

投资大咖说

投资的第一要义是与时代同行

——访尚雅投资董事长石波

◎记者 吴晓婧 胡尧

在人工智能浪潮席卷全球、市场风格频繁切换的当下，投资正变得日益复杂。高频交易、量化模型、主题轮动，种种声音交织，考验着资产管理人的心性。然而，总有人选择静下心来，在喧嚣中坚守“第一性原理”，在浪潮中锚定“确定性”。

尚雅投资董事长石波，便是这样一位深耕者。作为穿越周期的资深投资人，他在2023年AI爆发之初便洞察到这场革命，深入产业链一线调研，并将自己的投资逻辑建立在一个物理学定律般的基石之上。

“投资的本质，是认知的变现。在时代的红利面前，方向比努力更重要。在AI革命中，这个方向就是‘光’。”石波说。在他看来，真正的投资壁垒，在于对产业趋势的准确认知，以及构建一套足以穿越周期的、基于“第一性原理”的价值挖掘体系。

在“缩放定律”中找到投资的地图

石波的投资理念，始于对时代趋势的把握，而这一切源于2023年夏天那场彻夜难眠的思考。

“这不是放马后炮。”石波开门见山，“2023年7月，就在‘百模大战’喧嚣四起时，我就在思考：这场AI革命真正的投资机会究竟在哪里？当时，我关注到了萨姆·奥尔特曼等人揭示的核心规律：Scaling Law（缩放定律）。”

“简单地说，就是算力的对数等于智能水平。黄仁勋提出要打造‘AI工厂’，意思是通过投资算力来规模化地‘生产’智能。这让我豁然开朗，GPU的发明，其意义不亚于250年前的蒸汽机。”

“AI时代的第一性原理，就在于找到了工厂化生产智能的方法。”石波说，“大模型可能各领风骚一两个月，但通过持续堆叠算力，智能就能沿着接近45度的斜率稳定提升。这就是缩放定律，是AI革命的基石。而算力的核心载体，就是GPU。”

他表示，下游AI应用产生的数据量（词元量）呈指数级增长，但上游芯片受制于物理极限，供给呈线性。于是，英伟达用大规模并行计算和先进封装技术，将算力倍增周期从18个月缩短到6个月，再缩短至2个月。“但这依然跟不上需求的增长。这就产生了‘剪刀差’，是投资机会的源泉。”

“因此，我在2023年7月就明确：AI革命的投资机会，不在于押注大模型赢家，那概率太低。真正的确定性链条，在于支撑缩放定律的硬件——算力。”他说，“每一次重大的算法革命，都遵循‘杰文斯定律’：效率提升后，总消耗量会大增。投资算力，就是投资连接。这个‘连接’的核心，就是光。”

在产业链深处验证“光的乘数效应”

石波相信，真正的投资决策要建立在扎实的产业调研之上。他的行程表上，排满了从“芯片”到“材料”的每一环调研。

在投资剧烈波动的科技股时，如何才能将宏大的认知转化为实实在在的回报？石波的答案，浓缩为三个字：“拿得住”。这背后，是一场与人性弱点和市场噪音的持续对抗。

“投资人会有质疑，团队会有压力。但这时候，我们选择回归最根本的问题：缩放定律失效了吗？算力供需的‘剪刀差’弥合了吗？答案都是否定的。”他将这种坚守形容为“用信念对抗噪音”。“市场每天都有各种技术路线的噪音，CPO、LPO、硅光……各种概念轮番炒作。但我们要做的是‘龟兔赛跑’中的乌龟，主线不能丢。只要‘光’作为终极解决方案的第一性原理没有变，过程中的波动就是我们必须承受的成本，而不是风险。”

石波坦言，“拿得住”并非僵化的“买入并遗忘”。这是一个动态的跟踪验证过程。他会为产业链设定“基准公司”，如果持仓公司的关键指标（如季度环比增速）连续显著落后于基准，他就会重新审视、果断处置。“我们要对抗的是市场的情绪波动，而不是基本面的实质恶化”。

