

财通基金金梓才:

AI进入基本面向上阶段 今年关注三条投资主线

证券时报记者 裴利瑞

前度牛郎今又来!时隔一年,AI(人工智能)板块再度卷土重来,成为今年A股市场最炙手可热的投资主线之一。

“与去年相比,今年的AI行情已经不再仅仅是主题投资和概念炒作。”近日,财通基金副总经理、权益投资总监金梓才向证券时报记者旗帜鲜明地表达了自己对AI行情的观点。

金梓才是一位TMT(科技、媒体和通信)行业研究出身的基金经理,他早在2019年便因科技股投资闻名,随后不断完善投资框架,将能力圈拓展到化工、农业、电力等多个领域,逐渐形成了中观景气行业轮动的投资风格。自2023年一季度以来,他再次捕捉到本行科技行业的投资机会,大幅加仓AI板块中的算力、应用、数据等方向,全面拥抱AI浪潮。

近日,在接受证券时报记者专访时,金梓才回顾了自己去年投资AI的得失,展望了未来AI产业的投资图谱,也首度公开回应了外界关于他行业轮动、业绩波动较大等疑问。

AI算力已进入基本面向上阶段

证券时报记者:很多人把AI比作第四次工业革命,你认同吗?在你眼中,AI的投资图谱、产业周期位置是怎样的?

金梓才:什么是工业革命?我觉得是要创造出新的生产力、新的市场、新的需求。在上一轮科技股行情中,很多人说5G是一场工业革命,但回过头来看,它可能只是一次产业升级。AI就符合了“新”这一标准,它帮助我们用算力、大模型完成一些工作,这是一种生产力的巨变。

我们可以把AI驱动的这场工业革命分为三个阶段。第一阶段是大模型不断迭代成熟,从文生文到文生图,再到文生视频,这一阶段可以看到大模型不断升级和迭代;第二阶段是大模型进入成熟阶段后,与越来越多的终端融合,比如手机、PC、汽车等,渗透我们的生活;第三阶段则可能出现原生的由AI模型驱动的应用,这也是完全可以期待的。

现在可能还处在第一阶段的中前期,目前海外科技巨头在大模型端出现明显的竞赛趋势,使得大模型升级迭代速度远超预期,而算力作为AI模型的基础设施,需求有望持续火热。所以在这个阶段的AI投资,要紧紧围绕海外算力这个方向。

证券时报记者:去年的AI行情大概持续了半年时间,此后便遭遇大幅回调,今年的AI行情到了什么程度,你对于市场走势怎么看?

金梓才:去年上半年的AI还处于主题投资,三季度基本面才逐渐走出来,但当时股价所处的位置已经提前透支了基本面,所以股价发生了调整。与去年AI行情相比,今年的AI行情,尤其是算力板块的相关行情已不仅仅是主题投资和概念炒作,从2023年四季度开始正式进入基本面向上阶段。所以,如果说去年的AI行情是普涨,今年AI的投资方向更为聚焦,我们更看好以光模块为代表的参与海外AI算力建设的板块。

证券时报记者:今年Sora问世后,算力产业已经在近期领跑市场,未来还能保持这种强势吗?

金梓才:首先,Sora作为文生视频的模型,如果进入大规模推广阶段,它对算力端的消耗是非常大的,这会显著推高市场对海外算力高增长的预期天花板。另一方面,Sora的推出也会明显推动海外厂商文生视频模型竞赛,作为基础设施的海外算力板块,其高增长的持续性和确定性有望进一步增强。

证券时报记者:当前国内算力产业发展情况是怎样的?有哪些进步和困境?

金梓才:客观来说,国内算力目前建设仍较大程度依赖于英伟达的GPU(图形处理器),去年10月17号美国BIS(商业信息系统)新规之后,英伟达主流的H800/A800被迫退出国内市场,所以这小半年的时间,国内算力建设受到了一定阻碍。

但国内AI长期高速发展态势是必然,所以当英伟达退出后剩下的算力缺口,给了国产GPU厂商很好的切入机会,在与下游客户磨合过程中,国产GPU厂商的升级迭代速度得到提升。



财通基金副总经理、权益投资总监 金梓才



与去年AI行情相比,今年的AI行情,尤其是算力板块的相关行情已不仅仅是主题投资和概念炒作,从2023年四季度开始正式进入基本面向上阶段。所以,如果说去年的AI行情是普涨,今年AI的投资方向更为聚焦,我们更看好以光模块为代表的参与海外AI算力建设的板块。

从自身的行业投资实践来看,我们得出一个结论:当聚焦于单一风格或行业无法给投资者提供长期回报时,就需要去做一些行业轮动、周期轮动。

今年有可能是主动权益投资的大年,只要一些主要的机构重仓股能把基本面守住,把科技阵地守住,就有望形成主动权益基金取得良好收益的契机。



财通基金/供图 周靖宇/制图

长期维度来看,看好国内算力产业发展,在GPU的供给格局上,国产GPU会逐渐缩短与英伟达等全球领先GPU的差距,在国内市场取得较大份额。

做行业轮动是适应A股市场的选择

证券时报记者:你是做科技股投资出身,但后来也买过化工、养殖、电力股,形成了行业轮动的投资风格,以至于有声音质疑你风格漂移,你怎么回应这个问题?

