

私募后市策略瞄准“结构优化”

□本报记者 王辉

近期A股市场持续震荡，市场情绪有所波动。AI等科技成长主线调整较为明显，通信、电子等泛AI行业出现回撤，而低拥挤度、低估值的部分公用事业板块以及具有较强避险属性的银行、煤炭等板块表现相对占优。中国证券报记者近日采访多家私募机构后发现，一线私募普遍认为本轮市场调整并非中期趋势逆转，而是外部扰动、筹码结构变化与资金再平衡共同作用的结果。机构人士表示，短期市场仍处震荡分化阶段，目前的策略重心正从赛道贝塔转向个股阿尔法，从仓位择时转向组合的结构优化。

市场调整相对充分

世诚投资的投资总监夏骏表示，近期市场调整表面上是海外因素扰动放大了波动，实质上是筹码结构拥挤后，市场对利空“天然敏感”。他进一步表示，科技股的阶段性“估值去化”可能还没有到位，第三季度财报季又是一场大考——市场预期高、筹码结构紧，“估值及格”并非易事。科技股占了核心指数的重要权重，短期市场变量或来自海外宏观条件是否改善。

奶酪基金投资经理潘俊持类似判断，但更聚焦当前市场外部环境的“多空交织”。他认为，当前美债长端利率维持高位，市场对科技领域的激烈竞争也存在担忧情绪，相关因素对成长板块估值和风险偏好形成压制。另外，装备制造和高技术制造领域保持较高景气度，中小企业、部分传统行业的修复仍在继续。潘俊由此判断，市场既有结构性支撑，又缺乏全面普涨的基础，对于短期A股的表现仍应按“震荡分化”的思路展开，中期可保持适度积极态度。

星石投资副总经理方磊则将目光投向资金行为。他提示，A股的阶段性波动主要由海外长端利率上行、地缘冲突反复所致，但更为

重要的原因可能是市场正处于科技产业驱动转弱、资金存量博弈、科技板块高拥挤度持续消化的阶段。方磊认为，10月以来市场的回调并非基本面因素导致，更多是资金交易的因素，考虑到9月下旬以来市场调整相对充分，后续市场进一步下行的风险不高，主要股指或保持宽幅震荡。

“缩圈”“优选”成关键

在策略应对层面，夏骏将其所在机构的核心策略概括为八个字：控制节奏、“缩圈”“优选”。他建议投资者降低对行业贝塔的期待，把精力更多放在个股上。例如，在AI主线的投资上，坚持“低机构持仓+有增量产业逻辑+合理估值+有业绩支撑”的选股原则，同时保持组合的弹性与余地，利用波动优化持仓结构。

潘俊则透露，现阶段其策略重点是在控制回撤的前提下，提高组合的盈利确定性和估值性价比，以结构优化替代频繁或大幅度的仓位择时，同时保持必要的现金流动性。

对于竞争优势未变、盈利预期稳定、仅因市场情绪和资金因素出现调整的标的，潘俊认为，可以在估值具备吸引力时分批布局；对于订单转弱、竞争格局恶化或估值明显透支的标的，则需要及时调整仓位。

方磊从市场结构角度观察到，当前市场整体呈现出资金存量博弈下的“震荡市”特征，市场结构正出现再平衡，需要避免对单一赛道出现较多风险敞口，整体维持均衡配置。一方面，随着三季报的披露，业绩兑现度有望成为较有效的投资线索，这部分机会主要集中在泛AI科技成长股中；另一方面，部分低估值、低筹码拥挤度的标的，有望受益于资金再平衡需求。

中国证券报记者在采访中接触到上海某中型股票私募基金经理陈昊（化名），他近期的投资心态较为纠结：一方面认为市场下行

空间有限，另一方面短期市场情绪的确不佳，减仓怕踏空，加仓怕回撤。最终他选择适度减持部分科技成长个股的仓位，同时增加了对公用事业和券商板块的配置。其逻辑是公用事业提供防御属性和现金流支撑，券商保留市场情绪修复时的弹性，科技成长则保留产业趋势仓位。这种“哑铃型”调仓策略，折射出当前不少私募的再平衡心态。

三条主线构建组合

落实到组合构建方面，夏骏提出三个维度：第一，在科技AI领域中“缩圈优选”，聚焦有业绩支撑、估值相对合理的品种；第二，关注上游资源品机会，考虑到美债收益率已处于历史高位，市场较为激进的加息预期或存在缓和可能，资源股具备修复空间；第三，医药行业基本面持续向好，研发与BD（商务拓展）交易持续推进，AI制药的发展或带动研发效率提升并创造新增需求。

方磊重点关注两方面机会：一是在人工智能、高端设备、创新药等高景气趋势的产业投资中重点关注具备技术壁垒的龙头，当市场重新定价科技景气度时，这部分个股的弹性预计更大；二是在估值低位的传统核心资产中重点关注经营稳健的龙头，这部分资产在市场宽幅震荡时较具韧性，有助于平滑组合波动，可关注供需格局向好的交通运输、有色金属行业，食品饮料等行业中深度调整的传统龙头企业以及具有全球竞争力的制造业企业。

