

狂欢之下 暗流涌动 全球资金“加杠杆”押注半导体



郭晨凯 制图

□全球半导体板块的持续升温带火了相关杠杆ETF，但透过数据不难发现，这类工具背后的投资者生态却呈现出鲜明的“散户化”特征

□业内人士称，杠杆ETF是一把典型的“双刃剑”，在市场上行阶段能够放大收益，但在市场波动下行时也会成倍放大亏损。当前，市场分歧持续加剧，叠加多重不确定性因素扰动，杠杆ETF的潜在风险愈发凸显，投资者应高度警惕

◎记者 王彭

今年以来，随着人工智能产业迭代、相关需求全面爆发，全球半导体板块持续走强。在此背景下，具备高弹性特征的半导体杠杆ETF成为资金追逐的焦点，海外市场多只相关产品今年以来规模大增。

本轮杠杆ETF行情呈现鲜明的散户主导特征，个人资金成为入场主力。业内人士认为，自带杠杆属性的交易工具是一把“双刃剑”，在放大收益的同时，其每日调仓、波动加剧、流动性失衡等潜在风险持续暴露，短期剧烈回撤、走势异常背离等现象频发，为这场散户主导的资金狂欢埋下多重隐患。

杠杆ETF规模快速扩容

今年5月27日，16只聚焦三星电子、SK海力士的2倍杠杆及反向ETF在韩国上市。新品上市首日便引爆市场热度，16只产品合计资产规模直接突破4.3万亿韩元（约合28.76亿美元），开局表现十分亮眼。

此后，相关产品规模持续增长。韩国交易所披露的数据显示，在6月8日至6月12日，仅KODEX TIGER两大主流品牌的4只单一股票杠杆ETF累计交易额就达到33.65万亿韩元，与同期韩国综合指数头部权重个股的整体交易水平持平。

美股和港股市场的半导体杠杆ETF同样迎来资金涌入。截至6月18日，美股三倍做多半导体ETF资产规模攀升至335.53亿美元，较去年末的126.77亿美元增长164.7%。同日，港股市场的南方两倍做多海力士ETF资产规模达144.18亿美元。

元，较去年末6.36亿美元的规模增长21.7倍；南方两倍做多三星电子ETF规模达44亿美元，在5月规模增长215.96%的基础上，6月以来再度斩获超过50%的规模增幅。

此外，一只专属A股光模块龙头的海外杠杆产品浮出水面。美国知名杠杆产品发行商ProShares日前提交文件，计划推出追踪光模块龙头中际旭创单日表现两倍的杠杆ETF。根据披露信息，该基金暂定名称为ProShares Ultra ZhongjiInnolight，核心目标是单日内基金净值达到中际旭创股票当日收益率的2倍（扣除费用前）。

半导体板块的持续升温带火了相关杠杆ETF，但透过数据不难发现，这类工具背后的投资者生态却呈现出鲜明的“散户化”特征。一位资深外资基金经理称，养老金等长期资金基于风险收益特征不匹配，基本不参与杠杆ETF配置，这类产品的主要需求来源是个人投资者。

韩国金融监督院（FSS）的统计数据直观印证了这一市场特征，2026年5月27日至6月12日，个人投资者对上述16只新上市杠杆ETF的净买入额高达8.2万亿韩元，占市场总净买入额的92.7%。

机构多空分歧持续激化

在散户资金追高的同时，全球半导体赛道却出现较大的市场分歧。

美国银行最新发布的6月全球基金经理调查数据显示，高达80%的受访基金经理认为“做多全球半导体”是当下市场最拥挤的交易，这一数据不仅连续2个月位居榜首，更创下该调查开展以来的历史纪录。在拥挤交易和潜在泡沫的担忧下，机构避险情绪有所升温，数据显示，受访基金经理对科

