商品市场波动加大

私募控回撤调结构

□本报记者 王辉

近期全球商品市场呈现鲜明的结构性分化格局。地缘冲突推升能源价格中枢,美联储加息预期升温又对无息资产形成压制,同一宏观冲击在不同品种上产生方向相反的传导。面对波动加大而方向不明的市场环境,多家私募机构在接受中国证券报记者采访时表示,短期以控回撤、调结构、顺势应对为主,长期则聚焦资源壁垒与产业景气带来的结构性机会。

波动主逻辑浮现

对于本轮商品市场波动的首要驱动因素,受访私募的共识是地缘冲突引发能源供应担忧,通过产业链传导带动油气及化工品走强。会世资产负责人表示,地缘冲突呈现反复且持久的特点,持续造成能化板块波动。与此同时,市场对美联储年底加息预期升温,油价冲高强化通胀担忧,流动性担忧叠加资金行为共振,导致贵金属价格短期难有强势表现。

安爵资产董事长刘岩进一步表示:地缘冲突推升油价后,市场定价“双峰通胀”风险,美元指数与美债实际利率同步走高,贵金属的金融属性受到压制;而能源、铜等品种因自身供需处于紧平衡状态,商品属性支撑盖过金融属性压制,形成清晰的板块内部分化。

畅力资产董事长宝晓辉则从周期框架补充认为,美元加息背景下无息资产承压是经典定价逻辑,叠加商品自身供需行业周期,两者共振放大了风险波动。

沪上某主观CTA私募基金经理周明远(化名)从交易视角给出了更直接的判断:当前黄金价格在每盎司4000美元附近、原油在供应风险与需求压制之间处于关键多空分水岭,方向上不宜预设,需以盘面信号顺势应对。

不赌单边

面对高波动环境,不同私募机构的操作路径差异鲜明,却共同体现了“不赌单边”行情的底层逻辑。

宝晓辉坦言,去年商品上行、通胀预期较强时,公司在A股有色板块仓位较重,小金属、黄金白银标的均有参与;但今年1月观察到板块情绪过热,3月后商品上冲动力减弱,便逐步减仓兑现利润。“目前有色、大宗相关仓位已经不高,基本只剩前期利润在里面滚动。”她表示,当前操作偏中短线,以波段交易为主,优先控制回撤,不赌单边大行情,“周期板块不能用成长股的思路长线操作”。

安爵资产则采取“守底仓、控回撤、抓结构”的系统化框架。刘岩介绍,其所在私募的商品期货端以核心底仓搭配波段对冲:能源板块保留原油多头底仓覆盖地缘风险溢价,但避免追高脉冲式行情,多配供需紧平衡的燃料油等品种,对需求偏弱的通用化工品保留空头对冲;工业金属以铜为核心多头,将美联储鹰派表态引发的回调视为加仓窗口;贵金属采取左侧分批建仓,搭配短期对冲工具平滑磨底波动。

周明远则阐述了主观CTA的顺势理念:当前对黄金、原油均不预设方向,以关键位突破与否作为加减仓信号——金价若有效跌破4000美元则降低多头暴露、等待企稳信号再左侧介入,若向上有效突破4200美元则跟随趋势加仓。

长周期基础未改

受访私募在“长周期上行基础仍在、单边普涨难现、分化是主线”的维度上形成共识,但品种偏好各有侧重。

宝晓辉判断:黄金短期上冲前期历史高点难度较大,在新的美联储加息周期下更多是超跌修复反弹的波段机会;铜价虽高,但技术趋势走弱,结合“股价先于商品见顶”的规律,贵金属相关股票现阶段需谨慎;有色板块大级别行情核心看美联储货币政策,降息周期开启才有明确趋势性机会;石化板块则是她相对最看好的方向——历史经验显示油价持续处于高位后,石化企业盈利逐步走稳,当前时点盈利确定性更强。

刘岩认为:原油在地缘溢价支撑下有望维持高位震荡、价格中枢抬升;铜是工业金属核心主线,矿山新增产能周期长、优质资源稀缺,新能源与算力基建持续拉动需求,供需缺口逐步扩大;贵金属短期以磨底为主,全球央行购金形成底部支撑,待美联储2027年降息预期落地后有望迎来趋势行情;化工品后期预计告别普涨、转向结构性机会。映射到A股,刘岩认为,相关资源股和周期股的投资逻辑,需从博弈价格弹性转向资源壁垒、业绩确定性与成长增量并重。整体而言,在相关板块上,贵金属处于左侧布局窗口,石化龙头兼具高股息防御与景气弹性,有色可聚焦铜矿龙头及锡、钨等战略小金属。

会世资产表示,国内商品市场长期高度结构分化,量化CTA的收益获取更依赖波动环境而非方向判断。当前商品长周期牛市仍在延续,关注波动率比押注单边方向更具持续性。周明远也提示,商品市场的方向性机会将让位于结构性机会,主观CTA的价值在于,在黄金、原油等关键品种的多空转换时点及时识别信号、顺势切换,同时关注期货与股票两个市场的“节奏差”。

