备战四季度，公私募的共识与分歧

张大伟 制图

◎记者 陈玥 马嘉悦

临近四季度，如何在盈利修复的确定性与估值波动的不确定性之间，找到合适的资产配置“解法”？

对此，公私募机构的路径分化愈发清晰：公募秉持“科技+红利”再平衡策略，致力于修复净值；私募则更强调结构分化与自下而上选股，以攻代守。

“四季度结构性行情有望延续，机会或将大于风险” 渐成机构共识，但在宏观预期、海外流动性博弈与AI商业化验证的三重变量下，市场的容错率正在降低。“当预期定价让位于盈利兑现，真正的超额收益或许不再取决于对风口的追逐，而是来自对产业趋势与估值匹配度的耐心甄别。”一位基金经理对上海证券报记者说。

共识凝聚 变量犹存

经过三季度以来的调整，对于四季度，多家机构在谨慎中多了些期待，“结构性行情有望延续”成为公私募的共识。

“过去几个月，股票市场延续结构性分化。科技成长板块经历调整与修复，传统产业和消费相关资产的表现则受到需求与盈利预期的制约。市场对产业趋势的关注仍然较高，但产业发展空间并不直接等同于投资回报，买入价格、竞争格局和盈利兑现同样重要。对于长期资金而言，既要理解技术进步带来的变化，也要审慎评估当前估值所隐含的乐观假设。”对于后市，易方达基金权益投资管理部副总经理、基金经理郭杰的态度相对谨慎，他预计四季度市场运行仍将呈现结构性特征，政策传导、企业盈利和外部环境等因素都将影响预期变化。

基金经理依然高度重视宏观、海外等因素。“我比较关注四季度的美联储政策和国际油价，这些预期的变化会影响北美和亚洲主要资本市场的流动性，进而影响A股和港股的风险偏好。但机会也来源于此，一旦宏观扰动的不确定性消除，特别是油价出现见顶回落的迹象时，可能是一次不错的做多机会。”南方基金旗下南方人工智能主题混合基金经理罗安安说。

好买基金研究中心统计19家私募的最新市场观点发现，多数认为A股大概率延续结构性行情，行业与个股层面或进一步呈现再平衡趋势。

“四季度A股上市公司的业绩有望持续修复，尤其是持续兑现盈利的科技股或将出现反弹。但也要看到，四季度市场面临两大宏观因素的考验：一方面，若美联储连续加息，且单次加息幅度超过25个基点，那么要警惕流动性风险；另一方面，若国际油价持续处于高位或进一步冲高，全球需求将受到压制。”畅力资产董事长宝晓辉坦言，四季度市场可能会迎来不错的反弹窗口，结构性机会丰富，但要紧密跟踪宏观情况。

星石投资认为，8月以来市场风格已有所平衡，做多非AI板块的机会成本明显下降。展望后市，四季度市场整体或将保持震荡上行，结构性机会表现会优于整体指数，市场风格有望保持均衡。

科技分化 订单为王

无论是从仓位还是从产业趋势来看，科技投资依然是机构关注的重中之重，但板块内部分化或将在所难免。

“参考历史情况，进入四季度，一些高预期高估值板块往往会显著调整，这既是资金获利了结也是低位布局明年的机会。因此，四季度科技投资要优中选优，对于已充分反映2027年预期的标的，可适当降低仓位。同时，一些已充分调整且2027年景气度有望拐点向上的板块值得重视。总体而言，科技主题产品可在板块内部进行再平衡。”罗安安表示，其看好的方向包括AI Agent爆发带动应用创新的产业趋势，以及国产半导体加速扩产带来的机会。

易方达科技创新基金经理蔡荣成表示，科技板块在经历上半年的大幅上涨和三季度的回调后，正经历从“预期驱动”到“兑现驱动”切换后的全面检验。市场对AI的认知正在有规律地收敛——从关注 “产业有没有”，到关注“公司赚不赚钱”，再到关注“能不能持续赚钱”。认知的收敛最终会带来定价的收敛，业绩验证的过程本身就是定价重新排序的过程。“我们仍然会沿着供需格局寻找机会，关注景气度持续、供给紧缺的环节，以及竞争格局清晰、具备持续盈利能力的公司。此外，AI驱动的量价齐升正在向更多行业扩散，带来的再定价机会可能尚未被市场充分认知。”蔡荣成说。

浑瑾资本创始人李岳表示，在下一个应用场景尚未打开的前提下，明年头部科技公司1.5万亿美元至2万亿美元的资本开支，需要的ARR（年度经常性收入）可能会达到6000亿美元至7000亿美元。如果仅靠单个应用场景支撑，挑战相当艰巨。

