

做多半导体成“最拥挤交易” 全球机构跳出“抱团”寻觅细分方向

记者 王彭

美银最新调查显示，“做多半导体”已成为全球市场最拥挤的交易之一。与此同时，华尔街知名投资人“大空头”迈克尔·巴里和方舟投资创始人凯茜·伍德相继看空英伟达等半导体龙头股，进一步加剧了市场对 AI 热潮可持续性的质疑。

在 A 股市场中，半导体板块同样面临公募持仓高度集中的压力。业内人士认为，AI 资本开支能否持续、下游需求能否形成 ROI 闭环，成为判断行情拐点的核心。在此背景下，机构普遍认为，与其盲目看多或看空，不如在拥挤赛道中挖掘细分领域的阿尔法机会，如存储芯片、半导体设备及被低估的 PCB 板块。

“做多半导体”交易高度拥挤

美银最新发布的 4 月全球基金经理调查报告显示，受访投资者情绪降至 2025 年 6 月以来最低水平，增长预期跌幅创 2022 年 3 月以来最大。在宏观迷雾笼罩的背景下，资金流向呈现出极端的“抱团”特征。报告显示，“做多全球半导体”和“做多原油”已成为当前全球市场最拥挤的交易，各获得了 24% 受访基金经理的投票支持。这一数据表明，大量资金已高度集中于特定板块，一旦趋势反转，可能引发踩踏风险。

与此同时，因精准做空 2008 年美国楼市而闻名的迈克尔·巴里正在采取实际行动。迈克尔·巴里近期在社交媒体上发文称，他进一步扩大了其针对英伟达的看跌期权仓位，买入了 2027 年 1 月到期、行权价 115 美元的看跌期权，成本价为 3.30 美元。

早在今年初，迈克尔·巴里就曾在社交媒体上表示，当下的人工智能热潮是一场“史诗级的泡沫”，其破裂在所难免，并将连带拖垮全球股市与经济。此次迈克尔·巴里增持英伟达看跌期权的举动，表明他依然延续此前观点。

除了迈克尔·巴里，凯茜·伍德也对英伟达等半导体巨头持谨慎态度。根据 3 月底公布的交易记录，方舟投资旗下 3 只交易所交易基金——ARKK、ARKW 和 ARKF 合计清仓超过 21.3 万股英伟达股票，价值逾 3700 万美元。此外，方舟投资还减持了 5.7 万股超威半导体、1.8 万股台积电，同时对博通进行了小幅减仓。

在 A 股市场中，半导体板块同样是公募基金的重点配置领域。Wind 数据显示，截至 2025 年底，半导体板块持仓市值占



郭晨凯 制图

公募基金股票投资市值的比重达到 10.73%，在申万二级行业中排名第一，远超其他行业。

AI 资本开支或成关键转折点

沪上一家外资机构投资负责人表示，从历史经验看，当某一交易策略连续多月蝉联“拥挤交易”榜首时，往往意味着增量资金入场空间已被极度压缩，边际买盘趋于衰竭。一旦宏观预期、产业基本面或流动性环境出现超预期变化，高度同质化的持仓结构极易引发“多杀多”的踩踏风险。

在宏利基金看来，当前阶段，半导体产业与投资之间可能存在矛盾：产业方面认为要先投入算力，才能产生收入与现金流；而部分投资人更关心现金流是否存在、是否具有可持续性。不过，争议与问题最终都需要通过产业发展来回应和解决，归根结底还是要回归到 AI 产业本身能否实现 ROI 闭环。

“对投资者而言，盲目看多或看空都不可取，关键是要密切观察产业发展，并重点跟踪两大核心前瞻指标：一是北美云厂商每季度的实际 Capex 指引，用以验证硬件需求；二是主流 AI 应用的 DAU/MAU 及

