

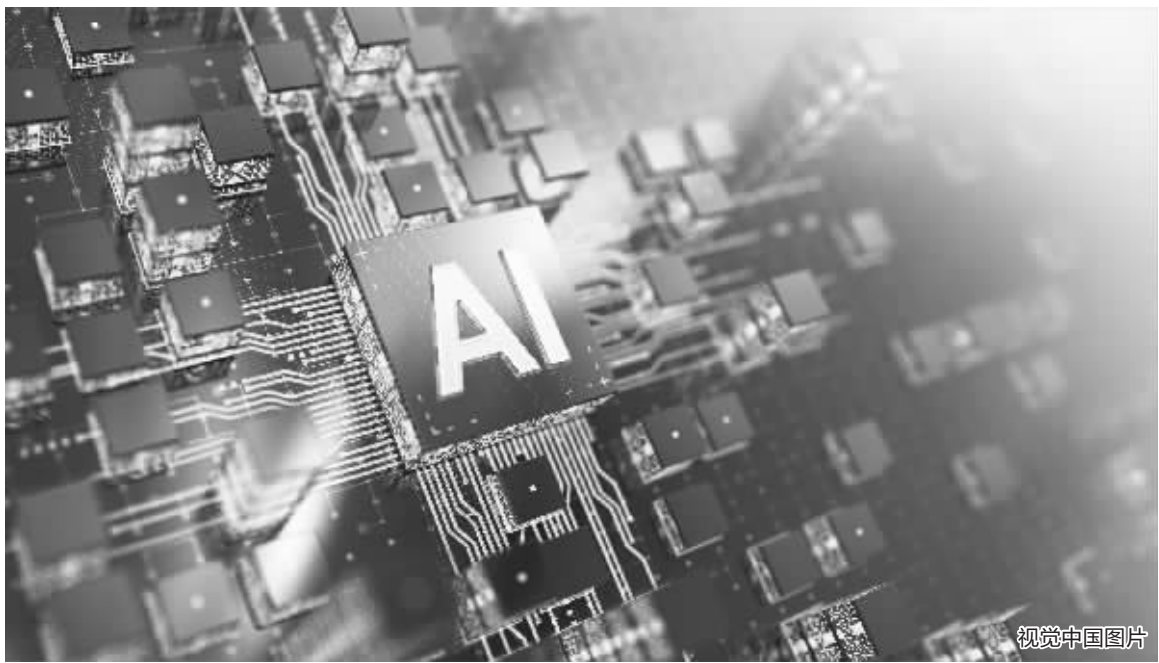
价值派基金经理打破边界 “低PE信仰”下的认知变形记

□本报记者 魏昭宇

2026年以来,A股市场经历了极致的风格分化,一边是科技赛道尤其是光通信板块不断走强,一边是传统消费、医药等“旧核心资产”持续承压。在这场考验投资框架适应性的压力测试中,部分以均衡、价值著称的基金经理正悄然打破坚守多年的能力圈边界——从提升通信电子配置比例,布局科技赛道,再到多位价值派舵手重新审视“非线性增长”的估值逻辑,一场关于投资叙事重构的迁徙正在机构端上演。

这不仅是仓位结构的调整,更是底层认知的迭代。当光模块龙头凭借业绩爆发将动态市盈率压低至20倍以下,当AI应用的Token经济学开始兑现商业闭环,传统的“低估值+高护城河”筛选标准遭遇了现实挑战。基金经理们在“越涨越便宜”的科技股与“越跌越贵”的传统龙头之间艰难权衡,试图在远期价值的验证与短期交易拥挤度的风险中寻得新的平衡点。这种集体性的妥协与进化,折射出在产业变革浪潮下,即便是坚定的价值信徒也难以忽视的时代贝塔力量。

然而,极致行情的另一面往往是风险的累积。随着科技板块成交占比不断攀升,资金虹吸效应愈发显著,市场正从普涨走向聚焦业绩的“缩圈”行情。在机构高举科技主线大旗的同时,关于高位震荡与技术面风险的提示声也不绝于耳。对于普通投资者而言,如何在追逐时代红利与警惕估值泡沫间拿捏分寸,如何避免在市场情绪最亢奋时成为“最后一棒”的接盘者,这场由机构调仓引发的风格之变,无疑提供了一次极具价值的观察窗口。



视觉中国图片

将通信提升至标配

2026年以来的极致行情给所有均衡型基金出了一道难题:分化程度堪比2021年新能源单边上涨,只有少数科技赛道持续上涨,多数板块反而承压。“在这样的行情下,难免有所动摇,当然更多是反思自己的框架,我还是希望自己对各类行情的适应性能够更强一点。”来自博道基金的基金经理孙文龙坦言。

