

价值蓝筹暗流涌动 私募激辩A股风格轮动

近期,A股市场走势微妙。一边是以AI为核心的科技主线高位震荡,内部分化加剧;另一边,银行、券商、电力等蛰伏已久的蓝筹板块悄然回暖,少数龙头股甚至逆势创出阶段新高。资金是暂时的“高低切换”,还是为系统性风格轮动蓄势?

值得注意的是,部分私募机构已开始审视AI赛道交易拥挤的潜在风险,并重新打量其它资产。一场关于A股风格走向的激辩,正在私募圈内展开。

● 本报记者 王辉



视觉中国图片

细分领域集中,主动规避概念炒作类标的。

不过,也有老牌股票私募抱有更为谨慎的看法。世诚投资总经理陈家琳给出了一组数据:公募基金在AI方向上的仓位占比,从3月底的约40%已快速升至50%以上。从行业内部交流信息来看,量化资金、杠杆资金的集中度预计更高。

“市场的多样性正在崩塌。所谓多样性,是指投资者拥有独立的信息源、差异化的交易决策体系、不同的投资周期。这种多样性的崩塌,是指市场参与者逐步放弃独立思考 and 判断,转而跟随市场趋势趋同交易。目前,整个市场几乎只剩下一个策略、一个方向。”陈家琳称。

“蓝筹脉冲”判断不一

与科技主线的相关分歧相比,近期部分价值蓝筹板块的悄然回暖,吸引了不少资金关注。随着近期部分银行、电力龙头连续上涨,部分个股创出阶段新高,市场关于风格切换的讨论持续升温。

对于这一现象,私募机构之间的分歧较大。畅力资产董事长宝晓辉态度鲜明地将其定性为“短期脉冲行情”。“单日、一两日的上涨不足以确立趋势,这类标的必须走出持续上行的走势,形成明确趋势后才具备稳妥的布局条件。”宝晓辉称,现阶段其对蓝筹方向继续保持观望。

在宝晓辉看来,目前市场的核心运行框架并未改变,整体上依旧是科技与有色两大

板块的跷跷板轮动。背后的逻辑在于两点:一是增量资金入场节奏偏慢,场内活跃资金难以持续同时支撑两大权重板块集体走高;二是两大板块的资金属性差异明显,“有色属于顺周期品种,科技属于成长赛道,两类资金的风险偏好、持仓逻辑并不兼容”。

谢小勇也持相近看法。他认为,银行、电力等价值蓝筹的脉冲式上涨,“更多是短线存量资金的避险腾挪,增量主力资金仍集中在科技赛道,持续性行情信号尚不充分,暂时不支持大幅切换主线”。

在另一部分机构眼中,与价值板块基本面对应的部分边际因素正在发生变化。章秀奇告诉中国证券报记者,从长周期角度看,A股市场的风格轮动往往与中国经济的中周期高度共振。近一年来,成长风格显著跑赢,传统价值资产表现不尽如人意,正是市场周期轮动的正常体现。“一方面,目前科技成长的强势周期预计还会持续;另一方面,在地缘风险缓和后,有基本面支撑的其他板块,也值得关注。”

上海某中型股票私募基金经理张锐(化名)表示:“当市场对AI的追捧达到极致时,一些长期被忽视的积极信号可能被低估了。”近期地缘风险边际缓和,国内经济进一步企稳,这对于跟宏观经济关联度更高的部分价值蓝筹股而言,下行风险已相对有限。

通过多元化组合管理风险

AI内部分化、蓝筹跃跃欲试。面对趋于复

杂的市场环境,多家私募的应对策略已不再是简单的“站队”,而是在坚守核心主线的同时,通过多元化组合管理风险、捕捉轮动机遇。

陈家琳透露,目前世诚投资在整体策略应对上的原则是:积极参与AI科技大势,但同时不会在单一方向下注。陈家琳说,公司目前布局六大方向,包括AI科技、创新药、上游资源品、低波红利、油气上游和互联网。“公司对AI科技主线的配置权重明显低于市场均值,这主要是为组合留出了足够的多元空间”。

“多样性不会永远消失,它一定会回来。”陈家琳进一步表示,届时如AI板块发生较大调整,资金将从科技板块分流,“非AI方向的‘弹簧’被压得越紧,反弹的弹性越大。”

