

2024年09月19日

证券研究报告 | 公募基金深度报告

美联储降息五大变化，金融产品影响有何不同？

深度点评报告

分析师：蔡梦苑

分析师登记编码：S0890521120001

电话：021-20321004

邮箱：caimengyuan@cnhbstock.com

分析师：张菁

分析师登记编码：S0890519100001

电话：021-20321551

邮箱：zhangjing@cnhbstock.com

分析师：郝一凡

分析师登记编码：S0890524080002

电话：021-20321080

邮箱：haoyifan@cnhbstock.com

分析师：张帅

分析师登记编码：S0890524080001

电话：021-20321077

邮箱：zhangshuai564576@cnhbstock.com

分析师：宋逸菲

分析师登记编码：S0890524080003

电话：021-20321087

邮箱：songyifei@cnhbstock.com

销售服务电话：

021-20515355

相关研究报告

1、《跨境固收产品投资手册：QDII 债基和债券型互认基金—公募基金专题报告》

2024-08-01

2、《寻找基金中的“Alpha 捕手”，构建股基增强基金组合—基金量化因子探析（四）》2024-07-18

投资要点

①本次降息出现了五大不一样的变化，指向美联储在政策转向上变得更加果断，且进一步突出“预防式降息”政策思路。

②在降息 50BP 的同时，美联储对未来降息路径给出了偏鹰的指引，即“前快后慢”式的“预防式降息”。这一指引显示出本轮降息的四大特征，并将对未来美股、美债、黄金、人民币资产价格走势产生重要影响。

③公募基金产品：A 股和港股的核心矛盾在于当下中国经济基本面，配置型外资趋势性回流中国权益资产需要搭配国内基本面复苏。美联储降息、美债利率下行有利于打开国内货币政策空间和估值空间，但境内公募基金预计复刻上一轮成长和质量风格占优的可能性不高。国内债券市场方面，中长期维度下，仍然看好久期较长的被动型债券指数产品和灵活调整久期的中长期纯债型基金，短期内市场波动大概率有所增加，稳健型短债产品持有体验或将更佳；QDII 债基方面，久期较长的利率债型品种或高等级信用债型产品能提供更大的收益弹性，考虑到后续汇率变动方向的不确定性，建议优先考虑灵活锁汇品种。

④银行理财产品：随着美联储降息落地，一方面投资于美债和美元存款的理财产品收益将受直接影响，另一方面，海外政策调整使得国内货币政策空间打开，债市走牛的长期趋势仍在，但期间市场波动和反复或有所增强，对于境内固收理财产品而言，理财产品收益可能短期发生调整，但影响有限，长期仍具有投资价值。

⑤私募基金产品：私募策略的投资范围和投资方式广泛，因此美联储降息对私募策略的影响路径也更为多样。不过总体而言，市场存量规模较大、受关注较多的指数增强、股票市场中性和债券类产品主要锚定国内基本面变化，宏观对冲策略、CTA 策略和期权类策略在美联储降息窗口内或迎来更多机会。

⑥风险提示：政策发力不及预期，经济修复不及预期，美国经济衰退，美国大选扰动，地缘风险。

内容目录

1. 美联储及时转向，降息节奏“前快后慢”.....	3
2. 本轮预防式降息路径的特征及对各类资产的影响.....	4
3. 公募基金影响：境内权益基金等待分子端改善，阶段性重点关注海外投资机会.....	5
3.1. 境内权益基金投资机会还需等待分子端改善.....	5
3.2. 海外权益市场对降息大多反应积极.....	6
3.3. 擅长波段操作的中长期纯债型基金值得关注.....	7
3.4. 灵活锁汇的QDII债基或是较优选择.....	7
4. 银行理财产品影响：外币理财发行基准或将走低，境内固收理财需关注政策变化.....	8
4.1. 新发美元理财产品业绩比较基准或将走低.....	8
4.2. 人民币理财产品需关注我国政策后续变化.....	8
5. 私募基金影响：关注宏观对冲、CTA及期权类策略.....	9
6. 风险提示.....	9

