

公募“七月决策”



●记者 陈明 胡尧

又到了机构投资者进行决策的时点。近期，“科技信仰”面临考验。对此，专业投资者展现出不同的姿态：公募在高仓位中进一步优化资产结构，以聚焦和“缩圈”来应对市场调整；私募则更早完成了“再平衡”的动作，密集自购也彰显了其对后市的信心。

不同的选择背后，是机构对市场节奏、产业趋势和资产配置逻辑的一次重新校准。

坚守信仰 公募“高仓位”与结构性迁移

“最近我经常失眠。”沪上一位成长风格公募基金经理对上海证券报记者说，“有时候会半夜起来复盘或看书。我对自己选的标的很有信心，但近期市场的调整还是超出了预期。”

广发证券研报数据显示，截至二季度末，主动权益类基金对电子行业的持仓占比为43.4%，剔除股价因素后单季度增长12个百分点。考虑到电子行业在全部A股的自由流通市值占比为23.6%，基金超配约20个百分点。

事实上，7月以来绝大部分基金经理并没有进行减仓。东方证券研报数据显示，截至7月24日，主动权益类基金股票测算仓位7月以来连续4周均保持在90%以上，7月20日至24日单周更是高达91.9%，为今年以来最高水平。因此，行情波动带来的净值回撤也相对明显。Choice数据显示，截至7月24日，普通股票型基金和偏股混合型基金近一年平均回报在22%至23%的区间，而截至二季度末普通股票型基金和偏股混合型基金近一年平均回报为54%左右。

“今年上半年科技方向获利丰厚，部分机构高位获利了结，产品持有人集中赎回，主动减仓与被动卖出叠加，是短期内快速调整的主要原因。此外，一些科技细分赛道较

为拥挤，再加上外围市场利空扰动，共同放大了板块的跌幅。”关于这一轮调整，沪上一家中大型基金公司某基金经理认为更多是出于交易因素。

“综合长期资本开支、海外订单落地、全球竞争格局等因素来看，AI产业链的长期上行趋势并未改变，因此我选择坚守，最近还增加了一些仓位。”该基金经理告诉记者。

顺势而为 私募“防守反击”再启布局

数学专业出身的私募行业人士韩进（化名），保持着在白板上书写思路的习惯。白板最上方，还留着两行没有擦掉的字。“进入7月，海外市场波动加大，AI相关算力标的见顶回落，还需要一段时间的调整。”对于7月初那几天，韩进记忆犹新，“Meta宣布出租算力的那天，我刚从美国回来，飞机一落地上海，手机里就弹出了这条消息。”

几乎没有犹豫，他开始逐步降低科技相关仓位。

“产业逻辑没有变，但交易逻辑已开始变化。”韩进直言，海外市场率先调整释放了信号，如今做科技投资不能只盯着A股，而是要把美国、日本、韩国等市场放在一起观察，全球资金的交易节奏愈发趋同。

即便如此，这轮调整还是比他预想的更快更急。好买基金研究中心统计数据 displays，截至6月26日，私募股票策略指数近一年平均回报达27.41%；截至7月17日，数值已回落至11.44%。不少私募此前积累的收益明显回吐。

作为一家中型私募的创始人，韩进向来谨慎，但他对这次回撤控制不太满意。“方向没有看错，节奏还是没完全踏准。”他感叹道，前期涨幅较大的科技龙头快速回撤，市场情绪短时间内发生变化。

不过，调整后，韩进已着手新一轮的布局。“要始终保持在场。”他表示，经过7

月初的调整，科技板块交易拥挤度有所降低，而不少非热门行业的估值已较具吸引力。在他看来，医药板块在经历充分调整后，积极因素不断累积，黄金等有色资产在风险偏好切换过程中也具备阶段性配置价值；至于AI，他依然坚定看好长期产业趋势，未来会更加耐心地等待产业催化、业绩兑现与资金重新形成共振的时点。

与公募有所不同，在这轮调整中，包括韩进在内的部分私募基金经理选择更早一步完成“再平衡”。相较于简单地减仓离场，他们把这次调整视为一次重新配置资产的机会。

曾管理公募基金近30年，如今转战私募的于杨（化名），近期依然保持着密集调研的节奏。从产业链交流到上市公司调研，再到跟踪海外科技公司动态，他每天都会更新自己的数据库。“现在市场反应越来越快，一条产业链消息、一个订单变化，都会迅速反映到股价上。”于杨直言，相较于过去依靠景气度判断行业，如今更应持续验证产业兑现情况，不断修正组合配置。

