

全球流动性收紧预期升温 资产配置应更重视抗波动能力

一边是国际油价持续高位运行带动多个经济体通胀率回升，一边是部分央行陆续开启加息以应对通胀压力，当前市场对全球流动性边际收紧的预期持续升温，多国国债收益率近期不断走高在一定程度上反映出市场的忧虑情绪，大类资产配置的调整或迎来重要节点。

如何看待流动性变化前景？投资者该如何未雨绸缪？对此，多位业内人士在接受中国证券报记者采访时表示，今年全球流动性环境或迎来显著边际收紧，9月前后或是关键观察窗口期；在大类资产配置上，应从追求弹性转向更加重视确定性和抗波动能力，权益市场看好高端制造和涨价主线，农产品市场的结构性机遇也值得关注。

● 本报记者 胡雨



视觉中国图片

流动性宽松环境或出现变化

北京时间5月20日，印尼央行宣布加息50个基点，这是该行自2024年4月以来首次加息。在印尼央行加息之前，澳大利亚央行、挪威央行等已“先行一步”启动加息，叠加美联储等央行年内不断释放鹰派信号，近两年支撑全球权益市场走强的流动性宽松环境或迎来重要变化。

“今年全球流动性环境或迎来显著边际收紧，这一趋势主要由中东地缘冲突引发油价飙升、通胀预期抬升以及主要央行政策转向等因素共同驱动。”华安证券研究所副所长、首席经济学家郑小霞认为，国际油价持续高位运行带来的输入性通胀压力正从能源端向消费端传导，各国央行被迫重新评估货币政策的立场。如全球主要央行维持相对偏紧的货币政策，其余经济体为稳定汇率，可能也不得不采取紧缩的货币政策，从而导致全球流动性紧缩出现共振。

对于全球流动性环境变化前景，国金证券首席经济学家宋雪涛用“边际收紧、预期先行”八个字进行概括。结合对近期债券市场走势的分析，宋雪涛认为，债券市场已经率先定价更高的利率环境，美债收益率上行，全球长债承压，说明流动性预期已经开始转变。从期货市场表现看，市场已经开始定价美联储年内加息的概率，对欧洲央行紧缩的预期更强。

作为全球央行的执牛耳者，美联储尽管尚未将加息摆上日程，但其日前公布的4月货币政策会议纪要已经释放出强烈的鹰派信号：在4月会议上，仅有少

数官员支持未来降息，更多官员认为应对通胀压力保持警惕。英国央行、欧洲央行等重要经济体央行对利率调整目前仍持观望态度，但在最新发布的会议纪要中都对能源价格上涨带来的通胀压力予以高度关注。

在方正证券首席经济学家燕翔看来，当前全球各主要央行普遍担心，能源成本上升会通过运输、生产等环节传导至核心通胀领域，形成“工资-物价”螺旋上升的态势。对投资者而言，9月前后或是关键观察窗口期，海外主要经济体通胀高点大概率在9月前后集中出现，届时若通胀未能如期回落反而持续处于高位，那么全球主要央行的货币政策宽松空间将被进一步压缩，全球流动性环境边际收紧的可能性也会随之上升。

国内积极因素正在显现

春江水暖鸭先知。从近期债券市场表现看，多国国债收益率显著上升，折射出市场对流动性环境边际收紧的预期正在升温；大宗商品市场方面，在高通胀压力下，国际金价近期再度走弱，持续在4500美元/盎司附近震荡。

若全球主要央行在今年启动加息，将对资本市场带来怎样的影响？对此，郑小霞总结出以下几类值得关注的情形：“一是债券收益率整体上行，尤其是由通胀预期和加息预期共同推动的长端利率；二是权益市场估值将明显承压，尤其是估值水平较高的科技成长板块，流动性收紧将对其估值产生显著抑制作用；三是美元将维持强势，美元指数保持高位；四是大宗商品价格将普遍承压，除原油可能因地缘因素在短期内

获得支撑外，黄金、铜等品种价格或明显下行。”

