

# 年末避险情绪抬升 公募选股遵循涨价硬逻辑

基于供需关系的涨价概念,已成为基金经理挖掘牛股的重要逻辑。

年末避险情绪抬升之际,涨价逻辑带来的确定性,无疑满足了不少基金选股“既要又要”的需求。涨价逻辑向来被散户和公募基金高度认可,从早期的茅台到近年开始提价的腾讯音乐、美图公司等基金重仓股,再到最新的化工股,都成为基金在需求端扩张中挖掘好股票的重要密码。

## 涨价成最简单选股逻辑

涨价一直被基金经理视为企业扩张与竞争的底气,在掘金超额回报上屡试不爽。

此前,公募抱团股茅台带来的高回报,在很大程度上亦能契合基金选股的涨价逻辑。自2011年1月到2023年11月,53度飞天茅台出厂价从499元一路涨至约1169元,这一特殊的指标也为重仓茅台的基金经理带来丰厚收益。

甚至互联网公司的会员价提升,也成为基金经理顺藤摸瓜的好逻辑。自2023年至今,长城基金、南方基金、交银施罗德基金、招商基金等重仓的哔哩哔哩、美图公司、腾讯音乐,也因为包月会员服务的涨价,迎来较好的投资周期。提价因素为企业带来显著利润增长,美图公司今年上半年净利润4.67亿元,同比增长71.3%,在过去三年,美图公司股价在会员提价周期中上涨近7倍,吸引公募QDII基金抱团买入。

“企业涨价的买入逻辑非常硬和直截了当,为什么当时很多在港股买奶茶股票的基金,最后都砍仓走人了?因为整个行业处于降价周期中,这对非头部企业来说是十分危险的信号。”广州一位基金经理接受记者采访时认为,



降价要么反映出行业正处于衰退周期,要么反映出繁荣周期中的“淘汰赛”,如果是后者,当行业处于降价血拼阶段时,繁荣的背后可能预示着中小参与者面临亏损加剧以及市占率流失的风险。

上海、深圳两个头部公募基金曾大量买入奶茶第一股奈雪的茶,其中,上海某头部公募QDII将奈雪的茶列为第一大基金重仓股,在行业降价周期中付出不小的投资代价。最终,公募基金产品清一色将奈雪的茶移出十大重仓股名单,截至11月16日,这只曾经被基金抱团的网红股,其市值只剩下不足20亿港元。

华南一位基金研究部人士认为,选股用涨价和降价来观察行业公司的盈利趋势,是行之有效的简单策略,全球市场中无论什么样的行业公司,投资者都会看好涨价逻辑。

## 涨价预期刺激资金申购

在年末避险的公募风格变化中,涨价的赛道也是资金趋之若鹜的稀缺标的。

“避险情绪抬头时,弹性机会稍显不足,但此时仍有涨价预期或已开始提价的公司或行业,就成为非常有投资吸引力的对象。”深圳一位基金经理认为,涨价逻辑一方面深刻反映出行业景气周期上行或改善的趋势,另一方面,提价意味着公司在所处的产业链中处于有竞争壁垒的优势,议价能力当然是布局投资的核心因素。

Wind数据显示,近一个月以来,全市场业绩弹性最强的20只产品,大部分集中在资源主题基金、新能源基金上,其中,泰信基金旗下的泰信发展主题基金近一个月收益率达31%,德邦乐享生活、银河核心优势、广发碳中和等基金同期分别上涨约

26.38%、25.91%、18.57%。上述基金产品主要重仓钨、铬铁矿、铜以及储能等,而这与有色、储能等行业的提价消息密切相关,11月12日,电解液添加剂碳酸亚乙烯酯均价大涨68%,较前一日上涨了4.45万元/吨,攀升至11万元/吨,而在今年8月份,碳酸亚乙烯酯价格还不到5万元/吨。

