

QDII基金重仓股大胆突破 标的范围扩至非港股通

证券时报记者 安仲文

港股流动性出现重大改善后，公募QDII基金重仓股的覆盖范围，正从纳入港股通名单的标的延伸到非港股通标的。

由于港股市场特殊性，股票的流动性以及定价逻辑很多时候可能比基本面更为重要，基于谨慎性原则，QDII基金尽管未在基金合同上

明确约定投资对象必须是港股通标的，但在实际操作中，往往与合同约定只能买入港股通标的的A股基金、港股通基金保持一致。原因在于，纳入港股通名单的股票，QDII基金买入后就有了南下资金的支持，不会陷入“孤军作战”。但随着港股市场热度飙升以及流动性大幅改善，不少QDII基金不再拘泥于港股通名单，开始买入非港股通公司股票并收益颇丰。

1 QDII基金持仓范围扩大

3月10日，新一轮的港股通名单调整变化正式生效，但对许多A股和港股通基金经理而言，他们想低位买入的股票正被QDII基金先拉了一波。

由于此前港股市场流动性与估值定价的敏感性，基于谨慎原则，QDII基金在港股市场选择重仓股，向来以纳入港股通名单的标的为主，虽然在基金合同上强制约定，但实际操作中，QDII基金基本上与A股基金一样，在港股通名单范围里挑选。

QDII基金在港股市场之所以很重视港股通名单，很大程度上是因为名单上的股票会成为内地资金南下买入的重点对象，而且同一家公募旗下的A股基金、港股通主题基金也能在流动性层面给予帮助。但如今，QDII基金买入港股的筹码发生了显著变化，证券时报记者注意到，港股市场上频频出现非港股通股票被猛烈拉升的现象，原因与QDII基金经理将此类股票逐步纳入股票池有关。

以3月10日正式生效纳入港股通名单的化妆品股票毛戈平为例，该股在去年四季度尚未纳入港股通名单范围时，已有汇添富基金、南方基金、富国基金等公募旗下QDII基金重仓该股。由于该股在3月10日才正式纳入，这意味着，在正式纳入港股通之前，没有相关A股资金的助力，QDII基金买入这类股票，在资金层面有点“孤军奋战”。

然后，毛戈平的股价表现却十分抢眼。在还未正式纳入港股通之前，该股股价就已经表现强势，为持仓的基金经理贡献了接近46%的股价涨幅，并在3月7日创出历史新高。

类似的情况在港股市场频频出现，比如同样尚未纳入港股通名单的思考乐教育，在基金合同上不能成为A股基金、港股通主题基金的买入对象，但证券时报记者注意到，已有多个QDII基金将该股纳入重仓股组合，而且这些基金同样收益颇丰。

港股毛戈平（01318.HK）上市以来走势图



47.650

86.950

华南地区一位QDII基金经理：

“许多港股优质公司在没有入选港股通名单之前，已被外资机构提前买入，通常出现的情况是，在股价大幅拉升后并在入选港股通名单后逐步卖给A股基金和港股通基金产品，因为这两类产品如果想买，只能在进入名单后才能操作，但QDII基金则可以像外资机构一样提前买入。但此前，在港股流动性不足的情况下，资金体量较小的QDII基金在港股的股票定价能力较弱，基于谨慎原则，倾向于选择那些被A股基金覆盖的港股公司。”

深圳一位港股通主题基金经理：

“由于内地股票市场散户多、机构多、流动性充裕，A股投资者可能感受不到股票不好买或者卖不出去的风险和担忧，但港股市场，许多未纳入港股通名单的股票，一旦买多了，可能会存在交易困难的情况。”

2 先下手为强 避免给外资“抬轿”

那么，为何QDII基金开始变得更为积极，敢于将持股范围扩张到港股通名单以外呢？这可能涉及多个因素，包括港股估值过低、流动性扩张、入选港股通名单前被外资提前拉升等因素。

以2024年9月初被纳入港股通名单的江南布衣为例，虽然去年前9个月内港股行情表现欠佳，但到该股纳入名单时，已在之前9个月逆势拉升近50%。纳入名单后的江南布衣也因为符合A股基金、港股通基金的投资范围，在去年底进入多只A股基金产品的重仓股名单，但由于此前已大幅上涨，因此纳入港股通名单后再买入江南布衣的A股基金显然没能“占到便宜”。

老铺黄金也是一个典型案例，该股在2024年9月初才被纳入港股通名单，在此之前，股价早已大涨近70%。基金经理在该股纳入港股通名单后才去买入，显然会错失不少收益。

许多港股优质公司在没有入选港股通名单之前，已被外资机构提前买入，通常出现的情况是，在股价大幅拉升后并在入选港股通名单后逐步卖给A股基金和港股通基金产品，因为这两类产品如果想买，只能在进入名单后才能

