

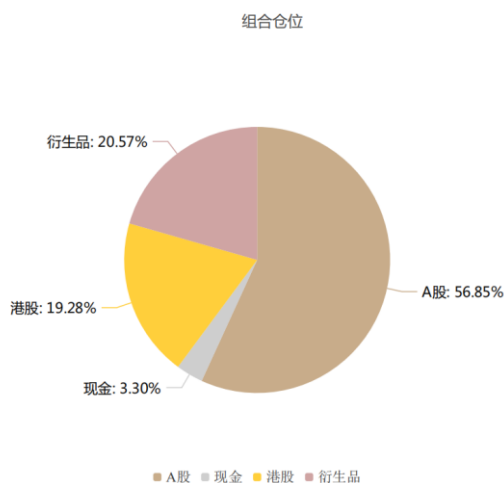
重点主观私募如何看待后市？（202606）

目录

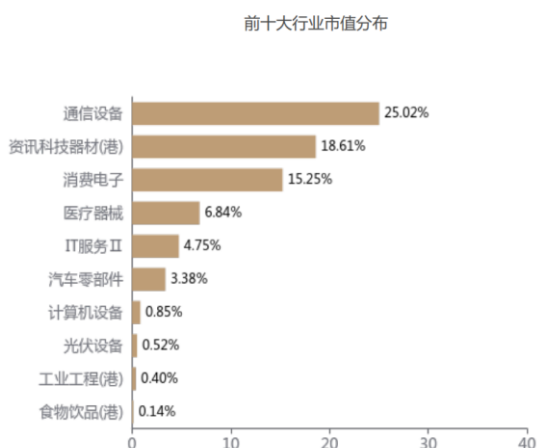
一、复胜资产（陆航）：YTD 29.22%.....	2
二、浑瑾资本（李岳）：YTD 33.40%.....	4
三、东方港湾（但斌）：YTD 24.74%.....	8
四、上海冲积资产（陈忠）：YTD 65.71%.....	13
五、领久基金（魏晓康）：YTD 163.70%.....	16
六、聚鸣投资（刘晓龙）：YTD 56.44%.....	18
七、源乐晟资产（曾晓洁）：YTD 98.46%.....	20
八、高毅资产（邓晓峰）：YTD 2.20%.....	22
九、勤辰基金（崔莹）：YTD 49.50%.....	24
十、红筹投资（邹奕）：YTD 13.69%.....	26
十一、日斗投资（王文，张文勇）：YTD -14.51%.....	28
十二、仁桥资产（夏俊杰）：YTD -6.30%.....	31
十三、泽元投资（任文启）：YTD 9.26%.....	33
十四、半夏宏观对冲：YTD -8.12%.....	36

一、复胜资产（陆航）：YTD 29.22%

（一）大类资产配置结构



（二）行业配置结构



（三）基金经理投资观点

市场进一步聚焦在 AI 相关方向。一方面除 AI 行业，其他行业基本面未见起色，从盈利比较维度，AI 行业下游需求增速更高，确定性更强，自然存在切换需求；另一方面也不排除一些投资者以投机心态进入 AI 趋势投资。我们继续维持 AI 为主的投资方向，没有过多调整，只是对组合进行了动态调整。

伴随着股价不断高升，市场上的分歧未见减少，反而增加。不少投资者从过去的投资经验线性外推，总认为股价上涨之后会剧烈回调，或开始判断"拥挤"。历史数据在很大程度上确实对未来投资有所指引，投资者也可以进行借鉴。过去 IPO 审核制度严格时，"壳价值"曾是一条有效的投资规律，但当制度改变，这条规律便失效了。但历史数据的有效性

是发生在统计性基础之上的，当新生事物产生之时——如 AI 技术带来的革命性创新，会使历史经验也可能存在部分失效的风险。

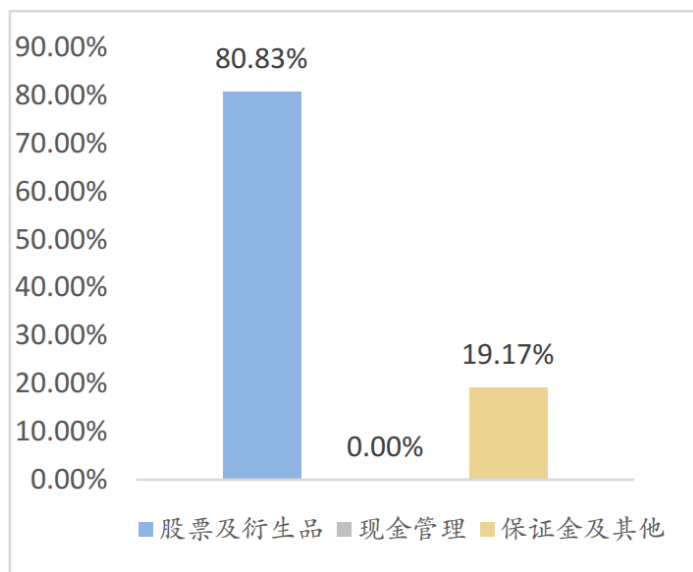
投资是"基于现在和过去看未来"的一个行为。可能很多投资者过分依赖"过去"，而忽略了"现在"的价值，同时过分高估了"未来"的可预测性。我们一直秉承的一个投资观点是：立足当下，投资模糊的正确。AI 行业股价大涨的背后还是技术突破带来的创新性革命。过往投资者往往有股价周期波动的投资体感，更多是源于国内资本市场上市公司一般都为成熟行业，背后盈利被产能周期等驱动，从而产生了股价运行的周期性。但这种革命性创新背后带来的恰恰是短期弱化的周期性——换言之强成长性。所以通过股价前期涨幅去判断后续有大幅下跌的可能缺乏依据，甚至绝大部分投资者目前面临的困难恰恰是无法触达虚拟世界依靠 AI 而出现日新月异的演化速度，无法感知 AI 技术发展过程中对算力、基础设施建设等细分环节的高需求水平。这种基本面信息深度上的差异也是机构投资者的价值所在。

当然，世界并不是一枚硬币，不是非黑即白的。AI 股价也不可能脱离地心引力永远上涨，后面的投资核心关键还是在对细分环节竞争格局以及供需关系的动态跟踪上。股价上涨带动"泡沫"的产生，驱动资本进入实体行业，引发进一步的技术创新。我们看到了很多新的技术路径和可能性，也给短期各个细分环节带来了不同的挑战，引发股价短期波动。我们的思路还是：投资趋势而不是风口。AI 不是资本市场第一次面对技术革命，过往很多短期风口能带来短期股价上涨，但缺乏持续性，很难捕捉；而当一个技术开始进入市场，有一定的渗透率，则趋势开始，这很难逆转，股价亦然。另外，制造业的核心壁垒即产能，如果最后技术的进步开始放缓，只剩社会化产能突进，那所有股价都会回归周期性，这通常是我们考虑卖出的时候。

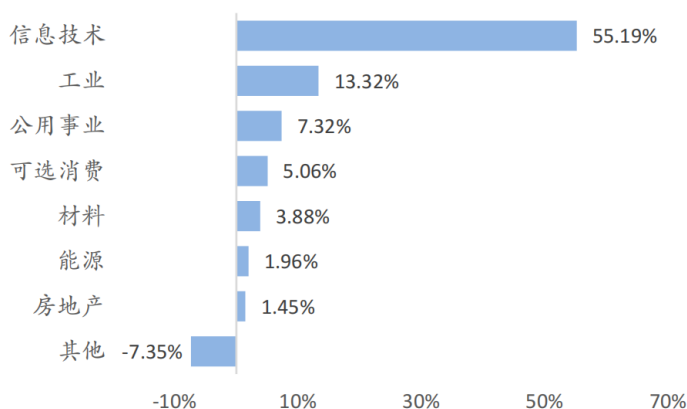
同时，若说风险，我们也在积极跟踪：1.是 AI 的需求能否持续。目前各大厂商的资本开支还是支撑公司盈利的核心驱动因素，但过分依赖固定资产开支依然摆脱不了股价周期性的局限，AI 需求的跑通和落地才是我们在 3 月底坚决切换到 AI 的核心逻辑。行业盈利链条依然需要维持完整；2.是否有其他行业方向盈利崛起。目前 AI 吸引所有人的目光，主要也是由于其他行业的盈利与 AI 相比黯然失色，基于成长性的比较得出的结论只有 AI 方向。如果有新的方向出来，可能也会对股价造成冲击。这个阶段我们还是在观察，尚难判断；3.AI 方向内部也会分化，我们需要进一步更细致的穿透股价看基本面，把研究工作做的更加扎实，还是聚焦在供需错配的龙头公司上。后续我们会一方面继续密切关注 AI 行业的变化，从行业内部基础设施建设需求变化和对外部其他行业改变两条主线出发，挖掘盈利出现上行的投资标的，并对投资组合进行动态调整。

二、浑瑾资本（李岳）：YTD 33.40%

（一）大类资产配置结构



（二）行业配置结构（市值占净值比例）



（三）基金经理投资观点

五月全球市场继续反弹，但强力分化。中国方面，沪深 300 上涨 1.8%，MSCI 中国下跌 3.0%；美国方面，标普 500 上涨 5.1%，纳斯达克指数上涨 8.4%，费城半导体指数暴涨 22.1%。YTD 来看，中国两大指数分别+5.7%和-8.5%，美国两大指数分别+10.7%和+16.1%。我们的组合单月回报+16.4%，YTD 回报+33.4%。

自从 2 月以来，我们多次强调 AI 叙事已进入加速阶段。底层原因很简单：Agent 成了主角，AI 不再是聊天工具，而是真正的生产力工具。Claude Code 凭借对 Agent 路线的坚定选择异军突起，ARR 和市值一举超过 OpenAI。同时 Anthropic 的新 Mythos 模型迟迟不敢公开——据说过于强悍，已达到准 AGI 水平。受此压力，谷歌和 OpenAI 放弃原先那些看起来

很酷炫、但无法形成商业模式的聊天、视频生成路线，全面转向 Agent 阵营。预计未来 3-6 个月会有更多重磅产品发布。而 Agent 和 Mythos 类模型，使得存储需求、光通讯需求、CPU 需求出现几何倍数上涨——这也是今年以来这些领域产生巨大 alpha 的根本原因。

站在今天，关于"AI 何时见顶"的讨论又不绝于耳。就在我们写这篇月报的时候，美股暴跌 5%，费城半导体指数跌超 10%，美元指数因非农数据强劲而反弹。我们正好借此机会分享看法。

AI 有无泡沫，泡沫有多大？

这是一个没办法直接回答的问题。大家总喜欢类比 1999 年科网泡沫，但实际上我们经历了太多泡沫——市场总在极度悲观和极度乐观之间摇摆。**关键不是判断"有没有泡沫"，而是现在处于什么位置。**如果 1996 年就因为担心泡沫而离场，会错过后续的主升浪，那么毫无意义。先说我们的整体判断：综合考量，我们认为大致 AI 硬件总体进度条在 60%上下（2 月我们提的是 30%，6 月 5 日的下跌可能让进度条回到 55-60%）。当然，我们不会等到 90-100 才减仓。**但各子板块不同——有些可能已到 70%需要逐步减仓，有些还在 40%甚至 30%。**

第一，这一轮的上涨不只是因为技术革命，而是一轮更大周期叠加 AI。我们看到存储涨价、全球缺电（除了中国）、光纤价格暴涨——这些不仅仅因为 AI 投资周期，更因为 50 年全球化的终结（带来各国都独立自主的诉求）和 AI 突然爆发。过去欧美需求 100、中国供给 100；现在欧美供给能力只有 50，中国需求能力只有 50。所以中国的出路在于如何找到需求——出海是必然趋势；而欧美的问题是如何解决供给——把支撑新一轮技术革命的基础设施都建起来。过去 3 年我们从重仓电力，到重仓那些补海外短板、又受益于 AI 的制造业，正是这个思路。如果没有这个超级周期叠加 AI 快变量，不会出现如此严重的电力短缺。今年以来我们多次强调：欧美经济模式可能正在发生转变，进入"再工业化"周期，类似 15-20 年前的中国工业化。只不过这一轮不是修路修桥修高铁，而是物理世界和虚拟世界的链接——再造一个虚拟世界。过去几个季度的美国 GDP 数据中，AI 基建投资贡献了一半甚至更多，其他项目均疲软——这说明经济增长模式在变，美国也可能因此出现长期的高实际利率。

第二，模型进步速度带来的需求拉动是实实在在的数倍增长。无论通讯还是存储，目前看到的用量和价格，其实只反应了 Claude Code 一个产品，还没有反应 OpenAI、谷歌等巨头的重磅产品。

