

AI叙事生变扰动大宗商品市场 国际算力金属价格大幅回调

证券时报记者 魏书光

近日,美国多家 AI 巨头对安全风险的担忧升温,呼吁放缓 AI 迭代节奏;叠加美债收益率持续上行,英伟达等芯片股出现剧烈波动,拖累铜、锡等算力金属价格破位下行。

国际市场已开始警惕美国后续政策转向风险。9 月以来,伦敦金属交易所 (LME) 铜期货市场结构出现快速反转,由现货逼空转为期货升水。国际清算银行在今年 9 月季度报告中明确提到,资金正在降低对少数 AI 龙头股的集中押注。不过产业端并未随金融市场情绪出现实质性收缩,业内人士判断,未来两个季度有色市场整体仍将维持强势。

算力金属估值溢价回落

近日,伴随美股费城半导体指数大幅回调,铜、锡等算力金属价格同步回落。其中,国际铜价一度跌破 14000 美元/吨,国内锡价失守 40 万元/吨关键关口。

宏观环境变化之下,投机资金快速离场,是本轮算力金属调整的重要推手。美国纽约商业交易所 (COMEX) 铜市场数据显示,9 月 10 日铜价大跌 4.76%,当日持仓量创下 17.9 万手历史新高;此后持仓连续 4 个交易日回落,累计减少 10474 手,降幅超 7%。

9 月以来,LME 铜市场结构快速反转,由现货逼空转为期货升水。一般而言,3 个月期铜价格高于现货铜价即为期货升水,意味着现货供应充足,现货仓储与资金成本在期货盘面得到定价;反之则为现货升水,代表现货供给偏紧,买方愿意为即时提货支付更高溢价。

证券时报记者梳理统计数据发现,8 月份,伦敦铜现货对 LME3 个月期铜升水大幅走阔,市场进入极端现货紧张状态,特别是 8 月中旬现货对 3 个月期铜升水一度突破 500 美元/吨,创下 2021 年铜极端行情以来最高水平。但是,进入 9 月份,市场结构快速反转,从现货逼空转为期货升水。9 月 10 日,3 个月期铜对现货铜升水仅 2.5 美元/吨,紧张局势初步缓解。9 月 14 日 LME 仓库迎来近四周来最大规模的铜交付,9 月 15 日 3 个月期铜对现货铜升水 85.75 美元/吨,完全进入期货升水结构,标志着短期供应紧缺显著缓解。

资金减少对 AI 龙头押注

铜市场结构的快速切换,背后也有 AI 叙事降温的因素。近日,美国多家 AI 巨



头对安全风险的担忧升温,呼吁管控前沿 AI 迭代节奏,费城半导体指数 9 月 14 日(美国时间)大跌近 6%,创下 7 月初以来最大单日跌幅,30 只成份股全线收跌。该指数自年内高点最大回撤约 19%,资金获利了结情绪持续发酵。

国际清算银行(BIS)在最新的季度报告中表示,6 月底以来,超大规模科技企业的市盈率降幅已接近 15%,半导体制造商降幅约 40%,显示资金正在减少对少数 AI 龙头的集中押注。

在全球主流信用风险对冲工具——信用违约互换(CDS)市场上,市场已提前定价违约风险。9 月以来,英伟达、博通 5 年期 CDS 利差在 70~80 个基点区间震荡,显著高于 2026 年初 35~40 个基点的水平;重资产算力企业压力更大,甲骨文(Oracle)5 年期 CDS 利差维持在 215 个基点附近,算力服务商 CoreWeave 的 CDS 利差更是突破 855 个基点。CDS 报价居高不下,意味着金融资金正借助这类衍生品构建防护,通过信用违约保单对冲市场风险。CDS 利差越高,代表市场判断相关企业债务违约概率越大,信用风险越高。

伴随市场资金面与银行风控持续收紧,AI 企业发债成本抬升的趋势,英伟达早在 8 月上旬便联合贝莱德、黑石等六大私募信贷及资管机构,搭建规模 5000 亿美元的专属算力融资平台,绕开传统融资渠道约束,依托该平台为客户采购 GPU 提供资金支持。

