

20250824—23 年、24 年两次联储降息预期的宽松交易对权益市场风格变化的参考意义没有佯攻，全是主攻，涨完分子涨分母，主攻阵营在扩大，

关于杰克逊霍尔会议本身，坦总做了非常详细的解读我不再班门弄斧(图 1)。在他的判断基础上，我进一步对权益市场变化做出讨论。

Jackson Hole三点信息及全文翻译（标黑标红版）

原创 GMF Research 坦途宏观 2025年08月22日 22:17 北京

一、主要内容和总结

总结：比预期略鸽派，不出意外的话9月降息。鸽派表现在以下3个方面

1、强调了就业的下行风险，认为“一旦下行将加速恶化”，认为通胀的持续上行风险存在但相对较小

2、相对明确的释放了即将降息的信号，含义是如果8月就业和通胀不大幅超预期，则9月降息

3、货币政策框架调整上明确放弃了灵活通胀目标制（FAIT），转向简单的2%通胀目标制，但保留了对就业市场“短缺”的关注。也就是说，就业不好会大幅降息，但就业特别强（超出充分就业）本身不会加息。

分子维度担心就业风险，分母维度完全不担心通胀。不知道到底真这么想还是被川普驯服了，我只关心结果不关心原因能抓耗子的猫无所谓是橘猫还是奶牛。

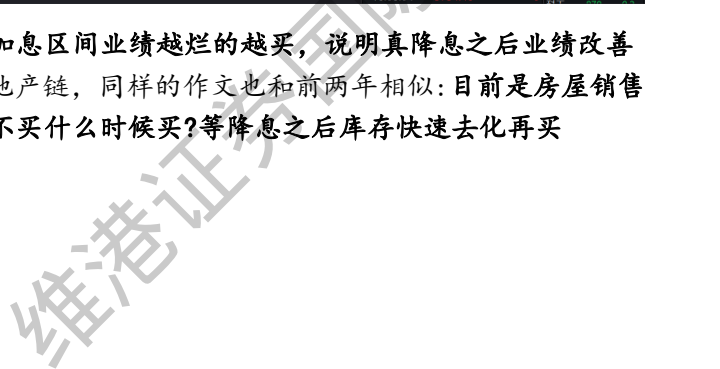
我们先从美股本周行情复盘开始，做反馈情况的倒推。本周呈现出非常典型的宽松交易，对冲基金多空仓位做再平衡的状态：道指、罗素 2000、标普生物科技这几个前期涨幅小的显著跑赢纳指。（图 2）



高利率阶段多基本面好的、空基本面差的，等真降息了困境反转品种弹性大，所以把M7多仓和那堆品种的空仓一起减，就造成了这种M7跑不赢“垃圾股”的行情。在23-24年，或者说更早之前每次降息预期强化都这样，比如23年11月、24年8月。(图3-4)



困境反转品种跑赢基本面好的，加息区间业绩越烂的越买，说明真降息之后业绩改善幅度无穷大。周末又看见高盛吹美国地产链，同样的作文也和前两年相似：目前是房屋销售低位，库存高位，基本面触底了现在不买什么时候买？等降息之后库存快速去化再买吗？(图5)





数据来源: Wind

所以我感觉先别纠结于A股背离多少经济基本面,反正美国地产股背离地产基本面挺多的,我看也涨挺好。这里刻舟23年、24年的问题是更像哪一次?

更像23年那次。原因是24年的8-9月降息交易更有衰退意味,当时连续两个月非农低于预期(虽然有飓风影响的一过性),但是鲍威尔等等看到9月才说“我好像有点来晚了,早降点好了”,一次降50BP。而目前是美国数据还没事(假设不看上个月非农说不清楚的下修问题),鲍威尔提前准备预防性降息,这个是和23年10月底FOMC会议的宽松态度相似的地方

宽松预期多于衰退预期,因此我倾向于是分母品种涨幅大于M7,而不是M7跌分子、分母品种少跌。前者是23年,后者是24年,还是参考图3-图4,交易“坏消息就是好消息”

说了相似的地方,还得说不一样的地方。23、24年的宽松交易没持续下去,分别是因为23年底美国经济继续空中加油了压根没降息,而24年则是刚降息一个月,10月4号公布的9月非农就大反弹,衰退交易结束,持续降息预期交易也结束。

而当前最大的不同自然是总统已经不是那个总统,联储主席也即将不再是那个联储主席。**我个人站联储独立性下降这一方**,在票委库克或被免职后,凑四个马屁精鸽派在FED内部已经足够改变点阵图;潘多拉魔盒早在大美丽法案上就已经打开,本次降息的宽松预期相对而言更可持续。

因此结论是,**分子品种不跌,分母品种接力上涨。本次不需要SOX跌、XBI涨,可以你涨我也涨,后者涨更多**

7月香港证券跑赢A股证券,是海外分母定价。8月A股证券跑赢港股证券,是国内流动性定价。类似的就还有恒科和药,都是海外分母条线的。Like-wise,国内8月定价上涨的不必下跌,7月品种加速补涨。Make 恒科 Great Again.

最后补一句,如果土狗又出来聊他那套“中美利差上行—复苏交易—对沪深300”择时的意义给的嘴撕烂,这个破指标没用了。对于中美两国来说,宽松预期均只作用于短债而难以作用于长债,中国长债需要定价PPI回升的利率曲线陡峭化,美债曲线也同样需要定

价远期通胀上行的陡峭化。但至于什么指标好用?我也不知道, 20 年牛市都后半段了才总结出所谓中美利差指导交易, 现在多涨俩月说不定就找到了, 先把旧的扔掉再说。



维港证券国际有限公司