第三，与 99 年完全不同——这是实实在在的盈利推动。以现在大家都不陌生的光模块龙头为例，21 年利润只有 10 亿上下，今年 450 亿，26 年客户已下单对应的利润在 800-1000 亿——利润直接上涨 100 倍，市值增长 50-100 倍，明年 15 倍 P/E 上下；而存储更是只有几倍的 PE，当然，每个生意都有自己的问题，几倍 PE 不代表就有很大空间，但说"泡沫"是不合适的。

AI 何时应该卖出？

猜顶是徒劳的，但可以换个角度——什么事情发生可能是重要的触发点。我们重点关注三个点：社会学问题、模型走平和子行业松动。

我们认为最大的风险藏在社会学问题中：科技进步带来的社会反噬。本轮技术进步并没有给大部分国民产生正面帮助——与蒸汽机降临一样，长达 10 年的"先苦再甜"。这一轮除了投资科技股票和 AI 创业的超级精英群体，中产面临失业、电价飞涨、生活品质下降，甚至手机、电脑因内存价格暴涨都不是想买就能买的。最近在美国已经出现了很多不好的信号。对美国总统来说这是两难选择：不发展 AI 可能面临全球竞争落后，发展又面临内部选民压力。所以我们笃定：数据中心向北欧迁移必然发生——这也是我们在电力中今年布局北欧的重要原因之一。

中期看，是模型进步斜率走平的风险。模型本身的快速发展才催生了基础设施需求以及内部结构的巨大变化。一旦模型进步走平，全产业链就会面临明显的降本压力。因此我们倾向于认为：Mythos 发布、谷歌和 OpenAI 模型出来之前，都是相对安全的。

子行业看，一旦产品链上的格局或供需关系松动就是明确卖出信号。例如我们虽然过去几年一直偏爱和重配光模块龙头，但我们很清楚光模块之所以能保持 40% 的净利润率，只有 10% 来自稳定业务自然能赚到的合理利润，15% 来自供需短缺，15% 来自技术进步——龙头总能找到更高毛利率的新产品来维持超额。因此一旦增速走平，或者光芯片短缺结束、产能释放，那就是明确的卖出时点——那时候就是切换"卷王之王"（效率龙头）的重要窗口——类似 10-15 年前的移动手机产业链。再比如存储，最大的问题不是需求也不是扩产，而是虽然只有几倍 PE、盈利巨大且看起来牢不可破，它的风险是结构性问题：26 年 AI 总资本开支可能在 1 万亿美金上下，而几个存储厂商的总利润可能高达 4-5 千亿美金——客户一定会想尽办法压低存储在 capex 里的占比，只是目前短期替代品有限。每个行业都有自己的结构性问题，这些是我们子行业轮换或者卖出的重要观察点。

我们的 AI 配置思路：超短期看，我们认为近期市场的调整是进度条在 60 附近的一次集中压力释放——很可能是买点。中期看，某个期间还是会震荡消化，等待下轮催化剂到来，而不同子版块分化展开是大概率。我们更多聚焦在产业链上游，选择依然具备 ai Beta+ 子版块 Beta 的领域。同时，我们认为 AI 作为新基建对传统行业的拉动才刚刚开始——就像当年中国的工业化，一开始水泥、装修公司各种疯涨，但最大的长期赢家是白酒。纯 AI 里不少领域的格局和生意质量都很低，要开始小心，但 AI 作为新基建对传统行业的拉动将是很大的机会。回顾过去 3-4 年，我们投资的电力、光、存储，到今年重仓的 MLCC，一直秉承投资于结构性成长+高质量生意的理念——几乎都是全球 2-3 家垄断、且经历了长达 10 年压力测试的低估行业龙头。还是有很多共识尚未形成的方向和公司值得投资，很多才刚刚开始。

其他领域变化很小，没看到重要的拐点。中国经济数据疲软，4-5 月继续走弱；美国除了 AI，其他数据也每况愈下。可以理解为：传统的物理世界正在被技术革命打压。而我们年初提醒的中欧关系可能恶化，并对我们喜爱的大巴车公司减仓近一半——最近也出现了不少消息，对中国公司出海形成中短期挑战。但另一方面，因为基本面的疲弱加上 AI 的虹

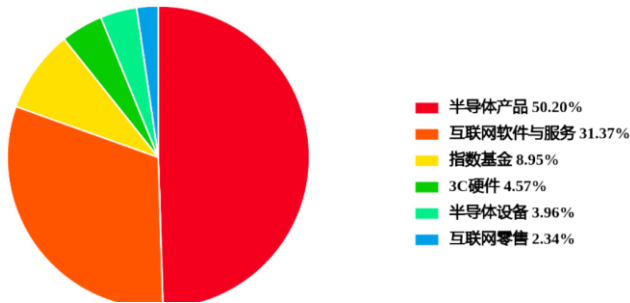
吸效应，很多股票变得非常便宜，我们近期开始对 AI 中共识度太高和风险回报比下降的公司做了部分减仓，逐步加仓这些传统公司。但因不确定性和利率上行，我们对传统公司的估值容忍度和安全边际提出了更高要求。

兴证证券团队

三、东方港湾（但斌）：YTD 24.74%

（一）行业配置结构

持仓投资组合



（二）基金经理投资观点

延续 4 月份的涨幅，5 月份纳斯达克指数上涨了 8.3%。纳指在过去两个月出现了过往 20 年来最大最快的涨幅——23.7%，其中主要贡献来自半导体板块的极致表现：费城半导体指数 SOXX 过去两个月累计上涨超过了 73%，历史未见！

产业端，这种极致表现来源于四股力量的共同作用：

其一，今年 AI 编程与 Harness 架构，带来了 Agent 智能体需求爆发，Token 算力需求出现了成百上千倍的增长。Anthropic 的 ARR 从 100 亿美元往 1000 亿美元在快速跃升，OpenAI 紧随其后，谷歌、Meta 等厂商也在 AI 编程领域聚焦发力。紧随编程之后，金融也正在成为第二大场景应用，潜力巨大。

其二，为角逐 Agent 服务市场，也为不被时代所抛弃，Hyperscaler 大厂们继续大幅加码资本开支。北美四大科技巨头亚马逊、微软、谷歌和 Meta 财报显示，2026 年将继续追加资本支出，总规模约 7300 亿美元，同比 25 年翻倍，在 25 年 67% 的增速基础上继续加速。大厂的激进态度和加速增长，短期内消除市场对 AI 基建投资见顶的担忧。

其三，算力需求外溢，就像香槟塔一样，从上往下不断扩散，带动了半导体全行业的群体狂欢。随着 AI 任务的持续深化与广泛普及，KV cache 的迅猛增长率率先引发了 DRAM 内存需求的急剧攀升，而在内存成本的重压之下，这一需求又进一步蔓延至 NAND 硬盘领域；在“龙虾效应”推动 Harness 架构走红之后，CPU 也顺势登上了舞台中央，为 Agent 配备搭载 CPU 的电脑逐渐成为行业新风尚，同时也促使 CPU 内存迎来了第二轮扩容热潮；而当光刻机的精密制程与数字精度均已逼近物理极限，AI 算力便全面转向了超大规模集群化与低时延的探索之路，韬定律不过是这一宏大趋势下的又一别称，通讯领域的创新如雨后春笋般不断涌现，其发展空间的上限也在持续被刷新。

其四，AI需求在数字世界的无上限飞速增长，与半导体物理世界受约束的缓慢增长，形成了鲜明反差，造成短期内极大的产能瓶颈。过去无论是PC、手机还是云服务器，硬件普及的黄金期增速也就30%—50%；而以ChatGPT为代表的AI需求，累积10亿用户却只用了3年，Token增速每年以10倍以上速度在增长，而由于员工、土地、政策审批、供应链约束、量产爬坡等物理限制，产能扩张往往需要数年光景，才有了半导体供需的这种“维度差”，产能瓶颈下价格也跟着飞涨。

总而言之，26年进入Agent的推广期，在竞争情绪的带动下，Hyperscaler巨幅增长的资本开支，解锁了半导体全行业的狂欢，而供需的增长维度差又进一步加剧了稀缺性和涨价压力，带来了半导体板块的极致行情。

但“飘风不终朝，骤雨不终日。天地尚不能久，而况于人乎？”在享受市场极致行情带来收益的同时，我们不妨也可以开始冷静地探讨下，其中隐藏的主要风险。毕竟风险只有在股价开始下跌，情绪开始冷却的时候，才会被人提起。我们无法预测风险何时发生，但提前识别到风险的存在，有助于了解当前市场的水温。我们可以利用市场的疯狂，但不能成为疯狂。

首先，在半导体的某些环节里，极端的产品涨价带来了周期性的加剧，而非减弱。

数字世界与物理世界的“维度差”，非常容易造成某些环节的原地涨价，例如当前的存储。任何产业的持续性繁荣，通常需要依靠“量”的增长，或者因技术提升、产品力改善所带来的价格上涨。这种情况发生在GPU、光通讯、精密制造与封装等一系列的半导体环节。但唯独在存储之上，技术的进步速度较慢，产能提升意愿极低，过去一年DRAM和NAND的现货价格呈现数倍涨幅，三星、海力士、美光、铠侠和闪迪这存储5巨头，总收入从24年的2800亿美元，26年预计将达9600亿美元，利润超过6000亿元，相当于2倍英伟达26年收入与利润。但即便上涨至今，这5家公司的总市值也只有不到4.4万亿，市盈率约7倍，仍低于英伟达5.4万亿的市值。市场认为存储需要重估，尤其是存储行业的长协比例在不断提高。

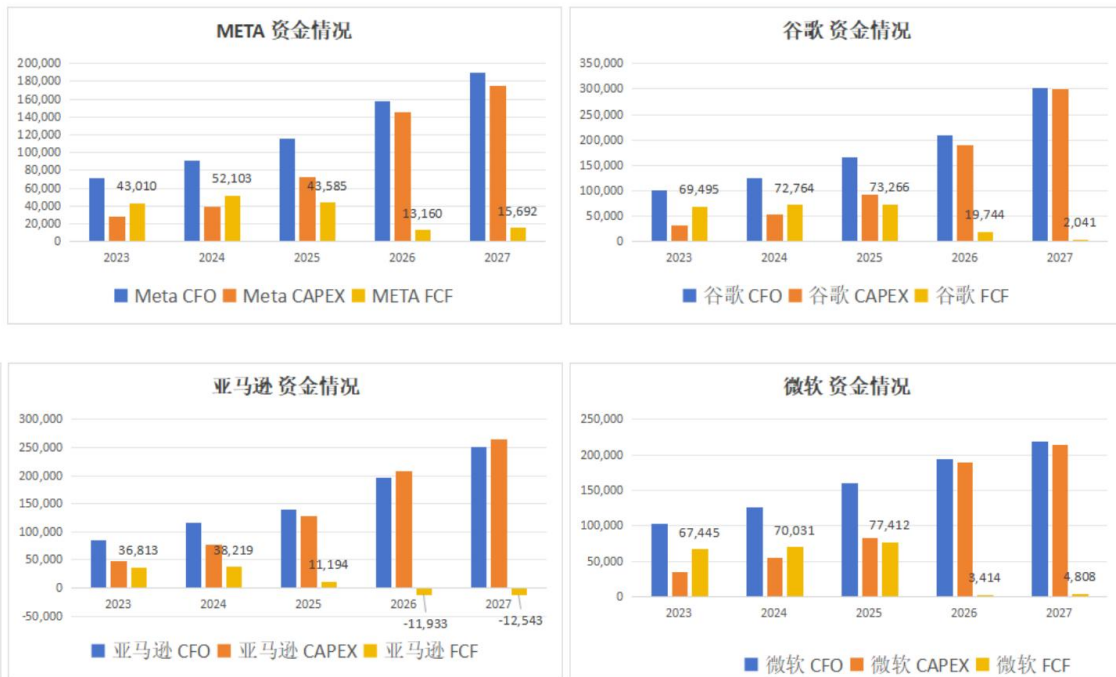
但风险在于，不断提价的产品，会直接影响下游的利润率，直到下游投资回报变得不可持续，导致资本开支增长放缓。基数小的时候还好，但据摩根大通统计，如今存储在CSP硬件资本开支中的占比，已从AI浪潮初期的十几个百分点推升至超过50%。ASP每上升1个百分点对CSP利润的侵蚀，已是历史周期的数倍。与此同时，AI的繁荣极度依赖于单位Token成本的快速下降，但占比过半的存储的涨价与此方向背道而驰，虽然“以存代算”也在为成本下降做贡献，但不断下降的token成本与不断上涨的存储成本之间，总会有一天变得不可持续。

Transformer在设计的初期并没有考虑到上下文窗口爆炸所带来的存储瓶颈。存储产品不断地提价，产业端自然地在寻找算法上面的改进，以降低存储的需求。本月推出的Deepseek V4版本以1.6万亿参数提供100万上下文窗口，但Deepseek改进算法对上下文窗口进行压缩和稀疏化检索，同时把部分KV Cache和模型参数Offload到NAND冷存储当中，牺牲时

