

长债收益率调控日益精细化 市场关注过度配债风险

□本报记者 王鹤静

8月9日，中国人民银行发布《2024年第二季度中国货币政策执行报告》。结合近期债市的震荡表现，人民银行对于长端利率的态度以及未来的货币政策走势，成为此次报告中业内关注的焦点。

业内人士认为，央行在报告中对长债收益率的引导从“调控机制打通+提示资产本身+提示金融机构风险+提升公众投资者风险”多维度进行管理，本次新增“调控”及“压力测试表述”，措辞更为严肃，考虑人民银行操作的连续性，短期内投资者或需重视长债收益率的上行风险，就相关债基进行谨慎配置。

多维度管理长债收益率

对于下一阶段货币政策主要思路，人民银行在报告中明确提出，深入推进利率市场化改革，健全市场化利率形成、调控和传导机制，逐步理顺由短及长的传导关系。加强市场预期引导，关注经济回升过程中，长期债券收益率的变化。

中央金融工作会议提出，要充实货币政策工具箱，在人民银行公开市场操作中逐步增加国债买卖。该行认真研究并推动落实具体方案，根据债券市场情况灵活安排配套措施。

今年以来，国债收益率持续较快下行。6月下旬，10年期国债收益率逼近2.2%关口，创20年来新低，已明显偏离合理中枢水平。7月1日，人民银行发布公告宣布开展国债借入操作，必要时将择机在公开市场卖出，平衡债市供求，校正和阻断金融市场风险的累积。为提高公开市场操作的精准性和有效性，



视觉中国图片

7月8日人民银行发布公告，将视情况在下午16时-16时20分开展临时正回购或临时逆回购操作。

广发证券宏观团队表示，6月中旬潘功胜行长曾指出“人民银行正在与财政部加强沟通，共同研究推动落实。这个过程整体是渐进式的，国债发行节奏、期限结构、托管制度等也需同步研究优化”。从“研究”到明确“逐步增加”，人民银行买卖国债操作落地速度在逐步加快。

随着货币政策工具逐步完善，浙商证券固收团队预计，人民银行对于长债收益率的直接调控或从“预期”向“现实”切换，对长债收益率的引导从“调控机制打通+提示资产本身+提示金融机构风险+提升公众投资者风险”多维度进行管理，本次新增“调控”及“压力测试表述”，措辞更为严肃，考虑人民银行操作的连续性，短期内投资者或需重视长债收益率的上行风险。

随着利率下行，金融机构在长端债券上的敞口持续增加。在下一

阶段货币政策思路，该行提出“对金融机构持有债券资产的风险敞口开展压力测试，防范利率风险”“健全风险早期纠正硬约束制度，筑牢有效防控系统性风险的金融稳定保障体系”。

本次新增“压力测试”及“硬约束制度”表述，浙商证券固收团队认为，或为一季度货币政策执行报告对于债券资产风险提示的延续，将风控措施进一步细化并制度化，考虑货币政策的延续性，提示投资者关注债市收益率调整风险。国盛证券固收团队亦表示，这意味着人民银行适当引导利率上行来测试金融机构的稳健程度是可能实施的措施。

超配债券存隐忧

在报告的专栏四当中，人民银行详细阐释了资管产品净值化之后，过度配置债券可能带来的风险。

今年以来，银行理财等各种资管产品规模增长较快，尤其是债市火热背景下，一些投向债券市场的

资管产品受到投资者的追捧。今年以来，我国长债利率下行，一些资管产品的长债配置增多，随着短期内债券价格上涨，产品净值走高，吸引部分投资者将存款“搬家”到这类产品。

人民银行表示，对投资产品的风险和收益还需综合权衡。今年以来，部分资管产品尤其是债券型理财产品的年化收益率明显高于底层资产，主要是通过加杠杆实现的，实际上存在较大的利率风险。未来市场利率回升时，相关资管产品净值回撤也会很大。

在广发证券宏观团队看来，这样的警示尤其值得关注，后续监管部门不排除会利用监管约束、宏观审慎政策、买卖国债操作、预期管理、窗口指导等方式来降低利率风险，利率的单边预期可能会有较大变化。海通证券宏观团队提示，人民银行近期对利率风险的关注度持续增强，必要时可能会进行债券卖出操作，短时间内，长端利率的波动或仍将加大。

