

# 全球再现“特朗普交易” 避险资产关注度攀升

本报记者 罗辑 北京报道

全球范围内大类资产价格日前突发异动。其中，国际油价上行，黄金价格再创新高。美股三大重要指数涨跌互现，其中道琼

## “特朗普交易”提前升温

此轮“特朗普交易”与美联储降息预期、地缘风险事件变化、全球衰退等交易主线并行，大类资产行情演绎相较上一轮“特朗普交易”更为复杂。

所谓“特朗普交易”，最早出现在2016年到2017年间，从特朗普在美国大选中胜出到就职的数月内，市场根据“特朗普新政预期”中的减税、扩大基建、支持传统能源行业、减少监管等方向，进行极致演绎。彼时大类资产价格异动明显，该交易策略因此得名。日前，特朗普竞选集会现场发生枪击事件，推动预期变化，市场再次出现并提前“上演”了“特朗普交易”。中航证券首席经济学家董忠云提到，“特朗普交易”的核心主要基于特朗普与拜登政策主张的不同点，即特朗普主张更大范围、更大程度地提高关税；更倾向于干预美联储货币政策的独立性；更注重传统制造业。同时，特朗普执政的不可预测性较强。基于此逻辑，整体来看，近期黄金和美股上行，美元汇率和美债利率有所承压。不过进一步观察，此轮“特朗普交易”与美联储降息预期、地缘风险事件变化、全球衰退等交易主线并行，大类资产行情演绎相较上一轮“特朗普交易”更为复杂。

数据显示，近期金价表现吸睛。国际金价从5月下旬冲高回调以来，经历两个月的震荡期，重回上行轨道。7月17日伦敦黄金现货再创历史新高，达2483.76美元/盎司。

斯工业指数创下历史新高，纳斯达克指数和标普500指数冲高后出现跳空下跌。此外，被称为“全球资产定价之锚”的10年期美债收益率触及近4个月来的低位，同时美元走势也出现疲软。

美股方面同样出现明显波动。其中，道琼斯工业指数快速冲高，7月16日道琼斯工业指数在已经处于历史高位的情况下，单日上涨742.76点，涨幅1.85%，强势站稳新高。次日（7月17日）道琼斯工业指数再度上涨243.6点，报收于41198.08点，再创历史新高。同一时间，纳斯达克指数和标普500指数在高位徘徊后，于7月17日跳空下跌。其中，纳斯达克指数出现了罕见的单日2.77%的巨大跌幅，共下跌512.42点，最终报收17996.92点。标普500指数走势相似，同样在7月17日出现了跳空下行，单日跌幅1.39%，报收5588.27点。板块方面，能源股普遍上涨，科技股普遍下行，尤其是光刻机巨头阿斯麦（ASML）暴跌12.74%。这一暴跌同样被市场解读为“特朗普交易”极致演绎的一个方面。

此外，美元指数近期走弱，目前已触及近4个月来的低点。10年期美债收益率7月以来也出现了持续下行，并在日前创下近4个月来的新低。但值得注意的是，相较上一轮“特朗普交易”行情，此轮债市演绎表现更为复杂。其中，10年期美债收益率在下行通道中，7月15日出现了突然上行，当日报收4.2274%。同日，相较长端的上行，短端走势分化，2年期

在上述异动背后，机构普遍认为，当前市场围绕美国大选投资主线，“特朗普交易”卷土重来，叠加今年下半年美联储降息预期升温，大类资产价格出现波动。同时，因

为这两种交易逻辑的力量交织博弈，全球金融市场将进入更加复杂的局面。不过，受美国大选不确定性增加的影响，避险资产仍受到相对更高的关注。



随着“特朗普交易”卷土重来，美国主要股指走高。对股市来说，这有可能意味着其上涨的势头在科技股之外进一步扩大范围。

美债收益率仍在下跌通道，收盘跌至4.45%。2年期与10年期美债利差收窄，同时2年期与30年期美债利差自1月31日以来首次转为正值、解除倒挂。不过此后几日走势再度变化，截至7月18日盘中记者发稿，10年期美债收益率在7月16日、17日下落并创下4个月新低后，有所上行，达到4.17%。30年期美债收益率走势相仿，报4.39%。同时2年期美债收益率平稳走高，报4.46%。

