

西部利得基金严志勇、计旭：

打造层次化权益阵型 灵活把握景气机遇

□本报记者 王鹤静

今年A股市场分化明显的结构性行情，给固收增强基金投资管理带来了不小的挑战。西部利得基金固收团队在严守固收阵线的时候，又将权益仓位打造成“锐度-中枢-防守”的三层稳固阵型，在灵活跟踪景气主线的时候，努力保护好回撤底线，提供低利率时代下的投资新方案。

日前，西部利得基金固收首席投资官严志勇、基金经理计旭接受了中国证券报记者的专访。谈及近期的市场风格调整，严志勇、计旭认为，现在确定市场风格切换还为时尚早，科技方向如何演绎，短期要看二季度业绩兑现情况以及后续的资本开支预期，不同科技细分方向的交易逻辑也不尽相同，不能一概而论。此外，周期、券商等有业绩支撑的方向以及中低价可转债的投资机会也值得关注。

仓位分层 打造稳固阵型

固收增强基金作为固收打底、权益增强的多资产组合，既被寄予了增厚收益的厚望，同时又承担着严守回撤底线的重任。尤其在债券收益率走低背景下，如何在权益仓位上做好排兵布阵，或成为投资的制胜关键因素。

基于上述考量，严志勇、计旭将固收增强产品的权益仓位划分为三层，就像足球阵型，不同位置都要各司其职。

第一层是锐度仓位，主要是根据市场的边际变化，参与投资逻辑通顺、有显著边际变化或胜率相对突出的板块和标的。此类标的波动性可能较大，回撤控制主要通过调整仓位实现。

第二层则是最重要、占比最大的中枢仓位，主要是通过景气投资逻辑，争取正贝塔收益。景气度是寻找主线的重要突破口，价值投资最终还是要落脚到行业和自身的业绩层面，不同行业所处的周期位置不尽相同，但行业景气度所处的位置和预期变化往往是影响市场主线的主要因素。“市场主线会阶段性变化，比如一季度



严志勇

的时候很分散，但二季度就集中在科技方向，最近又开始分散，那么我们的中枢配置也会根据主线变化及时调整，努力把握其中的龙头机遇。”计旭表示。

第三层是用于防守的底仓，包括银行、公用事业等板块，都是分红预期较高且持续分红能力较强的红利资产，即使短期的相对收益受市场风格等因素影响，也并不影响其长期配置价值。

随着固收增强管理团队近年来不断磨合，严志勇介绍，团队在投资标的选择上的胜率有所提升，因此整体的持仓集中度也会同步提高，以避免不必要的分散。固收仓位部分则会严格控制信用下沉风险，组合久期也基本维持在行业平均水平。

“固收增强产品为了争取增厚收益，已经在权益仓位上暴露了一定的风险敞口，所以我们在固收投资部分会更加稳健保守。如果阶段性有机会，我们会考虑用小部分仓位参与长债交易，整体还是努力通过权益仓位来贡献超额收益。”严志勇表示。



计旭

科技行情进入分歧阶段

进入7月以来，全球科技行情震荡加剧，市场对于科技基本面的分歧进一步加深。

首先是产业层面，计旭观察到，海外部分热点事件引发了市场对于AI硬件价格上涨能否持续以及AI资本开支预期的讨论，巨额的资本开支正带动整个产业链呈现“通胀”态势，市场对此的分歧有所加深。

其次是市场层面，计旭表示，今年上半年，国内外权益市场的结构性特点明显，科技板块整体表现相对突出，在科技板块持续上涨、赔率下降的情况下，临近业绩验证阶段，资金层面或有一定止盈需求，市场风格也有再平衡的诉求，叠加上述产业变化，共同导致了近期科技行情的回调。

