

# 市场定价逻辑切换 私募机构排兵布阵



视觉中国图片

近期地缘局势反复拉锯，但全球主要股票市场普遍呈现先抑后扬的“脱敏”走势，A股市场同样表现出较强韧性，主要指数稳步推升。尽管不确定因素仍然存在，但市场的定价逻辑已然切换。

来自第三方机构私募排排网的最新数据显示，截至4月10日，国内股票私募机构已连续四周加仓，持续看多信号明确。在外部扰动钝化、内部基本面修复的共振之下，私募机构正沿着“业绩兑现”与“价值重估”两条主线重新排兵布阵。

● 本报记者 王辉

## 韧性之源

对于当前A股的韧性表现，多家私募给出趋于一致的研判：外部约束边际改善与内部基本面修复，正形成共振支撑。“随着地缘局势进入缓和阶段，全球风险偏好持续修复，A股市场也跟随反弹。”星石投资副总经理方磊表示，短期来看，指数表现受情绪端影响更大，但在中期维度下，业绩因素将是股市表现的主要驱动力。已披露的财报数据显示，A股上市公司净利润和收入仍在回升趋势中，高景气泛科技领域业绩亮点频现，部分传统行业经历供给出清后也逐步走出周期底部。

重阳投资合伙人寇志伟则从更宏观的视角给出了积极判断。他表示，从全球来看，尽管地缘冲突仍具不确定性，但在博弈中妥协的几率较大，同时全球经济对石油的依赖程度较上世纪70年代已大幅下降，股市正逐步摆脱地缘局势的影响。从国内来看，在低利率依旧、居民权益配置意愿上升、机构资金入场等因素支持下，A股市场波动率可能正在经历系统性下降，后市有望持续回升。

云脊资产CEO梁力认为，当外部环境冲突频发时，一个能够维持供应链稳定、政策可预期、内部环境向好的大型经济体，其相关资产将成为稀缺品种。过去几年中国资产因各种原因处于折价状态，但随着外部环境变化及人民币升值预期逐步形成，这种不合理折价有望修正，中国资产正在成为“稀缺的信用资产”。

从制造业维度看，梁力进一步分析，油价上涨和航运不确定性上升，反而放大了中国在能源结构和产业链完整性上的优势。中国的能源来源多元，对单一能源品种的依赖低于多数经济体。航运环节的不确定性，也使得“更多的制造环节集中在中国完成反而是更经济的选择”。明泽投资创始人马科伟认为，全球资本市场定价框架已从事件驱动切换至

冲突最终走向缓和的长期预期。外部约束边际改善、全球流动性预期转宽，叠加国内一季度经济向好以及PPI等经济数据有望“转正”等宏观因素，为A股结构性行情提供了内外共振支撑。

从私募排排网的仓位数据来看，截至4月10日，股票私募平均仓位达82.16%，已实现连续四周加仓，真金白银的投票，印证了专业投资者对“韧性之源”的共识判断。

## 分化之辨

尽管后市研判趋于积极，但私募机构普遍认为，当前市场并非普涨格局，个股持续分化的特征仍在延续。如何在分化中辨明方向，考验着资产管理人的策略智慧。

方磊的判断颇具代表性。他认为，在短期情绪修复带动估值修复后，资金或将重新对估值与业绩匹配度进行定价，“后续个股、板块表现分化、轮动的特征可能延续”。在此判断下，星石投资在策略上更关注企业业绩提供的线索，选择标的时更加注重中期业绩趋势，“尽量避免情绪扰动带来的追涨杀跌”。

寇志伟则展现了“逆向思维”的策略取向。“我们更愿意关注市场共识之外的机会。”他说，目前已进入2025年年报和2026年一季度报的密集披露期，很多与宏观经济相关的龙头公司在经历较长时间调整后，业绩已走出低谷，这些公司当前无论估值还是市场关注度都不高，“有稳定的股东回报作为基础，存在非常大的预期差”。

梁力认为，分化背后反映的是不同行业在当前环境下基本面的差异。“一部

分短期涨幅较快的方向，比如部分AI相关的科技板块，估值已经相当程度反映了乐观的业绩预期，隐含回报率在下降，这时候需要更谨慎；而另一部分被市场阶段性冷落的方向，比如供给格局清晰的消费龙头、具备海外竞争力的制造业企业，估值反而进入了更有吸引力的区间。”

马科伟则将其策略概括为“左手高质量股票，右手大空间赛道”的双线配置思路，并依据业绩披露节奏进行动态调整。短期围绕一季报预增主线，超配景气加速上行且业绩兑现度较高的方向，同时适度配置高股息资产以均衡持仓，对于缺乏基本面支撑的高位题材则需要规避。

