

银华基金张腾：

深刻理解能源格局 做非典型周期捕手

□本报记者 张凌之



张腾，硕士研究生。曾就职于上海申银万国研究所、中邮创业基金管理股份有限公司，2023年7月加入银华基金，现任权益投资管理部基金经理/投资经理助理（社保、基本养老）。

“反脆弱”框架持续进化

张腾的投资框架深受塔勒布“反脆弱”理论的影响，而这一框架的建立，源于他职业生涯中的关键转型阶段。

早年，作为典型的赛道型选手，张腾凭借对TMT和新能源的集中投资脱颖而出。“将所有的锐度都做出来，是公募基金经理在那个时期发展的主流方式。”然而，2016年后市场风格骤变，核心资产崛起，他也遭遇了职业生涯的第一次滑铁卢。

“通过反思，我得出了两个重要的结论：一是保持对宏观环境的关注和思考；二是职业生涯要走得更长远、更稳健，需要做一定的分散投资，坚持做长期正确的事。”他系统补足了宏观与固收的分析框架，建立起对“慢变量”的认知能力——“就像判断季节，你不需要知道明天是否下雨，但要知道现在的主基调”。

这一反思直接催生了张腾独特的“反脆弱”投资框架。在这一体系中，他首要坚持的是行业分散原则：“在行业的选择上，我一般会有5个主要持仓方向，即便是自己最看好的方向，也不会过度集中。”这并非无目的的分散，而是在深度聚焦自身能力圈的基础上，通过跨行业配置降低单一风险。更重要的是，他极为注重识别不同资产的核心驱动要素，并以此实现基本面层面的对冲。“2020年和2021年受益于海运运费上涨，我重点关注了运价上涨的海运公司。随后，运费下跌的过程中，我转向了受运价影响最大、弹性最大的轮胎板块，”他如此描述一次经典的

对冲实践。

张腾的这一框架仍在持续进化。“‘反脆弱’是非常底层的一个框架，我会在此基础上根据市场的情况、自己的性格或者周围的资源不断优化。”他以行业仓位管理为例指出，在股票同质性较高的煤炭板块，他通常设定不超过一定的仓位上限；而在内部结构更多元的有色金属板块，由于细分方向丰富，涵盖贵金属、工业金属、战略金属及新能源金属等驱动逻辑不同的子领域，其仓位上限可适度提升。“我并不会模式化地为个股贴上某个行业的标签，更多的是从底层资产、底层驱动要素去做分类。”

在实际操作中，张腾也展现出极强的动态调整能力。从2025年一季报来看，今年年初市场情绪偏谨慎时，他在有色内部多个细分领域中分散配置，并搭配油气、高股息、化工等偏防御型资产。而到了4月份，外部扰动政策引发市场错杀行为，成为了他关注被低估弹性品种的契机。“反脆弱，其实就是让这些不可预测的事件不会伤害到你，反而让你走得更强，”他说。

如今，张腾的“反脆弱”体系已从最初的风控原则，演进为一种能够在市场极端波动中识别机会、动态优化组合的能力。正如他所总结的：“我的方法论没有变化，底层的思路没有动摇，在一些具体的措施上有一些优化。”从理论到实践，从防御到进攻，反脆弱已成为他投资哲学中最核心且持续进化的组成部分。

深挖周期投资机遇

在“反内卷”成为重要政策导向的背景下，张腾对其带来的投资机会有着不同于市场的深刻解读。他并未追逐当下热议的光伏等领域，而是将目光锁定在供需格局正在发生深刻变化的有色与化工板块。在他看来，这些传统周期行业正迎来一轮“慢变量”驱动下的价值重估。

“光伏行业的‘反内卷’正在进行，所有的东西都是明牌。”张腾坦言，“但每个人对这件事的认知会有差异，我不希望在看不清楚或者大家很难有共识的问题上，花精力去做判断。”他选择避开认知高度分化的领域，转而聚焦于行业自身具有“反内卷”诉求、且供给侧出清更顺畅的方向。他特别关注那些供给曲线陡峭、成本差异大、参与者集中度高的行业，尤其是受战略控制的资源品，如稀土等战略金属。“如果你研究的时间足够长，提到‘反内卷’，可以想到很多关键词。从这些角度筛选出来的品种，可能比那些炒概念的品种的效果要好很多。”张腾表示。

