# 耐心资本向“早”而行 创投机构深耕硬科技

**党的二十届五中全会对持之以恒推进全面从严治党作出系统部署。这一部署正加快落实到资本市场私募股权创投机构一线。**

**中国证券报记者采访获悉，多家机构将全面从严治党要求融入公司治理和“募投管退”全过程，以党建把方向、以制度促担当，引导长期资本投早、投小、投长期、投硬科技，为创新跃升注入耐心与力量。**

● 本报记者 王雪青 郝健



视觉中国图片

## 党建领航资本投向

中国证监会党委传达贯彻党的二十届五中全会精神会议提出，深刻把握资本市场工作的政治性、人民性，铸牢理想信念、锤炼坚强党性，巩固拓展树立和践行正确政绩观学习教育成效，更加坚决有力地贯彻落实党中央决策部署。中国证券报记者采访了解到，机构正以党建为引领，将国家战略导向转化为投资方向，引导耐心资本流向科技创新和产业前沿。

“把国家战略导向嵌入投研决策，紧扣‘十五五’规划部署布局硬科技投资，树立正确政绩观，防范短期套利、脱实向虚倾向。”招商资本有关负责人表示，公司严格落实“三重一大”事项前置研究讨论、集体研判，从源头确保投资方向与国家战略一致。

国寿股权坚持以高质量党建引领高质量发展，打造“政策大讲堂”，围绕党的创新理论、宏观形势、行业政策和投资前沿等主题邀请专家授课。公司有关负责人表示，党的领导是私募基金行业高质量发展的根本保证。公司推动学习成果转化为重点赛道研判，确保投资方向与国家战略同频共振。

## 耐心资本向“新”向“前”

从实验室的一项发现，到中试线的一件样品，再到产业链的一项关键技术，硬科技企业往往要走过数年甚至十多年。“早期资本要填补‘市场不愿进、产业等不起’的真空。”一位创投机构负责人说。

科技创新从来不是短跑。“部分前沿领域创新因技术路线尚未定型、研发周期长，银行信贷和二级市场资金难以覆盖，需要早期耐心资本陪伴企业跨越‘死亡之谷’。”招商资本有关负责人表示。

“十五五”期间，招商资本将把硬科技作为重点业务方向，加大生命健康、人工智能、集成电路等领域布局。公司有关负责人说，当前医药与科技一级市场增量资金多集中于有成熟商业背书的后期资产，真正从0到1的源头创新仍面临资本供给不足。早期资本的价值正在于填补“市场不愿进、产业等不起”的真空。

国寿股权也将投资视线向创新前端延伸。公司有关负责人说，我国创新药产业正迈向原始创新，公司将向“更早、更原创”环节前移，助力国产创新药向“全球首创、同类最优”迈进，并关注生命科学上游关键原料、核心试剂与仪器设备等薄弱环节。在科技领域，公司将继续布局集成电路产业链，加大对人工智能等前沿赛道的投资。

早期投资的价值，正在一个个项目中陆续显现。2018年至2019年，生成式人工智能尚未成为市场热点，中科创星就参与了智谱的天使轮融资。此后，智谱持续推进大模型自主研发，陆续推出GLM-130B、ChatGLM和GLM-4等系列模型。2026年1月，智谱登陆港交所，一颗创新“种子”由此成长为中国大模型产业的重要力量。

## 从严监督护航担当

在鼓励投资团队敢于“投早、投小、投硬科技”的同时，如何扎紧制度篱笆、防范盲目投资与利益输送，是私募股权创投机构需要回答的治理问题。

招商资本有关负责人表示，在早期科技投资中，拥抱创新风险与恪守决策公正同等重要。公司在思想上鼓励担当作为，发挥考核评价引领作用，破除投资队伍的思想包袱，树立正确的政绩观；在制度上将员工跟投、关联交易及外部兼职纳入合规监管，严格执行利益冲突申报与回避机制；在流程上紧盯投决全链条，防范内幕交易与利益输送。

国新基金坚持“募投管退”全流程闭环管理，建立投资业务全生命周期风控体系，明确“四不投”红线：不投不熟悉的行业、不投集中度过高项目、不投架构复杂项目、不投无治理能力企业，并通过全员合规教育提升投研团队专业能力和合规意识。