延来降低对 HBM 的需求。最终做到同类模型（与千问、GLM 等对比）所需 HBM 降低到十分之一。像 Deepseek 一样通过算法改进来降低存储需求的妥协或努力，正在实时发生。但如果算法也没法减缓这种涨价带来的压力，降低资本开支就是最终崩溃的必然方式。从这个角度出发，周期性是在加强，而非减弱。而一旦 27、28 年存储产能开始释放，“量”开始登上舞台，“价”的周期性势必造成伤害。

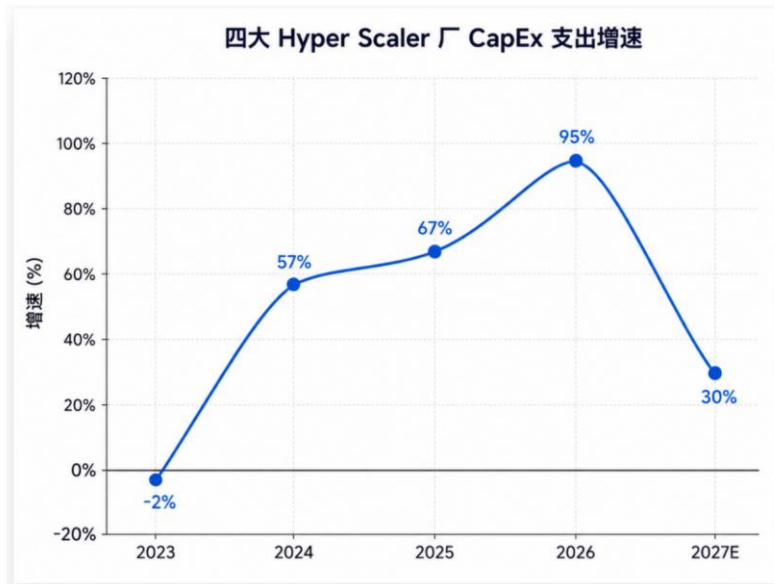
其次，Hyperscaler 的现金流会在 2026 年燃尽，并开启了举债与股权融资的增长模式，CAPEX 超高增长也将不可持续。

按照当前四大 Hyperscaler 大厂的资本开支节奏，26 年 7300 亿美元的资本开支，基本上完全耗尽这四家公司的现金流（如下图）。按照 Morgan Stanley 对企业 26 年经营性现金流的估算，扣除资本开支之后，四家企业 26 年的自由现金流将从 25 年的 2055 亿锐减至 240 亿。所以为加快数据中心建设，单 26 年上半年，谷歌表内融资超过 400 亿，Meta 超过 250 亿，亚马逊超过 540 亿，表外融资亦超过数百亿。而谷歌更是开创历史先河，自 2006 年 IPO 以来第一次采用增发股票的形式融资 800 多亿美元，抢在估值高位和 26 年 IPO 浪潮之前，截胡了更多 AI 竞赛所需的资金。相信在竞争的压力下，一众 Hyperscaler 都会采用相同的策略，从资本市场抽取上千亿美元的流动性。这与过去这些美股公司每年大额回购的历史相比，已经大相径庭了。



该形式下，27 年 CAPEX 增速掉头往下几乎板上钉钉，这对于许多公司线性外推到 30 年的预期恐怕会产生重大影响。26 年的资本开支增长速度高达 95%，这是过去两个月半导体狂欢很重要的支撑。但如果 27 年要保持同样的增速，按照当前经营情况的估计，这 4 家公司将会产生近 7000 亿美元的资金缺口，即便是举债或发股，也很难在 27 年补齐。那么如果

CAPEX 的增速开始往下掉，就会打破过去 4 年 CAPEX 持续往上的趋势（如下图）。恢复到正常的高增长，例如 30%—50%其实也是挺不错，但对于许多线性外推的上游半导体产业的预期，就是致命性打击。至于那些股价依靠远期 30 年利润高增长的公司，恐怕更是灭顶之灾。



再者，市场或过高估计了 AI 红利在公司组织中传导落地的速度。

我们会发现，数字世界的模型进化速度最快，物理世界基础设施建设速度次之，而人类社会的组织架构变革速度最慢，这是又一个“维度差”。

但在半导体短期超高速增长背景下，市场可能把 AI 红利从“长期生产率提升”错误定价成了“短期利润立刻兑现”。这中间差别非常大。AI 能力提升可以很快，低基数下 Token 用量和模型公司收入增长可以很快，CSP 资本开支和收入增长也可以很快，即便是应用场景的普及和泛化也可能会很快，但这些并不等于整个传统企业部门的生产率、利润率和现金流也会同步快速提升。

即便企业开始大面积采用 AI，由于物理世界和人类组织的限制，传导到利润层往往需要更长时间：企业要改造工作流程，要整理和准备数据，要设置员工权限，要隔离和控制风险，要做组织结构的梳理和裁员，最后才会反映为人效提升、成本下降或收入增长。传统业务的转型，往往比原生企业更难落地，就是这些物理世界和人类组织的限制。Meta 是所有旧时代公司里 AI 采用落地速度最快的公司，其人效依然只有 Anthropic 的 1/4。即便 AI 转型的效果是明确的，Meta 广告收入增速提升到 30% 以上，但该速度远没有模型进化速度快，也没有基础设施的投资速度快。这里确实存在另一个“维度差”，是比半导体投资物理限制更大的瓶颈，来自人类社会的组织瓶颈，也是当前无数企业共同面对的问题。

这是正常的产业发展节奏，AI 红利可能是十年级别的生产率故事，但市场现在用两三年的股价暴力涨幅和资本开支增速，把这个十年故事一次性折现了。一旦现实从"指数级兑现"回到"渐进式渗透"，股价就会面临重新定价。

最后，极端的市场情绪本身也在成为风险来源。

如果行情与市场情绪没有经过如此极致的演绎，如果半导体现货涨价和大厂资本开支没有经过这么高的增速，当价格与资本开支增速回落时，或许不会对市场造成太大的伤害。但当下的市场情绪之高涨，确实让人警觉：无论是短期 SOXX 极致的涨幅，处于历史高位的散户融资杠杆，普遍推演到 2030 年的乐观预期，还是黄仁勋一句"万亿市值"的恭维让一家千亿公司一夜上涨了 32%。这种情况下情绪一旦"物极必反"，对投资人也会造成很大的冲击。

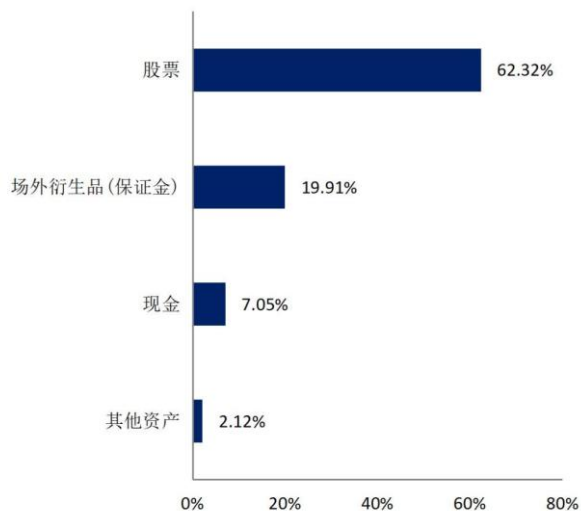
事实上，在过去的两年，每个阶段我们都要在月报中，反复去分析市场对于 AI 的各种质疑和争议，无论是宏观的贸易战和美伊战争的影响，还是模型的数据墙，Capex 投资回报率，模型能力进步空间，应用落地的可用场景等等，持续不断。但过去这两个月，似乎没人关心宏观风险，也没人谈论模型的天花板或同质化，模型公司的收入奔着每年翻 10 倍在预期，估值都往数万亿去拍，CSP 都开始相信老黄的"算力投资即收入"，应用场景似乎层出不穷。不是说这些观察和观点不对，只是当这个市场几乎找不到争议和担忧点时，情绪往往会演绎到极致。所有人都在贪婪，没人怀疑的时候，才让人感到不安。

市场的情绪和价格之间存在反身性，极端的情绪一旦跟着正常的回调反转，会加剧本该属于正常的波动，尤其是半导体板块。上涨时推波助澜，回调时也会火上浇油。

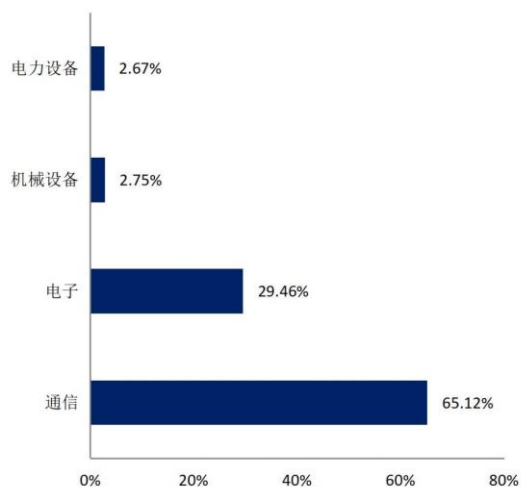
以上分析不是对 AI 的看空言论。我们的投资方法论中，非常强调"逆向思考"，所以常被误当成"空头"。实际上，成熟的投资体系是非常矛盾统一的，就像芒格老先生曾经所言：只有比其他人更能够反驳自己的观点，我们才算真正配得上自己的观点，做到客观理性。我们依旧坚定看好 AI 发展对人类社会的巨大增益和价值，但当短期水温变得过高，我们也要客观理性地对待投资，不要把市场短期情绪当成企业长期价值。可以利用疯狂，但千万别成为疯狂！

四、上海冲积资产（陈忠）：YTD 65.71%

（一）大类资产配置结构



（二）行业配置结构



（三）基金经理投资观点

全球市场普涨，AI独占鳌头

5月以来，尽管美伊之间的拉锯仍在进行，但市场进入脱敏区间。5月中旬，特朗普访华释放了相对积极的信号，全球风险偏好进一步回升，市场普涨。其中，日、韩股市在AI产业的拉动下，涨幅超过10%，领涨全球股市。然而，通胀压力下全球流动性并不宽松，商品和债券市场5月均显著下跌，美联储加息预期仍是市场头上悬挂着一把利剑。

国内方面，受4月宏观数据影响，上证指数和恒生指数5月分别下跌1.0%、2.3%，跑输全球市场。但从结构上看，代表科技产业的科创综指上涨6%，而科创50指数涨幅甚至高达11%。从个股涨幅看，超70%的个股下跌，其中接近40%的个股跌幅超过10%；而在不到30%的上涨个股中，绝大多数是AI产业相关个股，热门领域如覆铜板、MLCC等涨幅超过30%，市场分化显著加剧，AI与非AI成了市场的对立面。

极致分化的行情几时休？

历史上，A股极端的二八甚至一九行情已多次出现，例如2003-04年的五朵金花行情，2006下半年的上证50行情，2017年的漂亮50行情等，市场都是以20%或更少的股票上涨、80%的个股下跌为特征。其背后的原因均是在特定环境下，资金抱团确定性的主流机会和个股，并主动抛弃非主流板块和边缘个股，造成筹码不断集中，行情剧烈分化。出现这类行情必须满足两个条件，一是股市流动性不充裕，甚至边际收紧；二是主流板块基本面和性价比明显好于非主流板块。

回顾当下宏观环境，自美伊冲突造成油价高企以来，全球流动性边际收紧，再通胀是市场最关注的风险。除能源外，传统行业面临着需求下行的压力。通常情况下，利率的上升会带来估值的下降，久期偏长的成长股受损更大。然而，当前AI产业仍在加速发展中，资本开支的冲动仍在持续，EPS的快速上调抵消了估值下降的影响，显著强于其他行业，并不断吸引资金流入，形成抱团的效应。

对二八行情的理解并不困难，难点在于判断这个行情能持续多久？下面我们将尝试从流动性和产业发展两个维度做简要分析。第一种情景，全球通胀压力边际减弱，这可能是油价下跌或者科技通缩效应造成，则流动性预期改善，其他行业性价比开始显现，二八行情被全面牛市替代。然而就当前形势而言这类情景发生的概率偏低，主要原因在于国内的内需并未企稳，特别是二三线城市的房地产，景气度仍处于探底阶段。第二种情景，通胀压力没有缓解，但AI的飞轮效应加速，业绩提升依然能对抗估值下降，二八行情延续甚至发展至一九行情，从目前观察看，这种情景的可能性相对更值得关注。第三种情景，AI由于某种原因增速放缓或者引起恐慌，在通胀压力下，造成市场的全面回调，对A股而言市场或迎来中等级别的调整。需要注意的是，第二种情景和第三种情景可能在不同阶段发生切换，即在某个时间上第二种情景会步入到第三种情景。至于何时发生第三种情景的风险，目前难以判断。而从AI的发展现状看，自身降速的风险相对较小，更需要关注的是AI发展是否过快导致人类的共同抵制，进而发生人为干预进行降速的风险，可能导致科技板块出现较大幅度调整。尽管大级别调整短期难以看到，但随着市场今年前5个月的演绎，AI相关个股已积累巨大涨幅，股价未来1-2个月有盘整的可能，需要释放筹码过于集中的风险，这是投资者短期需要重视的。

