

基金中报显现策略分歧 投资愈发重视“差异化定价”

◎记者 陈颖清

陆续披露的公募基金 2026 年中期报告显示，上半年科技行情放大了基金经理在产业趋势、估值约束与组合安全性上的策略分歧。7 月以来，随着市场风格切换，投资逻辑也开始由押注方向转向验证业绩，基金经理愈发重视对行业与个股的“差异化定价”。

定价框架现分歧

在已披露的公募基金中期报告中，对于今年以来科技板块的走势，不同基金经理给出了不同的应对策略。相关分歧的焦点，集中于如何评估产业趋势、估值水平与潜在回报之间的关系。

例如，同泰数字经济基金仍然采用较为积极的科技定价方式。该产品上半年重点配置海外 AI 算力链、国产算力芯片和半导体设备，A 类份额净值增长 107.86%，同期业绩比较基准上涨 6.80%。

同泰数字经济基金中期报告称，上半年该产品在海外算力链与国产算力产业链之间保持均衡布局，并关注端侧 AI、AI 应用等方面进展。二季度行情已验证国产算力链的比较优势，继续看好其长期价值。后续将依据景气度与估值匹配度动态调整持仓比例，筛选估值合理的产业龙头。

中泰开阳价值优选基金的中期报告则体现了另一套定价框架：基金经理田珣关注，以当前价格购买远期增长是否足够便宜。该产品上半年 A 类份额净值增长 10.58%，同期业绩比较基准上涨 7.14%。

田珣表示，该产品对部分累计涨幅较大的方向保持克制，并对个别模拟半导体设计标的持仓比例进行了调整。他认为，企业不仅要有较为乐观的需求上限，还要具备相对清晰的竞争格局、价值创造路径，以及可以判断的长期现金流下限。

中泰研究精选基金中期报告显示，上半年该产品进一步降低了对单一市场风格的依赖，对银行、建筑建材、消费、休闲旅游、医药、能源、化工、电子等行业标的均有配置。基金经理李玉刚认为，预测市场风格既不符合组合安全性原则，也超出了自身能力范围。相较追逐短期热点，更可行的方式是在合理价格买入能够持续创造价值的标的。分散配置降低了组合对单一热门行业的暴露，但也存在明确的机会成本。

重构安全边际

与此同时，对于 AI、医药创新等热点行业长期投资价值的确定性，相关基金经理没有太大分歧，差异的核心在于如何处理未来增长的不确定性，以及愿意以多高的价格承担这种不确定性。

业内人士表示，从已披露的公募基金中期报告呈现的观点来看，当市场情绪从普遍抬升估值转向筛选真实增长时，基金经理的操作重心也将从“押中方向”逐步转向“兑现成长”：既要判断产业趋势是否成立，也要持续检验企业能否将趋势转化为订单、利润与现金流，并在增长空间和买入价格之间建立足够的安全边际。

以 AI 产业链为例，基金经理未来更关注的或是业绩与预期之间是否存在落差。国元证券研报称，当前 AI 板块呈现“资金轮动—业绩驱动”的双重特征：资金在产业链不同环节之间进行切换，寻找兼具成长空间与业绩支撑的结构性机会，具备真实业绩基础的环节有望展现出更强的韧性。AI 行情的驱动逻辑，正在由“预期演绎”进一步转向“兑现验证”，未来需求扩张、供给改善和自主可控或将成为相互强化的三条主线。



张大伟 制图

业内人士表示，从已披露的公募基金中期报告呈现的观点来看，当市场情绪从普遍抬升估值转向筛选真实增长时，基金经理的操作重心也将从“押中方向”逐步转向“兑现成长”：既要判断产业趋势是否成立，也要持续检验企业能否将趋势转化为订单、利润与现金流，并在增长空间和买入价格之间建立足够的安全边际

基金隐形重仓股陆续曝光：业绩为王，深挖结构

◎记者 陈珣

上市公司半年报与公募基金中期报告，勾勒出机构上半年的调仓轨迹：从聚焦科技赛道，到向能源、有色、红利等纵深方向延伸。从已披露的公募基金隐形重仓股（持仓排名第 11 名至第 20 名）来看，“业绩为王，深挖结构”的策略体现得愈发清晰。

