

熟悉的剧本 不同的烈度

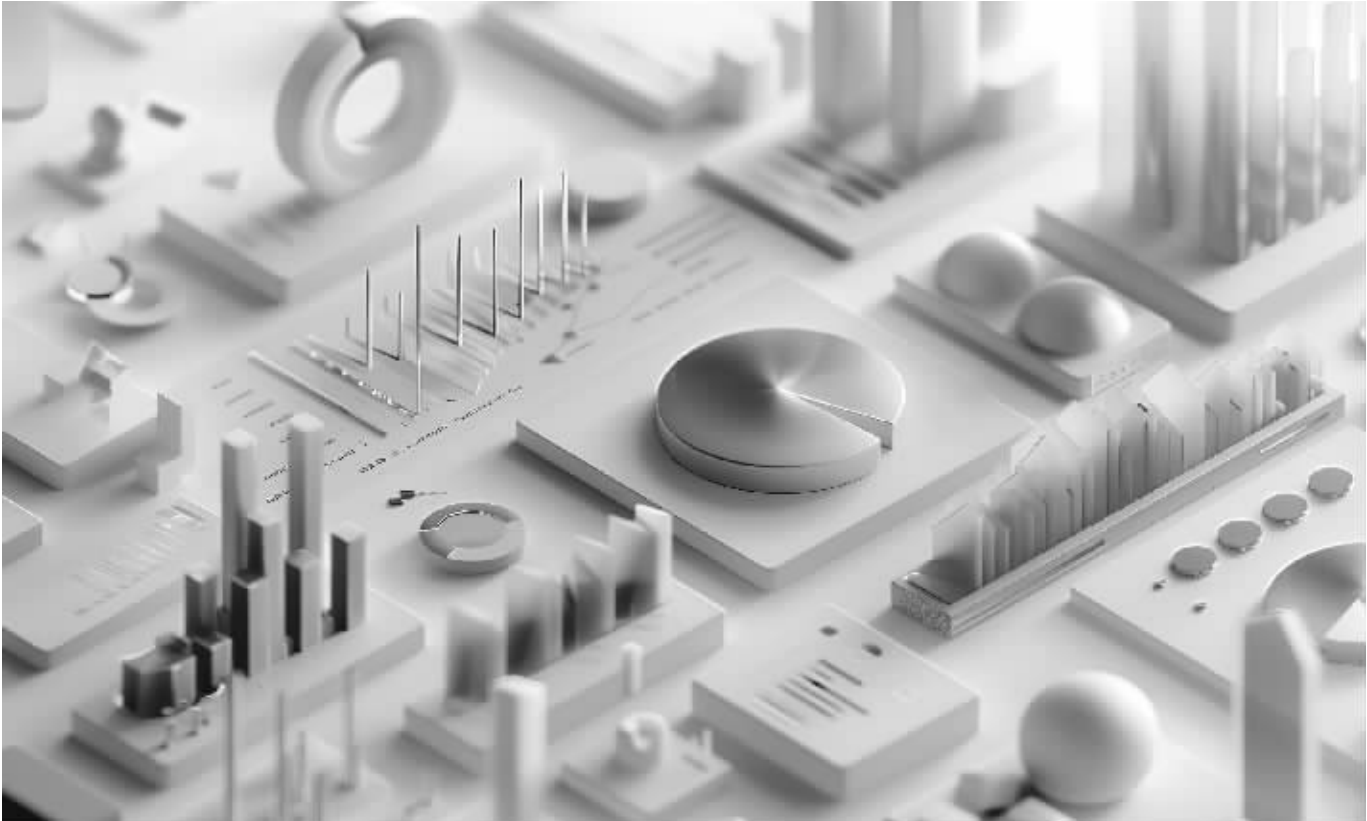
主动权益基金工具化打法卷土重来

1月12日,在A股AI应用板块大涨的带动下,德邦稳盈增长等聚焦AI应用板块的“网红概念基”热度飙升,在互联网基金销售平台迎来大量申购。当日该基金净值明显偏离重仓股表现,引发热议。1月13日,考虑到申购资金流入可能对基金的投资收益产生稀释效应,德邦基金连发两条限购公告,将德邦稳盈增长A类份额、C类份额的申购限额从1000万元、100万元降至10万元、1万元。

