可转债又恰恰是债市常见投资品种之中构成最为复杂的类别之一,其股债二重性、期权特性和复杂的条款设置,都使得转债的有效定价面临着较大挑战。

转债定价研究的最大难点,源自于国内市场的特殊性。作为典型的或有权益类衍生品,学术界主流的转债定价技术大多基于B-S理论开发。该体系假定衍生品价格由与标的资产的对冲交易形成,对市场的多空机制、正股运行规律性等方面有严格的假定。而国内转债市场则更多由以资本利得收益为目标的纯多策略交易为主导,这使得B-S法、二叉树法、蒙特卡洛最小二乘法等海外通用方法在国内市场出现严重“水土不服”,投资者也不得不摸索适应国内市场的框架。

在2017年以来的市场迅速发展中,我们经历了以债底保护为根基的“广撒网”低价配置策略时期,以高弹性正股为基础、淡化估值研究

的进攻性策略时期,以及目前更注重各类策略平衡运用的“精耕细作”时期。随着主流策略的不断迭代,转债投资者也逐渐总结出了更适应国内市场的研究思路。这里,我们重点提示当前转债市场的3个关键特征:

其一,随着市场收益挖掘的不断深入,正股基本面研究的重要性不断提升。在过去以低价配置策略为主导的时代,投资者可以在一定程度上忽略正股的短期波动,搜寻触发债底保护的个券进行大面积配置,博取中长期内的趋势性反弹。但在当前配置策略收益已被充分挖掘的时代,正股波动对转债价格的驱动性愈发灵敏,即便是处在传统意义下“偏债”或“平衡”型区间的个券,也常在正股驱动下迅速出现价格反应。因此,在当前的转债市场中,充分识别正股价值的重要性日益提升,尤其是部分权益市场覆盖度较低的发行公司,由于市场基础认知有限,因而更容易挖掘出有效信息差,博取市场错误定价的配置机会。

其二,转债影响同样重要。在我们日常对机构投资者的研究框架培训中,最常被问到的问题,就是为何转债相较于对应的正股存在溢价,而投资者却还是选择买入转债,而不是直接持有正股呢?答案就是对于正股仓位较为充裕的投资者而言,的确青睐于股票市场投资,持仓也早已向正股转移;而转债投资者则更多是需要利用债券仓位博取收益的参与者。因此,相当一部分转债投资需求的直接替代品并非正股,而是纯债。这也使得转债价格的驱动因素变得更加复杂,除了最直观的正股驱动外,纯债收益中枢、债市流动性等更宏观层面的环境变化同样会在很大程度上影响转债行情。总结来看,虽然在目前正股依然是转债价格的核心驱动因素,但也不可忽略纯债替代效应的影响。充分认知转债在债市的定位,及时跟踪利率中枢和流动性环境的变化,能帮助投资者更有效地进行策略方向规划。

其三,适应不断变化的估值环境。在前文中我们提到,转债市场曾一度以低价配置策略为主导,其对应的历史环境,则是在长时间的温和溢价水平下,大量个券价格靠近纯债价值,这有利于债底保护效应发挥作用。而随着几年来纯

债收益中枢的不断下移,纯债收益挖掘难度加大,而市场预期回报率又并未等额下行,债市收益需求被动向转债品种倾斜,估值水平随之升高,对应的则是存量券价格中枢迅速脱离债底。因此,传统的低价策略等简单策略模式会越来越难挖掘到有效收益,市场投资策略也需要顺应市场估值环境变化做出相应调整。例如,同样的低价配置思路,当前的市场环境需要综合衡量绝对价格因素外的转债溢价、正股估值等维度影响,并及时跟踪市场估值环境可能的变化,相应调整仓位。再例如,高溢价环境下转债的股性会在更低的平价水平下发挥作用,布局正股弹性可以更加偏向左侧。

综上,可转债作为一个不断发展的新兴市场,为债市提供了更加广阔的收益挖掘空间。但同时,转债市场环境也在不断变化,传统思路的执念可能会在新的环境下成为掣肘,而当前的新策略,也可能在市场环境变化后成为下一阶段的“传统思维”,唯有认清产品的核心特性,并紧跟市场变化,对研究框架进行调整,方能在转债市场获取长期稳定收益,为固收+添砖加瓦。