

## 机构激辩“美元见顶论”

# 资金瞄向全球资产“性价比”



近日,随着美元指数在连续下跌后出现了一次大幅反弹,美元是否真的见顶成为机构热议话题。接受中国证券报记者采访的多数机构人士认为,考虑到美联储仍将保持相对紧缩的货币政策,短期内美元仍将维持强势,年底或开始回落。也有机构人士表示,交易员对美元指数前景的看好程度创一个月来新低。

对于资产配置,机构人士表示,全球股市前景波折,持有债券的性价比相对更高;从区域角度看,相比海外国家,中国在经济增速、通胀压力和政策空间方面优势凸显,中国资产具备一定“性价比”。

● 本报记者 周璐璐



2022年以来美元指数及龙头商品期货表现

名称	9月15日 记者发稿时报价	2022年以来 累计涨跌幅
美元指数	109.6408	14.24%
CRB商品指数	286.33	23.22%
伦铜期货	7796美元/吨	-19.80%
沪铜期货	62220元/吨	-11.27%
COMEX黄金期货	1695.6美元/盎司	-7.27%
沪金期货	385.24元/克	3.20%
COMEX白银期货	19.39美元/盎司	-16.88%
布伦特原油期货	94.23美元/桶	21.09%
WTI原油期货	88.57美元/桶	17.75%
国内原油期货	675.9元/桶	36.08%

视觉中国图片  
数据来源/Wind

### 美元重要支撑力量仍在

上周,美元指数在创出20年新高后迅速回调,同时,全球股市、原油等风险资产纷纷走高。这令市场人士直呼“强势美元拐点乍现”。不过,随着美国8月CPI数据超出市场预期,市场对强美元是否见顶再度存疑。

“美元暂未见顶”,川财证券首席经济学家、研究所所长陈雳对中国证券报记者表示,“虽然今年以来美联储多次加息,但美国通胀缓解程度低于预期,离2%的长期通胀目标还有较长的距离。因此,在通胀压力下,美联储预计仍将保持相对紧缩的政策,从而支撑美元强势表现”。

中信建投证券首席经济学家黄文涛也认为,不宜轻言美元见顶。历史经验表明,美联储需要加息到超过或接近通胀增速,才能明显控制通胀压力。此外,虽然美国经济衰退预期仍在,但美国经济“弱而不崩”局面持续,美元的重要支撑力量仍在。

尽管短期美元或维持强势表现,但机构人士认为,其上行空间已不大,且看多情绪正逐渐降温。

市场技术分析师、华尔街知名交易员汤姆·狄马克编制的一项连续指标显示,期权市场越来越不相信美元将升至另一个峰值,交易员对美元指数前景的看好程度创出一个月来新低。巨丰投顾高级投资顾问陈昱成预计,今年年底美元指数可能在触顶后回落,明年可能持续震荡并延续缓慢走弱行情。

### 债券或成资金“避风港”

在美元见顶仍需等待背景下,全球权益资产表现短期或受到抑制。

巨丰投顾高级投资顾问赵玲认为,美联储加息之下,新兴市场资本外流在所难免;发达市场受流动性收缩影响,表现亦不会太好。“对于股票市场而言,无论是发达市场还是新兴市场,全球高利率都将导致市场偏好发生转变,股票市场将承压。”陈雳判断。

在中信证券海外宏观首席分析师崔嵘看来,欧洲将于年内陷入衰退,美国或于明年年中前后陷入实质性衰退,在欧美央行激进加息预期下,欧洲股市或将面临较大压力,美股当前尚未见底,“美股见底或需等到美联储货币政策出现真正转向”。

在股票市场承压之下,债券或成为资金“避风港”。陈雳认为,在全球高利率预期下,持有债券的性价比相对较高。

对于汇率市场,陈雳表示,短期来看,美联储强势加息一定程度上会导致部分国家出现资本外逃的现象,汇率短期承压。中长期来看,汇率贬值后会导致本国出口产品更具价格优势,进而形成贸易顺差,最终使汇率维持在一个平衡区间。

### 中国资产性价比优势

美元升值的同时,人民币汇率也面临一定贬值压力。这对国内市场影响几何?

