

多数私募预期美联储降息对A股影响不大

全球利率下行周期看好科技成长板块

近日，美联储主席鲍威尔明确表示，调整货币政策“时机已到”。市场对此解读为，美联储在9月的议息会议上降息将是板上钉钉。来自私募业内的最新问卷调查显示，当前约有六成私募机构认为，美联储开启降息通道将对A股市场构成中期利好；与此同时，在海外主要经济体、国内利率水平有望全面进入下行周期的背景下，看好科技成长板块的私募机构比例较高。

● 本报记者 王辉



视觉中国图片

流动性预期仍有分歧

上周五，美联储主席鲍威尔在杰克逊霍尔全球央行年会表示，政策调整的时机已经到来；由此开始，金融市场即展开对美联储降息的定价交易。芝加哥商品交易所的FedWatch数据显示，截至北京时间8月28日早间，利率期货市场认为9月美联储降息25个基点的概率约为66%，而降息50个基点的概率约为34%。本周第三方机构私募排排网进行的私募最新调查结果显示，对于今明两年的美联储货币政策调整和全球流动性环境，当前私募业内仍有一定分歧。相关调查显示，60.87%的私募认为，今明两年美元利率将持续下行，但下调幅度和全球流动性走向仍需观察；26.09%的私募认为，今明两年美元利率下行幅度有限，全球流动性环境难言全面宽松；另有13.04%的私募则预计，今明两年美元利率将会大幅下行，全球流动性环境将显著趋于宽松。

明泽投资董事总经理马科伟向中国证券报记者表示，当前市场普遍预期9月美联储议息会议将至少降息25个基点，这标志着其自2022年以来的紧缩货币政策宣告结束，美联储降息周期的开启理论上会使全球货币流动性趋于宽松。

同威投资的投资经理刘弘认为，虽然金融市场已经认定美联储9月降息没有悬念，但从中期来看，如果过快降息可能会导致通胀再次高企。因此，美联储今明两年的降息幅度和降息节奏大概率将是“缓慢的试探过程”，相关货币政策调整对全球流动性的影响也将存在不确定性。优美丽投资总经理贺金龙表示，虽然美联储可能将通过持续降息避免经济衰退的风险，但事实上，今年以来的全球货币流动性已由于美联储持续缩表而出现收缩。因此，在美联储开启降息通道之后，投资者仍需要结合未来全球各主要经济体财政、货币政策以及经济数据状况，跟踪观察全球流动性的趋势。

多数私募看好A股

多数私募认为，美联储进入降息周期会对A股市场的运行构成利好，但影响不会太大。对于“美联储开启降息对A股市场中长期影响几何”的问题，48.48%的私募认为相关因素对A股市场构成“一般性利好”；相关私募表示，A股市场的内外部影响因素较多，未来美联储降息对A股的利好影响还需进一步观察。9.10%的私募认为美联储降息落地将对国内股票市场带来重大利好；相关私募

表示，境内外资金面、经济基本面等将好转，A股有望出现新一轮行情。另有42.42%的私募认为，相关利好影响可能相对有限，A股市场的运行更多取决于国内经济基本面、资金面等内部因素。黑崎资本首席投资官刘宇奇分析，从历史上最近几次市场对美元降息预期的交易来看，美联储货币政策调整对A股市场短期影响有限。如果未来国内经济基本面进一步好转，那么美联储是否降息并不重要。整体来看，刘宇奇认为，美元利率进入下行周期对A股市场将是“一般性利好”。

贺金龙认为，根据历史表现来看，美联储进入降息周期对A股市场整体将会产生正面推动作用，特别是美联储首次降息的后三个月，A股市场普遍有积极表现。例如，在2000年和2007年的两轮美联储降息周期中，A股市场在相关时期均有强势表现；在2019年的美联储降息时间窗口中，A股也有正面表现，但相对并不强势。未来A股表现大概率类似于2019年的行情。

科技成长方向获青睐

在海外、国内利率水平有望同步进入下行周期的背景下，A股市场有哪些更具性价比的结构性机会？中国证券报

记者在本周的采访中进一步发现，看好科技成长板块的私募机构相对较多。

马科伟表示，对于当前国内经济环境而言，不少投资者预期不确定因素较多。美联储货币政策进入降息周期，将会打开国内货币政策的调整空间。在这种格局下，相对更看好今年以来深度调整的科技成长板块。一方面，投资者对经济的谨慎预期一旦改善，市场风险偏好有望随之回升，此前超跌的成长板块将会迎来修复；另一方面，在宏观流动性改善和政策持续支持的背景下，科技成长板块也会迎来景气度上行。当前，可重点关注存在业绩增长预期的部分细分科技成长领域，如人工智能（AI）产业链、以人形机器人、星链为代表的高端制造产业等。

