

投资大咖说

中泰资管田瑀：

研究前置 用价值标尺丈量科技资产

◎记者 徐蔚

今年以来，面对AI浪潮高涨之时，中泰资管基金经理田瑀却选择逆向而行——减仓科技股，加仓白酒与化工。

他的决策，基于一把叫作“长期隐含回报”的尺子。这位物理学科班出身的价值投资者，用一套“可证伪”的研究框架，丈量每一笔投资的长期隐含回报，在市场担忧时寻找机会，在市场情绪高涨时冷静离开。近日，上海证券报记者采访了田瑀，了解他在喧嚣中保持定力的底层逻辑。

前置才有击球机会

复旦大学材料科学学士、原子与分子物理硕士的理工科背景，让田瑀高质量地搭建起一套完备、可证伪的自洽价值投资框架。

所谓“自洽”，意味着框架内部不能产生逻辑矛盾；而“完备”，则意味着任何输入变量都能被这套框架有效处理。更重要的是，物理学训练赋予了他对“可证伪性”的深刻理解。在投资研究中，他从一开始就允许自己的判断有可能是错的，并不断通过研究和跟踪反馈去证伪自己的假设。

无论是自洽、完备还是可证伪性，这些概念并不玄妙，表述甚至算得上质朴，背后却是田瑀对市场的敬畏和对自身能力的清醒认知。这些构成了他抵御市场噪音、保持独立思考的基石，他既不会放弃学习新鲜事物，也不会市场的狂欢中迷失自己。

深耕投研15年，市场常将“懂科技的价值选手”标签贴在田瑀身上，但在他看来，各类标签有助于记忆，但也会丢失大量投资逻辑细节。同样，投资实践也不能标签化。在田瑀的投资体系里，价值投资从来不会割裂科技与传统行业，有边界的是置信度而非研究本身，只要生意能被评估，科技股同样可以成为价值发现的沃土。

什么样的科技公司具备可评估的基础？田瑀的答案是：第一，可以判断行业长期需求的底部区间；第二，企业经营与商业模式清晰；第三，能够对企业护城河做出有效评估。

而真正让投资得以推进的，还是那份不急于求成的前置研究。在日常工作中，田瑀保持着一份“无功利性”。他的研究起点十分朴素：去研究自己不懂但又心生好奇的领域。在开展调研时，他不会预设“这只标的能不能买”，也不会提前预判研究结束后能否算出公允估值。

在田瑀看来，前置研究非常重要，认知的积累无法一蹴而就，对生意的理解需要时间沉淀。就投资而言，击球的好价格很难在临时起意中出现，先把生意看明白、把价格算清楚，才有可能发现“蒙尘的珍珠”。

理性看待科技景气

早在2023年二季度，田瑀就将半导体标的买成基金前十大重仓股。而当AI成为全民话题、市场情绪持续升温时，他却在2026年二季度基于隐含回报率的变化，卖出或大幅减仓了相关标的。

买在无人问津处，卖在人声鼎沸时——在价值投资者的视角中，这句行动总结不是简单的口号，而是由价值准绳串联的完整投资闭环。

田瑀表示，减仓并非不看好AI产业。“从产业角度来看，AI的确定性更高了，下游应用的探索已出现正反馈，但投资的确定性却下降了——在当前价格点位能赚到钱的确定性大幅降低。因为市场开价太慷慨了。”

“任何壁垒都是有价格的，它取决于替代方案的试错成本是否划算。”以存储芯片为例，在田瑀看来，如果存储价格维持高位，AI的前景反而没有

深耕投研 15 年，市场常将“懂科技的价值选手”标签贴在田瑀身上，但在他看来，各类标签有助于记忆，但也会丢失大量投资逻辑细节。同样，投资实践也不能标签化。在田瑀的投资体系里，价值投资从来不会割裂科技与传统行业，有边界的是置信度而非研究本身，只要生意能被评估，科技股同样可以成为价值发现的沃土。

什么样的科技公司具备可评估的基础？田瑀的答案是：第一，可以判断行业长期需求的底部区间；第二，企业经营与商业模式清晰；第三，能够对企业护城河做出有效评估。

而真正让投资得以推进的，还是那份不急于求成的前置研究。在日常工作中，田瑀保持着一份“无功利性”。他的研究起点十分朴素：去研究自己不懂但又心生好奇的领域。在开展调研时，他不会预设“这只标的能不能买”，也不会提前预判研究结束后能否算出公允估值。