“光模块，就是连接的具体化身，是AI系统的‘血管’。”走进一家光模块公司，石波首先奔向的不是会议室，而是车间。“我要看产线上机台的数量、运转负荷、库存水位。这些细节，比任何PPT都更能告诉我供需的真实情况。”他回忆道，2023年在调研时看到的产能紧张和订单排期，正是“剪刀差”最直观的体现。

除了车间，他还有一处必去的“考场”——食堂。“一家公司如何对待自己的员工，往往决定了它如何对待股东。食堂的饭菜、环境、管理层的谈吐，这些细节骗不了人。在高速增长的行业里，优秀的管理层是公司成为‘支点’而非‘昙花’的关键。”

正是通过“从车间到食堂”的深度验证，他构建了对“光”产业链的认知。“英伟达的架构从DGX到NV72/144/576，谷歌采用OCS技术，都指向同一个结果：1颗GPU所需的光模块从3年前的2个，激增到现在的5个。这就是直接需求弹性。而光模块向上，是光芯片、材料、设备的乘数世界。”

“这意味着，在最上游的关键材料环节，如磷化铟，其潜在弹性空间可能相当高。这不是臆想，而是物理规律和产业趋势叠加的必然。”石波表示，中国在光模块领域已占据全球70%以上份额，在关键材料如磷化铟和稀有金属“铟”上也拥有主导权。

高盛报告预测，光模块在AI投资中的价值占比将从5%升至20%，这是一个万亿美元级别的市场。而中国龙头标的，正站在浪潮之巅。

在波动中如何对抗“噪音”

在投资剧烈波动的科技股时，如何才能将上述宏大的认知转化为实实在在的回报？石波的答案，浓缩为三个字：“拿得住”。这

背后，是一场与人性弱点和市场噪音的持续对抗。

“一些人错过十倍股，不是因为没看到，而是因为拿不住。”石波坦言。

“投资人会有质疑，团队会有压力。但这时候，我们选择回归最根本的问题：缩放定律失效了吗？算力供需的‘剪刀差’弥合了吗？答案都是否定的。”

他将这种坚守形容为“用信念对抗噪音”。“市场每天都有各种技术路线的噪音，CPO、LPO、硅光……各种概念轮番炒作。但我们要做的是‘龟兔赛跑’中的乌龟，主线不能丢。只要‘光’作为终极解决方案的第一性原理没有变，过程中的波动就是我们必须承受的成本，而不是风险。”

关于风控，他表示：“真正的风控，是在买入前就想清楚：我能承受多大的回撤？跌到什么位置我反而应该加仓？而不是跌了再恐慌性止损，那叫‘事后割肉’。巴菲特说的对，不能忍受50%的波动，就赚不到10倍的回报。在这个可能诞生百倍股的时代，我们需要的是基于深度研究的、足以穿越周期的信念。”

石波坦言，“拿得住”并非僵化的“买入并遗忘”。这是一个动态的跟踪验证过程。他会为产业链设定“基准公司”，如果持仓公司的关键指标（如季度环比增速）连续显著落后于基准，他就会重新审视、果断处置。“我们要对抗的是市场的情绪波动，而不是基本面的实质恶化”。

“投资是认知的变现。”专访尾声，石波坦言，“在这个被AI重新定义的时代，投资者的意义不在于追逐每一朵浪花，而在于识别那艘驶向未来的大船，然后坚定地成为它的一部分。对我们而言，这艘船，就是由‘光’连接的算力方舟。而我们要做的，就是做一名穿越周期的、坚定的‘算力矿工’。”

（本栏目由易方达基金特别支持）

公募配置类产品如何配置？ 业内人士：发挥“固收+”与FOF互补作用

◎记者 陈玥

今年以来，在多重因素作用下，稳健理财需求大增，成为公募配置类产品（“固收+”、FOF）的“源头活水”。然而，随着产品规模增长及类型完善，“配置类产品究竟应当如何配置”成为不少投资者的理财难题。对此，业内人士分析称，两类产品的配置场景各有不同：公募“固收+”尤其是低风险“固收+”侧重于承接“存款搬家”，而FOF则是应对复杂市场的“全天候”工具，两者的互补更有利于完善财富管理结构。

