

价值派基金经理坚守初心 “不会因短期压力而动摇”

7月以来科技行情出现“逆风期”，不少坚守“老登”资产的价值派基金经理，迎来了久违的业绩反弹。数据显示，邹立虎、刘杰、焦巍、姜诚、蓝小康等一批知名价值风格基金经理，旗下均有产品本月以来的回报率突破10%。

此前二季度科技板块持续上涨，让抱紧“老登”资产的基金经理们的业绩表现不尽如人意。部分价值风格基金经理在坚守能力圈的同时，显著降低股票仓位，稳健防守、等待时机。面对汹涌的科技浪潮，一批价值投资的践行者“不合时宜”地坚守着企业价值和安全边际，看好价值投资仍然长期有效。

● 本报记者 王鹤静

价值风格回暖

进入7月，伴随着科技行情大幅回调，此前科技板块虹吸的资金开始释放，红利价值板块普遍迎来回暖，价值风格基金整体取代成长风格基金，领衔7月以来的公募产品业绩排名榜。

Wind数据显示，截至7月28日，邹立虎管理的景顺长城周期优选、刘杰管理的嘉实资源精选、焦巍管理的银华富裕主题、姜诚管理的中泰兴为价值精选以及蓝小康管理的中欧价值回报、中欧红利优享等，本月以来的回报率都超过10%。

与此同时，上半年回报率翻倍的方正富邦核心优势、东方阿尔法科技智选、东吴价值成长、广发远见智选、平安科技精选等

退守等待时机

在二季度AI科技行情的持续虹吸下，红利价值类板块普遍表现不佳，一度给价值派基金经理们带来不小的冲击和压力。市场出现极端行情，如何在逆势环境中坚守？如何平衡组合波动与回撤？基金经理们也在艰难做出选择。

蓝小康管理的中欧价值领航在二季度大幅减仓，股票仓位由84.16%显著降至66.63%。但从基金持仓来看，蓝小康依然坚守在自己的能力圈范围内。中欧价值领航二季度减持了中国平安，在前十大重仓股榜单中，以恒力石化、兴业银行、新华保险、紫金矿业、平安银行、三一重工取代了中国海洋石油、柳工、宁波银行、安徽合力、中联重科、李宁。

蓝小康认为，中国的新能源产业和煤化工的战略价值凸显，而各类基础产业的优质公司股价大幅下跌，并不符合逻辑。当前这类公司的股价下跌更多是流动性冲击，而非基本面恶化。从历史经验看，这种被迫卖出行行为往往为价值投资者提供了较

当追求长期主义的价值投资遇上短期极端行情而“失效”，基金经理们也在纷纷反思，价值投资到底在坚持什么。

来自中泰资管姜诚表示，导致某阶段“糟糕”业绩的直接原因是构造的组合严重偏离于市场主线，配置集中于碳基“老登”资产，没有“中登”和“小登”品种；根本原因则是投资框架无法匹配所有风格的标的。

来自大成基金的徐彦更是坦言，今年二季度是自己管理的基金跑输同类的一个季度。自己操作背后的出发点是企业价值和安全边际——这两个词现在很“不合时宜”，但这在股市里每隔一段时间就会出现。

面对科技时代的汹涌浪潮，姜诚并不急于追逐投资热点，在他看来，就如同足球队需要有负责防守的后卫和门将，而不必人人争做摧城拔寨的前锋，自己的长期目标依然是从穿越周期的视角，为持有人赚

聚焦AI科技方向的主动基金，本月净值回撤普遍超过40%。

以近期表现较好的景顺长城周期优选为例，2026年二季报显示，当季该基金逆势大举增持赤峰黄金A股，同时增持紫金矿业、藏格矿业、充矿能源、中煤能源，并将西部矿业、洛阳钼业、云铝股份、紫金黄金国际、中孚实业新纳入前十大重仓股。7月以来，赤峰黄金、西部矿业股价已分别涨超40%、35%。邹立虎在二季报中表示，主要围绕上游行业来进行投资，考虑到估值已经明显偏低，组合在市场回调过程中适当提升了仓位，目前重点有色、煤炭方向。

好的时机。

蓝小康重点看好的方向仍是大金融、资源品和能源、工程机械、重卡、建筑建材以及内需消费等相关产业。有色金属板块经历了二季度的大幅调整后，未来将加大对该板块的跟踪与关注。全球秩序将走向多极化格局，货币、金融秩序需要重塑，美元信用面临挑战，贵金属的表现仍值得期待。