这一模式被市场视作“循环融资”——英伟达借助信用担保助力客户获取信贷,客户获得的资金最终回流用于采购英伟达芯片。在上述消息公布的当日,英伟达 CDS 利差单日就上行约 5.3 个基点。显然,市场定价逻辑正由“AI 叙事溢价”转向“项目现金流折价”,融资成本抬升,正成为筛选具备独立现金流确定性企业的标尺。

实体投资未实质性收缩

相对于金融市场的谨慎,在最新财报季,北美五大头部云厂商全部上调全年资本开支指引。

今年以来,国际铜价已累计上涨 19%,背后是市场对长期供需失衡的持续

定价。老化矿山的产出增速难以跟上 AI 数据中心、可再生能源及电网扩张带来的消费增长,这一结构性矛盾被铜价多头视为支撑行情的核心逻辑。

国金证券计算机首席分析师刘高畅团队研报认为,产能为王趋势不改。台股 PCB 产业链 8 月月度营收全部落地,全产业链在 7 月高基数之上再度集体刷新年内新高,AI 驱动的景气上行通道在下半年进一步夯实。板厂、覆铜板、钻针三个环节 5 家核心厂商 8 月营收全部实现同比高增长,且月度环比全部为正,呈现“同比高位、环比续升”的双升格局,印证行业并非处于高位平台期,而是在产能持续开出、订单持续涌入的共振下继续爬坡。

国信期货研究所首席分析师顾冯达提醒,现阶段市场情绪、预期和偏好的变化成为关键驱动,期货市场出现剧烈波动,短期警惕以铜为代表的国际大宗商品市场暴涨暴跌的过山车行情。同时,中长期则关注国内外政策冲击带来的风险溢价抬升机会。以铜铝为代表的国际定价战略大宗商品价格在未来两个季度仍会强势。

机构代销基金规模持续走高 券商依托 ETF 打造差异化优势

证券时报记者 刘艺文

近日,中国证券投资基金业协会披露了今年上半年基金代销机构保有量数据。数据显示,蚂蚁基金非货币市场基金保有规模突破 2 万亿元,成为全市场首家。与此同时,在非货币市场基金领域,第三方机构(含保险)的保有规模达 5.40 万亿元,首次超过银行的 5.33 万亿元。

受访业内人士向证券时报记者表示,独立第三方销售机构具备显著的入口、流量与场景优势,这是银行、券商所不具备的。不过券商在 ETF(交易型开放式指数基金)业务上拥有自身优势,各类机构需要找准自身定位。

代销基金保有规模持续增长

整体来看,基金代销机构保有规模持续增长。分品种看,排名前 100 机构榜单中,非货币市场基金保有规模 13.79 万亿元,环比增长 17.9%;权益类基金保有规模 7.06 万亿元,环比增长 17.8%;股票型指数基金规模 2.94 万亿元,环比增长 21.9%。

以非货币市场基金保有规模减去权益类基金保有规模,可倒推前 100 名榜单中债券类基金保有量为 6.73 万亿元,环比增长 18%,固收及固收+基金配置需求同样迎来增长。

中金公司分析师李少萌认为,上半年基金数据可概括为整体高增长,但在上半

■ 从基金代销规模来看,上半年券商的代销规模仍低于银行及第三方独立机构(尤其在非货口径下),但代销 ETF 优势显著。

年股市较为极致的结构性行情下,权益类基金增长动能放缓,兼顾稳健与收益弹性的固收+基金成为客户与渠道的共同选择。

数据显示,上半年不同品种基金的市场集中度均有所提升。在权益类基金方面,2025 年 6 月末、2025 年 12 月末、2026 年 6 月末规模前 5 的市场集中度分别为 30%、28%、33%。非货币市场基金方面,2025 年 6 月末、2025 年 12 月末、2026 年 6 月末规模前 5 的市场集中度分别为 21%、21%、24%。股票型指数基金方面,2025 年 6 月末、2025 年 12 月末、2026 年 6 月末规模前 5 的市场集中度分别为 19%、19%、31%。

第三方代销机构优势突出

2026 年上半年的百强榜单中,银行、独立第三方销售机构、券商、保险、公募基

金销售子公司分别有 25 家、15 家、56 家(较年初减少 1 家)、1 家、3 家(较年初增加 1 家)。

从市场份额来看,权益基金保有量中银行、独立第三方销售机构、券商、保险分别占比 38%、32%、27%、3%。非货币市场基金保有量中,银行、独立第三方销售机构、券商、保险占比分别为 39%、37%、22%、2%。

