

美债问题“牵一发而动全身” 全球资产配置逻辑生变



视觉中国图片
制图/王力

美债“问题”有多大

美债问题是否会演变为危机?市场对此存在分歧。桥水基金创始人瑞·达利欧近日发文预警:“如果美国不改变现状,债务危机可能在三年内发生,上下浮动两年左右。”不过,这属于情景推演,并非确定性预测。他算了一笔账:美国政府今年收入大约为5.5万亿美元,支出约为7.5万亿美元,因此或出现约2万亿美元的预算缺口。此外,在债务压力下,还要支付约1万亿美元利息、滚续约10万亿美元到期债务。若投资者不愿继续承接美债,长期利率将被迫上升;若美联储扩表购债,则可能以货币贬值和通胀作为代价。

摩根士丹利研究部近期发布的策略文章《40万亿美元债务,刹车还是断裂?》表示,政府债务高企短期内未必会直接给实体经济“踩刹车”。科技等企业发债正在蓬勃增长,但这些债务能否被市场吸收仍有不确定性,信用利差温和走阔的几率较大;再考虑到超大规模云服务企业杠杆率较低、人工智能投资回报率较高,足以支持企业为融资支付更高价格,因此不要期待收益率能阻止这轮历史性的融资浪潮。

摩根士丹利认为,更值得关注的信号可能出现在资产配置端。目前美国30年期国债收益率较预期通胀高约300个基点,长期美国投资级债券收益率达到6.2%。当债券的风险收益比变得足够有吸引力,资金可能从股票转向债券。“但迄今为止,我们尚未从资金流向中看到这种转变。”

中金公司首席海外与港股策略分析师刘刚的判断相对乐观:“我们并不认同当前的美债问题就一定奔着危机的方向演变,也不建议把短期边际的供需问题无限扩大到存量困境上。相对确定的是,在这一问题解决前,美债和美元相对受损,黄金相对受益。如果真出现剧烈动荡,反而会提供更好的介入机会。从中期维度来看,核心仍是AI的进展。”

“针对美债利率波动,后续需持续关注美联储掌门人沃什的货币政策表态、落地操作,以及地缘冲突的边际变动情况。”外资公募宏利基金表示。

近期,美国财政部已扩大长期国债回购规模,但收益率短暂回落后再度反弹。综合多家机构观点来看,回购的信号意义大于实质效用。短期看,美债尚未进入危机;中长期看,“赤字扩大+增加发债-利率上升-利息负担加重-更大赤字”的负向循环仍是无法忽视的“灰

一边是科技股下跌,一边是黄金走高,看似方向相反的两类资产,近期却被同一因素扰动——美债。

8月17日,美国30年期国债收益率升至5.31%,创2007年6月以来新高;截至8月25日,10年期和30年期美债收益率仍分别处于4.64%和5.17%左右的高位。随着美国国债规模突破40万亿美元,其震动迅速波及全球:科技股承压,黄金走强,美元波动,新兴市场风险偏好降温。

作为全球资产定价之锚,美债利率已成为市场无法回避的“房间里的大象”。它是否会终结全球股市的上涨行情?黄金能否成为美元信用风险的避风港?全球资产配置的逻辑是否正在改变?

● 本报记者 王雪青

犀牛”问题。

科技股行情会结束吗

“作为全球资产的定价之锚,美债收益率的上行可能引发全球大类资产的重估。”汇丰晋信QDII多元资产投资经理何思遥认为,美债收益率的上行对各类资产估值形成压力,影响可能多数偏向不利。

美债利率走高,首先冲击高估值科技股。“由于AI产业发展已经从依赖自由现金流转向依赖外部融资,整个产业趋势的可持续性对利率的敏感性会变得更高。”何思遥表示,融资成本上升不仅会压低估值,还可能降低AI项目的投资回报率。

宏利基金认为,美债利率上行主要从估值分母端压制权益市场。在市场消化前期较高估值后,后续行情或呈现结构性分化。经历极致结构行情、大幅调整及触底反弹后,市场风格有望进一步趋于均衡;与此同时,主力资金托底意愿较强,市场深度下行风险有所收敛。

摩根士丹利认为,当前科技股强劲的盈利增长使

得股票在收益率上升的环境中仍保持竞争力;这使盈利增长能否维持变得更加关键,同时也提高了市场对未来科技公司业绩增速放缓的敏感度。

综合来看,真正需要警惕的不是某个孤立的利率点位,而是长期利率快速上行、企业盈利预期下修和科技交易过度拥挤同时发生。如果三者形成共振,美债可能成为触发市场深度调整的导火索;如果AI生产率和盈利增长能够覆盖融资成本,高利率带来的更多是一场估值压力测试,而非科技股行情的终点。