刘彦春管理的景顺长城新兴成长，也在二季度将股票仓位由91.76%大幅降至78.84%，这是该基金自2016年以来季报披露的最低股票仓位水平。五粮液、泸州老窖、中国中免、迈瑞医疗退出该基金前十大重仓股，取而代之的是海康威视、宁德时代、古井贡酒、伊利股份。刘彦春表示，热门的AI相关产业链定价中隐含了未来多年需求持续高速增长、供给紧张带来的高盈利能力有保持甚至持续提升的预期，而对内需相关产业定价中隐含了盈利持续下降的预期，市场反映已经较为充分，产业间的K型分化未来会逐步收敛。

到适合的回报，而非每个时段都领先。传统行业有阶段性压力，但长期的幸存者往往能提供不错的投资回报，且风险可控，这是他保持乐观的根本原因。

“这次展现在大家面前的是属于科技的新时代趋势，由于科技和进步之间似乎有一种毋庸置疑的正向关系，没有融入这一趋势的人身上就散发出前所未有的‘老登味’。不管是关心一个时代还是一个季度，我们都在努力以自己的方式更好地面对将来。”徐彦表示。

蓝小康表达了对于长期主义的坚定信心。他认为，价值投资追求的长期有效，以往要以短期的“低效”甚至“失效”为代价。“坚持以长期稳定的预期回报为导向，锚定公司内在价值，关注价格明显低于价值时的出手机会，这样的投资方法论长期来看，有助于为投资者争取可持续的绝对回报，我们不会因短期压力而动摇。”

老将基金换新颜 在坚守与进化中寻找平衡

● 本报记者 张舒琳

今年上半年，在市场“K型”分化极致演绎的背景下，一些老基金产品以及基金经理开启自我进化之路。从近期基金二季报披露的情况来看，多位市场知名基金经理管理的老产品正在出现新的变化。有的通过增聘新生代基金经理，引入新的产业研究视角；有的在坚守原有投资框架的基础上，主动调整持仓结构，向科技、AI等新兴产业方向拓展。

共管模式下的新面貌

近年来，基金经理共管模式成为公募行业的新趋势。多家基金公司旗下规模较大的明星产品引入了新基金经理，为公募老将的投资框架加入新的研究力量，以应对市场结构变化。

今年二季度，多只知名基金经理管理的老产品均开启了共管模式，组合风格也随之发生变化。例如，刘彦春管理的景顺长城鼎益混合，于2026年5月9日增聘柯海东为基金经理。基金二季报显示，在基金进入双基金经理共管阶段后，为了增加投资组合收益来源的多样性，进行了持仓结构的调整。据天天基金持仓数据，一季度末，其前十大重仓股还是贵州茅台、海大集团、药明康德、山西汾酒、中国中免、美的集团等白马品种，二季度末的持仓品种已更换为江丰电子、中际旭创、东方钨业、中钨高新等新兴力。

该基金二季报显示，AI产业经过几年的快速发展，海外大模型厂商逐步进入商业模式闭环阶段，推动AI推理需求快速增长，看好国内外算力产业的投资机会，尤其是半导体材料与设备行业，受益于全球的存储及先进逻辑龙头公司的扩产周期，有望迎来较长时间的景气上行。与此同时，战略资源品和部分出海资产也成为组合关注方向。部分战略金属具备供给刚性特征，同时受益于供给刚性以及AI产业需求增长，具备长期投资机会。此外，还看好部分具有长期成长性的全球化消费品，以及适应国内内需变革、格局改善的消费品。

另一位知名基金经理张坤旗下产品，也开启了团队化管理模式。易方达蓝筹精选于2026年5月23日增聘杨亮、何一铖共同管理。基金二季报显示，在团队共同管理后，该基金提高了电子、通信、公用事业等行业配置比例，同时降低了食品饮料、互联网、医药等行业配置比例。截至二季度末，易方达蓝筹精选前十大重仓股中，新进中芯国际、东山精密。腾讯控股、贵州茅台、五粮液、泸州老窖、阿里巴巴等