贺金龙表示，美债收益率逐步下行，对估值受压制的成长风格有修复作用。随着未来全球主要经济体逐步迎来降息周期，外部流动性的改善不仅有利于A股市场的企稳向上，在市场风格上，也会更加利好高质量成长风格的个股。

从相关调查结果来看，前述私募问卷显示，在美联储即将开启降息周期的背景下，39.13%的私募最看好今年以来深度调整的科技成长板块；看好银行等红利板块、白马股板块、周期与资源股板块的私募比例分别为26.09%、21.74%和13.04%。

业内人士：应对持有期产品发行投资加以约束

● 本报记者 王宇露

近期，多只设置了三年持有期的基金运作满三年，进入开放日常赎回状态。部分基金亏损超过五成，这也让背负“更好的投资体验”“更高的投资收益”期待的三年持有期基金备受争议。对于持有期基金在实践中暴露的问题，业内人士认为，想要充分发挥持有期基金的优势，应当对此类产品的发行和投资加以一定的约束。

业绩不尽如人意

“杜绝追涨杀跌”“减少非理性投资”“更好的投资体验”……2021年，新基金迎来发行高峰期，持有期基金更是因为上述优势被大力推行，当年超过180只权益类持有期基金密集成立（统计口径为普通股票型、偏股混合型、平衡混合型和灵活配置型，仅统计初始基金），其中包括27只三年持有期基金。

投资者所关注的三年持有期产品中，部分的行业配置集中在电力设备、食品饮料、医药等领域，这些行业在2019年和2020年表现优异，但在2022年以来的市场均表现不尽如人意，一定程度上影响了重仓基金的净值表现，一些基金经理并未及时调整持仓，没能很好地适应行业风格变化。近两年的市场风格偏向中小盘，规模较大的基金较难重仓持有中小盘标的，也非明星基金经理的能力圈所在。

建议优化投资策略

持有期基金在实践中暴露了一些问题：持有期产品的费率是否应给予一定的优惠？持有期产品的投资策略是否应有所调整？持有期产品的发行是否要有所约束？

对比海外来看，海外市场以开放式基金为主，封闭式基金占比较少。以美国为例，封闭式基金在美国基金市场中的规模占比不超过1.5%。

业内人士认为，想要充分发挥持有期基金的优势，应当对此类产品的发行和投资加以一定的约束。

“对于长期持有期产品，建议投资策略方面优化，绝对收益成为主导，并注重对基金经理期限内的绝对回报率进行考核。”北京某公募机构高管认为，还应加强公司投研平台对持有期基金经理的赋能，2-3年的市场演绎越来越复杂，变化越来越快，极致的市场背景下，单一基金经理依靠个人能力、单一赛道很难提高投资胜率，建议针对持有期基金可以更注重公司整体研究能力对基金经理的赋能。应杜绝持有期基金简单的“复制+粘贴”策略，鼓励基金经理人开发与持有期特征更吻合的策略。

基金管理人缺乏有效约束

一直以来，投资者频繁交易、追涨杀跌被认为是造成“基金赚钱，基民不赚钱”的重要原因。原本被用来解决这一问题的持有期产品，为何没有取得理想中的效果？

客观来说，近三年来，市场风格极致化，行业快速轮动，市场赚钱难度加大。持有期基金整体没有取得正收益在情理之中，但不少基金动辄出现50%、40%的回撤，很难让投资者“买账”。业内人士认为，除了近几年宏观不确定性和市场极端化因素之外，基金管理人缺乏有效约束以及高位发行是持有期产品让投资者失望的重要原因。

“基金公司的主要责任在于没有站在持有人的利益角度

金价走势强劲 黄金ETF人气攀升

● 本报记者 刘伟杰

近日金价表现坚挺，但A股贵金属板块表现较为平淡，相关主题基金未能强势领跑市场。与此同时，投资者购买黄金ETF的热情却持续高涨。

黄金或开启新一轮上行周期

近日，伦敦金连续多个交易日站上2500美元/盎司的历史高位，看似突破了今年4月以来的震荡区间，并在8月20日创下历史新高。海外机构人士认为，国际金价开启新一轮上行周期的几率较大。

