

国海富兰克林基金徐荔蓉:

港股正迎质变时刻 万亿级“北水”重塑定价权

证券时报记者 裴利瑞

“港股的投资者结构正在发生一次从量变到质变的过程。”国海富兰克林基金总经理兼投资总监徐荔蓉近日在接受证券时报记者专访时作出如此判断,在他看来,随着南下资金影响力的持续提升,港股的定价逻辑、市场生态乃至波动节奏都在被重塑。

徐荔蓉认为,站在当前时点,港股的估值修复远未结束。在全球资产低配和国内流动性充裕的双重驱动下,港股具备长期向好的坚实基础。尤其以互联网巨头为代表的核心资产,其传统业务基本面已稳固见底,而AI(人工智能)带来的长期价值尚未被市场充分定价,存在巨大的重估空间。

“北水”重塑港股定价权

“以前港股是很典型的离岸市场,虽然并不缺长线投资者,但定价权主要掌握在海外资金手中。”徐荔蓉回忆道,“我们会发现,港股很容易隔几年就出现一个大的波段,只要在高位卖掉,耐心等着它跌回来再买入,投资相对容易把握,这与港股的离岸市场特点密切相关。”

徐荔蓉表示,这一交易特征“类似十年前的韩国”。彼时,韩国市场作为全球配置中的“边缘”市场,外资的进出主导着市场节奏,而韩国本地投资者则在这个过程中学会了与外资反向操作。

然而,这一维持多年的市场生态,正随着内地资金的持续南下而被深刻改变。

徐荔蓉指出,过去十年,内地资金曾数次高喊“跨过香江”,但大多折戟,而这一次,情况已截然不同。“最大的不一样是在房地产市场吸引力下降的背景下,我们的流动性释放出来了,国内庞大的居民储蓄正在寻找新的资产出口。”

Wind数据显示,过去十年,港股通累计净流入资金为5万亿元人民币,但仅今年以来,净流入规模就已突破1万亿元人民币,成交活跃时,南下资金的交易额占港股整体的近50%。



国海富兰克林基金/供图

“这次的流动性转移是一个量变到质变的过程,可能会发生根本性的变化,最核心的标志是部分资产的定价权已经发生转移。”徐荔蓉观察到,在许多港股通标的中,A股投资者的影响力与日俱增,例如,某互联网巨头的南下资金持仓比例已接近17%,且未来可能继续上升到20%左右。

在一些中等市值的公司中,这种“港股A股化”的趋势更为明显。“我们观察到,一些中小公司的南下资金持仓占比甚至达到了60%至70%,这类中小公司,国外的卖方覆盖不足,做空动力也有限,其定价权转移会持续发生。”徐荔蓉判断。

估值、流动性、盈利 “三箭齐发”

展望后市,徐荔蓉认为,驱动港股长期向好的核心逻辑坚实而清晰,主要体现在估值、流动性和盈利三个层面。

首先,港股的估值修复虽已启动,但远未到位。徐荔蓉认为,尽管港股经历了一

轮显著反弹,但整体估值水平仅仅是“接近正常水平,还没有完全恢复到正常”。

其次,全球与国内的“两股活水”正汇流香江,特别是全球投资者对中国资产仍处于显著的“低配”状态。徐荔蓉指出,中国GDP占全球比重约17%,但包括A股、港股、中概股在内的中国权益资产总市值,在全球占比仅为6%至7%。

他援引一家全球咨询公司的交流信息称:“目前中国资产uninvestable(不可投资)的客户比例相较于两年前已大幅下降,意味着全球投资者对中国资产的重估其实刚刚开始。低配终将恢复,我们预计配置比例会修复到15%至20%之间,这对流动性来说是长期巨大的支持。”

最后,核心资产的盈利基本面已出现拐点。徐荔蓉认为,港股的盈利结构在很大程度上取决于以互联网、金融为代表的权重行业,但市场此前对互联网巨头的盈利增长预期过于悲观。“这些公司虽然和宏观强相关,但一定意义上是领先于宏观经济的。当企业对未来预期好转时,会率先增加广告投放和流量购买,这将直接利