投资观点和方向

简而言之，AI驱动的结构性价行情仍未结束，但需要关注市场短期的波动风险。下半年分化行情或会更加极致，投资领域和配置思路更需要聚焦。

后续重点关注的投资方向包括：

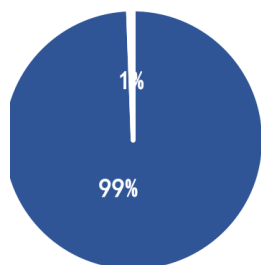
- 1) AI 产业链仍是中长期主线，近期重点研究光通讯和 PCB 的技术升级，以及 MLCC、功率、模拟等涨价环节。此外，国内存储产业链的资本市场变化及相关环节也值得关注。
- 2) 高油价背景下，密切关注新能源的发展趋势，特别是储能市场的爆发。
- 3) 密切关注未来空间较大、产业趋势相对清晰的新兴行业，如商业航天、AI 应用等。

兴证证券团队

五、领久基金（魏晓康）：YTD 163.70%

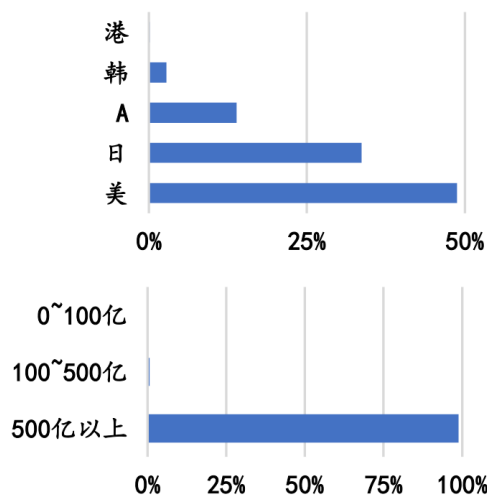
（一）大类资产配置结构

资产配置结构



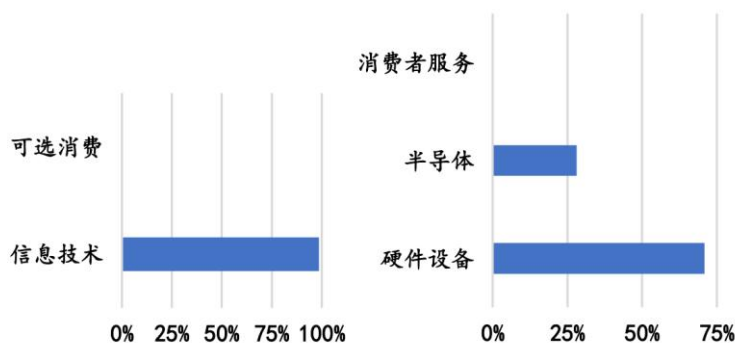
- 股票类资产
- 现金类资产

区域和市值分布



（二）行业配置结构

行业配置 (wind一级、二级行业)



（三）基金经理投资观点

五月，宏观扰动继续钝化，科技主线仍占据舞台中央。组合维持高仓位运行，核心聚焦存储板块，同时布局光通信、先进封装、云计算、大模型等方向。

我们认为，存储仍是当前最具确定性的方向之一。一方面，长期价格协议锁定产能，存储企业盈利持续改善，未来自由现金流将不断流入，市场讨论焦点正逐步转向“超级周期”；另一方面，存储在 AI 基础设施中的系统重要性日益提升。我们判断，海外存储龙头的利润水平有望超越 GPU 与先进封装龙头，供需紧张的格局短期难以缓解，未来成长空间依然

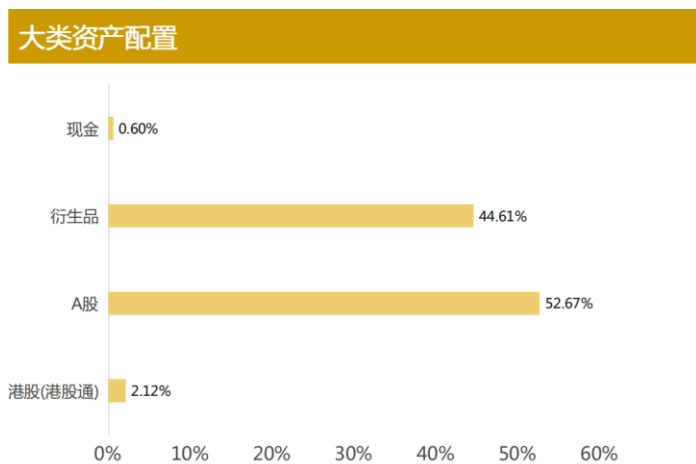
广阔。当前市场已充分认知到存储产业的强劲发展，资金或进入加速涌入阶段，但由于不同投资者的估值视角与考量维度差异较大，对投资价值的判断仍存在显著分歧。

操作上，我们根据市值目标分阶段减持了光通信和国内先进封装标的，同时也退出了部分算力租赁公司的持仓。当前，我们将更多目光投向海外云计算基础设施和 AI PC，此外美国商业航天产业正处于加速商业化落地的关键阶段，产业链机会渐行渐近，我们保持积极跟踪。

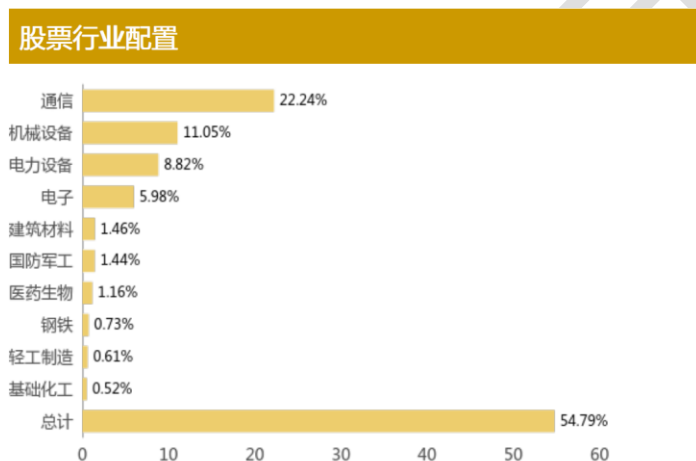
整体而言，当前科技板块分化明显。A 股、美股等主流市场中，贵与便宜的板块并存。我们的配置集中于不同市场中相对安全、风险收益比仍具吸引力的部分，组合大方向维持不变，静待花开。

六、聚鸣投资（刘晓龙）：YTD 56.44%

（一）大类资产配置结构



（二）行业配置结构



（三）基金经理投资观点

5月，全球市场在美伊事实停战的状态下，有所反弹，尤其是AI相关资产，表现出色，全球资本市场的核心叙事依然围绕着AI行业的快速发展展开。

从全球主要股指的5月涨跌幅来看，涨幅大小基本上取决于两个因素，第一是经济的含AI比例，第二是本身的内需强弱，涨幅和这两个因素的关系，一目了然，感兴趣的可以用AI工具分析一下。比如，欧洲三国，AI含量远低于东亚几个经济体，股指表现亦然。最近几天，全球的AI资产都有所回调，前期跌幅大的股票有所反弹。比如美国的SaaS、中国的消费，市场关于各类资产见顶和见底的讨论也比较多。我们倾向于认为，这更多是心理层面和交易层面的变化导致的；回归到基本面，我们认为AI的主线地位没有变化，虽然我们之前也讨论过AI的泡沫问题。目前看，由于供需错配带来的硬件的超额利润，长期看肯定要回归，但是需求的长期性也十分确定。简单讲，高使用率的AI服务器寿命也就是

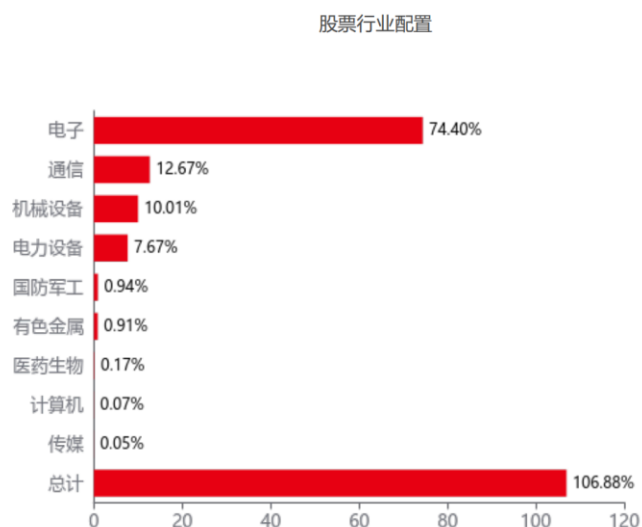
5-6年，可以简单理解5-6年要换一遍，这比一般的制造业的设备折旧周期短很多。因此，也不能低估硬件超额利润的持续时间。从简单的数据来看，目前AI相关公司没有估值泡沫，有也是基本面泡沫。

另一方面，AI对于程序员的替代已经真实发生，未来扩展到白领估计也只是时间问题，在补偿机制没有跟上的当下，未来消费的前景十分不确定，这有可能超越AI行业本身，成为阻碍AI发展的重要因素。其他领域，我们倾向于全球需求驱动和全球定价的资产，比如金属、化工等，目前我们对地产链和消费保持相对观察状态，并不急于投资。

兴证证券团队

七、源乐晟资产（曾晓洁）：YTD 98.46%

（一）行业配置结构



（二）基金经理投资观点

5月，A股与美股整体维持稳定运行。尽管月中美国国债长端利率快速上行，一度引发全球风险资产波动，但市场很快完成了对利率冲击的重新定价。尤其是以AI为代表的科技成长方向，表现出明显的“利率免疫化”特征，资金风险偏好维持在相对较高水平。整体来看，本月全球资本市场仍然围绕“AI产业趋势”展开，无论是算力、光通信、半导体，还是电力基础设施、云计算以及端侧应用，均持续获得资金关注。

A股市场本月整体表现相对平稳，市场情绪较一季度有所改善，但总量资金依然偏谨慎。从结构上看，科技成长依旧是市场最明确的主线。AI算力、CPO、PCB等方向反反复活跃，说明市场对于全球AI资本开支外溢逻辑仍保持较高认可度。与过去不同的是，本轮A股科技行情越来越明显地与全球产业链联动，而不仅仅依赖国内风险偏好提升。美股AI资本开支持续扩张，正在向国内上游制造、材料与设备环节传导订单预期。相比之下，传统顺周期板块表现相对平淡，资金更倾向于集中在少数具备产业趋势支撑的高景气方向。

本月一个值得关注的现象是：市场对美债收益率波动的敏感度正在下降。过去两年，美国10年期国债收益率每次接近4.5%以上时，全球成长资产往往都会出现明显调整。但5月中旬，美国10年期国债收益率一度逼近甚至突破4.5%，市场曾短暂担忧高利率环境会对科技股估值形成压制，但美股科技板块仅经历短暂震荡，随后迅速修复。这一现象背后反映出两个变化：第一，市场已经逐渐接受“高利率维持更久”的宏观环境；第二，投资者开始更多采用“盈利增速覆盖估值压力”的框架，而非单纯使用无风险利率进行估值锚定，AI产业周期的盈利预期，开始足以部分对冲估值压缩压力。换句话说，当前市场交易的核心矛盾，已经不再只是“利率”，而是“增长稀缺”。在全球经济整体偏弱的大背景下，AI成为少数能够持续提供高增长预期的产业方向，因此获得全球资金持续集中配置。

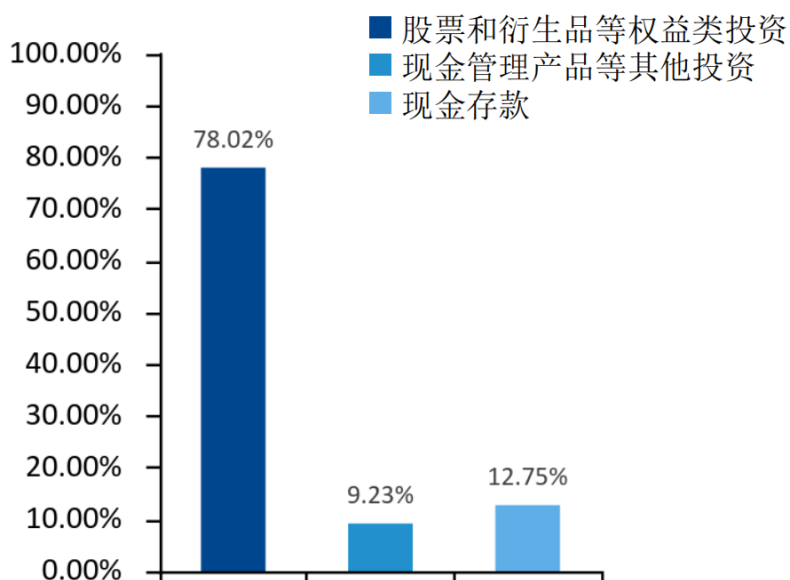
展望后市，我们认为市场主线短期依然不会脱离 AI 产业链。海外市场的核心变量是大型科技公司的资本开支强度，以及 AI 商业化进展。如果资本开支继续超预期，则算力链条仍有望维持高景气。A股市场更值得关注的是全球 AI 产业链向国内映射的扩散方向，如光通信与高速互联、PCB 与先进材料、国产算力与先进封装等等。

