

## 解码资管新动能

系列高端访谈

华夏理财副总裁贾志敏：

## 坚守绝对收益路线 深耕“难而正确”的事

对公司战略如数家珍，对敏感问题毫不避讳，对行业发展充满热忱……这是在两个小时采访过程中，华夏理财副总裁贾志敏给中国证券报记者留下的深刻印象。

成立两年来，华夏理财在业内声名鹊起。“打造优质理财工厂”的经营理念被广为流传；“ESG投资”和“科创投资”两张特色名片深入人心；在业内率先发起“华夏理财节”，力图营造更佳的客户体验……

“相较于公募基金短负债追求相对收益、保险机构长负债获取绝对收益模式，银行理财短负债实现绝对收益是正确且不容易的事，需要始终保持进取和学习的状态。”贾志敏表示，目前华夏理财正在向“理财工厂2.0”转型。投资者教育方面，公司希望通过自我革新满足客户需求，9月底还将推出直销APP，以优化投资者体验。

●本报记者 王方圆 见习记者 吴杨



视觉中国图片

推进理财工厂迭代  
始终以客户为中心

如何内化出适合自身系统的方法论？如何因时而进，动态调整公司发展策略？对于资管新规之后宛若新生的银行理财行业而言，这是每个公司无法回避的问题，也是华夏理财持续探索的领域。

自成立以来，华夏理财便推出“打造优质理财工厂”的经营理念，搭建起以规模化生产、体系化运作、精细化管理、ESG融合和金融科技赋能的理财工厂运作模式。这既保证了华夏理财业务流程的稳健运行，也推动了产品收益的稳定表现。

“公司仍处于爬坡期。尽管管理规模变化不大，但内部结构较两年前已发生显著变化。”贾志敏表示，一是理财产品即将实现100%净值化；二是系统体系、组织架构、规章制度等基础设施趋于完善、智能；三是人员选拔、内部考核更加市场化，公司大事创业氛围浓厚。

尽管如此，华夏理财仍继续朝着“理财工厂2.0”转型。贾志敏说，“相比1.0、2.0的流程运作更精细，特别是投资八步法的制定和营销板块的组织架构优化，极大提升了营销和投资的协同效应，分工明确、联动紧密。”

市场化方面也更进一步。“从今年年初开始，华夏理财持续完善考核制度，最终导向是更专业、能力更强的人才能管理更大的资产规模。”他表示，在以绝对收益为运行底座的前提下，公司对投资经理最核心的考核指标就是业绩基准达标率。

在他看来，市场化不仅涵盖人才结构、薪酬制度、考核机制，更重要的是给优秀人才足够的话语权和发展空间。值得关注的是，今年以来，华夏理财积极建



立自上而下和自下而上相结合的投资决策和资产配置体系，并于近期分别组建了固收、混合和权益策略小组。

据了解，各策略小组由绩优的投资团队负责人、投资经理组成，每半年更新一次。“他们会制定每个月的每类产品包括期限、长期、杠杆等关键投资指标，以及重点投资方向。通过决策与执行的上下统一，降低投资失误的概率，争取在动荡的市场环境下，能够做到最优或次优的选择。”贾志敏说，策略小组的设置是“理财工厂”工艺不断完善的表现，是2.0版本中比较重要的环节，能够保证公司精细化经营管理各业务板块专业化发展提供了更多助力。

全市场布局渠道  
外销直销两端发力

去年以来，银行理财市场跑马圈地特征日益明显，渠道建设成为各家理财公司发展的重要命题。自成立以来，华夏理财靠前发力，全方位、多层次销售体系建设初见成效。

“目前，华夏理财行外代销机构数量接近40家，涵盖国有大行、股份制银行、区域性银行、互联网银行以及外资银行等各类机构。”贾志敏向记者介绍，截至8月末，公司行外代销规模已突破千亿元，这也将在一定程度上说明了公司产品的竞争力。

同时，理财公司独立运营后，基于客户画像、展示公司风采、完善信披渠道、减少沟通链条与传导误差等需求，贾志敏表示，华夏理财将推出直销APP。在他看来，代销和直销渠道可以实现相得益彰的效果。“在传统银行中，手机银行承载了很多业务品种，无法专门为银行理财敏捷迭代用户体验。”他表示，华夏理财计划以直销APP为抓手，不断丰富投顾生态和优化投资者体验，进而实现对代销渠道服务的补充。