商业化收入增速，用以验证 ROI 闭环。”宏利基金称。

景顺投资高级基金经理刘徽则认为，AI 资本开支的放缓或将成为此轮半导体行情的关键转折点。作为这轮半导体行情的核心驱动力，如果 AI 资本开支放缓，那么行情可能终结。AI 资本开支放缓的领先指标是下游 AI 需求的边际变化趋势，如果下游游词元 (token) 调用量增速出现较大幅度的放缓，AI 资本开支可能会放缓，从而影响全球算力链的表现。

挖掘细分领域阿尔法机会

在多家机构看来，在交易拥挤度较高的情况下，细分领域阿尔法挖掘的重要性正显著提升。

路博迈亚洲主题股票投资团队表示，“最拥挤交易”并不代表错误，而是市场共识的体现。真正的问题不在于“大家一致做多半导体，所以一定是错的”，而在于：当共识高度集中时，市场对负面催化剂的容忍度会显著下降。这并不意味着方向错了，而是赔率结构已发生变化。因此，要更加明确地把握那些盈利持续改善的产业方向，而不是转向保守。

“我们的操作逻辑是在板块内部进行

结构性迁移，而非全面降低仓位。除了存储之外，团队还特别超配半导体设备。对于国内设备厂商而言，这一逻辑同样成立：这既是全球设备需求带来的结构性红利，也是自主可控逻辑最为纯粹、政策支持最为坚定的赛道之一。”该团队称。

国泰基金表示，在存储芯片领域，存储龙头融资上市进入新一轮产能扩张周期，以应对 AI 驱动的 HBM 及高性能存储需求缺口，这种大规模产线建设为国产设备厂商提供了明确的订单支撑。从估值与成长性来看，存储放量与自主可控的深化正推动设备标的进入业绩加速期。

“虽然部分标的估值处于相对高位，但考虑到国内晶圆厂资本开支的持续性以及核心环节国产化率仍有较大提升空间，这种高成长性预期能够有效消化当前的溢价，并由单一的规模扩张转向技术驱动的利润释放。”国泰基金称。

刘徽坦言，在 A 股半导体产业链中，PCB 板块仍被低估。受益于 AI 服务器、高性能计算机、高速网络交换机与路由器、智能汽车等领域对高端 PCB 的强劲需求，板块未来两年业绩有望实现高速增长。同时，随着产品结构不断优化，其盈利能力也有望逐步提升。

景气度“光”芒四射 基金经理把握光通信投资机会

记者 赵明超

中流击水，“光”芒四射。

AI 引领的科技浪潮汹涌，算力建设如火如荼，这也映射到 A 股市场中。从基金投资布局情况看，光通信依然是资金竞逐的方向，具体到细分方向，光模块依然闪耀，光纤乘势而起，光器件、光芯片迎风起舞。与光相关的标的，几乎都受到市场的高度关注。而在逐光前行的基金经理中，有人高歌猛进，有人复盘迎新。在 AI 时代发展的浪潮中，与时俱进才能拥有未来。

“光”涌时代 基金竞速

从近期的市场走势看，光通信依然是市场竞逐的方向，光模块开启新一轮上行，光纤板块走势强劲。

具体来看，以中际旭创、新易盛为代表的龙头个股涨势强劲，股价屡创新高。4 月 20 日，中际旭创股价报收 850 元，市值接近 9500 亿元。新易盛股价报收 583 元，市值接近 5800 亿元。这两个个股最新股价，均为 2025 年 4 月上旬的 10 倍以上。

过去几个月来，光纤标的的市场表现更为耀眼。以龙头光飞光纤为例，截至 4 月 20 日，过去 5 个月股价上涨 4 倍左右。

强势的股价表现，不仅来自超高的行业景气度，还离不开大量资金的追捧。据天相统计，截至 2025 年底，中际旭创首次“登顶”，成为公募基金的头号重仓股。新易盛则紧随其后，成为公募基金第二大重仓股。