投资层面，我们依然坚守 AI 产业以及周边为主要方向，目前来看，宏观因素导致的流动性扰动更多意味着买入的机会。当然我们也会密切跟踪产业景气度的变化，不断优化组合。

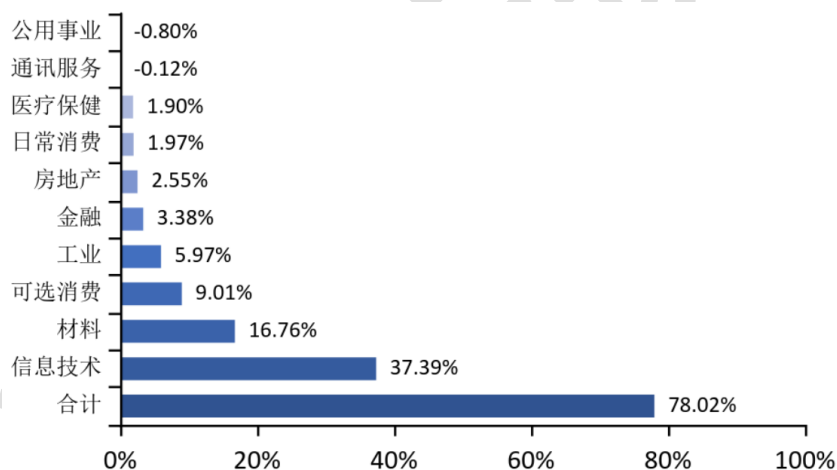
兴业证券团队

八、高毅资产（邓晓峰）：YTD 2.20%

（一）大类资产配置结构



（二）行业配置结构（市值占净值比例）



（三）基金经理投资观点

5月，美伊临时协议取得进展，但细节与最终方案尚未敲定。能源价格上涨推动4月美欧日通胀延续升温，但核心通胀整体仍较温和，美债收益率快速上升后有所回落。5月美欧日经济景气度延续分化，其中美国Markit制造业PMI延续上升，服务业维持扩张，但欧元区与日本5月PMI整体下行。

国内方面，1-4月，规模以上工业企业利润累计同比增长18.2%，单4月规模以上工业企业利润同比增长24.7%，较3月增速进一步加快8.9个百分点。结构上，采矿业受益于油价和

大宗商品价格上涨利润同比增长 58.5%，较上月提升 31.0 个百分点；制造业利润同比增长 23.4%，较上月提升 4.0 个百分点，其中上游制造业利润增速加速上涨，中下游制造业利润增速整体偏弱，但电子行业受 AI 拉动利润保持快速增长。总体来看，能源、有色、AI 相关行业利润增速加快，在工业企业利润中提升至占比近半。其他方面，4 月出口增速再次提升至 14.1%，一二三线城市二手房成交量连续两月恢复，但投资及消费持续走弱。

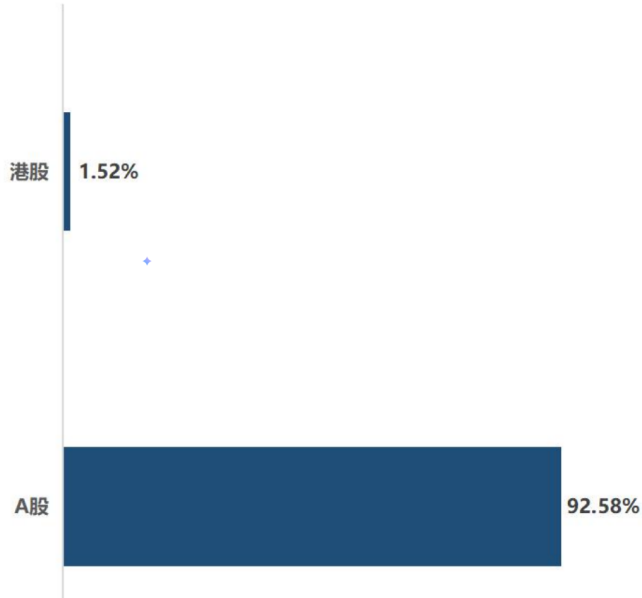
市场方面，5 月全球股市的焦点无论从区域角度或行业角度均主要集中在 AI 领域，而对其他宏观变量脱敏，中国的情况亦类似，其他行业的股价表现则全面受压。产品投资方面，本月产品行业比例变化不大，我们继续维持哑铃型结构以应对当前市场。

兴业证券团队

九、勤辰基金（崔莹）：YTD 49.50%

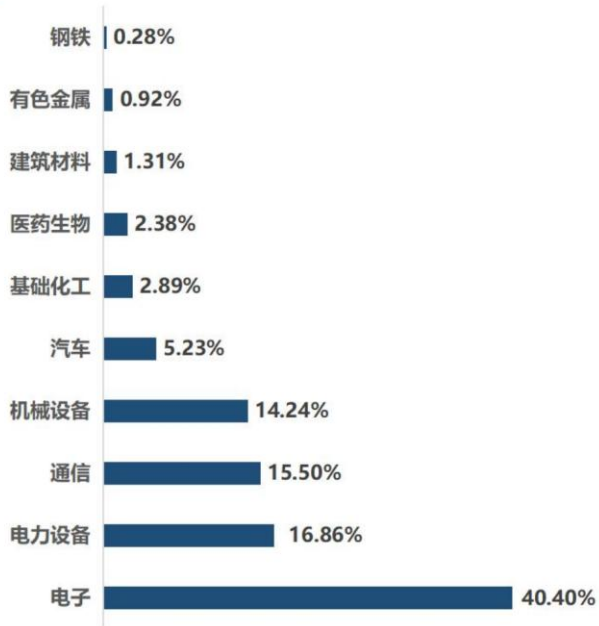
（一）大类资产配置结构

投资组合比例



（二）行业配置结构

前十大行业分布（申万一级）



（三）基金经理投资观点

中东战火重燃背景下，市场科技和能源的双主线格局已经形成，多敬畏市场，少把个人意愿强加于市场。科技行业今年以来呈现高涨幅和高拥挤度，特别是拥挤度达到了历史极值，大幅波动在所难免，做好应对预案是关键。

市场核心的风险是大部分景气资产和 AI 相关，只是关联程度不同。一方面 AI 领域的高额投资确实在与传统行业争夺人才、资金和资源，这种竞争效应会导致整体运营成本上升，挤压传统行业的利润空间；另一方面，AI 正在从编程等流程性行业开始渗透，自动化和智能化趋势难以阻挡。

大部分行业面临转型压力。这要求我们在投资上被动的行业相对集中，积极跟踪产业趋势变化。

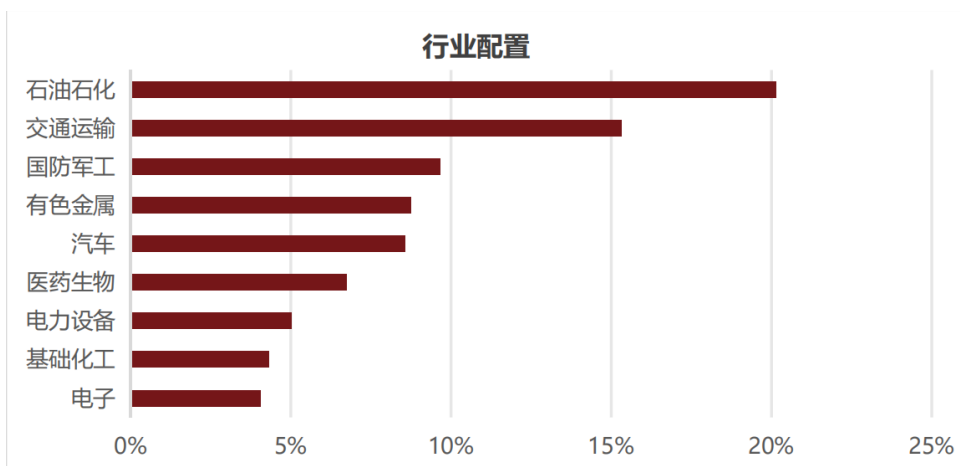
2026 年 AI 投资是供给决定需求，寻找供应链短缺环节是关键。光通信和存储是未来几年明显的通胀环节，电力则是硬约束。

全球特别是国内半导体设备进入上行周期，逻辑领域头部几家晶圆厂加速先进制程的投资，而存储领域在存储价格大涨的背景下，国内"两存"扩产有望超预期。

国产模型出海，背后是中国制造业整体优势的体现，国产算力及基建产业链进入业绩兑现周期，值得关注。

十、红筹投资（邹奕）：YTD 13.69%

（一）行业配置结构



（二）基金经理投资观点

本月 A 股市场呈现典型的“震荡分化”格局，主要指数走势显著分化，结构性行情特征突出。全月来看，科创 50 指数以 11.47% 的涨幅独领风骚，创业板指上涨 9.81%，深证成指上涨 3.10%，沪深 300 上涨 1.76%，中证 1000 微涨 0.32%；上证指数则下跌 1.06%。从行情演绎来看，5 月上旬市场在 AI 产业链景气扩散驱动下冲高，沪指一度突破 4200 点；中旬以后，随着中美会晤靴子落地以及部分资金高位获利了结，市场出现快速回落。市场资金高度集中于通信电子行业，局部过热特征较为明显。

全球市场层面，5 月呈现典型的“风险偏好极致、预期差快速收敛”格局。4 月我们重点提示“金融预期与实物现实严重背离”的风险，5 月这一矛盾开始收敛。美伊就核心分歧达成谅解，霍尔木兹海峡通航预期修复，国际油价高位回落，现货溢价收窄，市场对能源冲击的恐慌明显降温。但实物供给的刚性约束并未消失，海峡累计停航已超过 12 周，全球原油供应缺口仍在 800—1000 万桶/日，OECD 库存处于近五年低位，实际可动用库存有限。高油价对中下游成本、通胀及企业盈利的传导存在滞后，未来 1-3 个季度仍可能形成二次压力，市场对此定价仍偏乐观，中期需持续警惕能源成本反复风险。即使协议最终达成，海峡航运恢复正常也至少需要 3—6 个月时间，而全球原油库存的重建周期将更长。高油价对中下游产业链的成本传导存在 6-9 个月的时滞，未来 2-3 个季度，成品油、化肥、化工、航运等领域的成本压力将集中显现，市场对此仍明显定价不足。

美联储换届后，政策逻辑从平衡就业与通胀转向通胀绝对优先，市场已基本定价 2026 年全年不降息，美债收益率震荡上行，全球流动性宽松节奏放缓。但美国经济软着陆预期依然稳固，消费与就业韧性较强，企业盈利下修风险收敛，美股未出现系统性回调，资金风险偏好维持高位。持续高油价的危险在于，它会给央行制造典型的非对称目标冲突：通胀率先抬升，而增长的伤害则滞后显现。这对货币政策极不友好。若央行将抗通胀置于优先位置，则会强化美元和利率上行，对权益资产形成更持久的压制；若央行选择容忍通胀、优

先稳增长，则短期内对权益市场更友好，但也可能提升通胀黏性与长期利率波动。美国金融市场将经历一个更加复杂的再定价过程：前期是"higher for longer"压制估值，后期若增长明显下行，则可能重新转向宽松交易。然而，在 AI 行业持续兑现超预期业绩的背景下，市场风险偏好进入了极其乐观的状态，对潜在风险因素的定价明显不足。

正如我们上月提到的，金融市场交易缓和预期，实物市场交易生存困境。当前市场过度乐观地预期了地缘冲突的解决速度和能源供给的恢复能力，忽视了全球能源系统的脆弱性与供给刚性。历史经验反复证明，当市场观点高度一致、持仓结构极度拥挤时，往往也是风险最大的时候。在 AI 板块高歌猛进的 5 月，坚持能源持仓使本基金短期业绩跑输市场。但作为坚持深度研究、独立判断的投资者，我们不会为了追逐短期市场趋势而放弃经过严谨论证的长期投资逻辑。我们现在的持仓结构，不仅是为了获取未来可能的超额收益，更是为了在市场出现极端波动时，为持有人的资产提供坚实的安全垫。