需求大增 产品扩容

一边是高风险偏好的权益资产持续活跃，另一边是低利率环境下存款入市需求大增，公募配置类产品恰好起到了“桥梁”的作用。

公开数据显示，截至2026年一季度末，公募“固收+”产品整体规模突破3万亿元，为3.54万亿元，同比增幅为74%，创历史新高；环比增长约8000亿元，增幅超过30%。公募FOF更是今年以来基金发行市场的“宠儿”，2026年以来新发规模已超过千亿元。具体来看，Choice数据显示，以基金成立日为口径，截至2026年6月3日，公募FOF合计发行产品82只，1061.54亿份，份额数占市场新发基金比重高达19.57%。

同样是规模增长，公募“固收+”与FOF背后的“推手”截然不同：“固收+”方面，中金公司研报认为，以二级债基为代表的“固收+”产品规模大增，主要是机构资金推动，同时也有寻求收益增强的个人投资者参与；FOF方面，中信证券研报认为，规模快速增长主要缘于主要银行将其作为财富管理业务的新发点，通过精选或定制产品的方式来实现资产配置。

理念差异 场景不同

随着产品规模增长及类型完善，公募“固收+”与FOF各自的定位也愈加清晰，但在投资者选择方面仍有一些模糊地带。

业内人士表示，从资产配置来看，公募“固收+”偏重于股债搭配，而FOF以基金为投资

标的，投资范围更加宽泛，除了常规的股债基金，还包括ODII基金、香港互认基金、商品基金及REITs等低相关性资产。从收益来源来看，“固收+”主要依赖于“债券打底+权益增强”的模式，而FOF通过在全市场基金中“优中选优”，构建多标的、多策略、多管理人的投资组合，以此来平滑波动并获取收益。

“公募‘固收+’直接触达底层资产，对机会的把握更加细致；FOF更擅长在不同资产类别之间把握机会。”沪上一家中大型基金公司多资产配置部相关人士表示，“可将‘固收+’看作承接‘存款搬家’的主力军，FOF则是应对复杂市场的‘全天候’工具。两者的互补更有利于完善投资者财富管理结构。”

控制波动 稳健配置

在控制好波动的前提下获取收益，是投资的重中之重。对此，相关基金经理各有方法。

“我将股票市场分为三层——底层的类债资产、中层的高股息+周期资产，以及顶层的景气度资产。”沪上一家中大型基金公司旗下“固收+”基金经理分析称，产品的配置方向核心聚焦底层和中层，她倾向于在处于周期底部、具备高股息特征，同时又有基本面反转弹性的行业中精选个股，如部分消费、化工及有色金属标的等，依靠估值、股息率和预期差等多重因素共振获取超额收益。

“我们的决策基于一套内部运行多年的四维打分体系。当前，虽然资金面情况尚可，但考虑到市场已处于偏高位置，因此我们的策略是‘留有余地’，先确定中长期的风险资产中枢，再根据打分进行适度偏离。”兴证全球基金多元资产配置部基金经理蒋寒冬表示。

蒋寒冬还表示，她管理的产品核心逻辑在于“低相关性资产的多元化分散”——通过纳入A股标的、海外权益资产和黄金等低相关性资产，可把“有效前沿”向外推，在不降低预期收益的情况下降低低组合波动。此外，日常捕捉股指期货贴水增强、场内折价基金、定增套利、可转债量化等机会，也是增厚超额收益的来源。

平安养老年金业务部总经理吕建勤： 企业年金业务进入比拼“综合服务能力”阶段



◎记者 何奎

在人口老龄化加速、“三支柱”养老保障体系持续发展的背景下，企业年金作为第二支柱的核心力量，正迎来新的发展机遇。

2025年，国内首家专业养老保险公司——平安养老险，企业年金受托及投资资产规模突破1万亿元。近日，平安养老险党委委员兼年金业务部总经理吕建勤在接受上海证券报记者采访时表示，当前企业年金相关业务的竞争，已超越了单纯的投资收益比拼，进入比拼“综合服务能力”的新阶段。