安联基金蔡若林:

低利率时代打造“固收+”压舱石

□本报记者 魏昭宇

将波动率与回撤管理前置到组合构建环节,成为越来越多“固收+”产品为基民带来幸福感的重要路径。近期,安联基金推出新发产品安联汇利混合,拟由固收投资部副总经理蔡若林担任基金经理,以“规则化投资”的“固收+”思路,试图在风险控制与收益弹性之间重新寻找平衡。

蔡若林拥有宏观策略、信用研究、固收与“固收+”全品类投研背景。他把安联基金的“可解释、可预见、可持续”(EPS)理念拆解成可执行的投前风险预算、投中梯度控制和投后归因纠偏,并围绕多个市场热门话题给出他的最新思考。

把风控写进组合构建

蔡若林表示,安联基金的“固收+”不是先选资产再控风险,而是先定风险预算再配资产。公司投资理念统一为EPS——可解释,即每一笔超配或低配都能说清来源;可预见,即组合波动、回撤和风格偏移在系统里有可模拟区间;可持续,即不靠单次押赛道博弹性,而靠规则化流程积累风险调整后收益。

落实到“固收+”的投资,他将其拆为三层。第一层是大类资产跟基准、不冒进。在严谨完善的大类资产配置框架基础上,实操中的权益长期中枢会略低于基准,“按照历史经验,相对较低的权益仓位大概率带来更优波动和回撤管理。毕竟,‘固收+’追求的不是排名靠前,而是风险调整后收益长期视角下的可持续”。

第二层是全流程风险监控。蔡若林介绍,团队建立了一套覆盖投前、投中、投后的全流程风控体系。投资前,团队会先根据产品和策略的风格,明确核心风险预算指标;投资过程中,实时跟踪组合的波动、回撤、流动性等关键指标;投资后,还会定期生成风险检查表,做归因分析,并与风控团队保持沟通。他特别提到,安联基金有一套前置的风险评估系统,希望能在投资组合构建之前,通过系统模拟运算波动率以期控制回撤风险,同时在投资中通过VaR指标跟踪组合的预期回撤,而不是等市场调整了、回撤发生后才被动应对。

第三层则是把规则化的主动投资和量化工具结合起来。以股票投资为例,团队用的是基于PB-ROE模型的选股框架。这个模型不是简单地按估值低或者盈利高来机械排序,而是在估值合理甚至偏低的区间里,寻找那些盈利能力相对较强、但估值相对合理的个股,然后通过动态再平衡,耐心等待估值和盈利的匹配回归。

债券底仓的两条红线

在债券底仓的配置上,蔡若林给团队划了两条清晰的红线。

第一条,不在信用上冒险。他介绍,安联基金有一套自己的内部评级体系,会对发债的公司进行严格的打分和筛选,只把资质好、信用等级高的发行人纳入可投范围,而且买入后还会持续跟踪基本面变化。

第二条,利率策略不盲目拉久期。蔡若林表示,债券资产除了提供相对稳健收益之外,在组合里主要起两个作用:一是组合的流动性管理,二是用来对冲权益市场波动。他不会为了盲目提升票息收益而把久期拉得很长,尤其是当前利率已经处在历史低位的情况下。“比如30年期国债,本身的波动较大,如果为了博取资本利得,而去大幅地拉长组合久期,放大组合波动,这个风险收益比并不划算。”

把握权益与可转债多元化机会

在股票增强部分,蔡若林表示,安联汇利混合会严格按照投资和风控框架,在波动率和回撤管理的基础上配置权益仓位,不会为了博取短期的高收益盲目放大权益敞口。他透露,团队在权益投资上目前主要沿着“红利”和“硬科技”两条主线布局。

对于红利策略,他看重的是公司分红的可持续性,会仔细甄别,避开表面上看估值很低、但实际上基本面已经恶化的“价值陷阱”。对于硬科技方向,比如半导体设备等领域,他关注的是这些产业盈利能力的改善。不过他也坦言,科技股波动往往比较大,所以在实际操作中,如果觉得某只股票风险收益比不合适,会用行业ETF来替代个股,这样既能参与到行业投资中,又能平滑组合的波动;如果判断市场到了底部、有较好的反弹机会时,他会选择优先买入宽基ETF,提高组合交易的灵活性。

在可转债方面,蔡若林介绍,团队主要以争取绝对收益为导向,同时也会关注转股价下修和“双低”(低价格、低溢价率)的机会,通过研究可转债本身的条款来力争绝对收益,避免过度交易一些高溢价的品种。

海外方面,美债收益率目前处于二十多年来的高位,美国通胀迟迟不退,美联储政策立场偏鹰,未来加息路径仍不明朗。蔡若林表示,中美利差维持高位,短期内会制约国内利率的下行空间。但团队更关注的是,美债收益率走高对全球风险资产的估值带来的冲击。