在田瑀看来，前置研究非常重要，认知的积累无法一蹴而就，对生意的理解需要时间沉淀。就投资而言，击球的好价格很难在临时起意中出现，先把生意看明白、把价格算清楚，才有可能发现“蒙尘的珍珠”。

那么乐观，因为谁也负担不起如此高昂的成本；如果AI能够长期发展，从第一性原理来看，存储的相关成本最终会下降。

延伸至光模块等其他AI硬件领域，田瑀同样认为，不能用紧缺状态下的盈利能力去线性外推长期价值。以光模块为例，当前毛利率水平明显偏高，如果未来回归20%至30%的合理毛利率后，利润额将大幅缩水。更何况可能会有其他路线的替代，现有业务折现模型的期限也不能太长。

当前，田瑀对AI的研究更多聚焦于下游应用。“不少下游应用近乎免费向市场开放，这恰恰提供了绝佳观察窗口。我们可以用较低的成本，去验证商业模式是否成立。”他说。

坚守决策框架

二季度，一些投资者出于不甘心和怕踏空的心态，买入热门股票。对此，田瑀认为要远离“受迫交易”——它既包含割肉卖出，也包含被市场情绪裹挟的冲动买入。

“看到一个赛道持续大涨，内心冒出‘再不进

场就来不及了’的念头，当这个‘再’字出现，这笔交易其实已不再由你的投资框架主导了。”田瑀说。

对抗“受迫交易”，他的解法是把投资决策抽象成一套封闭函数模型：提前确立完整的决策框架，输入生意模式、竞争格局、企业护城河等客观经营变量，输出企业价值，然后根据隐含回报率得出买或者卖的唯一结论，坚决杜绝情绪类变量介入模型。“当市场情绪过热时，临时改动模型参数去适配行情，比如把资金流动、风格持续性等因素加入原本就完备的框架，本质上是被情绪牵着走的投资，给情绪化找了一些看似有道理的论据。”他说。

“市场上最稀缺的东西不是信息，不是认知，也不是资金，而是不做‘受迫交易’的能力。”田瑀说。

谈及在A股做价值投资的最大挑战，田瑀认为在于抵御短期高收益的诱惑。而他始终坚持一个朴素的判断——不做能力圈以外的操作。

（本栏目由易方达基金特别支持）



田瑀

8月以来黄金主题基金规模、净值双增

◎记者 刘曜

8月以来，在国际金价上行的推动下，黄金主题基金规模、净值双双增长。

Wind数据显示，截至8月20日，30只黄金主题基金总规模超过4200亿元，较8月初增长247亿元，较今年初增长433亿元。其中，5只产品规模超过百亿元。

近期，资金借道ETF布局黄金资产的热度较高。Wind数据显示：7月，黄金主题ETF获资金净流入50.74亿元；截至8月20日，8月以来获资金净流入55.73亿元。

8月以来，黄金主题基金净值也有所增长。Wind数据显示，截至8月20日，30只黄金主题基金8月以来净值均上涨。其中，跟踪中证沪深港黄金产业股票指数的黄金主题基金表现突出，8月以来净值增长均超过8%。

展望后市，多家机构认为，美元信用持续弱化，黄金的非主权信用属性将迎来重估，相关资产有望保持强势表现。

广发证券研报认为，8月以来国际金价上涨，是因为全球市场对霍尔木兹海峡通航抱有预期。一旦通航，国际油价将下行，从而缓解主要经济体通胀和加息的压力。此外，由于霍尔木兹海峡的特殊性，中东地缘局势对黄金的影响已由“风险溢价驱动”转向“通胀—利率预期驱动”。

新华基金固定收益部负责人、基金经理姚海明表示，近期美国通胀、就业、消费等数据同步呈现边际走弱态势，市场普遍判断美联储加息的可能性已明显下降。当前前端利率上行，核心驱动来自AI赛道相关信用债融资的大幅扩张，带动信用利差走阔，进一步推升了期限溢价。