图表目录

图 1：最新点阵图指向“慢节奏降息”，降息终点更高（当前利率水平 4.75-5.0%）.....	4
表 1：2019 年美联储降息前后境内不同风格主动权益型基金业绩表现.....	6
表 2：2019 年美联储降息前后境外主要权益基金业绩表现.....	6
表 3：2019 年美联储降息前后海内外债券资产业绩表现.....	7
表 4：2019 年美联储降息前后相关指数业绩表现.....	9

北京时间9月19日凌晨，美联储公布利率决议，将联邦基金利率目标区间下调0.5个百分点至4.75-5%，正式开启降息周期。不过，此次50BP的鸽派降息，以及美联储对未来降息节奏的鹰派指引中，出现了许多不同寻常的变化。

1. 美联储及时转向，降息节奏“前快后慢”

本次降息出现了五大不一样的变化，指向美联储在政策转向上变得更加果断，且进一步突出“预防式降息”政策思路：

1、“临时决定”的50BP，但并非“意料之外”。在此次降息前，美联储公开表态仍然倾向于降息25BP，鲍威尔在发言中也表示，这是美联储在收集到足够的数据之后做出的决定，但美联储已经进入了公开发言的静默期。反映出这一决定也是最新讨论的结果，甚至于票委中还罕见的出现了一票反对票。不过，在美联储讨论期间，也通过媒体间接释放了可能降息50BP的信息，引发市场对降息50BP的预期快速上升，并非完全“意料之外”。

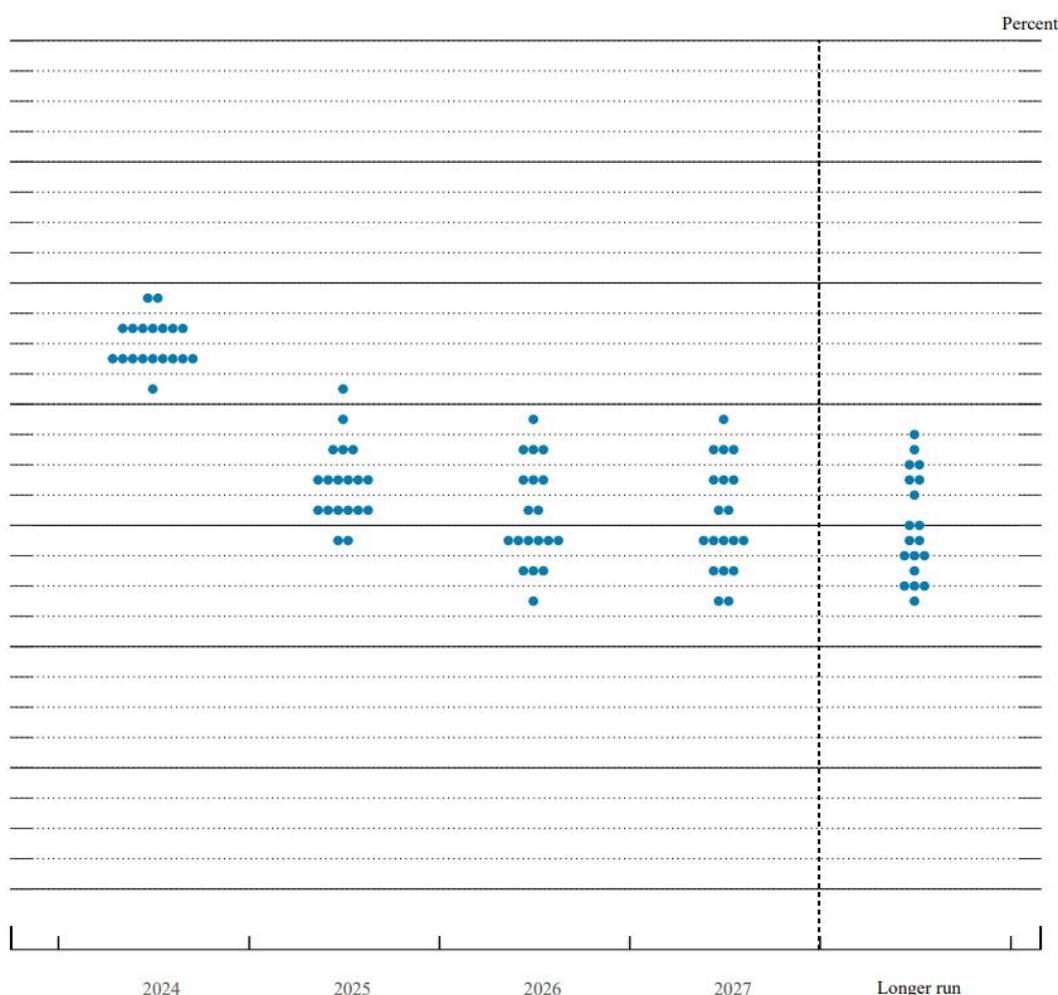
2、美联储及时转向，避免“慢一拍”重蹈覆辙。鲍威尔表示，7月议息会议时本可以降息，但当时支持降息的数据尚未发布；此外，由于此前在抗通胀时期，美联储就曾因行动过慢导致控通胀不力。因此可以认为此次降息50BP是对7月未降息的“补偿”，也是美联储改变思路、及时行动体现，避免重蹈转向过慢的覆辙。

