

投资大咖说

投资要眼里有光心中有数

——访景顺长城基金经理张雪薇

◎记者 赵明超

在过去几年的震荡调整行情中，科技成长股遭遇深度调整，不少成长风格的基金经理，遭遇了所管基金净值下跌和规模缩水的窘境。但也有少数基金经理，依靠乐观、勤奋以及对投资的深刻认知，历经震荡行情，仍能实现基金业绩和规模的双重增长，备受业内瞩目。

景顺长城基金公司深耕科技投资领域的张雪薇，就是这样一位基金经理。近期，她向上证报记者分享了她的投资之道。

眼里有光 看好中国科技发展的未来

苏格拉底有句富有哲理的话：悲观者正确，乐观者前行。对应到投资中则是：悲观者正确，乐观者盈利，尤其是在成长股投资中，所面临的不确定因素更多，唯有乐观方能致远。

张雪薇认为，投资成长股，除了热爱，还需要乐观自信。只有对中国科技发展的前景充满期待，才能在遭遇行情逆风时，眼里依然有光，乐看后市。

过去几年，A 股的科技成长板块遭遇持续调整，尤其是在去年 9 月底之前，很多科技股的估值水平同传统制造业公司相差无几，即使是细分行业的龙头公司，其估值也仅有十来倍。与之相对应的是，在海外大模型持续更新带动下，美股走势强劲。当时很多人认为，人工智能时代来临后，中国制造业的优势会被大幅弱化，市场弥漫着悲观氛围。

但在调研中，张雪薇发现，事实并非如此，很多科技公司踏踏实实地做着正确的事情，经营业绩也连续多个季度超预期，全球市场占有率还在不断扩大，企业家对未来信心渐增，有条不紊地进行前瞻性布局，这同市场呈现的悲观情绪截然不同。

“有个小市值公司，尽管业绩持续增长，但受市场风格影响，股价连续下跌。对此，我们不断地补仓，以至于最后，我们成了最大的机构股东之一。”张雪薇说。

从去年 9 月底开始，市场强势反弹，尤其是今年以来，随着 DeepSeek 的横空出世，市场对中国人工智能行业的看法快速扭转，科技板块在年初迎来一波波的上漲行情。张雪薇的坚持得到了回报，所管理的基金获得了较好的业绩回报，整体规模也实现了不小的增长。

Wind 数据显示，截至 5 月 31 日，张雪薇管理的景顺长城研究精选、电子信息产业的 A 份额近 1 年净值分别增长 20.47%、32.69%，同期业绩比较基准分别为 7.37%、29.09%。根据基金季报，截至 2025 年一季度末，这两只基金合计规模为 110.85 亿元。

在张雪薇看来，DeepSeek 的出现告诉我们两件事情：一是中国的模型迭代与海外的差距已大大缩小；二是大模型降本增效，大幅减少了对昂贵算力资源的依赖，打破了海外的生态垄断，也大大提升了市场对中国人工智能发展的信心。

张雪薇认为，美国硅谷很多人工智能精英是华人，而中国国内其实也是人才济济，只要给这些优秀人才以好的激励制度，同样可以做出漂亮的产品。DeepSeek 就是很好的案例，这也给投资带来了最底层的自信。

“智能手机和新能源车领域，已经涌现出华为、小米、蔚来等优秀企业，在行业的发展中多次实现弯道超车。因为中国有庞大且统一的消费市场，在发展应用层面更有优势，所以在接下来的 AI 应用方面，中国大概率也能够像过往一样，成为全球佼佼者。”张雪薇看好中国科技发展的未来。

心中有数 投资成长股要算清楚账

在科技成长股投资中，很多基金经理会过于憧憬恢弘的发展前景，而低估了实现过程中的复杂性。

对此，张雪薇的答案是：面对科技成长的恢弘前

张雪薇认为，在投资成长股，除了热爱，还需要乐观自信。只有对中国科技发展的前景充满期待，才能在遭遇行情逆风时，眼里依然有光，乐看后市



张雪薇

景，同样要算清楚账，不为梦想支付过高溢价，根据胜率 and 赔率下注，在价值低估时敢于出手，在泡沫出现后能够及时卖出。

“算清楚账”需要从哪些方面做起？张雪薇表示：首先是关注公司的发展空间，选择发展空间大的行业，长坡厚雪才能深耕。其次要关注胜率和赔率问题，科技股投资没有绝对的胜率，这就需要做好赔率分析，当赔率到了合理区间时再介入。最后要关注行业的发展趋势和竞争格局，分析公司在产业链条中的地位，根据公司的商业模式、财务数据、历史发展等情况再进行深入分析。