“未来，我们将向创新前端再进一步，陪伴科技企业再长一些，服务国家战略再主动一些。”这是多位受访创投人士共同的心声。创投一线的实践表明，坚持党的领导、加强党的建设，是耐心资本把准方向、保持定力、规范运行的根本保障。以高质量党建引领高质量发展，私募股权创投基金将在服务科技自立自强、培育发展新质生产力中展现更大担当。

# 收益增厚效果明显 久期策略成债基制胜关键因素

● 本报记者 王鹤静

在今年国内利率持续下行的背景下，以公募基金为首的机构利用久期策略积极增厚收益。近期，公募基金持有债券久期创下近三年新高，市场上涌现出多只年内回报率超10%的纯债产品，业绩表现甚至超越了一众权益基金。

中国证券报记者深入业内采访了解到，地方债票息、利率债久期波段、杠杆套息贡献等策略，今年为纯债组合创造了较好的收益增厚效果。

业内机构同时提示，目前长端利率估值已经偏低，且交易相对拥挤，超长债利率压缩空间虽然仍在，但赔率有所下降，部分资金已从超长端债券向中长端债券切换。

## 公募持仓久期创阶段新高

随着10年期国债收益率来到1.6%下方，国金证券研究所最新跟踪数据显示，11月6日，公募基金持有的债券久期升至3.94年，经历了下半年的陡峭拉升后，这一数据已升至近三年的最高水平。

久期策略历来是债券投资的重要工具之一。久期常用来衡量债券价格对利率变动的敏感程度，久期越长的债券，需要承担的利率风险相对越高，对应的预期收益一般也会越高。当利率下行时，久期越长的债券价格上涨得越多。因此，拉长久期往往被视为更大幅度地押注利率下行，以获得更加丰厚的超额收益。

据银河证券统计，三季度，长端利率下行带动债市偏强，拉长久期兼具票息与资本利得，性价比优于杠杆策略，债基普遍积极拉长久期以增厚收益。三季度，全部债基的平均久期为3.84年，较二季度上升0.63年；尤其是中长期纯债基金、一级债基的久期增幅最为明显，分别上升至4.29年、4.22年。

公募基金久期近期再创新高，或是市场自然选择的结果。

中国证券报记者从业内了解到，主要政策利率切换为公开市场隔夜回购利率后，资金中枢下移，叠加货币政策预期宽松，公募机构普遍对债市偏乐观，愿意承担久期敞口。

此外，由于当前票息资产供给不足，长端利率债、地方债成为机构的配置主力，超长债供给增加也引发了被动久期抬升。面对较大的考核与排名压力，公募机构更倾向于通过拉长久期来博取资本利得、增厚组合收益。

## 部分纯债产品年内业绩出色

拉长久期创造的收益增厚效果，在债基的业绩端已有所体现。

Wind数据显示，截至11月9日，民生加银瑞夏一年定开债、中信保诚稳悦等一批中长期纯债型基金今年以来的回报率已向上突破10%，位居全市场前列；华泰保兴安悦、国金惠盈纯债、华商鸿益一年定开等年内回报率也已超过7%。这样的回报率不仅超过了30年国债ETF，而且在近期国内股市波动的情况下，甚至还超越了一众权益基金。

从季报披露的持仓情况来看，这些债基的基金经理在久期策略上普遍较为积极。

三季度，中信保诚稳悦、民生加银瑞夏一年定开债的重仓债券组合久期都进一步拉长至20年以上；华泰保兴安悦的重仓债券组合久期则是前三个季度一直保持在18年以上。

对此，中国证券报记者独家采访了民生加银瑞夏一年定开债的基金经理付裕。她表示，该基金的收益来自地方债票息、利率债久期波段、杠杆套息贡献以及其他收益曲线机会交易。操作层面，一是聚焦地方政府债，同时适当规避信用风险；二是在利率下行周期，主动抬升组合久期，持有利率债做波段；三是在资金成本显著低于债券票息时，通过回购适度加杠杆；四是在适当时机进行收益率曲线交易，利用期限利差、类属利差轮动，在不同债券之间切换，捕捉曲线形变机会。