3、鲍威尔否认衰退，降息50BP不是“新节奏”。在利率决议后的发布会上，美联储主席鲍威尔努力打消市场的衰退担忧，他一再强调美国经济形势基本稳定，没有迹象表明经济下滑的风险加剧。同时，他还表示，美联储的经济预测摘要中没有任何内容表明需要急于完成降息，降息50个基点并非未来新的节奏，而是将根据数据变化选择加快、放慢或暂停。

4、鹰派指引——降息节奏“前快后慢”，利率终点更高。美联储最新点阵图显示，今年还将降息50BP，2025年降息100BP，未来将降息节奏将越来越慢，且长期利率预期指向3%左右，高于过去2-2.5%的中性目标利率水平。“前快后慢”的节奏指向鹰派的市场预期管理，或意在避免市场对经济衰退的过度担忧。

5、降息与缩表共存，体现货币政策正常化思维。尽管降息周期开启，但鲍威尔表示并未考虑停止缩表，而降息与缩表共存也并非“矛盾”，而是货币政策正常化与“预防式降息”的体现，与“衰退式降息”的大幅宽松周期有着本质区别。

图 1：最新点阵图指向“慢节奏降息”，降息终点更高（当前利率水平 4.75-5.0%）



资料来源：Fed，华宝证券研究创新部

2. 本轮预防式降息路径的特征及对各类资产的影响

随着降息落地，标志着美联储 2022 年 3 月启动的紧缩周期正式转向，降息预期的重心也将发生变化——从关注何时启动降息，转向关注未来降息节奏。

在降息 50BP 的同时，美联储对未来降息路径给出了偏鹰的指引，即“前快后慢”式的“预防式降息”。这一指引显示出本轮降息的四大特征：

1、降息节奏慢、周期长。与“衰退式降息”不同，“预防式降息”依赖于未来经济数据的变化，降息的节奏偏慢、周期更长；

2、“软着陆”可能性提高。及时转向的“预防”效果更好，更有助于实现经济“软着陆”，因此，未来经济韧性更强、降息节奏也会逐渐变慢；

3、货币政策正常化，而非大宽松周期。美联储降息、缩表共存并非矛盾，而是货币政策正常化的进程，并非大水漫灌的宽松周期，对市场影响或为渐进式，而非一次性；

4、降息终点抬高，隐含长期名义增长预期提高。指向就业、通胀的长期前景相对优于疫情前，导致长期名义增长水平提高。

本轮“预防式降息”四大特征也将对未来各类资产价格走势产生重要影响：

1、美债、黄金“慢牛”确定性更高。在节奏偏慢、周期偏长的降息周期中，美债与黄金的中长期确定性相对更高，且能够更有效对冲潜在的美国大选、经济加速下行、地缘风险等不确定性风险。