加仓科技还是增强平衡

加仓科技，还是增强平衡？睿远基金旗下两只产品的中期报告给出了不同的答案。

截至 6 月 30 日，傅鹏博、朱璘管理的睿远成长价值混合基金的隐形重仓股依次为：联讯仪器、寒武纪、中钨高新、沪电股份、福瑞医药、蓝晓科技、敏实集团、生益科技、康哲药业和天孚通信。其中，联讯仪器、中钨高新和天孚通信为上半年新进个股，持股数量分别为 25.86 万股、346.29 万股和 50.23 万股，占基金净值比重分别为 2.7%、1.49% 和 0.68%。同期，该产品减持了寒武纪、康哲药业、蓝晓科技、敏实集团等标的，对福瑞医药有所增持。

赵枫管理的睿远均衡价值三年上半年隐形重仓股情况，则体现了另一种思路。截至 6 月 30 日，睿远均衡价值三年持有的隐形重仓股分别为：华润万象生活、圆通速递、陕西煤业、格力电器、中国平安、贝壳、中国太平、中国人民保险集团、三一重工和杭州银行。其中，陕西煤业为上半年新进个股，持仓数量为 950 万股，占基金净值比重为 2.66%。同期，该产品大幅增持贝壳、杭

州银行，减持了中国太平、格力电器、中国人民保险集团、中国平安、华润万象生活、三一重工、圆通速递等标的。

聚焦细分赛道

一些行业主题基金的上半年重仓股变动情况，也体现了基金经理对市场和未来投资策略的思考。

科技方向上，郑巍山管理的银河创新成长，截至 6 月 30 日的隐形重仓股依次为：翱捷科技、澜起科技、瑞芯微、华大九天、复旦微电、沐曦股份、摩尔线程、大普微、长进光子和泰金新能。相较 2025 年末，该产品最新的隐形重仓股名单换掉了北京君正、微导纳米、聚辰股份、芯源微、佰维存储、卓胜微、天岳先进、恒玄科技等标的。郑巍山表示，二季度对半导体产业链配置结构进行了部分调整，适当增加了晶圆代工和模拟芯片的配置比例。后续仍然会延续创新领域的投资，长期看好 AI 产业链、国产半导体产业，对国产化前景持乐观态度。

医药方向上，周思聪管理的平安医疗健康混合，截至 6 月 30 日的隐形重仓股依次为：昭衍新药、科伦药业、药明康德、药明合联、康诺亚—B、艾力斯、摩尔线程、沐曦股份、西安奕材和华润新能源。相较 2025 年末，该产品最新的隐形重仓股名单换掉了益方生物、迪哲医药、联合动力、中国铷业、屹唐股份、强一股份等标的，进一步聚焦创新药方向。周思聪表示，未来仍然看好以创新药、创新医疗器械、医药外包服务为代表的成长型医药子行业。

步入“强分化”阶段

从基金经理上半年调仓情况来看，“业绩为王，深挖结构”的思路体现得愈发清晰。

参考已披露的上市公司半年报，兴证策略张启尧团队研报认为：从一级行业来看，业绩超预期的个股主要集中在通信、美容护理、传媒、房地产、零售、汽车等领域；从二级行业来看，主要集中在 TMT（游戏、影视院线、通信设备、计算机设备）、先进制造（电源设备、创新药、摩托车、家电零部件）、建筑地产（房屋建设、专业工程、房地产开发）、消费（食品加工、化妆品、个护用品、饮料乳品）等方向。

此外，基金经理“注重平衡，看长做长”的策略也在中期报告中有所体现。

比如，傅鹏博、朱璘依然对 AI 相关科技股充满信心。但他们在中期报告中反思称，7 月以来，组合经历了阶段性的高波动和回撤，主要原因是配置集中在大幅调整的科技板块。经过一段时间的调整，AI 相关概念股普涨的局面预计难以再现，未来将全面梳理景气度线索，希望从中找到非 AI 板块的投资标的，能够对当前侧重于科技的组合做一些平衡和补充。

赵枫在中期报告中表示，未来中国创新、制造等方面的全球影响力会越来越大。而中国资产当前仍处于较低估值水平，优秀的行业龙头企业不仅具备全球竞争力，还有较高的股息收益率和一定的成长性。无论对国内资金还是海外资金，中国资产的吸引力是显著的，因此对权益市场的中长期表现保持乐观。

华福证券管涛：多空交织下 美元大概率维持震荡

◎卢伊 记者 严晓菲

日前，在华福证券 2026 秋季经济与投资策略会上，华福证券首席经济学家管涛在接受上海证券报记者采访时表示，短期内美元很难走出单边趋势性行情，多空因素交织之下大概率维持震荡格局。风险更多来自长期维度，美国债务可持续性议题凸显，债务能否收敛是核心矛盾。