中国证券报记者还了解到，中信保诚稳悦基金经理吴秋君擅长通过高频交易实现收益增厚，他会精确计算每日交易波段带来的久期偏离情况，通过高频波段交易积累安全垫；他坚持高强度盯盘，0.25个至0.5个基点的波段都可能会积极参与；另外，他会借助国债期货趋势辅助判断，通过多品种联动，第一时间对市场做出反应。

## 追高性价比有所降低

此前的信用债风险事件导致债基预防性赎回，给债市造成了一定的扰动。蜂巢基金固收团队告诉中国证券报记者，目前观察到债基赎回的情况已基本逆转，场外债基与债券ETF已转为资金净流入。利率债、二永债等率先修复，10年和30年期国债收益率创出新低；信用债修复偏慢，弱资质信用利差仍在走阔。

“近期的债市调整对于利率债及高等级二永信用债影响不大，更多是短期的流动性冲击，但对于资质一般的城投债，会因市场对其重新定价而导致信用利差永久性走阔，信用分层将更加明显。”蜂巢基金固收团队表示。

当前市场仍处在交易利率下行以及超长端利差压缩的行情，付裕提示，长端利率估值已经偏低、交易相对拥挤，超长债利率压缩空间虽然仍在，但赔率有所下降，市场交易从单边做多逐步转向收益率曲线交易、期限轮动，部分资金从极致的超长端债券向中长端债券切换。

蜂巢基金固收团队认为，后续债券交易需要重点跟踪：一是资金中枢能否稳定在1.25%附近或者进一步下探，这将决定短端空间；二是在信贷需求不足、机构配置压力下，曲线利差是否有进一步压缩的空间；三是人民银行对低利率的容忍度，3个月期买断式逆回购缩量已释放了一定的信号。

“在基本面有不确定性及宽松的资金面情况下，债市整体风险不大，配置压力将占主导因素，利差会进一步压缩，不过需要警惕长债、超长债持续下行带来的监管风险，策略上整体偏好配置中长期债券。”蜂巢基金固收团队总结称。

付裕同样认可债市长期较强的趋势性表现，但同时提示，债市阶段性上涨速率可能会放缓，更容易产生区间震荡、箱体运行的走势，追高性价比有所降低。

# A股韧性显现 均衡配置成为私募共识

● 本报记者 王辉

11月以来，全球科技资产经历剧烈震荡。海外AI算力链率先遭遇抛售，费城半导体指数下滑，市场情绪迅速外溢至亚太市场。近几个交易日，全球股市开始出现修复迹象，但海外AI产业链的政策与资本开支不确定性仍未完全消除，市场情绪仍在反复拉锯。

相比之下，A股虽未完全“脱敏”，但走势明显更稳。本周以来，A股呈现震荡企稳态势，红利资产与超跌科技板块轮流活跃。一线私募普遍判断，本轮调整的本质是流动性冲击下的局部去泡沫，产业趋势并未逆转，结构性机会和市场修复窗口有望逐步出现。

## 市场“情绪底”显现

本轮全球科技资产调整的触发链条已经清晰。海外AI监管预期升温，数据中心扩张的不确定性显著上升；与此同时，市场对科技巨头巨额资本开支能否匹配回报的质疑持续发酵，估值、筹码与现金流结构被同步重定价，前期涨幅集中、拥挤度较高的算力硬件环节成为抛售的重灾区。

传导至A股，前期筹码相对拥挤的科技成长板块承受了更大压力。星石投资分析，海外AI产业链监管担忧急剧升温，引发算力链集中抛售，全球科技股共振又进一步压制A股科技板块情绪；与此同时，融资等杠杆资金持续下降，两融余额已从此前高位明显回落，电子、通信等板块是资金流出的主要方向。值得注意的是，稳市资金同步入场，股票型ETF净流入显著放大，对市场情绪形成较强支撑作用。

对于本轮调整的性质，淡水泉投资的判断具有代表性：10月以来的调整，本质是局部资产去泡沫所引发的流动性冲击，而非基本面的系统性恶化。“低利率+资产欠配”的宏观格局并未改变，资金环境宽松、预期处于低位、政策底线明确，共同构成了市场的支撑。