2、美股有望偏强运行。“前快后慢”的降息节奏意味着“软着陆”可能性提升，若后续一个季度内经济数据并未显示出衰退风险，则盈利因素有望继续驱动美股偏强运行；一旦出现经济衰退风险，则美联储也有更大的政策空间进行休整，为美股提供V型反弹的动力。

3、非美市场或总体利好。本轮降息周期有助于非美市场的资本外流压力逐渐缓解，且货币政策空间打开，也有助于经济预期改善，但由于并非是大宽松式降息，影响并非一蹴而就。

4、债牛大概率未止，短期关注国内降息影响。在美联储快速转向背景下，息差及汇率压力改善，国内货币政策空间打开，叠加8月国内经济数据偏弱运行，国内进一步降息可能性提高，中长期来看债牛未止。不过考虑到当前收益率下行较快，若国内降息落地，则止盈带来的短期调整风险有所上升。

5、A股下行风险明显降低，关注政策落地节奏。国内政策空间打开，短期内有望缓解A股下行压力。不过，中长期来看A股趋势的扭转或仍需重磅增量政策落地、或基本面数据持续改善，待政策发力信号做右侧交易性价比更高。

3. 公募基金影响：境内权益基金等待分子端改善，阶段性重点关注海外投资机会

3.1. 境内权益基金投资机会还需等待分子端改善

过去3轮美国降息周期中，A股与全球主要市场的走势基本保持一致。美联储降息对A股的传导逻辑包括“美联储降息-全球资本流向发展中国家”、“美联储降息-央行跟进降息”两种，并存在一定的滞后性。从近一轮的美股降息周期来看，美债收益率下行周期中A股整体上涨，成长明显领先于价值风格。行业维度，上轮降息周期中直接受益于宏观流动性改善的金融行业率先表现；外资偏好的食品饮料等消费行业涨幅始终靠前；资金风险偏好提升对高估值新兴科技形成提振，利率敏感的电子、计算机、创新药等成长板块逐步占优。

我们基于基金经理的投资框架，提出了成长、价值和质量三维基金风格分类体系，背后代表的是基金经理对于短期景气度、估值安全边际和长期竞争优势之间的取舍，基于此形成了“积极成长、质量成长、价值成长、深度价值、质量价值、质量精选、均衡成长、均衡价值和相对均衡”九种投资策略的分类方式。

在2019年开启的降息周期中，成长以及质量风格的表现相对更优。对于以积极成长为代表的成长风格，基金经理通常根据远期空间、市场份额、利润率，折算出目标市值，并跟随订单放量、业绩兑现，市场渗透率等验证指标享受戴维斯双击机会。2019年第四次半导体上行周期及科创板首批公司上市交易推动景气上行的半导体公司；2020年5G基站加速布局及5G手机换代需求，在行业角度还是存在许多高景气成长的投资机会。此外，外资进入和资金配置的全球化下，美债利率成为中国权益资产分母端贴现率的锚之一，外资偏好的以白酒、家电、港股互联网为代表的高护城河型，则在降息过程中享受到了估值提升。

不过，当前A股和港股的核心矛盾在于中国经济基本面的疲弱，配置型外资趋势性回流中

国权益资产需要搭配国内基本面复苏。美联储降息、美债利率下行有利于打开国内货币政策空间和估值空间，但境内公募基金市场复刻上一轮成长和质量风格占优的可能性预计不高，促消费政策、资源品补库存等尚未形成持续的产业趋势。行业主题基金层面，受益于基本面和贴现率的创新药、电子相关产品弹性可能更优，而消费等板块的投资机会还需等待分子端的改善。

