柏基投资CEO坎贝尔：一批顶尖成长企业将诞生在中国

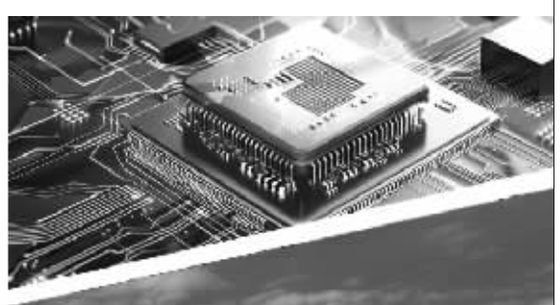
“我预计，一批全球顶尖的成长型企业将诞生在中国。”

在接受中国证券报记者独家专访时，柏基投资首席执行官蒂穆·坎贝尔（Tim Campbell）表达了对中国投资机遇的坚定信心。针对柏基在华的外资独资私募（WFOE PFM）业务调整，他解释，相关决定源于自身产品特点与客户当下需求的匹配问题，柏基仍在中国寻找优秀的成长型企业。

“我们在全球管理约2500亿美元，其中约250亿美元投在中国公司，占比达10%。”

在市场波动之际，这家全球投资机构如何看待中国资产，颇受关注。从中国企业的创新与竞争优势，到股票估值的吸引力，坎贝尔阐述了长期看好中国资产的理由。在他看来，越是波动与创新交织，深入理解企业、保持长期视角的能力就越显珍贵。

● 本报记者 王雪青 葛瑶





视觉中国图片 制图/王力

去年注销WFOE PFM后，柏基如何定位中国市场，是此次采访首先触及的话题。

“这并不容易。要知道，我们长期致力于中国市场。”坎贝尔坦言，“境内客户当下喜欢购买的基金类型，与公司通常擅长的类型存在差异。我们投资的是高增长、超长期、相对高波动的产品。但我们发现，这类产品并不太受境内客户欢迎。”

在解释业务调整的同时，坎贝尔介绍，柏基上海投资团队仍在努力研究中国企业，参与中国投资的工作正持续进行。

“我们对中国投资的承诺没有改变，只是不在中国境内募资了。”坎贝尔表示，自己至少每年来中国一次，既拜访客户，也亲眼观察中国的发展；公司其他投资人员来华则更为频繁，“每次来我都能学到新东西”。

柏基投资上海办公室负责人涂琦表示，柏基上海投资团队的重要职责之一，是帮助全球同事理解中国正在发生什么，包括全球化企业将如何面对中国企业的发展；同时，团队也在寻找中国市场的成长机会，并为境外相关投资产品提供研究服务。“对于一家在全球寻找成长型企业进行投资的机构来说，中国研究的重要性，已经超出中国市场本身。”

“如果要寻找最好的成长型企业，我们就必须非常努力地确保理解中国发生的一切。”坎贝尔说，公司不仅依靠本地团队，也让来自爱丁堡总部和美国的投资人员到中国实地考察，感受产业变化的速度。

柏基还会组织全球客户来华走访企业。坎贝尔发现，实地考察后，客户对中国竞争环境的理解往往发生变化，也对一批中国企业的优秀程度留下深刻印象。“不应该只读案头资料，亲自来体验一次至关重要。”他说。

支撑坎贝尔乐观判断的，是中国企业在全球竞争中展现出的实力。

在他看来，中国在能源、资金、劳动力等方面的成本优势，以及丰富的数据资源，为企业提供了有竞争力的单位经济效益。

“我认为与中国企业竞争非常困难。”坎贝尔说，“所以我预计，一批全球顶尖的成长型企业将诞生在中国。”

此次来华，他尤其关注中国企业如何使用人工智能，以及较低的模型使用成本能够带来哪些变化。他希望了解，随着智能成本下降，会不会有新的产品和应用首先在中国出现，并为其他市场提供参照。

对于中国AI大模型，坎贝尔透露：“公司已有应用，未来有可能会扩大应用规模。”

在涂琦看来，中国投资机会的范围正在拓宽。过去主要集中于互联网和移动互联网，如今越来越多地转向硬科技制造以及人工智能。中国企业在电池、大模型、生物技术等领域的创新，让全球投资者有了更多值得研究的对象。“变宽的是投资机会，不变的是投资哲学。”涂琦说。

除了企业广阔的成长前景之外，估值也是坎贝尔看好中国股票的重要理由。被问及与其他市场相比，中国股票最吸引人的地方时，他回答：“非常便宜。这一点很重要，因为你买一家公司时总想着要留安全边际。”

