商品市场风高浪急

私募期待CTA策略稳中求进

11月中旬的一个午后，上海浦东陆家嘴，某主观CTA策略私募创始人陈斌（化名）把行情软件里沪铜主力合约走势拖到中国证券报记者面前，又将K线逐段放大。“你看这根阴线，当时我还跟研究员说，库存这么低，跌下来就是黄金坑。” 他顿了顿，“结果，坑下面还有坑。”

陈斌所说的，正是商品市场年内罕见的“大风大浪”：伴随美联储12月加息预期升温、全球科技资产在历史高位剧烈震荡，今年以来持续拉涨的南华能化指数从10月30日高点的2101点跌至11月10日低点的1885点，两周跌幅超过10%；石油化工、贵金属、有色等品种纷纷大幅下挫，而部分前期持续震荡走弱的农产品品种，又在近期触底反弹。巨震之下，国内大量CTA策略私募产品在10月末到11月初遭遇净值急跌，同时也有部分产品净值出现快速扬升。

基于对多家CTA私募、FOF机构、第三方研究机构及券商渠道的深度调研，中国证券报记者发现，这轮由宏观预期与产业供需共振掀起的大风大浪，正在对整个行业进行一场突击考试。一场关于波动与纪律的博弈，就此拉开帷幕。

● 本报记者 王辉



视觉中国图片

一场突如其来的风暴

复盘本轮行情，一条清晰的时间线浮出水面。融智投资FOF基金经理李春瑜对中国证券报记者表示，9月-10月期间，地缘局势持续发酵，供应中断担忧反复刺激油价脉冲式上涨，带动能化板块走出一段单边上行行情；美元与美债利率攀升，则对贵金属、有色板块形成估值压制，但相关品种整体仍在高位震荡。

转折在11月初不期而至。“海外宏观叙事快速转向，市场开始交易地缘冲突降温预期，国际油价及下游化工品在一周内急速下跌，贵金属大起大落、再度走低，黑色系板块亦出现不同程度的震荡走弱，部分农产品则自年内低位快速拉升。” 李春瑜说，主交易逻辑的切换，令近期的商品交易盘面呈现出大幅波动特征。

会世资产市场总监艾慧将这场急跌概括为“利率冲击”与“地缘博弈反转”的合流：美国10月通胀数据超预期，12月加息预期急速升温，贵金属率先大幅下挫；随后地缘冲突降温预期发酵，原油价格剧烈反转向下，影响沿着产业链传导，南华能化指数自高点回撤逾10%。

共性冲击之外，板块的裂痕早已埋下。好买基金研究中心研究员高铭分析，原油、化工更多受供需和地缘因素影响，贵金属则对美元和利率变化更敏感；前期部分品种涨幅较大、获利盘高度集中，市场预期一旦转向，集中平仓行为接踵而至，进一步放大了价格波动。

“当价格快速变化时，止盈、止损以及波动上升带来的仓位调整影响可能相互叠加，行情在局部时段呈现加速态势。”知名量化CTA私募象限资产相关负责人认为。多重力量共振之下，一场“风暴”就此成形。

部分板块可能迎来阶段行情

如果说急跌考验的是所有投资者的应对，那么产品业绩分化考验的则是管理人的行情把握和风控。

裂缝最先出现在渠道端。“最近两周，客服端关于CTA产品的咨询量比前期翻了一倍，一半是想赎回的，一半是想加购的。”上海某券商财富管理条线负责人告诉中国证券报记者，其在售CTA产品中，11月以来回撤幅度超5%的占比明显上升，少部分前期涨幅居前的产品最大回撤幅度达8%至10%，今年的大部分收益已经丧失殆尽；也有少数管理人精准抓住空头行情，旗下产品两周来净值快速拉升。“这轮波动像一次突如其来的压力测试，把管理人的研判应对能力和风控底色全部照出来了。”

高铭分析，近期私募CTA策略线的业绩差异主要源自策略类型、品种暴露、持仓周期与风控能力的分别：趋势策略在方向明确的行情中更易受益，反转策略在持续单边行情中可能承压；部分依赖机器学习模型的管理人，在市场风格偏离历史样本时适应性不足。

波动既制造分化，也孕育机会。高铭认为，波动率上升意味着品种间价格分化加大，将带来更多趋势性与结构性机会；能化、有色等板块若长期供需格局生变，可为趋势跟踪与基本面策略提供发挥空间。李春瑜则提示，CTA策略与权益资产长期低相关，在高通胀、高利率背景下具备较好的配置效应；地缘冲突反复、厄尔尼诺效应、稳增长政策等，均可能为相关产品带来盈利窗口。