今年上半年,独立第三方销售机构及其他机构的权益基金以及非货币市场基金保有规模分别环比增长 27.4%、增长 27.7%,增速优于银行、券商等渠道,展现出较强的平台及流量优势。蚂蚁基金权益基金保有量环比增长 30.1%至 13246 亿元,股票型指数基金保有量环比增 30.8%至 6313 亿元。天天基金权益基金环比增长 12.7%到 4509 亿元,非货币市场基金环比增长 22%至 8835 亿元。

东吴证券非银分析师孙婷认为,头部独立第三方销售机构地位稳固。相较基金公司直销及券商、银行等传统销售机构,独立销售机构具有显著的人口优势、流量优势和场景优势,且专业化程度日渐完善,加之在独立销售机构上申购基金费率折扣力度很大,独立基金销售机构可以更好更快地把平台活跃用户转化为基金客户,且成本更低,从而实现较好的利润水平。

李少萌称,从渠道格局来看,独立第三方销售机构再次展现出高增长弹性,市占率全面提升,券商和银行依然在各自补

短板领域稳步提升份额。渠道格局的变化,短期可归因于客户属性、商业模式与市场风格的适配,中长期则体现货架广度、客户广度与战略重视度差异。

券商代销 ETF 处领先地位

榜单数据显示,券商在股票型指数基金代销方面优势明显。截至 2026 年 6 月末,股票型指数基金百强中,券商合计保有规模 1.5 万亿元,在百强中占比 52%,显著高于权益类基金保有规模的占比(27%)。其中,中信证券、华泰证券、国泰海通股票型指数基金保有规模居前,分别位列第 2、第 3、第 6 名,市占率分别为 4.4%、4%、3%。

孙婷称,尽管从基金代销规模来看,上半年券商的代销规模仍低于银行及第三方独立机构(尤其在非货口径下),但代销 ETF 优势显著。近年来,券商财富管理转型步伐加快,在组织架构以及产品引入上比银行更具灵活性,有较大上升空间。

展望未来,李少萌称,对财富机构而言,如何定义自己的“战场”可能更为重要。就公募基金单一产品,其代销格局或最终稳定在“三分天下”,银行有其庞大的基础客群,券商有独特的 ETF 产品,而三方机构则有领先的场景引流、平台内容生态、线上客户经营和科技能力,都将为其在基金代销领域争得一席之地。而更广义的财富管理领域,具备商业模式百花齐放的土壤,各类机构在客群广度、货架广度等禀赋上开展差异化竞争。

做好普惠金融大文章,关键在于找到“商业可持续”与“社会效益”的平衡点。

秉承“金融首善,创享美好”的使命,首创证券将普惠金融实践从乡村延伸至中小微企业:2026 年上半年助力企业发行乡村振兴债券和 CMBS(商业房地产抵押贷款支持证券)共计 10.31 亿元,助力企业发行中小企业债券共计 8 亿元。

首创证券表示,已把做好金融“五篇大文章”纳入了公司经营发展长期战略,建立健全相关专业化组织架构体系与科学的绩效考评机制,推动普惠业务不是“额外任务”,而是主营业务有机组成。

打通浙川县资本市场通道

实施乡村振兴战略,是新时代新征程“三农”工作的总抓手,而做好乡村振兴离不开金融“活水”的支持。

2026 年 4 月 27 日,位于河南省浙川县的创亿汇浙实业投资有限公司成功发行面向专业投资者非公开发行的乡村振兴公司债券,债券规模 4 亿元,期限 5 年,票面利率 2.63%,全场认购倍数 3.18 倍。此次发债是浙川县首单公司债券,实现当地债券市场融资零的突破。

作为该期债券发行的独家主承销商,首创证券以专业化的服务,将金融“五篇大文章”写进浙川水库边的生态廊道和渔民的新生活里。

该期债券募集资金专项用于浙川县库区生态提升与渔业产业升级建设项目的建设和运营,长效保障南水北调水质安全。这些基建工程也将助力 3000 余名渔民转产转业,推动传统渔业生态化转型。项目建成后预计年新增渔业产值 2.8 亿元,带动 3000 余户移民增收,从而实现生态保护与民生改善双赢。