在他的投资框架中，有色与化工行业内部正呈现出丰富的结构性机会。一方面，部分细分领域展现出高股息特性，成为新一轮红利价值品种的代表；另一方面，如稀土等战略金属，相关标的公司从过去的亏损迅速转向高盈利，呈现出显著的高

弹性。

在宏观层面，张腾将美联储降息周期视为一个关键的“慢变量”。他认为，整个有色板块将受益于降息周期，但不同金属的受益节奏有所不同：降息前半段贵金属表现更优，而后半段工业金属的投资窗口正在打开。与此同时，地缘因素也为战略金属带来了新的定价逻辑：“战略金属之前被低估，未来可能变成很好的投资机会。”

在具体标的的选择上，他更注重分子端与分母端的逻辑结合。分母端，随着市场风险偏好的明显提升，成长股和弹性资产的风险溢价越来越小；分子端，重点关注“反内卷”政策对供给格局的实质影响。不同品种底层逻辑的差异，决定了它们价格弹性和持续性的不同。

基于这一认知，张腾在组合构建上采取了一种动态优化的策略：不进行简单的周期品种排序，而是根据不同资产的驱动要素进行分散配置。在他看来，“反内卷”主题下的投资机会不是短期的概念炒作，而是可能持续数年的产业逻辑重塑过程，正如他曾在碳中和主题上持续投资三、四年一样。在这个过程中，他将持续运用自上而下的宏观判断与自下而上的个股筛选相结合的方法，在控制风险的同时，捕捉周期板块真正的弹性机会。

在波谲云诡的资本市场中，银华瑞和的基金经理张腾以其独特的能源视角与宏观框架，走出了一条与众不同的周期投资之路。

他不是传统意义上的“价值派”，也非单纯追逐热点的“成长型选手”，而是一位深谙产业底层逻辑、善于在不确定性中捕捉确定性的“反脆弱”实践者。

从碳中和时代的煤炭布局，到“反内卷”背景下的有色崛起，张腾用扎实的宏观推演与产业深耕，证明了周期投资可以做到高胜率，价值投资也可以具有高弹性。

在碳中和与“反内卷”交织的新时代下，他将凭借对能源格局的深刻理解、对宏观慢变量的敏锐洞察以及成熟分散的对冲体系，在周期浪潮中为投资者捕捉那些真正的结构性机会。

周期股投资的弹性哲学

在大多数投资者的印象中，周期股投资往往等同于“追随商品价格”“博弈行业景气度”，甚至被简单贴上“高股息、低成长”的标签。但张腾的周期投资框架，却与传统认知截然不同。他并非追逐价格波动本身，而是致力于挖掘驱动周期的底层变量，在产业逻辑与宏观变化的交汇处，捕捉被市场低估的弹性因素。

“我并不是按照传统定义上的价值去做投资风格的筛选，”张腾直言不讳，他的周期视角建立在对行业关键变量的深度剖析之上。“我更多是从行业自身的逻辑出发，比如碳中和，这一大背景会对哪些关键变量产生影响，这些关键变量又会衍生出什么样的投资机会。”正如他在2021年领先市场关注煤炭板块，并非基于当时仍在下跌的煤价或简单的低估值逻辑，而是从碳中和政策下电力供需失衡、电价机制改革的必然性中，推演出煤炭行业业绩的稳定性和估值重塑的确定性。

这种从“变量”到“机会”的推演能力，使他的周期投资呈现出较强的进攻性。他强调，很多人对价值存在认知偏差——“大家给价值贴的标签就是没什么弹性”。但事实上，在他重点布局的有色、化工、钢铁等板块中，“也有很多短期弹性比较大的标的”。他以碳中和行情中的周期品种、地缘冲突背景中的传统能源股为例，这些机会不仅具备价值属性，同样可以带来显著超额收益：“并不是因为做价值投资就丧失了整个组合的弹性。”他管理的基金业绩也印证了这一点，截至2025年8月15日，银华瑞和灵活配置混合基金（005544）今年以来净值增长率29.69%（业绩比较基准3.96%），过去一年净值增长率45.77%（业绩比较基准15.23%），在同类型基金中排名84/415。

真正让张腾区别于传统周期股投资选手的，是他将宏观思维嵌入产业研究中，形成多维度、长周期的决策框架，从而在周期轮动中实现更早的布局与切换。