操作，但QDII基金则可以像外资机构一样提前买入。但此前，在港股流动性不足的情况下，资金体量较小的QDII基金在港股的股票定价能力较弱，基于谨慎原则，倾向于选择那些被A股基金覆盖的港股公司。”华南地区一位QDII基金经理接受证券时报记者采访时认为，当前港股市场正呈现出股票估值修复行情，涨势从港股通名单内的公司向名单外公司广泛扩散，一方面是因为大量港股公司估值在过去的悲观阶段被严重压制，另一方面则是投资者信心恢复以及港股流动性逐步充裕，使得许多尚未进入港股通名单的股票也成为QDII基金的买入对象。

以3月6日发布新药临床获国家药品监督管理局审批的港股公司和誉-B为例，该公司也不在港股通名单范围，无法满足A股基金和港股通基金合同的投资条件，但在外资机构与QDII基金联手买入下，和誉-B在过去半年时间内股价已实现翻倍；另外，3月5日披露新药将在东南亚上市的港股德琪医药，也在未进入港股通名单的背景下，在短短半年时间内股价涨幅达到3.9倍，单日成交额也大幅放量。

3 流动性对港股至关重要

显而易见，港股市场流动性出现了重大变化，正潜移默化地改善部分非港股通公司的定价逻辑和“命运”，使得公募QDII开始尝试在没有南下资金加持的背景下主动出击。

“由于内地股票市场散户多、机构多、流动性充裕，A股投资者可能感受不到股票不好买或者卖不出去的风险和担忧，但港股市场，许多未纳入港股通名单的股票，一旦买多了，可能会存在交易困难的情况。”深圳一位港股通主题基金经理认为，在港股市场流动性不足背景下，港股通基金的合同条款的约束性，实际上就是保护投资者的利益，使得港股通基金产品只能覆盖名单范围内的股票，因为这类股票有更好的流动性和定价能力，尤其是2020年后，许多A股基金产品的基金合同逐步增加港股通名单后，进一步增加了这种安全边际。

上述基金经理认为，在很长一段时间内，港

■ 港股市场流动性提升，正潜移默化地改善部分非港股通公司的定价逻辑和“命运”。

股定价与流动性高度挂钩，由于“水源”不足可能导致不少港股股价被大幅压制。例如，有知名度较高的互联网知识问答公司由于未能纳入港股通名单，市值不到40亿元人民币。另一个案例是，有医学学术互联网赛道两个竞争对手，因为是否在港股通名单范围的差异，两个公司的市值差异已超越基本面的差异，在港股通名单内的公司市值超过100亿港元，而另一家业务

体量接近、用户规模相当的竞争对手，因为不在港股通名单，即便该公司早就开发AI医生以及医学影像AI辅助诊断等相关产品，但公司市值也被压缩至不足8亿港元。

南方基金一位港股基金经理告诉证券时报记者，港股投资不仅要关注企业的基本面，同时要密切关注港股流动性的重大变化，如果缺乏流动性的支撑，许多港股公司哪怕在基本面优秀的情况下，也可能出现很大的折价，比如过去几年，有一些机构重仓的优秀公司，基本面很好，但股价跌幅很大，主要逻辑就在于流动性不足。“像A股这样的在岸市场，流动性充沛，参与者众多，因此基本面良好的公司更容易被投资者挖掘，然后被快速充分定价。但在港股市场资产定价往往没有那么有效，其实给了投资人在底部仔细研究公司，耐心挖掘潜在投资标的的机会。”上述基金经理强调。

公募量化投资积极探索AI应用 模型“黑盒”难题尚待解

证券时报记者 王小羊

近年来，随着人工智能(AI)技术的飞速发展，量化投资领域正迎来新一轮深刻变革。

以生成式AI为代表的新一代模型兴起，颠覆了传统数据处理方式，促使基金公司加速探索AI的深度应用。面对海量且复杂的金融市场数据，算力资源分配与稳定性也逐渐成为AI量化模型的制胜关键。

不过，尽管AI技术在量化投资领域展现出强大潜力，模型的“黑盒”特征(指的是那些内部工作原理对用户不可见的系统或模型特征)以及相应的可解释性不足依然困扰着业界。多家机构指出，AI模型要真正发挥作用，还需要提升模型的透明度与可解释性。