从近期披露的基金 2026 年一季度报来看，多只基金重仓光模块龙头。以李进管理的融通产业趋势股票基金为例，截至一季度末，基金前十大重仓股包括新易盛、中际旭创、源杰科技、天孚通信等。其中，新易盛、中际旭创的基金持仓市值占基金净值比例均超过 99%，分别是基金第一大、第二大重仓股。另外，天孚通信是该基金新进十大重仓股。

受益于光模块的强势上涨，截至 4 月 17 日，融通产业趋势股票基金最近一年净值涨幅超过 200%。“互联网 AI 相关应用的数据调用量指数级增长，算力供不应求，同时自研 ASIC 芯片快速放量，将大幅拉



CPO概念板块指数日K线图

升光模块、光芯片、光纤等环节的需求量。今年以来，A 股算力龙头公司估值处于合理水平，随着网络架构的升级，光模块的需求处于上调过程中，2027 年业绩有望保持高速增长。”李进表示。

类似的还有刘疆管理的长城久祥混合基金，近一年收益超过 150%，持仓同样聚焦光通信领域机会。截至今年一季度末，基金前十大重仓股包括中际旭创、天孚通信、新易盛、源杰科技、光库科技等。

值得注意的是，不仅是新锐基金经理逐光，部分老将也将加入战局。以睿远基金傅博管理的睿远成长价值混合基金为例，截至今年一季度末，中际旭创新进成为基金前十大重仓股，新易盛则位列基金第三大重仓股。该基金近一年收益逾 100%。

在基金一季报中，傅博阐述了自身的配置逻辑：“一季度，针对受益于人工智能快速发展的 PCB、芯片和光通信个股，配置权重明显增大。我们布局了 PCB 和光模块的核心硬件的个股，其表现出强劲的产品和客户协同性，AI 需求快速发展带动了上游产品放量，这些公司的技术不断升级，适配客户需求。我们配置的部分标的中，受益于 AI 驱动的高阶多层 PCB 需求，其主营业务或响应高速运算服务器和高速网络交换机需求，或布局光通信细分领域和光互联的放量，业绩超预期增长。”

向“光”而行 与时俱进

从产业发展趋势看，基金重仓光模块

龙头公司，标志着全球 AI 浪潮，已从主题炒作、预期博弈，进入了以扎实业绩和清晰产业趋势为支撑的“基本面投资”阶段。

在业内人士看来，资本用真金白银的持续下注，或许存在部分泡沫，但更多是对一条高景气、高增长黄金赛道的集体确认，也宣告一个以人工智能为核心驱动力的新经济周期已然来临。

AI 大时代的浪潮扑面而来，越来越多基金经理意识到，在新一轮产业革命中，与时俱进从来不是选择题，而是必答题。

在华商基金权益投资副总监张明昕看来，每一轮行情都有主线和核心产业，真正的产业向上风塔能够穿越周期，对市场下行的风险。具备大级别潜力的投资机会，必然紧扣发展主线——顺应经济社会发展发展的核心方向，并具备真实创造价值的能力。

“产业革命的核心要素包含人力、科技、资源、能源等。随着 AI 产业发展的推进，相关需求不断涌现，从芯片、光模块、PCB、铜、存储、电力、光纤等，投资要在向上发展的产业中布局。以 AI 为代表的新一轮科技创新就是当下的主线，作为二级市场参与者，要识别和参与这种产业浪潮。在参与这种产业浪潮中的价值创造，才能持续享受到产业发展的红利。”张明昕说。

的认知格局，看得更远、更全面，搭建多维度、高层次的自上而下分析框架，把握市场整体贝塔与趋势机会。

逐“光”而上 审慎前行

站在当前时点，多位基金经理表示，光通信领域展现出较强的景气度，蕴藏丰富的投资机会。

刘疆认为，光通信基于互连性能优势，是价值量扩张非常明确的细分方向：一是速率不断提升，如光模块从 800G 到 1.6T 持续迭代放量；二是场景扩张，随着算力集群的复杂化、大规模化，对光通信的需求还将快速增长；三是技术迭代发展，CPO、OCS 等新形态有望爆发，这些新兴细分成长方向将催生重大投资机会。