通过上述步骤，可以对公司的目标市值和股价先有大致判断，一旦机会来临，就敢于在左侧布局买入，即使遇到股价回调也能够拿得住；在投资目标兑现后，当公司股价涨幅超过自己判断的估值上限时，也能够做到理性卖出。

“虽然很多股票在我卖出后又涨了很多，但这种泡沫带来的钱，我基本上是赚不到的，更多是提前下车了。”张雪薇表示，坚持只赚自己认知内的钱，不参与股价泡沫期的操作，尽管可能错过了后期的大涨行情，但这种谨慎的操作，也避免了泡沫破灭后的巨大回撤。

另外，还要坚守自己的能力圈，不在自己没有优势的领域下注。例如，今年一季度热门的机器人行情，张雪薇就没有参与。

“只有深耕于产业研究，持续提升自己的认知，赚认知内的钱，才能睡得着觉。”张雪薇说，这种做法能使自己更踏实，也更舒服。

脚下有路 勤奋努力必不可少

投资收益是认知的变现。在科技进步日新月异

的背景下，从事科技投资必须付出非同寻常的努力，这样才能跟上产业发展的趋势。

早在中金公司担任电子行业分析师时，张雪薇就以勤奋和对新事物保持高度敏感而被大家熟知。“每个季度，我都会对全球重要的电子公司以及 A 股的相关公司，全部跟踪一遍。这些公司对下个季度的业绩展望、接下来的发展布局，都要融入自己的投资框架，并且经常跟踪复盘，这样才能最大程度地避免犯错。”张雪薇说。

对行业最新动态的密切跟踪，让张雪薇能更好地把握住行业发展的拐点。在她看来，几乎所有的科技股都是有周期的，不能在周期的高点奢望更高的估值。早在 2024 年上半年，她就判断光模块的投资拐点已经到来，并将相关公司获利了结。尽管这些公司去年四季度还被市场追捧，但张雪薇认为，从商业模式来看，这些公司不会长期享受过高的估值。从这些公司的后续股价走势来看，不少已跌破了她当初卖出的价格。

张雪薇告诉记者，当初还在做卖方电子行业研究员时，就花费大量精力去研究产业发展趋势和公司基本面。在她看来，投资必须踏踏实实地进行研究，包括行业发展趋势、公司基本面、市场运行等和投资本质更相关的事情，而这也是她喜欢的工作内容。2017 年，张雪薇选择加入景顺长城基金。她坦言，当时最吸引自己的就是公司专注于投资研究的工作氛围。

在科技成长领域，技术进步一日千里，各种创新层出不穷。张雪薇认为，在 AI 领域，中国完全有希望取得类似新能源汽车那样的全球地位，这也是未来几年市场最重要的投资主线之一。

(本栏目由易方达基金特别支持)

从交易驱动转向服务驱动 基金代销站在历史拐点

◎记者 朱妍

近期，民商基金销售(上海)有限公司被基金公司扎堆终止销售业务合作，海银基金、中原银行也收到部分基金公司的“分手信”。在推进降费及改革的导向下，基金代销机构正面临严峻的行业变革与优胜劣汰。如何存续发展，并实现普惠金融的真正价值，是基金代销机构共同面临的重要课题。

6月5日，华夏基金、中邮基金、宝盈基金、融通基金发布公告称，即日起终止与民商基金在基金销售相关业务上的合作。据不完全统计，自5月下旬以来，民商基金已被30家基金公司“解约”，成为近期被基金公司“分手”的典型案列。

一般而言，基金公司之所以终止与代销机构的销售合作，或由于代销机构违规，或因机构代销的投入产出比不足。尽管当下基金公司代销需求旺盛，但从这些“分手公告”来看，随着降费和改革的推进，中小基金代销机构正面临愈发显著的优胜劣汰形势。

不仅是民商基金，近期海银基金、中原银行等机构也被一些基金公司终止了销售业务合作。中国证券投资基金业协会数据显示，这些基金代销机构均未进入非货基金保有规模前百名。另外，还有多家代销机构已被洗牌出局，比如喜鹊财富、资舟基金等，去年均被注销了公募证券投资基金销售业务许可证。

“降费背景下，尾佣缩水直接冲击基金代销机构的收入结构。今年以来，我们公司已经裁了不少中后台、技术等员工，一线销售人员薪资、差旅预算也下调了。”某基金代销机构人士告诉记者，中小基金代销机构若无法突破传统销售模式，生存空间将继续收窄。目前，一些业务人员的考核周期已经从月度拉长至季度，公司希望他们能以更长期的视角，为客户提供有价值的服务。