值得注意的是，从宏观层面看，若发达经济体年内收紧流动性，可能使得新兴市场主体面临资本外流和汇率贬值压力。面对边际收紧的外部环境，部分新兴市场主体货币政策调整空间也可能受到一定约束。不过就我国而言，受访人士均表示，在国际油价持续高位运行的背景下，一些值得关注的积极因素正在显现。

燕翔认为，当前我国正处于高油价引发的价格温和回升阶段，国际油价上涨对我国各行业产品出厂价格具有较为顺畅的传导效应，对上游资源品价格的拉动作用尤为明显。因此，国际油价持续高位运行虽然可能带来外部流动性收紧，但本轮输入型通胀反而带来了价格温和回升、经济名义增速改善的积极效应，这将有助于企业盈利的改善。

尽管同样面对着外部流动性可能收紧的压力，但宋雪涛认为，我国货币政策具有较强的自主性，全球若真进入高油价和供应链扰动的阶段，制造业具备韧性、能源结构优化和产业链完整性反而可能提升中国资产的相对吸引力。

资产配置更重视确定性

对于投资者而言，未来在投资布局方面该如何未雨绸缪？当下又有哪些行业板块更值得关注？

宋雪涛认为，在流动性预期边际收紧的环境下，大类资产配置应从追求弹性转向更加重视确定性和抗波动能力，提高现金流、分红、资源品和避险资产的配置权重。股票投资方面，仍

可关注具备盈利支撑、现金流稳定、产业趋势明确的方向，但对于前期涨幅较大、估值较高、交易拥挤的板块，应更多关注业绩兑现与估值的匹配状况；债券投资方面，若油价和通胀预期仍处高位，长周期债券短期内仍面临利率上行压力，配置上宜适度控制久期；黄金短期内虽受制于流动性调整，但配置价值仍在，其仍受益于央行购金的长期因素。

对于A股市场的后市布局，业内人士较为看好两大方向。

一是具备全球竞争优势的科技与高端制造领域。燕翔认为，在全球流动性预期收紧、外部环境复杂多变的背景下，具备核心技术壁垒、拥有全球化竞争力的科技与高端制造行业能够依托自身的产业优势穿越周期，具备长期估值提升与业绩增长的双重潜力。

二是涨价主线，不仅包括受益于能源价格上涨的资源品，同样包括储能、机械设备、存储及半导体设备、军工等高景气度领域。在郑小霞看来，储能等产业链受海内外需求共振的推动，景气度持续提升；机械设备行业受益于工程机械板块景气上行周期以及机器人、商业航天等主题的催化；存储及半导体设备板块供不应求的局面难以缓解，景气度已步入明显上行周期；军工板块也受到科技板块上涨情绪的催化。

对于大宗商品市场，东北证券研究所宏观经济首席分析师廖博还认为需关注部分农产品价格上涨带来的机遇：“随着厄尔尼诺现象预期逐步兑现，农产品市场的结构性机遇将进一步涌现，可关注大豆、玉米、棉花、天然橡胶、棕榈油以及白糖等品种做多的机会。”

本面支撑。

后市或仍具下行空间

对于白银后市走势，李肖凡认为，沪银期货此轮回调是宏观叙事从宽松转向紧缩背景下的系统性调整。地缘风险通过通胀渠道转化为利空，而供需缺口的收窄则动摇了长期看涨的根基。在美联储政策路径明朗化之前，银价短期上行或面临较大阻力，但下行也需关注极端悲观情绪释放后的技术性反弹空间。

吴江则从多个维度分析了后市的影响因素。从地缘局势来看，若原油市场供给冲击逐步消退，市场目光将重回美国经济基本面，通胀下行预期升温，白银将失去持续上涨的核心支撑；相反，若中东地缘矛盾再度激化、油价再度冲高，通胀压力将再度抬头，美联储大概率收紧货币政策，从而收紧全球流动性，进而压制金银整体估值。在市场情绪层面，当前多国股市等风险资产行情过热、投机情绪过度膨胀，进一步挤压了白银价格的上行空间。