不过，在赛道高景气的背后，隐忧随之浮现。从交易结构看，据兴业证券测算，当前 TMT 成交占比达 37.4%，正在接近 2025 年 9 月 40% 的顶部位置。拆分上中下游来看，近期更多是结构性过热，以通信 + 电子为代表的上游算力成交占比达到 28.8%，较 2025 年 9 月 30.1% 的顶部位置距离不远。因此，在 TMT 板块整体并未积累太多超额收益，但已经出现结构性过热信号的背景下，后续板块整体仍有上涨空间，但在结构上应更加重视板块内部扩散的机会。

在中泰资管基金经理田瑞看来，大科技、光模块的上涨，本质还是需求端变化在驱动，AI 算力投入持续增加，带动光模块等基础设施需求上修，相关环节景气度提升。对投资来说，还是要回到企业本身，评估护城河和长期隐含回报率。

沪上某私募基金经理表示，投资要拥抱未来，AI 依然是重要的投资主线，但投资视野要放得更宽，而且要回归到公司基本面，不仅要看公司的景气度，还要看公司过往发展历程、公司治理结构等。

张明昕表示，产业高歌猛进不代表一帆风顺，科技的进步从来不是线性的。好的公司不代表好的股票，看好产业的发展不代表盲目乐观。除了 AI 产业链以外，将持续跟踪自动驾驶、固态电池、机器人、创新药、新消费等领域的投资机会。

基金圆桌

拨开迷雾看长期 头部私募谈二季度配置

记者 马嘉悦

投资是一场对冲未知的“战役”，而眼下的宏观环境显然充满着未知。

一方面，旧的共识正在瓦解：华尔街对“年内降息”的笃定被美国通胀的黏性击碎，去年行情火热的商品市场在中东地缘冲突下迎来巨震；另一方面，新的投资主线正在孕育——中国经济在新旧动能转换间企稳，产业革命正掀起新一轮资本开支浪潮。

二季度，在迷雾之中如何平稳应对？接下来该重仓权益还是商品资产？科技行情的日渐火热是机会还是风险？如何用资产配置穿越不确定性？上海证券报记者邀请了三位头部私募人士——银叶投资首席投资官许巴阳、利位投资总经理张晨刚和联海资产创始人兼董事长张鹏，对上述问题进行探讨。

科技成权益市场“主角”

上海证券报：今年以来，权益资产结构性行情延续，但波动显著加剧，如何看待二季度权益资产的走势？

张晨刚：今年以来，权益资产波动加大主要是受外部扰动影响，但市场正逐步对此脱敏，中国经济基本面将重新主导行情。总体来看，二季度经济处于政策效应与内生动能过渡阶段，预计呈现温和放缓、结构分化及筑底企稳态势，企业盈利改善驱动的结构性价行情值得期待。

张鹏：当前市场已处于估值重塑的底部区域，多项关键指标显示资产价格具备较强的内生稳定性。从股息收益比来看，权益资产的性价比已恢复到较高水平，中长期资金入市意愿正在增强，当下是积极寻找优质资产的重要窗口。

上海证券报：近期科技板块再度成为行情的“主角”，目前关注哪些科技领域的投资机会？在权益资产配置上采取何种打法？

许巴阳：今年以来，国内自主大模型加速向“全面拥抱国产算力”转变，国产 GPU 已从“能用”迈入“好用”阶段，真正开始规模化赋能中国自主 AI 生态。随着“国产大模型+国产芯片”的技术路线逐步成形，国产 GPU 板块有望迎来全面价值重估，国产算力将迎来一轮明确的行情。