技板块的超配比例从5月的33%回落至26%，全球股票整体超配比例也从50%降至38%，体现出明显的短期防御性调仓特征。

瑞银在近期发布的全球股票策略报告中给出了看多半导体的几个理由：首先，相对估值仍有吸引力，全球半导体板块相对于整个市场的市盈率溢价约为17%，仅略高于10%的历史均值；其次，超大规模云计算企业的资本开支得到市场认可，今年一季度财报显示，超大规模企业都大幅上调了资本开支指引；最后，半导体的潜在市场空间仍然合理，如果半导体和软件是新石油，那么两者合计占全球GDP的比重可能从目前的约3%上升到2030年的4%。

不过，知名宏观策略师西蒙·怀特则对当前市场环境表示担忧。他表示，随着全球通胀重新抬头，市场中的“过剩流动性”已见顶并进入下行趋势，流动性退潮叠加仓位极度拥挤，可能将当前拥挤度最高、估值最贵的AI与半导体板块推向极度危险境地。

杠杆工具“双刃剑”效应凸显

业内人士认为，杠杆ETF是一把典型的“双刃剑”，在市场上行阶段能够放大收益，但在市场波动下行时也会成倍放大亏损。尤其是当前市场分歧持续加剧，叠加多重不确定性因素扰动，杠杆ETF的潜在风险愈发凸显，投资者应高度警惕。

近期的海外市场波动，已直观体现出杠杆产品的巨大风险。韩国金融监督院6月18日发布报告称，5月27日至6月12日，三星电子正股最大回撤为18.0%，对应的2倍杠杆ETF回撤幅度高达35.9%；SK海力士正股回撤19.1%，其杠杆ETF回撤更是达到38%。韩国金融监督院多次警示，在个

股±30%的涨跌幅限制规则下，2倍杠杆产品单日理论最大亏损可达60%。

值得注意的是，今年6月初，一只追踪SK海力士的杠杆ETF连续两个交易日出现与正股走势完全背离的极端异常波动。6月8日，SK海力士正股下跌近8%，该ETF却逆势飙升近50%；次日，正股大涨超13%，该ETF却一度暴跌40%。

该ETF管理方韩国投资管理公司将原因归结为做市系统流动性不足，在收盘竞价等做市商无报价义务的时段，大量市价买入订单将价格推至远高于公允价值的水平，形成严重溢价，次日流动性恢复后价格急速“纠错”，导致前期追高的投资者遭受重大损失。

沪上一位基金分析人士分析了杠杆ETF蕴藏的风险：首先，杠杆ETF采用每日调仓的衍生品结构，高波动环境下时间衰减会侵蚀长期收益，即便标的股价回到原点，净值也可能亏损；其次，杠杆产品涨跌双向放大，当前半导体估值已处高位，一旦回调冲击将极为剧烈，且规模膨胀后若遇到集中赎回，可能引发流动性螺旋；最后，在韩国等市场，杠杆产品交易规模已接近龙头个股水平，大量散户集中押注形成正反馈循环，上涨时放大买盘，下跌时触发止损盘加速下行，其中蕴藏的风险不容忽视。

“半导体产业链环节众多、分布广泛，深度嵌套于复杂的全球化分工体系之中，这意味着投资者面临的风险因素非常复杂。无论是相关企业财报指引不及预期，还是一些政策上的变化，都可能瞬间打破原有的定价逻辑与估值框架，从而引发市场剧烈波动。”惠理集团投资组合总监盛今表示。

危机阿尔法的“危机”

◎记者 马嘉悦

今年以来，受美联储降息预期摇摆、地缘局势不确定性等因素影响，大宗商品市场不断上演反转型码。在这种情况下，有“危机阿尔法”之称的CTA（管理期货）策略本该大展拳脚，成为投资者账户里坚如磐石的“避风港”，然而，现实却是另一番景象。

第三方平台数据显示，6月8日至12日，面对黄金价格、原油价格的下跌，多只CTA策略私募基金出现了2%以上甚至超过10%的单周回撤，其中不乏百亿级私募和新锐“黑马”。