大量申购资金在近期持续涌入化工ETF,也反映出投资者对涨价逻辑的高度敏感。记者注意到,尽管建信基金旗下的建信易盛化工ETF年内尚有净值亏损,但投资者在第三季度却大量逆向申购这只ETF,其资产规模从今年6月末的6.04亿元快速增长到9月末的10.99亿元。此外,今年11月6日合同生效的嘉实化工ETF,资金热捧亦契合了基民对涨价逻辑的认可,虽然化工赛道今年前三季度表现并不火爆,但嘉实化工ETF募集资金达9.26亿元,远超许多热门行业ETF。

## 基金看好涨价提升确定性

涨价的硬逻辑深刻影响公募持仓的决策偏好,也成为基金经理在不同赛道行业间做加减法的直接因素。

长城产业成长基金经理认为,将长期看好有色商品,短期内股价相对高位,但供给硬约束或供给确定性在减少,有色商品价格中枢有望向上,且估值相对不贵。他强调企业股价会回归内在价值,核心还是企业价值是否低估,将精选竞争优势明显、业绩确定性高、具备较大安全边际的标的,向确定性要收益,从第一性原理出发,看公司到底值多少钱。

银河基金在分析科技赛道时也强调涨价逻辑的支撑。在产业层面上,过去半年全球存储芯片价格持续上涨,特别是行业涨价消息越发密集。三星电子、SK海力士等主要内存供应商将在今年第四季度向客户调整报价,DRAM和NAND闪存价格上调幅度将高达30%,以满足AI驱动的存储芯片需求激增,支撑科技成长股的强势局面。

基于对涨价逻辑的重视,部分基金经理认为,对存在降价竞争的行业应采取谨慎策略,部分行业虽然保持快速增长,但真正意义的残酷竞争远未结束。

据《证券时报》作者:安仲文

## 理财风向

# 银行理财高收益昙花一现,背后套路几何?

当投资者被一款短期年化收益率高达7%甚至10%的“爆款”理财产品吸引时,或许未曾料到,这亮眼的数字背后,可能隐藏着一个精心设计的“收益幻术”。

记者进一步调查发现,部分理财产品正通过信托“T-1”估值套利等新手法,实现新老产品之间的价值转移,制造出“先高后低”的爆款产品收益率曲线。这种业内俗称的“养壳冲榜”行为,在负债端压力与规模情结的驱动下悄然蔓延,不仅扭曲了净值真实性,更在行业间引发“劣币驱逐良币”的隐忧。

## “前高后低”的收益率曲线

来自福建的投资者小菲(化名)表示,她于今年8月购入某建信理财产品,尽管自成立以来年化收益率达7.29%,但近1月收益率回落至5.02%。“收益掉得有点多,但也不方便频繁换产品,只能偶尔看看。”她对记者称。

小菲的经历并非孤例。记者调查发现,多家银行APP主推的“打榜型”理财产品中,多数成立时间不足3个月,部分甚至在1个月以内。这些产品在成立初期年化收益率普遍高于3%,吸引投资者关注后却逐步回落,实际收益率多跌破2%。

新产品成立后年化收益率与行业实际数据间已出现温差。普益标准数据显示,2025年9月,银行理财规模加权平均年化收益率仅为1.68%,整体收益水平步入“1%时代”。然而,Wind统计显示,近3个月新发的理财产品中,仍有140余只产品自成立以来年化收益率超过10%,其中不乏R2级中低风险品种。

高收益难以持续已成普遍现象。在8月以来成立的177只“成立以来年化收益率>10%”的产品中,超过130只产品近1月年化收益率出现下滑,呈现典型的“前高后低”走势。

记者随机从Wind平台选取了几只理财产品,以一家股份行理财公司某日开型产品为例,10月27日成立以来年化收益率为8.08%,近1月收益率已降至5.67%;而另一家银行理财公司某最短持有期产品更甚,成立以来年化收益率高达9.67%,但近1月收益率仅0.82%,与其1.60%的业绩比较基准存在较大差距。该产品在10月中旬7日年化收益率曾飙升至50%以上,但随后迅速回落,11月以来基本维持在1.03%左右。

## 收益“幻术”如何上演?

业内分析认为,理财产品收益率“冲高回

落”现象与理财产品使用的“收益腾挪”手法密切相关。具体操作上,机构在产品建仓期集中注入高收益资产,快速拉升净值以吸引投资者;待规模扩大后,收益水平逐步回落至常态。