老面孔仍然在列，但单个股占比普遍由一季度末的9%以上降至2%至6%。

对投资体系进行调整

相比通过增聘基金经理实现投资框架升级，也有部分老将选择对自身投资体系进行调整。其中，焦巍管理的基金变化尤为引人注目。

作为长期坚持价值投资理念的知名基金经理，焦巍过去长期重仓消费、资源等传统行业。今年二季度，焦巍管理的银华富贵精选三年持有，已经从有色和煤炭石油为主的资源布局切换到了景气度和叙事方向。一季度，该基金前十大重仓股还是陕西煤业、赤峰黄金、中国海洋石油、紫金矿业等清一色的资源标的，二季度末就变成了华峰测控、中芯国际、北方华创、深南电路、沪电股份、安集科技等半导体和AI硬件标的。

焦巍在二季报中直言不讳地表示，需要跟随市场。不过，他同时表示“在参与的同时留一份清醒，也报以极大的警惕”，一旦设定的风险边界发生拐点，将随时作出调仓。

一边进化一边坚守

值得关注的是，在拥抱产业趋势的同时，焦巍管理的另一只基金银华富裕主题，二季度依旧满手价值品种。前十大重仓股中有5只银行股，另有中国海油、中国移动、陕西煤业等白马品种。该基金二季报表示，由于长期持有传统价值股，在AI行情推动下，净值表现承压。“满手老登品种”的组合经历了较为极端的市场环境。

但焦巍并未因此否定红利投资。他表示：“成长和红利并非简单对立，而是在不同宏观环境和产业周期下的不同选择。复盘过去三轮周期，红利和成长从来不是非此即彼的对立关系，而是不同宏观环境和产业周期下的交替最优解。”

在他看来，“对于经历了三轮周期也追逐过成长梦想的‘老登’，在尊重产业周期的同时，看清楚不管是移动互联、新能源还是本轮的AI，无非是又一次规律重演。假如基本面不变，那么‘他强由他强，清风拂山岗’。”

类似的“适度调整”态度也体现在另一位老将徐荔蓉的投资组合中。基金二季报显示，徐荔蓉管理的国富潜力组合混合继续保持相对均衡的持仓结构，在适度增加科技类持仓的同时，对部分短期涨幅较大的公司进行波段操作，同时继续布局了周期和消费方向。

ETF市场回暖 半导体材料设备方向显著吸金

● 本报记者 王辉

7月29日，A股市场温和反弹，港股市场也延续了近期的震荡反弹势头。在港股汽车板块表现活跃、A股游戏行业强势走高的背景下，跟踪港股汽车板块及A股游戏板块的产品领涨ETF市场。此外，受港股互联网板块走高、消费股表现活跃等因素影响，相关板块和主题ETF29日表现较为强势。值得注意的是，尽管7月以来科技板块经历了一轮较大幅度的调整，但资金对半导体材料设备主题ETF依然呈现“逆势流入”的态势。

游戏板块领涨

7月29日，港股汽车板块全线走强，理想汽车、零跑汽车等龙头个股涨幅均超8%，成为当日港股市场最亮眼的板块之一。在此带动下，港股通汽车ETF易方达29日大涨6.84%，位居全市场ETF涨幅榜首位。

与此同时，A股游戏板块也表现亮眼。游戏ETF华夏29日上涨5.98%，在游戏类ETF中涨幅居前。业内人士认为，随着版号发放常态化以及AI技术在游戏研发中的应用不断深化，游戏行业正迎来新一轮发展机遇。

跟踪港股互联网的ETF产品29日同样表现不俗。随着全球市场部分资金从AI硬件领域流向软件应用，港股科技板块成为市场资金切换的重要承接方向。港股通互联网ETF汇添富29日上涨4.80%，在港股互联网类ETF中涨幅居前。

29日港股消费板块整体交投活跃。港股通消费ETF富国29日上涨4.01%，在消费类ETF中表现突出。市场人士认为，随着经济进一步复苏预期增强以及促消费政策持续发力，消费板块的基本面改善有望延续，相关ETF产品的配置价值正在逐步显现。

29日A股市场成交额环比前一交易日放量近两成，市场交投情绪明显回暖。在此背景下，多只股票类ETF成交较为活跃。其中，科创50ETF华夏成交额达129.59亿元，创业板ETF易方达成交额达124.46亿元，双双突破百亿元大关，显示出市场资金对科技成长方向的高度关注。

资金青睐半导体材料设备方向

7月以来，全球股市科技主线普遍经历了一轮较大幅度回调，A股半导体板块的阶段性调整幅度不小。与市场调整形成鲜明对比的是，市场资金对半导体材料设备主题ETF呈现“逆势流入”的态势，这一方向成为近期资金流入最为集中的领域之一。