机构热议配置思路

随着美债收益率持续高位运行,全球资金正在重新比较各类资产的风险收益比。

宏利基金认为,在全球高利率环境下,债券票息策略具备相对优势;权益市场以结构性机会为主,高确定性成长、大宗商品和红利策略具有一定配置性价比,利率敏感、高负债经营的行业则需保持谨慎。当前美债票息收益突出,具有稳健配置价值,但投资者仍需注意长久期资产的价格波动。

在权益资产中,宏利基金认为,科技行业整体表现或持续分化。在AI产业发展进程中,具备确定性订单承接能力、稳定市场份额及核心技术壁垒的优质企业,有望获得持续估值溢价,行情韧性相对更强。

“在高利率环境下,AI等相对高估值的板块可能因更高的利率敏感性而面临更大波动,可以在组合中适当增加防御板块的配置。”何思遥表示。

对于红利资产,宏利基金还提到,随着保险资产负债管理新规范落地,为保险公司其他综合收益账户(OCI账户)核算维度提供资金面支撑,红利资产配置逻辑持续通顺。

“新兴市场资产的配置拐点需等待美联储降息周期明确落地,届时全球流动性环境有望迎来边际宽松反转,新兴市场资产的估值及弹性修复空间相对更大。”宏利基金表示。

在债券方面,何思遥认为,长久期债券仍面临较大的价格波动和资本损失风险,短久期、高票息资产相对占优。

“黄金价格与实际利率更为相关。”何思遥表示,如果美元的实际利率继续上升,黄金价格可能仍然会承压。如实际利率相对平稳,市场可能会更加关注美国债务、美元储备货币地位受挑战等叙事逻辑,则对黄金价格相对有利。

达利欧建议,在债务和货币风险上升的环境中,投资者可以低配债务类资产、超配黄金并少量配置比特币,黄金组合占的比例可在10%至15%。何思遥也表示,美国债务扩张和美元信用叙事可为黄金提供中长期支撑,黄金仍具有分散组合风险的价值。

上半年业绩验真 医药基金“回血”进行时

● 本报记者 张舒琳

近期,创新药、CXO(医药研发生产外包)板块行情持续演绎。板块反弹带动一批医药主题基金净值加速回血,近三个月以来,多只医药行业基金大幅反弹,净值增长率超过30%。在机构投资者看来,医药行情正迎来逻辑切换,从估值修复逐步转向对临床数据、BD交易(商务拓展)兑现和订单增长的交叉验证。判断后市行情能否持续,需要紧盯临床数据、资金博弈、产业政策等多重变量。

医药基金净值修复

最新的催化因素来自8月26日,康方生物宣布其全球首创双抗依沃西联合化疗一线治疗胆道癌的Ⅲ期临床试验成功达成总生存期(OS)主要研究终点。8月25日晚间,信达生物披露半年报,上半年营收、净利润分别同比大增45%、50%。利好催化下,8月26日,港股通创新药指数盘中一度涨超3%。截至收盘,在香港挂牌的信达生物、康方生物股价分别大涨9.69%、5.96%。

此前,药明合联业绩披露次日,股价大涨。此外,受莫德纳与默沙东合作的个性化mRNA癌症疫苗Ⅲ期临床取得初步阳性结果刺激,A股创新药板块近期一度出现多股涨停局面。

板块的持续反弹,直接转化为医药主题基金的净值修复。Wind数据显示,截至8月25日,近三个月以来,全市场644只医药行业基金(Wind分类)中,共有14只产品净值增长率超过30%。其中,基金经理李佳存管理的招商前沿医疗保健A近3个月净值增长率超40%。赵伟捷管理的大摩悦悦安和、张弘管理的华泰柏瑞医疗健康等,近3个月的净值增长率均超过30%。

不过,医药主题基金的净值“爬坑”尚未全部完成。拉长时间来看,这类基金近一年的平均回报率为-12%,仅约10%的产品近一年以来取得正收益;近3年来看,仍有147只产品处于亏损状态。

驱动逻辑切换

从密集披露的半年报看,CXO是交出亮眼业绩答卷的重要细分领域。

近期,多家CXO公司公布半年报情况,高增速的订单情况令人惊喜。永赢基金表示,CXO订单保持高增速,业绩持续性可期。当前,医疗领域处于创新加速周期中,mRNA疫苗、AI制药等新技术层出不穷,给全球患者带来福音的同时,也为行业创造出新的增长空间,医药板块的中长期投资价值不容忽视。

“CXO的拐点明确,不少企业业绩非常好。”天弘基金行业研究部基金经理助理张秀磊表示,CXO方向自2024年见底后,原本处于持续复苏状态,但今年斜率明显向上,已从缓慢复苏加速到强劲复苏,且海外龙头的业绩和订单也在陆续上修,呈国内外共振态势。在其看来,景气增长的核心驱动力是中国企业早期研发的全球占比提升,创新药出海后,早期研发需求增加,这一趋势并未减弱。