近两年,A股科技行情走强以及工具化投资兴起,部分公募机构开始着力探索主动权益基金工具化的打法,并且在新兴赛道较为盛行,这样的“剧本”已多次出现。业内人士提示,短期大量资金涌入不仅会加大基金组合的管理难度、稀释原有基金持有人的收益,而且新兴赛道不确定性较高、存在较大风险,一旦下跌,很容易造成资金出逃和踩踏,给投资者带来较大的损失。

● 本报记者 王鹤静

基金净值遭遇稀释
1月12日,A股AI应用板块迎来大涨行情,除了传媒、影视、软件等相关主题ETF纷纷涨停之外,不少投资者将目光投向了场外更具锐度的“工具型”主动权益产品。这些产品凭借对AI应用板块更加集中的持仓,能够实现超越指数产品的更大涨幅。
具体来看,1月12日单日回报率超过10%的主动权益基金多达14只,回报率在8%以上的主动权益基金共计37只。
其中,以德邦稳盈增长为代表的AI应用“概念基”在社交平台被众多投资者寄予厚望。中国证券报记者从业内获悉,1月12日,包括该基金在内的多只聚焦AI应用的主动权益产品在互联网基金销售平台迎来显著的资金申购。
德邦稳盈增长最新披露的持仓为2025年三季度末的情况。1月12日,在该基金2025年三季度末前十大重仓股集体大涨10%—20%的情况下,该基金A类份额当日回报率仅有8%左右,这在社交平台引起了众多投资者的热议。
1月12日晚间,德邦稳盈增长的基金经理陆阳发文表示,一般情况下,当市场火热的时候,大资金涌入可能会影响接下



视觉中国图片

来的基金净值表现。这是规则层面所导致的,体验感方面可能会有些影响。无独有偶,同样聚焦AI应用投资的泰信优势领航、国寿安保策略精选等主动权益产品的基金净值也出现了类似的情况。

限购进一步升级
1月13日,为限制资金进一步涌入,德邦基金针对德邦稳盈增长连发两条限购公告,自1月14日起,将该基金A类份额、C类份额的申购限额从1000万元、100万元进一步降至10万元、1万元。
德邦基金表示,考虑到基金申购的资金流入可能对基金的收益率产生稀释效应,基于持有人利益优先的核心原则,为切实保护基金份额持有人的合法权益、维护基金资产的稳健运作,公司审慎研究后决定,进一步下调德邦稳盈增长A类份额、C类份额的申购限额。
德邦基金进一步称,公司未对外披露旗下基金的盘中规模数据。公募基金产品当日规模数据要等日终清算后方可确认,并且相关数据属于非公开信息,公募基金产品的规模信息以基金定期报告及官方指定渠道发布的内容为准。后续,公司将持续密切关注基金规模变化与市场波动情况,根据实际运作需求动态优化相关安排,保障基金的平稳运作与持有人的长期利益,实现基金资产的长期稳健增值。
此外,永赢基金同日也将近期涨幅较大、市场热度较高的两只主动权益基金主