Wind数据显示，截至7月28日，7月以来ETF市场资金净流入规模排名前十的产品中，有3只为半导体材料设备主题ETF，资金净流入规模合计达420.55亿元。其中，华夏上证科创板半导体材料设备主题ETF自7月以来的资金净流入规模达230.11亿元，在所有半导体材料设备主题ETF中位居首位；国泰中证半导体材料设备主题ETF和易方达中证半导体材料设备主题ETF的资金净流入规模均超90亿元。

宽基ETF也获得了大幅资金净流入。数据显示，7月以来，华夏上证科创板50ETF资金净流入额达348.45亿元，位居全市场ETF净流入榜首位；华泰柏瑞沪深300ETF和易方达创业板ETF的资金净流入额分别为295.13亿元和293.39亿元，同样位居净流入榜前列。

关注红利资产投资机会

近期全球市场震荡、AI板块波动加大，资金再平衡需求提升，红利资产成为避险配置的重要方向。Choice数据显示，截至7月26日，近一月净流入额居前的10只红利类ETF合计吸金达105亿元。

分析人士表示，从当前时点看，红利资产的配置价值主要体现在三方面：一是在低利率环境下，高股息回报相较无风险收益更具吸引力，当前红利类指数的股息率较10年期国债收益率普遍高出约3个百分点；二是在震荡的市场环境中，兼具高股息和低波动特征的红利资产可作为组合缓冲垫，平滑净值波动；三是上市公司年中分红密集落地。来自广发基金的数据显示，截至7月20日，已有550家A股上市公司筹划2026年度中期分红，红利策略的配置胜率与长期持有价值有望提升。

银河证券认为，当前市场聚焦政策与业绩的双重验证，短期宜均衡配置。一方面，静待科技细分赛道的半年报景气度兑现；另一方面，可把握低位价值板块修复窗口。

东方证券表示，在市场风险偏好未全面扩张、风格轮动加剧的背景下，红利资产具备相对配置优势，建议将其作为哑铃策略的防御端增配以优化组合韧性。

兴业基金表示，当前科技成长赛道景气度依然较高，但高成长往往伴随高波动，在这样的市场环境下，适当配置红利资产，以高股息构筑安全垫、低估值提供缓冲区，能够在震荡市中平滑组合波动。

■【广发证券“投研财富+”投资者教育专栏(四)】

一直以来，广发证券主动承担起金融机构的主体责任，发挥业务优势，打造丰富的投教载体，贯彻资本市场人民性立场，树牢金融为民的理念，引领投资者教育工作走在行业前列。随着一系列新政策的出台，我国资本市场进入新发展阶段，广发证券特在中国证券报开设“投研财富+”投教专栏，聚焦新质生产力方向和市場热点，向广大投资者普及专业投研框架、分享专业机构观点，帮助投资者掌握投资分析方法，更加有效维护投资者特别是中小投资者合法权益，持续提升投资者的获得感，聚力推动我国资本市场实现高质量发展。

广发证券策略首席分析师 刘晨明

产业周期的泡沫化顶部识别，是赛道投资中最关键也最困难的判断之一。我们围绕估值与货币环境的局限性、景气拐点的经验阈值及其统计基础、不同行业模式的差异化信号，以及当前AI产业周期所处阶段等问题，进行简要梳理，以期对读者识别产业周期位置有所帮助。

破除传统迷信：估值与货币环境均非有效信号

面对高估值赛道，投资者最直观的担忧往往是“估值太贵”。但复盘历史，估值并非判断产业周期泡沫化顶部的有效指标。一方面，不同资产估值定价的方式不同，过往赛道顶部的市盈率水平从几十倍到几百倍不等，缺乏统一阈值；另一方面，估值高点通常不是股价高点，估值顶往往早于股价顶。唯有在遭遇流动性急剧收缩的极端情形下（如2015年），两者才会趋于同步。

货币环境同样不是判断顶部的关键。上世纪九十年代以来，美联储多轮加息周期中，市场多数情况下仍在上涨。2000年科网泡沫高点距首次加息约1年，2007年、2018年高点距首次加息约3年。流动性收紧最终会传导至企业盈利端，但传导存在时滞，资本市场通常不会立即定价。