对此，域秀资本董事长冯刚并不担心。他认为，AI的发展依然会持续，产业增长斜率向上，只是陡峭程度不会一直延续，“股价调整反映的是AI向上斜率的波动，而非结束”，由拥挤交易或杠杆交易导致的调整或已接近尾声。

板块轮动 多元配置

当前，机构正在深度挖掘科技之外的市场机会。

三季度以来表现亮眼的创新药板块，其长期逻辑进一步得到机构认可。嘉实基金大健康研究总监郝淼预计，四季度乃至明年，创新药产业链景气度仍将持续向上。创新药“出海”态势有望延续，将带动上游研发生产外包企业和科研服务企业的需求持续转暖。此外，随着技术加速突破，AI制药的重要性也在提升。

“AI是CXO（医药外包服务）项目发展质量与速度的催化剂。AI在设计与学习环节具有颠覆性优势，但构建与测试环节无法被算法替代：分子须经过湿实验验证后才能推进至临床阶段，由此形成‘管线爆发—安评需求增加—临床CRO（医药研发外包组织）受益—CDMO（医药合同研发生产机构）订单扩张’的传导链条。”郝淼表示，医药尤其是创新药研发周期长，具有不确定性，从管线推进到业绩兑现需要时间，板块也难免出于临床数据等因素出现短期波动。但短期波动并不改变产业中长期向好的趋势，创新药产业的“质变”才刚刚开始。

重阳投资合伙人寇志伟表示，科技板块依然值得关注，“一些尚未汇聚共识的细分赛道或存在机会”。

星石投资称，两大方向值得关注：一是AI产业链、半导体等具有产业驱动的科技成长板块；二是传统核心资产，即供需格局持续向好的行业、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。

星石投资还关注大内需板块的机会：一方面，随着支持政策稳步落地，内需板块盈利改善的基础不断夯实；另一方面，部分内需龙头公司的股价已经过充分调整，从中长期视角来看，这些公司存在估值修复的空间，头部优秀公司有望率先受益。

全球资管机构展望四季度：

长端美债收益率与油价成关键变量

◎记者 王彭

在长端美债利率攀升、油价扰动通胀预期、地缘局势不确定性反复的情况下，全球资本市场迎来四季度配置窗口期。近日，贝莱德、景顺、汇丰、法国兴业银行等全球资管机构密集发布四季度投资策略。

相关机构认为，当前全球大类资产配置正进入新一轮调整阶段：AI仍是贯穿全年的核心投资主线，但投资逻辑正从 “泛AI”向芯片、数据中心等“瓶颈资产”切换；油价波动日益成为影响美国通胀及美联储政策的关键变量；与此同时，黄金的避险与抗通胀属性全面回归，未来价格仍具上行空间。

AI投资主线未改

作为全球资本市场核心投资主线，今年以来AI板块收获亮眼涨幅——截至9月25日，费城半导体指数今年以来累计涨幅近80%。下半年以来，受多重因素影响，AI板块告别单边上行态势，呈现震荡行情，市场多空分歧也逐步加大。但从全球资管机构发布的四季度投资展望来看，AI赛道仍是其重点看好的方向。

“我们不认为AI领域存在泡沫。当前，市场正在形成一些资本解决方案，能够切实加快必要基础设施的增长和建设。”景顺亚太区（日本除外）投资解决方案客户总监克里斯托弗·汉密尔顿（Christopher Hamilton）称。

贝莱德在四季度全球投资展望报告中认为，当前AI投资主题未出现明显预警信号，但机会正从 “泛AI”转向 “瓶颈资产”，其重点关注电力、电网、芯片、数据中心等领域的投资机会。

在汇丰私人银行及财富管理环球首席投资总监威廉·塞尔斯（Willem Sels）看来，人工智能仍然是企业盈利增长的主要动力，但其目前更关注在人工智能生态系统中，能够将人工智能技术、产品或投资转化为盈利的企业及行业。

“在科技领域，我们看好云计算、半导体及人工智能技术的应用，原因是这些领域的盈利转化潜力及回报较为明显，且具有持续性。”威廉·塞尔斯称。

与此同时，中国AI产业链正日益受到全球资管机构关注。克里斯托弗·汉密尔顿非常看好中国科技生态，包括AI、机器人、自动化等领域，“我希望加强对这些领域的配置力度”。