“特朗普交易”的演绎中，债市变化更为明显和激烈，不少机构集中押注美债曲线陡峭化。华泰证

券研究所副所长、固收首席分析师张继强及其团队认为，特朗普政策主张或导致美国通胀预期抬升，叠加宽松货币政策倾向，可能导致美债曲线陡峭化。具体而言，“考虑到特朗普加征关税、限制移民以及偏好财政货币双宽松的执政思路，这些政策易导致通胀反弹，传统能源、大宗商品等实物资产受益，美债利率面临上行压力。如果共和党在选举中获胜并控制参众两院，预计会出现通胀上行的局面，美联储如果被迫较大幅度降息，从而导致长端美债收益率居高难下且曲线陡峭化。”

## 避险资产更受关注

华泰证券方面也提到，在“特朗普交易”、降息预期等多重因素交织影响下，近期黄金确定性更大，或出现震荡上行，铜和原油短期则可能以震荡为主。

此轮“特朗普交易”的提前演绎，存在突发事件的驱动。在对大类资产后续表现的分析中，外资机构认为该事件本身亦“表达”了选举季存在的较强不确定性，这也影响避险资产的表现。

其中，瑞银财富管理全球首席投资总监马克·海菲尔（Mark Haefele）提到：“该突发事件使得本就动荡的选举季更添一层复杂性。我们再次强调，投资者不应基于竞选动态或对任何特定选举结果的预测而大幅调整其投资组合。不过希望抵御市场波动加剧并降低政治不确定性影响的投资者，在股票方面，应管理在不同大选结果下风险较高的个股和板块敞口，例如非必需消费品、进口关税提高将令该板块承压。固定收益方面，我们看好优质债券，但投资者也不应忽视，如果对美国赤字的忧虑加剧，将给久期较长的债券带来潜在风险。货币和大宗商品方面，我们看好避险资产瑞郎和黄金。此外，投资者应妥善管理受美国贸易风险影响较大的货币。”

中金公司进一步就黄金、大宗商品、美股、美元、美债在“特朗普交易”背后的“资产含义”提到，目前测算黄金价格中枢为2500美元/盎司，短期节奏方面，黄金仍有一波降息交易空间，或直到降息开始一、两次后结束。中长期来看则面临更多影响因素的交织作用。一方面，在上一轮“特朗普交易”的刺激预期下，风险资产相较避险资产更为受益，但另一方面特朗普可能采取的贸易政策或造成避险情绪上升，同时交织地缘政策影响，不确定性仍然存在。大宗商品方面，同样如此。特朗普可能持有的旧能源政策主张下，原油供给或将增加，但减税和投资政策或带来需求提振，因此影响并非单一方向。

美股方面，中金公司认为在

“特朗普交易”逻辑下，美股存在盈利提升预期，同时周期股表现或更受关注。其中，若实现特朗普所持有的税改方案，则将助推美股2025年盈利增速再提升3.4个百分点。从结构上看，共和党获胜时传统能源、地产等周期行业表现更明显。美元方面，中金公司根据全球美元流动性指标测算，到今年年底美元大概率继续进行区间震荡。同时，美债收益率或在降息兑现后出现下行，但逐步见底回升。因特朗普所持的关税政策、对内减税和移民政策都更偏通胀，意味着美债利率很难大幅下行。

华泰证券方面也提到，在“特朗普交易”、降息预期等多重因素交织影响下，近期黄金确定性更大，或出现震荡上行，铜和原油短期则可能以震荡为主。美股小盘可能受益于“特朗普交易”和降息交易共振。同时10年期美债利率或围绕4.2%~4.3%为中枢，在4%~4.5%区间宽幅震荡，短端美债胜率更高，同时曲线或将陡峭化。

此外，站在美国财政前景的宏观角度，野村全球宏观研究主管苏博文（Rob Subbaraman）提到：“当前，美国处于多重财政挑战下，而转折点出现的催化剂可能是美国大选。若特朗普获胜，共和党全面控制国会，市场或预期财政政策的宽松、通胀再次加速。而如果大选结果引发争议，不确定性将再度提升。更极端的情况是，特朗普有可能叫停偿债。鉴于特朗普个人有债务违约的历史，且三分之一的美国政府债务由外国人持有，这一策略对特朗普而言或有一定吸引力。”