金梓才:A股市场有两大特征:一是股价波动比较大,而且容易情绪化;二是大部分上市公司在全球产业链中处于制造服务环节,对终端的定价权相对较弱,所以基本面的波动也比较大。

从自身的行业投资实践来看,我们得出一个结论:当聚焦于单一风格或行业无法给投资者提供长期回报时,就需要去做一些行业轮动、周期轮动。以2016年和2023年为例,这两年有一个共同特征,就是市场上缺乏兼具确定性和成长性的大的产业趋势,这时为了优先保证投资的确定性,就会寻找一些胜率比较高的方向,包含化工、养殖、电力等非成长板块,这并未偏离我们以产业研究为基础的价值发现的投资理念。

市场环境和风格总在不断变化,我们的最终目标是打造一个能适应各种市场环境、各种市场风格的基金产品,能有效帮助投资者获得长期收益。在实现这个目标的过程中:第一,我们敢于走相对难的路;第二,不断完善方法论,争取在不同的产业周期中,抓住周期的底部和顶部;第三,也许过程中产品会有业绩波动,但我们始终坚持朝着为投资者获取长期投资回报的方向努力前进。

证券时报记者:面对近两年市场风格、行情热点快速轮动,然后迅速泡沫化的市场,你作为行业轮动型选手是怎么应对的?

金梓才:我们团队的总体投资框架强调“行业景气+个股空间+动态优化”缺一不可、三位一体,其中“动态优化”就是为了适应市场风格、行情热点的切换。

动态优化是指在不同时期、不同阶段对什么样的公司有阿尔法要有清晰认知,并根据外部环境与行业自身变化去做调整。动态优化的核心是对基本面的把握,力争在股价预期不高的时候做配置,这是我们想要追求的一个比较好的结果。

另外,从团队投资框架建设本身,我们应对这种市场行情是有一定优势的:首先,我们在投资框架和理念的打造上是贯穿很多行业的。我们把行业层面的框架提炼出来,研究出来的规律可以应用到很多行业。其次,我们非常强调核心思维,总结最核心的东西。所以不管面对任何的机会、任何的行业,都会力求在纷繁复杂的信息中把握投资的本质。最后,我们团队内部有自我

批判的反思思维。

证券时报记者:追踪产业景气度的核心思维是什么?

金梓才:实际上就是如何筛选出一个上行的行业的问题,对这个问题强调三点——空间要大、确定性要高、性价比要合适。

从实践来看,有两点可以关注:第一,我们复盘过,A股市场的估值提升大概率跟ROE(净资产收益率)正相关,市场大部分的参与者是顺周期思维,所以抓住一点逆向思维的特点,就相对比较容易把握。第二,如果在一种类型的行业里面找,很容易出现要见顶的时候大家都一起见顶的情况,如果不把自己的眼光跳开,寻找少部分领域,很难找到其他行业的机会。

未来要提高对产业节奏的把握能力

证券时报记者:因为重仓AI,你在去年的业绩压力比较大,特别是下半年遭遇了比较大的回撤,你怎么看待自己去年的投资?有哪些反思或者总结?

金梓才:去年的投资让我意识到了在应用自身框架上的一些遗憾,比如对产业景气发展节奏的把握。在去年的

AI行情中,AI应用一开始并没有业绩,而且发展也没有那么快,所以当时配置了一些应用层面的公司回撤相对较大。实际上我们对景气行业的方向判断和选择都是对的,唯一缺憾是对节奏的把握稍微欠缺。我们未来肯定会继续迭代更新投资框架,尽量给投资者带来更好的持有体验。

同时,我也一直在思考,在宏观经济承压,市场没有明显的景气向上主线,市场波动主要围绕事件估值波动而对盈利不敏感的背景下,我们中观景气行业轮动框架是否还适用呢?

我们的答案是:这个投资框架并没有失效,仍然适用。但需要强调的是,我们定义的景气就是指中长期趋势的产业景气,周期至少以年度为单位的,而不是短视地追逐市场热点。虽然短期市场可能围绕事件催化来博弈预期,但长期终究会有比较明确的产业行业趋势帮助我们把握投资方向。

证券时报记者:你是怎么把握行业板块、产业周期的轮动节奏的?