3.2. 海外权益市场对降息大多反应积极

美股相关的公募基金产品以被动指数为主，纳斯达克 100、标普 500 是跟踪数量和规模较大的品种。在过去的降息周期中，纳斯达克 100 指数占优的情况更多。降息对成长股的利好在分子和分母端均有反映，在利率下行阶段，成长型行业的融资成本更低、融资能力更强，有利于业绩扩张和分子端盈利增长，而成长股主体现金流分布在远端，在贴现率下行（尤其是美债利率下行）的环境中，估值抬升幅度较价值股也更大。行业角度，充分享受融资意愿上升和贴现率下降的医药板块在利率下行期间表现突出。

亚洲新兴市场对美联储降息的反应是积极的，宽松周期会促使资产配置者增加对于新兴市场的风险敞口，老牌资本市场吸引力的降低会部分的刺激资金向新兴市场流动。不过需要注意的是，因经济体量较小、股市制度不完善，美联储降息对越南市场的影响不大，在降息周期中越南股市表现略不及 MSCI 新兴市场指数。对比来看，印度市场拥有更大体量也允许较大规模资金流入，且其股市制度向美国看齐，美联储降息也更容易向印度市场传导。

表 1：2019 年美联储降息前后境内不同风格主动权益型基金业绩表现

类型	降息持续期间	收益率下行行情持续期间	降息后一个月	降息后三个月	降息后六个月
积极成长	20.07%	95.71%	2.34%	4.36%	22.80%
质量成长	23.68%	124.23%	5.39%	8.78%	27.35%
价值成长	9.10%	68.09%	0.36%	2.21%	11.19%
深度价值	5.44%	60.96%	-0.13%	1.63%	9.34%
质量价值	6.25%	71.82%	1.03%	2.25%	10.74%
质量精选	11.56%	102.89%	3.85%	5.42%	16.01%
均衡成长	23.94%	101.53%	3.59%	6.81%	26.70%
均衡价值	20.47%	82.20%	3.26%	7.12%	26.18%
相对均衡	14.98%	91.95%	1.94%	4.58%	17.99%

资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

注：降息持续周期为美联储降息起点日期至美联储降息结束日期（最后一个降息日），收益率下行行情持续周期为 10 年期美国国债收益率触顶日期至见底日期

表 2：2019 年美联储降息前后境外主要权益基金业绩表现

类型	证券代码	证券简称	10 年期美国国债收益率触顶 后 3 个月 2018.11.07-20 19.02.07	10 年期美国国债收益率触顶 后 6 个月 2018.11.07-20 19.05.07	降息起始日 后 3 个月 2019.07.31- 2019.10.31	降息起始日 后 6 个月 2019.07.31- 2020.01.31
美股	513500.OF	博时标普 500ETF	-4.23%	3.02%	3.25%	10.53%
	159941.OF	广发纳斯达克 100ETF	-4.71%	6.41%	3.22%	14.10%
	000369.OF	广发全球医疗保健 A 人民币	-2.32%	-2.53%	6.57%	13.88%
	161128.OF	易方达标普信息科技 A 人民币	-5.93%	8.55%	4.35%	18.31%
新兴市场	EMXC.O	iShares MSCI EM ex China ETF	4.42%	3.98%	2.93%	4.18%

类型	证券代码	证券简称	10年期美国国	10年期美国国	降息起始日	降息起始日
			债收益率触顶 后3个月	债收益率触顶 后6个月	后3个月	后6个月
			2018.11.07-20 19.02.07	2018.11.07-20 19.05.07	2019.07.31- 2019.10.31	2019.07.31- 2020.01.31
	VNM.P	VanEck Vietnam ETF	0.65%	5.68%	1.61%	-6.91%
	INDA.BAT	iShares MSCI India ETF	7.15%	10.35%	5.78%	5.79%
	HYG.P	iShares iBoxx \$ HY Corporate Bd ETF	1.69%	4.59%	1.23%	3.22%