不同的前景也对应美债不同的表现可能。苏博文认为，若出现极端情况，美债收益率曲线可能会出现前所未有的压缩，届时2年期和10年期美债的利差可能会降至几十年来的最低水平。

# 永赢基金许拓：左侧布局 聚焦高股息、红利资产

本报记者 顾梦轩 夏欣 广州 北京报道

在2024年上半年主动权益基金激烈的角逐中，有一位基金经理的投资风格不是激进前冲，也没有单押赛道，而是以稳制胜，其管理的基金净值表现平稳，他就是许拓。

Wind数据显示，2024年上半年，许拓管理的永赢股息优选基金A份额和C份额，上半年收益分别为29.97%和29.85%，获得主

## 偏好景气低位

《中国经营报》记者了解到，之所以可以保持业绩稳定，是因为永赢股息优选的投资目标是向确定性要收益，希望在波动率相对可控的基础上获得稳健回报，并不追求短期的快速爆发，投资风格稳健偏保守。

在具体方向上，许拓表示，永赢股息优选基金重点关注商业模式简单、清晰，公司质地较好、壁垒较高，财务稳健、分红可期，估值偏低波动偏小的相关标的。但永赢股息优选不是赛道产品，也不是按照股息率高低做排序的红利指数基金，更多是基于股息的出发点，希望投向盈利改善或者分红政策改善后股息率能明显提升的低估值个股。

不同于热度高涨的人工智能板块，永赢股息优选前十大重仓股中多是电力公司的身影。天天基金网显示，永赢股息优选基金二季度末的前十大重仓股为华电国际、中国核电、华能国际、青岛港、中国广核、中国移动、浙能电力和中国石化等。

许拓选择电力公司其实是

动权益基金第三名和第五名（剔除成立时间4个月的建信灵活配置基金C份额）。他管理的另一只基金永赢长远价值A份额和C份额业绩也同样优秀，上半年收益分别为25.71%和25.60%，位列主动权益基金排名的第18和第19名。

值得一提的是，在上半年市场波动极为剧烈的情况下，永赢股息优选基金和永赢长远价值基金的最大回撤均控制在5%左右，同期沪深300的最大回撤超过20%。

行业比较的结果。他告诉记者，第一，电力行业增速跟GDP增速差不多，在电气化带动下用电量一直增长，这个行业有持续增长，且行业格局相对稳定，相关公司基本都有5个点以上的增长；第二，过去电力资产的盈利稳定性不强，电价固定但是煤价波动，而现在电力市场改革，基本上按照供需关系来定价，盈利稳定性明显提升；第三，电力行业中新能源占比提升，国家也出台了相关政策，业绩对比相对较好。如果估值性价比变低，许拓也会适时调整为一些别的行业标的。

许拓筛选公司的核心标准有三个，即ROE的稳定性、确定性、持续性要高，第二，要有适当的增长，任何一个资产都应该跟GDP有一定的相关性。第三，所投资公司最起码要有高分红的想法和能力。

在控制回撤方面，许拓表示，产品的回撤控制核心在于投资方法，许拓偏好左侧布局，比较重视估值性价比，规避在景气高位或估值高位去接盘的风险，偏好景气低位和估值低位。

## 差异化定位策略

与多数基金经理管理的基金趋于同质化相迥，许拓管理的三只基金均有其独特的投资风格和特点，所重仓行业也有差异。

天天基金网显示，永赢长远价值基金的前十大重仓股分别为中国核电、浙能电力、华电国际、中国广核、华能国际、牧原股份、温氏股份、天康生物、唐人神和中广核电力。可以看出，除了重仓电力公司，永赢长远价值基金还配置了畜牧业相关个股。

而永赢惠添盈一年持有基金的重仓股则与前两只基金更是大相径庭。天天基金网显示，永赢惠添盈一年持有基金的前十大重仓股出现了多只地产股的影子，分别为：保利置业、天康生物、唐人神、中粮家佳康、中海物业、保利物业、东瑞股份、温氏股份、牧原股份和越秀地产。