但在计旭看来，仅从近几日的变化就确定市场风格发生切换还为时尚早：“AI对于生产效率的提升显而易见，也受到了市场的认可，近期市场不确定性有所增加，情绪层面可能加

长盛基金汤其勇：

国产算力链有望成为市场主线

□本报记者 王雪青

集成电路科班出身，三年卖方通信研究员，五年买方TMT深耕。长盛基金的基金经理汤其勇，从2025年11月接手长盛新兴成长、长盛核心成长等产品以来，恰好赶上了“技术改变世界”的浪潮。

今年上半年，AI算力在A股市场掀起波澜。在不少投资者眼中，海外算力链堪称“完美叙事”——需求旺盛、供不应求、业绩兑现。但汤其勇判断：“下半年国产算力链有望接棒，成为新的市场主线。”

“海外算力边际变化的信号增多，而国产算力正在边际改善。”近日在接受中国证券报记者专访时，汤其勇表示。

三条标准锚定新技术方向

汤其勇的投资框架以新技术驱动产业变革为核心逻辑。在他看来，回顾全球资本市场的发展历程，最具代表性的成长型企业，其共同特征是依靠技术创新开辟了全新的市场空间。

“这种模式与传统需求驱动的增长有本质区别，新技术的需求往往由供给端创造，在技术突破之前市场并不存在对应的需求场景。”汤其勇说。

面对层出不穷的新技术方向，汤其勇建立了三个维度的筛选标准。第一，政策方向与产业资本共振。一个具有系统性投资机会的技术方向，必须同时获得政策层面和产业资本层面的双重加持。算力基础设施和人工智能，正是全球

重要经济体政策同时倾斜的方向。

第二，产业影响力足够深远。以移动互联网为例，通信基础设施的直接投资规模有限，但由此催生的应用生态创造了远超投入的产业价值。当前人工智能同样具备这一特征，其应用正在向各行各业渗透，潜在的市场空间远大于算力基础设施本身。

第三，产业落地周期可控。“我倾向于关注未来一到两年内能够看到产业迅速落地、相关公司产值能够进入快速增长长期的方向。对于技术成熟度偏低、商业化时间表尚不明确的远期方向，保持关注但不过早介入。”汤其勇认为，“投资需要在远见与现实之间找到恰当的平衡点。”

对于能力圈是否能够应对未来可能出现的风格切换，汤其勇并不担心：“TMT赛道足够广阔，在里面可以找到周期，可以找到消费，也可以找到技术成长。”他举例，他买过面板标的，看中的是全球垄断格局下的稳定现金流和较低估值；也配置过游戏品种，在他眼中这是TMT领域中偏消费属性的标的；被动元器件和存储则是典型的周期性品种。正是这种多元属性，让他有信心在TMT内部构建出攻守兼备的组合。

国产算力链“业绩兑现元年”

“今年被广泛认为是国产算力从研发投入期进入业绩兑现期的重要转折点。与海外算力链相比，国产算力链在资本开支增速、市场份额提升空间、政策支持力度等多个维度上都展现出更强的边际改善趋势。”汤其勇认为。

第一，国内资本开支增长的确定性及能见

度更高。海外云厂商的资本开支经历了连续三年的高速增长，后续高速增长的可持续性需要进一步确认。而国内主要互联网企业的资本开支仍处于上升周期，增长空间相对充足。

第二，国产化份额提升。国产芯片的市场份额仍处于提升通道之中，随着产品成熟度的提高和生态的完善，份额提升本身就是重要的增长驱动力。

第三，政策层面的支持与投入。汤其勇认为，算力基础设施建设的战略意义持续凸显，产业政策的方向性支撑明确，这可能是市场尚未充分定价的超额增量。

与此同时，海外算力链也出现了一些需要关注的边际变化。汤其勇认为，在产业链利润分配方面，上游部分环节的利润占比偏高，对中下游形成了一定压力。“当某一个环节制约了全产业链的发展，产业链各参与方就有动力共同去推动解决这个瓶颈。”他提到，韩国两家存储龙头企业已经给出了未来十年较为乐观的扩产规划，这将推动产业链瓶颈从存储环节向半导体设备材料环节转移，相关环节的机会同样值得关注。