金梓才:首先,对主要产业做重要性排序,比如AI、新能源车、光伏、化工、消费等产业中,当前最有空间的产业趋势肯定是在AI;其次,需要判断产业周期的位置,对于一些主题投资、概

念炒作,没有商业模式也讲不清楚产业前景的投资机会,我们不会参与,只有等到产业规模化后才会介入挖掘阿尔法;最后,判断股价和基本面有没有错位,找到业绩持续兑现且能和股价形成良性驱动的投资阶段,规避股价已经泡沫化的最后阶段。

我们常常复盘过去的投资,看哪些细节可以做得更好。比如,我们发现对产业周期是否高点、股价是否透支的精准判断尤为重要。举个例子,2021年我们的基金一度有非常不错的收益表现,但当时重仓行业的上涨可能是由一些不可持续的因素在驱动,导致后期表现逐渐出现泡沫化,股价提前见顶,我们因为晚走一个月,回吐了一定涨幅。当一个不可持续的非基本因素给行业带来超高景气度增长时,市场是很聪明的,会提前预判见顶。

所以,当市场情绪酝酿到“疯狂”程度的时候,恰恰需要我们保持冷静,去做一些逆人性的思考和选择。要做到逆人性,就需要更深度的研究,需要勇于跳开自己看好的板块,寻找其他板块的投资机会,这样才能把行业轮动、周期轮动的节奏把握得更好,收益率才能有进一步提升。

证券时报记者:怎么看待高景气赛道的高估值问题?对于估值的容忍度是怎样的?

金梓才:估值是个相对概念。估值的本质是对未来增长程度的反映,高景气赛道虽然静态看估值很高,但动态看,远期业绩是爆发式增长的,估值消化能力特别强,折现回来再去算它的估值,也就不那么贵了。反之再便宜的公司,如果未来业绩是下滑的,虽然静态看很便宜,但未来的盈利贴现回来,发现其反而估值很高。

因此,估值一定是个动态的、相对的概念,不能刻舟求剑。因此我们对于估值的容忍度是比较高的,我们更在乎的是回归到行业景气本身,回归到公司未来成长性本身。

今年有望迎来主动权益投资大年

证券时报记者:这两年A股的散户化特征,游资风格比较明显,今年还会这样吗?是否会对机构投资者的投资形成挑战?

金梓才:这个现象在去年是比较明显的,因为2023年年初,市场对基本面预期过高,导致去年整体进入了一个预期不断向下修正的过程,很多机构重仓股明显下行。但今年会发现,有一些公司已经走出了典型的“机构长牛股”特征,比如在春节后,有相当一些公司率先上涨,然后横盘震荡后慢慢创下历史新高,这就是典型的“机构长牛股”特征。

所以,这个问题的根源在于,股票市场是否有足够多值得投资的公司。其实在任何市场都是一样的,如果既有长期的基本面,又有短期的业绩确定性,长期来看机构投资者大概率能跑赢散户。

证券时报记者:2024年,你比较关注的投资主线是什么?

金梓才:展望2024年的行业配置,我们认为要在总量低预期,弱修复背景下寻找经济结构性亮点产业,重点可以关注三条线索:第一,关注全球产业周期共振的AI产业链;第二,关注内需板块中经历了过去两年供给端出清的一些公司;三是关注出海供给优势较为明确的行业,尤其是“国内供给优势+海外需求改善”的细分方向。

今年有可能是主动权益投资的大年,只要一些主要的机构重仓股能把基本面守住,把科技阵地守住,就有望形成主动权益基金取得良好收益的契机。

高换手率成双刃剑 基金经理反思择时不当

证券时报记者 赵梦乔

随着基金年报披露结束,公募基金2023年换手率数据也随之出炉。换手率即持股周转率,反映的是在一定时期内买卖操作的频繁程度和市场活跃度,从该数据中也能窥得基金经理在震荡行情中的持仓风格。

从净值来看,涨幅居前的基金多数得靠基金经理操作得当,通过波段踏准风口或采取守势积累了收益;但也有基金经理在下跌行情中择时不当,即便努力频繁调仓,也没能阻止基金净值滑落。此外,频繁操作还导致机会成本和交易成本均增加,更易加重基金的损失。

高换手率多为迷你基

据天相投顾相关数据统计,2023年换手率超过10倍的基金共有45只,这些基金多以规模较小的迷你基为主,超过2亿元的屈指可数。如泰信优势领航截至去年末仅有3100万元规模,东海核心价值更是仅有800万元。规模居前的国泰君安量化选股约为26.25亿元,但该基金策略是量化选股,11.64倍的换手率尚处合理区间。

