



SECURITIES TIMES



券商中国



券中社

2025年10月13日 星期一

A5~A8

融资折算率调整影响有限 公募切换仓位保“收成”

证券时报记者 安仲文

在公募逐渐兑现高收益品种的背景下,节后股票市场出现大幅波动,A股、港股及美股全线走跌。对此,多位公募基金分析人士认为,四季度通常會进入防御策略阶段,以锁定当年在手业绩,局

部赛道高估值状态已较为明显,叠加部分标的两融折算率调整为0,高位板块存在止盈动力。以2010年至2024年共15年的行情经验和规律来看,每年前三个季度涨幅靠前的行业,在四季度涨幅通常靠后,主要原因在于机构资金选择落袋为安或者布局低位方向,以降低高位波动风险。

1 融资折算率调整影响轻微

上周五,A股、港股和美股集体迎来大跌,多个市场指数出现较大幅度调整,科技、医药等成为市场调整核心,仅有前期跑输的大消费、非银金融、水泥建材等板块表现较强。

市场下行的一个重要原因就是外围的不确定增强,这导致部分高风险偏好资金减仓。此外,两融折算率的调整也对市场存在一定的影响,但较为轻微。长城基金认为,根据有关规定,静态市盈率在300倍以上或者为负数的A股股票以及权证的折算率为0。部分标的由于触发相关静态市盈率约束,两融折算率根据规则调整,这会对市场情绪造成一些影响。不过,股票折算率的调整并非单家券商行为,而是券商依据交易所规则开展的常态化操作,当前市场中折算率为0的股票数量已超千只,因此影响可能更偏短期。

华南另一大型公募研究部人士认为,股票折

算率调整为0的情况影响可控,它在市场下跌时更多是心理层面的影响,因为市场短期热度较高,且局部核心公司被基金、游资以及散户抱团重仓,在前三季度累积较大获利盘的情况下,一有风吹草动,就容易被放大。上周五港股指数大幅下跌尤其是热门股集体走弱,也表明A股市场相关股票两融折算率的调整并非下跌主因。

“当拥抱AI成为一致预期,简单的赛道布局或不足以保证胜率。”诺德成长优势基金经理郭纪亭认为,除了海外链的映射,国内对于新质生产力的强调也达到了前所未有的高度,整个科技产业链或将持续获得政策和资金的倾斜,但这需要得到业绩验证。随着三季报披露季来临,那些真正具备技术壁垒、商业化落地能力强的科技企业,有望用扎实的业绩兑现市场预期,进一步巩固其核心地位。任何由情绪或短期流动性引发的回调,或许都是布局核心主线的良机。

2 公募切换仓位保收益

四季度向来是公募产品保全年收益的关键期,基金经理在10月份加速换仓也被认为是市场调整的重要因素。

创金合信基金相关人士认为,资金加速换仓寻求均衡配置可能是导致调整的一大因素。随着行情演进,市场结构上可能会较此前更为均衡,基金正关注不同行业间的高低切换和轮动机会。

“这一轮调整是股票市场自发的回归行情,前期极端分化、少数赛道持续上涨的走势存在着回归均衡布局的诉求。”上述基金公司人士认为,一方面,高位板块的浮盈资金存在止盈动力,国庆中秋假期后,市场进入短暂的预期兑现阶段,资金选择落袋为安或者布局低位方向以降低高位波动风险。另一方面,从技术层面看,上证指数突破3900点大关和月线压力线后也存在技术性调整的需要,从而为中长期的上行

趋势提供空间和动力。目前来看,指数下方支撑力量较强,政策端仍有博弈价值,市场并无太大下行空间,不过震荡阶段波动可能加大。

前海开源基金基金经理杨德龙认为,预计调整的空间较为有限,虽然局部股票热度过高,但传统的白马股在这一轮上涨过程中并没有表现,估值仍然处于历史均值之下。短期市场受到外部因素影响出现调整,但市场大的趋势并没有改变。这轮慢牛行情背后有深刻的逻辑,牛市仍然有望延续较长时间。短期市场的冲击难以避免,中长期的表现更取决于科技股能否兑现业绩。

富荣基金则认为,资金从高弹性赛道转入保守与红利赛道,是市场下跌的主要原因之一。部分国内资金以及海外资金风险偏好下降,创业板前期在短时间内上涨幅度较大,导致市场部分资金选择切换至更加保守的煤炭等红利板块。