对于他管理三只基金的不同投资思路，许拓称，三只产品定位不一样，为了应对不同风险偏好的客户，对三只产品做了一定的差异

## A股估值优势突出

2024年上半年的股票市场可谓跌宕起伏，整体偏弱运行。Wind数据显示，截至6月30日，上证指数、深证成指、创业板指自年初以来分别下跌0.25%、7.1%、11%。

“尽管股票市场的整体表现不尽如人意，但结构上也体现出鲜明的高质量发展的时代特征。”许拓分析，从结果上看，估值较高、缺乏业绩支撑、质地较差的一部分公司跌幅明显，部分有问题的公司甚至被退市；而低估值的优质公司体现出一定的价值回归，竞争优势明显、企业经营规范但短期景气度一般的公司也体现出一定的抗跌性。

“这种变化本质上是资本市场

化策略。

许拓的产品组合有一个很重要的特征，就是产品定位非常清晰。基于产品定位，他再做仓位与个股的选择、基本的股票操作。

具体来看，永赢股息优选基金的投资目标是向确定性要收益，希望在波动率相对可控的基础上获得稳健回报，并不追求短期的快速爆发，投资风格稳健偏保守。具体投资向上，他重点关注商业模式简单、清晰，公司质地较好、壁垒较高，财务稳健、分红可期，估值偏低波动偏小的相关标的。需要强调的是，永赢股息优选不是赛道产品，也不是单纯按照股息率高低做排序，许拓更多是基于股息的出发点，希望投向盈利改善或者分红政策改善后股息率能明显提升的低估值个股。

永赢长远价值基金的投资目标是在追求稳健的基础上适当增加净值弹性，风险偏好适中，希望所配置的部分方向在回撤可控基

础上一旦被认可具备一定的向上弹性，投资风格稳健偏积极。具体投资向上更多关注景气度的变化，希望有适当比例的仓位用来投向景气左侧估值较低的优质公司，但投资方向可能会适度分散以降低波动。永赢惠添盈一年持有基金的投资目标是追求弹性，风险偏好较高，希望所配置的方向在回撤不会太大的基础上一旦被市场认可具备较大的上行空间，投资风格偏积极。具体投资向上更多关注企业经营模型中量或者价格快速波动的个股，许拓希望绝大部分仓位投资在景气左侧估值较低的板块，投资方向适当集中，以提高组合的锐度。特别提醒投资者注意，该基金有一年的持有期，一旦申购一年内不能赎回。

许拓仍然对下半年的股市充

满期待。许拓认为，因为一些基本常识决定了中国资产的投资价值是在不断提升的。这些常识包括但不限于国内宏观经济基本面逐步见底的可能性不断提升、高质量发展要求下存量资产的监管会逐步回升、中国资本市场监管层强调以投资者为本以增加中小股东的投资回报、当前股票市场的估值水平较历史估值明显偏低且金融市场流动性较为宽松、中国资产的相对估值优势较为突出。

“但是，我们也应该清晰地认识到资本市场的修复不可能一蹴而就。”许拓表示，信心重新建立、做多力量重新汇聚的过程是渐进的，叠加国内宏观经济向上弹性



许拓

永赢股息优选基金经理

“选择地产行业，主要是源于地产行业逐步见底的判断和此类公司较低的估值。首先，国内宏观经济逐步见底了，部分行业已经出现了复苏态势，房地产最差的时间段可能已经过去。其次，房价虽然不会再像之前那样暴涨，但大概率是有底的，这个行业还会是长期存在，国内的资金需要寻找出路，房价应该还能跟上通胀的水平。”许拓表示。

偏弱、海外美债利率持续偏高可能引致的金融风险仍未解除，这些都限制了资本市场修复的速度和力度。

对于投资者，许拓希望，投前，大家可以抱有平常心，根据产品不同定位做出选择，如果产品波动率比较低，但是它的回报相对稳健一些，那么它就不具有单车变摩托的能力，不过给你的摩托加加油或许还是可以的。投中，大家要有耐心，“我们一直讲稳定性，是我们追求的方向，希望追求稳定的同时，大家有一些合理的回报。稳健不是固步自封畏缩不前，不是躺平听天由命；稳健是积极进取的前提，是行稳致远的保障。”许拓如是说。