但大浪之下，亦有暗礁。“高波动能否转化为收益机会，既取决于趋势的持续性，也取决于组合的风险管理和交易执行能力。”象限资产相关负责人提醒，需要区分不同类型的波动。高铭表示，若市场频繁快速反转，趋势策略或面临连续止损；极端行情下流动性收缩、品种相关性上升，还可能放大组合回撤。艾慧则表示，若地缘溢价回落、市场进入低波震荡或高波无趋势状态，CTA策略较难盈利。

后市看点，正在轮动与分化中酝酿。象限资产表示，经过市场的大幅波动之后，后期更值得关注板块间的分化，以及能否形成具有持续性的价格趋势。艾慧认为，经过能源、有色的长周期强势之后，部分农产品品种理论上存在阶段性机会。高铭则认为，油脂油料、谷物等品种的局部供需错配，可能带来相对独立的趋势行情。

浪里淘金的纪律与盘感

面对同一场风暴，量化与主观两路资金，握着不同的罗盘。

“在我们的框架下，交易方向由信号决定，仓位规模受风险预算约束，组合层面再进行统筹。”象限资产相关负责人向中国证券报记者解释，随着波动加大与部分品种趋势特征变化，公司整体仓位有所下调：当品种波动明显上升时，按既定规则调整头寸，使风险暴露与组合承受能力相匹配；对趋势减弱、价格反复加剧的品种，降低方向性敞口；对出现新趋势的品种，结合信号强度与风险约束评估多空机会；组合层面则约束单一品种、单一板块的集中暴露。

“一次急跌本身，并不足以决定立即由多转空。”艾慧介绍，公司风控措施前置在模型之中，以纯量化方式实现，极端行情发生时及时反应、调整底层头寸；近期策略的多空头寸较为均衡。

谈及下一阶段的投资，象限资产表示，将继续深耕三方面：完善多品种、多市场的投研积累，结合信号质量、风险贡献与流动性分散配置，减少组合对单一板块或单一行情的依赖；兼顾模型响应与交易质量，权衡调仓频率、交易成本与市场冲击，关注极端行情下的流动性与保证金需求；推进机器学习应用与投研迭代，让信号经受经济逻辑、样本外表现及扣除交易成本后的有效性检验。

主观管理人则更多在逻辑与盘感之间进退取舍。回到陈斌的办公室，他把K线从沪铜切向黄金、燃料油，向中国证券报记者复盘近一个月的多空得失。做多铜是他逻辑最充分的一单：显性库存处于多年低位，新能源需求有中长期增量，供给扰动频发。“低库存加供给瓶颈，怎么看都该涨。”他在10月下旬于沪铜高位建立多仓，但美元走强让宏观属性压倒了产业逻辑，铜价不涨反跌，触及止损线后果断离场。“这一单是我今年最大的一笔止损。产业逻辑是对的，时点是错的——主观交易最怕这个，方向可以靠研究，控制潜在的损失只能交给纪律。”

两笔空单交易则获得了盈利。黄金一单，他在实际利率上行、美元走强的右侧信号确认后才进场，“没有去卖顶”；燃料油一单，逻辑是“液体化工品的锚在原油，锚塌了，链条上没有品种能独善其身”，两周吃到了最流畅的一段下跌。“一错两对，两单空头的利润还是大大超过了铜的止损。”陈斌摊了摊手，语气轻快了不少。

谈及当下，陈斌认为，近期波动率中枢抬升不假，但要分辨波动的“质”：由预期反转驱动的波动常伴随着频繁折返，供需矛盾驱动的连贯趋势才是商品市场投资真正的“大鱼”；农产品等超跌品种的反弹，就目前来看更像是波动而非新趋势；部分长期强势品种一旦均线系统、持仓结构与期限结构同步恶化，就要警惕“转势而非回调”。

大浪淘沙，始见真金。正如融智投资所言，CTA的长期配置价值在于其与权益资产的低相关；大浪带来的是机会还是风险，从来不取决于浪，而取决于掌舵的人。

美股持仓大洗牌 中概股获机构密集加仓

● 本报记者 王雪青 郝健

近日，美股投资机构陆续披露2026年三季度持仓情况，伯克希尔·哈撒韦、桥水、文艺复兴科技、景林、高瓴、高毅资产、段永平旗下H&H等知名机构的调仓动态相继浮出水面。

整体来看，中概股成为多家机构共同关注的方向，拼多多、阿里巴巴、携程、BOSS直聘等获得不同程度的增持。科技股操作则明显分化：一边是大力减持英伟达的机构名单不断拉长，另一边仍有机构逆势加仓；同时，资金也在大型科技公司与中小型公司之间重新布局。

中概股被“组团”加仓

今年三季度，多家知名投资机构不约而同地在美股投资组合对中概股展开加仓操作。

知名投资人段永平旗下H&H International Investment的持仓组合中，拼多多获得大幅增持。文件显示，该机构三季度增持拼多多296.88万股，拼多多在其组合中的持仓占比提高至12.69%，升至第三大重仓股，期末持仓市值约21.82亿美元。

