

# “追光者”“大空头”针锋相对 全球AI交易进入压力测试

□本报记者 王雪青

“那个喊‘狼来了’的男孩，喊了那么多次，都没有狼。”

“最后发生了什么？狼真的来了。但没人在听。”

“因为我预言崩盘的次数太多，我变成了那个喊‘狼来了’的男孩。”

5月11日，电影《大空头》原型、美国知名投资人迈克尔·伯里（Michael Burry）在社交平台写下了上述内容。虽有自嘲，但他的观点依然坚定——将当前行情比作“1999年-2000年泡沫的最后几个月”。

就在几个交易日后，全球股市风云突变。5月15日，韩国股市大幅波动，三星电子、SK海力士两大龙头股大跌；日本半导体个股也出现明显获利回吐迹象；A股光模块（CPO）板块高位回调；在美股市场上，英伟达、AMD、美光科技等AI明星品种全线承压，交易员开始抛售前期表现强劲的科技巨头。

过去两年，AI是全球资本市场最拥挤、也最赚钱的交易主线。随着科技股估值持续攀升，一场关于“1999年互联网泡沫是否重演”的争论，正在迅速升温。



视觉中国图片

## 喊“狼来了”的男孩们

当下，AI交易究竟在多大程度上主导着全球股市？

从美股来看，摩根大通资产管理公司最新发布的数据显示，AI交易已经占到标普500指数权重的一半以上。其中，半导体板块以18.2%的占比领跑，代表标的如半导体指数ETF-VanEck（SMH）、半导体ETF-iShares（SOXX）；其次是超大规模数据中心板块，占比17.8%，代表标的如亚马逊、Meta、微软和谷歌。然后，依次是硬件板块，占比10.1%；软件板块，占比8.0%；电力基础设施板块，占比2.7%。

在A股市场，过去一年来，光模块、光纤、光器件、光芯片等概念股涨幅惊人，机构资金加速涌入AI赛道。数据显示，在2025年一季度末，公募持有通信板块仓位占比仅有2.7%，此后三个季度分别增至5.3%、9.2%和11.1%。截至今年一季度末，该占比更是增至13.1%。

国金证券研报表示，对于AI硬件而言，主要包括光模块、PCB、半导体等领域，截至今年一季度末，主动偏股型基金对AI硬件板块整体配置比例达31.5%，超配17.7个百分点，处于主动偏股型基金配置该板块的历史高位水平。如果与历史核心赛道比，已经超过了2021年初“宁组合”的峰值，但未超过“茅指数”和2007年前后的金融地产配置水平。

随着AI交易持续走高，关于板块是否泡沫化的讨论与日俱增。

5月初，迈克尔·伯里将当下的AI行情对标为“1999年-2000年泡沫的最后几个月”。随后市场继续上涨，5月11日他再次发声，把自己比作那个因喊了多次“狼来了”而不被信任的男孩，但他坚称“我是认真的”。

伯里的判断依据是，相关股票涨跌已经与就业数据或消费者信心无关，它们的股价直冲上天，仅仅是因为“它们一直在直冲上天”，基于所有人都自以为看懂的两个字母——AI。伯里还描述了一路长途驾驶听财经广播的体验：“绝对是没完没了的AI。大家整天都在聊这个，别的什么都不谈。”

为了支撑看空观点，他贴出了一张统计图表：过去一年，纳斯达克100指数表现前十名的股票平均涨幅高达784%，超越了1999年互联网泡沫巅峰期的622%和559%。他还将费城半导

体指数（SOX）近期的走势与2000年3月科技股崩盘前的上涨轨迹进行了对比。

喊“狼来了”的男孩越来越多。高盛对冲基金业务主管Tony Pasquariello坦言，当前市场的亢奋“近乎令人沉醉”，他自己不断将当下与上世纪最后两年进行对照；对冲基金传奇人物保罗·都铎·琼斯表示，当前环境与1999年相似，虽然他认为上涨还可能延续一至两年，但警告若股市再涨40%，调整将是“令人窒息的”。

一位市场评论员列出了2000年泡沫的三大“破裂信号”：思科以196倍市盈率被奉为“永远买入”的标的；公司仅凭用户增长和故事就能融资金数亿美元，实际利润几乎为零；散户蜂拥涌入少数明星股票，直至美联储收紧流动性。他认为，2026年这三个信号已悉数重现。

## “追光者”说不怕

一路高歌的AI交易在5月15日突然降温。

这一天，韩国KOSPI指数在短暂触及8000点历史高位后掉头直下，盘中跌幅一度扩大至7%，相关股指期货一度触发熔断机制。前期领涨的三星电子和SK海力士两大存储芯片巨头，前者当日跌超8%，后者跌超7%。恐慌情绪迅速传染，日经225指数收盘大跌近2%，部分半导体测试设备商股价重挫；A股光模块（CPO）等板块也在连续大涨后迎来调整。当晚，英特尔、AMD、美光科技、英伟达等美国明星科技股悉数下跌。

高位震荡之下，A股“追光者”怕了吗？

“我并不担心A股科技板块的整体走势，目前还看不到所谓的‘泡沫破裂’风险，但海外情绪非常高昂，短期一定有超涨迹象。”一位坚定“站在光里”的公募基金经理张帆（化名）在盘后对中国证券报记者表示。