值得注意的是，在近期A股市场结构性行情特征有增无减的背景下，“看好AI”恰恰是当前私募行业共识度最高的核心投资观点之一。来自好买基金研究中心的私募管理人观点月报显示：目前占比高达57%的私募管理人认为，AI是当前市场最大的结构性亮点，产业趋势不可逆。此外，“中国相对优势”“AI不可逆”“短期震荡、看长做长”成为了当前私募圈最核心的共识框架。

## 布局良机

当市场从情绪驱动转向业绩驱动，私募机构的目光正聚焦于那些兼具产业趋势确定性与估值性价比的结构性机会。从采访情况来看，科技与核心资产成为受访机构共识度最高的两大主线。

不同私募机构具体看好的领域仍有一些差异。马科伟将全球AI产业化与国内产业共振的科技主线置于首位，涵盖

AI端侧及应用、人形机器人供应链、国防军工升级等方向。其次是地缘格局重塑能源供需叠加资源品涨价驱动的能源安全与涨价受益方向，聚焦化工供需缺口与有色供给约束。此外，金融强国战略下的非银金融板块价值重估及新消费主题也成为其关注的对象。

方磊明确看好两大方向。一是利润加速兑现的泛科技领域，“虽然部分标的估值水平偏高，存在波动放大的可能，但高景气产业趋势仍将带动业绩释放”。二是具有高性价比的核心资产，“这部分资产兼具稳定性和成长性，叠加估值相对偏低”。

梁力则勾勒了三重视角下的布局图谱。第一是中国制造业的全球竞争力，“这不是短期叙事，而是正在被外部环境不断强化的长期趋势”。第二是AI基础设施这一新的出口品类，“中国正在以极低的成本输出算力和Token，背后的逻辑和中国制造业崛起一样——庞大的基建提供廉价电力和数据中心，庞大的工程师队伍压低研发成本”。第三是那些不易被AI取代、甚至会被AI加强的商业模式，包括互联网平台、消费龙头和具备全球竞争力的制造业企业，“这类企业大部分没有负债，有的业绩已创出历史新高”。

值得关注的是，梁力还提示了一个被市场相对忽视的积极因素——物价回升的潜力。他认为，原油价格的上涨，叠加国家层面持续推动的“反内卷”政策，正为企业涨价带来了时间窗口。“我们已经在快递等供给格局清晰的行业看到了变化，头部企业在覆盖成本的基础上调整价格，这会直接转化为业绩的改善。”这一判断如果兑现，将成为支撑市场韧性的新来源。

## 资金大进大出 “网红基”巨额申赎频现

● 本报记者 王鹤静

近期披露的2026年基金一季报，揭秘了多只市场高度关注的“网红基”一季度资金进出情况。聚焦AI应用板块的德邦稳盈增长C在2026年初基金份额数量仅有9.81亿份的情况下，一季度总申购、赎回份额数量分别多达218.09亿份、178.12亿份。板块行情显著波动叠加资金大进大出，导致投资者持有体验不佳，一季度该基金亏损超21亿元。此外，一季度白银价格飙升，带火了全市场唯一主要投资白银期货的公募产品——国投瑞银白银期货（LOF）A，该基金一季度的总申购、赎回规模均高达20亿份左右。

业内人士提示，短期资金大额进出不利于基金组合的管理，对于衡量投资者收益的基金利润也会造成负面影响。在大额申赎情况下，基金经理不得不快速建仓及快速减仓，这样既影响正常执行投资策略，也可能对市场流动性造成一定冲击。

## 持有体验不佳

最新披露的2026年基金一季报显示，在今年一季度科技板块宽幅震荡的情况下，多只聚焦科技细分赛道的“网红基”集体出现巨额申赎情况。

其中，最具代表性的就是德邦稳盈增长C。该基金聚焦AI应用板块，1月9日、1月12日，AI应用板块大涨，德邦稳盈增长C这两日的净值增长率高达9.24%、8.31%。根据2026年基金一季报显示，今年年初，德邦稳盈增长C份额数量仅有9.81亿份，一季度总申购份额数量却多达218.09亿份，但同时也有178.12亿份的巨额赎回。该基金总规模由年初的10.11亿元大幅增至一季度末的50.42亿元。

后续随着AI应用板块显著波动，叠加资金大进大出，持有人体验不尽如人意。一季度该基金A份额、C份额净值均回撤超2%，基金亏损超21亿元。

同为“网红基”的鹏华碳中和主题C，也在一季度遭遇了资金的大进大出。

近年来，鹏华碳中和主题重点围绕人形机器人板块做布局。在此前相关板块行情的推动下，2025年该基金成为“百亿俱乐部”的成员。

然而在今年一季度，人形机器人板块相对逆风，鹏华碳中和主题A份额、C份额双双回撤超17%。今年初，鹏华碳中和主题C份额数量为45.26亿份，一季度的总申购、赎回份额数量分别多达31.55亿份、47.95亿份，基金总规模已由年初的133.24亿元缩水至一季度末的80.28亿元，基金亏损超18亿元。