资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

3.3. 擅长波段操作的中长期纯债型基金值得关注

对债券市场而言，美联储降息落地后，美债收益率先下降后反弹，国内债市走势焦灼，10年期国债收益率开盘向下突破2.02%，后续涨幅有所收敛，其中信用债涨跌互现、长端利率债表现整体好于短端。

落地于基金配置层面，后续货币政策空间打开，在有望持续债牛的宏观背景下，中长期而言，久期较长的被动型债券指数基金及其久期中枢较长的中长期纯债型基金可能更加受益。但短期而言，由于自9月以来，国内债市已有所提前抢跑美联储降息下央行跟随降息降准的预期，利率债收益率快速下降，考虑到市场短期内波动或将加大的可能性，稳健型的短债基金和擅长波段操作的中长期纯债型基金性价比或将提升。从券种上而言，市场波动加大的背景下，流动性更优的利率债基金或将整体优于信用债基金。

3.4. 灵活锁汇的QDII债基或是较优选择

对于美债基金，复盘美联储上一轮的降息周期，对利率最为敏感的国债表现相对较优，而且中长债利率的下行幅度也往往大于短债，因此主要配置于久期相对较长的国债的美债基金或相对受益。但同时，更长久期的配置也意味着更大的波动风险。在信用债型的QDII债基中，基于历史规律的统计，高等级信用债在降息后的收益弹性会高于与经济基本面相关性更高高收益债，具有更高的投资性价比。对于QDII债基而言，汇率的波动也是不得不考虑的因素。海外降息后，美元相对人民币发生贬值为大概率事件，但考虑到国内货币政策打开后，国内经济有待进一步政策刺激的需求较强，国内降息或将成为大概率事件，因此美元和人民币之间的汇率变动方向仍存在一定的不确定性，因此灵活锁汇的QDII债基或是较优选择。

表3：2019年美联储降息前后海内外债券资产业绩表现

类型	证券代码	证券简称	10年期美国国	10年期美国国	降息起始日	降息起始日
			债收益率触顶 后3个月	债收益率触顶 后6个月	后3个月	后6个月
			2018.11.07-20 19.02.07	2018.11.07-20 19.05.07	2019.07.31- 2019.10.31	2019.07.31- 2020.01.31
中国利率债	511260.OF	国泰上证10年期国债ETF	2.80%	1.54%	-0.21%	2.61%
	511270.OF	海富通上证10年期地方政府债ETF	4.15%	2.41%	1.06%	3.38%
	002659.OF	兴业中债1-3年政策金融债A	1.90%	1.81%	0.40%	1.77%
中国信用债	511220.OF	海富通上证城投债ETF	1.77%	2.26%	1.01%	2.41%
	003429.OF	兴业中高等级信用债A	2.07%	2.47%	0.98%	2.58%
美国国债	SHY.O	iShares 1-3 Year Treasury Bond ETF	1.45%	2.37%	0.84%	1.54%
	IEF.O	iShares 7-10 Year Treasury Bond ETF	5.21%	7.50%	1.86%	3.64%

类型	证券代码	证券简称	10年期美国国	10年期美国国	降息起始日	降息起始日
			债收益率触顶 后3个月	债收益率触顶 后6个月	后3个月	后6个月
			2018.11.07-20 19.02.07	2018.11.07-20 19.05.07	2019.07.31- 2019.10.31	2019.07.31- 2020.01.31
	TLH.P	iShares 10-20 Year Treasury Bond ETF	6.79%	9.26%	3.08%	5.80%
美国公司债	LQD.P	iShares iBoxx \$ Ivmt Grade Corp Bd ETF	4.47%	7.52%	2.63%	6.07%
	HYG.P	iShares iBoxx \$ HY Corporate Bd ETF	1.69%	4.59%	1.23%	3.22%