张帆是这轮“追光”行情中的积极分子。在2025年4月上旬外界扰动因素出现时，他所管理的产品权益仓位最大回撤近9%，他没有减仓，而是快速调整心态，基于AI产业链处于产业趋势爆发期的判断，集中配置了“非线性增长”方向——光通信（光模块、光纤）。

“我的信心来自两个方面。”张帆表示，第一，光通信的增长是非线性的。通俗来说，如果把AI算力中心看作一家公司，GPU是员工，光通信是员工间的沟通效率、是企业文化与管理制度；公司越大，单个人的边际重要性下降，但对协同效率的要求会越高，光通信的价值

量越大。且光纤不仅有数量加速度，还有长度加速度，因为优质空间有限，边际传送距离会逐渐变长，这种“非线性增长”是他敢于在相对底部早期试错、买入并长期持有的核心依据。

“第二，相对于存储等环节，中国的光通信企业在全球产业链里的竞争地位更高，意味着能分享的相对价值更高。”张帆进一步表示，“光通信目前依然存在非线性增长的趋势。这种增长呈现加速度特征的资产，能最为可靠地呈现‘涨多跌少’的特征。”

基金经理如何看待当前AI赛道的抱团现象？这会成为“追光者”离场的参考指标吗？

多位基金经理都表示，不会把“抱团”指标当作离场的简单依据。一位持有光通信标的长达3年的基金经理李天（化名）表示：“资金抱团是时代变迁的产物，美股巨头抱团十多年也不妨碍上涨；国内光通信龙头2027年预期PE不到20倍，产业和企业发展的持续性才是核心。”

他给出的预警观察指标是：需求端是否衰退过快；光通信内部技术路线变革是否导致某些公司掉队等。

展望未来，如果相关赛道真的出现阶段性下跌，“追光者”将如何应对？

“我会关注产业情况。”李天表示，“具体观察两点，一是整体AI应用厂商的货币化是否依然顺利，二是各个大厂的资本开支是否依然很乐观。这两点如果没问题，市场短期只是因为超涨而出现了回调，反而是我再平衡持仓结构、甚至是买入的机会。”

还有一种可能，李天补充说：“如果市场上某些低估值的板块出现了超预期反弹，在目前这个阶段，它的引流能力可能会比高高在上的AI板块更强。这也是历史上经常发生的现象：某个原本上涨的板块自身逻辑完全没有变化，但可能就见顶并且持续下跌了，只因为另一个方向把资金都吸引过去了。这是一个我会担心的风险。”

## AI行情走到哪一步

“如果把AI终局定为100分的话，现在国外可能到了50分的位置，国内可能是20分。因为AI对全产业的重塑远未达到，所以长期来看发展空间依然很大。”张帆认为，“但这不能简单地对应到股票走势上，未来行情很可能出现大的波折。”

中金公司5月11日发布的研报提供了较为系统的判断：类比上一轮互联网革命，当前AI需

求侧接近1998年-1999年，投资强度和能力接近2000年，二级市场定价接近1997年-1998年。从需求、投资强度、市场定价三个维度来看，AI仍未到典型的“泡沫”阶段，但投资相对需求和能力的“抢跑”也是客观存在的现象。

中金公司研报给出的行情节奏观察是：2023年以来的AI行情都不是单边上行，一般是快速上涨两个季度后，泡沫担忧增加，震荡或走弱一个季度以等待新催化因素。

“目前，相比估值已经处于高分位的半导体设备、光模块、电力与冷却，云厂商和芯片环节估值仍处于较低分位（2023年以来的10%和30%）。由此来看，二季度业绩披露时可能成为下一轮行情验证和方向切换的关键节点，尤其是估值处于高位的环节，需要更高确定性的业绩兑现度来支撑。”研报称。

来自加拿大的资管机构宏利投资认为，2026年以来，半导体已成为推动全球股市回报的最强劲力量之一。其中，存储行业已重新进入更具支撑性的周期阶段，产能扩张与定价动态的良性互动，有效改善了市场情绪。投资机遇正从头部AI芯片厂商向外扩散，延伸至网络、电源、设备及支撑AI数据核心运转的精选赋能企业。

联博基金市场策略负责人李长风认为，短期来看，算力需求仍未见顶。4月以来，新兴市场整体表现优于发达市场。尽管韩国市场近来涨幅强劲，但由于部分企业业绩上修幅度更大，估值反而有所回落。

在风险方面，李长风表示：“目前我们仍未看到全球AI资本开支趋势有放缓的迹象，投资者或可适当维持对‘HALO’（重资产、低淘汰）题材的配置。不过，未来几个季度需要密切关注资本开支是否触顶，尤其是当美国超大规模运营商的资本开支增速开始放缓时，相关市场的盈利动能也可能随之调整。”

宏利投资认为，尽管市场信心有所改善，但如果终端需求、定价或资本开支假设发生变化，半导体周期仍可能迅速转向。

可以看到，真正让市场纠结的，从来不是AI有没有未来。而是在于：产业趋势究竟会不会在中途形成巨大的资本泡沫？

1999年的互联网最终改变了世界，但纳斯达克市场经历了崩盘；而今天，AI究竟处于“互联网革命的1997年”，还是“泡沫破裂前的2000年”，或许没人能给出准确答案。唯一可以确定的是：当越来越多资金开始“追光”时，市场对光的波动，也会变得前所未有的敏感。