好互联网平台。”他解释称。

“A+B”估值模型 重估互联网巨头

对于港股最具代表性的互联网板块,徐荔蓉创造性地提出了一个“A+B”的估值模型。

模型的“A面”,是其与宏观经济关联度高的传统业务,如广告、电商、游戏等。他认为,市场对这部分业务的增长预期给得过低,随着经济逐步企稳和消费复苏,其盈利和估值都存在向上修正的空间。接下来的几个季报里,市场大概率看到这些公司的业绩慢慢修正预期。

而模型的“B面”,则是以AI为代表的未来增量业务。他认为,这部分价值目前被市场严重低估,“中国到目前为止,除了A股的光模块等硬件已经比较充分地定价之外,其他AI相关资产的估值都还没有完全体现出来。”徐荔蓉指出,市场仍在纠结于互联网巨头在AI上的巨额投入能否收回成本,但这恰恰忽略了其背后庞大的战略价值。

他以美国科技巨头的经验作为参考系。“美国过去两三年已经走过了这条路,相关巨头的表现已经验证了AI的商业价值。对于它们现在是不是接近泡沫阶段,市场上仁者见仁,但中国的互联网公司离那个阶段还相距甚远。”他坚信,对于拥有超级APP和海量用户的互联网平台,无须太过担心其AI应用的落地和变现能力。

谈及具体的布局策略,徐荔蓉表示,过去几年,国海富兰克林基金在港股主动型产品的管理上延续了A股的“底仓”投资文化,团队一以贯之地延续了均衡配置、偏逆向的投资风格。

“港股不太会像境内市场那样形成偏单边的行情,它的主要趋势会经常性地被投资者的资产配置变动所打断。”他认为,“这种波动性恰恰为逆向投资者提供了绝佳的布局机会。在A股可能错过就错过了,但港股的波动对机构投资者来说,反而是增加阿尔法收益的好地方。”

在当前固收投资难度显著提升的市场环境下,中欧基金实现了逆势增长。截至今年三季度末,其债券型基金规模已达1670亿元,较年初增长近500亿元,并连续11个季度保持规模增长。

国泰海通证券数据显示,截至2025年9月30日,在固收类中型基金公司绝对收益排名中,中欧基金近1年、2年、3年及7年投资能力均位列第一。

面对低利率、高波动与资产荒加剧的新周期,中欧基金固收团队自2023年起推动体系升级,从依赖个人能力转向组织协同,构建了覆盖现金管理、利率及指数、信用策略与固收增强的全品类产品体系,并涌现出一批绩优产品,推动固收业务步入发展快车道。

固收体系 实现“工业化进阶”

当时针拨回2023年,中欧基金率先开启“资管工业化”的投研实践,大刀阔斧升级固收业务,搭建起覆盖全品类固收策略的专业战队。

拥有逾20年证券从业经验的陈凯杨,自2023年加入中欧基金后,便主导搭建固收业务体系,并推动投研框架向“工业化”升级。他强调,高战斗力团队需具备流程明确、分工清晰、协同高效的特点。

目前,中欧固收团队五大策略模块同步就位:现金及短债组由黄海峰牵头、利率组和指数组由雷志强负责、信用组由闫沛贤主导、混合资产组专责固收增强策略,由邓欣雨推进。同时配套两大研究团队,与固收投资部同为一级部门的信用研究部由吕修磊牵头,固收投资部下的研究组由王申带领。五大投资策略组和两大研究团队,共同构成了研究驱动投资、系统协同的固收投研生态。

在管理机制上,陈凯杨强调专业决策与高效响应,主张投资应依靠系统化研判与团队协作,而非仅凭经验或资历。为此,中欧固收团队持续推进投研“工业化”建设——以专业分工为基础,提升策略协同与执行效率。