资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

4. 银行理财产品影响：外币理财发行基准或将走低，境内固收理财需关注政策变化

目前，银行理财产品中固定收益类理财规模占比超97%，产品投向以固收类债券资产为主。根据普益标准数据，截至2024年6月，固收类理财配置QDII类资产穿透后规模占比约为0.69%，较2023年底的0.62%有所提升，但相较固收及现金类资产合计占比92.25%仍有较大差距，因此海外资产的价格调整对理财市场的整体影响不大，但海外市场调整传导至国内债市，引起债市波动则将对理财产品收益产生影响。

随着美联储降息落地，一方面投资于美债和美元存款的理财产品收益将受直接影响，另一方面，海外政策调整使得国内货币政策空间打开，债市走牛的长期趋势仍在，但期间市场波动和反复或有所增强，对于境内固收理财产品而言，理财产品收益可能短期发生调整，但影响有限，长期仍具有投资价值。

4.1. 新发美元理财产品业绩比较基准或将走低

2024年银行机构和理财公司加大了境外理财产品发行力度，以高收益率的美元定期存款产品和美元理财产品为代表，其产品收益率明显高于同期的人民币产品，受到投资者的关注。随着美联储降息开启，美元存款利率将面临调整，对于投资美元存款的美元理财产品将产生直接影响，将面临收益下行的压力。根据普益标准数据，截止9月19日，存续美元理财产品1294只，其中由理财公司发行的748只，2024年发行的有550只。

2024年以来，理财公司发行的美元理财产品业绩基准下限均值为4.83%，以封闭式运作为主，产品期限均值为289天。在美联储降息过程中，投资美债票息收益将持续走弱，美债价格上涨带来资本利得收入持续为正，美元理财产品仍具有配置价值，但未来美元理财产品的收益和新发产品的业绩比较基准或将走低，可能会影响部分银行或理财机构的美元理财产品发行节奏。与此同时，在中美利差收窄的阶段，投资美元理财可能面临部分汇兑损失。

4.2. 人民币理财产品需关注我国政策后续变化

对于大部分人民币理财产品而言，美联储降息后需要关注我国货币政策是否发生调整变化。从资产价格变化的角度看，如果国内政策利率下降，债券价格将上涨，带来理财产品净值提升。从产品运作角度看，目前存续理财产品中部分使用了信托平滑机制，在理财产品净值上涨过程中，可能会将高于业绩基准上限的收益进行提取，因此资产价格的上涨未必会在产品净值层面完全释放反映出来。

因此，美联储降息对于银行理财产品当前的影响并不显著，但海外政策调整使得国内货币

政策空间打开，债市走牛的长期趋势仍在，但期间市场波动和反复或有所增强，对于境内固收理财产品而言，理财产品收益可能短期有调整，但影响有限，长期仍具有投资价值。

5. 私募基金影响：关注宏观对冲、CTA 及期权类策略

私募策略的投资范围和投资方式广泛，因此美联储降息对私募策略的影响路径也更为多样。不过总体而言，市场存量规模较大、受关注较多的指数增强、股票市场中性和债券类产品主要锚定国内基本面变化，宏观对冲策略、CTA 策略和期权类策略在美联储降息窗口内或迎来更多机会。

指数增强、股票市场中性和债券类产品主要锚定国内基本面变化。美联储降息策略意味国内政策的约束减少，但具体跟进速度和力度还需观察。如果有效需求不足的问题仍缺乏有效应对方案，权益和债券市场的趋势近期或有调整，但缺乏反转动能。对于股票市场中性策略而言，隐藏的风险在于基差的快速调整，不过 2024 年春节以来市场轮动节奏以及国家资金的支撑较为均衡，因此相关风险较小。如果政策支持下市场信心得到有效提振，那么经过近两年对大盘指数偏红利、偏防御性的认知，一方面小盘股表现可能会更具弹性，一方面 Alpha 获取环境将得到改善，中证 1000 指数增强策略和股票市场中性策略的配置价值提升。对于债券市场而言，后续 LPR 和存量房贷的调整情况是良好的观测指标，债券市场收益率在央行的合意区间运行一段时间后近期持续向下突破，如果美联储降息后国内政策利率跟进调整幅度较小，那么债市收益率或仍将延续当前趋势，政策利率超预期调整下债券市场存在回调风险。