为助力渠道工作顺利开展，华夏理财在金融科技方面不遗余力。“我们高度重视金融科技在公司的战略地位，持续加大科技资源投入，致力于打造极致的用户体验，销售推广多元、产品创新灵活、研究决策精准、投资交易便捷、运营管理安全、风险管理智能的数字化平台。”贾志敏表示，目前已从最初仅有两套系统，发展到涵盖投研管理、运营管理、风险管理、数据管理、信息披露与监管报送等五大系统群，为公司精细化经营管理各业务板块专业化发展提供了更多助力。

追求绝对收益  
敏捷响应投资者需求

追求绝对收益是银行理财行业整体发展路线，但在波谲云诡的资本市场中却不容易实现。

在金融行业摸爬滚打多年，贾志敏对银行理财在资产配置方面所处的“尴

尬境地”直言不讳。“相对保险资金和公募基金，银行理财资金负债期短，但又要做出绝对收益，摊上两头劣势，想实现绝对收益其实很难。”

华夏理财正是在这样的环境下摸索出一套较为成熟的方法论。“理财工厂和绝对收益这条路值得走，也应该去走，只要最后能给客户创造收益。这是全市场超过9000万银行理财投资者的需求所决定的。”对于理财工厂2.0，贾志敏坦言，“也许2.0还不够完善，但我们会始终保持进取和学习的状态，不断摸索，去实践、去优化。”

投资者服务方面，他表示，华夏理财的理念是通过自我革新满足客户需求。据了解，今年以来，华夏理财已优化在售固收类理财产品的标签化管理，细分现金管理、低波动、短债、中长债、固收增强、固收债权等特征，提升产品辨识度。销售服务方面，华夏理财已构建对客沙龙、直播以及对内培训、路演、场景演练的宣传矩阵和能力，客户分层投顾服务体系初见成效。“随着营销板块职能架构的优化，销售渠道服务响应将更精细、更专业、更敏捷。”据他介绍，成立一周年时，华夏理财推出行业首家理财节活动。“今年公司成立两周年，我们倾情打造了7款费率优惠的活动产品，推出5款H5有奖投教小游戏，真诚回馈新老客户的支持与厚爱，这样的理财节活动我们会坚持举办并不断升级优化，给客户最好的服务感受。”

谈及当前资产配置，贾志敏表示，公司对未来中国经济发展充满信心，但市场存在波动，需要管理人适度的等待、适度的耐心，逢低布局。“短期来看，债券市场整体存在机会；中长期来看，公司将做好应对和加强防守，提升组合流动性，择机加大权益类资产配置，重点关注高质量发展领域。”

空头纷至沓来  
黄金多头遁弃两“仓”

●本报记者 张利静

美元指数站上110之后，在负相关资产中，黄金位于跌幅榜前列。上周现货黄金价格跌破1680美元/盎司这一当前市场公认的关键点位，其背后纷至沓来的黄金空头毫不掩饰宣战的决心。

数据显示，今年3、4月份以来，COMEX黄金持仓中多头寸大幅减少，世界上最大的黄金ETF——SPDR持仓也明显下滑。黄金股亦曳兵弃甲，堕于日K线之间。不过，更加颓落的铜价为金价保留了“最后的倔强”，金铜比年内出现一定回升。

业内人士认为，随着美联储进一步将基准利率大幅提升至远超中性利率水平后，金铜比价有一定的反弹空间。就金价而言，非商业多头寸皆未出现止跌信号，但空头持仓处于高位，不排除空头回补下出现反弹行情。

## 黄金连遭抛售

如果要窥探黄金在资本市场的魅力值，离不开对两个指标的观察，一个是美国商品期货交易委员会（CFTC）持仓报告中的黄金非商业净多头寸，另一个则是世界上最大的黄金ETF——SPDR的持仓水平。最新数据显示，伴随金价下跌，两“仓”均连续遭到多头遁弃。

CFTC报告显示，截至9月13日当周，黄金非商业净多头寸减少6513张至97344张，主要因多头持仓继续减少5595张。同期，白银非商业净多头寸则周度增加8144张至-4640张，主要因空头减持6485张，但目前仍处于净空头状态。

CFTC持仓报告中的黄金非商业净多头寸与金价具有较强的正向关系。自今年3月以来，黄金非商业净多头寸从25万张上方，减少至目前的10万张左右，期间伴随多头持仓的大幅减持，以及空头持仓的上升。”南华期货金属分析师夏莹莹告诉中国证券报记者。

从另一个指标来看，黄金多头遁逃迹象也十分明显。世界上最大的黄金ETF——SPDR最新持仓水平约为958吨，已较4月末1107吨的年内高点下滑了13%，基本与同期价格下跌幅度相当。