展望后市，私募充满信心，并选择用真金白银来表达态度。私募排排网数据显示，截至7月22日，今年以来共有31家私募自购旗下产品，合计自购金额超过15亿元。其中，7月以来有平方和投资、灵均投资、龙旗科技、晨曦（深圳）投资等24家机构相继出手，合计自购金额超过10亿元。

凝聚共识 “极致分化”走向“风格均衡”

布局下半年，机构投资者当前的决策显得尤为关键。

部分公募基金经理开始在科技之外寻找更多收益来源，创新药、新能源、有色、电力设备等板块均在他们的视线范围内。科技方向上，在板块中进一步聚焦则成为部分公募基金经理的选择。

“科技投资将进入‘业绩驱动’阶段。

很多板块要做‘减法’，我们寻找有业绩支撑的标的。”一位上半年业绩领先的基金经理在二季度中说，当前看好液冷散热和电源侧两个子板块的投资机会。此外，科技板块中的创新方向也值得关注，如玻璃基板、CPO、OCS交换机、先进封装等。

“在板块估值偏高的基础上，精选细分阿尔法越来越重要。我们适当淡化短期高景气因子，重视中长期产业逻辑。具体而言，以高端设备、光刻机核心零部件、高价值耗材、高壁垒光芯片等为核心的半导体国产化领域，可能具备一定的确定性。”另一位公募基金经理说。

私募的状态则更“松弛”一些。涵德投资表示，应保持耐心，在条件成熟后再逐步提升风险暴露。玄元投资表示，看好基本面扎实和有高景气度的方向。玖歌投资认为，市场情绪层面的左侧底部已基本探明，其对后市持乐观态度。宁浦富基金认为，部分优质资产估值已具备一定的吸引力。

“并非简单地坚守科技，而是持续跟踪产业变化，更关注技术进步能否真正转化为商业化落地、真实需求和持续盈利。”复胜资产表示，应做好两手准备，通过动态再平衡提升组合韧性，在参与产业升级的同时控制组合波动。星石投资表示，随着市场逐渐进入业绩验证期，科技成长仍是中长期主线，但阶段性配置应更加均衡。

“市场调整本质上是流动性再平衡的过程，而非AI产业逻辑被证伪。当前更关注云厂商毛利率改善、大模型收入增长、AI硬件订单及供需变化等产业验证指标，看好AI景气持续兑现。”聚鸣投资分析称，在配置策略上，在坚持AI核心资产的同时，可适度布局制造业、有色等景气改善方向，并持续跟踪化工行业供需格局变化，等待行业周期拐点带来的投资机会。

韩进也再次拿起马克笔，在白板上写下几个新的关键词：“医药”“黄金”“等待AI二次机会”。

波动中调仓换股 海外基金经理上演多空“攻防战”

●记者 王彭

近期，面对全球科技股尤其是半导体板块的剧烈波动，海外基金经理正积极调仓：一方面，多家机构因半导体板块估值高企而减少相关持仓，甚至追加空头头寸；另一方面，资金并未真正离场，而是流入软件、金融、医疗、工业、公用事业等低估值板块，部分投资者更是将目光投向太空经济等前沿领域。

尽管对短期板块走势的判断存在较大分歧，但多家机构认为，全球人工智能的长期投资逻辑并未动摇，此轮调整更多是拥挤交易后的估值修复与情绪出清，为新一轮布局打开了窗口。

多家机构减持半导体板块

7月以来，全球科技股尤其是前期备受追捧的半导体板块出现显著调整。Choice数据显示，截至7月24日，费城半导体指数7月以来回撤17%；三星电子、SK海力士、美光科技等存储芯片龙头均大幅下跌。

在此过程中，不少主动型基金经理降低了半导体板块仓位，还有人进一步增加了空头头寸。爱德蒙得洛希尔资产管理公司全球股票投资组合经理亚历克西斯·博萨尔表示，其已减持半导体股票，因为其估值相较

预期已过于昂贵。

欧洲大型资产管理公司DWS已在半导体股票大涨后获利了结部分头寸，并将行业评级下调至“中性”，对短期前景趋于谨慎；总部位于瑞士卢加诺的独立资产管理公司LFG+ZEST首席投资官阿尔贝托·孔卡，也大幅削减了存储芯片和设备制造商的头寸，同时买入部分半导体标的的看跌期权。