这场“危机阿尔法”的危机背后，究竟是不可抗力力的“黑天鹅”，还是相关管理人在风控上的“短板”？CTA策略能否真正为投资者分散风险？管理人又能从这场回撤中学到什么？

“危机阿尔法”面临回撤

近日，一家信托公司标品业务负责人向上海证券报记者展示了一组数据：“我们池子里跟踪的大量CTA策略私募基金单周回撤普遍达到了2%到5%，个别甚至超过10%。很多产品辛苦积累了下半年的超额收益，在这短短几天的急速下跌中，几乎被抹平。”

第三方平台数据显示，截至6月12日，大量CTA策略私募基金单周跌幅超过2%，不仅包括会世私募、洛书投资、横琴均成私募等头部私募旗下产品，还出现了量盈投资等新锐的身影。与此同时，截至6月12日，部分CTA策略产品单周回撤高达10%以上。

从近期跌幅较大的CTA策略来看，多只产品净值走势与单一品种表现较为相似。

以某私募旗下产品为例，截至6月12日，该产品单周跌幅高达11.29%。其间，COMEX黄金期货价格一度跌破4100美元/盎司。此前，今年1月，COMEX黄金期货价格上涨12%，同期该产品净值上涨34.7%；5月11日至15日，COMEX黄金期货价格回撤超过4%，该产品净值回撤4.53%。

“今年一季度，CTA策略受到资金关注，不少投资者将其作为组合配置中抵御宏观风险的‘利器’，但没想到，从收益情况来看，CTA策略产品反而成为组合中的‘风险’。”一位渠道人士透露，近期一些高净值客户表达了相关的困惑。在这场宏观环境的压力测试中，所谓的“危机阿尔法”不仅没有危机中实现收益，反而纷纷面临回撤。

环境因素还是“赌性”较大

为何“危机阿尔法”在短期内集体哑火？对此，业内人士表示，市场环境变化占主导因素，但个别管理人的风控水平也有待提高。

双隆投资表示，6月以来，美联储从降息预期转为加息预期，中东局势不确定性凸显，导致全球股市、原油、黄金等资产都出现了大幅波动。CTA策略之所以被称为“危机阿尔法”，主要是其与股债资产的低相关性，尤其是在系统性风险爆发时发挥对冲作用，但多数CTA产品中趋势跟踪策略占比比较高，今年以来商品市场趋势延续性低，板块强弱关系频繁切换，CTA策略净值持续磨损。

千象资产分析称，5月末至6月中旬，随着中东局势的变化，大量品种与前期趋势形成急剧反转。而大部分管理人的持仓往往基于过去一段时间的趋势方向，当多个核心板块在短时间内同步反转、多头和空头头寸同时反向，会形成典型的“多空双杀”，另外，前期规模扩张显著的CTA策略管理人，面临交易滑点上升的风险，从而进一步放大了回撤幅度。

不过，业内人士普遍认为，极为显著的单周回撤，似乎无法简单归咎于市场环境。

格上基金研究员焦冰表示，主要跟踪中长期趋势的管理人，因重仓贵金属、黑色系等品种，受商品“跳空穿损”的冲击最深。与此同时，部分管理人旗下部分产品仓位高度集中，保证金比例高，其在黄金、原油等品种价格预期反转的过程中必然会出现显著回撤。

沪上一家百亿级私募相关人士坦言：“今年以来，全球宏观环境不确定性凸显，杠杆比例高或集中押注单一品种的产品，不仅无法体现出对冲价值，还造成了净值的显著亏损。”

配置不该是一场“豪赌”

在业内人士看来，CTA策略产品的净值波动，也是一堂恰逢其时的风险警示课。

一位私募市场人士直言，今年以来，不少投资者申购CTA策略产品的主要驱动因素，是去年亮眼的业绩表现和基于“危机阿尔法”认知的对冲需求，但事实上，业绩极为抢眼的产品往往不具备对冲性质，“危机阿尔法”也不代表着“有危机就能赚钱”。