基于对“科技+有色”跷跷板轮动格局的判断,宝晓辉表示,目前畅力资产重仓科技板块,但考虑到有色板块有望后来居上,“会适当配置一些有色仓位,同时严守风控底线,提前设置好止损位,规避突发回调风险”。

谢小勇表示,“以坚守科技主线为主、同时优化组合结构”。除了在科技板块内部向绩优标的集中,他还透露,在公司的组合中,小比例配置了高股息蓝筹品种,“这主要是为了平滑高位科技板块的震荡回撤,应对半年报业绩分化风险”。

张锐透露,其在机构本周小幅兑现了部分前期中涨幅较大的光模块仓位,同时布局了一些受益于经济预期修复的银行和化工龙头品种。“我们不是不看好AI,也并非认为风格会立刻切换,而是得是时候为组合增加一些‘其他可能性’了。”张锐称。

资本市场“审美”之变: 硬科技成定价锚

(上接A01版)这并非点石成金的魔法。安永大中华区审计服务市场联席主管合伙人汤哲辉道出关键:这本质上是经济从要素驱动向创新驱动转型的必然投射。“中国资本市场正行走在变革之路上。”汤哲辉说。

谈及资本市场为何持续聚焦科技,国泰海通证券研究所策略分析师苏薇薇给出三重宏观注解:其一,资本市场改革全面深化,极大改善了硬科技初创企业的投融资生态;其二,人工智能作为新一轮产业革命的引擎,动能强劲、辐射领域空前广阔;其三,在全球产业链深度重构的背景下,中国对自主创新潜力的深挖,为抢占产业制高点夯实了根基。

从故事走向业绩:验证硬科技成色

2025年,对于百济神州、寒武纪、诺诚健华等6家科创成长层企业来说,是具有里程碑意义的一年。这一年,他们首次实现盈利,成为首批科创成长层“毕业生”。

“2025年,在公司成立十周年之际,我们实现扭亏为盈,净利润达到6.4亿元,且后续几年能够持续。”诺诚健华创始人、董事长兼CEO崔嵩松表示,支撑这份信心的,是商业化与研发的“双轮驱动”。

视线转向人工智能产业链,类似的业绩兑现故事也在上演。作为科创板核心产业集群,集成电路板块已汇聚129家企业。2025年,这129家公司合计实现营业收入3718.51亿元,同比增长25.4%;净利润287.83亿元,同比大幅增长86.3%。

在这股浪潮中,底层架构创新者尤为耀眼。摩尔线程联合创始人苑宽道出关键:“创业之初,我们并非先设计产品,而是先设计计算架构,目标是让基于国外芯片的生态能以更低代价迁移到本土平台。”

存储赛道则演绎着需求爆发的故事。佰维存储2026年一季度AI新兴端收入超11亿元,相较过去呈指数级增长。“公司主力产品已规划至2027年至2028年,同时正在加大布局门槛更高、验证周期更长的企业级数据中心存储。”佰维存储总经理何瀚透露,该领域虽壁垒坚固,但公司目前已取得不错进展。

“今年财报季,科技行业公司的业绩改善与股价表现的相关性增强,在近十年极为罕见。”东方证券研究所策略首席分析师张陈说,这折射出资本市场对硬科技盈利修复与产业链竞争力的高度认可。

科创成长层正是这一转折的最佳样本——资本市场服务科技创新正从关于未来的许诺,落地为关于当下的现实。

不仅是硬科技业绩逐步得到验证,传统行业的创新升级也同样精彩。东方电气自主研发首款15兆瓦等级纯氢燃气轮机G15H,填补我国氢能装备领域技术空白;国机重装成功研制全球最大机械式168MN热模锻压力机为汽车、航天、电子等高端制造提供硬核装备支撑;宝钢股份C308机组控制系统实现全国产化和“智造”跃升,无取向硅钢B50AM250等6项产品完成全球首发。

重构估值坐标:寻找成长共识公约数

估值逻辑重构的同时,市场对科技股估值是否过高的争论也随之升温。部分机构认为,在AI科技革命带动下相关板块将逐步释放业绩,高估值会得到消化;另一部分保守投资者则警示存在泡沫破裂的风险。