三季度，高瓴旗下HHLR增持拼多多394.7万股，增幅达789%，期末持仓市值约3.47亿美元，占组合的22.46%，拼多多由此升至其第一大重仓股；同时，HHLR增持阿里巴巴约230.59万股，增幅超过1250%，期末持仓市值约2.68亿美元，占比17.35%，位列第二大重仓股。除这两只核心标的外，HHLR还新建仓满帮集团近1960万股、携程集团约212.73万股，期末持仓占比分别为10.50%和5.39%；增持唯品会约338.22万股，增幅为97.46%。在增持的同时，HHLR三季度减持了富途控股、贝壳等公司。

高毅资产同样在三季度对中概股进行了积极调仓。其增持阿里巴巴49万股，期末持仓市值约5306万美元，占比5.71%；增持BOSS直聘约225.04万股、携程集团约31.42万股和网易5万股。调仓后，BOSS直聘以22.37%的持仓占比升至高毅资产第一大重仓股。与此同时，高毅资产减持了拼多多、贝壳。

除上述机构外，多家知名外资机构在三季度选择加仓中概股。例如，富达投资加仓了京东、唯品会、贝壳等；贝莱德加仓了京东、携程、晶科控股等；摩根大通加仓了拼多多、BOSS直聘等。

减持英伟达机构数量增多

随着三季度美股机构持仓陆续披露，减持英伟达的知名投资机构名单不断拉长。

其中，有“量化投资先驱”之称的美国对冲基金文艺复兴科技的减持力度最大。其英伟达持股数量由二季度末的709.13万股降至三季度末的2.32万股，减持比例约99.67%，接近清仓。

H&H International Investment减持英伟达约396.12万股，期末持股约231.95万股，持仓占比由6.58%降至3.08%。不过，这一变化未必意味着段永平转向看空。段永平近期表示，英伟达的“护城河”和需求依然很强，自己“不看空但暂时也不加码”，并称计划买回此前“被call走”的部分股票。也就是说，该机构三季度减持英伟达可能部分与期权操作有关。

大型资产管理机构惠灵顿管理也在三季度减持英伟达约201.53万股，但期末仍持有约1.20亿股，市值约274亿美元，英伟达仍是其第一大重仓股。

此外，桥水在三季度减持英伟达约117.80万股；索罗斯基金减持超20万股；高毅资产关联机构则清仓此前持有的8万股。

值得注意的是，机构并未形成对英伟达一致的看空交易。景林三季度买入英伟达约11.84万股；东方港湾旗下机构增持约14.87万股，期末持有约123.25万股，英伟达仍是其第二大重仓股。

科技股分歧加剧

机构之间的分歧并不局限于英伟达，而是延伸至整个科技和半导体产业链。

文艺复兴科技在几乎清仓英伟达的同时，大举增持美光科技逾130万股，期末持仓市值升至约16.20亿美元。其操作更接近在半导体内部换仓，而非全面撤离科技股。

景林则重点押注台积电和英特尔。三季度，景林增持台积电约89.22万股，季末该股持仓市值约4.45亿美元；增持英特尔约132.41万股，持仓市值约4.90亿美元；此外，景林新建仓Meta约30.42万股，同时增持谷歌母公司Alphabet等科技巨头。

桥水一边减持英伟达、亚马逊和Alphabet等科技巨头，一边增加半导体产业链配置。三季度，桥水增持高通约71.56万股，增持应用材料约27.20万股、美光科技约12.05万股，并新建仓思科。

惠灵顿管理同样采取结构性调整：其减持英伟达和Alphabet，但增持微软。伯克希尔选择保持苹果及谷歌母公司Alphabet的持仓稳定，二者分别位列第一和第三大重仓股。

东方港湾选择继续加仓Alphabet、英伟达、美光科技和闪迪，同时减持超威半导体（AMD）、英特尔等标的；高毅资产的方向恰好相反，其三季度清仓英伟达、美光科技和闪迪，减持台积电，却将Alphabet的C类股持仓增加逾一倍。

一系列不同操作表明，机构并未简单地在“看多”与“看空”科技之间二选一，而是在人工智能算力、晶圆制造、存储芯片、设备、软件和互联网平台之间重新配置。科技仍是机构持仓的重要方向，但随着估值、竞争格局和产业预期变化，机构选择正在趋于精细化。

海外市场波动幅度加大

QDII基金经理：均衡配置正当时

● 本报记者 万宇

近期海外市场大幅波动，QDII基金的业绩随之出现调整。一些基金全年大部分收益在下半年遭遇回吐，甚至有基金从上半年收益翻倍到目前出现负收益。不过，在近期QDII产品净值普遍回撤的背景下，也有资金逆势流入。有基金经理在接受采访时表示，美股短期预计仍维持高波动，但中期的胜率和赔率均相对较优，在后续组合管理中，将采取更加均衡的持仓策略。