对此，上海某中型股票私募基金经理张昊（化名）的观察角度颇具代表性。他每天开盘前都会先看两融数据和大市值龙头科技股的融资数据：“融资余额的回落，反映的是杠杆资金的主动出清，而不是基本面驱动的被动抛售。当主动去杠杆走到中后段，筹码结构已经开始持续修复。”在他看来，目前这轮调整已接近市场的“情绪底”。

## 产业投资逻辑未变

股价与AI产业进展、产业基本面之间的明显错位，是当前多家私募反复强调的核心信号。淡水泉投资认为，不少股票从高点回落幅度较大，部分优质公司股价已回吐年内涨幅甚至较年初出现明显下跌，但其所处产业的进展并未随之回落——AI的技术进步与应用渗透仍在持续，先进制造受益于出海趋势也在打开新的空间。这种股价与产业基本面的背离，既是市场信号，也是值得重视的投资线索。

产业层面的实证同样有力。以海外存储龙头企业SK海力士为例，趣时资产分析称，其前期股价波动反映了投资者预期的变化，但其最新业绩与利润率均创下历史新高。“只要AI科技产业能健康发展，科技成长风格就不缺机会，伴随产业基本面的超预期，未来AI科技产业有望重新占优。”

估值与筹码的出清程度，为上述判断提供了进一步支撑。淡水泉投资观察到，创业板指市盈率已从前期高位回落至相对较低的区间，估值合理乃至低估的个股持续增加，其中不乏各行业龙头。星石投资认为，国内稳市政策转向常备机制，叠加A股整体估值到位、性价比大幅提升，反弹条件已经具备。

作为一线操盘者，张昊的感受与上述判断高度一致。近三周他密集参加了算力链龙头企业的业绩说明会，重点跟踪订单能见度与下游需求指引。“产业链的订单没有恶化，部分龙头的在手订单甚至已覆盖2027年全年，这和股价的调整幅度是不匹配的。”张昊对中国证券报记者表示，“最恐慌的阶段大概率已经过去，接下来是结构比仓位更重要的阶段。”

## 机构青睐哑铃型配置

配置层面，“均衡”与“哑铃”成为本轮私募应对策略的关键词。星石投资表示，均衡配置、紧握龙头仍是较优选择，景气周期驱动的科技成长龙头筹码出清已进行到中后段，短期抛压相对有限；与可能受AI算力中心建设节奏影响的海外算力链相比，国产算力链受益于国内AI资本开支周期和设备国产化率提升，相关龙头逐步进入业绩兑现期的概率上升。与此同时，估值处于低位、经营稳健的传统行业核心龙头，在利率低位、增量资金偏好的环境下，也会迎来重新定价的机会。

私募机构对于细分方向的挖掘同样在深化。名禹资产建议，重点关注AI应用、新能源、机器人、商业航天、军工等前期超跌的科技成长方向，同时关注受益于政策发力的部分内需消费、受益于产能出清和厄尔尼诺现象的农业等价值方向。淡水泉投资则将AI投资定义为“进入下半场”，具备制造能力、客户基础和长期竞争优势的科技企业值得关注。

不过，可能引发市场短期波动的风险因素并未完全消除。星石投资提示，海外AI政策预期的变化、美联储加息节奏、地缘局势等仍存在不确定性，需要持续观察；名禹资产也表示，海外AI政策转向担忧对科技股形成制约，美联储加息预期对全球资本市场流动性仍有干扰，海外市场影响尚未完全消除，短期市场或呈震荡筑底的结构性行情。

作为产品组合的管理者，张昊近期在操作上做出了偏积极的调整：他维持了中高仓位，逐步回补国产算力链和低估值核心龙头，同时对传统的医药、白酒标的持续增仓，投资结构呈现哑铃型配置。“从长期来看，有价值的成长，才是阿尔法收益的最关键来源。”张昊表示。

整体来看，一线私募的主流共识正在成形：本轮调整源于流动性与情绪，而非产业趋势的逆转；估值与筹码的充分出清为修复创造了条件，结构比仓位更重要。在积极因素逐步共振的背景下，A股运行韧性已初步显现，结构性机会的酝酿可期。