对于这一争议,受访的多位专家均强调:高估值不一定等同于泡沫,但警惕非理性炒作是必要的。

“早期科技股的高估值本质是市场把企业未来数年的成长收益提前折现定价,百倍市盈率并不必然等于非理性泡沫,相关标的溢价更多依托的是硬核技术与落地预期。”在德勤中国合伙人、上海德勤资产评估有限公司总经理王绚看来,要警惕仅凭概念炒作抬升的估值,泡沫破裂的风险较大。

从市场分歧来看,如何给高成长甚至尚未盈利的硬科技企业估值,是投资者面临的共性难题。

“关键要看从技术壁垒到商业变现的可实现性,重点核查研发投入到核心专利的转化率,产品量产能力及爬坡速度,头部客户订单及规模,主营业务占比等。”王绚告诉记者,所谓卡位价值,不局限于当期盈利的高低,而是看一家硬科技企业是否占有了一个未来必争之地的“咽喉要道”并且构建了护城河。

在如何构建适配硬科技估值坐标系这一问题上,汤哲辉观察到,AI、硬科技等主线虽已凝聚共识,部分溢价集中在算力、半导体等上游龙头,但对中下游应用及中小市值公司的挖掘仍显不足,全面认知尚待形成。

“必须跳出市盈率单一静态框架,构建适配硬科技特性的估值体系。”汤哲辉说,这并非抛弃财务数据,而是承认单一标尺的局限,转而寻求更能反映硬核资产全貌的定价坐标。

正如多位受访人士所提示的,给硬科技更高的估值容忍度,不等于放弃估值纪律;用“含科量”替代市盈率作为定价锚,前提是“科”字必须经得起检验。当越来越多的“宁德时代”“寒武纪”“海光信息”用硬核实力说话,硬科技站上舞台中央便水到渠成。真正有生命力的价值重估,并非共识达成的那一瞬,而是争议与验证反复拉锯后最终校准的那个坐标。

五、配置价值

CTA策略是资产配置中不可或缺的“稳定器”和“危机对冲工具”,其多策略、多周期的特性使得它在不同市场环境下都能找到盈利机会。在传统债双杀的极端行情里,它也能发挥对冲属性降低组合回撤,平滑整体净值波动曲线。伴随国内大宗商品市场不断扩容,期货品种持续丰富,CTA的配置价值进一步凸显,逐步从小众另类资产,转变为机构和个人资金优化资产配置、分散投资风险的标准品配置。投资者可根据自身实际情况理性投资。市场有风险,投资需谨慎。

(登记投资顾问编号:S026020080007)

公募热议主题投资新规: 约束“漂移”冲动 重塑竞争逻辑

● 本报记者 王雪青

中国证券投资基金业协会日前发布《公开募集证券投资基金主题投资风格管理指引》,定于今年12月1日起施行,并为行业预留了17个月的整改过渡期。多位公募基金人士认为,“新规直指公募产品‘名不副实’与‘押赛道、博排名’等问题”,在多项硬约束叠加之下,基金经理依靠漂移热门赛道博取短期收益的操作空间将被大幅压缩。

国泰海通证券统计显示,目前全市场公募主题基金近2500只,合计规模超过2.9万亿元。电子、医药生物、电力设备是资金最集中的三大赛道。

据中国证券报记者了解,大部分公募基金已着手对所有在运行的主题投资基金进行梳理。目前,部分公司整改已经落地。“新规短期对市场冲击有限,中长期将系统性重塑公募行业生态。”一位公募基金高管表示。

“击鼓传花”式交易将受限

中金公司认为,指引对于主题投资基金规定了“双80%”——80%非现金资产须投向特定方向(包括特定市值、行业、主题、市场板块、地域、资产类别等),且风格库内证券持仓比例不低于80%;同时要求主题投资基金建立风格库,明确管理人及托管人的监督管理职责。风格库入库标准优先以政府机关、第三方机构发布的数据或市场公开数据为依据,每个自然年度主动更新原则上不超过12次。

“新规重申了公募基金经理的底层投资行为,使操作逻辑进一步摒弃以灵活行业轮动、追逐短期排名为导向的相对收益博弈,全面转向以契约边界为铁律的精细化风格

深耕。”资深公募人士张京(化名)对中国证券报记者表示。

张京表示,在实际操作中,基金经理在构建投资组合时必须将风格库置于前置约束地位,跨赛道、跨行业的“击鼓传花”式趋势交易进一步受限。主题型基金产品将会加速策略化、工具化的转变,主题基金经理的个人主观意志和偶然性操作空间被压缩,其角色将更贴近于在既定风格规则内进行组合优化的执行者,真正具备深厚产业研究功底的专业型基金经理将脱颖而出。