据了解,浙川县为传统农业县,且地处豫鄂陕三省交界、交通不便。面对浙川县发债三年未果的困境,首创证券围绕京宛对口协作探索性展开金融对口实践。

经过深入调研,项目组精准识别出浙川独特的“生态资产”:1173 艘渔船捕捞权可市场化集中管理,3.3 万亩消落地可通过生态养殖实现价值转化。据此设计出具有可持续现金流的金融方案,将真实的生态治理需求转化为可量化、可评估、可监管的金融语言,在风险可控前提下实现了信用逻辑重构。

该期债券发行,标志着浙川县成功打通资本市场融资渠道,实现京宛对口协作从“资金输血”向“机制造血”的重要转变,“浙川模式”已形成示范效应,吸引河南多个区县主动对接复制。

探索多方共赢之路

今年 2 月,《关于统筹建立常态化金融支持机制 助力防止返贫致贫和乡村全面振兴的意见》发布,其中提到“鼓励金融机构尤其是欠发达地区地方法人金融机构按程序和规定发行小微、“三农”、绿色等专项金融债券,筹集稳定的长期、低成本资金,加大对当地的信贷投入。积极支持符合条件的企业发债融资,募集资金用于乡村振兴领域”。

以投行业务为抓手贯彻普惠金融理念,首创证券的探索不止于浙川。有关业务负责人告诉证券时报记者,该公司资产证券化团队依托专业的资产识别能力、精准的结构设计优势和丰富的项目管理经验,坚持风险可控前提下推进金融创新,积极挖掘乡村生态资产、基础设施、特色产业的现金流价值,设计合规、具备市场吸引力的标准化金融产品,逐渐探索出一条投资人、地方政府、经营主体多方共赢之路。

一个具有代表性的案例是:今年 2 月 4 日,由首创证券担任计划管理人及销售机构的“首创证券—青藏高原农副产品集散中心乡村振兴资产支持专项计划(支持西部大开发)”正式设立。本期产品发行总规模为 6.31 亿元,优先级证券获得 AAA 信用评级,发行利率最终确定为 4.37%,受到银行、券商、基金等各类专业投资机构的踊跃认购。

该产品系全国首单乡村振兴叠加西部大开发战略的 CMBS,目标物业是青藏高原西部地区“菜篮子”工程的关键基础设施,其资产证券化不仅是一项重要的金融创新,更承载着重要的社会意义。它直接服务于国家乡村振兴和“区域协调发展”战略,是金融支持西部边疆地区民生保障、提升农副产物流通效率、稳定物资供给、促进民族团结与社会稳定的具体实践。

从乡村延伸至“毛细血管”

乡村振兴是普惠金融的重要领域,但并非全部。中小微企业作为国民经济的“毛细血管”,长期面临融资难、融资贵的困境,同样是普惠金融需要精准滴灌的核心领域。首创证券也将服务触角进一步延伸至中小微企业,以多元化的金融工具助力其拓宽融资渠道。

在股权融资服务中小微企业方面,首创证券投行大力发展标准化、短周期的财务顾问业务,如股权激励方案设计、财务规范辅导、股份改制、转辅导服务等,有效服务了大量处于早期发展阶段、尚未达到首发(IPO)标准的中小企业。

首创证券子公司首正泽富则构建了“三聚焦”服务体系,破解小微科技企业融资难题:一是聚焦专精特新中小企业,投资额度主要投向科技领域;二是聚焦小微主体,2025 年度单笔千万元以下投资占比达 90%;三是聚焦新三板、北交所市场,截至 2025 年末,累计覆盖近 200 家新三板企业,助力 15 家企业北交所上市。

首创证券表示,站在“十五五”新起点上,把做好普惠金融等“五篇大文章”作为战略实施的重要指导,系统推进业务转型升级。通过推动财富管理、投资银行业务等普惠金融产品与服务创新,切实服务人民群众财富保值增值;同时公司将继续积极履行社会责任,持续助力乡村振兴、支持公益志愿服务,让资本市场发展成果惠及更多大众。