孙文龙通过复盘2025年5月之后所管理产品的表现,发现在过去的选股框架下,对“非线性增长”的认知不足,直接表现为对通信行业的低配。“以前我更多认可能够每年实现稳定增长的公司,对像近一年科技行业不少公司这种指数级的爆发,还是缺少一定认知”。

“很多均衡型基金实际上对科技配置不足,而在当前市场环境下,通信、电子等行业已经成

为市场主线,如果完全回避这些板块,本身就偏离了市场结构。”今年以来,孙文龙持续对均衡策略做出了调整,让组合在均衡的基础上更具“时代感”。中国证券报记者了解到,今年以来,他主动提升了通信和电子板块配置比例,已到了接近标配的水平。“均衡不是目的,而是结果——我们最终的目标是让持有人赚钱。”孙文龙说。

孙文龙的做法并非个例。中国证券报记者采访到的另一位基金经理透露,“至少配置八到九个点的光通信品种”,已经是自己在当下极端行情能做的“唯一挣扎”。“公募基金看的是相对排名,按照我基本面均衡的投资思路,光模块早就已经不在我的持仓里了,但这一动作让我目前的业绩排名相对被动,我只能参与到这一浪潮中。”

值得注意的是,有业内人士猜测,知名价值派基金经理刘彦春管理的产品似乎也已经开始转向科技。据Wind统计,截至6月26日,自5月9日增聘基金经理以来,景顺长城鼎益A净值累计上涨超23%;上周涨幅更是达到了11%。公开数据显示,截至一季度末,该产品的前十大重仓股大多为传统消费标的,无法解释最新的净值涨幅,市场判断该基金已显著调仓至科技方向。

来自中泰资管的价值均衡型基金经理田瑀近期在直播中表示,科技股里一直有“慢变”的领域,自己也没有放弃“慢变”的标准。价值投资并不排斥科技,所有能进行价值评估的标的,都是价值投资的投资范围,都可以买,科技领域并不例外。有部分科技类标的,能形成稳定的商业模式,可以构建比较宽阔的护城河,也能进行价值评估

的,这部分是做价值投资的管理人涉猎的科技领域。

“价值派基金经理选择配‘光’,的确不排除考核压力下进场,但也可能存在基金经理认可其远期价值的逻辑,选择适度参与。”天相投顾基金评价中心的研究人员向中国证券报记者表示。

“以某只光模块龙头股来看,在估值方面,虽然按今年业绩看约有30倍PE,但考虑到行业明年业绩有望翻倍,其动态市盈率可能都不到20倍。在这样的情况下,我们能说光通信这一行业估值太高么?”一位均衡价值风格的基金经理表示,历史上许多高景气行业在成长期通常有望享有次年净利润30倍以上的估值。“如果按照现在的估值定价,我觉得和前些年新能源品种暴涨的那个时期相比,现在市场对光通信反而没有那么疯狂。”

警惕固守单一投资逻辑

尽管有不少机构提示警惕AI的高位震荡,但依然阻挡不了资金的热情。一位公募机构的电商运营人士透露:“尽管公司旗下的热门绩优基金已经发布了限购公告,阻挡了大部分机构资金的买入,但每日通过第三方互联网平台涌入的资金就有几十万。”

“我现在已经有点不知道该买什么了,AI龙头股涨到很高的位置,但因为业绩太好,一算估值发现还挺便宜,而那些传统消费、医药等领域的龙头股PE反而越来越贵。”一位基金经理向中国证券报记者形容自己的心态为“拔剑四顾心茫然”。“越涨的越便宜,越跌的越贵。除了加入,似乎也没有太好的办法。”

一位消费主题基金的基金经理透露,沿着AI的脉络找消费股已经成为了其选股的核心思路之一。“在现在的市场环境下,想要找到消费

牛股太难了,想要让产品净值表现不太难看,我们只能在基准以外去找找机会,从科技消费这个领域去挖掘一些股票。”

“以前大家紧守‘低估值+高护城河+可预测现金流’这套筛选机制,是因为市场资金认可这套逻辑,但要说大部分基金经理对于这套逻辑有很深的信仰,也并不是。其实就是大部分基金经理都是偏跟随市场的,而这套叙事能够吸引资金买入,那就去研究这套叙事,越研究越发现确实能够自洽,这类资产在某一段时间上涨又再次印证了这类叙事,最终形成了螺旋正向循环。”盈米麻利二铺投顾团队表示,“最近均衡型和价值派基金去配光通信,是因为这类叙事能够吸引资金跟随,自然就吸引大家去研究这类叙事,未来等市场所有信光通信的资金都买完了,自然也会迎来