涂琦进一步表示，中国增长模式经历了从房地产向高科技的深刻转变。理解市场，需要同时看到产业结构和上市公司构成的变化。寻找投资机会仍需落实到具体公司。柏基关注那些具有竞争力、尚未得到市场合理定价的企业。

市场调整时，长期投资如何能经受住考验？坎贝尔分享了柏基的一项内部统计。

“过去20年里，为我们的客户贡献最多回报的十家公司股票，在持有期内全部经历过三次以上超过30%的回撤。”他说，“然而，恰恰是这十家公司股票，为我们的客户创造了最多的价值。”

在他看来，市场行为正在把投资者推向短期化，波动也让长期持有变得更加困难。但如果因为阶段性回撤而放弃真正优秀的企业，也可能错过其后续成长带来的价值。

“保持长期持有好公司股票的能力，其价值正变得越来越高，而非越来越低。”坎贝尔说。

这种坚持需要扎实研究作为基础。回顾早期投资特斯拉的经历，他表示，最初吸引投资团队的是电池技术进步。通过与专业人士的交流，团队认识到电池能量密度提升的潜力，随后寻找到能利用这一技术变化的汽车企业。“真正让我们对特斯拉感到兴奋的是电池技术，而不是车本身。”他说。

今天，人工智能正在改变众多行业，坎贝尔认为，这也为寻找下一批优秀企业创造了条件。

“市场剧烈波动的时期，往往是寻找下一个特斯拉、下一个阿里巴巴的最佳环境。”他表示，回顾自己在柏基的经历，一些出色业绩的起点，恰恰是市场发生显著错位的时期。

不过，对机会保持乐观，也需要认真识别风险。坎贝尔表示，柏基正在审视人工智能领域的资本开支、债务及资金循环，通过情景分析和分散配置应对不确定性。他尤其看好医疗健康和机器人领域的潜力，但关键仍在于找到好的投资标的。

对于中国市场，这套投资方法依然适用：深入研究企业，在变化中辨别成长机会，并以足够的耐心陪伴企业发展。

“我们寻找的东西——伟大的成长型企业——始终没有变。”坎贝尔说。

投资机构：短期波动不改长期价值

多维度积极因素打开布局窗口

● 本报记者 王宇露

“综合来看，企业盈利上升，资本市场改革持续显效，市场估值水平具备吸引力，优质企业的配置价值显现，支撑市场的积极因素正在不断积累。”海富通基金总经理任志强表示。

10月以来，全球风险资产波动明显加剧，A股市场经历了一轮较为集中的调整，交易情绪趋于谨慎，投资者对成长板块的关注与分歧有所增加。与此同时，上市公司三季报披露完成，稳市场政策工具密集落地。多家受访的机构表示，从盈利改善、估值定位到资金结构与制度环境，支撑中国资产长期价值的积极因素正在多维度积累。短期波动并未改变中国经济与企业基本面的修复方向，反而为长期投资者提供了以更合理价格配置优质资产的机会。

盈利企稳 结构改善

“面对波动，既需要重视风险偏好变化对资产价格的影响，也需要回到产业和企业本身，判断长期投资逻辑是否发生实质性改变。”万家基金的基金经理武玉迪在接受中国证券报记者采访时表示。

她表示，从其持续跟踪的中观产业趋势来看，短期市场表现并不能完整反映技术进步与企业竞争力的变化，一些推动产业发展的积极因素仍在积累。相比判断短期涨跌，更应关注创新能否创造真实需求、企业能否将竞争优势转化为可持续的经营成果，这也是在调整中寻找投资机会的重要依据。

从宏观层面看，勤辰资产认为，经历了过去几年经济结构调整和转型，房地产市场下行所带来的影响已显著减弱，经济对地产和传统基建的依赖明显下降，制造业转型升级、出口结构优化与新兴产业正在形成接续动力：前三季度制造业增加值同比增长5.6%，信息传输、软件和信息技术服务业增加值增长10.4%。

微观盈利的印证更为直接。任志强表示，截至10月31日，沪深两市逾5200家上市公司完成2026年三季报披露。前三季度合计实现营业收入56.6万亿元、净利润5.1万亿元，同比分别增长5.8%和8.5%，规模与增速均为2022年以来最高水平，滚动净资产收益率达7.9%。