该人士解释称，CTA策略的特点是与传统的股债资产相关性低，但历史上也曾多次出现过股、债、商品“三杀”的风险，CTA策略产品往往在宏观预期反复的环境下业绩承压。与此同时，去年部分管理人依靠押注单一商品或高杠杆的方式，实现了业绩领先，“去年只要集中做多黄金、原油，便可赚得盆满钵满。而此类策略显然是以博取高收益为目的，而非组合中对冲配置的优选。因此，理性看待自身配置需求和策略特点，在配置CTA产品时选择长期业绩稳健、策略复合化程度高的管理人”。

不少CTA策略管理人也进行了反思。近期旗下产品出现一定回撤的沪上某私募管理人直言，从今年以来的市场环境来看，突破风控约束去获取收益是得不偿失的，尤其是在大量资金因高收益涌入CTA策略时，要对风险更为敬畏。

焦冰也认为，CTA策略管理人应在多个层面进行策略优化：在策略层面，进行从单一趋势到多维度收益的优化，即融合短中长期周期趋势，避免单一周期在特定行情中全军覆没，并将期限结构、基本面量化、套利等子策略纳入产品，避免在单一板块过度集中，分散收益来源；在风控层面，根据市场波动率和趋势强度主动调整杠杆，并针对“跳空穿损”等极端场景建立预案，对同类策略持仓集中度进行监控，强化组合抗风险能力。

构建多层次生态 公募REITs资产范围不断拓宽

◎记者 陈明

首批商业不动产公募REITs上市，首批中证REITs全收益指数基金获批——两大里程碑事件接踵而来，为公募REITs五周年画上了浓墨重彩的一笔。

数据显示，截至2026年6月18日，全市场已上市公募REITs有86只，总市值达2450亿元。在政策支持下，公募REITs的资产范围不断拓宽，运作机制持续更新，已成为被市场广泛认知并逐渐重视的资产类别。与此同时，公募REITs在发展过程中也面临“阵痛”。在业内人士看来，当前公募REITs市场“一级热，二级冷”的情况仍待改善，投资者生态结构也有待进一步优化。

商业不动产上市 指数化产品落地

6月18日，首批4只商业不动产公募REITs——汇添富上海地产商业REIT、中信建投首农商业REIT、国泰海通砂之船商业REIT、中金鼎泰商业REIT，正式于二级市场上市交易。

此外，中国证监会官网显示，6月17日，华夏基金、易方达基金、南方基金、中金基金等4家机构上报的中证REITs全收益指数基金进度更新为“行政许可决定书”。业内人士分析称，这意味着首批中证REITs全收益指数基金落地取得重要进展。

在市场人士看来，上述两大事件均为公募REITs发展史上的里程碑。

公开信息显示，2025年末，商业不动产REITs试点正式开启。今年5月末，首批4只商业不动产公募REITs在正式发行时均提前结束募集并启动比例配售，网下认购十分踊跃，

合计募资规模超过200亿元。中金公司研报称，存量商业不动产规模为40万亿元至50万亿元，即使按照2%至3%的潜在证券化率计算，该领域有望为REITs市场带来万亿元级的供给增量。

从上市首日表现来看，上述4只产品交投活跃，收盘全部上涨，交出了亮眼的开篇答卷。

“商业不动产REITs从政策开闸到首批上市仅历时数月，标志着公募REITs正式完成从基础设施到商业不动产领域的关键品类拓展，彻底打通了商业不动产‘投—融—建—管—退’的完整资本闭环。”沪上一家基金公司REITs研究团队负责人说。