长期的下跌,但我们认为现在谈论这件事还太早。”

的确,不少曾经被定义为难看懂的科技主题赛道,如今也逐渐被不少人从高景气制造业的视角去切入分析。“我们更愿意将投资看得简单点,目前光通信企业能拿到国外订单,能创造利润,就应该勇敢拥抱,至于护城河深不深、是否容易被超越等方面的担忧,其时间跨度远长于大家持仓的时间跨度,其实给投资者预留了大量的时间。”盈米麻利二铺投顾团队认为,在投资中需要警惕固守某一套逻辑,因为市场是在充分变化的,几年前有用的投资逻辑与框架,未来几年也可能出现亏损。“当然,任何一类叙事,都会有终局的那一天,那一天最根本的原因是市场上相信这类叙事的最后一毛钱都已经买进来了,后续再怎么谈这类叙

事,都无法吸引更多的资金,买盘少卖盘多,再叠加相关公司出现经营问题,就形成负向螺旋,持续下跌了。”

兴证全球基金研究员陈泓志在一档名为《AI泡沫,好像没人讨论了》的播客栏目中提到,过去三年AI爆发以来,市场长期有一个疑问:投入这么多Capex(资本支出),到底能赚多少钱?但随着Token经济学的清晰化和Coding应用的爆发,这个问题有了明确答案。典型案例是Anthropic:今年2月ARR(Annual Recurring Revenue,年化运行收入)还在190亿美元左右,但目前市场对这个数值的乐观预期已上修至1000亿美元。这种幅度的上修,代表商业模式已经被市场清晰认可。AI泡沫论的核心担忧来自“看不到回头钱”,而现在已经能看到比较清晰的变现路径了。

资金虹吸效应或持续

伴随着科技行情愈演愈烈的,是市场对科技分歧的拉大。一方面,机构在策略会上高举“科技仍是下半年主线”的大旗;另一方面,基金经理们也在不断提示技术面积累的泡沫风险。总体来看,科技投资的缩圈已是不争的事实。

展望下半年,国联安基金的基金经理潘明认为,光模块行业仍处于景气上行通道。据预测,全球光模块市场2026年将保持60%的高速增长,到2031年市场规模有望接近600亿美元,对应2025年—2031年的复合年增长率近17%。但潘明也提示,当前科技AI赛道已彻底告

别早期概念炒作,进入业绩集中兑现、结构性分化加剧的高质量增长阶段。算力需求持续爆发,高端算力设备长期供不应求,叠加全球云厂商持续上调资本开支,1.6T光模块、高端PCB、AI算力硬件等核心赛道景气度持续上行。产业基本面支撑坚实、成长逻辑明确,但行业整体呈现“强基本面、高波动、强结构性”特征,普涨行情不再,只有聚焦真实业绩兑现、具备核心技术壁垒的硬科技龙头,才能持续创造超额收益。

“当前A股处于风格极致分化的阶段。AI硬科技成长逻辑稳固,但市场交易热度拥挤,短期回撤风险持续累积,行情逐步进入震荡消化阶

段。”有业内人士表示。

不过,从中长期来看,陈泓志认为,只要推动AI时代需求增长的逻辑没有被破坏,市场情绪就不太可能崩塌。当前支撑AI硬件板块估值的逻辑链条是:Agent驱动Token需求增长—Token创造可量化的商业价值(以Anthropic ARR持续超预期为代表)—市场对AI创造价值的预期持续上修。宏观风险会带来阶段性避险情绪,但对于权益市场而言,只要没有更好的赛道,大部分资金仍会认为AI科技是相对较好的选择,搭配“HALO”(重资产、低淘汰率)策略,硬件的确定性会更被认可。至于转折信号,

比如如果看到大模型玩家的ARR开始下修、Token需求增速出现明显放缓的情况,就真正需要引起警惕了。

“我们认为科技目前仍是市场主线。”盈米麻利二铺投顾团队表示,“老登品种目前最大的问题,是没办法吸引股市新鲜血液,都是自己抱团打气,越跌越加,加到最后深套就删App不看了,遇到一些小反弹,一堆人卖出离开。现在市场成交量虽然持续放量,但是依然是大量的资金没有配置股票,而这些人对老登品种根本不感兴趣。所以我们认为未来新鲜血液只会加仓科技,不会去抄底老登品种。”