展望后市，吴江表示，沪银期货已确立20000元/千克关口上方的中长期顶部形态，在二季度结束前，行情将正式步入以下跌趋势为主的运行阶段。

张晨则给出了相对中性的判断，他表示，近期白银价格先涨后跌的走势，印证了贵金属整体依旧维持宽幅震荡格局。行情若想重启单边上行趋势，仍需等待中期市场风向发生转变，即市场对美国经济下行的担忧盖过通胀预期，并重新主导全球利率走势。

加大人才和资金布局 中资券商国际化业务驶入快车道

● 本报记者 谭丁豪 刘英杰

当前，中资券商国际化业务发展全面提速，行业布局进入全新阶段。为适配跨境业务发展需求，各大券商推动从业人员考取香港等境外从业资格，配齐复合型跨境人才，常态化开展跨境路演、提供属地服务，夯实人力资源管理的合规基础。

与此同时，业内掀起境外子公司增资热潮，大小券商纷纷注资加码海外业务，通过多种渠道补充资本金。券商还持续增设海外办公网点，依托香港核心枢纽向外延伸布局。

业内人士认为，如今券商国际化不再是简单业务出海，正朝着综合化、本土化、一体化方向纵深发展，国际业务规模持续增长，行业全球服务能力不断增强。

加快储备国际化人才

中资券商国际化进程正按下“加速键”，业务扩张与布局动作频频。“现在券商国际化业务的速度太快了。”某头部券商相关人士向中国证券报记者直言。

随着业务出海步伐加快，从业人员的资质储备与职责调整同步跟进。“现在公司层面要求我们研究人员考取香港的从业资格，为接下来可能出现的工作变动做好准备，目前团队里的研究人员正在陆续推进香港地区从业资格的考取。”上述某头部券商相关人士进一步补充道，“并且我的不少客户在香港，需要随时响应需求而赴港参与路演，这已经成为工作常态。”

中国银河证券告诉记者，公司研究院已通过制度化安排，积极推动员工取得境外包括香港地区从业资格，以保障跨境业务合规展业及境内外一体化协同。

从业人员的流动与资质储备趋势，正从侧面印证中资券商国际业务升温。今年以来，中资券商的国际业务量稳步增长，行业龙头的表现更具风向标意义。华北地区某头部券商相关人士向记者透露：“我们的国际化业务基础本身就比较扎实，存量外资客户体量可观。今年以来，外资客户数量不仅有所增加，香港本地的客户群体也在持续扩大。”

当被问及所在公司是否对香港从业资格有强制要求时，该人士回应：“公司目前没有强制要求，但一直鼓励员工从业资格应拿尽拿，为业务拓展预留空间。”他同时提到一个关键变化：“虽然没有强制规定，但我们在香港的从业人员数量一直在不断增多，身边不少同事都陆续调往香港或承担跨境业务。最核心的一点是，从业业务体量来看，今年的国际业务规模较去年确实增加了不少，这是最直观的感受。”

除了人员配置与业务量的双重增长，头部机构的海外物理布局也在持续加码。记者在业内获悉，某头部券商将于今年在海外继续增设办公地点，进一步完善全球服务网络。

多家券商补充资本金

随着资本市场全球化进程加快，中资券商加速拓展海外业务，资本金补充成为支撑国际化布局的关键举措。

从补充资本金的角度来看，今年以来各大券商对国际化业务的布局持续加码，纷纷公布向国际业务子公司增资的计划或进展，支持力度不断加大。

其中，华泰证券亮出大额增资方案，该公司同意向全资子公司华泰国际金融控股有限公司增资不超过90亿港元，这笔资金将专项用于支持其各项境外业务的拓展与深化。

广发证券也披露了针对性增资计划，拟向全资子公司广发控股（香港）有限公司增资不超过61.01亿港元，资金来源多元，涵盖公司配售新增H股、发行H股可转换债券所募集的资金及自有资金，为境外业务发展提供有力的资金保障。