国联基金相关负责人表示,指引核心是完成投资管理模式的重塑——将主题基金投资从基金经理自由裁量,切换为以标准化风格库为核心的规则化管理。

“指引一个重要的创新性举措是要求基金托管人发挥其投资监督作用,对于连续10个交易日出现投资风格偏离的产品需及时向监管机构上报。”中信建投证券金融工程及基金研究首席分析师姚紫薇表示,“这一举措有效将基金持仓的监控频率由季度报告中的季频监控大幅降低到了10个交易日,风格漂移操作的容错率和可行性大幅降低。”

鹏扬基金首席信息官、风险管理部总监杨宏轩认为,“事前界定”与“事中约束”两端共同发力,能形成“管理人自查+托管人监督”的闭环,从机制上避免管理人押注单一赛道、大幅偏离主题。新规短期内会对部分风格漂移较明显的产品形成约束,长期看有利于主题基金风格更稳定、定位更清晰,是对投资者知情权和选择权的有力保护。

薪酬考核机制调整“动真格”

指引明确,基金管理人应当确保研究

人员和合规风控人员的独立性,加强对基金经理投资交易行为的监控、分析和评估,将严重偏离投资方向的情形纳入负面考核指标。

“行业考核与激励机制将迎来深度调整。”国联基金有关负责人表示,“风格偏离纳入负面考评,打破了以往唯业绩论的评价逻辑,形成业绩表现与风格纪律并重的考核体系。这一变化将倒逼投资决策走向长期化、纪律化,有效抑制基金经理追逐短期热点、频繁轮动主题赛道的短期投机行为。”

一位在沪公募基金人士透露,大部分公募基金将正全面重构基金经理的薪酬与绩效评价体系,将风格一致性提升至“合规生命线”的高度,单设高权重的定量考核模块。

在具体制度上,已有头部公募引入了多维度的风格偏离度矩阵与回溯机制,一旦触及严重偏离红线,将直接触发绩效重罚、递延奖金扣减乃至年度考核一票否决的严厉惩戒;除管理产品时间较短的基金经理外,老基金经理的考核周期将全面拉长至三到五年滚动评价,大幅弱化单年度乃至季度同业排名权重;同时创新性地将“实际风险收益特征与普通投资者体感的匹配度”等消费端指标纳入考核。

杨宏轩介绍,鹏扬基金已构建“合规约束+业绩考核”双线并行机制,核心是把“严守投资方向”内化为基金经理的硬约束。一是强化独立的风险监督与纠偏机制;二是把投资方向偏离反映到业绩考核中。

中金公司研报认为,指引有望推动公募从“赌赛道、博排名”回归“在自身能力圈内创造超额收益”,有助于降低市场拥挤交易和估值泡沫风险,提升资本市场内在稳健性。

CTA策略:波动里的资产配置利器

指风险。

二、投资标的

可以分为四大类板块,目前国内期货市场已有超过70个期货品种,覆盖国民经济多个领域,实行“T+0交易”,资金使用效率较高:农产品板块:大豆、玉米、鸡蛋等,受供应链、天气影响。工业品板块:铜、铝、螺纹钢等,绑定地产、基建、制造业。能源化工品板块:原油、天然气等,受地缘、国际局势影响显著。金融期货板块:股指期货(沪深300、中证500等)、国债期货(5年期、10年期等),用于对冲股指期货风险。

三、四大收益来源

杠杆交易:期货合约的保证金比例约为10%,也就意味着全市场期货品种的平均杠杆水平约为10倍;常见的CTA管理人杠杆水平约为2倍,在1-2倍杠杆下,CTA策略的年化波动通常在5%-10%区间,若将杠杆提升至3-4倍,产品波动率也将同步放大,同时收益和回撤风险通常也会增加。

套利交易:包含跨期、跨品种、跨市场套利。其中跨期套利是利用同一

交易所的同品种但不同交割月份的期货合约的价差进行套利;跨品种套利是利用两种(或以上)不同的但相互关联的品种之间的期货合约价差进行套利,常见的跨品种套利分为:产业链上下游套利、替代品间套利。套利交易优势在于不依赖标的波动驱动,所以收益相对更稳健。