从拼投资能力到拼服务能力

2025年底，人力资源社会保障部、财政部联合发布《关于进一步做好企业年金工作的意见》（下称“意见”），提出拓宽覆盖范围、简化建立程序、灵活选择缴费比例、探索开展创新试点等一系列举措。

在吕建勤看来，意见的核心价值在于打破了行业长期以来“大企业专属”的刻板印象，为企业年金的发展扫清了关键障碍。

首先，制度的覆盖范围进一步扩大。例如，将社会团体、基金会、民办非企业单位等所有参加基本养老保险的用人单位纳入年金体系，让年金从企业福利，走向了更广泛的劳动者群体，为扩面打开了巨大的空间。

其次，参与机制的灵活性大幅提升。意见提出，可先从低缴费比例或额度起步，再逐步提高。用人单位持续缴费能力不足时，可降低缴费标准或者中止缴费。因中止缴费需要补缴的，可按相关规定补缴。这就彻底打消了中小微企业“一旦建立就不能停”的顾虑，让他们可以根据自身经营情况，灵活参与，解决了“不愿建，不敢建”的痛点。

随着意见的出台，未来企业年金有望快速发展，但参与机构提出更高要求。吕建勤表示，意见将进一步深化行业从“国企主导”向“多元普惠”转型，将催生“集合计划+园区试点”的全新服务模式，同时也将推动行业从“做规模”转向“做普惠，做服务”。

“相关机构要下沉服务、优化产品、提升体验，成为推动年金扩面提质的主力军，共同推动

多层次养老保障体系不断完善。”吕建勤介绍，从拼投资能力到拼服务能力，公司将平安集团的综合金融、医疗养老生态资源深度融入企业年金的服务体系中，将年金服务从单一的资金管理，升级为覆盖企业和企业员工的综合化服务方案。

企业年金覆盖面不足问题待解

当前，企业年金覆盖面不足问题较为突出，是“三支柱”发展亟待改善的薄弱环节。截至2025年底，全国企业年金制度覆盖职工约3342.99万人，按照4.75亿城镇就业人员计算，覆盖率约7%。

在吕建勤看来，当前企业年金基金规模已突破4万亿元，但职工参与率约7%，距离普惠养老目标仍存在差距，行业发展的核心痛点主要集中在企业和职工两大群体。

中小企业层面，建立年金的动力与能力存在双重制约。吕建勤分析称，部分企业尤其是中小微企业，对场地、社保等之外的成本投入较为谨慎，主动建立意愿普遍较低。此外，中小微企业员工流动性高，企业长期激励投入难以落地，企业普遍认为“投入不划算”。政策激励方面，当前税收优惠激励力度有限，难以撬动中小微企业主动布局。

职工层面，参与意愿和认知度仍有待提升。吕建勤表示，这主要体现在三个方面：职工对企业年金长期价值认识不足，年轻群体更是普遍缺乏养老储备规划；企业年金收益体现周期长，在职期间无法随意支取，对年轻员工吸引力偏弱；过往年金账户转移衔接不够顺畅，职工跳槽、异地就业、行业流动等容易出现账户分散、领取不便等问题。

多方协力破解年金发展难题

我国企业年金在覆盖面、成熟度等方面仍有提升空间。吕建勤直言，要打破企业年金的发展瓶颈，需要政策、企业、专业机构三方协同发力。

吕建勤表示，政策层面，可以降低门槛、强激励，推动二、三支柱协同发展。未来可进一步优化税收政策，探索地方配套激励，同时依托集合计划和简易程序，为中小微企业提供便利的参与路径。同时，推进二、三支柱协同发展，提升社会对年金和个人养老金的参与度与认同感。

“企业层面，应转变思维、灵活选用模式。”吕建勤说，企业要转变用工思维，将企业年金升级为人才激励的长效工具，尤其适合稳定核心骨干员工。企业可以根据自身情况，优先以低门槛、低成本模式先行落地，循序渐进完善福利体系。