QDII产品业绩普遍回撤

上半年普遍大涨，三季度受挫，四季度回撤幅度加大，今年不少QDII基金坐上了过山车行情。

Wind数据显示，上半年，纳入统计的729只QDII基金（含各类份额）中，多只净值增长率超过100%。其中，华泰柏瑞中证韩交所中韩半导体ETF是上半年净值增长率最高的QDII基金，为130.80%。易方达全球成长精选A、天弘全球高端制造A等净值增长率都超过100%。另外，建信新兴市场优选A、嘉实全球产业升级A等QDII产品上半年净值增长率超过90%。

转折发生在下半年，不少QDII基金，尤其是重仓AI算力、半导体产业链标的的产品净值回调，近期在美国、韩国等海外市场波动幅度加剧的过程中，部分QDII基金净值大幅回撤，比如易方达全球成长精选A，截至上半年末，该基金的净值增长率为110.76%，截至11月13日，该基金下半年净值回撤超40%，该基金年内的收益率仅为25.69%。

一些基金甚至把全年收益完全回吐。截至上半年末，天弘全球高端制造A、华夏全球科技先锋A美元现汇、华夏大中华企业精选的净值增长率分别为110.70%、96.14%、76.33%，截至11月13日，上述3只基金年内净值增长率分别为-0.92%、-11.46%、-13.32%。

随着油价的上涨，原油QDII基金净值上涨，成为目前净值领涨的QDII基金。截至11月13日，易方达原油A美元现汇、南方原油A、嘉实原油、广发道琼斯美国石油A美元现汇等QDII产品今年以来的净值增长率超过40%。

部分资金逆势布局

虽然业绩出现调整，但部分资金依然对QDII产品充满热情，多只跨境ETF得到资金的逆势布局。截至11月16日，易方达中证海外互联ETF、华夏恒生科技ETF11月以来的规模均增加10亿份以上；广发中证海外中国互联网30ETF、大成纳斯达克100ETF、南方标普500ETF、鹏华道琼斯工业平均ETF规模均增加1亿份以上。

一些QDII基金还于近期宣布限购。华宝基金发布公告称，自11月10日起，旗下华宝纳斯达克精选股票发起式（QDII）单日单个基金账户累计申购（含定投，A类、C类份额分别计算）金额上限，从此前的2000元（含）调整为200元（含）。浦银基金、博时基金公告称，浦银全球智能科技（QDII）从11月9日起暂停申购，博时纳斯达克100ETF自11月4日起暂停申购。

另外，在资金的追捧下，不少跨境ETF出现了较高的溢价。截至11月17日收盘，多只跨境ETF溢价率均超过10%，其中溢价率最高的景顺长城纳斯达克科技市值加权ETF溢价率接近40%，嘉实纳斯达克100ETF、国泰纳斯达克100ETF溢价率接近20%。

景顺长城纳斯达克科技市值加权ETF、嘉实纳斯达克100ETF、国泰纳斯达克100ETF、南方标普500ETF、鹏华道琼斯工业平均ETF、华泰柏瑞中证韩交所中韩半导体ETF等跨境ETF近期频频发布溢价风险提示公告，部分基金还临时停牌。

基金经理推崇均衡配置

今年以来，韩国、美国半导体板块一度表现优异，但板块在三季度经历了“急跌-弱反弹-再下跌”，多位QDII基金经理开始反思持仓集中度过高的风险。

一位QDII基金经理认为，从跨大类资产表现来看，近期美股大幅下跌，并未引发流动性危机或衰退交易，恐慌仅集中在美股内部，尤其是AI相关板块，黄金和美债上周均收涨，美元指数也大体维持稳定，并未出现系统性的流动性问题。他表示，往后看，预计美股短期仍维持高波动态势，但中期的胜率和赔率均相对较优。短期内，市场对于AI监管和限制数据中心建设的担忧仍将持续，短期内市场或持续高波动，AI和非AI、AI板块内部的分化仍将延续。中期维度来看，从市场恐慌程度、回调幅度、机构仓位水平等指标来看，中期的胜率和赔率均已经相对较优。

基金经理在组合管理方面也更加强调均衡配置。华南某基金公司的一位基金经理告诉中国证券报记者，其管理的QDII产品在美股的持仓更加均衡，AI和非AI品种均保持一定比例的配置，对港股高分红、现金流较好的标的也有涉足。背后的投资逻辑在于，海外市场的高波动以及AI产业链的不确定性，将进一步凸显港股高分红、现金流较好标的的防御属性。