“中国央行具有充足的工具箱应对汇率贬值压力。”黄文涛说,中国央行短期维护汇率稳定的工具包括但不限于上调外汇风险准备金率、下调存款准备金率、调节跨境融资的宏观审慎管理系数等。

在中银国际证券首席宏观分析师朱启兵看来,相较欧洲、日本和其他新兴市场国家,我国在经济增速、通胀压力和政策空间方面仍有比较优势,预计人民币汇率或仍以波动为主,不会形成持续贬值趋势,因而维持对人民币资产的看好。

“在此轮美元走强中,人民币相对其他一篮子货币贬值幅度相对好一些,这也体现了我国相对更好的基本面。”赵玲说。

“全球股市前景依然波折,在此背景下,下行空间小,资产优质、低估值、向上弹性更大的港股市场存在机会。”在平安证券首席策略分析师魏伟看来,“优质资产集中的资讯科技板块、以能源和高耗能品类为代表的景气能源周期板块、低估值且具备高弹性的部分可选消费领域是关注的重点领域。”

对于A股市场,魏伟认为,人民币双向波动渐成常态,A股对此的整体反应可能趋于钝化;长期来看,我国经济增长特别是高端制造业在全球的相对竞争力有望持续显现,对A股与汇率均有支撑。

# 大宗商品市场短期料承压

● 本报记者 马爽

上周美元之锚高位止涨震荡,令一众大宗商品龙头品种暂得喘息。但反弹行情仅仅维持了一周,大宗商品多头转眼又偃旗息鼓。分析人士表示,大宗商品短期将承压,建议关注黄金在关键支撑位附近的表现。

### 商品龙头有所怯退

9月以来,市场对美联储加速收紧货币政策预期有所降温,且经济衰退预期缓和,美元指数阶段性回落,大宗商品走出如“镜像”般的反弹行情。国内中秋节期间,外盘黄金、铜以及原油价格都出现了明显反弹。其中黄金价格在跌至关键点位后迎来反弹,铜价则大幅上涨。不过,伴随美元重新走强,黄金、铜市场的多头似乎又有所怯退。

“9月欧洲央行超预期加息75BP,使得欧元对美元小幅升值,同时美国公布的8月新增非农就业数据表明就业尚未受到此前加息的明显冲击,美元暂缓升值趋势。这期间,受到金融属性影响的铜、黄金、原油价格均出现小幅反弹。”宏源期货研究所分析师曾德谦对中国证券报记者表示,进入9月中旬后,美国公布的通胀数据维持高位,美联储官员持续释放偏鹰信号,市场对美联储偏鹰言论的担忧情绪再度升温,上述品种的反弹动能正在减弱,预计在9月美联储加息落地后或将回归基本面逻辑。

多位分析人士告诉中国证券报记者,在美联储政策扰动下,当前宏观因素已经成为商品市场尤其是龙头品种走势的一个重要“指挥棒”。“对于黄金、铜和原油而言,只要宏观因素发生变化,其行情走势就会出现转变。”方正中期期货宏观及贵金属资深分析师史家亮对中国证券报记者表示。

当前,美国8月通胀数据强于预期,美联储加息加息预期大幅升温,9月加息75BP概率大,美元指数和美债收益率均大幅上涨,黄金、铜和原油价格均承压回落。“黄金价格又回到关键点位附近。”史家亮说,原油则因供给端趋紧,市场形势较为复杂,沙特主导的“OPEC+”减产预期和动作、地缘局势均对其价格构成影响。

### “看美元做商品”靠谱吗

据了解,在实际交易中,“看美元做商品”是部分期货投资者做投资时的重要参考指标。甚至,在一些重大数据、重大会议前后,部分投资者会据此搏一把商品短线行情。

“在高频交易中,黄金、原油、铜与美元之间的走势呈现比较明显的负相关性,这主要是由于这三类商

品的结算货币都是美元,当美元升值时,对计价商品都会形成利空效应。”中信建投期货分析师王彦青对记者说,但从长期趋势看,黄金跟美元的负相关性并不是特别强,两者的相关性为-0.3左右,铜以及原油与美元的关系也类似。

理论上来说,由于黄金、原油、铜等商品龙头品种都是美元计价,其走势与美元具有负相关性。此外,从资金流动角度考量,当美元资产表现强劲之际,资金会主动从黄金、原油、铜等商品龙头品种市场流向美元资产市场,进一步推升美元,利空商品;反之则会利好商品,利空美元。