“历史上看，金价与黄金ETF持仓水平变化方向基本一致，持仓水平持续下滑表明黄金对配置资金的吸引力下降。”一德期货贵金属分析师张晨对中国证券报记者说，黄金ETF作为以黄金为基础资产、追踪金价波动的金融衍生产品，其产品以实物黄金为依托的设计机制决定其持仓变化情况对价格产生较大影响。二季度以来，随着地缘局势未再继续恶化，美联储紧缩政策提速，均对黄金ETF的配置需求产生抑制，此前持有份额的投资者不断减持手中头寸，使得ETF持仓水平不断下滑，进而带动黄金实物抛售，对金价形成压力。

## 保持“最后的倔强”

一边是美联储激进加息，一边是对全球经济衰退的担忧，多类资产集体走弱。在重挫的铜价面前，黄金保持着“最后的倔强”，推动金铜比回升，扳回一局。

“今年以来，金铜比摆脱了自2021年3月以来在0.2附近窄幅区间震荡，出现一定程度回升，特别是今年6月时回升较快，并一度达到0.25以上，当时因市场对美联储激进加息下的衰退担忧骤升，导致铜价重挫，而黄金因特殊的抗通胀及避险属性，跌势相对弱于金属铜。”夏莹莹说。

据了解，金铜比价通常是用来衡量全球需求与风险偏好的重要指标。当经济处于复苏期或景气期时，铜价反映需求增加，表现会超过金价，带动金铜比下行；而经济处于衰退期或萧条期时，金价受避险需求支撑表现会超过铜价，金铜比趋于上升。

“年内金铜比价总体呈现震荡上升态势，与全球经济体陆续进入紧缩周期，利率抬升使得经济增速回落的宏观面较为一致。预计随着美联储进一步将基准利率大幅提升至远超中性利率水平后，对经济的掣肘作用将明显增强，金铜比价仍有一定的反弹空间。”张晨分析。

黄金对美联储货币政策的边际变化更为敏感，而铜作为具有一定金属属性的工业品，实际工业需求改善则可能是构筑底部的必要条件。基于此考虑，夏莹莹认为，黄金可能随着经济衰退风险上升并影响到美联储货币政策立场后逐渐构筑底部，而铜的底部可能滞后于黄金。

## 会否推倒商品“多米诺骨牌”

大宗商品“一家亲”，在宏观系统因素影响下，常常出现同涨同跌的现象。黄金凭借其历史上常常领先的表现，被当作大宗商品龙头品种之一。此番黄金多空博弈形势转换，是否会推倒大宗商品市场“多米诺骨牌”？

“黄金作为特殊的商品，与其他大宗商品价格走势既有所区别，又存在联系。一方面，金价主要受金融属性主导，国际地缘政治、经济金融形势变化对金价影响权重较大，商品属性对金价影响淡化；另一方面，其他主要大宗商品价格变化被纳入宏观经济中的通货膨胀指标考量，其变化也会对通胀水平产生影响，进而对金价产生影响。”张晨说。

从盘面看，今年以来，国际原油价格与金价正向相关关系十分明显。在地缘危机爆发初期，二者一同上涨，分别显示了供需错配的商品属性与避险情绪对各自价格的支撑。随着美联储开启紧缩周期，受流动性趋紧影响，油价震荡调整带动通胀预期下行，同样对金价产生压力，二者正向联动效应明显。

“黄金作为金融属性极强的大宗商品，其走势背后往往反映的是国际宏观局势、地缘政治以及欧美国家货币政策的变化向等，黄金价格与美元指数、美债收益率等金融资产相关性亦较强，因此对国际化大宗商品价格走势有一定影响，比如白银、有色金属、原油、大豆、油脂、铁矿石等。”夏莹莹认为。

东海期货贵金属研究员刘晨业对中国证券报记者表示，由于黄金兼具抗通胀及避险的特性，从绝对价格走势来看，与大宗商品价格走势拟合度较高。从相对价格走势来看，大宗商品强势阶段通常黄金价格相对较低，而大宗商品弱势阶段黄金价格则相对较高。从属性上来看，黄金价格通常是被看作贵金属价格的“锚”，故同属贵金属板块的白银受其关联影响较为明显。

从金价本身看，夏莹莹分析，“目前黄金和白银的非商业多头寸皆未出现止跌信号，但空头持仓处于高位，谨防空头回补下的反弹行情。”

## 今年以来美股IPO规模骤降

●本报记者 周璐璐

2022年，美股IPO市场骤然降温。Wind数据显示，截至目前，今年以来，美国三大证券交易所（纽约证券交易所、纳斯达克、美国证券交易所）IPO融资规模合计仅为198.54亿美元，而2021年全年为3197.65亿美元。