此外，德邦鑫星价值C、银华集成电路C、信澳业绩驱动C、德邦高端装备C、平安高端装备C、泰信发展主题等一系列“网红基”，也都是年一季度资金进出非常活跃的主动产品，总申购、赎回基金份额数量均在10亿份以上。

## 商品基遭资金炒作

除科技成长方向外，今年一季度有色金属也成为热门板块。白银价格飙升，带火了全市场唯一主要投资白银期货的公募产品——国投瑞银白银期货（LOF）。

今年以来，国投瑞银白银期货（LOF）基金管理人已发布数十次二级市场交易价格溢价风险提示及停复牌公告。自1月28日起，该基金所有份额均已处于暂停申购状态。2月，该基金的场内溢价率一度高达109.92%。受白银市场价格出现极端行情影响，为公平对待所有投资者，避免“先赎占优”，该基金管理人于国投瑞银白银期货（LOF）进行估值调整，引发了投资者的高度关注，后续还因估值调整影响，启动了针对自然人投资者的补偿方案。

从2026年基金一季报披露的情况来看，今年年初，国投瑞银白银期货（LOF）A份额数量为51.41亿份，一季度出现明显的大规模申赎，总申购、赎回份额数量分别达21.50亿份、19.40亿份；国投瑞银白银期货（LOF）C被赎回25.12亿份，该基金总规模已由年初的189.44亿元减少至一季度末的143.72亿元。

在一季度商品类资产投资热的背景下，同为商品型基金的建信上海金ETF联接C、建信易盛郑商所能源化工期货ETF联接A均遭遇资金的大额申赎。

今年初，建信上海金ETF联接C、建信易盛郑商所能源化工期货ETF联接A份额数量分别为11.79亿份、2.33亿份，一季度前者的总申购、赎回份额数量分别多达15.47亿份、11.86亿份，后者的总申购、赎回份额数量也分别有12.03亿份、9.24亿份。

## 短期大额申赎弊端多

这些“网红基”为何短期出现巨额资金申赎的情况？晨星（中国）基金研究中心高级分析师景霞对中国证券报记者表示，核心原因是AI等热门赛道短期赚钱效应较强，吸引散户与短线资金跟风申购，叠加部分基金公司营销造势推高热度；同时，市场震荡导致净值回撤，叠加机构资金炒券套利、季度末帮忙资金撤离，最终形成资金的大进大出。

天相投顾基金评价中心进一步表示，基金短期巨额申赎或源于投资者风险偏好的切换以及短期博弈行为。今年以来，市场呈现快速上涨态势，甚至一度出现逼空行情，AI、有色等主题热度一度居高不下，引发资金拥挤度上升。随着降温措施的出台以及部分基民在获利丰厚情况下选择“落袋为安”，叠加地缘局势的不确定性，部分资金开始离场，市场出现调整又引发部分资金减仓，因此出现了较大幅度的申购以及赎回。

在代景霞看来，短期大额申赎会显著干扰基金正常运作。一方面，频繁申赎可能迫使基金经理高位接盘、低位割肉，以应对流动性需求，导致打乱原有投资节奏、放大组合净值波动、抬高交易成本、侵蚀组合收益；另一方面，大额资金进出也会摊薄原有持有人收益，还可能因持仓调整不及时，进一步影响基金长期业绩稳定性。

天相投顾基金评价中心认为，短期资金大额进出不利于组合的管理，也会对基金利润造成负面影响。对于基金经理来说，不得不快速建仓以及快速减仓，这既影响正常执行投资策略，也可能对市场流动性造成一定冲击。对于投资者来说，追涨杀跌通常会致账户亏损，也会侵蚀基金利润，甚至有可能出现基金净值上涨但基民亏钱的情况。

# 调仓节奏加快 外资拥抱高景气赛道

● 本报记者 张舒琳

随着上市公司一季报陆续披露，QFII最新持仓情况浮出水面，外资对于A股的调仓路线图渐渐清晰。其中，最引人注目的当属光模块龙头天孚通信、中际旭创一季度吸引了多家知名外资入驻前十大流通股股东榜单。

结合近期披露的陆股通数据来看，外资调仓加速向高景气方向集中，其中，电池、通信设备、元件、AI算力链等成为本轮外资加仓的核心方向。在机构人士看来，近年来外资调仓灵活性和换手率提升，配置逻辑从长期坚守“高ROE（净资产收益率）”，转向“ROE+盈利增速”并重，景气因子的定价权重显著抬升。