华尔街知名投资人迈克尔·巴里则进一步增强了部分标的的做空力度。7月初，迈克尔·巴里在社交平台上发文，宣布以每股1051.87美元的价格建立美光科技的空头头寸；25日，他发文称，已进一步增加对美光科技、英伟达及费城半导体指数交易所交易基金（SOXX）的空头仓位。

具体来看，迈克尔·巴里以每股933.86美元的价格追加了美光科技的空单，以210.28美元增持英伟达空头仓位，以535.83美元加仓SOXX空单。他表示，其SOXX空头头寸与持有的看跌期权已在投资组合中占据较大比重。

积极进行调仓换股

在减持或做空半导体的同时，不少海外基金经理试图在其他领域挖掘机会。

以方舟投资创始人凯茜·伍德为例，从7月以来的操作路径来看，她正将持仓从

硬算力向未来应用转移：一方面持续减持半导体标的；另一方面将巨额资金投向太空经济、先进核能、自动驾驶、数字资产等前沿赛道。

SpaceX近期获得凯茜·伍德的青睐。自6月12日以每股135美元完成史上最大规模IPO后，SpaceX经历了过山车式行情，但她选择“越跌越买”。7月7日至17日，方舟投资通过旗下多只ETF大举增持SpaceX，累计投入数千万美元。

亚历克西斯·博萨尔表示，其近日加仓了亚马逊，并看好液冷、网络安全及部分精选软件标的。DWS旗下部分基金在近期回调后增加了工业和电气设备领域的敞口。迈克尔·巴里在做空半导体的同时，增持了医疗保险公司Molina Healthcare，试图将资金转向消费及医疗等与人工智能相关性较低的领域。

总体来看，海外基金经理正从“无差别买入算力”转向更均衡的配置策略，软件、金融、医疗、工业、公用事业等领域成为承接资金组合中占据较大比重。

人工智能长期投资逻辑未变

在多家机构看来，全球人工智能的长期投资逻辑并未发生根本性动摇，近期的调整更多是交易拥挤后的估值消化与情绪修复，而非产业趋势的逆转。

FXTM富拓首席中文市场分析师卢晓畅分析称，近期全球科技股出现调整，主要是受到一些短期因素干扰，并不会大幅改变AI硬件的实质性需求。随着下半年市场将美联储加息预期逐步反映并消化，具备业绩支撑的科技和存储标的或将有所表现。

全球最大资管公司贝莱德近日表示，近期全球科技股的下跌属于“过度反应”，更便宜的AI模型并不会削弱行业投资逻辑，反而会通过降低应用门槛，推动AI在千行百业的应用，进而催生出对大规模算力基础设施的更强需求。在贝莱德看来，随着越来越多公司将AI整合到产品和工作流程中，对数据中心、网络设备、存储芯片和电力基础设施的需求会持续攀升。

摩根士丹利、美银、瑞银等机构也表示，近期的回调更多是交易拥挤后的估值消化，而非产业趋势的逆转。

国海富兰克林基金经理狄星华认为，当前存储板块是硬件赛道中确定性最高的方向之一，核心依据来自龙头公司业绩与长期毛利率指引的扎实验证。即便做极致悲观的情景假设，充分考虑存储价格松动、行业行情走弱风险，剔除长协锁价覆盖的稳定产能后，剩余随行就市的产能毛利率下行，远期估值也处于合理区间，而调整后估值更低，向下空间相对有限。

基金代销行业变局：资金大腾挪“进行时”

●记者 朱妍

上海证券报记者近期调研获悉，基金代销存量规模正围绕买方服务开启新一轮迁移，持续向服务能力更强的头部机构集中。业内人士认为，相较于前两轮互联网、ETF发展下的渠道变迁，第三轮资金“腾挪”告别了粗放式的流量竞争，转向以客户为核心的服务比拼，进一步推动基金代销底层逻辑的迭代升级。

基金营销的第三轮“资金迁移”