动“降温”限购。根据公告,自1月14日起,永赢高端装备智选、永赢信息产业智选均暂停个人投资者100万元以上的大额申购业务(A类份额及C类份额合并计算)。

工具化打法兴起
近两年,A股科技主线行情走强以及工具化投资兴起,让部分公募机构开始着力探索主动权益基金工具化的打法,一些主动权益基金甚至替代指数产品,成为某些新兴领域的工具代表。
这些“工具型”主动权益基金具备清晰的标签、超高的弹性,迎合了部分互联网投资者“追求刺激”的投资偏好,在社交平台具有很高的热度。部分基金管理人也在迎合诉求,投放营销素材,甚至还有实盘大V注资式“带货”,吸引大批投资者涌入。这样一来,短期基金规模激增不仅会摊薄原有持有人的收益,也会显著增加基金组合的管理难度。
这样的“剧本”近几年已多次上演,尤其在新兴赛道尤为盛行。
某业内人士对中国证券报记者表示,一方面,部分中小型基金公司为了能够实现管理规模的弯道超车,开始广泛布局一些细分领域的赛道基金,由于这些赛道基金的布局完全集中于某一初创期的细分领域,当该产业链发展出现某种突破的时候,容易引发市场的炒作情绪,不少资金会涌入相关细分领域。由于相关上市公司的市值较小,即便资金体量不大,也会引发其股

价的大幅上涨;其股价上涨后,又再度吸引市场资金参与,从而形成正循环。

另一方面,该人士分析称,社交平台信息传播日益便捷,投资者很容易关注到目前市场上涨幅靠前的一些基金产品,从而参与其中。这类赛道基金的投资方向清晰,容易为个人投资者所理解,而且较大的弹性也容易刺激个人投资者进行高频操作。

“历史上已经有很多类似的经验教训了。”该人士提示,“这类初创期产业未来的发展路径以及哪些企业能够真正成长起来,具有相当高的不确定性。大量的个人投资者涌入这类新兴赛道,存在很大的风险,高位接盘概率上升。一旦出现下跌,很容易造成资金的出逃和踩踏,给投资者带来较大的损失。”

晨星(中国)基金研究中心高级分析师代景霞表示,资金涌入过快会增加基金组合的建仓难度,可能推高持仓成本,摊薄原有持有人收益;持仓集中度高叠加规模扩大,调仓灵活性也会下降,冲击成本将显著增加。

天相投顾基金评价中心提示,基金管理人不应为短期规模扩张做出可能诱导持有人频繁交易或短期持有的宣传,而应该在规模激增时主动考虑暂停大额申购,保护现有持有人利益,并且在宣传材料中以醒目方式对投资者进行风险提示。同时,基金销售机构不应将短期业绩作为最主要甚至唯一的推荐依据、使用诱导性词汇,不应鼓励或暗示投资者进行高频交易,而应强化适当性管理,对欲购买高风险赛道基金的投资者进行二次风险提示和确认。

万亿ETF管理人现身 行业竞争步入新阶段

● 本报记者 张舒琳

1月12日,华夏基金旗下ETF管理规模突破1万亿元,成为国内首家万亿ETF管理人。易方达基金以超9200亿元的ETF管理规模紧随其后,有望接力进入万亿“俱乐部”。

2025年以来,境内ETF规模接连突破4万亿元、5万亿元、6万亿元大关,规模增长背后是市场回暖带来的基金净值上涨,以及大量资金净流入。从竞争格局来看,头部ETF管理人在很多宽基指数和行业主题赛道上均有龙头产品,先发优势明显。与此同时,新的工具产品供给、生态建设方面的竞争十分激烈。

Wind数据显示,截至1月12日,华夏基金旗下ETF规模突破万亿元,为10164.24亿元。这是国内首家ETF管理规模突破万亿元的公募基金公司。

ETF规模增长既来自市场上涨带来的基金净值增长,也来自投资者踊跃加仓。Wind数据显示,截至2026年1月12日,近一年以来,华夏基金旗下ETF规模增长3869.86亿元,其中,1278.92亿元来自基民净申购,其余来自净值增长。

从产品结构来看,华夏基金旗下ETF以股票型、跨境型ETF为主,包括92只股票型ETF、20只跨境型ETF,此外还有2只商品型ETF和3只债券型ETF。从具体产品类型看,华夏基金旗下ETF产品覆盖沪深300、中证500等核心宽基指数,新能源、芯片、人工智能等热门行业主题指数,黄金等商品指数,纳指100等境外市场指数,以及Smart Beta策略等多元类别指数。

