

摩根士丹利基金雷志勇:

## 将确定性放首位 数字经济未来可期

□本报记者 张韵



## 把握节奏或是夺冠关键

中国证券报:2024年,大摩数字经济混合超越一众重仓AI的基金,夺得公募冠军。从业绩归因来看,该产品突出重围的原因是什么?主要得益于哪些操作?

雷志勇:回顾大摩数字经济混合的操作,最早可以追溯到基金成立(2023年3月2日成立)初期。当时,恰逢ChatGPT发布热潮席卷全球,TMT板块整体出现显著涨幅,基金净值也相应上涨。

2023年5月到6月,市场有所回调。期间,我们经过深度研究后判断, AI开始给上市公司带来订单上行,以光模块为首的板块逐渐感受到海外需求的强劲拉动。因此,在2023年三季度回调中,基金聚焦有业绩兑现的算力方向,如光模块、PCB(印制电路板)等,并加大了在此方向的仓位。不久,2023年年底算力板块止跌转涨。

2024年一季度,随着OpenAI推出新的多模态应用,人工智能成为一条增长主线,大摩数字经济混合也是从那时开始,表现出较大的弹性,主要原因是基金此前仓位已集中于AI产业链中业绩确定性高的板块,如光模块、PCB等。

2024年3月份之后,基于市场前期涨幅,结合对业绩基本面的判断,基金逐步减持了部分中小市值的算力公司,加大了对业绩确定性更高的大市值标的配置,从而在3月至4月的小微盘调整中跑赢同类产品。

2024年5月开始,我们发现,随着人工智能大模型在云端日益成熟之后,越来越多的产业巨头,如苹果、Meta等,正在尝试做端侧的应用,包括手机端、眼镜端等。以消费电子为代表的端侧公司呈现出积极态势,业绩有望上行。基于此,基金加大了端侧相关标的布局,继续跑赢同类产品。

2024年下半年,924行情之后,市场风险偏好显著提升,中小市值公司大幅反弹,在此期间,大摩数字经济混合虽短期反弹幅度不及聚焦中小盘的产品,但基于基本面的判断,仍坚守策略。到了年底,市场重新聚焦基本面,产品得以再次跑赢。

此外,股东方的全球研究资源也为我们打开了差异化的视野。团队之间的日常交流和报告共享,有助于我们获得更为全面的信息。

中国证券报:从季报披露信息来看,许多基金产品在2024年一季度AI板块行情启动后才进场,而大摩数字经济混合对相关板块的布局似乎较早。2023年三季度末,该基金就已大比例配置光模块标的。当时是看到什么信号了吗?

雷志勇:其实,早在2023年年中的时候,我们通过多方调研后就发现,光模块的厂家反映“加单”信号非常明确,台积电封装反映的情况也是供不应求。在随后对产业链的持续跟踪关注过程中,我们进一步发现,这一向好趋势不仅没有延缓,反而加速了, AI产业链的订单旺盛,业绩高增长的确定性较高。这是促使我们在2023年三季度大手笔配置光模块的重要动力。

中国证券报:按照你的说法,光模块景气度正发生积极变化。但是,为什么2024年924行情以来,在大盘整体上涨的过程中,光模块却持续回调,这是什么原因造成的?如何看待光模块后续行情?

雷志勇:近期光模块跑输,更多可能是因为2024年三季度末,市场的持仓过于拥挤。事实上,光模块内部表现亦有分化。海外英伟达产业链表现较差,国内的字节跳动产业链等表现较好,这其中还是筹码结构的问题。另一方面,近期英伟达的新款产品不断因一些工程问题导致出库推迟,也在一定程度上扰动板块表现。

但整体而言,我们认为,当新品问题陆续解决,并重新开始放量后,以当前较低的估值水平来看,光模块行情或仍有上行空间,行业整体的景气度仍然乐观。当然,行业内部可能会出现分化。一部分公司受益于其在大客户中的份额提升,较早出现业绩提升;也有一部分公司因持续布局多样产品线,业绩提升会相对延迟。结构上重点关注市场份额超预期,或有新品发布、新的大客户资源等标的。

雷志勇,曾任中国移动总部项目经理、中国移动(广东)中级网络运行支撑主管、东莞证券研究所通讯行业研究员、南方基金产品经理。2014年10月加入摩根士丹利基金,历任研究管理部研究员、基金经理助理,现任权益投资部副总监、基金经理。2023年3月起担任大摩数字经济混合的基金经理。

伴随着2024年的结束,公募基金年度业绩排行榜单出炉,备受关注的冠军宝座最终归属于摩根士丹利基金雷志勇管理的大摩数字经济混合。该基金凭借近70%的年度涨幅,领先同类基金,较第二名的业绩拉开10余个百分点。

2024年,在一众被动产品热度飙升的情况下,大摩数字经济混合何以突出重围?2024年,重仓数字经济、AI(人工智能)主题的基金并不在少数,大摩数字经济混合夺冠背后有何奥妙?

带着这些疑问,中国证券报记者对大摩数字经济混合的基金经理雷志勇进行了专访。作为一名拥有通信产业工作背景的基金经理,“投资确定性”与“紧跟产业趋势变化”是其格外看重的投资逻辑。他强调,自己并非简单追逐赛道,而是通过对产业进行紧密跟踪,判断人工智能推动全球产业变革背后的确定性投资机会。展望后市, AI产业链中景气趋势向上的领域依旧是其重点关注的投资方向。

## 追求投资中的确定性

中国证券报:在投资上,最看重哪些要素?可以分享一下投资框架吗?

