

# 聚焦AI行情“是与非” 一线私募重构下半年策略



视觉中国图片 制图/王力

## 嘉实基金王贵重： 半导体超级周期或持续

● 本报记者 张凌之

近期科技板块波动显著放大。面对市场的震荡与分歧，嘉实基金大科技研究总监、嘉实科技创新混合的基金经理王贵重在接受中国证券报记者专访时，给出了明确的研判——对中国科技资产以及国内AI加速追赶趋势持积极乐观态度，AI相关科技方向现阶段并未出现系统性风险。

作为全市场首批科技创新主题产品的基金经理，王贵重的底气来自于对产业周期的深刻理解与长期业绩的持续验证。截至2026年6月30日，他管理的嘉实科技创新混合自成立以来净值累计增长637.24%，跑赢同期业绩比较基准超530个百分点。

王贵重直言，“投资科技首先要看到风险，因为高波动是科技与生俱来的基因，因此投资科技必须在承认和应对波动的风险上构建策略。”应对波动的核心方法论，恰恰是锚定最确定的长期产业趋势。在王贵重看来，当前市场正置身于一轮由AI驱动的半导体“超级上行周期”，其长度与强度将远超历史任何一次行情。他明确提出“算力先行、存力跟进、运力后至”的硬件需求传导框架，并提示光通信与高速率升级、涨价产业链、半导体设备是后市确定性较强的三大方向。

### 拥抱长期产业趋势

回顾今年上半年，市场呈现极致的结构性分化，硬科技持续走强，传统板块承压。在王贵重看来，这种分化的背后，首先是AI的价值和未来得到更广泛的市场认同。“越来越多人对全球AI产业趋势和价值达成共识，对于优质科技资产，已经不是‘投不投’的问题，而是‘如何理性投资、如何扛住波动’的问题。”

分化的第二层逻辑，在于产业基本面的显著反差。AI相关产业的景气度都很高，尤其是硬件方面。AI产业正由“模型推理”向“Agent”的大规模扩散持续深化，在广度上催生了新的硬件变革，带宽和存储成为当前AI发展在物理意义上的硬卡点。“都说股票短期是投票器、长期是称重机，特别是在有量化、游资等市场参与主体的情况下，短期股价更偏向追随基本面的景气度。”王贵重说。

面对情绪和交易面的不确定性，王贵重的策略清晰而坚定——“以拥抱长期产业趋势来对抗短期扰动”。他表示，作为专业投资者，团队会不断深入产业一线，动态评估与校准中期判断，密切关注代表性AI应用的ARR边际增长趋势是否放缓、Capex投入和云厂商现金流可持续性是否出现走弱趋势，同时也会密切关注科技板块中静态估值较低的品种，捕捉被错杀的机会。

“科技泡沫的产生往往源于想象力快于产业发展的速度，但结合当前产业基本面的发展趋势来看，AI方向并未出现系统性风险，目前还不能得出看空的结论。”他表示。

### 看好半导体“超级上行周期”

在王贵重看来，当前市场正置身于一轮由AI驱动的半导体“超级上行周期”，其“长度、强度、久度”会超出市场预期。这种积极的判断主要基于三重逻辑支撑。首先从产业基本面上看，增长趋势较为强劲。王贵重表示，有机预计2026年全球半导体市场将实现90%的增长，总规模达到1.51万亿美元；到2027年AI投资或仍保

### 市场风格走向再平衡

如果说对于AI主线的分歧构成了下半年部分机构的防御性思维，那么对于风格再平衡的共识，则指向下一阶段的进攻方向。

世诚投资投资总监夏骏的观察颇具代表性。他说，上半年市场分化达到历史极值，但该机构对“极端分化将收敛而非继续扩张”的判断已在7月得到初步验证。这一观点得到了多位受访者的呼应。星石投资副总经理方磊称，当前科技与非科技板块的估值分化处于历史极值，叠加科技板块交易拥挤度较高，资金的边际流动很可能推动风格走向再平衡，“今年下半年市场风格有机会变得更加均衡，这种均衡会比上半年的极致分化更具有持续性”。