在业内人士看来,首家万亿ETF管理人诞生,一方面源于其先发优势,另一方面

更依托于基金公司在指数跟踪精度、流动性管理、做市服务及投资者教育等方面的系统性能力。华夏基金表示,未来将进一步开放生态,与各方伙伴共建指数投资共同体,最终在资产端、资金端、服务端形成合力,让ETF真正成为普惠金融的基石工具。

整体来看,国内ETF管理规模靠前的基金公司包括华夏基金、易方达基金、华泰柏瑞基金、南方基金、嘉实基金、国泰基金等。截至1月12日,易方达基金的ETF管理规模超过9200亿元,有望成为下一家万亿ETF管理人;排名第三的华泰柏瑞基金ETF管理规模超过6400亿元。此外,国泰基金、南方基金、嘉实基金共同属于三千亿“俱乐部”成员。

构筑ETF业务竞争壁垒

在竞争激烈的ETF行业,马太效应日益突出。头部管理人的规模增长往往来自龙头产品规模持续增长,在某些宽基指数领域成为“领头羊”,并在多个行业主题赛道构建起较深的护城河。

例如,华夏基金旗下共有两只千亿ETF。其中,沪深300ETF华夏规模超过2300亿元,上证50ETF规模超过1800亿元。此外,华夏基金旗下还有多只大型宽基或行业赛道龙头ETF,其中,科创50ETF规模超过800亿元,中证1000ETF、恒生科技指数ETF规模均超过500亿元,A500ETF基金规模超过400亿元,恒生互联网ETF、机器人ETF、芯片ETF等规模均在200亿元以上。

易方达基金旗下同样有两只千亿ETF,其中,沪深300ETF易方达规模达到3100亿元,创业板ETF易方达规模超过1000亿元。此外,科创50ETF易方达规模超过700亿元,中概互联网ETF易方达、黄金ETF易方达、A500ETF易方达、香港证券ETF易方达等规模均在300亿元以上。

华泰柏瑞基金代表产品为沪深300ETF华泰柏瑞,规模超过4300亿元,是境内最大的ETF单品。此外,华泰柏瑞旗下还有6只百亿ETF,其中,A500ETF华泰柏瑞规模达到500亿元,是当前跟踪中证A500指数的ETF中规模最大的一只。恒生科技ETF、红利低波ETF规模分别为472.93亿元、263.45亿元。

国内ETF快速发展、管理人规模快速扩大的同时,国内ETF业务的国际排名也在稳步提升。根据晨星公布的2025年三季度全球前20大ETF提供商排名,华夏基金以1268亿美元的ETF管理规模上升至第18位,易方达基金也首次跻身这一排行榜,管理规模在全球排名第19位,标志着这两大基金公司已步入全球ETF“头部玩家”行列。

当下,ETF的竞争几近贴身肉搏,基金公司在新产品供给、存量产品持营、生态圈建设方面激烈厮杀。2025年,自由现金流ETF等细分策略主题的股票ETF,以及基准做市信用债ETF、科创债ETF等多种创新产品陆续推出,多家基金公司争夺同一赛道的情况屡见不鲜。华泰证券认为,已有越来越多的基金公司战略性布局ETF。未来,在政策支持下,债券ETF规模或将稳步扩张,而股票ETF或将向细分主题或创新策略深化,ETF投资生态或更趋完善。

在业内人士看来,ETF的竞争已从单纯的产品供给,升级到投研能力驱动、生态构建。“一方面,基金公司可以利用自身主动投研能力对ETF业务带来赋能,将前瞻性研究反馈给指数公司,提出优化方案,推动指数迭代,使得指数编制方法更加科学,这一点已在许多细分行业主题指数的编制上有所体现。另一方面,基金公司应从更具战略意义的角度搭建底层工具,帮助投资者实现多元资产配置。”华北一家基金公司人士表示。

宽基窄基ETF“冷热不均”

2025年以来,ETF按下扩张加速键。Wind数据显示,自2004年12月30日推出境内首只ETF以来,2020年10月,境内ETF总规模突破万亿元;2023年8月,总规模突破2万亿元;2024年9月,总规模突破3万亿元;2025年4月,总规模突破4万亿元;2025年8月,总规模迅速突破5万亿元;2025年12月,总规模创下6万亿元的历史纪录。