展望后市，市场将进入预期验证与现实回归的关键阶段。整体来看，市场大概率延续"高位震荡、结构优化"的特征，逐步从纯粹的情绪驱动向具备业绩确定性的细分领域切换。而我们将继续坚持底线思维、数据驱动与动态评估，为可能到来的市场再平衡做好充分准备。

十一、日斗投资（王文，张文勇）：YTD -14.51%

（一）行业配置结构

三、报告期末前五大持仓行业			
行业类别		行业类别	
保险	29.83%	互联网	14.80%
证券	23.81%	能源	12.73%
银行	16.74%		

（二）基金经理投资观点

5月市场并没有沿着4月"指数修复、风格再平衡"的路径继续推进，而是演化为一场更极端的结构性行情：成长继续拥挤、价值继续失血，科技主线强者恒强，低估值大金融与传统能源阶段性承压。从结果看，创业板指5月上涨9.82%、科创50上涨5.85%，而上证指数下跌3.44%、上证50下跌2.15%、深证成指下跌1.10%，市场并非全面转弱，而是进入了"指数分化、资金单向拥挤、盈利与估值错位进一步扩张"的新阶段。

对我们的组合而言，5月净值继续显著跑输高弹性科技成长指数，本质上仍是仓位结构选择的结果，而不是基本面判断失效。我们没有参与5月最拥挤、最强趋势化的通信、电子和算力链，而是继续把主要仓位放在估值极低、持仓极轻、盈利改善已经发生的大金融，尤其是券商与保险方向；同时对能源板块内部维持结构性配置思路，并将腾讯为代表的恒生科技龙头视为中期赔率逐步抬升的左侧资产。与4月相比，5月最重要的变化不是"市场转弱"，而是"市场把同一套叙事交易到了更极致的位置"：一边是通信、电子5月分别上涨15.80%、15.22%，融资资金与主动公募继续向科技成长集中；另一边是非银金融5月下跌5.82%、保险下跌6.24%、石油石化下跌20.03%、煤炭下跌6.65%，低估值资产在资金迁移中继续被压缩。

因此，我们对后续判断反而比4月更清晰：短期市场仍可能围绕高景气科技主线反复演绎，但中期超额收益的来源，正在从"追逐最热资产"转向"寻找拥挤交易之外、基本面改善与估值低位错配最显著的资产"。这意味着，非银金融的赔率在上升，能源内部的分化会继续加大，而腾讯等港股互联网龙头正在进入更值得耐心布局的区间。

非银金融：基本面改善已落地，但定价仍停留在悲观区间

非银金融是当前组合中最重要、也是与市场共识偏离最大的配置方向。5月板块继续回撤，非银金融下跌5.82%，保险下跌6.24%，但从基本面和估值的匹配关系看，这种回撤并不是景气恶化的结果，而更像是资金极端抱团科技成长所导致的"被动失血"。

券商：盈利修复已经发生，估值却仍停留在底部

券商板块最核心的矛盾在于：盈利改善是现实，估值却仍然按"低增长、低弹性、低 ROE"在定价。2026 年一季度，43 家上市券商扣非归母净利润同比增长 39%，前五大券商增速达 62%；个股层面，中信证券、广发证券、华泰证券一季度归母净利润分别同比增长 54.6%、70.73%、31.79%，景气修复并非预期，而是已经被一季报确认的事实但估值端并未相应修复。截至 5 月 7 日，证券板块 PB 为 1.21 倍，处于近 2 年/5 年/10 年约 23%/20%/11%分位；最新数据显示券商 PB(LF)仅 1.12 倍，明显低于历史均值约 1.7 倍。

券商板块"盈利与估值"错配特征：

43 家上市券商 1Q26 扣非净利润增速 +39%（行业盈利修复已确认）；前五大券商净利润增速 +62%（头部集中度提升、弹性更强）；证券板块 PB 1.12-1.21 倍（仍处多年低分位）；历史 PB 均值约 1.7-1.81 倍（当前明显低估）；10 年分位约 11%（接近历史底部区间）

市场把金融板块整体按极低增长与极低资本回报定价，而并没有把券商的业绩弹性重新写入估值模型。这种压制背后有两个原因。其一，市场认为券商业绩改善过度依赖成交与风险偏好，持续性不足；其二，在科技成长主线持续强势时，券商作为"后周期、顺指数"板块，缺乏足够短期催化，所以被资金放在了更低优先级。但正因为如此，券商反而具备更高的未来再定价弹性：当市场从单一科技主线，转向对指数突破、流动性扩散和增量资金入市进行重新定价时，券商往往是最直接受益的方向之一。

保险：利润短扰动不改负债端改善，估值进入更深低估区间

保险板块的情况比券商更典型地体现出"市场只盯利润，不看经营质量"。5 月保险股继续调整，但从经营基本面看，负债端改善、价值端修复、估值持续压缩的组合正在变得越来越有吸引力。一季度层面，尽管五家 A 股上市险企合计归母净利润同比下降 17%，但主要原因是新会计准则切换与权益市场短期波动扰动，而不是核心经营恶化。更关键的经营指标是：平均新单保费同比增长 14.6%，中国平安、中国太保、新华保险新业务价值分别同比增长 20.8%、9.6%、24.7%。这意味着，保险的核心内生价值仍在改善。估值则继续压缩。截至 5 月 28 日，4 家 A 股上市险企平均 25E 动态 PEV 仅 0.54 倍，平均静态 PEV 为 0.60 倍。

保险的投资逻辑并不复杂：

一是负债端景气已经回升；二是存量负债成本中枢有望逐步下降，分红险占比提升将降低 EV 对投资收益波动的敏感性；三是估值已经处于极低位置，市场对利率和权益端的不利假设计入较为充分。因此，我们对非银金融的判断没有改变，反而更坚决：大金融并不是组合中的"防御仓位"，而是市场从极端成长抱团走向风格再平衡、从结构牛走向指数突破时最重要的胜负手。

能源板块：油、煤、新能源三套估值体系进一步分化

能源板块在 5 月最大的特征，不是简单的"弱"，而是内部定价体系进一步分裂：原油交易的是地缘风险溢价回落，煤炭交易的是旺季兑现节奏与高股息防御，新能源交易的是产业链利润再分配与技术路径选择。

油气：地缘溢价回吐导致短期杀估值，但不改变上游中期价值

5 月石油石化板块成为全市场跌幅最大的行业之一，全月下跌 20.03%。其核心原因不是行业盈利塌陷，而是油价在高位快速回落。

5 月中上旬，市场仍在交易中东局势扰动。5 月 8 日布伦特原油价格 101.29 美元/桶，5 月均价截至当时为 105.85 美元/桶；但到月末，随着美伊谈判"进展顺利"、地缘风险溢价回落，油价明显回撤，截至 5 月 29 日当周，布伦特原油期货结算价 91.12 美元/桶，周跌 12.00%；WTI 为 87.36 美元/桶，周跌 9.57%。但需要强调的是，油价回落不等于油气股中期逻辑终结。当前市场担忧"油价已被充分交易"与"上游盈利弹性见顶"，更多是基于短期风险溢价消退，而非基于供需结构彻底逆转。从中期看，供给端仍面临资本开支纪律强化、传统油田自然递减、地缘扰动反复、复产周期拉长等制约，决定了上游资产的定价权并未消失。

因此，我们对油气的看法是：5 月回调更多是风险溢价回吐，而不是价值中枢坍塌。如果后续油价稳定在 75-80 美元上下，高分红、低估值、现金流强的上游龙头，依然具备配置性价比。

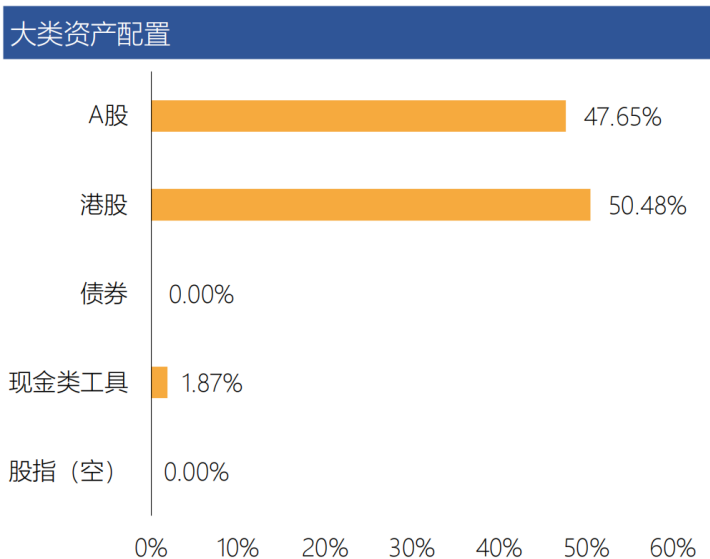
6 月市场展望与投资策略

5 月的市场并没有证伪 4 月以来的上涨逻辑，反而把其中最核心的一点演绎得更清楚：当前市场仍处在盈利驱动的结构市阶段，但收益来源正在越来越集中于高景气、强叙事和强资金承接的少数方向。对 6 月，我们不认为市场会立刻从极端成长抱团切换为全面价值修复，但也不认为 5 月这种单边挤压会无限持续。更合理的判断是：指数层面大概率进入震荡同时波动加大的阶段；风格层面从极端成长，逐步走向阶段性均衡。一方面，机构对 6 月 A 股整体仍偏积极。"景气强化，震荡上行""整固蓄势，积极看多""6 月市场或保持宽幅震荡格局"等判断，共识是明确的：外部冲击对市场的边际扰动减弱，后续主导变量将重新回到国内盈利、景气与资金结构。另一方面，市场的约束条件也在变强：科技成长交易拥挤度已经处于高位；两融余额接近 3 万亿元，融资资金继续成为主力增量，但杠杆资金的顺周期性也会放大波动；港股和部分传统价值板块的悲观预期已较充分，但增量资金回流尚未确认。

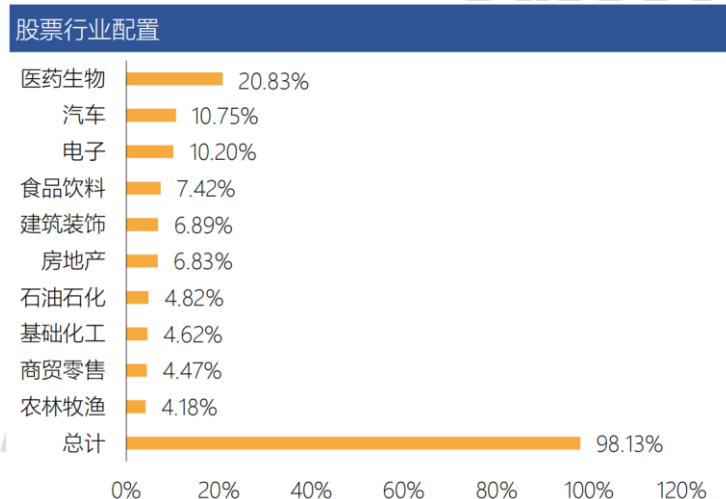
最终，我们仍坚持一个朴素但越来越重要的判断：市场短期会反复追逐最有弹性的故事，但中长期定价终究要回归盈利、估值与持仓结构的匹配。当前最热门的资产也许还能继续上涨，但它们的回报越来越依赖"更热的情绪"；而那些被忽视、被误价、但基本面并未变差的资产，往往才是未来更高性价比收益的来源。

十二、仁桥资产（夏俊杰）：YTD -6.30%

（一）大类资产配置结构



（二）行业配置结构



（三）基金经理投资观点

五月，市场继续演绎极致分化，基本成为了 AI 的站队行情，站在队内的全是火焰，站在队外的皆是冰山。这样的市场结构着实有些残酷。其中上证 50 下跌 2.2%；沪深 300 上涨 1.8%；中证 500 上涨 0.1%；创业板上涨 9.8%，恒生指数下跌了 2.3%。极致分化的背后，是存量资金在做艰难地调整。这里面有投资者主动地选择，也有被动地放弃。当然，近期宽基 ETF 和证金资金的持续退出也在一定程度上加剧了这样的趋势。说实话，如此的市场表现在历史上并不多见，这样的状态大概率不会持续很久。

AI 究竟是处于早期的叙事阶段还是已成为了确定性的趋势和事实，我们一直在思考这个问题，各自都有一些证据，但我们的结论可能还是前者。至少有三个问题我们始终没有找到答案，由此也就很难建立逻辑上的闭环。