整体来看，公用事业与其他传统行业偏防御，券商偏市场弹性，创新药、科技成长保留进攻性——这种“哑铃型”配置，正成为当前私募组合构建的缩影：一端是低估值、现金流、分红资产，一端是AI、创新药等产业趋势方向，中间留足余地应对市场震荡。A股正处于低位整固阶段，私募最新策略并非简单抄底或撤退，而是控制节奏、缩圈优选、均衡配置。

锐联集团许仲翔：以风险平价创造长期复利

□本报记者 王宇露

“当投资者真正接受金融市场本身的复杂和多变，明白全球经济与金融体系中随时可能出现难以预测的冲击时，才能构建出一个对风险更有意识、表现也更稳健的组合。”锐联集团创始人暨首席投资官许仲翔近日在接受采访时，将“承认未知、尊重风险”作为其多资产配置理念的出发点。

近年来，投资者对低波动、跨周期产品的需求日益旺盛，宏观多资产策略越来越受到投资者追捧。作为一家具有外资背景的私募管理人，锐联投资将海外成熟的宏观策略框架落地到中国市场，以风险平价为核心，构筑起一套对抗不确定性、缓解冲击的多资产组合框架。

在许仲翔看来，风险平价并非更聪明的择时工具，甚至更像是一种老牛拉车的“笨办法”。“尽管短期来看，以风险管理为核心分散组合看起来往往不那么‘刺激’，但长期来看，避免大起大落，才是为投资者创造持续复利的有效路径。”

以风险平价对抗不确定性

过去投资者曾相信，只要在不同股票主题之间及时切换，就可能每年获得较高回报。但成熟投资者已经认识到，精准择时并不现实。去年押对主题、业绩领先的管理人，往往很难在下一年及时切换并抓住新主题，更多时候投资组合的净值会随着原有主题或风格一同回落。

“有经验的投资者知道，未来很难被精确预测。”许仲翔说，与其试图预测不可预测的事情，风险平价更关注如何管理不确定性——尽可能使组合在大多数经济情景下，都能够让冲击得到缓解。以风险为核心构建组合后，不必执着于判断未来会怎样，而是更有把握避免组合出现难以承受的回撤。

在许仲翔看来，控制重大回撤，是帮助投资者长期持有、实现财富复利的关键。“风险平价的价值在于承认我们并不知道未来，由此避免因过度自信而形成缺乏依据的集中配置，这往往会投资组合造成难以修复的损失。”他表示。

资产配置不能限于阿尔法思维

事实上，国内不少机构也在做多资产、多策略的宏观配置，但业绩稳定性往往不足，常常出现大小年的情况。

“国内的大多数资产管理人，首先追求的是获取超额收益阿尔法。因此，从投资理念上看，他们往往并不倾向于持有一个真正分散的组合。在他们看来，分散配置似乎意味着对‘明年哪类资产涨得最多’没有足够强的判断和信心。”许仲翔分析，同时许多管理人的投资根基在股票，因此其宏观分析在很大程度上仍然是对股票市场进行择时。

许仲翔认为，这与锐联所采取的资产配置方法有本质不同。“我们相信，没有人能够持续准确地把握不同大类资产的时点，因此，分散配置才是争取长期稳健回报、避免组合业绩大幅波动的更优路径。”

据其观察，市场上大致存在两种多资产配置风格：一种以市场择时为主，因此更集中、更具有进攻性；另一种以风险管理为主，因此更分散，也可能显得没有那么“刺激”。当管理人进行了高集中度的判断且恰好判断正确时，回报可能非常亮眼。但现实中，几乎看不到能够长期、持续判断正确的管理人。更常见的情形，是业绩的大起大落，而这样的波动，并不利于长期复利的形成。

“要在宏观多资产策略上真正做出可持续的业绩，解决办法并不是投入更多研究，努力成为更擅长择时的管理人；而是开展更诚实的研究，理解短期市场信号中存在多少噪声，并把关注点更多放在未知风险上，而不是

在假设未来已知的前提下自信地进行押注。”他说。

多资产策略空间广阔

作为有外资背景的管理人，将海外成熟的宏观策略框架落地到中国市场时，常常会面临不同市场环境下的新挑战。

谈及锐联的本土化实践，许仲翔介绍，风险平价的总体框架并没有改变，但在具体实施层面，需要针对国内市场进行较大幅度的本土化调整，以适应本地的监管要求、投资准入规则、基础货币风险敞口、可投资资产类别以及交易成本等因素。

“例如，我们的海外客户以美元为基础货币，而国内客户以人民币为基础货币；两者面对的汇率风险、资产配置约束和风险管理要求并不相同。与此同时，国内市场可供基金使用的资产类别也有其独特之处，包括A股中小盘股票、更丰富的本土商品合约以及债券等。”他介绍。

“这些国内市场特有资产的加入，是本土化过程中最令人兴奋的部分之一，因为它们能够进一步提升风险平价组合的分散化效果。”谈及此处，许仲翔提示，这也意味着需要投入大量研究工作，建立这些新增资产与其他境内外资产之间相关性的模型，并在本地市场环境下验证其配置效果。