张晨刚：我们看好科技产业趋势明确且具备业绩确定性的方向，尤其是光模块及 CPO、PCB 上游材料、半导体设备和存储板块。

在 AI 大模型训练需求指数级增长的催化下，光模块与 PCB 上游材料正处于业绩持续高增的兑现期，且 CPO 下一代技术的加速演进有望为行业打开全新增长空间。同时，当前存储板块面临显著的供需错配，在短期缺乏新增产能落地的背景下，价格上行具备支撑。

在权益资产配置上，攻守兼备或是稳妥的选择，即以高股息、估值合理的优质龙头构筑组合安全垫，同时重点布局受益于新质生产力产业趋势、有明确业绩落地预期的成长股。

商品市场“不只有黄金”

上海证券报：近年来，黄金价格强势上涨，但今年以来迎来巨震，当下如何看待黄金的机会与风险？

许巴阳：虽然短期流动性冲击下黄金回调幅度较大，但全球货币信用重构与实物需求增长的趋势没有改变。美国财政担忧与全球央行购金仍是支撑黄金走强的重要基础，加上地缘局势不确定性提供的避险溢价，其中长期配置价值仍值得关注。

张晨刚：短期来看，黄金价格仍面临中东地缘冲突与全球通胀预期的压制，或将维持高位震荡；长期来看，去美元化和财政不可持续性将继续支撑其配置价值。

张鹏：黄金的长期定价背后有三大底层逻辑：一是全球信用体系正迎来拐点，在纸币信任边际下降的背景下，黄金作为“无对手方风险”的资产将被重新定价；二是只要实际利率维持向下趋势，黄金长期价格便存在支撑；三是全球央行购金并非短期的投机交易，而是基于战略考量的结构性买盘。

上海证券报：除黄金外，商品市场还有哪些机会值得关注？

许巴阳：当前，中东地缘冲突、全球货币政策转向与中国新旧动能转换共同塑造了“低增长、高波动、结构性分化”的格局，接下来看好大宗商品的三条主线：一是能源设施修复难度或被低估，叠加电厂低库存，动力煤等能源品种具备上行空间；二是全球资源保护主义加剧供需错配，部分资源国加强矿端出口约束，镍、锡等品种迎来机遇；三是伴随中国新旧动能转换与产业政策引导，碳酸锂价格中概有望抬升，特别是储能领域的高增长，进一步强化了锂的需求韧性。

张晨刚：我们看好锂、铜、铝等品种。其中：锂方面，下半年部分矿山停产且复产周期长，而 2026 年储能等需求增量显著，供需或将出现短缺；铜方面，冶炼厂面临减产压力，但 AI 数据中心与电力等领域需求持续放量，价格具备上涨基础。

张鹏：首先，铜价正处于多头共振阶段；其次，关注中东地缘局势驱动下的镍配置机会，作为石化装置的重要原料，镍的供应焦虑上升，加之行业此前长期处于去库存状态，一旦受消息面催化，或将引发快速上涨行情。

资产配置“进可攻，退可守”

上海证券报：今年以来无风险利率处于低位，债券类资产之善可陈，权益和商品波动加剧，在这种市场环境下，可采取怎样的资产配置策略？

许巴阳：二季度，“哑铃策略”值得关注：一方面，超配短久期债券保持流动性，为市场波动性提高预留操作空间；另一方面，战略性配置适配宏观因素演进的实物资产（黄金、有色、能化），以及 HALO 资产（Heavy Assets Low Obsolescence，重资产、低淘汰资产）。同时，基于产业逻辑，看好受益 AI 资本开支持续高增的科技硬件公司，以及其他一些成长赛道上定价相对合理的公司。

张晨刚：面对复杂多变的外部环境，“分层布局，攻守兼备”的资产配置思路值得关注：在权益资产方面，坚持“防御+成长”双主线，以高股息优质龙头及红利资产构建组合安全垫，同时捕捉新质生产力相关企业的业绩确定性机会；在债券方面，谨慎配置长久期资产，优先采取票息策略；在商品方面，布局供需格局明确的品种。