## 外资调仓大动作

多家外资机构在一季度实施了明显的进攻型调仓举措。最新披露的上市公司一季报以及Wind数据显示，2026年一季度，阿布达比投资局、摩根士丹利、高盛、摩根大通等QFII机构集中调仓，大举介入通信、电子元件、电力设备等高景气板块，调仓新增标的普遍具备业绩高增长特征。

4月20日晚，天孚通信披露一季报，两家知名外资现身其流通股股东名单中。摩根士丹利在一季度新进天孚通信前十大流通股股东，持仓810.34万股，持仓市值

超过24亿元。瑞银集团（UBS）同期也新进天孚通信前十大流通股股东榜单，持仓419.35万股，持仓市值超过12亿元。两家外资合计持有天孚通信市值超过37亿元。

中际旭创近期披露的一季报也显示，摩根士丹利新进其前十大流通股股东，持仓649.49万股，持仓市值高达36.98亿元。外资在一季度大举建仓的上述两家公司，作为AI算力链中光模块环节核心标的，2025年以来业绩持续超预期，股价反复走强。

除天孚通信外，瑞银集团还在一季度新进聚飞光电、康强电子、依米康、川润股份、无线传媒、杰恩股份、创源股份、德石股份、超越科技、新亚电缆、华之杰等十多个个股的前十大流通股股东榜单，覆盖通信设备、半导体、算力基建等多个行业。

此外，阿布达比投资局在一季度动作频频，新进京东方A、万华化学、聚飞光电、中策橡胶的前十大流通股股东榜单，加仓方向偏好具备全球竞争力的龙头企业。其中，阿布达比投资局对京东方A持仓3.03亿股，持仓市值11.84亿元；对万华化学持仓1884万股，持仓市值14.97亿元；对聚飞光电、中策橡胶分别持仓562万股、65.6万股。

高盛、摩根大通、巴克莱银行则密集布局电子元件、机械、电气设备等业绩兑现度高的中游制造领域。

QFII机构减持的方向同样具有共性，例如，科威特政府投资局一季度大幅减持东方雨虹近2000万股，摩根士丹利减仓雷科防务近700万股，高盛国际减仓银邦股份约400万股。这些被减持的个股多处于景气承压或增长放缓的赛道，与外资增持方向形成鲜明对比。

## 加仓行业高度集中

近期连续披露的陆股通数据进一步印证了外资“拥抱景气”的一致性。

据兴证策略张启尧团队分析，从行业口径看，外资一季度加仓呈现极强的集中度，对于景气因子的配置权重提升明显，增配行业与个股集中于年初以来业绩上修显著的方向。据该团队提供的数据，二级行业中，外资增持规模居前的分别为电池、通信设备、元件、游戏，分别增配了257亿元、228亿元、84亿元、44亿元。个股层面，外资用真金白银投票，宁德时代、中际旭创、新易盛、天孚通信位居一季度外资资金净流入前四名，分别净流入264.4亿元、92.2亿元、71.0亿元、69.7亿元，四家公司合计吸金近500亿元，成为外资景气投资的代表性标的。

整体来看，中际旭创、新易盛、天孚通信、源杰科技、永鼎股份等光通信、算力链个股，以及宁德时代、阳光电源、思源电气等电池、电力设备个股，沪电股份、三环集团、中微公司、拓荆科技、康强电子等电子

元件、半导体个股，三一重工、徐工机械、汇川技术等高端制造、机械行业个股，均获得较多外资加仓。

与之形成对比的是，立讯精密、中国铝业、德业股份、寒武纪、贵州茅台等前期外资重仓股遭明显减持，高估值以及景气下行板块持续遭遇资金流出。

## 外资调仓特征鲜明

对于外资的调仓动作，张启尧团队认为，2026年一季度外资并未出现趋势性回流，但结构性调仓力度较大。近年来，外资呈现三大鲜明特征，一是逢高止盈、波段操作，在市场快速上涨后主动减仓，整体保持高灵活性；二是换手率大幅提升，2025年外资换手水平较2020年至2023年的中枢位置近乎翻倍，调仓频率显著快于主动型公募基金等机构投资者；三是配置逻辑变化，从长期坚守“高ROE”，转向“ROE+盈利增速”并重，景气因子的配置权重显著抬升。

展望后市，外资机构认为，AI基础设施相关硬件标的值得期待。富达科技行业负责人兼投资经理Terence Tsai表示，高额投资将惠及整个人工智能价值链的企业。随着超大规模企业将资本支出提高到超出市场预期程度，资本受益者即AI基础设施建设提供者及其相关的供应商或持续受益，这些标的今年大概率将跑赢市场。