在采访中，管涛反复强调“逻辑比结论重要”这一研究方法。他表示：“影响资产价格的因素有很多，不能把复杂的市场变化简化为单一变量，更不能把短期趋势线性外推为长期结论。逻辑比结论更重要，对机构投资者而言，真正有价值的往往不是简单的方向判断，而是判断背后的前提、条件和推演过程。”

短期内美债、美元难以走出单边行情

管涛较为关注美国财政可持续性 > 与通胀压力下的长期美债收益率上行问题。他认为，美债收益率上行，背后有三方面因素：一是市场担忧美国财政可持续性，财政赤字持续扩张；二是美国通胀压力尚未得到充分缓解；三是市场仍在逐步适应美联储新的政策分析框架。

近期，美国财政部出台举措，试图稳定美债市场。对此，管涛认为：“当前美债收益率波动的根源，来自市场对于美国基本面的深层顾虑，这类流动性干预举措只能产生短期效果。”

美债市场的剧烈波动，也间接传导至美元。管涛分析称：一方面，7 月议息会议后美联储内部鹰派声音有所增强，美联储主席也承认沟通层面存在疏漏，释放出通胀若持续上行不排除加息可能性的信号，该预期会对美元形成阶段性支撑，推动美元走强；另一方面，如果美国出台其他举措，让市场相信其压低长期美债收益率的决心，又会对美元形成拖累，带来阶段性走弱压力。

管涛认为，短期内美元很难走出单边趋势性行情，多空因素交织下大概率维持震荡格局。风险更多来自长期维度，美国债务可持续性议题凸显，债务能否收敛是核心矛盾，如果赤字问题持续线性扩张，债务风险终将迎来爆发窗口，会逐步削弱市场对美元的信心。

“但长期风险并不等于近期会‘暴雷’。在资产定价中，把长期问题直接推导为短期交易结论，往往容易误导判断。”管涛表示。

日元弱格局难靠干预扭转

关于日元走势，管涛表示，核心锚点在于日本经济基本面，以及财政、货币政策之间的协调匹配程度。日本政府财政支出体量庞大，上一轮推出的刺激政策进一步放大市场对日本债务的担忧。然而，一旦日本央行启动加息，又会直接加重政府财政还本付息负担，财政与货币政策协调面临困境。

这是日元身处加息通道，却始终无法扭转弱势格局的关键原因。“尽管日本已进入加息周期，但加息节奏偏慢，美日之间的利差依旧处在高位，持续压制日元表现。”在管涛看来，单纯依靠外汇干预，不去改善经济基本面、化解财政可持续性难题，很难逆转日元偏弱的大趋势，同时各类干预操作还面临重约束。

日本既要维护汇率制度公信力，又要权衡外汇储备消耗与市场情绪，加之美日政策目标并不完全一致——多重约束下，日本的汇率干预更多是短期信号，难以扭转中长期趋势。

此外，管涛表示还应关注另一个反向风险：当前市场存在预期，日本央行可能最早于 9 月实行激进加息，一旦出现“日本激进加息 + 日元快速升值”的组合，或将触发日元套息交易的反向平仓。

“长期以来，日元作为低成本融资货币，支撑了大量跨境套息交易。一旦融资成本提高、汇率风险反转，相关资金可能卖出海外资产、偿还日元负债，从而放大外部资产波动。”管涛表示。

以“跳出来”的视角研究资本市场

谈及履新华福证券后的研究布局与定位，管涛坦言，他从 1992 年开始深耕外汇市场，历经 30 余年持续钻研，积累了一些心得，但涉足资本市场研究的时间尚短，在该领域仍是一名“新兵”。

但他表示，深耕宏观与外汇领域沉淀的成熟研究框架，可以适配资本市场研究。汇率与股票同属核心资产价格，二者底层分析逻辑一脉相承、高度互通。机构投资核心需求重在逻辑推演、前提假设与完整分析过程，而非单一的结果判断，这也正是他依托多年宏观外汇研究，能够打造的差异化研究优势。

“我不能替人做决策。但我是‘跳出来’看问题的，因此可以提供不一样的视角。”管涛这样描述自己的差异化价值。他表示，希望将 30 余年跨境宏观、外汇研究的专业积淀，与华福证券市场化、高活力的平台优势深度融合，形成全新的研究合力，帮助投资者搭建并完善专业投资分析体系。