首先，AI 时代的商业模式究竟是什么？可持续吗？众所周知，互联网时代具有巨大的网络效应，边际成本极低，也不需要持续的资本投入，最终胜出的平台享有高额且稳定的盈利。但 AI 时代是不同的，AI 巨头需要巨额的资本开支，GPU 太贵了，耗损又很快，五年的折旧周期会让这样的开支几乎成为永续。而这些也仅仅属于固定成本，使用时消耗 Token，背后是不可小觑的电力成本，即可变成本。客观地讲，这样的商业模式比之前的火电都差，ROI 恐怕是算不过来账的，在可预见的未来，更多的公司都需要股权融资，因为只能依靠股东的钱来憧憬梦想。近期，不少公司在使用 AI 时都出现了成本失控的问题，比如 Uber 前四个月耗尽了全年的 Token 预算，微软也暂停了内部员工免费直连 Claude 的权限，这些问题都暴露了 AI 时代商业模式的痛点。

其次，目前的 AI 产业还处在数字 AI 时代，在物理 AI 能力实现之前，其所能影响的领域并不广泛，编程、搜索、广告这些领域的价值总量终究是有限的，而人类分配给数字 AI 的时间也是有限的，这些共同决定了 AI 所能颠覆或创造的收入上限。诚然，AI 可以提升使用者的效率，但比起当年计算机和网络的诞生，这样的效率提升并没有超出想象。总之，和 2000 年时的互联网泡沫类似，AI 现阶段的实际容量和市场给与的市值体量是严重不匹配的。

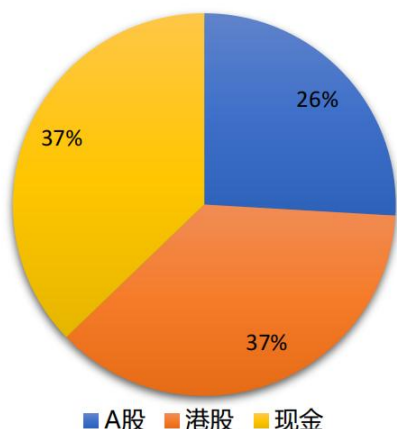
此外，还有一个价值观的问题。碳基和硅基的关系到底如何，是共生的还是对立的。其实在上面那个微软的案例中，很多人会说，微软为了提高员工效率而让成本失控，这个做法有问题，但问题不在于鼓励员工使用 Claude，问题在于应该裁掉更多的员工才对。一个纯粹的 AI 公司应该是极少的员工，加上高效使用 AI 工具的组合。但如果所有公司为了增加 AI 预算，都进行裁员或者降本控费的话，那社会的总需求会不会受到抑制，这种宏观变量的波动会不会反过来影响 AI 的进程。有些人会说你这是杞人忧天，科技的进步自然会带来新的产业发展，但如果人类的脑力和体力活动在 AI 时代都面临被替代时，我确实想不出人类还能做些什么。

回到市场层面，面对当前的投资，逆向策略仍处在最黯淡的现实和困难之中，尽管看不到曙光，但不能放弃希望，坚持着勇敢的走下去，走着走着，天终究会亮的。

十三、泽元投资（任文启）：YTD 9.26%

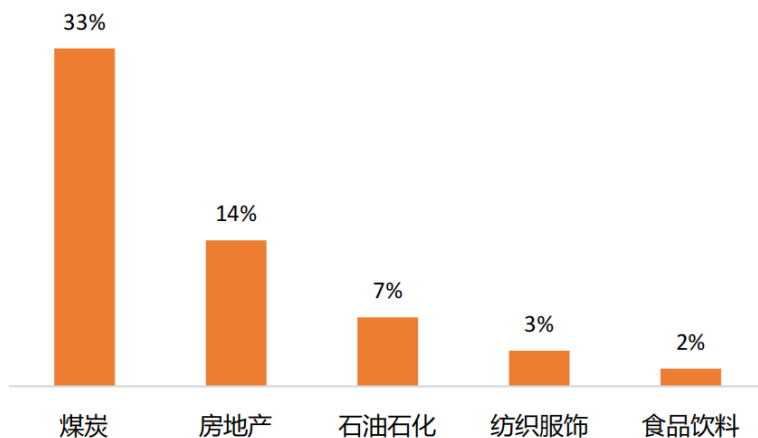
（一）大类资产配置结构

通宝9号持仓分布



（二）行业配置结构

通宝9号前五大行业分布



注：行业分类采用申万一级行业分类

（三）基金经理投资观点

1. 市场处于典型高位。如同残酷的熊市末端一样，这残酷的牛市一定是要让做空的人破产/让看空的人绝望之后才会见顶。

(1) A股相对十年期国债收益率的风险溢价估值处于2015/2021年类似水平，市场风格亦处于2015/2021年类似情况。

(2) 美股保证金债务占美国 GDP 的比例处于过去三十年规则历史区间的顶部，与 2007 年、2000 年两个美股顶峰一致，在上述两个高点之后，市场上发生了被称为互联网泡沫破裂和全球金融危机的事件。目前美国本土居民杠杆已到极致，最后的接盘侠就是来自中国这样的储蓄国的“聪明钱”——据了解目前各大券商收益互换额度几乎全部告罄。近期诺亚海外业务增长迅速引起关注，目前驱动诺亚海外业务快速增长的主要原因是美股科网泡沫及飞蛾扑火般追逐美股科网泡沫的高净值客户出海资金。

(3) 港股也处于高位套现期，基石投资者及上市前投资者的股份解禁潮也将进一步考验港股市场的承载力——2026 年基石及上市前投资者股份解禁总规模已达 7800 亿港元，创历史新高。7 月份基石解禁的规模最大，主要涉及今年年初上市的多明星科技公司，击鼓传花游戏的鼓点声越来越慢了。

2. 不要被 AI 宏大叙事吸引而认为“这次不一样”、对目前的市场抱有幻想。“股市是金钱与梦想交换的地方，出卖梦想的人套取金钱，付出金钱的人大多套牢在股市里守望梦想”。古今中外任何一个股市本质上都是“吃人不吐骨头”极其肮脏血腥的修罗场妖魔（包括美股：根据 Hendrik Bessembinder 研究，1926 年至 2023 年期间美股历史上总共上市过 29078 家公司，已退市的公司 23278 家，占 80%，仅约 4% 的美股公司创造了市场全部的净财富），在目前股市妖魔扮出和善面孔唱出动听歌声的时候，大部分人都已然坠入罗网了。

3. 科网泡沫与传统行业之间的负相关关系，目前市场正处于与 2000 年初相似的极致分化时期：科网泡沫达到极盛（历史区间顶部）而传统行业达到历史区间底部。1999-2002 年“互联网泡沫”期间也非常相似，从 1999-2002 年的历史数据可以得出一些有意义的参考性思考：（1）目前对市场底部防御性板块不必担心，即使是科网泡沫破裂的第一波泥沙俱下的杀跌期，防御性板块大概率也跌不下去，等过了流动性冲击后会与科网泡沫呈现负相关关系。（2）对传统周期股（尤其是目前处于阶段性高位的有色板块）要持有谨慎态度，一旦科网泡沫崩盘可能受到很大牵连。（3）在科网泡沫退潮之后随之而来的衰退之后，新一轮周期会是传统周期板块和消费板块的大牛市，例如在 2002 年科网泡沫退潮以后，在 2002-2007 年传统周期和消费走向了登峰造极的泡沫化地步。

4. 在具体行业板块方面：（1）热门行业板块宜回避。据 BofA 的数据，目前亚太（不含日本）地区投资者最超配半导体、智能硬件，最低配公用事业、消费、地产。依据 BofA 的数据，“做多半导体”成为 5 月全球最拥挤交易排行榜第一名。（2）消费、地产、能源等传统行业板块正在磨底。即使美股也是如此，看看金宝汤、卡夫亨氏、通用磨坊等百年消费股的走势和估值，就明白消费板块是怎么回事了，环球共此凉热，不是具体公司的问题，是行业周期的问题。

5. 目前处于科网泡沫顶峰，传统价值投资理论处于“失效”状态，墨守成规的泽元投资基金处于低仓位防御性状态，其轻微波动并无有意义的信号（在目前组合配置和仓位水平的泽元投资基金的波动几乎都是无意义的噪音），建议投资人对泽元投资基金放低预期。泽元投资基金绝不会见风使舵放弃传统价值投资理论而去追逐科网泡沫，即使科网泡沫再如

何沸腾也“绝不投降”。在本轮科网泡沫消退后的未来几年传统价值投资理论又重新焕发生机的时候，泽元投资基金必然会展现出它的力量。

兴证证券团队

十四、半夏宏观对冲：YTD -8.12%

(一) 大类资产配置结构



(二) 基金经理投资观点

经济和市场回顾：

5月上半月，基本上，一边是国内地产消费的触底回升，一边是科技的景气继续，加之国内利率走低流动性宽松，市场呈现普涨的局面。

5月中统计局发布4月中国经济数据，构成资产价格的重大分水岭。

4月统计局公布的内需超预期全面转差：基建、零售、制造业投资全部显著下滑。市场上大部分人因此认为中国经济过去一个季度的改善只是昙花一现的波动，后续将重归通缩。而AI方面，海外擅长编程的大模型Anthropic年化收入借着agent的渗透加速上升，甚至反超open AI，提高了投资人对更远期AI投资持续性的预期，国内华为发布韬定律，又提振了国产半导体代工和设备的情绪。

这一变化成为资产价格的核心驱动：利率下行，商品下跌，股票市场显著K形分化。内需相关股票包括消费、地产、建材、工程机械大跌；AI，包括海外算力链条和国产半导体大幅上涨。港股弱于A股。

我们的持仓都在内需方向，港股占比比较高，所以5月前2周有一定的涨幅，5月中以后回调明显。全月小幅下跌，弱于沪深300指数。

经济和市场展望：

对4月的经济数据，我们做了深入的分析，认为内需相关的数据一致走弱并非趋势性不可逆的，部分是短期因素导致，部分是政府主动调控。4月的数据波动不会改变内需处于大

周期的底部的大格局，二次探底后依然会继续回升。二次探底后回升的时间点，我们的判断是在7月份前后。

1.制造业投资放缓，新订单放缓。1季度，2大因素引发了全社会广泛的囤货行为。一个是美伊战争引发的油价及相关的化工品和运输价格上涨预期，第二个是内存为代表的电子产品涨价引发的消费电子产品涨价预期。4月无论油价还是存储价格都进入高位震荡，不再继续上涨，企业开始去库存，由此引发新订单的放缓和投资的放缓。2-3个月后，随着库存的消化，制造业投资和新订单都会回升到终端需求对应的正常水平。

2.零售数据走弱。零售商品的购买和地产的购买是居民的两大支出。从当前居民的心态来看，绝大部分人并不认为房价能够进入上升周期，大部分购房者都是基于自住需求。所以现在的居民买房绝大部分不含投资属性，基本上都是一种消费行为。现在居民的信心还没有完全恢复，依然不愿意加杠杆的背景之下，在房屋上的消费多了，在其他商品上的消费就会少一些，如果我们把零售和地产销售含二手房进行加总，就会发现居民部门创造的内需并没有走弱，而是持续了温和复苏的态势。

3.基建投资走弱。与之对应的，包括政策性银行融资显著放缓，地方城投贷款明显下降，建筑央企订单明显下滑。基建投资一向是政府调控经济的手段，1季度经济超预期且增速超出全年目标之后，政府主动调控回收。4-5月经济数据显著下滑，2季度经济数据低于合意水平后，7月大概率政策会重新进行节奏和力度的调整，基建会从极低水平环比重新回升。

综上，居民信心的恢复是温和甚至有所波动的，不会在未来几个月加速向上，私人企业部门的投资需要再消化1-2个月库存，政府投资的环比变化大概率需要等到7月之后。虽然我们依然认为，内需处于大周期底部的格局是清晰的，今年2季度二次探底后，大概率会面临若干年的上行周期。如果只看1,2个月，内需的确看不到明显回升的可能。

那为什么我们明知内需1,2个月内没有向上的驱动，却不选择在4月的经济数据出炉后，减仓内需（含地产和消费），跟随市场抱团AI，等待内需数据好转之后再转向内需呢？

因为：

1.我们持有的内需相关股票估值都非常低，并且经营情况好于行业，都有自己的alpha，显著低估。买卖的过程总是有价格冲击的，当前水平卖掉了之后，我没有把握能以更低的价格买回来。即便内需维持低位震荡始终起不来，持有2年，这些公司因为各自有自己的alpha，依然会有不错的绝对收益。我认为更大概率的可能，是内需二次探底后，7月之后重新回升，后续这些公司alpha叠加beta，都会有很好的回报。

2.对于市场焦点的AI，我不想光说别人是泡沫。这并没有太大的意义，只会显得吃不到葡萄说葡萄酸。我的确做了不少深入研究，思考了AI各环节发展的逻辑和驱动，以及拐点的触发条件。基于这些研究，我此刻的结论是：AI泡沫破灭的触发已经出现，拐点很可能正在到来。