高换手率产品在调仓换股时不易受到规模的桎梏,体现在季报中即是重仓股常常大面积更换。如东海核心价值去年一季度重仓了长飞光纤、聚辰股份和卓胜微等人工智能和计算机个股,第二季度则将十大重仓股全部更换,但整体风格仍是关注工

业制造板块;第三季度末第一大持仓股又变成了药明康德,并出现了中国人寿、赤峰黄金等风格迥异的重仓股;到了年末,前三大重仓股变成了华统股份、唐人神和天康生物等猪肉概念股。

基金经理在年报中坦言,市场全年表现较弱,期间仍然存在不少结构性投资机会,不管是2023年初的数字经济、中特估,还是下半年以北上所为代表的小盘股、华为概念、短剧概念,年内都取得了不错的涨幅。“但是整体偏主题炒作,板块轮动速度较快,投资难度较大。”基金经理表示。从业绩表现来看,在2023年A股波澜起伏的走势中,该基金全年下跌幅度约为12.5%,处于同类产品中中等水平。

绩优基金也得靠做波段

从业绩涨跌幅来看,行情的暖风不会总是吹向固定的板块,去年收益靠前的产品也得靠基金经理趁势“秀操作”。

Wind数据显示,东吴移动互联、东吴新趋势价值线等两只涨幅超过40%的主动权益类基金去年年度换手率分别超过了800%和600%,业绩居首的华夏北交所创新中小企业精选两年定开也有高达275%的换手率。

以东方区域发展为例,该基金上半年凭借重仓AI板块取得涨幅可观的业绩,且该基金在AI板块高位及时收手调仓,以防守姿态转向了以食品为主的消费板块,保住了来之不易的累计收益,曾在长达数月的时间排名居

首。该基金二季度末就开始向下跌跌久但逐渐触底的白酒板块转向,因此在下半年净值表现较为稳定,而在年报中,该基金向光伏板块的调仓也做到了“实锤”,大开大合的操作后,该基金去年换手率达到了614.71%。

华南某渠道人士认为,如果在行业轮动较快、个股表现活跃的环境中,换手率高的基金总体来讲更具优势,因为这一类基金投资风格更加灵活主动,更倾向于通过波段操作以及把握市场热点来提高基金的收益水平。

然而,还有部分基金经理稳坐钓鱼台。如嘉实基金胡涛所管的嘉实成长收益以及嘉实优质精选2023年换手率分别为8.34%和7.92%。前海开源杨德龙旗下多只产品年度换手率也不足两位数,以前海开源清洁能源为例,该基金2023年换手率仅为6.34%,四个季度内重仓股鲜有调换,宁德时代、比亚迪、隆基绿能以及亿纬锂能等更是连续多年居于重仓股位置。

前述渠道人士对记者表示,基金经理换手率低时,可能有两方面原因:一方面是由于基金经理判断不清市场行情的选择不调仓;另一方面则是由于基金经理对前期的选股、配置有较高的信心,选择继续观望以期反转。

高换手易侵蚀基金净值

但从亏损榜来看,不少基金也存在换手率较高的情况,在下挫的行情中显得十分挣扎。

如上银新能源产业精选全年下跌46%,换手率高达600%。该基金去年上半年重仓锂电股、光伏股,且均做了较大幅度的调仓,三季度内十大重仓股换了五席,四季度内更是再度换了九只重仓股。此外,大摩基础行业、东吴新经济等跌幅居前的产品也有超过1000%的换手率。

高换手率带来的,还有比例较高的佣金支出。比较有代表性的是上海一家中小型基金公司旗下一只基金产品,Wind数据显示,这只产品去年换手率高达5200%。据记者测算,该基金去年的交易佣金高达151万元,叠加管理费、托管费等硬性支出更是不少,而基金2023年整体规模约在2000万元左右徘徊,前述费用对基金净值的侵蚀可见一斑。

基金经理在年报中坦言:“本基金主要围绕新能源光伏及科技制造方向进行了重点配置……但以主题性行情居多,对于交易择时有较高要求。从全年来看,尽管相关行业基本面的演变并未明显偏离我们的预期,但我们低估了市场风格变化及资金面因素对行业估值的影响,同时在回撤控制策略方面有待进一步完善。”

有业内人士分析,当基金业绩不佳的情况下,如果基金换手率较高,那么一般都会认为是基金经理在“追涨杀跌”,无法很好地判断市场的走势,会对投资者的利益造成较大的损害;此外,在市场下跌的过程中,高换手率的基金频繁进行调整,机会成本和交易成本均会增加,而且如果调整结果不理想,更会直接加重基金的损失。