图片来源:AI生成

3 四季度看好顺周期品种

过去十五年,金融等稳定风格在四季度跑赢万得全A的概率达到53%,银行、家用电器等行业超额收益胜率较高,达到了60%。因此,四季度换仓优先看好顺周期和低位科技股。

基于四季度基金持仓由攻转守的策略变化,部分公募判断,可选消费、资源品、金融等顺周期板块将是换仓的首选。

恒越基金认为,以2010年至2024年共15年的行情经验来看,当年前三季度涨幅靠前的行业,在四季度的涨幅通常靠后。资金在四季度的切换更多体现了稳的特征。过去15年,金融等稳定风格在四季度跑赢万得全A的概率更高,达到53%,银行、家用电器等行业的超额收益胜率较高,达到了60%。因此,四季度换仓优先看好顺周期和低位科技股。

创金合信基金则认为,在市场调整中,顺周期中的大消费板块表现活跃,美妆、宠物经济等新消费方向领涨,燃气板块涨幅居前,军工装备板块走势也较强。基于这一现象,该基金认为,总体趋势并不会因为单个交易日的走势而发生逆转,但配置思路上需要结合行业景气度变化和估值水平进行综合选择。

“不管资产优劣和确定性的强弱,一旦有个

创新药资产就预期它能够获得出海授权的非理性行为,在四季度可能需要冷静一下。”平安核心优势基金经理周思聪认为,投资者在此前的疯涨行情中表现得太过焦急。因此,当创新药赛道经历了最近两个多月的震荡和盘整,市场将更加关注那些真正具有利好释放的龙头公司,尤其是产品已经成药、有业绩、或者产品临床阶段靠后,出海授权确定性强的中大型市值的创新药企业可能重新获得市场的关注,下一阶段行情的核心特征有望从情绪驱动的修复向基本面驱动的增长转变。

郭纪亭认为,顺周期中的传统资源品正迎来较好的投资时机,后续市场或将呈现科技与周期双轮驱动的格局。AI与科技是代表未来、穿越周期的“矛”,应考虑作为组合的核心持仓,进行长期布局。周期品则是在流动性宽松与政策预期改善背景下,具备高弹性与价值重估潜力的“盾”,其行情有望从预期驱动过渡到基本面验证阶段。

有色金属“热浪”翻滚 基金解构新一轮超级周期

证券时报记者 裴利瑞

国际金价站上历史之巅,伦铜价格强势叩响万元大关,白银则以惊人的弹性展开补涨……近期,一场关于有色金属的“热浪”正在席卷全球。

资本市场对此反应热烈,Wind数据显示,有色金属相关ETF成为近期资金追捧的焦点,仅在近一个月便获得超200亿元的资金净流入,紫金矿业、洛阳钼业、兴业银锡等板块内龙头个股的股价更是屡创新高。

这究竟是一场由短期情绪驱动的周期狂欢,还是一轮由底层逻辑重构引爆的“超级周期”?为此,证券时报记者采访了多位公募基金经理,力图解码本轮有色金属强势行情背后的深层逻辑与未来图景。

“美元锚”松动 重塑有色金属定价

与以往由单一经济复苏驱动的周期性行情不同,受访基金经理普遍认为,本轮有色金属牛市之根基,深植于一个更为宏大的宏观背景——全球货币体系与美元信用的长期重估。

汇添富指数分析师狄则徐及有色50ETF(159652)基金经理孙浩指出,本轮行情的中长期逻辑根植于有色金属的货币属性。他们认为,“美国财政与货币纪律的双重松动趋势已定,美元信用的边际贬损是驱动有色金属长期强势表现的底层宏观逻辑。在此背景下,商品本身就是对抗货币贬值的硬通货。”

这一观点得到了多位业内人士的认同。万家基金权益投资部基金经理叶勇强调,全球货币的持续超发、弱美元化的大趋势,以及美联储降息周期的开启,将持续推升以黄金为代表的贵金属价格,叠加逆全球化下各国对于战略金属资源的储备需求,有色金属将是本轮大宗商品牛市的主力军。

作为全球资产定价之锚,美元的信用波动,最直接地反映在黄金上,但又不止步于黄金。近期,以金、银、铜为代表的有色金属普遍走势凌厉,其中,国际金价突破4000美元/盎司大关,创下历史新高;伦敦期铜则一度站上11000美元/吨,逼近历史前高;而此前涨幅相对滞后的白银,也开启了波澜壮阔的补涨行情,伦敦银现货突破50美元/盎司,近一个月上涨超20%,展现出惊人的弹性。

“黄金是这轮大宗商品牛市的首行指标或领头羊,它的突破为其他具有金融属性的有色金属打开了向上的价格空间。”一位受访基金经理表示,白银兼具贵金属和工业金属双重属性,其金融属性使其紧随黄金上涨,而工业属性则为其提供了更强的需求弹性,因此在行情中段往往表现出更高的贝塔;同样,作为全球经济“晴雨表”,铜价的强势,除了反映基本面需求,也蕴含了对冲通胀和货币贬值的金融需求。