“这种负相关性,在不同品种之间是不同的,即便是同一品种在不同的历史时期相关性亦不同,特别是铜和原油,更要关注自身基本面的变化。在特殊时期,黄金、原油、铜等商品龙头品种走势与美元也有可能出现同涨同跌现象。”史家亮表示。

从基本面角度分析,曾德谦认为,铜市方面,在库存低位去化的趋势下,受智利Escondida铜矿罢工扰动,同时国内铜需求在传统消费旺季背景下,叠加新能源、光伏等行业政策利好预期推动,价格或在9月至10月有所修复。原油方面,尽管长期预期不算乐观——世界经济衰退风险仍在上升,但“OPEC+”10月石油减产政策落地,市场对冬季欧洲能源危机的担忧,使四季度油价走势得到支撑。

### 双重压力

展望后市,分析人士认为,美元仍将是商品龙头难以摆脱的“锚”。

“对于美元而言,强势行情将持续,或需等到9月美联储议息会议或四季度才可能出现调整行情。”史家亮表示,美元指数的变动,对于黄金、白银等贵金属的走势会产生较明显的影响,对原油、铜等大宗商品亦有影响,但影响程度有限。

“在美联储货币政策加速收紧与经济衰退担忧影响下,黄金关键点位(1675-1680美元/盎司)支撑依然有效,关键点位上方配置价值依然存在,若跌破关键点位则会进入熊市行情。铜价虽然可能会因为供给端偏紧表现较强,但大趋势依然偏弱。对于原油而言,地缘局势影响下能源危机依然严重,“OPEC+”产油国亦有意挺价,原油价格近期维持高位运行,未来不排除进一步下行可能。”史家亮分析。

面对流动性紧缩以及经济衰退带来的双重负面压力,大宗商品市场短期料承压,但在经过这一轮经济降速后,随着未来刺激经济政策落地及全球货币政策逆转,会逐渐进入下一轮配置周期。短期内建议少配置风险资产,多配置避险资产,待货币政策转向后,重新配置风险资产。”王彦青建议。

华鑫证券董事长俞洋:

## 做长期主义的坚定践行者 探索跟投机制与客户共进退

● 本报记者 徐昭 林倩

随着资管新规落地,券商资管开启了高质量发展新时代,各家券商资管也纷纷探索自身业务特色。日前华鑫证券有限责任公司(简称“华鑫证券”)董事长俞洋在接受中国证券报记者专访时表示,公司资产管理业务一直以来坚持长期主义发展理念,明确与客户共进退的机制,设立良好的跟投制度,与客户利益紧密绑定,真正做到敬畏市场,敬畏客户。

作为券商资管领域首批设立跟投制度的券商,2022年7月,华鑫证券制定了具体的资管业务跟投管理制度,要求公司资产管理条线相关负责人及骨干员工以现金跟投,以诚信的资产管理文化理念做指导,采取扎实有效的中长期跟投举措。在相关条件进一步成熟后,华鑫证券还将逐步扩大跟投人员范围,丰富跟投模式。

### 长期主义的积淀

近年来,基金经理和基金公司跟投、自购在公募圈日渐兴起。2022年6月,中国证券投资基金业协会(简称“中基协”)发布《基金管理公司绩效考核与薪酬管理指引》(简称“《指引》”),建立绩效薪酬递延与绩效薪酬跟投机制,其中明确指出,基金管理公司的高级管理人员、主要业务部门负责人、基金经理应当将一定比例的绩效薪酬购买本公司或者本人管理的公募基金,并需遵守基金从业人员投资资金的期限限制。

在证券、保险、银行、信托等金融行业,虽然递延支付规则运用得较普遍,但在跟投机制上尚未有明确要求。俞洋表示,在中基协发布《指引》之前,华鑫证券就一直在推进跟投机制,并早已开始试点实践,通过实际行动,与客户共进退,得到了客户的高度认可。这次跟投管理制度的出台既顺应行业发展趋势,也坚定了公司在资产管理业务的发展上坚持长期主义的决心。