今年以来，公募基金行业掀起了一股转托管的风潮。

上海证券报记者调研获悉，在易方达财富旗下的App“e钱包”上，今年以来出现了多批通过转托管方式迁入的投资者。中欧财富今年上半年转托管业务也有所增长。

所谓基金转托管，是指投资者将持有的基金份额从一家销售机构转移到另一家的业务。转托管过程中，份额的持有期连续计算，不触发赎回或申购交易，因此不产生额外税费或盈亏。这是一种“无损搬家”方式。易方达财富人士透露，该平台的这批转托管客户并非新开户群体，而是已有持仓的成熟客户，他们希望将分散的资产集中到功能更完善的财富平台上进行统一管理。

“过去投资者的核心诉求是买到收益高的产品。但在经历了多轮市场周期后，越来越多投资者开始意识到资产配置的重要性，也开始更注重投资持有体验，从而催生了从‘买产品’转向‘买服务’的需求升级。这正是我们近年来加大投入的方向，也是平台转托管业务增多的重要原因。”中欧财富相关负责人说。

此前，基金营销行业已经历两轮资金迁移：2013年的“现象级”产品余额宝打开了便捷买基的“开关”，头部互联网渠道显著分流银行的代销市占率；2020年之后，ETF爆发式增长，利好拥有场内交易优势的券商渠道，代销竞争格局再度生变。而2025年以来，由买方投顾模式驱动的第三次资金迁移，或辐射至全域基金存量。

格上基金研究员蒋睿表示，前两轮资金迁移本质上是销售渠道和产品的变化所致，但商业模式仍是“卖方销售”。如今，机构利益与客户利益趋于一致，行业底层逻辑在变化，这是一个细水长流的过程。

行业变革下的“冰与火”

转托管的钱从哪里来？部分中小基金代销机构的存量规模或是重要来源。

“有的机构底气十足，可‘一键’对外转托管；有的机构转托管手续复杂，甚至有书面流程。”一位基金行业人士透露。

这场“存量迁移”背后，不同机构的感受也不尽相同。Choice数据显示，截至7月27日，代销基金数量超过1万只的机构有19家，占比3.3%；代销基金数量不到100只的机构数量超过200家，占比35%。基金代销行业的马太效应愈发显著，行业资源快速向头部机构集中。

今年以来，多家机构被注销公募基金证券投资基金销售业务许可证，退出基金销售赛场，包括成都万华源基金销售有限公司、锦州银行股份有限公司等。解除销售合作的案例也层出不穷，例如，易方达基金、国泰基金、广发基金等多家基金公司近期公告称，终止与浦领基金销售有限公司的基金销售合作。

一家中小基金代销机构人士坦言，公司正面临人员流失大、运营成本高、盈利下行的困境，越来越难在业内立足。他预计，未来基金代销机构的数量还会继续减少。

中小基金代销机构能否学习头部机构的做法，加大买方服务，找到属于自己的生态位？业内人士对记者表示，答案是可以的，虽然做起来并不容易。典型案例如近年来进入基金销售领域的“有知有行”，虽然规模不大，但其发展思路一直是买方投顾模式，拥有一部分忠实受众。

蒋睿认为，买方投顾业务的特点为“投入前高后低，回报前低后高”，中小机构转型须同时承担人才成本、系统成本、收入滞后成本等。一些中小机构并非不愿意去转型，而是起步门槛较高，转型代价不菲。它们的加速出清，是行业结构性变革的必然结果。

以买方投顾服务占据优势位置

能提供优质买方投顾服务的机构，或将在新一轮行业变革中占据优势位置。

“买方投顾和传统基金代销的核心区别在于，基金销售的利益与产品发行方绑定，侧重于考核销量。我们坚持将利益与投资者长期的‘账户资产增值’绑定，考核的是客户的留存、投资体验和账户收益。”盈米基金相关人士说。

基金投顾试点的稳步扩容，有望给更多基金代销机构带来机会。记者从业内获悉，多家机构正全力筹备基金投顾牌照申请，预计8月末之前集中递交申报材料。

蒋睿认为，在基金代销行业资金存量迁移浪潮中，基金投顾试点机构将获得系统性优势：一是拥有合规开展基金投顾业务的资质；二是收入模式实现转型，由交易佣金转向与管理规模挂钩的投顾服务费，构建“客户盈利，机构方能盈利”的机制；三是持牌机构可对外输出投顾策略，拓宽合作收入来源。

“监管层正在从制度层面推动基金投顾行业从‘渠道竞争’走向‘服务竞争’。未来决定基金投顾机构胜负的，不再是有没有牌照，而是能否提供有价值的买方投顾服务。”蒋睿说。