此外,创新药公司的盈利结构也在发生质变。中欧基金的基金经理助理王琪表示,越来越多的创新药公司因首付款和里程碑款项的纳入,今年有望实现利润端扭亏,与去年相比整体盈利水平已不可同日而语。王琪认为,里程碑款项正在成为常态化经营性收入,而市场对其体量预期仍显不足,这有望成为创新药公司利润端持续超预期的保障。

出海则是贯穿始终的利好主线。张秀磊认为,2022年至2024年期间,中国药企已充分证明全球竞争力。按远期空间折现,创新药公司的市值潜力仍然广阔。

平安医疗健康的基金经理周思聪也表示,今年上半年,BD交易总金额超千亿美元,已完成去年全年的80%;仅7月单月License-out(对外授权)交易即达12笔、总规模超90亿美元。此外,今年5月开始,中国创新药开启海外市场成新篇章,最快可能在今年底或明年初就有一些国产创新药海外获批,2027年开始,国产创新药或步入海外商业化新起点。王琪表示,从跨国药企半年报中可以发现,诸多跨国药企已将中国创新药核心资产纳入其全球战略支撑,未来两个月BD交易有望持续落地。

部分数据需要持续跟踪

自6月低点以来大幅反弹后,市场关心的问题变成,本轮医药行情还能走多远?

从估值位置来看,周思聪认为,本轮修复的性质是前期长达10个月调整后的估值回归,此前板块估值一度回落至近五年10%分位以下,6月底的恐慌性杀跌已基本结束。尽管股价下跌,但医药方向的基本面一直在超预期兑现,一旦资金面边际改善,板块就具备成为资金首选的条件。在海外大药企管线需求旺盛的背景下,BD交易、临床数据读出会持续成为个股行情的直接触发因素。

张秀磊认为,港股市场相对偏理性、有流动性折价,很多公司市值跌破现金价值,一眼就能看出较为便宜。A股定价则相对宽泛,6月底医药板块成交量较为低迷,当前成交量有所上涨但并不火热,指数涨幅也不大,不存在较高高估的情况。

对于后市,王琪认为,需要持续跟踪三方面因素。一是部分标志性临床数据将于下半年披露,或成为下半年最重要的产业催化因素,其结果将直接影响板块的整体情绪;二是资金面的跷跷板效应,当前市场资金重心仍在AI板块,创新药与AI之间存在明显的此消彼长态势,短期大的板块贝塔行情难度较大,更看重个股选择,明年初至上半年可能是创新药板块出现大贝塔行情的窗口;三是三季度政策方向,市场需要观察监管力度是否会阶段性加强。

具体到操作层面,张秀磊建议,创新药投资应该做“简单题”。创新药数据出来后,市场分歧往往很大。越是预期充分、股价位置较高、博弈成分较重的品种,越是“复杂题”,即使数据好也可能被解读为低于预期,建议回避为上。张秀磊眼中的“简单题”包括三类标的:研发能力与创始人能力可信的行业龙头;管线简单、逻辑清晰的大单品公司;商业化成熟的公司。

多轮驱动亮点突出 公募行业打磨盈利稳定性

● 本报记者 王鹤静

从近期多家公募机构上市股东披露的2026年半年报来看,在上半年权益、债券市场整体活跃的情况下,公募机构普遍把握住了市场机遇,通过改善业务结构以摆脱降费影响,重回盈利轨道。目前,已披露有20余家公募机构上半年的营业收入、净利润实现同比增长。

其中,华夏基金、南方基金、富国基金多条业务线发展齐头并进;鹏华基金、景顺长城基金、兴证全球基金、永赢基金等部分亮点业务表现突出,盈利能力稳步增长。业内人士表示,当前专户业务、养老金业务、ETF及指数投资、机构理财、跨境投资相关业务已成为公募行业的重点发力方向,多元化的业务布局往往能够帮助公募机构在市场波动环境下保持更强的盈利稳定性。

多业务发展齐头并进

上半年,多家大中型公募机构凭借多业务条线发展,盈利水平实现稳步增长。

华夏基金、南方基金、富国基金等头部机构上半年的盈利水平整体靠前,公司经营收入分别为57.08亿元、50.14亿元、43.49亿元,同比增幅均在30%以上;净利润分别为14.13亿元、15.03亿元、11.43亿元,同比增幅也均在20%以上。

其中,华夏基金的主动权益产品、债券产品、社保业务规模实现较快增长,权益ETF、REITs业务规模保持行业领先,货币基金规模实现稳健增长;同时,公司积极推进养老品牌建设,国际业务开拓取得新进展。