可以说,华鑫证券资管跟投制度的出台并非偶然,这是华鑫证券骨子里长期主义的积淀。

此前,华鑫证券就在内部发布了《华鑫证券资产管理长期主义发展要点》,制定了八条要点,首要一条就是树立长期主义发展理念,立志做资产管理行业的优秀长跑者,还包括客户利益永远至上、加强优秀投研团队的建设,建立与客户共进退的机制,加强投研基础设施建设、金融科技引领、重视中长期考核、践行ESG绿色发展理念。

而跟投管理制度正是基于《华鑫证券资产管理长期主义发展要点》第四条“建立与客户共进退机制”而形成,遵循委托人利益优先的原则,要求公司资产管理条线相关负责人及骨干员工以“现金跟投”方式,建立华鑫证券资产管理业务人员与委托人利益的绑定机制。

### 真金白银跟投

不管是中基协发布的《指引》还是华鑫证券内部出台的跟投管理制度,核心都是反对“短期主义”对投资人及资管行业长期健康发展的损害。“资管新规实施后,我们一直在推进建设以诚信为核心的资产管理文化。”俞洋表示,在以客户利益为重方面,没有比拿自己的钱一起投进去更有诚意了。

“跟投机制也是比较有效的限制‘短期主义’的方式之一。”俞洋指出,跟投管理制度覆盖资管业务主要负责人和骨干员工,并且鼓励其他适格人员积极参与跟投,尤其是投资总监,必须跟投自己所负责的资管产品,并且持有期不得少于1年。跟投管理制度对于人员、所投产品、持有时间均有相对明确要求,力求做到不流于形式,从实质上克服“短期主义”,以做资产管理行业的优秀长跑者为最终目标。

在跟投管理制度设计之初,华鑫证券探讨最多的议题是以何种方式进行跟投。目前行业跟投机制比较常见的是绩效薪酬跟投,将薪酬递延部分用于产品跟投。并且,公募基金产品与私募基金产品在认购起点和封闭期要求上都有巨大的不同,私募基金产品起投点至少30万元起,一般都有较长的封闭期。

“考虑到跟投机制的目标与客户利益一致,只有成为客户才能真的做到和客户保持‘感同身受’。”俞洋表示,因此要求符合合格投资人标准的骨干人员以“现金跟投”方式,以制度为约束更好地做好跟投机制。华鑫证券跟投管理制度要求资管业务主要负责人和部分骨干人员都要真金白银的掏钱出来跟投自己发行的产品,同时也会考虑到每个人的家庭收入和财务状况。

### 争做一流特色资管机构

华鑫证券跟投管理制度能够顺利出台,得益于公司很早就向员工传达长期主义的理念,以及保持和客户利益紧密绑定的决心,有了坚定的信念,跟投机制才更能被员工理解和接受。

“资管新规落地,资管向主动管理转型的这段时间里,我们一直都在思考和探索一条可以真正做到与客户共进退的道路。”俞洋指出,凡是有利于客户体验的,再困难的障碍也要克服。跟投机制能有效激励和约束投资人员,防范道德风险。其本质是将投资者与管理人捆绑,起到激励和约束管理人的目的,做到与投资人“有福同享,有难同当”。

从行业发展现状来看,俞洋认为,中国的资管行业会加速步入到一个特色化竞争的新阶段,百花齐放,券商资管可发挥自身优势,丰富多元资产配置,持续为投资者创造价值。

俞洋指出,华鑫证券资管的核心定位,是打造“收益稳、波动低”为特征的稳健型理财体系。

数据显示,截至2021年末,华鑫证券资产管理总规模较2020年末增加99.65%,其中集合资管计划规模同比增长298.78%。在资管新规后,华鑫证券归零了通道业务,坚决向主动管理转型。

“创新是打造特色资管机构的必由之路。”俞洋指出,华鑫证券积极创新金融风险管理工具,并于2022年7月自主研发发布了“反脆弱指数”,通过对股票、债券、商品、波动率等不同资产的多空交易和分散配置,以获取非对称性收益。反脆弱指数中包含了股票、债券、商品等多类资产和策略,不仅各资产和策略间相关性极低,且组合与沪深300指数大多呈现负相关关系,从而能够在获取长期回报的同时,大幅降低组合整体的波动率。

作为券商资管领域首批设立跟投制度的机构,俞洋表示,将以诚信的行业文化为引领继续探索长效的发展机制,打造中国一流特色资管机构。