公募量化投资不断优化

近年来，AI技术的快速发展使得数据应用场景发生深刻变化，传统的因子模式也面临巨大的冲击，中大型基金公司开始纷纷探索AI的深度应用。

在接受证券时报记者采访时，路博迈基金副总经理、CIO兼基金经理魏晓雪详细阐述了人工智能技术在量化投资中的关键作用。在梳理

量化策略模型的发展史时，魏晓雪介绍，量化1.0是简单选股策略阶段，以基本统计方法为主，使用简单数学模型进行投资分析，主要依赖于人工挖掘因子，波动控制具有一定的局限性。量化2.0是多因子模型阶段，使用多因子模型捕捉线性信息，通过更多样的数据集提高准确性与稳定性，缺点是人工依赖度高。量化3.0则是AI加高频交易，使用AI机器学习算法识别和捕捉非线性的股票高频特征，预测短期股票价格波动。不过，这一模型也有缺点，即因子衰减快，预测周期较短。

随着DeepSeek正式落地，路博迈的量化3.5模型也在此基础上应运而生。其选股频率为周度调整，这一高频更新特征也是AI量化效率的重要体现。

路博迈基金认为，相较于传统模型通常采用的月度调整机制，量化3.5通过更高频次的动态调整，能够更有效地捕捉短期市场机会，展现出更强的灵活性和适应性。

浙商基金也表示，LLM模型(大语言模型)被不断优化，极大地降低了文本数据的应用难度，量化可以利用的文本数据呈指数级增加，量变引发质变。日常实践中，多模态、生成式大模型对于日常工作的辅助，对于认知的重构已经非常显著。未来，AI量化投资方法会不会有天

翻地覆的变化，也值得期待。

算力仍是基石

AI技术在量化投资中的运用，与金融市场数据的爆炸式增长息息相关。在魏晓雪看来，在传统的量化处理中，投资者主要依赖价格、成交量等结构化数据，而随着信息技术的飞速发展，新闻、社交媒体、财报文本等非结构化数据的涌现，给投资分析带来了巨大挑战。AI技术，特别是自然语言处理和图像识别等技术，能够高效地处理和分析这些海量的多维度数据，挖掘出传统方法难以捕捉的信息。

目前，路博迈集团量化策略的管理规模已接近百亿美元，覆盖发达市场和新兴市场的股票与债券。因此，算力成为了支持策略运行的关键。魏晓雪透露，路博迈总部每天处理的数据量已达太字节(T024GB)级别，相关的数据处理经验能够支持模型高效处理海量数据，并进行持续优化。

银河基金对DeepSeek-R1的观察同样证明了算力的重要性。1月20日，DeepSeek-R1正式发布并同步开源模型权重。然而，由于短期内用户需求的大量爆发，造成了自有算力紧张，2月6日，该模型暂停了API服务充值。这

也从侧面说明，面对大规模用户需求时，算力资源的分配与系统稳定性成为制约AI模型发展的关键因素。

模型“黑盒”难题尚待解决

虽然当前AI技术为量化投资带来了诸多突破，但在多家机构看来，现阶段模型仍是偏“黑盒”的特征，可解释性较弱，制约了其在金融领域的进一步深入应用。

浙商基金指出，当下端到端赋能投资的AI模型、机器学习模型仍是通过堆砌大量数据和构造比较复杂的模型去输出结果。这样，一方面可解释性不高，可能不适应金融场景，另一方面可能存在模型过拟合的问题。

尤其在生成式模型爆发后，模型在研报阅读、财报梳理、简单的代码生成等方面具有强大优势，但生成式模型的发散思考能力又与传统量化的确定性投资建议存在冲突。这意味着，虽然生成式模型的应用显著提高了可解释性，但也带来了可追溯性降低的问题。

对此，浙商基金认为，未来AI量化投资的发展方向应当还是以多模态的生成式模型为主，为了追求可验证的投资能力，需要部分约束生成式模型的发散能力，提升更为准确的历

史实验知识的占比，加强与人类智慧的合作，让AI模型真正读懂人类的需求，特别是投资领域的需求。

沪上一位公募研究人士向证券时报记者表示，尽管AI技术在量化投资中的应用为市场预测、风险控制和策略优化提供了许多创新途径，但也存在不少局限性。首先，金融市场数据通常存在噪音较多、非平稳性强的问题。AI模型容易过度拟合历史数据中的异常情况，降低了预测的可靠性。此外，历史数据中的随机因素和特定时期的极端事件也可能被模型误读，导致实际市场表现不及预期。

与此同时，模型所假设的理想市场条件与现实交易环境存在较大差距，频繁的交易可能带来显著的交易成本、滑点及流动性风险，进一步影响策略的实际效果。此外，由于金融市场易受政治、经济以及心理因素的多重干扰，突发的“黑天鹅”事件通常超出模型的预测能力，这也意味着纯粹依靠历史数据训练的模型在面对极端市场状况时可能表现欠佳。