估值具备安全边际

基本面的改善，为估值提供了更坚实的锚。从估值看，大盘蓝筹的定价处于历史中低区间。任志强表示，截至11月3日，沪深300指数市盈率（TTM）约为13.5倍，指数上市以来的平均水平为15.39倍；沪深300指数市净率约1.3倍，处于指数上市以来的14.22%分位；沪深300与上证50股息率均超过3%，处于历史较高水平。

“估值层面，当前的价格已经为长期投资者提供了较厚的估值安全边际，权益资产相对债券的隐含回报补偿已达到多年未见的水平，其成立并不依赖于对未来市场风格的任何假设。”勤辰资产表示，成长方向经过此轮回调，估值亦有明显消化，创业板指数市盈率已回到2015年以来的低分位区间。任志强也认为，成长板块中的许多优质企业历经调整，估值已经回落至历史偏低区间，板块配置价值逐步凸显。

资金结构也在同步发生变化。数据显示，2024年9月至2026年9月，近两年社保基金、基本养老金、年金基金、保险资金等长线资金合计净买入A股超过1.5万亿元；2026年以来净买入超过6000亿元，持有A股流通市值较2025年底增长12.5%。截至2026年二季度末，保险资金运用余额达40.82万亿元，人身险与财产险公司股票和证券投资基金配置占比升至16.23%，为历史最高水平。

短期波动带来布局良机

制度环境的改善同样值得重视。近年来，围绕上市公司现金分红、股份回购、信息披露与公司治理的监管体系持续完善，资本市场的功能定位正从侧重融资向投融资并重转变。

“一批上市公司分红比例从三分之一提升至接近一半，股东回报的稳定性与可预期性显著增强。”勤辰资产表示，在无风险收益率持续走低，同时一批中国资产的股息水平不断提升的环境下，中国资产对于长线资金已经具备显著的配置价值。随着居民财富配置结构中金融资产占比的提升，以及中长期资金入市机制的不断完善，权益资产在居民与机构资产配置中的地位有望持续上升。

“市场短期是投票机，长期是称重机。”在武玉迪看来，短期波动带来的是优质资产更合理的价格，面对调整，她对中国科技产业的竞争力保持信心，也将继续以产业基本面为锚，在波动中寻找被错杀的优质公司，力争为持有人创造长期、可持续的回报。

站在中长期维度上，勤辰资产表示仍坚定看好中国资产的投资价值。这一判断不依赖对短期市场风格的预测——无论科技与红利、成长与价值谁在下一阶段占优，在当前的估值水平、风险溢价与股东回报条件下，中国资产作为一个整体所提供的长期回报潜力，在全球主要市场中都是突出的。

“波动本身是市场的常态，它改变的是入场的价格，而不改变企业创造价值的能力。对中国经济的韧性、中国企业的竞争力与资本市场制度完善的进程，我们抱有充分的信心。”勤辰资产表示。

市场波动幅度加大

新生代基金经理集体校准投资标尺

● 本报记者 郝健

上半年结构性行情中崭露头角的一批新生代基金经理，普遍在三季度遭遇了产品净值回撤的考验。Wind数据显示，截至11月4日，管理主动权益基金且基金经理年限未满三年的超过500人，其中有基金经理管理的产品上半年盈利在三季度完全回吐。三季度的调整不仅是产品净值层面的考验，更是对新生代基金经理投资框架、风险管理与市场适应能力的一次检验。面对波动，他们复盘归因、调整操作，在坚守科技长期趋势的同时，将估值纪律与均衡配置摆到了更重要的位置。

产品净值回撤带来压力

三季度的市场调整，让不少新生代基金经理感受到与过往经验不同的压力。

万家基金汪洋今年6月刚接手一只新产品，基于对人工智能、科技自主创新及中国优势制造业中长期前景的判断，他在建仓初期围绕相关方向配置。他坦言，这一轮调整的深度、速度及板块联动性，明显超出参照历史经验形成的常态调整预期，使新基金在建仓初期就面临较为严峻的考验。

宝盈基金倪也亦表示，三季度行情和预期的波动加剧，对投资提出了更高要求。国泰基金郑浩则坦言，组合回撤较大，虽然做了一些控制策略，但效果不佳，不过对本轮半导体周期的持续性仍表示乐观。

新生代基金经理的投资框架正在遭遇现实挑战。富荣基金郭梁良管理的组合在AI算力硬件产业链方面集中度较高，这种高弹性在二季度是超额收益来源，在三季度则成为回撤主因。他认识到，原有的框架以“景气反转和兑现度下降”作为减仓依据，但三季度的下跌更多由估值和情绪因素驱动，而非盈利基本面恶化，导致组合应对不够敏感。