宏观对冲策略致力于捕捉不同大类资产的 Beta 并通过组合配置降低持仓风险，CTA 策略聚焦商品市场，二者均受益于美联储降息后商品市场可能存在的趋势性机会。本次降息更偏向于美国经济没有出现明显衰退下的预防性降息，与 2019 年的情况较为类似。参考 2019 年前后商品市场的变化，无论是美债收益率触顶还是首次降息之后，黄金均表现出了较强的确定性，结合 2022 年俄乌冲突以来的国际地缘新形势，而且黄金价格近期创下历史新高，黄金配置价值凸显。黄金之外的其他商品则在降息一段时间内表现出对全球经济增长的疑虑，而且部分品种以国内定价为主，因此本次美联储降息后需要对美国经济是否软着陆以及国内是否出台有效政策进行验证，如果成为事实，那么经过长时间的调整相关商品品种或迎来明显反弹。

对于期权策略而言，未来市场波动率本身的波动率或维持高位，但美联储降息作为预期的集中兑现节点，波动率近期缺乏向上跳升的动能，卖权类策略配置胜率提升，或者利用期权与底层标的进行组合，以表达资产观点的同时对冲相应风险也是资产配置的良好选择。

表 4：2019 年美联储降息前后相关指数业绩表现

证券简称	证券代码	10 年期美国国债收益率	10 年期美国国债收益率	降息起始日后 3 个月	降息起始日后 6 个月
		触顶后 3 个月 2018.11.7-2019/2/7	触顶后 6 个月 2018.11.7-2019.5.7	2019.7.31-2019.10.31	2019.7.31-2020.1.31
南华商品指数	NHCI.SL	1.87%	3.96%	-2.06%	-0.48%
黄金	@GC0W.CMX	7.67%	4.72%	6.26%	9.54%
原油	@CLOW.NMX	-10.10%	-0.24%	-6.48%	-3.78%
50ETF 波动率	——	-14.46	-7.73	-5.70	-3.38

资料来源：iFinD，华宝证券研究创新部

6. 风险提示

政策发力不及预期，经济修复不及预期，美国经济衰退，美国大选扰动，地缘风险。

分析师承诺

本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告，本报告清晰准确地反映本人的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体建议或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

风险提示及免责声明

- ★ 华宝证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格。
- ★ 市场有风险，投资须谨慎。
- ★ 本报告所载的信息均来源于已公开信息，但本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。
- ★ 本报告所载的任何建议、意见及推测仅反映本公司于本报告发布当日的独立判断。本公司不保证本报告所载的信息于本报告发布后不会发生任何更新，也不保证本公司做出的任何建议、意见及推测不会发生变化。
- ★ 在任何情况下，本报告所载的信息或所做出的任何建议、意见及推测并不构成所述证券买卖的出价或询价，也不构成对所述金融产品、产品发行或管理人作出任何形式的保证。在任何情况下，本公司不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的承诺或担保。投资者应自行决策，自担投资风险。
- ★ 本公司秉承公平原则对待投资者，但不排除本报告被他人非法转载、不当宣传、片面解读的可能，请投资者审慎识别、谨防上当受骗。
- ★ 本报告版权归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何组织或个人不得对本报告进行任何形式的发布、转载、复制。如合法引用、刊发，须注明本公司出处，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。
- ★ 本报告对基金产品的研究分析不应被视为对所述基金产品的评价结果，本报告对所述基金产品的客观数据展示不应被视为对其排名打分的依据。任何个人或机构不得将我方基金产品研究成果作为基金产品评价结果予以公开宣传或不当引用。

适当性申明

- ★ 根据证券投资者适当性管理有关法规，该研究报告仅适合专业机构投资者及与我司签订咨询服务协议的普通投资者，若您为非专业投资者及未与我司签订咨询服务协议的投资者，请勿阅读、转载本报告。