与此同时，中小券商也在国际化赛道上稳步推进。东吴证券明确表示同意向东吴证券（香港）增资不超过20亿港元，进一步夯实其香港业务的资本基础；华安证券则收到了证监会关于其向香港子公司增资的复函，证监会对华安证券向其子公司华安金控增资5亿港元无异议，华安证券表示公司将严格按照复函要求及国家外汇管理部门相关规定，办理外汇登记、资金划转有关手续。

除已开展增资的券商外，部分机构正通过新设子公司切入国际市场。东北证券将布局国际业务的重点放在设立香港子公司上，目前该子公司已完成注册。此前，东北证券公告称，证监会对其以自有资金出资5亿港元在香港设立东证国际事项无异议，后续须依法办理外汇资金进出手续，并严格遵守香港当地法律法规及监管要求。山西证券则聚焦跨境业务能力提升，为推进国际化发展战略，其拟对山证资管增资2亿元人民币，旨在增强子公司的跨境投资能力与客户服务水平。

值得关注的是，除直接增资外，头部券商还通过多种方式在海外业务补充资本金。中信证券、中信建投证券等头部券商通过担保等形式，为其海外业务提供低成本支持，同时有效控制运营成本，展现出灵活多样的国际化资本补充思路。

业内人士认为，从直接大额增资到多元资金来源，从成熟子公司的加码到新设机构的布局，再到以担保模式补充资本金，中资券商的国际化资本运作手段日趋丰富。由此可见，各大券商对国际化业务的重视程度持续加强，支持力度也不断加大，中资券商的全球业务布局正步入加速发展的新阶段。

推进业务纵深发展

当前，以香港为桥头堡，逐步向海外市场延伸拓展，已成为中资券商国际化的主流战略，这一战略正在稳步推进。从资质储备、客户拓展到网点扩容，中资券商正采取多维度举措，抢抓全球资本市场机遇，在国际化合浪潮下，行业竞争力持续提升。

“中资券商国际化业务发展迅速，正从‘走出去’向‘走进去’转变，关键在于提升本土化经营能力与长期服务能力。未来竞争的核心，将从单一市场覆盖转向对跨境综合服务的深度拓展。中资券商国际化并非短期投入的系统性能力建设。”中国银河证券表示。

中国银河证券表示，公司正推动境外从业资格从个人选项转化为业务刚需，确保相关业务条线人员在跨境服务中持证上岗、合规执业。具备跨境市场经验、熟悉海外监管环境的复合型人才仍较为稀缺，跨境协同与资源整合难度较高。鼓励员工考取境外金融从业资格，并非单纯作为业务扩容的配套动作，更是弥补跨境服务能力短板的必然要求。

从业绩体现上来看，华泰证券认为，过往券商业绩呈脉冲式增长，但近两年资本市场容量显著提升，投资者数量和上市公司数量同步增加，中长期资金持续入市，券商各项业务经营持续向好。展望未来，券商业务结构将持续多元化，由脉冲式增长转向稳健发展。国际业务方面，港股交易持续活跃，IPO发行显著回暖，头部券商加大国际化布局，境外收入和利润的贡献比例有望进一步提升。

国信证券认为，未来，中资券商国际化业务将呈现三大发展趋势：一是中资券商将推动业务从通道服务向综合一体化服务升级，强化多业务协同；二是优化收入结构，提高高附加值业务占比，增强盈利稳定性；三是持续完善全球布局，在夯实香港枢纽基础上，深耕新兴市场，稳步布局成熟市场，逐步缩小与国际顶尖投行的差距。

利空共振银价急跌 机构认为短期上行阻力较大

● 本报记者 马爽

5月以来，国内外白银市场行情波动加剧，整体呈现先涨后跌走势，伦敦现货白银与沪银期货主力合约均经历冲高后快速回落的过程，其中后者在连续上涨并突破22000元/千克后，一度跌破18000元/千克，市场情绪也从盲目乐观转向恐慌。