龙航资产蔡英明：坚守价值成长 看好AI和创新药两大方向

◎记者 赵明超

经历多轮行情，龙航资产董事长兼投资总监蔡英明逐步打磨出一套价值成长投资体系。他坚持立足基本面研究，赚企业成长的钱，在波动市场中寻找高确定性投资机会。

聚焦价值成长布局

从蔡英明的履历看：2002年至2004年，在复旦大学管理学院攻读硕士学位，师从谢百三教授，系统研究了巴菲特的投资策略；毕业后加入尚处于初创阶段的景林资产，以研究员身份开启投资生涯，此后始终从事投资管理工作；2018年，创立龙航资产。

回顾20余年的投资生涯，蔡英明将其能力进阶归因于三次关键历练：一是投资生涯初期的市场调整，让他深刻认识到市场情绪的钟摆效应，建立起“估值安全边际优先”的投资准则；二是2019年至2021年的核心资产行情，通过重点配置消费、医药、新能源等高景气赛道，深化了对行业景气度研判与长期持有的理解；三是2021年以来市场生态变化，私募行业洗牌，量化策略阶段性走强，倒逼他在自下而上选股的基础上，强化行业比较，重视估值性价比。

蔡英明当前的投资框架，核心是聚焦“价值成长”。在他看来，投资重点是筛选“成长确定性高+内在价值扎实”的标的。在具体布局上主要关注两个方面：一是行业景气度，优先选取处于中长期或成熟早期、供需格局清晰的赛道；二是个股核心竞争力，重点研判管理层能力、技术与产品壁垒、行业市场地位等指标，锚定企业长期价值根基。

在行业选择上，蔡英明主要关注三个方面：一是景气度趋势，锚定需求持续扩张、政策导向明确的赛道，把握行业的增长逻辑；二是竞争格局，青睐龙头壁垒稳固、远离同质化竞争的领域，关注企业盈利稳定性；三是估值性价比，结合行业生命周期，在合理估值布

姚海明表示，美国财政部突然宣布扩大长期名义国债回购规模，将流动性支持回购操作的规模至少增加一倍，但AI领域的融资需求仍将持续扩容，这类回购操作大概率走向常态化。后续美联储将通过降息、停止缩表甚至扩表的组合操作，配合稳住长端利率，以此维系美国财政的可持续性。

“在此背景下，美元信用将延续弱化趋势，一旦债务、就业与政治压力开始实质性约束美联储货币政策，长长期美债和美元就需要更高的通胀与信用风险补偿，黄金的非主权信用属性将迎来价值重估，带动黄金相关资产走出强势行情。”姚海明说。

在配置方面，部分机构认为，短期内金价反弹后波动加剧，且长期美债利率若上行，会压制黄金的吸引力。当前可考虑将黄金作为组合的“压舱石”：在权益资产波动时提供保护；在通胀下行或流动性宽松时，也能捕捉修复收益。

北京一家公募基金相关人士表示，短期而言，黄金走势受美联储政策不确定性影响，波动可能加大。尽管美联储9月加息的预期有所回落，但年内仍存在预防式加息的可能性，从而对黄金形成阶段性压制。在此背景下，交易难度上升，不妨以逢低配置为主，耐心等待下一轮趋势性驱动。

“黄金中长期仍具配置价值，核心逻辑在于美元信用体系的削弱，而黄金作为替代性货币的属性正持续凸显。具体来看：一是美国债务规模屡创新高；二是地缘局势不确定性进一步削弱美元信用；三是全球央行持续购金。”该人士说。

局具备量价齐升潜力的企业。

落到个股研判，他将核心竞争力和成长确定性作为选股核心：首先，关注企业技术壁垒、产品差异化情况、市场占有率、成本控制能力等，这是企业穿越周期的根基；其次，高度重视管理层素质，看重管理层战略眼光、执行能力与股东回报意识；最后，用业绩兑现度、估值水平进行交叉验证，优先选择业绩增速与估值匹配、未来3年成长路径清晰的标的。

重点关注两大方向

站在当前时点，蔡英明主要看好AI和创新药两大赛道。

关于AI赛道，蔡英明表示，未来2到3年将进入大规模落地期。他看好产业链上游高壁垒环节，包括光芯片、国产算力芯片、服务器等细分领域，这些领域的技术门槛高、行业竞争格局优良，同时充分受益国产化浪潮，成长确定性更强。