天风证券固收团队认为，利率风险核心在于政策面和基本面的变化。在加强逆周期调节的过程中，如果后续财政增量力度有限，信贷社融继续维持高质量发展，同时人民银行保留降息、降准的可能，债市在趋势上或许不存在逆转的可能。

大部分债基今年以来表现亮眼，部分基金经理在回顾二季度业绩时表示，期间积极把握中长期品种交易机会，动态调整组合久期及杠杆水平。有市场人士提示，拉长久期，加杠杆是这类债基年内表现强势的主要原因，然而盈亏同源，后市如果长端债券调整，仓位较重的债基跌幅可能同样明显，建议投资者仔细甄别，谨慎配置。

品牌工程指数

上周收报1383.88点

□本报记者 王宇露

上周市场调整，中证新华社民族品牌工程指数报1383.88点。从成分股的表现看，欧派家居、山西汾酒、今世缘等表现强势；贵州茅台、药明康德、长电科技等获北向资金净买入。展望后市，机构认为，海外波动对A股的影响或逐渐减弱，后续经济基本面仍是A股走势的决定性因素，可关注政策变化和经济结构性变化带来的投资机会。

多只成分股逆市上涨

上周市场调整，上证指数下跌1.48%，深证成指下跌1.87%，创业板指下跌2.60%，沪深300指数下跌1.56%，品牌工程指数下跌1.21%，报1383.88点。

上周品牌工程指数多只成分股逆市上涨。具体来说，欧派家居上涨16.08%，排涨幅榜首位；山西汾酒上涨9.32%，居次席；今世缘和丸美股份分别上涨6.03%和5.52%；阳光电源、云南白药、洽洽食品、泸州老窖涨逾4%；桃李面包、贵州茅台、五粮液、安琪酵母、东阿阿胶涨逾3%；海天味业、双汇发展、健民集团、上海家化涨逾2%。今年以来，中际旭创上涨39.08%，排名涨幅榜首位；海信家电和北方华创分别上涨34.80%、30.91%；格力电器和海尔智家涨逾20%。

上周北向资金净流出147.60亿元，同期品牌工程指数多只成分股仍获北向资金净买入。Wind数据显示，上周北向资金净买入贵州茅台7.14亿元，净买入药明康德2.37亿元，净买入长电科技2.20亿元；净买入泸州老窖、云南白药、兆易创新、东阿阿胶均超过1亿元；中炬高新、海天味业、今世缘获北向资金净买入均超0.5亿元。

耐心等待结构性机会

展望后市，星石投资认为，海外股市波动对A股的影响或逐渐减弱，后续经济基本面仍是A股走势的决定性因素，主要关注政策变化和经济结构性变化带来的投资机会。星石投资表示，虽然海外市场投资者操作“衰退交易”的迹象明显，但这并不意味着美国已经进入衰退，预计短期外需和我国出口数据或仍保持韧性。不过，美国经济动能减缓的确定性较强，后续出口对国内经济的拉动或逐渐减小，外需走弱风险意味着政策进一步发力必要性的提升，尤其是在继续扩大内需方面。目前新一轮内需政策进入发力窗口期，随着政策落地和效果显现，预计内需动能将逐渐增加且弹性可期，或带动相关板块表现。

煜德投资表示，A股、港股整体估值仍处于历史较低的位置，很多优质公司被低估；海外市场近期剧烈调整也使得部分美股科技龙头的估值大幅下降。煜德投资认为，当下耐心等待机会是核心的策略思路。一方面，仍然可以坚守少数确定性的防守方向，如贵金属、稳定现金流和分红类标的；另一方面，市场剧烈波动和调整往往孕育新机会，中国股票作为全球的价值洼地，具有全球竞争力的制造业、具有长期稳定性的互联网、消费等标的已经具备了很好的估值性价比，特别是一些仍然具有高增长潜力的成长股，未来可能会带来巨大的回报。美股市场在不确定性环境中可能的调整，也为全球科技龙头投资提供了好的布局时机。