吕建勤表示，在专业养老机构层面，应丰富产品、下沉服务、积极探索，构建普惠年金生态。具体来看：一是面向中小微企业，开发更多元化的低成本、高灵活年金产品；二是通过科技赋能，简化企业日常核算、对账、异动管理，让中小微企业无需专业团队也能轻松运营；三是积极响应政策号召，深度参与园区等年金试点，以园区为单位批量落地，加速年金向中小微市场全面下沉，推动行业走向“普惠发展”。

机构动向

降费率提风控 公募基金行业生态优化进行时

◎记者 赵明超

公募基金行业生态正在持续优化。近期，多家基金公司调整旗下产品风险等级，厘清风险收益特征。与此同时，基金降费率还在持续，今年以来已有逾百只基金调降了管理费率。业内人士表示，在监管部门的指引下，公募基金行业正朝着精细化、规范化、高质量发展的方向稳步前行。

产品风控升级

近期，多家基金公司披露旗下产品最新风险等级。

6月1日，华泰柏瑞基金公告称，第三方评级机构晨星对华泰柏瑞基金旗下所有公募基金进行了产品风险等级的评估。具体评估方法见“Morningstar 晨星基金产品风险评价方法”，投资者可访问公司网站的“产品风险等级”栏目查阅。

5月29日，广发基金公告称，根据《证券期货投资者适当性管理办法》《基金募集机构投资者适当性管理实施指引（试行）》要求，遵循投资者利益优先原则，积极落实投资者适当性管理，于6月1日更新旗下公募基金的风险等级。

近期，永赢基金、光大保德信基金、民生加银基金等多家基金公司也调整了旗下部分产品的风险等级，多只权益类基金风险等级从R3（中等风险）调整至R4（中高风险）。例如，永赢锐见进取混合基金风险等级从R3调整至R4。类似的还有，民生加银专精特新智选混合基金风险等级从R3调整至R4。

《公开募集证券投资基金投资者适当性管理细则（征求意见稿）》提出，基金管理人、基金销售机构应当建立健全基金风险等级划分指标体系，明确定量和定性指标占比，以及在定量和定性指标中各项因素的分值、权重、时间区间、阈值等，合理确定基金风险等级，并说明最终评估分值与基金风险等级的对应关系。

在业内人士看来，过往部分权益类基金风



评级偏低，容易误导风险承受能力较弱的保守型投资者入场。随着基金产品风险等级动态调整，有利于投资者直观分辨产品风险波动水平，结合自身风险承受能力理性买入基金，从而保护投资者利益。

降费让利于民

与此同时，为了降低投资者的理财成本，基金密集降费。6月4日，西部利得基金公告称，6月5日起调低西部利得聚优一年持有期混合基金的管理费率、托管费率，并修改基金合同、托管协议。基金管理费率由0.8%/年调低至0.7%/年；基金托管费率由0.15%/年调低至0.1%/年。

6月2日，招商基金公告称，6月3日起修改招商信用添利债券基金的管理费率，费率由0.7%调低至0.4%；基金托管费率由0.2%调低至0.1%。

此外，近期，招商招裕纯债债券基金、华安锦源0—7年金融债3个月定期开放债券基金、工银瑞信新机遇混合基金、华泰紫金

货币增利货币市场基金、易方达国证价值100ETF及其联接基金等多只产品，相继发布了降费公告。从整体来看，今年以来，降费基金已有逾百只，涵盖指数基金、债券基金、货币基金等类型。

回顾来看，2023年7月，公募费率改革启动。第一阶段主要是降低主动权益类基金的管理费率、托管费率，此后大型宽基ETF跟进，ODII基金也纷纷宣布降费。当前，越来越多产品主动加入降费阵营，包括债券基金、货币基金、ETF等。

业内人士表示，2025年5月7日，中国证监会发布《推动公募基金高质量发展行动方案》，此后多项细则落地，为公募基金行业深化改革、提质增效明确了方向。从公募基金管理人角度来看，降费改革成效较为显著，叠加低费率指数产品占比提升，2023年以来基金管理费用持续下行。规模稳步扩张、产品结构持续优化、行业生态不断完善，公募基金行业正从规模驱动向业绩驱动平稳过渡，长期发展韧性持续增强。