海外存储巨头业绩齐增 基金经理调仓路径分化明显

□本报记者 郝健

近期,海外主要存储芯片企业密集发布财报。从SK海力士、三星电子到闪迪、铠侠,存储巨头们普遍交出了营业收入和营业利润大幅增长的成绩单。不过市场的关注点并不限于业绩本身,而是进一步关注行业长期供需格局以及各细分赛道的景气度分化。国内QDII基金三季报亦显示,基金经理对海外存储标的的调仓路径已出现明显差异。

存储巨头业绩亮眼

从财报数据来看,海外存储行业头部企业业绩表现强劲,增长动力集中于AI服务器相关的高端存储产品。

SK海力士第三季度财报业绩突出,营业收入与营业利润同比大幅增长。增长背后,既有产品结构优化的贡献,也受益于价格水平提升,并非单纯依靠销量扩张。管理层在电话会议中透露,已与10余家主要客户签订长期供货协议,覆盖了2027年至2028年超过50%的产能。同时,HBM4预计将在第四季度超越HBM3E成为主流,为公司远期增长提供支撑。

三星电子第三季度营业利润突破100万亿韩元,环比增长20%。负责半导体业务的设备解决方案部门实现营收147.1万亿韩元,营业利润106.5万亿韩元,利润增长主要依赖存储芯片。三星电子在业绩说明会上表示,2027年存储需求增长将远超行业供给,供应紧张局面可能延续至2028年。三星电子已与多家客户签订多年供货协议,并计划将多年供货协议覆盖比例提升至中长期产能的60%至70%。

闪迪与铠侠的业绩同样表现不俗。闪迪数据中心业务收入环比大增,成为主要增长引擎,消费者业务则出现下滑,显示出AI存储需求与传统消费市场的分化。铠侠营收与营业利润环比增长显著,但公司对下一季度给出了近乎停滞的增长指引,财报发布后股价应声下跌。市场担忧NAND价格增速放缓意味着行业正从供需紧张驱动的快速盈利增长阶段,转向高价格水平背景下的增长分化阶段。

共识与分歧并存

多份财报叠加电话会议释放的信息,市场既有一致预期,也存在明显分歧。

共识层面,本轮存储周期并非全品类普涨,而是一场由AI算力侧高端存储主导的结构性行情。增长、利润与高利润率集中来自HBM、服务器DDR5、企业级SSD等高附加值产品,PC、手机、消费闪存需求偏弱,对业绩贡献有限。各厂商正主动将产能和资源向高附加值产品倾斜。三星电子表示,将根据市场需求变化灵活安排设备安装,以应对AI相关存储需求增长。

此外,存储行业的商业模式正在发生变化。SK海力士、三星电子等均披露了长期供货协议相关进展。公募机构研究员李兴(化名)分析,过去存储芯片厂商主要根据市场需求调整出货,价格随供需波动较大;如今AI大客户为确保供应,愿意提前锁定产能,长期协议有望提升收入可见度,降低传统存储周期中的需求波动风险。存储厂商未来的竞争不仅是技术和产能之争,还包括谁能与大型客户建立更稳定的长期供货关系。

市场分歧则集中在三个维度。一是存储芯片价格还能上涨多久、当前高利润能否持续。当前存储厂商毛利率和营业利润率已进入较高区间,市场追问未来利润增长的驱动力来自哪里。

二是HBM与NAND的景气度出现分化。铠侠谨慎的业绩指引令市场开始重新评估NAND价格周期和相关企业的盈利增长空间。资本市场更加细致地区分不同产品的盈利弹性,不再简单将整个存储行业视为同步受益于AI的板块。

三是供需紧张持续的时间长度判断不一。SK海力士指向2030年,三星电子预判延续至2028年。看多者认为AI需求仍在扩大、存储供给难以快速增加;谨慎者则担忧高盈利已形成较高基数,市场可能提前交易周期拐点。晨星在评价三星电子财报时明确区分了短期盈利改善与长期周期风险,上调了短期盈利预测,但下调了中周期利润率预测。

QDII基金调仓方向各异

三季度国内QDII基金经理对海外存储标的的调仓,同样呈现出方向上的分歧。

嘉实全球产业升级增持美光科技,基金经理陈俊杰将AI视为全球科技产业最重要的成长方向,围绕“计算、连接、存储”三个核心环节展开,认为随着人工智能从训练转向大规模推理,数据中心对低延迟、高带宽和高能效的要求进一步提高,存储和先进封装等环节的重要性持续提升。

张坤管理的易方达亚洲精选在三季度增持了SK海力士和三星电子,两者分别位列第一和第二大重仓股,显示出对存储龙头中长期价值的认可。

也有基金经理选择了不同的调仓方向。郑希管理的易方达全球成长精选在三季度不再重仓持有铠侠、闪迪,转而提升了GPU、数据中心电力产业链、AI应用及光通信的配置比例。浦银全球智能科技则减持了美光科技,不再重仓持有SK海力士和闪迪,但增持了铠侠。基金经理表示,对部分存储、光通信等半导体标的进行获利了结,增配了盈利兑现能力较强、对高利率敏感度相对更低的科技龙头。