长端美债利率成关键变量

当前，全球资本市场面临长端美债利率上行压力，彭博相关调查结果显示，逾半数受访者预判，30年期美债收益率在2026年底前或将触及6%。长端美债利率风险已成为制约全球资本市场走势的关键变量。

“当前，推动长端美债利率上行的主要因素是油价，而油价正在推高美国的意外通胀。从中期来看，油价在很大程度上取决于中东地缘局势变化。如果中东地缘局势有所缓和，油价可能会在短时间内回落，长端美债利率也会随之下行。”克里斯托弗·汉密尔顿称。

克里斯托弗·汉密尔顿表示，油价上涨是推升通胀的核心因素。若布伦特原油自当前的每桶100美元左右继续攀升至125美元，同时美债利率不断上升，将会对美国宏观经济造成不利影响，美联储可能不得不进行干预，收紧货币政策。

展望未来，宏利基金表示，短期来看，市场已计入美联储年内两次加息的预期，是否出现第三次加息的预期将在很大程度上取决于油价压力。若油价持续上行，或将加剧美联储对油价推升通胀及其二次效应的担忧。长期而言，相关走势取决于中东地缘局势、美国财政纪律、AI资本开支等因素的边际变化，而这些因素均存在一定的不确定性。

在宏利基金看来：随着降息周期结束，美股定价将更多由基本面盈利驱动，分母端估值逻辑反而受到压制；美债则呈现典型的加息初期特征，短端利率上行，长端利率维持高位震荡，期限溢价收窄。

黄金价格仍具支撑

受美债利率大幅波动、油价扰动通胀预期、全球宏观不确定性攀升等多重因素影响，黄金的避险属性与抗通胀价值再度凸显。

法国兴业银行表示，随着货币贬值交易的复苏，黄金在其多元资产投资组合中继续发挥着重要作用。除全球央行持续购金外，当前的周期性环境也对贵金属构成支撑。预计未来实际利率的下降将降低黄金作为无收益资产的机会成本，美元走弱和投资需求的复苏也将为黄金价格提供支撑。

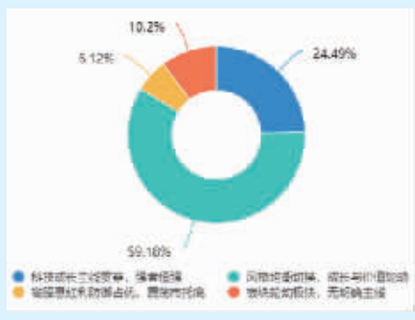
克里斯托弗·汉密尔顿表示，未来黄金有望成为核心资产大类之一，其对投资组合的配置意义并不局限于战术层面，从战略角度看也具备合理性。在其看来，黄金最核心的作用在于，它能够真正成为财政政策与货币政策不确定性的压力缓释器。

“在配置黄金的同时，应考虑到美联储政策的不确定性，以及美国财政政策所面临的多重不确定性，这些因素均会对黄金走势形成推动。黄金不再只是短期战术性配置机会，将逐步成为长期战略配置中不可或缺的一环。”克里斯托弗·汉密尔顿称。

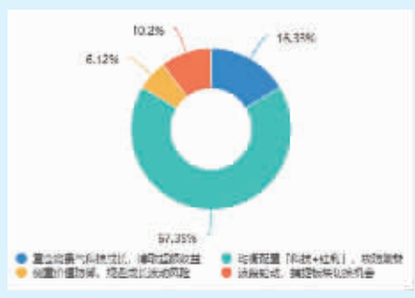
四季度公募调查结果显示：

受访基金经理看好A股 主打攻守均衡策略

四季度A股市场风格特征预判



四季度整体投资策略优先级



◎记者 朱妍

即将到来的四季度，A股行情将如何演绎？企业盈利修复节奏如何？科技赛道能否延续热度？哪种投资策略更具潜力？近期，上海证券报联合天天基金进行四季度基金经理调查，易方达基金、南方基金、兴业基金等多家机构参与其中，受访基金经理四季度资产配置偏好与布局思路随之揭晓。

调查结果显示：A股是四季度最受基金经理关注的大类资产，获票比例近七成；投资布局上，攻守均衡的“哑铃策略”获得普遍认可。

期待企业盈利温和修复

多数受访基金经理对四季度国内宏观经济持中性或乐观态度。调查结果显示：近六成受访基金经理认可复苏趋势，但预计产业结构性分化明显；12%的受访者更为乐观，认为经济将持续温和复苏，内需也会稳步修复；27%的受访者认为经济整体平稳。