对 AI 的讨论

AI 的热潮，以小龙虾为代表的 agent 流行为分界，分为前后 2 个阶段。

第一个阶段

2023 年 ChatGPT 流行到 2026 年初，对话框 AI 是绝对主导。用户渗透率在飞速上升，算力消耗在飞快的上升，但是最下游应用产生的收入非常有限，并且收入的增速也不高。主要的互联网大厂害怕自己在新一轮技术革命中掉队，成倍增加资本开支，国外四大云厂商的资本开支在 2025 年达到了经营性现金流的 3/4 左右。

在这一阶段资本市场是相对理性和克制的，因为没有看到所谓的最终的业务模式跑通，没有看到最终端的收入变现加速，所以大家也会担心云厂商的资本开支的持续性，虽然上游产业链的利润在快速增长，但是市场担心 2027 年见顶，所以用 PE 衡量，估值倍数是压缩的。

第二个阶段

今年年初以小龙虾为代表的 agent 普及以后。擅长编程的大模型厂商 Anthropic 的收入，因为 agent 的渗透率提升，出现了指数级的增长。从去年年底的 100 亿美元连续四个月，每个月增长 50% 以上在五月初达到了 440 亿美元。这一变化引发了市场的狂潮，市场认为这种收入的指数级上升建立在下游真实的市场需求上，线性外推认为到年底这一数字便可以达到 1000 亿美元，2028 年可以达到 8000 亿美元。2029 年反超谷歌的收入。

从而，全行业的年化收入就能从现在的几百亿美元级别，两年后就超过万亿美元。从而，2025 年仅 4000 多亿美元的资本开支就显得不是过多而是过少，云厂商纷纷上调 2026 年的资本开支计划到 7000 亿美元附近，并且认为后续 2 年可以继续较快增长，2028 年之后也不会见顶，会维持在高位。

因此，AI 上游的零部件和设备公司，经历了一轮非常迅猛的戴维斯双击，首先是基于 2027 和 2028 年资本开支继续增长 50% 和 30% 的水平，来预期 2028 年的利润水平。然后假定 2028 年的资本开支和利润是可持续的，在此基础上给出 20 倍左右 PE 的估值定价。

别的大模型厂商，也看到了希望，纷纷跟进训练编程大模型，估值水平也对标 Anthropic 翻了 10 倍。去年一度冷却暂停的大模型融资，重新火热起来。大模型公司们可以重新大规模投入新一代模型的训练，训练本身消耗了当前全世界一半的算力，算力因此变得更加紧张，算力租赁价格上升，使得市场相信此刻云厂商的资本开支是合理的经济的。

综上，Anthropic 的 ARR，是今年以来 AI 产业链投资最核心的驱动。这一驱动带来的迅猛的戴维斯双击，使得今年以来 AI 相关公司上涨的速度，显著地高于过去 2 年，呈现指数级态势，赚钱效应吸引了跟风资金散户投机资金的进一步涌入，投资者从其他的资产类（包括金属，虚拟货币，价值类股票）提取资金投入 AI 相关资产，在资本市场呈现了显著的 K 型分化。

然而，从最近报出的很多案例来看，过去几个月飞速增长的算力消耗，并非是基于真实的需求，很大一部分只是来自另外一种焦虑情绪之下的行为艺术。

不少科技公司，尤其是大型科技公司，因为害怕错过AI浪潮，不计成本地鼓励员工多使用AI，公司对算力消耗不设限，有一些公司甚至将算力消耗的大小作为评估考核员工的标准，消耗越多的算力，在考核中得分越多。

AI聊天框AI的时代，即便你想要消耗或者浪费很多的算力，也并不容易。但有了agent之后，消耗/浪费算力变得非常的高效，即便在国内，也出现了大厂员工用几个agent一晚上刷掉价值百万人民币算力的案例。

Agent的普及，在鼓励算力消耗的文化下，转化为Anthropic的年化收入指数上升。

如果我们去看Anthropic最新的收入结构，会发现科技行业自身用于编程的部分，占了约一半。这其中，不小的比例，是被浪费掉的。

如上面的讨论，Anthropic的ARR，是今年以来AI产业链投资最核心的驱动，但最近的若干变化，让我有信心认为，这一数字很可能正在显著放缓。到年底，大概率会显著低于市场预期的1000亿美元以上的水平。

第一个变化：若干大型科技公司开始惊讶于自己的算力账单，并且反思这些算力的消耗与带来价值相比，是远远不成比例的，越来越多的公司开始限算力的消耗，对自己的预算进行控制。

第二个变化是竞争加剧。Anthropic的ARR之所以可以在行业内一骑绝尘，指数级增长，是因为它之前选择专注于市场上之前领先的玩家，比如open AI和Google并不重视的编程细分市场，在agent爆发后，率先独占了市场的红利。而当前它的突出表现，使得竞争对手认知到编程市场的有利可图性，并已经快速跟进。open AI和Google推出了类似的擅长编程的模型，以可比的性能和显著更低的价格，在快速地抢占市场份额。国内的几家大模型公司，以DeepSeek为代表，也推出了性能略弱，但价值只有1/10以内的模型。

从我们自己了解的若干算力重度用户的案例来看，几乎都从只用Anthropic的模型，现在已经转为同时使用Anthropic，open AI，DeepSeek的模型，在同等甚至更多的工作量下，算力账单普遍大幅下降。

我们有理由推测，Anthropic的ARR将会显著放缓。

就在上周5月28号，Anthropic官网发布的公告中，有这样一句话"our run-rate revenue crossed \$47billion earlier this month"。5月1号，Anthropic的ARR是440亿美元。作为一家正在IPO的公司，它的动机上，一定是向公众展示最大的数字，如果在5月27号这个数字是更大，他没有理由不公布更大的最新数字。所以，即便月底这个数字依然是470亿，月环比增长只有30亿，不到10%，的确是显著放缓的。

另外，我们可以理性地分析，公司非要公布一个本月早些天的数据，而不是最新的数据。非常有可能是因为，470 是月中某个时点，比如 5 月 20 号曾经达到的最大的数字，而到了 5 月 28 号，这个数字不仅没有上升，反而出现了一定的下滑。所以公司宁肯公布一个所谓本月早些天的数据。

基于以上，我们有理由认为，Anthropic 的 ARR 正在显著放缓，6 月很可能还会进一步放缓。行业内的其它公司，因为单价远低于 Anthropic，即便抢走了不少份额，带来的收入增量却会相当有限。

因此，大模型卖算力，整个行业的 ARR 增速，很可能正在显著放缓，6 月很可能还会进一步放缓。

当市场看到这一变化，对未来 2 年乃至更长期的预期都会发生变化。AI 的泡沫会就此破灭。

一个类比：

如果我们做一个类比，过去几年的 AI 投资热潮，就好比曾经中国地方政府的基建热潮。

中国的地方政府基建浪潮，也可以用 2015 年棚户区改造为分界，分为两个阶段：

第一阶段是 2015 年之前，地方政府通过负债的形式超前进行基础设施投资，投资水平与其带来的财政收入（含卖地收入）是远不能匹配的，站在 2015 年，市场曾经认为地方政府的投资大概率已经见顶。然而地方政府通过棚户区改造开启了新的阶段。

第二阶段是 2015 年以后，地方政府开启了棚户区改造，并给予居民货币化安置。棚户区改造的资金来源也是地方政府的负债，但货币化安置的资金流入了居民的口袋，从而直接带动了居民对于房地产的需求，房地产市场量价齐升再创新高，同时带动了若干高杠杆地产商股价和市值的 10 倍级别增长。地产商们积极负债，激进扩张囤积土地，地方政府的卖地收入大幅上升，使得地方政府的综合财政状况阶段性反而出现了改善，形成了一个向上的循环。

直到 2021 年，政府开始意识到这种规模的财政支出是不可持续的，居民也开始负担不起高昂的房价。财政开始收缩，地产销售开始放缓，房价开始松动，拐点就此出现。后续地产市场量价齐跌，地产商破产，土地市场暴跌，财政收入下滑，向下的循环开启。

大型互联网公司就好比当年中国的地方政府，大模型公司好比房地产公司，大型科技公司的雇员就好比棚户区改造时拿到拆迁款的居民。曾经 GDP 至上的地方政府考核机制，就好比科技企业算力消耗最大的考核机制。Anthropic 的 ARR 如果在今年 6 月放缓，就好比地产销售在 2021 年年中放缓。

从长期投资价值的角度，AI 股票还有 3 个硬伤：

1.AI 下游应用的商业模式并不好。大模型卖算力并不是一个好生意。互联网平台具有接近零的边际成本，因为网络效应还具备平台垄断性，超出对手后差距会持续扩大，达到赢家通吃实现超高资本回报。但是大模型并没有。算力的边际成本等于推理所对应的设备折旧和能源成本，并不会随着用户的增加而下降。用户可以在若干大模型之间自由切换，或者综合使用多种大模型，这种切换的成本几乎为零。大模型之间可以互相借鉴，甚至抄袭，很难保持相对于竞争对手的技术优势。未来即便从本轮泡沫破灭后的低点算起，如果出现显著更优的商业模式，AI 大模型公司不太可能出现类似当年互联网或移动互联网行业的长线牛股大公司。更大概率是一波消耗资本为全人类增进福利的大浪潮。

2.AI 上游设备的竞争格局在恶化。早期 GPU 只有英伟达一家，现在海外大厂几乎都在推出自己的芯片，国内除了大厂的芯片，更是出现了一批独立的芯片设施公司，成规模的玩家已经有两位数。其它的领域因为高利润都出现了类似的变化，无论光模块还是光芯片，都出现了新的玩家。在需求飞速上升的环境下，竞争格局的恶化不会有明显的影响，一旦需求放缓，竞争的残酷和激烈就会凸显。

3.过去 2 年 AI 链条企业互相并购投资，资产负债表上都有大量的商誉。在股价上涨的过程，带来投资收益。股价下跌的过程，会带来大量的商誉减值。

资产价格展望：

利率：在内需重新回升之前，利率没有向上的驱动。在央行不计划进一步降息的背景下，也没有大的下行空间，估计维持震荡格局。

商品：之前工业商品供需两弱，价格和利润都处于低位，看不到明显趋势。近期的变化是山西的矿难和由此引发的全国范围的减产，使得煤炭从紧平衡状态进入短缺状态。焦煤因为蒙古出口大幅上升和需求下滑，中期有一定的不确定性。电煤下游火电发电量同比上升，进口量同比下降，中期价格上涨更加确定。中期看，煤炭价格会推动若干商品的成本抬升，从而推动工业品价格中枢上行。

权益：

经济数据的再次显著走弱，使得指数加速向上不再成立。

权益内部当前 K 形分化，很可能近期面临逆转，有 3 个潜在的触发因素：

1.6 月起的若干大型 IPO，会起到流动性分流的效果，带来市场波动的加大，即便趋势没有逆转，杠杆类资金也会因为波动的放大而遭受损失，市场的动量会被抑制。

2.Anthropic 的 ARR 进一步放缓，影响会是长期深远的，可能标志着 AI 浪潮的大顶，后续进入若干季度的向下循环调整期。

3.7 月后中国政策的发力，内需相关数据的回升，可能会推动中国内需相关的顺周期股票进入上升趋势。从而进一步分流之前抱团在 AI 的资金。

投资计划：

利率类：基本没有持仓。

工业商品类：分散持有 3 种商品的多仓。总仓位 10% 以内。

权益类：净仓 60% 多

指数持仓：15% 名义本金的看跌期权。期权费成本 0.6%。

上个月我们持有一些股指期权多仓，因为判断指数加速上升不再成立，持有虚值看涨期权只会随着时间损耗期权费，所以这部分仓位我们止损了。

个股方面我们增加了一些煤炭持仓，小幅增加了地产的持仓，个股仓位超过了 70%，因为判断指数短期不会趋势上涨，不排除阶段性调整，所以用看跌期权进行适度保护，降低权益总敞口。

长线战略持仓：70% 多长期看好的个股多头持仓，港股为主。

能源 10% 多：除了一直持有 6% 低成本石油龙头。矿难后增加了几支高弹性煤炭股票的持仓。

消费品 20%：包括乳业龙头，运动服饰龙头，快递龙头，旅游服务龙头，食品龙头等。这些公司的共同特征是，估值位于历史最低水平附近，仅 10 多倍 PE，市场关注度很低，机构持仓低，但收入利润都是正增长，经营情况好于行业平均。

地产龙头近 30%：所持有的几家主要公司均已经充分计提资产减值，市场份额持续扩张，2025 年新推盘盈利能力突出。均有望在 2027 年实现报表利润较当前水平的大幅跃升，当前市值对应 2027 年市盈率均小于 6 倍。

建材龙头近 10%：此类的主要企业，平均 10 倍 PE，都受益于外需的增长，2026 年 1 季度的经营情况都好于 2025 年同期，2026 年均有望实现收入利润的同比增长。

综上，除能源以外，我们的大部分持仓都属于内需驱动的顺周期龙头。