业内人士称，美股市场环境低迷且敏感，美联储大幅加息推高利率、打压估值造成企业搁置上市计划，以及华尔街对SPAC（特殊目的收购公司）发行方式失去兴趣这三大因素迫使2022年美股IPO市场降温。

## 美股IPO市场遇冷

在经历2021年的火爆之后，进入2022年，美股IPO市场热度骤降。

据Wind数据统计，截至9月20日记者发稿，2022年以来，美国三大证券交易所

IPO家数合计为388家，2021年全年为1759家；年内IPO融资规模合计为198.54亿美元，2021年全年为3197.65亿美元。

2021年前9个月，美国三大证券交易所IPO家数和融资规模分别为1324家、2485.15亿美元，远超今年截至目前美股市场的IPO规模。

上周四（当地时间9月15日），美国国际集团（AIG）旗下人寿保险和退休业务部门Corebridge Financial登陆纽交所，其IPO融资规模不足17亿美元，却成为美股年内最大规模IPO。而在2021年，规模超10亿美元的IPO较为常见，例如，新兴电动汽车制造商Rivian IPO融资规模约120亿美元，韩国电商平台Coupang IPO融资规模约46亿美元。

在业内人士看来，今年美股市场IPO遇冷背景下，科技股受影响较大。摩根士丹利科技股票资本市场团队的数据显示，截至当地时间9月14日，已有238天未出现估值在5000万美元以上的科技股上市，超过2008年金融危机和2000年互联网泡沫时的纪录。

## 三大因素主导

美股IPO市场今年缘何热度骤降？在业内人士看来，主要受美股市场环境低迷且敏感、美联储大幅加息推高利率造成企业搁置上市计划以及华尔街对SPAC发行方式失去兴趣这三大因素主导。

首先，“美股市场还未企稳，下跌压力较大”，川财证券首席经济学家、研究所所长陈雳表示，“今年以来，受到地缘政治冲突、通胀压力攀升和新冠肺炎疫情等因素的扰动，美国经济复苏前景并不乐观。在此背景下，美联储连续多次大幅加息，这进一步加剧了美国经济下行压力，美股估值受到较大冲击。”

其次，华尔街券商分析师表示，随着美联储大幅加息推高利率，一些未盈利的初创企业面临成本增高和估值承压的挑战，“此时上市明显是不明智选择”。陈雳也表示，2021年美股新上市的企业中，表现较好的主要是以科技股为主的高成长性板块；

在当前高估值板块持续承压的背景下，为了减少风险，美股IPO明显放缓。在南开大学金融发展研究院院长田利辉看来，公司估值承压背景下，投资者申购热度降低，从而导致美股IPO市场承压。

最后，SPAC发行方式的熄火较大程度上拖累美股IPO市场表现。Jenner & Block律师事务所合伙人格拉斯称，2021年，美股市场SPAC发行规模达到了创纪录的水平，但今年，由于此前SPAC上市的股票股价表现令人失望以及美国证券交易委员会加强对SPAC上市的监管，华尔街投行对SPAC上市的兴趣已极大减弱。据Dealogic数据，自今年4月起，每月仅有个位数SPAC个案，7月美股市场甚至未出现任何SPAC上市案例。

陈雳预计，“考虑到美联储货币政策的不确定性仍存和美国经济陷入衰退的风险较大，2023年，美股IPO市场或仍面临较大挑战。”田利辉则预计，海外疫情、俄乌冲突和美联储收紧货币政策的急迫性在2023年有望好转，美股IPO市场有望迎来反弹。

“陈雳作为金融属性极强的大宗商品，其走势背后往往反映的是国际宏观局势、地缘政治以及欧美国家货币政策的变化向等，黄金价格与美元指数、美债收益率等金融资产相关性亦较强，因此对国际化大宗商品价格走势有一定影响，比如白银、有色金属、原油、大豆、油脂、铁矿石等。”夏莹莹认为。

东海期货贵金属研究员刘晨业对中国证券报记者表示，由于黄金兼具抗通胀及避险的特性，从绝对价格走势来看，与大宗商品价格走势拟合度较高。从相对价格走势来看，大宗商品强势阶段通常黄金价格相对较低，而大宗商品弱势阶段黄金价格则相对较高。从属性上来看，黄金价格通常是被看作贵金属价格的“锚”，故同属贵金属板块的白银受其关联影响较为明显。

从金价本身看，夏莹莹分析，“目前黄金和白银的非商业多头寸皆未出现止跌信号，但空头持仓处于高位，谨防空头回补下的反弹行情。”