目前,团队已初步实现宏观、信用、股/债/转债等多策略信息的模块化管理,支持跨策略快速调用。下一步将继续引入细分领域专业人才,推动从信息到决策的“工业化”闭环。

随着投研流程标准化、分工细化与系统模块化逐步落地,团队协同半径显著扩大,策略调用效率持续提升。陈凯杨表示,通过持续引入专业力量、提升数智化水平与跨策略联动,中欧固收的“工业化”体系正逐步走向成熟。

现金短债的应对之道

在整个中欧固收战队中,黄海峰所带领的现金及短债组,是离市场“资金脉搏”最近的前线部队。他负责的产品覆盖货币、同业存单、短债、中短债等,整体策略以短久期为主,不仅要稳住收益中枢,更要应对高频的申赎冲击和流动性管理挑战。

具体到实操中,面对突发事件冲击下的债市深度调整与银行理财赎回带来的流动性压力,需要在前期识别风险苗头,提前主动下调组合久期与杠杆,并通过新申购资金及时配置资产,有效摊薄杠杆水平。

面对持续压缩的信用利差,中欧基金的信用债策略致力于在精细博弈中寻找确定性收益,这要求投资团队具备极强的个券判断力与交易执行力。此外,黄海峰提到一套重要理念——避免激进加杠杆、回避高波动标的、拒绝过度交易。在他的投资逻辑中,固收策略的核心从不是“搏一把”,而是通过结构优化和节奏把控,实现风险的可约束与收益的可持续。

在团队管理上,黄海峰也致力于构建一个风格稳定、定位清晰的产品体系。他将团队按客户类型和产品方向细化分组,避免风格漂移带来的业绩波动或客户预期错配。在实盘博弈中,黄海峰和他的团队始终保持对市场节奏的高度敏感,在高波动中寻找结构机会,在低利率中提炼超额收益。

“固收+”边界外拓

在“固收+”业务中,邓欣雨负责策略研发、组合配置与风险管理,推动各类固收增强策略的构建与实施。

他始终坚持“配置为本,增强为辅”的理念,强调战略配置与战术配置并重。邓欣雨认为,合理的资产配置是收益的基础,只有在稳健的配置框架下,增强策略才能真正发挥作用。

在具体实施中,邓欣雨将高等级信用债作为核心底仓,叠加股票、可转债等波动属性各异的资产进行有序拼装。在产品策略设计上,他尤其重视策略的可落地性,并通过扩大已有优势品类、加强执行环节,逐步构建具备放大效应的组合体系。目前,在他领导下的混合资产组,已开发了五大转债增强策略和六大数据增强策略,一方面积极争取超额收益,另一方面追求显著改善夏普比和卡玛比。

邓欣雨认为,在当前低利率环境下,“固收+”基金更值得风险偏好较低的投资者关注。相比纯债产品,“固收+”通过引入多元资产增强收益,具备更强的适应能力,通过分散策略和低相关资产配置,有助于平衡回撤与波动,提升组合稳健性。

与此同时,在邓欣雨所主导的混合资产组中,有多位风格互补的基金经理与研究员各展所长,覆盖资产配置、转债、股票与量化策略多个方向,不断拓展超额收益的来源。

在“资产荒”愈演愈烈的背景下,“固收+”已成为各大公募基金业务布局的必争之地。中欧固收团队认为,这不是一次追逐短期排名的“百米冲刺”,而是一场以结构稳定性为根基的“马拉松”。他们相信,能够穿越周期的,从来不是单一时点的高收益,而是长期可复制的策略体系与执行机制。

长城基金曲少杰:

港股估值进入“放心区间” 高毛利优质资产仍稀缺

证券时报记者 李明珠

2025年港股市场表现亮眼,恒生指数与恒生科技指数领跑全球主要股票市场。目前,长城基金国际业务部副总经理曲少杰在接受证券时报记者采访时表示,2026年港股市场有望走强,当前估值已进入“放心区间”,需理性看待市场波动与上涨节奏。

曲少杰认为,美国步入降息周期,理论上有利于成长股,美联储降息这一单一宏观变量并非决定股价的核心因素,投资仍需回归行业趋势与企业自身成长潜力,并持续看好科技创新驱动的结构性机会以及具备高盈利壁垒和强大护城河的新消费领域优质企业。