为实现这一目标,部分理财产品逐渐形成了一套“净值美化机制”。

首先,大量发行新产品构建打榜基础。有业内人士指出,“理财产品实行产品备案制,发行速度较快。一些期限相近、结构相似的产品可在不同渠道重复发行数十只。”这种模式下,容易催生所谓的“养壳”行为,即部分新产品被专门用于冲击业绩榜单。

《中国银行业理财市场季度报告》显示,2025年三季度,全国共109家银行机构和32家理财公司累计新发理财产品0.89万只。截至2025年三季度末,全市场共存续产品4.39万只,同比增加10.01%;存续规模32.13万亿元,同比增加9.42%。

随后,通过信托计划进行收益调剂。此前,借助信托计划调节理财产品收益是行业常见做法。一名银行理财公司人士举例称,若同一公司旗下多只产品对应同一信托计划,理财公司可将部分产品在信托中产生的收益盈余沉淀在计划账户内,再暗中调剂给新发产品,以短期拉高其业绩表现。由于新产品初期规模较小,且多面向特定客户,此类资金腾挪规模有限,在实践中难以被识别和追踪。

在这一手法被监管规范后,信托“T-1”估值套利模式出现。记者近日从行业内获悉,部分理财公司为快速制造“爆款”产品,尝试利用信托专户的“T-1”估值规则,实现新老产品之间的价值转移。

一般而言,基金交易遵循“未知价”的原则,即申购价格以当日收盘后公布的基金份额净值为准。

然而,在银信合作框架下,部分银行理财却能够进行“已知价”操作,即投资经理在明确知晓当日市场表现后,仍可使用前一日(T-1)的信托净值来完成份额确认。

从具体操作看,理财公司将多只产品资金汇集于同一信托专户,形成实质上的“资金池”。投资经理在交易日(T日)收盘,已知市场涨跌的情况下,利用信托可按前一日(T-1)净值申购的规则进行“双向”套利:当市场上涨时,安排打榜新产品以较低的“T-1”净值申购,捕获T日上涨收益;当市场下跌时,安排其以较高的“T-1”净值赎回,将当日亏损转嫁于资金池内。如此操作后,本属于众多老产品持有人的收益,被定向转移至少数打榜新品,实现新老产品之间的利益再分配。

“这本质上是把‘旧武器’用成了‘新战术’。”一位资深理财公司人士表示,“T-1”估值套利的规则本身长期存在,但以往并未被如此系统性用于产品营销。他指出,在当前业绩压力下,部分公司将这一技术性规则从“备用工具”升级

为“常规武器”,通过精准的收益腾挪来包装明星产品。

## 为何屡禁不止?

理财产品打榜产品的“收益腾挪术”为何屡禁不止?背后是资产端收益承压与负债端规模焦虑的双重驱动。2025年以来,“股债跷跷板”效应凸显,债市波动加剧,理财产品通过常规策略获取稳定收益的难度显著上升,这一趋势也催化了机构通过技术手段“美化”业绩的冲动。

当前,低风险理财产品收益率已全面进入“1时代”。普益标准数据显示,2025年9月份银行理财规模加权平均年化收益率为1.68%,较上月回落35个基点。其中,现金管理类理财产品年化收益率1.27%,纯债类产品年化收益率1.88%，“固收+”产品年化收益率1.48%。

华宝证券首席宏观分析师蔡梦苑指出,理财公司打榜产品的“收益腾挪术”屡禁不止背后存在多重动因。

第一,监管收紧带来的套利空间转移。2024年底,国家金融监督管理总局明确叫停信托平滑估值、收盘价计价、自建估值模型三类核心的净值调节工具。“T-1”估值套利在性质上可归入“信托平滑估值”的范畴,但其作为一项长期存在的中性交易规则,在主要工具被禁后,其套利价值被迅速放大。与传统的收益平滑手法相比,这种腾挪更精准、更高频。

第二,负债端压力与规模情结的路径依赖。负债端客户对“高收益、稳净值”产品的偏好,与理财公司以规模为核心的传统考核机制相互强化,导致机构倾向依赖“打榜-引流-做大规模”的路径,而弱化对投研能力的建设。