政策层面的“指挥棒”正在重塑基金代销行业发展逻辑。近期，中国证监会印发的《推动公募基金高质量发展行动方案》提到，要“出台

《公募基金销售费用管理规定》，合理调降公募基金的认申购费和销售服务费”。还提出，要“建立基金销售机构分类评价机制，将权益类基金保有规模及占比、首发产品保有规模及占比、投资者盈亏与持有期限、定投业务规模等纳入评价指标体系”。

在公募改革的洪流中，基金代销机构已经站在了历史的拐点，从交易驱动转向服务驱动的质变正在发生。

盈米基金认为，从海外市场来看，20 世纪 80 年代起基金管理费的下降，带来了财富管理和投顾业务的大发展。如今，基金行业费率下行是必然趋势，意味着中国大财富管理时代的到来。这个市场缺的不是钱，而是信任。降费有望倒逼更多的机构调转传统的销售立场，真正向“买方”角色转型，这也符合公募基金改革重视投资者利益的导向。

基煜基金有关人士表示，公司将积极调整产品结构，根据客户需求，逐步从主要销售固收类产品向销售权益类产品转型。同时，继续推进从交易向配置的业务转变，为客户提供更加全面、专业的资产配置服务。

更多秉持“买方”立场的代销机构的入场，或为行业转型注入新动能，例如去年 12 月取得基金销售业务资格的海南知有行科技有限公司等。

“财富管理的客户会用脚投票，客户的积蓄不会长期托付给一家无法创造获得感的企业。买方思维要在行业内扎根生长、开花结果，需要创建一个广泛参与的行业生态。未来，我们会积极为不同客户的不同财富目标，提供专属定制的账户服务。”上述盈米基金人士说。

某基金代销资深人士认为，这是一场必须完成的转型。降费压缩了基金代销的利润空间，唯有跟上时代发展的步伐，真正帮客户实现财富增值，才能在未来立足。未来的竞争不再是渠道流量的比拼，而是“为客户创造长期价值”能力的较量。

长城基金雷俊： 产业周期与政策支持共振 港股科技板块迎来配置机遇

◎记者 何漪

在全球科技浪潮与 AI 产业变革的双重驱动下，中国科技资产的价值愈发凸显，港股科技板块迎来新一轮投资机遇。Wind 数据显示，截至 6 月 3 日，恒生科技指数今年以来涨幅达到 16.15%，表现领先于全球主流指数。

长城恒生科技指数 ODII 拟任基金经理雷俊认为，在产业周期与政策支持共振下，港股科技板块具有长期投资价值。恒生科技指数凭借高弹性、低估值等多重优势，有望成为布局港股科技赛道的重要工具之一。

今年以来，AI 浪潮席卷全球。AI 产业链中，算法、算力、数据等技术实现重大突破，并加速向应用场景扩散。国内互联网大厂持续增加研发投入，民营科技企业的景气度也显著提升。

雷俊认为，这一趋势将推动港股科技公司业绩预期持续改善。以云计算和 AI 大模型为例，头部企业的研发投入与商业化落地进度成为业绩增长的核心驱动力。港股科技板块作为相关企业的上市聚集地，将直接受益于 AI 产业周期上行带来的发展机遇。

同时，雷俊还谈到，政策红利不断释放，为科技行业注入新动能。随着全球科技竞争不断加剧，国内政策持续加码，进一步支持芯片、软件等领域发展。

雷俊认为，一系列支持性政策引导科技企业加大研发投入、注重市值管理，正在逐步改善港股科技公司基

本面。凭借市场化机制与国际化属性，港股市场能够有效吸引全球资本。在上述双重因素影响下，港股市场有望迎来价值重估。

公开资料显示，恒生科技指数由 30 只与科技主题高度相关且市值较大的香港上市公司股票组成，能够及时反映港股科技的创新脉络，捕捉产业前沿发展趋势。从行业分布来看，恒生科技指数的成分股多为中国科技龙头企业，涵盖软件服务、专业零售、资讯科技器材、半导体等相关领域，不少公司都具有较强的稀缺性。

雷俊说：“恒生科技指数 30 家成分股企业中，有 26 家未在 A 股同步上市。因此，恒生科技指数与 A 股其他科技指数之间，形成了较强的差异化和互补性。”

具体来看，恒生科技指数成分股具有高创新、高成长的特征，短期波动较大，也具备明显的高弹性优势。同时，恒生科技指数处于估值洼地。Choice 数据显示，截至 6 月 3 日，恒生科技指数估值仅为 20.43 倍，估值处于近 5 年来历史较低分位，显著低于纳斯达克等指数的估值水平。