富国基金着力提高权益类产品规模占比,持续推进指数型产品等布局,主动权益、固定收益、指数投资、FOF等业务发展均稳居行业前列;养老三大支柱业务协同推进,管理规模及管理组合数量均创新高;先进制造、科创领域产品规模持续增长;公司着力强化跨境资产投研能力,QDII产品规模及香港子公司管理规模均实现较快增长。

反映在管理规模上,上半年,华夏基金本部管理资产规模小幅缩水,由3.01万亿元减少至2.91万亿元,其中公募基金管理规模由2.28万亿元减少至2.12万亿元,机构及国

际业务资产管理规模由7312.64亿元增至7833.09亿元;富国基金管理资产规模由2万亿元增至2.2万亿元,公募基金管理规模由1.35万亿元增至1.48万亿元。

拆分来看,上半年,上述头部机构的被动指数型基金规模均明显缩水,而固收、“固收+”、主动权益等类型基金规模集体扩张。

亮点业务突出 撬动盈利增长

鹏华基金、景顺长城基金、兴证全球基金上半年的营业收入均在22亿元以上,永赢基金、华安基金、银华基金等上半年的营业收入均在19亿元以上。其中,兴证全球基金上半年的净利润突破10亿元,景顺长城基金的净利润超8亿元,鹏华基金、永赢基金、华安基金、银华基金的净利润均在5亿元左右。

具体来看,这些公募机构上半年的业务亮点各有侧重。

例如,鹏华基金、景顺长城基金大力推进“固收+”业务发展。上半年,景顺长城基金营业收入、净利润同比增幅均在40%以上,公司旗下二级债基规模增长超830亿元;鹏华基金上半年营业收入、净利润同比增长超30%,公司旗下二级债基、一级债基、灵活配置型基金合计规模增长超700亿元。

永赢基金深耕主动权益赛道,旗下偏股混合型基金上半年规模增长超700亿元,公司非货管理规模由4339亿元增至5417亿元。权益业务的突出表现带动公司盈利水平大幅提升,上半年永赢基金营业收入、净利润分别同比增长122.52%、186.81%。

值得注意的是,按照净利润率(净利润/营业收入)测算,兴证全球基金是目前已披露经营数据的公募机构中,唯一一家上半年净利润率突破40%的公募基金公司,业内人士透露,这可能与公司专户等业务的利润效应有关。从公司股东兴业证券的半年报来看,上半年公司的非公募管理规模由500亿元量级增至700亿元量级,另外中长期纯债型基金、货币市场型基金规模上半年合计增长近800亿元。

“基金公司净利润的侵蚀主要来自渠道销售费用、人员成本、信息技术投入、市场推广等支出。对于部分头部或

特色机构而言,较高的净利润率通常与较强的品牌影响力、稳定的客户基础、较高的主动管理能力、较好的成本控制能力有关,机构业务占比较高、渠道依赖度相对较低也有助于提升盈利效率。”晨星(中国)基金研究中心总监孙珩对中国证券报记者表示。

结构改善 提供盈利动力

虽然此前公募基金费率改革整体调降了费率水平,但公募机构普遍把握住了上半年的市场机遇,积极拓展各项业务,业务结构的改善一定程度上为盈利增长提供了动力。

结合多方因素来看,孙珩认为,上半年权益、债券市场整体表现较去年同期更加活跃,带动产品业绩改善、管理规模企稳回升,管理费收入增长明显。在投资者风险偏好修复的情况下,无论是基金发行还是申购赎回情况,均较此前有所改善。

“在行业降本增效的背景下,多数基金公司持续优化费用支出结构,经营杠杆效应有所体现。上半年部分基金公司的主动权益、指数投资、养老金等重点业务增长较快,对盈利形成支撑,自营投资收益改善也对利润增长形成一定的贡献。”孙珩说。

如何从单纯依赖管理费收入转向多元化发展,在业内看来,或是公募机构在行业高质量发展阶段保持竞争力的重要挑战。

天相投顾基金评价中心相关人士举例表示,专户资管业务在收入模式上能够提供差异化优势——与传统公募产品相对固定的管理费不同,专户产品采用“管理费+业绩报酬”的收费结构,在费率定价上能够根据产品策略和客户需求灵活设定。对于主动管理能力较强的机构,业绩报酬带来的收入弹性可能远超同等规模公募产品的固定管理费,在公募费率持续改革的背景下,能形成有效的利润补充。

“专户和机构业务有助于增强客户黏性和收入来源多样性;而ETF等被动投资业务则凭借规模效应和持续资金流入,成为不少基金公司战略布局的重要领域。”在孙珩看来,多元化的业务布局往往能够帮助公募机构在市场波动环境下保持更强的盈利稳定性。