境内ETF规模从0到第一个万亿元,历经近16年。此后,第二个万亿元增长用时约3年,第三个万亿元仅用时约1年。2025年以来,ETF规模迅速突破4万亿元、5万亿元、6万亿元大关,增长速度攀升。ETF规模快速增长,反映出个人与机构投资者对ETF这一工具型产品的认可度迅速提升。

从ETF行业的整体结构来看,股票ETF的规模和数量仍占据主导地位,而规模的增长主要来自存量ETF的净值增长和资金净流入。

ETF规模高速增长的同时,宽基指数和行业主题ETF的发展在过去一年冷热不均,多只A股宽基指数ETF遭遇资金净流出,港股ETF及行业主题ETF份额则持续增长。Wind数据显示,截至1月12日,近一年以来,跟踪科创50、沪深300、创业板、中证A500等宽基指数的ETF出现大量资金净流出。在这一阶段,资金净流入最多的是跟踪恒生科技指数的ETF,合计净流入1154亿元;其次是跟踪港股互联网指数的ETF,合计净流入788亿元。此外,跟踪证券公司、细分化工等指数的ETF均有较多资金净流入。

此外,商品ETF、债券ETF也是ETF规模增长的重要来源,近一年以来,跟踪AAA科创债指数的ETF,合计净流入1890亿元;跟踪SGE黄金9999指数的ETF合计净流入1055亿元。

博道基金张建胜:

追求成长但不为高溢价“买单”

● 本报记者 魏昭宇

如今这市场,“投科技”几乎等同于“买AI”。在不少投资者看来,光模块等当红明星品种就是AI行情的“入场券”——如果哪位基金经理的前十大重仓股里没押中一两个,那他的“AI”投资标签,恐怕就是个伪命题。但也有特例,比如来自博道基金深耕TMT领域多年的基金经理张建胜。

作为典型的成长风格基金经理,张建胜的前十大重仓股中较少见到“当红炸子鸡”。细细追溯他的调仓路径,你又会发现张建胜对多个热门赛道均有涉猎,往往能在行情启动的早期或左侧阶段介入,比如他成功捕捉了半导体制造、创新药、白银等一批牛股。这种不追逐极致热点、却能收获不俗收益的投资方式,构成了张建胜独特的投资画像。

Wind数据显示,张建胜管理的博道盛彦A在2025年实现了超过45%的年度回报率。截至2026年1月8日,该基金近三年累计回报率超过65%,展现了出色的中长期业绩韧性。

估值是关键选股条件

以成长风格见长的张建胜,其投资框架可以概括为“自下而上、行业适度分散、均衡偏成长”,并尤为重视估值与回撤控制。这种风格的形成与其职业经历密不可分。2014年底,他从卖方转投买方机构行业研究岗位,职业生涯初期便经历了市场的剧烈波动,这塑造了他相较于多数成长型选手更为审慎的风险偏好。他的投资操作带有鲜明的左侧交易特征:“左侧买入,左侧卖出”。他会对公司设定一个目标市值区间,一旦股价进入预设区域便开始逐步卖出,通常不刻意博取目标价之后的收益。

这也使得其前十大重仓股中出现明星品种的概率比较低,张建胜表示,要始终对市场保持“敬畏之心”,不轻易为过高溢价“买单”。他的解释直指其核心选股逻辑的三大维度:竞争壁垒、景气度和估值。对于TMT以外的行业,竞争壁垒的权重最高;而对于他深入研究TMT领域,他会给予景气度更高的权重,但估值始终是关键的筛选条件。“不为短期景气度支付过高估值溢价的要求,实际上是为组合增加了容错空间。”张建胜坦言。