◎记者 费天元

截至 8 月 27 日，A 股 4 家上市期货公司半年报悉数披露，营收、利润均实现较大幅度增长，表明期货行业景气度延续复苏态势。

日前，中国期货业协会也发布了行业整体经营数据。今年上半年，全国期货公司共实现营业收入 230.88 亿元，净利润 69.08 亿元，同比分别增长 23.62%、36.15%。

业内普遍认为，期货行业上半年业绩向好，主要缘于市场活跃度提升 > 与经营机构自身差异化发展的共振。

一方面，上半年大宗商品价格波动率上行，实体企业套期保值、风险管理需求旺盛，带动期货市场交易规模显著增长。

中期协数据显示，上半年，全国期货市场累计成交量为 51.05 亿手，累计成交额为 482.70 万亿元，同比分别增长 25.23%、42.08%。

具体品种方面，受地缘局势不确定性影响，上半年全球有色金属价格高位波动。上期所白银期货上半年成交 50.10 万亿元，居所有品种首位，同比增长 226%；铜、铝、锡期货成交额同比增幅均超过 100%。

上半年，金融期货交易也整体活跃，中金所四个股指期货品种成交额同比均实现增长。其中，中证 500 股指期货上半年成交 32.20 万亿元，同比增长 143%。

格林大华期货副总经理、首席专家王骏对上海证券报记者表示，上半年，机构、境外投资者等长线资金加速入场，客户权益扩张带来保证金利息净收入，成为期货行业重要的利润“压舱石”。地缘局势不确定性、供应链扰动推升大宗商品波动，套期保值从实体企业的可选工具变为经营刚需，带动期货行业基差贸易、场外衍生品等业务快速扩张，风险管理业务的利润贡献也持续提高。

另一方面，期货公司发展路径逐渐从“量的扩张”迈向“质的提升”，上半年头部公司已将多年来积累的差异化竞争优势，兑现为实际业绩。

南华期货上半年实现营业收入 8.79 亿元，同比增长 48.18%；归母净利润 3.88 亿元，同比增长 67.91%。作为首批“走出去”的期货公司，南华期货的国际化业务正在持续释放利润。上半年，南华期货境外子公司横

华国际实现营业收入 5.22 亿元、净利润 3.61 亿元。

永安期货上半年实现营业收入 7.62 亿元，同比增长 32.15%；归母净利润 3.03 亿元，同比增长 64.45%。产业服务能力仍是永安期货的核心优势：截至 6 月末，公司客户权益为 643.99 亿元，同比大增 61.91%；上半年，风险管理业务实现净利润 1.05 亿元，现货购销总额为 239.9 亿元。

瑞达期货上半年实现营业收入 7.98 亿元，同比增长 60.28%；归母净利润 4.10 亿元，同比增长 80.02%。CTA 策略产品体系是瑞达期货的金字招牌，近年来随着投资者对多元化资产配置需求的提升，CTA 策略愈发受到关注。上半年，瑞达期货资管业务实现营业收入 1.40 亿元，同比增长 15.46%。

弘业期货上半年实现营业收入 1.66 亿元，同比增长 22.21%；归母净利润 2440.93 万元，同比扭亏为盈。金融投资业务是带动弘业期货扭亏的重要因素。公告

显示，上半年公司自有资金投资收益为 2172.89 万元，同比增长 169.32%，成为公司利润增长的重要补充。

此外，监管部门针对性出台政策，为期货行业发展明确方向。7 月 23 日，中国证监会举行监管工作座谈会，强调尽快出台期货公司监管办法。根据 4 月证监会发布的征求意见稿，新版《期货公司监督管理办法》将从子公司业务划分、股东及实际控制人监管、分支机构监管等方面进一步完善行业监管体系。

王骏表示，未来，取消手续费返还、禁止低于成本展业、设置阶梯注册资本门槛等措施，将推动行业从通道费率竞争转向价值竞争，引导期货公司向综合产业服务商转型，并根据资本实力构建错位优势。例如：头部机构可以发力做市、场外衍生品等重资本业务，提升市场集中度；中小机构应聚焦细分产业或区域市场，走专业化、精细化路线。

“未来，期货行业竞争比拼的是资本实力、产业服务深度 > 与专业投研能力，具备综合实力的期货公司将获得更大发展空间。”王骏说。