国内金价整体走势近期也较为坚挺，以上海黄金交易所现货交易较活跃的AU99.99为例，该品种在7月17日创出历史最高价581.50元/克，但8月以来未能再度突破580元/克。

一般情况下，国内金价会紧跟国际金价上涨步伐，甚至在相同的交易时间段会略高于国际金价。与此同时，金价的坚挺也并未推动A股贵金属板块进一步走强，相关行业主题基金的表现似乎也波澜不惊。

Wind数据显示，截至8月下旬，华夏中证沪深港黄金产业股票ETF、东方周期优选A、永赢中证沪深港黄金产业股票ETF在一众贵金属行业主题基金中表现优异。华夏中证沪深港黄金产业股票ETF今年以来的涨幅超过20%，该ETF在上半年一度涨幅巨大且溢价率高企，但目前已出现较大回撤。

此外，东方周期优选A上半年净值增长率超过20%，该产品今年以来的净值增长率超过16%。同时，万家双引擎、景顺长城周期优选、万家周期驱动、景顺长城支柱产业等前期表现强势的相关行业主题基金，近期均出现明显回撤。

明泽投资基金经理胡墨晗表示，近期黄金价格震荡走强，主要驱动因素包括近期市场对美联储9月降息预期的强化、对全球经济增长放缓的担忧、地缘局势扰动等，尤其是美国最新经济数据和美联储政策预期对金价影响较大。

上海某公募人士称，近期黄金走强，与美债实际利率和美元指数下行有关，地缘因素成为黄金价格上涨的重要驱动力。该人士进一步表示，近期国内金价未创历史新高，主要是受到美元指数

下滑、人民币汇率上行的影响，同时叠加流动性差异，国内金价走势落后于国际金价。

资金流入黄金ETF

近日，世界黄金协会最新报告显示，2024年7月全球黄金ETF吸引了37亿美元净流入，为连续第三个月实现资金净流入。从交易规模来看，全球黄金市场的交易量在7月份呈现增长态势。数据显示，7月份全球黄金市场平均每天成交2500亿美元，环比增长27%，远高于2023年平均每天1630亿美元的交易量。

不久前，世界黄金协会发布的2024年二季度《全球黄金需求趋势报告》显示，场外交易需求与央行购金驱动金价上涨，二季度场外交易需求同比增长53%，为全球黄金需求提供了助力；同期，全球央行净购金量同比增长6%，使得黄金总需求增长4%，高于3%的黄金产量增速。

国内投资者购买黄金ETF的热情也在攀升。中国黄金协会数据显示，今年上半年，国内黄金ETF持有量上升至92.44吨，创下2013年7月国内黄金ETF上市以

来的历史最高水平。

不过，作为全球重要的金饰消费大国，中国金饰消费在二季度有所下滑。当季中国金饰消费需求创下自2009年以来的同期新低，仅为86吨。业内人士称，中国市场并非个例，全球主要金饰消费市场基本都因为金价处于历史性高位，而呈现不同程度的下降趋势。

华安基金表示，黄金ETF以黄金为基础投资标的，追踪现货黄金价格波动，相较于投资实物黄金，黄金ETF的流动性更强、操作更方便、手续费（折现损耗）较低。此外，黄金ETF可以借出实物黄金，从而获得利息收入。长期来看，黄金价格与美债收益率呈反向变化关系，随着美联储降息确定性不断增强，未来美债收益率有望降低，或为黄金ETF投资带来更多机会。

工银瑞信基金表示，在2018-2020年的金价上涨周期中，黄金现货ETF持仓经历了较大波动，但在后期其持仓量快速提升。尽管部分黄金股短期表现与金价背离，但有望在金价持续上涨中得以修复，未来需关注通胀等美国经济数据和美股走势对市场流动性的影响。

■ 广发证券投资者教育“财富+”专栏（五）

从7月日元兑美元升值，看本轮海外“套息交易”及其影响

● 广发证券首席经济学家 郭磊

一直以来，广发证券主动扛起金融机构的主体责任，发挥业务优势，打造丰富的投教载体，引领投资者教育工作走在行业前列。随着新政策的出台，我国资本市场进入新发展阶段，广发证券特在《中国证券报》开设10期的“财富+”投教专栏，贯彻资本市场人民性立场，向广大投资者分享专业观点和热点，更加有效维护投资者特别是中小投资者合法权益，聚力推动我国资本市场实现高质量发展。