展望四季度企业盈利情况：73%的受访基金经理预判将出现温和修复，但行业分化会愈发明显；14%的受访者预判整体将出现显著修复，环比有所改善；约10%认为基本持平；极少数认为盈利会承压、不及市场预期。

针对四季度影响企业盈利的因素，受访基金经理主要关注AI与高端制造等赛道订单兑现情况、产业政策落地与新质生产力赋能情况、周期品价格企稳情况、资源板块盈利改善情况等。

总体来看，关于今年全年企业业绩的特征：逾四成受访基金经理看好成长赛道领先、整体业绩超预期；逾三成的受访者倾向于成长价值均衡，板块轮动修复；认为“多数板块业绩平淡，市场仅存在局部机会”的不到两成。

看好四季度A股表现

四季度的流动性环境是否有利于A股投资？调查结果显示：43%的受访基金经理认为流动性将维持平稳的宽松基调，适度宽松；33%的基金经理预判流动性将维持中性平稳，无明显松紧变化；近20%的基金经理认为流动性将持续宽松，资金面充裕。

资金格局方面，82%的受访基金经理认为，四季度将以存量资金博弈为主，结构性轮动将加剧；10%的受访者认为，增量资金会持续入场；少数认为年末资金会偏谨慎流出。

对于四季度北向资金的流向：55%的受访基金经理认为北向资金的流向会小幅波动，但整体呈净流入；近20%受访者认为其将持续净流入，且偏向科技与高股息赛道；27%的受访者认为在多空博弈下，北向资金整体上将净流出。

在四季度A股的走势判断上：53%的受访基金经理认为，A股将维持高位震荡，存在结构性机会；33%的受访者认为，A股将震荡上行、整体收涨；14%的受访者认为，A股将震荡偏弱，出现小幅调整。

提及四季度支撑A股行情的因素：“年末估值修复、资金提前布局春季行情”获票比例最高；市场流动性宽松托底、产业政策持续落地赋能赛道、国内经济与企业盈利持续修复等因素也较受基金经理认可。

市场风格特征或偏均衡

进入四季度，市场风格将如何演绎备受关注。近六成受访基金经理判断，风格将均衡切换，成长与价值轮动；逾两成受访者看好科技成长主线，认为强者恒强；一成的受访者认为，四季度板块轮动或较快，无明确主线；少数认为高股息红利防御领域会占优。

具体到四季度的投资机会：受访基金经理最看好AI算力、半导体、泛科技成长方向，获票比例遥遥领先；其次是大金融、公用事业等高股息红利方向；消费、医药创新修复赛道，以及工业金属、贵金属等周期资源领域也获得一定关注。

在四季度A股投资策略上：受访基金经理看重攻守兼备，对“科技+红利”哑铃策略的认可度最高，获票比例达67%；16%的受访者认为应重仓高景气科技成长，博取超额收益。此外，把握波段轮动、捕捉板块切换机会，以及侧重价值防御、规避成长波动风险的获票比例分别为10%、6%。

关于四季度红利板块的投资判断：41%的受访基金经理认为该板块将以震荡为主，仅适合底仓配置；逾30%看好红利板块防御属性，认为年末配置性价比非常高；20%认为红利板块将迎来估值修复行情；“红利板块配置价值有限，难有超额收益”的获票比例为6%。

科技投资聚焦产业与兑现

科技赛道仍然受到关注，但多数受访基金经理认为四季度应调整投资逻辑。调查结果显示：86%的受访者认为，科技赛道的内部分化可能会加剧，应聚焦业绩兑现标的；8%的受访者认为科技赛道会呈现普涨态势；4%的受访者认为，资金会阶段性外溢，科技赛道整体震荡休整；2%的受访者认为科技赛道会大幅调整。

在科技赛道核心选股逻辑上：过半受访基金经理优先考虑订单落地、业绩兑现，坚持“确定性为王”；24%的受访者认为产业趋势与业绩兑现同等重要；22%的受访者优先考虑产业趋势、政策催化，并兼顾长期空间；极少数倾向于博弈低估值赛道的估值修复。

在四季度科技赛道的细分选择上：受访基金经理最青睐AI算力、服务器、光模块；其次是半导体设备、材料、国产芯片；再次是AI应用、软件、行业智能化。

若科技赛道四季度震荡休整，资金可能外溢至哪些方向？调查结果显示：近半受访基金经理认为是消费、创新药、医疗服务方向；近30%受访者认为是公用事业、高股息红利板块；14%的受访者认为是贵金属、工业金属等周期资源方向；10%的受访者认为是银行、保险、券商等大金融方向。