关于创新药赛道，蔡英明分析称：一方面，人口老龄化程度加深，医疗需求持续刚性，行业天花板很高；另一方面，国产药企经过多年技术积累后，逐步具备全球化竞争力，海外医药市场价格空间广阔，一旦国产创新药实现海外市场突破，企业的成长空间将被彻底打开。

回顾多年的投资实践，蔡英明的感悟非常朴素：投资是认知的变现，坚守能力圈比盲目拓展边界更重要，只有真正理解行业和标的，才能在波动中拿得住、看得准；长期主义是超额额的来源，抓住少数高确定性机会，远比频繁交易更有效；市场永远有机会，中国作为全球第二大经济体，5000多家上市公司中必然存在大量优质标的，只要坚持深度研究，就能在不同市场环境下找到符合标准的资产。

“私募的核心是‘慢就是快’，与其追求短期曝光和规模扩张，不如把现有客户服务好，通过口碑实现长期稳健发展。”蔡英明说。

■机构动向

◎记者 赵明超

数据显示，今年以来成立的ETF数量达250只，其中234只为行业主题产品。在业内人士看来，随着ETF工具属性持续强化，越来越多投资者将通过行业主题ETF把握投资机会。

行业主题ETF数量爆发式增长

Choice数据显示，8月20日，8只ETF集中发布基金合同生效公告，今年以来成立的ETF数量由此达到250只。

从布局ETF的基金管理人看，今年以来有多家头部机构成立ETF逾10只。具体来看：截至8月21日，今年以来华夏基金、易方达基金均成立了19只ETF；富国基金、华泰柏瑞基金等均成立了逾10只ETF。

从产品类型看，今年以来成立的ETF中行业主题产品高达234只，占比超过九成。主要分为以下几类：一是科技成长类ETF，有9只人工智能主题ETF、11只芯片主题ETF、6只软件主题ETF、5只云计算ETF；二是资源主题ETF，有23只有色主题ETF、6只化工主题ETF、10只石油主题ETF；三是红利主题ETF，

方向愈发细分 今年以来新成立234只行业主题ETF

有13只。

从最新发展态势看，基金公司布局ETF的方向更加细化，此前鲜有机构问津的板块，今年以来有相应主题产品成立。例如，目前全市场共有10只粮食主题ETF，其中8只是今年4月以来成立。类似的还有养殖主题ETF，目前全市场共有14只养殖主题ETF，其中10只均为今年以来成立。

ETF阵营有望继续壮大。Choice数据显示，截至8月21日，有15只ETF正在发行，还有8只ETF发布了基金份额发售公告，即将启动发行。

多路投资者进场

今年以来，新发ETF的投资者结构愈发多元。以近期成立的ETF为例，券商、私募、期货等机构投资者频频出手买入。

华夏中证细分化工产业主题ETF发布的上市交易公告书显示，截至8月14日，该ETF前十名基金份额持有人包括招商证券、长城证券、招商期货、犇牛稳进7号私募证券投资基金等。类似的还有汇添富国证粮食产业ETF，截至8月13日，该ETF前十名场内基金份额持有人包括上海证券沪航FOF单一资产

管理计划、铸锋银铃1号私募证券投资基金、中信证券等。

还有医学机构在多名ETF的持有人名单中现身。截至8月13日，南方中证云计算50ETF前十名场内基金份额持有人包括北京医学检验学会、北京中卫医药卫生科技发展中心。梳理可见，7月以来，北京医学检验学会、北京中卫医药卫生科技发展中心也买入了华宝中证云计算50ETF、景顺长城国证粮食产业ETF、招商国证价值100ETF等。

此外，产业资本也在积极进场。截至8月13日，盈安贸易（天津）有限公司持有永赢中证沪深港云计算产业ETF 300.02万元；截至8月12日，马特马克重机有限公司持有嘉实中证港股通医疗主题ETF 1000.05万元。

在业内人士看来，随着ETF普及度提高，其工具属性凸显，未来将有越来越多的投资者选择借道ETF入市。根据华夏基金等机构发布的《2026ETF市场发展投资者趋势白皮书》，ETF投资者基本盘在持续扩大，ETF交易人数整体呈波动上行趋势，表明新增资金与投资者正在持续入场，ETF的市场渗透率持续提升。