“与单一资产、单一风格策略不同，多资产配置的容量约束，通常并不在策略本身，而在于可投资资产池的广度与流动性。因此，在规模扩张的过程中，管理人需要持续拓展可投资的资产类别与工具，精细管理交易成本，并确保模型在市场结构变化后依然有效。”他介绍，锐联从一开始就将境内外股票、债券、黄金与商品纳入同一框架，资产池的广度本身就是容量上的缓冲。这也是其在规模增长过程中，依然能够保持组合分散化效果的基础。

产业LP加速涌入一级市场GP迎“聪明钱”考验

□本报记者 郝健

曾在一级市场中被资本追逐的硬科技企业，如今正以LP（出资人）的身份回到一级市场；传统实业企业也纷纷将账上资金投向股权投资基金寻求主业之外的“第二曲线”。

高榕创投、五源资本等GP（管理人）旗下的股权基金，正成为承接产业资金的重要力量，如何平衡财务回报与产业方战略诉求，也成为它们面临的新考题。在产业资本持续入场的背景下，一级市场创投生态正悄然生变。

硬科技企业反哺一级市场

近期，GPU芯片企业沐曦股份再次以LP身份出现在一级市场。天眼查显示，上周，上海沐曦汇启创业投资基金合伙企业（有限合伙）成立，规模约2亿元，沐曦股份全资子公司沐曦数智出资3600万元，占比17.91%。在此前的7月，沐曦股份已认缴淮安沐腾晨曦创业投资基金3600万元，占比18%，该基金明确投向沐曦股份上下游产业链的优质企业。从被资本押注的明星项目，到主动出资布局产业链，沐曦股份的角色转换在一级创投市场颇具代表性。

类似的案例还有人工智能公司智谱。9月，智谱出资2.9亿元参与设立浙江智谱将门认知智能创业投资合伙企业（有限合伙），该基金规模达10亿元，主要投向人工智能及上下游产业。该基金的管理人将门创投曾参与智谱2021年的A轮融资；而基金的另一出资方上城资本、杭州城投，则在之前投资智谱。昔日“被投资者”转身成为“出资人”，智谱与老股东之间形成了创投生态内的合作。

一位主要投向高科技领域的私募股权投资机构负责人刘立（化名）向中国证券报记者表示，硬科技企业今年陆续以LP身份参与产业基金出资，其重点诉求并非传统财务回报，而是借助股权投资补齐产业链短板、搭建产业生态。

传统实业资本跨界布局

不仅是硬科技企业，传统实业巨头也在密集出手。今年9月，紫金矿业全资子公司作为LP出资10亿元参与厦门时代深远创业投资基金，认缴比例20.41%，与润泽科技并列第一大出资人。这只总规模超49亿元的基金，LP名单中还包括宁德时代、蓝思科技、宇通集团，主要投向人工智能、具身智能、科技应用、前沿科技等领域。事实上，这并非紫金矿业首次做LP。天眼查显示，紫金矿业此前已通过子公司参投多只私募股权基金，除围绕有色金属矿产、节能环保等主业相关业务外，还投资了易控智驾、航天驭星、宇石空间等科技企业，进行跨界布局。

此外，今年以来还有白酒企业古井集团联合亳州国资发起约40亿元规模的亳州战新产业基金；洋河股份出资1亿元，联合宿迁国资、京东设立10亿元宿迁新动能股权投资基金；纺织服装企业七匹狼出资1亿元参投云锋元创基金等等。

中富投资集团董事长周飞将这一现象归结为两方面原因：主业增长承压催生第二曲线需求，以及实体企业资产配置逻辑的转变。

GP迎来新考题

产业LP在选择GP时，更倾向于市场化程度高、历史业绩可验证的头部机构。在一些头部GP的新设基金中，甚至出现了多家不同行业的产业资本“组团”出资的现象。

以高榕创投设立的高榕长赢基金为例，其LP阵容横跨多个行业：能源化工企业君正集团、畜牧业企业牧原实业、矿业企业紫金矿业、房地产企业新华地产、医药企业亿帆医药等。多家产业方共同出资，一方面分摊了单一主体大额认缴的压力，另一方面汇集了多元产业资源，便于基金在投后阶段为项目匹配跨行业的应用场景。

五源资本旗下的上海五源识远私募基金合伙企业（有限合伙），则汇聚了小米集团、峨胜水泥、虎豹集团等产业LP。

产业资本的大规模入场，正在深刻改变GP的募资市场格局与运营模式。能够吸引并服务好这些带有战略诉求的“聪明钱”，成为对GP专业能力的新考验。刘立表示，产业资本在筛选GP时，除了考察历史投资业绩、团队稳定性、项目获取能力等财务硬指标外，还会看重GP的赛道定位与自身主业的匹配度、产业链资源储备、投后赋能及并购退出能力，会优先评估GP能否为自身带来技术补短板、项目储备、上下游协同等战略价值。