此类操作对市场各方均构成深远影响。一名业内人士表示,近年来,理财市场的竞争日趋激烈,行业内卷态势升级。因此,当部分理财公司通过这类“打榜产品”规模得以迅速扩张时,其他理财公司或渠道也只能被迫应战,包装自身产品提高收益率。

蔡梦苑指出,对投资者而言,购买老产品的投资者,其潜在可获得收益存在不知情下被转移的可能,而被高收益吸引买入打榜产品的投资者,也很快成为命运相似的“老客户”,长此以往可能引发大规模客诉。对行业而言,投资经理本用于精进资产配置、深化标的研究的精力,可能被大量占用;那些真正坚守合规底线、深耕投研实力的机构,反而难以在规模与行业排名中获得应有优势,阻碍行业高质量发展。对市场而言,理财公司通过此类手法“做高”收益,可能推高无风险利率预期,阻碍真实价格发现。同时,也可能变相鼓励投资者“快进快出”,与资本市场需要长期稳定资金的方向背道而驰。

据《第一财经日报》作者:王方然

# 突破7000亿元大关 债券ETF规模再创新高

今年以来,在债市波动较大的情况下,债券ETF继续显著增长,总规模一路拾级而上。

业内人士认为,政策利好、产品创新以及交易便捷等因素,共同推动资金持续涌入债券ETF领域。

## 债券ETF市场持续扩容

今年以来,债券ETF市场扩容明显。Wind数据显示,截至11月中旬,53只债券ETF最新规模达7062.9亿元,再创历史新高。

从资金流向来看,年内债券ETF资金净流入超4270亿元。其中,有20只ETF资金净流入超百亿元,如短融ETF资金净流入近400亿元,30年国债ETF净流入超290亿元。

谈及债券ETF持续获得资金青睐的原因,海富通基金表示,首先是投资端需求的推动。低息环境下,投资者对债基费率的敏感度提升。其次是监管与交易所在产品创新与政策方面的支持,今年以来已新增32只债券ETF。最后是做市商的流动性支持。2020年之前,参与债券ETF做市的机构较少,资金规模也不大。这两年尤其是今年以来,众多做市商、券商自营纷纷参与债券ETF做市,大幅提升了流动性。流动性的改善推动市场形成“滚雪球”效应,规模提升带动流动性增强,流动性增强吸引更多资金入场,形成良性正向循环。

博时基金经理张磊分析,一是债券ETF数量较少。如30年期国债指数基金目前全市场只有2只且均为ETF形式运作,可转债指数基金同样只有2只ETF;二是债券ETF操作方便,交易灵活快捷、可场内质押,相比于一般的场外债券指数基金优势明显。

## 可通过多资产策略布局债市

展望后市,受访机构和人士认为,央行购债操作在一定程度上释放出积极信号,有利于提振债市信心,预计短期市场或以震荡为主,投资者可通过多资产ETF策略把握机会。

海富通基金指出,10月末央行重启国债买卖,稳定债市预期。预计央行净买入以中短期国债为主,更加利好短久期债券产品。四季度经济修复仍需持续夯实,政府债净融资规模减小,基本面、供给等整体对债市大方向有利,整体或好于三季度。十年国债收益率下行至1.7%附近以后阻力加大,进一步下行需要降息预期的配合。

张磊表示,四季度基本面和政策回归的概率较高,债市可能迎来修复行情。出口韧性是今年基本面超预期因素,但后续仍有不确定性。

具体操作上,张磊建议,当前债市赔率提高但胜率不足,短期可采取防守策略,等待权益市场情绪释放,待赔率对配置盘的吸引力显著提升、胜率出现边际变化时,再选择进攻。

海富通基金表示,投资者可根据自身风险偏好与收益目标,构建多资产ETF配置方案。风险偏好中低、追求稳健收益的投资者,可以考虑“稳健底仓+成长增强”的多资产ETF策略,该策略以较低波动的债券ETF筑牢“安全垫”,同时以股票ETF博取收益增厚,力求在震荡市中实现“进可攻、退可守”。

据《中国基金报》作者:张玲