赵阳将市场的两端分别比喻为“站在光里”和“老登”资产，他认为真正的机会恰好在两者的中间地带。在他看来，当AI的聚光灯遮蔽了其他一切，一批具备真实成长性、但在本轮行情中暂时未受到追捧的企业，正让股票投资中的“不可能三角”（好行业、好公司、好价格）少见地成为可能。“这是下一阶段应当挖掘的重点方向。”赵阳进一步表示，泛科技制造是机会最多的方向，中国制造业的优势不只体现在AI领域，也体现在很多细分领域。此外值得注意的是，医药行业“又回到了击球区”。

梁力则将目光投向了更加宽广的领域。他透露其持仓主要集中在互联网、消费、制造业和周期性行业，这些行业里有大量优秀公司的盈利创出新高，商业模式对AI免疫，同时还能通过AI技术的应用来降低成本或提升业务价值。然而，这些公司“股价却走出了跟业绩完全不匹配的走势”，背后是AI叙事对市场关注度的绝对垄断。“当AI成为市场唯一的关注点，聚光灯之外的机会，会更多一些。”梁力表示，随着市场对AI回归相对理性，重新去寻找其他投资机会，这批公司重估带来的回报“可能会非常不错”。

还有私募观点认为，上半年市场习

惯于为宏大叙事定价，却冷落了那些默默创出业绩新高的标的。这种错配，很可能成为下半年市场超额收益的重要来源。

### 后市策略更侧重均衡与盈利

共识与分歧正在凝聚，后市策略亦随之重塑。一线私募下半年的具体布局正浮出水面。

“构建多元化组合是应对当前市场状态的务实选择。”夏骏称，7月以来的市场走势已经验证了一个事实：单一赛道的极致拥挤蕴含着脆弱性。他透露，后续世诚投资的操作会在科技方向精选标的，重点关注真正有技术壁垒和盈利兑现能力的公司。

方磊则将下半年的策略要点提炼为：攻守兼备，均衡配置。他建议，把高景气趋势的产业投资作为偏进攻的一端，把具有高性价比的传统核心资产作为偏防守一端。他说：“今年下半年股市投资应该以企业盈利为主线。”方磊认为，科技类资产需要在盈利消化估值后，才有再度爆发的可能性；非科技资产则因为估值偏低、基本面有望边际向上而具有较高的配置价值。

展望下半年，一位受访私募人士说：无论是站在“光里”还是“光外”，市场定价的锚最终都要回到企业盈利这块压舱石上来。

高云程所描绘的“智能工业化”图景令人心潮澎湃，其组合也围绕半导体、AI基础设施等长期产业趋势展开。他坦承，历史上每一次科技革命都会经历资本开支过热、估值泡沫和阶段性回撤，AI产业链也不会例外。

此外，在赵阳看来，当前许多热门领域的上行空间固然真实存在，但市场似乎已经“忘记了极度乐观假设下的诸多不确定性”。从个股的性价比角度，夏骏进一步提示，下半年将会加大对前期超跌板块的研究和配置力度，尤其是那些估值已具备显著安全边际的方向。当极致的分化开始收敛，不少私募人士的思考，正指向同一个方向：市场终究需要用业绩和基本面来称重，而非仅凭科技浪潮宏大叙事来进行定价。

### 优化投行“人力资源”

在市场不断推陈出新、基金经理有其能力边界等共识之上，公募基金行业正在酝酿基金产品和基金经理的新“审美标准”改革。行业期待多方寻找出新的平衡所在。

一位基金公司管理层人士表示，期待在行业高质量发展的大背景下，投资者对基金产品和基金经理的认知获得更新。他认为，行业已经逐步摆脱“明星基金经理”的发展误区，在强调业绩比较基准等新要求之下，投资者的注意力应该回归到基金产品及其背后的研究投资上来。有了这样的认知，“只要是为了能让基金产品更好适应市场变化，让基金产品真正为投资者挣钱，那么增聘基金经理、更换基金经理等动作，就是自然而然的事情，投资者无需多为此担心和焦虑”。