展期收益:当期合约接近到期时,投资者通过平仓旧合约并开仓新合约的方式获得收益。

多空双向:核心是趋势跟踪策略,即有规则地追涨杀跌。本质上把握的是市场趋势,并非市场涨跌,且管理人持仓周期往往偏短,当一段趋势持续时长超过2周,各阶段管理人基本均能把握并获取收益。历史数据显示,这类策略收益同时来源于上涨与下跌趋势。以2016-2024年为例,约60%来自上涨趋势中的做多收益,约40%来自下跌趋势中的做空收益;在强趋势上行的行情中最有利,震荡市中容易造成交易亏损。

四、三大核心策略

趋势跟踪策略:作为CTA的主力策略,在各类CTA策略中占比通常超过70%。采用量化的方式,多空双向操作,通过分析量价、基本面数据捕捉趋势行情,在市场趋势明确时实现盈利,市场震荡盘整时大概率会回回撤,整体收益表现贴合市场趋势节奏。

商品指数策略:相当于“被动跟着商品指数走”,底仓制商品期货指数

获取市场整体的Beta收益,并辅以展期操作等方式争取额外的Alpha收益。预期未来Beta方向整体向上,Alpha收益大概率超预期。以新华商品指数为例,2016年至2024年间,其年化收益率达136.4%,较2018年跌去83%,还享受每年约3%的展期收益。

板块Beta策略:属于主动管理型策略,将期货市场分成黑色、有色、农产品、能化、贵金属五大板块,看好哪个板块就重点布局,在商品市场整体平淡、缺乏普涨普跌机会的阶段更凸显其独特价值。例如2023年商品整体震荡,但贵金属板块上涨17.28%,相关策略基金超额15%;2022年能化板块受原油带动,实现12%的收益。

CTA策略是资产配置中不可或缺的“稳定器”和“危机对冲工具”,其多策略、多周期的特性使得它在不同市场环境下都能找到盈利机会。在传统债双杀的极端行情里,它也能发挥对冲属性降低组合回撤,平滑整体净值波动曲线。伴随国内大宗商品市场不断扩容,期货品种持续丰富,CTA的配置价值进一步凸显,逐步从小众另类资产,转变为机构和个人资金优化资产配置、分散投资风险的标准品配置。投资者可根据自身实际情况理性投资。市场有风险,投资需谨慎。

(登记投资顾问编号:S026020080007)

【广发证券“投研财富+”投资者教育专栏(二)】

一直以来,广发证券主动承担起金融机构的主体责任,发挥业务优势,打造丰富的投教载体,贯彻资本市场人民性立场,树牢金融为民的理念,引领投资者教育工作走在行业前列。随着一系列新政策的出台,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“投研财富+”投教专栏,聚焦新质生产力方向和市场热点,向广大投资者普及专业投研框架、分享专业机构观点,帮助投资者掌握投资分析方法,更加有效维护投资者特别是中小投资者合法权益,持续提升投资者的获得感,聚力推动我国资本市场实现高质量发展。

广发证券 刘西

全球宏观环境跌宕起伏,利率、地缘与产业供需轮番扰动市场,股票与债券时常出现同涨的局面,传统股债二元配置的股权持续暴露。在此背景下,具备多空双向交易,与主流资产低相关特征的CTA策略,凭借出色的抗波动与危机对冲能力,逐步走进大众视野,成为资产配置中平衡组合波动,挖掘另类收益的重要手段。

一、核心优势

CTA全称是Commodity Trading Advisor(商品交易顾问),是专业团队通过量化模型或主动分析,在期货市场顺势而为,多空双向获利的策略。

CTA策略具备灵活多元的盈利逻辑,不局限于单一的市场上涨行情。只要市场价格走出清晰、明确的上涨或下跌趋势,便可通过做多、做空双向交易机制捕捉行情机会,实现趋势行情下的双向获利,摆脱传统投资只能靠单边上涨盈利的局限。

同时,CTA策略与股票、债券等常规资产的相关性极低,商品供需关系、气候变化、地缘局势等因素影响,和股票市场的逻辑不同,因此在股票市场下跌时,CTA往往能逆势走出独立行情,有效对冲投资组合的整体回