而指数化产品落地，不仅是公募REITs产品体系的重大创新突破，更有望为REITs市场持续引入“源头活水”。

5月18日，华夏基金、易方达基金、南方基金、中金基金等4家机构申报中证REITs全收益指数基金，仅一个月该批产品便获批。光大证券研报认为，REITs指数基金以中证REITs全收益指数为跟踪标的，是反映公募REITs市场整体表现的核心基准。指数产品落地能够强化REITs市场估值底、平抑市场非理性波动、提升市场的稳定性及流动性，同时，组合配置下有望降低REITs的投资门槛，普及REITs配置，吸引更多资金入市。

挖渠引水并扩容 构建多层次生态

2020年4月，《关于推进基础设施领域不动产投资信托基金（REITs）试点相关工作的通知》出台，公募REITs正式起步。2021年6月21日，首批9只公募REITs正式上市，募集资金合计超过300亿元。

5年一晃而过，公募REITs总市值已突破2000亿元，资产范围不断拓宽，运作机制持续更新，成为被市场广泛认知并逐渐重视的资产类别。

截至2026年5月末，已上市REITs资产类型包括产业园、仓储物流、保障性租赁住房、消费基础设施、数据中心、高速公路、市政环保及能源，实现了从传统基建向租赁房、消费以及新型基础设施等领域的全覆盖。商业不动产REITs的问世，则标志着REITs市场正式步入“基础设施+商业不动产”双轮驱动阶段。

从运作机制来看，过去5年，对公募REITs的政策支持不断强化。

从发行端来看，2022年1月，财政部、税务总局发布《关于基础设施领域不动产投资信托基金（REITs）试点税收政策的公告》，优化了REITs发行前资产重组及设立环节的所得税计量与缴纳规则。

从需求端来看，监管层持续引导社保基金、保险资金等长期资本配置REITs，推动REITs指数基金等多元化产品入市，同时积极推进将REITs纳入沪深港通标的范围。2024年2月，证监会发布《监管规则适用指引——会计类第4号》，更是首次明确公募REITs的权益属性，允许机构投资者将其分类为以公允价值计量且其变动计入其他综合收益的金融资产（即计入OCI账户）。

结构性分化渐显 流动性瓶颈待解

随着市场逐渐扩容，公募REITs一级市场与二级市场的分化也逐渐显现，“一级热，二级冷”为主要特征。

一级市场方面，自2021年起，公募RE-

ITs一级市场保持了稳健的扩容趋势。稳定分红的特征，使REITs逐步成为机构配置目标之一。中金公司研报数据显示，截至2026年5月末，2025年以来公募REITs新产品累计上市24只，网下认购倍数区间为1.1倍至431倍，平均网下认购倍数为180倍，实际募集规模较拟募集规模溢价率达9.3%，首日上市涨幅平均为20.7%。

相比一级市场，公募REITs二级市场流动性匮乏问题待解。中信证券研报称，沪深交易所公开数据显示，截至2026年5月15日，已挂网项目（含已申报、已受理、已反馈、已发售但未上市）合计募集规模预计达1220.04亿元。与此同时，受一级市场新增供应显著放量、部分行业及资产经营持续承压、母端利率缺乏趋势性下行行情等因素扰动，二级市场方面表现偏弱，流动性匮乏的问题凸显。

对此，中金公司建议，可从四大维度优化REITs二级市场流动性：一是扩大有效自由流通盘，动态优化战略配售机制；二是丰富投资者生态结构，纵深推进指数化与ETF投资矩阵；三是健全做市商生态，稳步探索风险对冲与衍生品工具；四是提升信息披露与数字化水平，夯实资产定价锚定。

从投资端来看，近年来公募基金向公募REITs倾斜的投资配置比重持续增加。中信证券研报显示：截至2026年5月15日，全市场共有11只债券型基金将公募REITs纳入投资范围；截至2026年一季度末，公募FOF的REITs持仓公允价值达2.28亿元，其中，中欧基金、汇添富基金、易方达基金、招商基金和南方基金的持仓均在1000万元以上，而REITs指数基金的获批，不仅打通了多元资金入市通道，也有望推动投资者结构进一步优化。