当然，新情况也带来了新压力。当投资者聚焦基金产品进行投资，基金公司需要为产品和投资者匹配合适的基金经理，这对基金公司提出了过硬的专业性要求。

“据我观察，头部公司已经在主动地做出尝试。有主动选择和安排，就会有权责对等的压力。基金公司如何准确研判市场，如何准确界定基金经理，如何选择合适的人机切换。目前来看，没有基金公司敢说自己拥有这些方面的过硬本领。”有不愿具名的券商基金研究部门负责人告诉中国证券报记者。

前期A股市场表现分化。一端，AI与半导体产业链光芒四射，成为市场极致演绎的主线叙事；另一端，超过半数行业跌幅达到两位数，大量个股面临突出的流动性“虹吸效应”。这种分化，在年中时点迎来了一波修正——7月以来，无论海外股市还是A股，AI相关板块相继出现调整，而前期承压的部分非AI板块出现快速反弹。

行情风格切换的拐点信号来了吗？站在下半年的门槛上，多家一线私募开始重构投资策略。

● 本报记者 王辉

### AI行情存分歧

对于AI产业本身的长期前景，受访私募人士几乎无人看衰。但在如何理解本轮AI行情性质这一核心问题上，分歧正变得日益清晰。

在景林资产管理合伙人、CEO高云程看来，过去半年全球资本市场最深层的变化，是“智能第一次开始被机器规模化生产出来”，这是一次真正的范式革命，而非简单的周期波动。AI不再仅仅作为软件工具存在。他由此提出，过去围绕用户数、流量和广告收入建立的轻资产平台估值体系需要被重新审视，作为新时代的核心资产，那些处于AI“五层蛋糕”（能源与基础设施、半导体设计制造与核心器件、大模型与操作系统、云平台与入口、产业应用）中的优质企业将被重新定义。高云程判断：“我们可能正站在智能工业化的起点。在这样的时代里，最大的风险，往往不是波动，而是仍然用旧世界的框架理解新世界。”

与此同时，并非所有受访者都愿意将当下的市场热情与这一宏大远景无缝对接。

重阳投资基金经理赵阳认为，本轮AI行情由真实的需求爆发和行业企业盈利增长驱动，这与2000年互联网泡沫

时期大量未盈利公司的高估值炒作有着本质区别，反而更像2021年的新能源行情。“但如果趋势出现反转，大概率也会因为需求端增长无法长期维持当前的陡峭斜率，供需平衡之后进一步出现供给端格局下行。”他直言，“树不能长到天上去。”

云脊资产总经理梁力则提示，产业基本面与市场定价之间存在脱节。他认为，要把“产业基本面”和“市场定价”这两件事分开来看。“AI科技行业的基本面依然非常强”，这一点毫无疑问，但问题恰恰出在定价上。市场已经对最乐观的情形做了先行推演，却忽略了两件事：其一，许多环节的高盈利本质上是需求来得太快、供给跟不上结果，不可能无限期维持；其二，大量公司的估值里“掺了太多想象”，部分公司相关业务对整体盈利的贡献近一两几年几乎可以忽略，市场却用非常长期、非常乐观的展望给了这些公司较高的估值。

对于AI行情后市，并非看多与看空之争，而是对长期愿景与短期定价之间关系的不同理解。正如上半年AI板块的普涨已逐渐过渡到7月的剧烈分化，有私募人士表示，那种买了AI标的就能赚钱的阶段已经过去，接下来的科技行情将不再是整体的强者恒强，而是一场难度更高的“淘金”大赛。