他认为,当下市场关注度极高、而且隐含预期已经非常饱满的龙头公司,想要进一步从中赚取超额收益,需要对产业有极强的认知深度,容错率较低。他更倾向于在产业趋势早期,寻找那些估值尚未蕴含过高溢价、市场关注度相对较低的“左侧”标的。即使后续产业进展略低于预期,其下行风险也相对可控,方式之一就是多跟产业以及一级市场的专家沟通。这种策略源于他早期管理绝对收益产品的经验,核心是为组合构建充分的估值安全垫。

在组合构建上,张建胜的单一行业持仓(申万一级)不超过25%,组合始终分散在高端制造、TMT和泛消费三大成长方向,这种均衡配置以及适度逆向的风格,使得其组合的回撤控制在成长风格基金经理中相对较好。因此,其产品的机构投资者占比也相对较高(约60%)。

阶梯化构建组合

对估值的重视,使张建胜善于在市场冷僻处挖掘机会,比如2024年一季度前瞻性布局港股市场,比如2025年布局创新药板块。

在2025年一季度,其所管产品前十大重仓股中出现了多只港股创新药公司的身影,核心逻辑是当时相关公司估值已跌至极具吸引力的历史低位。张建胜坦言:“我并非医药科班出身,判断单一管线长期研发前景的成功率对我而言难度极高。”因此,他将创新药的投资目标明确界定为“赚取估值修复的钱”,当公司估值从低估修复至中枢偏上位置时,他便倾向于逐步兑现收益。在去年三季度,他大幅降低了创新药的仓位,随后创新药公司股价普遍遭遇大幅回撤。

然而,估值低并不必然意味着股价上涨,对于成长股投资而言,更重要的是能够识别出产业层面的边际变化,张建胜在这方面展现了敏锐的洞察力。例如,他在2025年对半导体存储方向的布局,便是结合了估值与产业趋势的双重判断。他在年中时点看到,存储公司的估值普遍处于低位,同时,产业层面出现了积极信号,预示着存储价格可能进入上行周期。这种“估值低位+产业边际改善”的组合,为其投资提供了较高的胜率 and 赔率。他将半导体制造视为“国产算力的代工方”,其竞争格局的确定性优于当时市场热捧的GPU设计公司,这也是在估值考量基础上,对产业格局深度分析的结果。

针对投资组合,他倾向于构建一定的梯度,部分仓位布局左侧,部分仓位等待右侧信号更加明确时再逐步增加。“我不追求买在最低点,只希望买在底部区域,保持平常心反而事后看结果更好,动作不容易变形。”这种不极致的策略,结合其对估值安全边际的坚持,共同构成了一套具备组合思维的投资方法论,旨在追求可持续的复利,而非短暂的爆发力。

2026年关注三个方面

对于当前市场,张建胜的判断明确而乐观:他认为A股稳中向好的态势尚未结束。支撑其判断的逻辑基于三点:一是分母端的风险溢价显著下降,2024年“9·24”后明确的政策导向重塑了市场对于长期投资的信心;二是监管层对资本市场的呵护力度持续加大,一系列举措有助于释放市场流动性,提升估值;三是企业业绩出现触底回升迹象,财报季已显现诸多积极信号。他认为,企业业绩面向上叠加流动性环境尚可,将继续支撑市场向好。

在投资方向上,他主要关注三大方面。首先是AI领域,在“算力、存储、互联、电力”四大AI硬件产业链中,他认为算力环节预期已较为充分,后续将更关注存储、互联等领域。他特别提到,2026年要开始重视AI应用领域投资机会,因为观察到部分龙头公司出现从“技术优先”向“产品优先”的转变,这有望推动2026年AI应用商业化落地加速,他将重点关注垂直领域应用的解锁进程,尤其是港股互联网龙头在广告、电商等领域的进展。

其次是受益于“再工业化”“再全球化”的资源品和部分高端制造业,比如有色板块是他目前一大持仓重点,尤其看好白银。他认为,多数工业金属标的估值处于15倍PE左右的合理区间,美元降息周期对其形成利好。

第三是化工、消费等传统产业中的一些估值修复机会。特别是消费领域。他表示,在2026年不会轻易将高风险偏好品种切换至中风险品种,因为风险收益曲线并未发生本质变化。