主线共识不变

整体来看，因科技板块调整而回撤较大的基金，三季度的持仓并未发生方向性逆转，多数仍选择坚守科技成长主线，并乐观看待长期产业趋势。

东方阿尔法基金梁少文管理的科技智选基金，三季度并未大幅改变重仓股名单，持续关注算力产业链，侧重配置半导体存储。东财基金罗申、汇添富基金李灵毓、融通基金闵文强等新生代基金经理也纷纷表示，会继续把AI产业链作为核心配置方向，聚焦国产算力、芯片硬件、AI电源、光通信等细分环节。他们均表示，尽管板块经历调整，但AI的产业趋势并未结束。

不过，也有新生代基金经理在坚守科技方向的同时做出了一定的战术调整。部分管理人适度降低了个股集中度，加仓公用事业标的，以降低组合波动；在算力持仓结构上，聚焦于光通信和PCB产业链龙头，同时将部分仓位转向国产算力相关的半导体设备，以分散风险。

投资方法论进化

经历三季度市场的考验，新生代基金经理们在投资框架层面开始了反思与修正，未来对于组合管理会更加强调风险控制与估值纪律。

富荣基金郭梁良明确表示，不会因股价调整而改变对AI算力长期趋势的基本判断，但后续将做出三项调整：一是适度降低单一环节与单一个股的集中度，提升组合内部的相关性分散度；二是在配置依据中，将“估值与景气的匹配度”提升至与“景气斜率”同等重要的地位；三是强化财务与订单的实证验证，减少对远期空间叙事的权重依赖。

华夏基金的王嘉伟提出，将重点跟踪AI需求变化，同时关注非AI高景气的成长行业，以实现组合均衡。东方基金的吴昊则表示，在延续对AI产业趋势关注的同时，适度降低对单一细分环节和单一产业催化的依赖，在科技成长内部进行分散配置。

大成基金陈麟瓒则强调了投资中的“定力”，在极致的市场环境中，保持框架稳定、避免动作变形至关重要。相较于“避免错过”，他更看重“避免买错”，这有助于提高组合的长期表现。

万家基金汪洋表示，短期调整不改变长期信心，但股价下跌本身并非买入理由，未来将更注重估值纪律与均衡配置，以研究耐心和中长期视角投资基本面稳健的企业。

每一轮结构性行情，都可能会催生一批具有鲜明投资标签的基金经理。一位深耕公募行业多年的业内人士向中国证券报记者表示，在顺风的市场环境下，部分管理人容易出现能力归因偏差：将阶段内由市场风格、产业趋势带来的贝塔收益，误判定为自身可持续创造阿尔法的能力，进而高估组合策略与投研框架的超额收益获取能力。当市场风格发生变化，曾经的优势能否迁移，是基金经理面临的重要考验。

短期波动带来布局良机

制度环境的改善同样值得重视。近年来，围绕上市公司现金分红、股份回购、信息披露与公司治理的监管体系持续完善，资本市场的功能定位正从侧重融资向投融资并重转变。

“一批上市公司分红比例从三分之一提升至接近一半，股东回报的稳定性与可预期性显著增强。”勤辰资产表示，在无风险收益率持续走低，同时一批中国资产的股息水平不断提升的环境下，中国资产对于长线资金已经具备显著的配置价值。随着居民财富配置结构中金融资产占比的提升，以及中长期资金入市机制的不断完善，权益资产在居民与机构资产配置中的地位有望持续上升。

“市场短期是投票机，长期是称重机。”在武玉迪看来，短期波动带来的是优质资产更合理的价格，面对调整，她对中国科技产业的竞争力保持信心，也将继续以产业基本面为锚，在波动中寻找被错杀的优质公司，力争为持有人创造长期、可持续的回报。

站在中长期维度上，勤辰资产表示仍坚定看好中国资产的投资价值。这一判断不依赖对短期市场风格的预测——无论科技与红利、成长与价值谁在下一阶段占优，在当前的估值水平、风险溢价与股东回报条件下，中国资产作为一个整体所提供的长期回报潜力，在全球主要市场中都是突出的。

“波动本身是市场的常态，它改变的是入场的价格，而不改变企业创造价值的能力。对中国经济的韧性、中国企业的竞争力与资本市场制度完善的进程，我们抱有充分的信心。”勤辰资产表示。