中期策略会密集 公募热议结构性投资机遇

□本报记者 魏昭宇

近期，中欧基金、银河基金、西部利得基金等多家公募机构举办了2024年中期投资策略会。罗佳明、王培、盛丰衍等多位知名基金经理公开发声，分享2024年下半年市场的最新研判与策略展望。

多位业内人士在策略会上表示，中国经济和股市处在相对低位，经济基本面已出现稳步复苏迹象；结合制造业表现，中国的经济结构正在明显优化，经济结构转型正在悄然发生。科技、红利、周期等多个细分领域均有结构性机遇值得关注。

经济潜力与韧性值得期待

展望宏观层面，国务院国资委规划局副局长陈鸿在西部利得基金中期策略会上表示，中国国有经济未来新的增长点，突出在推进改革发展方向，将依托五个因素来实现：一是着力调整优化国有经济的布局；二是大力推进战略性重组与专业化整合；三是强化原创性、引领性科技攻关；四是持续深化提升国有企业改革；五是加快布局发

展战略性新兴产业。

在中欧基金的基金经理罗佳明看来，结合估值和企业业绩两个角度来看，有理由相信A股和港股的潜力以及韧性。在估值方面，罗佳明表示，横向对比主流经济体股市，港股和A股市场估值偏低，有较大的修复空间。其他新兴市场以及一些发达市场最新估值已接近修复到2021年的水平，而A股、港股市场的估值则接近2018年的历史低位。中国资产配置流出的压力将减缓，甚至有可能出现高低切换的行为。

经济基本面方面，罗佳明表示：“我们已发现近期基本面已出现积极迹象。同时结合制造业表现，其比重在GDP中显著提升，实物消耗增速超过GDP增长，也快于公司ROE增长，这显示出中国的经济结构正在明显优化，经济结构转型正在悄然发生。”

关注科技周期红利等方向

谈到看好的细分板块，银河基金研究部总监王丝语首先提到了科技板块的投资机会。她表示：“在政策落实、产业链的发展催化

下，还有较低估值等因素的影响下，我认为‘科特估’相关的行业或将成为高景气重新回归的重要支撑。”

银河基金研究部总监助理蒋宇翔提到，人工智能（AI）技术通过驱动新一轮半导体周期、促进市场增长、推动产业创新和增长以及加速国产化进程等多个方面，将成为2024年相关产业的核心动力。

西部利得基金权益投资总监何奇表示，2024年下半年的权益市场或呈现“周期搭台，新质唱戏”的格局，看好贵金属、工业金属、地产等周期方向，以及人工智能、地产经济等新质生产力方向。何奇表示，根据海外多家云产业巨头的展望，2024年至2025年AI硬件需求仍处于上升周期，有望提振2024年至2025年海外AI链的业绩预期，与此同时，伴随着光模块景气度提升，端侧设备、液冷、IDC等其他硬件方向有望持续出现主题投资机会。

银河基金股票投资部卢轶乔还提到了红利资产的投资机遇。他表示：“新‘国九条’指出要强化上市公司现金分红的监管，促进上

市公司分红率的提升，或有利于红利资产投资，同时也有利于培养投资者的长期投资意识。”

债市下半年或持续向好

今年以来，在多重因素的影响下，债券收益率延续下行趋势，债市走牛。放眼下半年市场，在国内外复杂的宏观环境下，债市将如何演变？中欧基金固定收益投资部总监陈凯杨认为，从中期角度来看，在地产下行的周期下，宏观的主要矛盾在于高杠杆背景下债券的可持续性。从国际比较来看，我国中央政府的杠杆率偏低，还有进一步加杠杆的潜在空间。国内财政政策侧重于供给端，短期能在一定程度上提振基本面。

西部利得基金固收投资总监严志勇认为，债市下半年或维持向好趋势。严志勇认为，下半年利率可能会震荡下行，基本面对利率债资产。当前的经济处于新旧动能转换阶段，地产行业缓慢恢复，宏观基本面预期是温和复苏状态，这些因素有利于利率债资产。从交易层面上看，下半年的交易难度可能会比上半年大很多。