2024年7月上旬之后，日元兑美元出现一轮快速升值。背景之一是美国经济放缓预期引发“衰退交易”，7月第二周起美国零售数据放缓、初请失业金人数（编者注：指美国各州失业救助机构前排队申领失业保险金的人数，是反映美国劳动力市场状况的重要指标之一）超预期上行诱发了这一预期；背景之二是日本央行的加息以及逐步缩减资产购买规模。6月日本核心CPI数据继续上行，7月31日日本央行加息落地，且日本央行表示不排除后续继续加息，两种预期冲击叠加作用之下，美元贬值、日元升值，美元兑日元汇率从7月10日的161.7，快速变化至8月2日的146.6（数据来源：Wind）。

关于“美国衰退”的说法是否成立？未来日元是否会持续加息？这对国内外市场又有怎样的影响？要弄懂背后的原理，首先弄懂什么是“套息交易”。所谓“套息交易”，简单来说就是借入低利率的货币，投入高回报率

的资产。

日本具备发达金融市场的经济体中利率最低的，1998年以来绝大部分担保政策目标利率均在0.3%以下，且较长时间处于零利率和负利率状态，日元也就天然成为了全球套息交易最主流的融资货币。这种交易最不利的环境是日元持续升值。一则套息交易的资金成本上升；二则它如果包含美元贬值助推，往往对应外部市场预期投资回报率的下降期。成本收益预期一起变化，套息交易平仓压力往往较大。平仓又会进一步带来流动性压力在不同市场间的传导。

美国7月非农数据进一步强化了上述逻辑。8月2日公布的美国2024年7月新增非农11.4万人，大幅低于前值的17.9万人；失业率（U3）从4.1%升至4.3%。更关键的是，失业率打破原有趋势的上行触发了经验上的“萨姆法则”，并进一步加剧了对美国经济衰退的担忧。

10年期美债收益率从7月24日的4.28%快速回落至8月2日的3.80%；纳斯达克等权益市场指数亦大幅下行，VIX指数快速

上行。VIX上升意味着前期卖出波动率的交易亦需要平仓；同时还可能导致投资组合需要基于风险调整敞口（波动率低，风险敞口可以更高，反之则需要调低），进一步带动海外股市回落。这进一步触发了套息交易的无利可图和加快平仓，并扩大了流动性风险的跨市场传递（数据来源：Wind）。

但美国是否就此进入“衰退”区间？从美国经济今年以来的情况来看，二季度的实际GDP同比分别为2.9%、3.1%，高于去年年度的2.5%。下半年基数走高背景下同比大概率有所放缓，但至“衰退”区间仍有较大距离，有几个特征似乎也意味着经济不易转入快速衰退：一是薪资增速虽然在放缓，但仍处于历史高位，对美国这样的消费型的经济来说，薪资增速是较为关键的中间变量，同时企业盈利/GDP比例保持高位亦对就业市场和薪资形成一定支撑；二是从历史上看，外生冲击诱发系统性去库存往往也是衰退的传导机制之一，而本轮库存周期位置偏低；三是疫后美国就业人口结构有较大变化，包括大量移民进入导致劳动力人口大幅增加，从而萨姆法则的经验适用性和阈值也应有变

化；四是9月降息已是基准情形，本轮由于政策利率本来就偏高位，美联储有足够的政策空间，降息后金融条件改善将对私人部门投资形成支撑。

综上所述，本轮海外“套息交易”平仓存在一些较清晰的驱动线索，它的出现也是既定宏观逻辑下的结果；需关注它带来的海外流动性风险的跨市场传递。但目前尚无证据证明它的两大关键假设（美国衰退、日本持续加息），金融市场若波动过大则可随着套息交易平仓而有所缓解。

对于国内资产来说，一个要观测的关键点是海外微观经济和名义增长有没有受到明显影响，它通过出口向国内经济传递；而单纯的海外金融市场波动，在人民币作为非美货币增值的阶段，带来的影响应是可控的。

风险提示：海外经济和金融环境变化超预期，主要经济体货币政策变化超预期，海外金融市场波动引发连带金融风险，金融市场波动向实体经济传导影响外溢，海外金融市场流动性风险大于预期，全球汇率波动风险升温。