业内人士表示，此次银价回调是宏观政策、地缘局势、供需关系等多重利空因素共同作用的结果。后市行情仍面临较大不确定性，短期银价上行阻力较大，震荡下跌的概率相对更大。

行情波动加剧

5月以来，国内外白银价格走势呈现明显的先扬后抑特征。文华财经数据显示，5月初，伦敦现货白银价格出现连续七个交易日上涨，于5月13日盘中最高触及89.326美元/盎司，创下今年3月11日以来新高。然而，阶段新高过后银价迎来急转直下，5月14日、15日单日跌幅分别达4.70%、9.18%，随后进入震荡调整阶段，截至北京时间5月21日16时，报74.897美元/盎司。

国内市场方面，沪银期货主力合约走势与国际市场高度同步。5月以来，沪银期货主力合约价格稳步攀升，连续突破19000元/千克、20000元/千克、21000元/千克、22000元/千克四个整数关口，随后快速下跌，5月20日盘中一度触及17850元/千克，截至5月21日收盘，报18314元/千克，前期

累计涨幅出现大幅回吐。

银价的剧烈波动直接引发市场情绪大起大落。国投期货高级分析师吴江表示，近期沪银期货价格连续下跌并跌破多个整数关口，市场情绪呈现出极度恐慌。他解释称，“五一”过后，地缘局势缓和、市场风险偏好抬升及生产端扰动消息，一度推动市场累积了一定规模的多头持仓，加之此前全球主要权益市场连创新高，风险偏好高亢，使得白银走势持续强于黄金。但这种盲目乐观情绪导致市场对银价的阶段性高估，也成为近期银价大幅下跌的核心诱因。

紫金天风期货交易咨询部研究员李肖凡认为，此轮沪银期货的下跌与黄金、有色金属板块形成共振，呈现典型的系统性回调特征，这一走势也标志着市场情绪已从前期的乐观转向谨慎，前期累积的涨幅被迅速回吐。

回调具备内在必然性

尽管此次银价快速回落看似突发，但业内人士普遍认为，这一走势背后具备内在必然性，是宏观、地缘、供需等多重利空因素共同作用的结果。

一德期货宏观分析师张晨表示，从货币政策层面来看，当前国际能源涨价正逐步向美国核心通胀传导，美联储内部主张降息的官员持续减少，即将出任美联储主席的凯文·沃什，其推行政策性降息的阻力大幅加大，加之鲍威尔留任美联储理事席位，年初刚完成连任的理事米兰离任，美联储内部政策干预力量

减弱，机构独立性进一步提升。多重因素共振下，10年期美债收益率一度逼近4.7%，创下去年1月以来新高，30年期美债收益率一度逼近5.2%，市场持续计价高通胀与偏紧货币政策，从金融属性端对贵金属价格形成持续压制。

李肖凡表示，美国4月CPI、PPI数据双双超预期回升，市场不仅打消了2026年全年降息预期，甚至开始提前计价年末加息，叠加沃什偏鹰派的政策立场，强化了市场对高利率格局长期延续的预判，推动美元指数上涨，并使美债收益率维持高位，直接压制沪银期货走势。此外，地缘局势预期反复也加剧了沪银期货盘面波动，地缘风险的影响已从避险买盘的驱动因素转变为强化货币紧缩预期的推手。

需求端的疲软进一步加剧了银价的回调压力。张晨表示，此前反弹阶段白银投资需求有所回暖，iShares白银ETF（SLV）持仓量一度增加超170吨，但纽约白银期货交割表现不及预期。目前5月交割周期已过半，累计交割量不及2025年同期水平，也未超越2024年同期水平，市场注册仓单占比不降反增，意味着此前由库存紧张带动的强势行情将难以复刻。

李肖凡补充称，近期，印度大幅上调金银进口关税，直接削弱了白银等重要实物商品的消费需求。此外，产业基本面支撑力度走弱，市场此前对白银供需缺口的乐观情绪逐步降温，银价高位运行抑制了光伏、银饰等领域工业消费需求，叠加矿山端供应稳步回升，行业供需缺口持续收窄，彻底动摇了银价上行的基