“当然，海外算力链依然具有比较大的机会，需要更关注业绩持续兑现能力和长期增长确定性。同时，海外算力链一些具备新技术突破或商业模式创新的细分方向仍然值得关注。”汤其勇认为，“从整体贝塔的角度来看，国产算力链的边际改善趋势更为明确。”

AI应用值得期待

从更远的视角来看，汤其勇认为AI应用

大市场波动，但风格的调整需要更多行业、产业、公司层面的数据验证，并且政策导向也十分重要。”

计旭进一步表示，科技方向内部的交易逻辑也不尽相同，海外AI链和半导体链既有交集，又有各自的逻辑，因此即使市场调整，不同板块也不能一概而论，而是要分析各自的投资逻辑变化情况。整体来看，短期多重因素影响下，市场面临的不确定性正在边际提升。

寻找有业绩支撑的方向

基于风格再平衡以及组合管理的考量，严志勇、计旭也在关注其它有业绩支撑、投资逻辑通顺、赔率适宜的板块。他们认为，市场波动使得资金会去寻找确定性相对较强的方向，确定性主要在于业绩的兑现度，尤其是前期受到资金流向影响的一些板块和标的。

在严志勇、计旭看来，周期方向就是符合上述条件的典型板块。“化工板块在地缘冲突前就有所表现，然而近期很多化工标的股价已经比地缘冲突爆发前还要低，分歧主要集中在油价的向下空间以及美联储的货币政策预期。”计旭表示。

此外，近期已有表现的券商板块也是他们关注的焦点，无论是从业绩、估值层面考量，还是券商板块本身的资金容纳量，都值得在风格调整时持续关注。

同时，他们也在积极把握可转债的投资机会。虽然指数层面显示可转债整体估值已经处于高位，但计旭提示，中低价品种的机会值得关注。

“目前高价可转债和新发可转债整体涨幅相对更大，且新券占比有所提升，中低价可转债表现相对一般，所以内部存在结构分化的情况，指数层面可能有一定程度的失真。很多中低价可转债的调整幅度已经较大，市场上固收增强资产的配置需求依然旺盛，在纯债票息收益偏低的背景下，可转债如果估值调整到位，拉长长时间来看，其配置价值值得关注。”计旭认为，现阶段可转债投资更多是对择时能力的考验。

是值得长期关注的方向。根据科技产业发展的一般规律，上游基础设施的大规模投入，最终将推动成本大幅下降，从而催生下游应用的繁荣。“就像通信基础设施大规模投入后，移动互联网应用迎来爆发式增长，创造了远超基础设施投资的产业价值。”汤其勇表示。

在具体方向上，他较为关注传媒、内容制作等领域AI赋能带来的效率提升，以及机器人产业在物流分拣等场景的商业化前景。“不过，从投资节奏来看，当前算力产业链仍在业绩增速和市场容量上具有优势，应用方向的全面爆发需要等待算力成本的进一步下降。”汤其勇认为。

在投资方法论上，汤其勇将“前瞻”视为第一关键词。“对产业趋势的判断不能依赖市场共识，而要通过深入的产业研究和调研，在市场尚未充分认知之前形成独立判断。”他大约一半的工作时间用于产业调研。此前他前瞻布局的MLCC、光纤光缆等方向，都是市场关注度较低、估值处于历史低位时开始研究和配置，后来成为了市场阶段性主线。

在选股层面，他特别关注产业链中的“价值扩张环节”——即随着产业发展，在整体价值链中占比持续提升的方向。他举例，在算力规模快速增长的过程中，光互联的价值占比持续提升，其业绩增速数倍于资本开支增速。在国产算力产业链中，他同样在寻找这种结构性机会。

“从长远来看，算力之后，AI应用的广阔空间才是更值得期待的舞台。”汤其勇说。