展望后市，雷俊认为，当前港股科技板块处于从估值修复转向业绩驱动的关键阶段，短期波动不改长期投资价值。“一般来说，技术突破驱动形成的科技股行情往往具有较长的持续性。与过去 10 年科技产业周期相比，AI 发展有望进一步提升生产力，港股科技板块仍有较大的向上空间。”他说。

机构动向

震荡市加快布局 多路资金借道ETF入市

◎记者 赵明超

ETF 扩容速度明显加快，近期新发 ETF 密集上市。5 月以来，已有 34 只 ETF 上市，另有多只 ETF 即将上市，这些 ETF 的建仓为市场注入增量资金。从新发 ETF 的买主来看，保险、私募、券商等众多机构密集现身，在震荡的市场行情中借助 ETF 入市。

新发ETF密集上市

Choice 数据显示，截至 6 月 6 日，5 月以来已有 34 只 ETF 上市，投资主题较为广泛，包括自由现金流主题 ETF、中证 A500 增强策略 ETF、中证诚通国企数字经济 ETF 等。此外，6 月 9 日至 10 日，又将有 4 只 ETF 集中上市。

从即将上市 ETF 披露的最新股票仓位来看，整体处于中低水平。具体来看，截至 6 月 3 日，国泰创业板新能源 ETF 的权益投资占基金总资产比例为 18.08%；截至 5 月 30 日，万家创业板 50ETF 的权益投资占基金总资产比例为 19.3%。

ETF 阵营有望继续大幅扩容。截至 6 月 6 日，当前共有 14 只 ETF 正在发行，包括港股通消费 ETF、恒指 ETF、创业板 50ETF、中证 A500 增强策略 ETF 等。另有 10 只 ETF 发布基金份额发售公告，敲定发行日期，即将启动发行，包括多只人工智能主题 ETF、港股主题 ETF。

根据规定，ETF 应在上市前完成建仓，使基金投资

组合比例符合基金合同等文件的约定。这些 ETF 密集成立和批量上市，将为市场注入新的资金。

此外，从近期资金流向来看，科技成长类 ETF 备受市场关注。据 Choice 测算，5 月以来，截至 6 月 5 日，华夏科创 50ETF 净申购额为 42.8 亿元，嘉实科创芯片 ETF 净申购额为 23.8 亿元，国联安半导体 ETF 净申购额为 20.77 亿元。华夏信创 ETF、国泰信创 ETF、易方达科创板 50ETF 等净申购额也均在 10 亿元以上。

多路资金进场

梳理 ETF 上市交易公告书发现，众多机构借道新发 ETF 入市。以首批 3 只中证诚通国企数字经济 ETF 为例，中国诚通旗下诚通金控大手笔认购 6 亿元。在业内人士看来，国有资本大手笔借道 ETF 入市，传递出看好央企上市公司长期价值的信号，也彰显国有资本运营公司在推动数字经济和人工智能发展、培育新质生产力、维护国资央企上市公司市值价值等方面的责任与担当。

除了上述国资长线资金，保险、私募、券商等机构也借道新发 ETF 入市。具体来看，截至 5 月 30 日，景顺长城沪深 300 增强策略 ETF 前十名基金份额持有人包括鹿秀利鹿 47 号私募证券投资基金、长城人寿保险股份有限公司-自有资金、国信证券等。

类似的还有，截至 5 月 23 日，北京卫康公益基

金会持有工银瑞信中证诚通国企数字经济 ETF 369.9 万元。嘉实基金持有嘉实中证诚通国企数字经济 ETF 5000 万元，位列第二持有人，招商信诺人寿保险有限公司-传统、齐兴汇盈全兴债券私募投资基金、上海证券护航 FOF 单一资产管理计划持有该 ETF 金额均超 1000 万元。

产业资本也现身多只 ETF 前十名持有人名单。截至 5 月 23 日，石家庄泛安科技开发有限公司持有博时中证 A50ETF 300 万元，成都优卡数信信息科技有限公司持有华夏国证通用航空产业 ETF 300 万元，上海爱惜康医疗科技有限公司持有富国中证诚通国企数字经济 ETF 200 万元。

指数基金已成长线资金重要布局方向

在业内人士看来，随着《关于推动中长期资金入市工作的实施方案》《促进资本市场指数化投资高质量发展行动方案》《推动公募基金高质量发展行动方案》等措施稳步落地，以 ETF 为代表的指数基金已成为长线资金重要布局方向。

华夏基金总经理李一梅表示，长期资金入市正在多维协同推进中。ETF 作为一揽子股票的组合，具有持仓透明、分散投资、交易便利、成本低廉、投资容量大等诸多优势，非常适宜中长期资金进行配置。在中长期资金入市等政策推动下，我国 ETF 市场具有可观的发展空间。