三大趋势支撑2026年港股

曲少杰深耕海外市场,其投资风格稳健且灵活,所管产品中长期业绩表现突出。他认为,明年港股大概率实现正收益,但投资者应理性看待涨幅,因其更多取决于上市公司业绩增速。今年市场走强主要缘于估值修复,当前估值处于合理偏低水平,并未出现泡沫。

曲少杰对2026年港股持乐观态度,但他强调健康的上涨应源于企业盈利的切实提升,而非单纯依赖估值扩张。他同时指出,“逆向思考”是其投资的关键,需警惕涨幅过大资产的风险,并关注超跌优质资产的机会。

曲少杰指出,港股走强主要受益于三大趋势:首先,科技创新强周期驱动。AI与新消费双主线发力,全球正处于科技创新密集期,中美将科技创新列为核心国力竞争要素,而港股作为中国科技互联网公司的核心上市阵地,直接受益于AI产业红利;同时,消费分层趋势下,新消费领域孕育出高成长性投资机会,进一步为港股提供业绩支撑。



长城基金/供图

其次,外资回流趋势延续。前几年外资低配中国核心资产,但2025年已从“流出”转为“流入”,虽暂未大额进场,但外资对中国核心资产的长期价值已形成认可——中国科技互联网、机器人、人工智能等赛道处于全球领先地位,且估值具备性价比,2026年外资有望持续加大配置,成为港股走强的重要资金助力。

此外,南向资金深度托底。Wind数据显示,截至12月4日,今年以来港股通南向资金累计净流入超1万亿港元,自港股通开通以来累计净流入规模已突破5万亿港元,在港股市场的权重持续提升;南向资金呈现鲜明的逆向投资特征,往往在市场下跌时加大买入力度,为港股提供稳定的流动性支撑,夯实行情延续的基础。

曲少杰以港股新消费为例阐释其选股逻辑:尽管行业前景向好,但分化显著,关键在于甄别能持续保持高毛利的公司。例如,他于2023年三季度左侧布局某龙头公司,其后业绩与股价双双走强。他认为,高毛利赛道虽易引发模仿潮,但拥有强大品牌或产品力等护城河

的企业,即便定价高于同行,仍能获得市场青睐。

“新消费板块中,真正实现高毛利且能持续兑现成长业绩的公司仍属稀缺。”曲少杰总结道,“投资必须坚持严格筛选,聚焦财务健康、壁垒牢固的优质标的。”

在美股投资方面,曲少杰重点关注科技类资产,尤其是围绕人工智能的产业机遇。在他看来,AI是具备长期发展动能的方向,因此在投资上采取多点布局而非单点押注。

“大模型公司我基本都有覆盖,不局限于某一家。比如在算力层面的GPU领域和ASIC领域的龙头,也关注为它们提供制造服务的上游企业。这些‘卖铲人’,掌握着最先进的制程产能,而产能能在当前产业环境中属于稀缺资源,尤其看好其在产业链中的关键地位。”

海外投资可关注哑铃策略

曲少杰坦言,当前国内投资者对海外投资产品的需求非常强烈,但公募基金QDII产品的规模不能满足市场需求。作为长城基金国际业务部的负责人,他正致力于推动海外产品线的多样化,涵盖港股、美股,未来还可能进一步拓展。

“我们在港股产品线上布局较广,包括红利、医药、科技等细分领域,明年我们会继续布局。”曲少杰表示。

对于投资者的海外资产配置建议,曲少杰提倡“哑铃策略”:一端配置稳健的高股息资产,以降低组合波动;另一端适当配置成长股,以捕捉市场机会。他特别强调,风险偏好较高的投资者可以多关注成长股,但需具备一定的逆向投资能力,能够在市场底部时果断布局。

“无论是港股还是美股的投资,最终都要回归企业基本面和长期成长逻辑。”曲少杰表示。

解码中欧基金固收“工业化进阶”:从个人决策转向系统作战

证券时报记者 王小芊