因此,理解本轮有色行情的第一把钥匙,或许是跳出单纯的周期品框架,从硬通货的视角去审视有色金属。在全球利率下行的时代,它们的价值之锚,正从短期工业供需,向长期货币信用悄然转移。

供给收紧与需求新引擎

如果说“美元锚”松动为有色金属提供了水涨船高的宏观环境,那么坚实的供需基本面,则提供了强劲的内生动力。

供给端,从长期来看会越来越紧。

狄则徐和孙浩分析,供给端的约束是长期的。一方面,全球主要矿山的品位呈现趋势性下滑,这意味着需要开采更多的矿石才能获得同等数量的金属,边际成本显著抬升。另一方面,新增产能成本高企,这需要有足够高的金属价格预期,才能驱动矿业巨头们进行新一轮大规模的资本开支。

西部利得资源鑫选混合基金经理管岳阳认为,当前,有色金属在供给端面临三重枷锁:

一是资本开支不足。由于矿石品位下滑、成本上升,矿山回报率下降,导致虽然大宗商品价格上涨较多,但仍不足以刺激大规模投资,大部分大宗商品尤其是有色金属领域仍然没有很大的资本开支,企业扩产谨慎。

二是优质矿山减少。由于资源消耗,当前大型矿山、优质矿山的勘探并不尽如人意。

三是资源品战略地位升维。从刚果(金)禁止钴出口,到印尼提高镍矿关税,各国正通过行政手段推升资源价值,未来,更多金属可能成为战略筹码,资源品正在从周期商品变成战略资产,获取壁垒将持续提高。

需求端,一个以AI和新能源为核心的“新引擎”正强势启动。

信达澳亚基金经理张明烨指出,AI给化工、

有色行业带来大量新需求,包括人工智能大数据中心建设对铜需求旺盛,直接导致铜的紧俏;此外,AI推动的电力基础设施升级(如电网重建)也支撑了铜需求。在材料方面,AI相关技术有望带动液冷上游氟化液与PCB相关树脂需求提升,延伸的其他材料的需求可进一步挖掘。

融通产业趋势精选基金经理李文海认为,新能源已经在多个周期行业占据举足轻重的需求占比,包括磷、电解铝、铜等传统周期行业,新能源的需求占据20%左右甚至更高的份额。相对来说,固态电池、AI目前的占比没有那么多,但是以这些行业的增速和应用前景来看,可以合理推测这些新需求有望重现当年新能源的需求爆发,未来成为传统周期行业的主要增长极。

“科技创新,材料先行。”路博迈资源精选基金经理黄道立用一句简明的话概括了上游资源品与下游产业趋势的关系,十五年前,房地产和基建是中国经济的核心动能,在铜、铝的需求结构中占比分别超过三成和五成,随着近年经济结构转型,地产基建需求占比大幅下降,新能源产业在铜需求中的占比已超15%,在铝需求中的占比已超20%。产业需求的驱动力发生了巨大的变化。

板块有望迎来戴维斯双击

值得注意的是,由于主要有色金属品种均在近期突破重要关口,板块内龙头个股的股价更是屡创新高,市场波动有所加大。

比如,10月9日至10日这两个交易日,铜价便经历了大起大落,伦敦期铜一度站上11000美元/吨,但却在10月10日大跌4.54%,报收10374

美元/吨,紫金矿业、洛阳钼业等龙头个股均在10月10日发生一定回调。

狄则徐和孙浩指出,这主要是因为当前市场对商品高价持续性仍存疑虑,板块估值受周期品认知束缚,表现为股价涨幅滞后于EPS(每股收益)的上修幅度。一旦“此轮商品高价并非简单的周期性波动”成为共识,在盈利持续释放的驱动下,板块有望迎来业绩与估值双升的“戴维斯双击”。

叶勇认为,有色金属作为全球定价品种,是本轮大宗商品牛市的主力军。一方面,在中长期资本开支周期推动下,有色已经进入中长期供给紧张的价格上行大周期,过去三年,以金银铜铝为代表的有色金属价格已持续震荡上行,每年价格中枢上一个台阶;另一方面,全球制造业投资周期持续上行,叠加逆全球化下对于战略金属资源的储备需求,将持续提升对于有色金属的需求;当下又叠加国内宏观面触底回升预期,逻辑进一步强化。多重逻辑叠加下,有色或成为本轮慢牛行情的核心品种,未来一到两年,首先看好工业有色、小金属和黄金。

李文海认为,基于行业资本开支高峰期过去、下游需求回暖,有色会在未来一到两年维持较高的景气度,但也存在潜在的风险,一是关税壁垒对全球经济的影响还需要持续关注,二是目前美国的经济数据出现一定程度恶化,要提防他们政策应对不当可能带来的需求衰退。

主编:王基名 编辑:汪云鹏 美编:刘晓庆