还有私募观点认为，上半年市场习

## 用好投研人力资源

# 公募机构探索基金经理“新管理模式”

● 本报记者 徐金忠

公募基金行业正在形成对投研“人力资源”的“新管理模式”。

中国证券报记者近期在调研基金公司投研团队建设时发现，公募基金行业正在逐渐形成新的共识：既然行业已经告别“明星基金经理”，强化业绩基准对投资的约束作用，强调团队化和平台化的投研架构，那么，在投资者一端，也希望建立新的逻辑：买基金是买产品，买产品背后的投资能力。

顺着这样的逻辑链条，在基金公司一侧，也在同步进行变化：基金公司正在成为“人力资源公司”——它要为合适的产品安排合适的基金经理，要为合适的市场环境安排合适的基金产品和基金经理……

探索新模式，需要面对新的考验。“以后基金公司需要对基金经理及其背后的投资能力进行组合和排序，这对基金公司的专业性提出了很高要求。基金公司管理团队的专业性首当其冲。”一位基金公司总经理表示。

### 又现基金经理“共管”

7月8日，大成基金发布公告称，大成睿景灵活配置混合增聘张天闻为基金经理，与韩创共同管理。

查阅资料发现，张天闻相对聚焦人工智能、半导体等领域的投资，这与韩创所擅长的投资领域形成了一定的错

位互补。

事实上，今年以来，多位知名基金经理旗下的基金产品增聘基金经理，开始多人共管。

6月27日，易方达基金公告显示，张坤旗下两只产品迎来调整——易方达优质精选增聘彭珂为基金经理，易方达优质企业三年持有增聘张琦为基金经理。此前5月23日，易方达基金公告，易方达蓝筹精选增聘何一毓、杨思亮为基金经理。这是张坤独自管理这只产品近八年来首次迎来搭档。目前张坤在管的四只产品中，已有三只进入“共管模式”。

今年6月，景顺长城基金公告，老牌明星基金经理余广在管的景顺长城核心竞争力、景顺长城核心招募、景顺长城核心优选一年持有3只基金增聘基金经理。再加上已在3月底增聘基金经理的景顺长城核心中景一年持有，余广已无独自管理的公募产品。

同样在6月，景顺长城基金发布公告，景顺长城集英成长两年定期开放混合宣布增聘基金经理，与刘彦春共同管理。加上此前公告的景顺长城鼎益、景顺长城内需增长、景顺长城内需增长贰号增聘新的基金经理，刘彦春在管6只产品形成“4只共管+2只独管”格局。

### 市场解读渐趋理性

知名基金经理在管产品二连三出现增聘、共管，自然引发市场和行业关注。

例如，行业对易方达基金和张坤在管产品的一系列动作关注度较高。易方达基金表示，基金产品增聘基金经理，是为了平衡投资风格，发挥多视角互补优势，优化持有人的投资体验。

外界对此的关注，聚焦在投资老将遭遇的新情况，即作为在消费等领域拥有辉煌战绩的投资老将，面对极致分化行情中，擅长品种长期不占优的情况，需要适时做出改变。

是期待基金经理提升单兵作战能力，还是发挥团队作战优势？易方达基金选择了后者。

这同样是景顺长城基金的选择。中国证券报记者观察发现，景顺长城基金选择了发挥团队作战优势的变革之路，并出现了较为明显的效果：在增聘基金经理后，前述部分产品阶段性出现了业绩向好的迹象，一改此前投资者对其固守原有投资路径的刻板印象。

除了明星基金经理旗下产品纷纷增聘新基金经理之外，今年以来大量产品迎来新的基金经理。至于被换掉的老人，有多种出路，部分离职，大部分则是继续管理其他的产品。

对于基金经理的变化，投资者的解读相较此前也有了明显的改变。在一只基金产品的投资者交流平台上，有投资者的留言颇有代表性：面对不适合的市场环境，基金经理“该换就换”，不能要求基金经理什么都懂、什么行情都能抓住，还是要“换上适合行情的基金经理，换上能帮大家赚钱的基金经理”。