雷志勇:我会比较重

视投资的确定性和稳健性。整体投资框架是基于中观行业景气度的比较,先选景气度向上的赛道,再自下而上选股,精耕泛科技领域。

首先,我会重点关注

产业大方向,而非择时。选择国家未来大力发展的产业,相关公司股票价格大概率会震荡上行,在这一方向将长期保持较高仓位运作;其次,在中观层面,依靠公司一体化投研团队的助力,我倾向于对各个行业进行比较,沿着景气度最好的方向去挖掘个股。通过大量产业调研、访谈专家等方式选择景气度向上的赛道;再次,在选股方面,针对景气度向上赛道里的行业龙头,以及小而美的公司进行深入调研,优先选择公司业绩即将迎来拐点且估值合理的股票。

中国证券报:刚刚提到,在选股时,行业龙头和小而美公司都会是你调研时的重点方向。那么,对于这两类公司,你会如何进行基金仓位的分配呢?

雷志勇:买卖决策关键在于卖的逻辑。卖的逻辑一般有两种,一种是在股价达到目标价位后,逐

雷志勇:在基金仓位比例上,我一般会按照“531”的配比框架进行分配。

50%左右的仓位配置于龙头白马和中长期逻辑较好的公司,去追求投资中的确定性。例如,具备较强逻辑的产业赛道上的龙头企业,或者企业本身是龙头白马。

约30%仓位配置于小而美的公司。“小”主要是指在市场份额占比上,这类公司相对龙头白马公司的所占市场份额较小。“美”包括两个层面的含义,一是业绩即将迎来拐点,二是股价和估值处于相对较低阶段的公司,这类公司可能因为一些瑕疵导致过去股价下滑。

此外,10%左右的仓位配置于科技股中的主题联动和强周期股,力争提振组合短期业绩。这也能够让基金经理对市场保持敏感性,紧跟市场变化。

中国证券报:在完成一系列的筛选后,落实到交易上,你的买卖决策将如何开展?

雷志勇:买卖决策关键在于卖的逻辑。卖的逻辑一般有两种,一种是在股价达到目标价位后,逐

步减仓;另一种是在没有出现系统性风险的市场中,个股却单方面下跌,此时需要花费更多的时间去调研下跌原因,然后才能针对不同情况采取不同的应对措施。如果个股基本面未出现利空变化,将继续持有甚至加仓,否则果断卖出。如果事后才发现是基本面问题,那就要寻找纰漏,完善研究体系。

中国证券报:有业内人士认为,科技赛道投资容易出现较大回撤。你是如何控制回撤的?

雷志勇:从事科技成长方向的投资,主动控制回撤可能不是首选策略。我的办法是将更多精力放在判断股票的基本面和行业的景气度上。只有选出来的产业趋势和个股基本面经得起考验,在回撤之后,股价才会重新上涨,甚至创新高。要更加关注公司质地,避免回撤后股价反弹不上去,可能才是更优选择。

此外,不断拓展能力圈,使持仓行业更加分散,降低个股集中度,也能在一定程度上起到降低组合波动、严控组合风险的作用。

## 积极布局景气度上升领域

中国证券报:2024年,重仓AI的基金业绩普遍表现较好。但也有观点认为,回顾过往,当某一赛道基金业绩较好时,往往也可能预示着高位的到来,例如前几年的新能源赛道基金。如何看待这一观点?

雷志勇:相似的是,市场对高成长始终都是认可的。新能源板块在上涨的过程中,业绩充分释放,这一轮的光模块上涨同样伴随着大幅的业绩增长,这是相同点。

不同点就是产业模式和产业趋势。当时新能源里有些细分方向,产能过剩导致价格和利润下滑,使得股价增长结束。但是,现在人工智能算力方向供给不足。而且,当时国内的新能源产业更多是配套生产,而现在人工智能是从0

到1的阶段。目前的人工智能跟当时的新能源所处的产业周期位置和时点有所不同。

中国证券报:目前大摩数字经济混合在重点关注哪些领域?展望2025年,更看好哪些投资方向?

雷志勇:目前重点关注云端的服务器、光模块、PCB、智能终端的苹果链、眼镜以及配套数据中心,散热和液冷等方向。2025年将继续围绕人工智能产业链,积极布局景气趋势向上的领域。

云端大模型成熟后,未来的弹性或表现在应用侧。一些积极配合海外巨头参与AI创新的消费电子标的值得重点关注。2025年,行业或将进入到密集创新的大周期,将持续观测各类AI智能终端,如手

机、眼镜、耳机等。

另一方面,算力、光模块、PCB等仍有上行空间。随着算力规模的扩张,大模型继续演进,这个规律目前尚未被证伪。虽然市场在争议2026年算力的需求是否会下滑,但我们认为,增长的确定性依然很高,只是增速可能会下降,2025年到2026年市场的算力需求依然强劲,景气度或有结构性调整。

此外,展望2025年,算力、信创、海上风电、国防军工等方向景气度也较好。尽管算力的增速斜率可能不及此前,但其确定性较高。在算力内部,电源、散热、液冷、封装测试等相关环节或有更好的表现。未来,人工智能的创新速度或温和上升,将择时把握内部结构性机会。