两个经验阈值：30%增速红线与50%降幅警戒

由此可见，判断产业周期顶部，必须回归产业自身的盈利周期，核心在于定位景气周期的位置与拐点。通过对A股2005年以来全部成份股的统计复盘，可提炼出两个规律性较强的经验阈值：一是盈利增速跌破30%，二是增速较高位回落幅度超过50%。当这两个信号出现时，往往意味着景气拐点到来，赛道行情大概率走向终结。

这两个阈值并非凭空设定，而是有坚实的统计基础。我们观察到，各年度涨幅前10%的公司，扣非增速中位数长期维持在30%左右；涨幅前10%至20%的公司，增速中位数约20%。换言之，30%的增速水平基本是“能否跑赢市场”的分水岭。进一步看，30%还是“看不看估值”的分水岭。对于增速在30%以上的高增长资产，当年涨幅主要取决于景气度，估值高低一股不构成制约；但当增速跌破30%，估值的重要性便显著提升。背后的逻辑在于，30%是价值投资增速要求的上限、景气投资要求的底线——增速超过30%时，已超出现金流贴现模型的定价能力范畴，市场转而以景气动量定价；增速回落至30%以下后，资产逐步进入DCF可定价阶段，估值随之生效。

至于-50%的阈值，统计同样表明，增速回落幅度超过50%时收益率大幅降低。这一现象既可能反映盈利大起大落的“周期属性”，也可能

反映市场在高增长时期对盈利过度乐观，导致降速阶段大幅杀估值。不过，对于前期增速极高的标的，市场对其降速的容忍度会相应提升，运用时需结合绝对增速水平灵活判断。

这一框架并非人股独有，海外典型赛道案例也可以佐证。1980年美国能源、2000年科网、2008年美国地产这三轮泡沫中，增速见顶时股价并未见顶，增速高位震荡时股价仍在走高，唯有增速快速下行——跌破30%或降幅过半——行情才真正结束。当然，若遭遇政策与流动性的急速转向，外生冲击可能使股价顶与增速顶同步甚至更早出现，如日本1989年、A股2015年。

模式运用建议：四类赛道的差异化见顶信号

需要指出的是，30%和-50%是大数统计下的概率规律，具体到不同赛道，还需结合其盈利形成与定价模式综合判断。历史复盘显示，产业赛道见顶大致可分为四种类型：第一，景气兑现型以盈利动能由强转弱为标志，核心跟踪增速及其变化率，典型如动力电池、半导体设计。第二，产能反转型同样关注增速变化，但高供给弹性使盈利可能呈现双顶结构，单次增速折半未必意味着行情终结，典型如光伏硅料。第三，空间定价型顶部在于远期预期停止上修，股价往往与前瞻估值同步见顶，典型如移动互联网、半导体设备。第四，稳定复制型则需综合盈利确定性

与估值水平判断，传统增速阈值的适用性较弱，典型如核心资产。

回到当前市场，按上述框架审视AI产业周期，可得三点判断。第一，当前全球人工智能渗透率仍然较低。据微软报告，2026年第一季度全球人工智能渗透率为17.8%，其中中国为16%。参照PC、互联网等产业的发展规律，渗透率达到40%至50%之后，才可能引起股价较长时间的滞涨。当前AI产业整体仍处于渗透率快速提升的进行时阶段，持续的资本开支也在支撑盈利上行趋势。第二，即使核心AI资产出现盈利的二阶导边际放缓——对应宏观估值的高点，也不意味着景气拐点的出现。产业强度和渗透率仍将支撑盈利和股价，估值高点的出现并不等同于行情终结。第三，需警惕AI内部不同环节的分化。光模块、算力芯片等盈利较强的环节归于景气兑现型，应重点跟踪增速及其变化率是否走滞；服务器、PCB、液冷等制造属性更强的环节属于复合类型，还需观察扩产、产能利用率和产品价格；大模型和应用等为主要交易远期产业空间的环节更接近空间定价型，核心在于观察估值是否已透支未来增长。

总体而言，识别产业周期的泡沫化顶部，不应执着于估值高低或货币政策松紧，而应回归盈利周期本身。30%的增速红线与50%的降幅警戒，提供了可跟踪、可验证的经验坐标。对当下的AI行情而言，产业周期尚未走到拐点，但内部环节的景气分化已要求投资者以更细的颗粒度去跟踪和判断，甄别产业链各环节所处的景气阶段和定价模式。