浦银国际策略观点：降息“箭在弦上”，再度探讨大类资产演绎方向

赖烨烨
首席策略分析师
Melody_lai@spdbi.com
(852) 2808 6441

2025 年 9 月 16 日

美联储将于当地时间 9 月 17 日宣布利率决议，当前市场普遍预期美国将重启降息周期。为判断各类资产的演绎，我们对 2024 年 9 月开启的新一轮降息后各类资产表现进行复盘和分析，发现本轮降息周期与前两轮预防性降息周期有较大不同，资产表现上股票>大宗商品>外汇>债券。

- **美国降息周期或将在本月重启。**我们的首席宏观分析师金晓雯预计美联储将在 9 月开始降息，幅度为 25 个基点。即将在美联储 9 月议息会议上更新的季度经济指标预测或将明确今年的总共降息幅度。她目前维持今年一共还有 2 次 25 个基点的基本预测，不过风险更偏向于更大幅度的降息。如果关税对通胀的影响不大，劳动力市场加速走弱，那么美联储可能在今年剩余的 3 次议息会议（9 月、10 月、12 月）上，均降息 25 个基点。由于本轮降息开始至今，美国经济增长保持韧性，我们判断**本轮美联储降息更多是预防性的**。
- **以绝对回报来看：股票>大宗商品>外汇>债券。**2024 年 9 月首次降息后，短期大部分资产类别录得正回报。降息后一天，波动率大幅下降，恒生科技和纳斯达克指数领涨股市，白银领涨商品，澳元和英镑领涨外汇，但债券价格普遍下跌，短年期债券表现略优于长年期债券。降息后一周，波动率进一步下降，股市全线上扬，港股领涨，白银继续领涨，日元表现较佳，短年期债券表现持续好于长年期债券。降息后一月，波动率企稳，中国市场（包括 A 股、港股）大幅跑赢美股、日股、欧股等股市，白银和黄金表现较佳，日元、美元指数、瑞典克朗表现较佳，美债和日债表现较落后。
- **从核心资产的走势上看：股市走势最为强劲。**美股和美元指数在首次降息后 6 个月内持续上涨，但美国国债在降息开启后下行幅度较大，虽然曾一度转涨，但其后重回下行通道。A 股和港股在首次降息后大幅上涨，中国国债价格和美元兑人民币回落后上涨。黄金价格在首次降息后三个月内呈区间波动态势，但随后维持上涨趋势。原油价格在降息开启后半年内较为波动，但其后大体呈下行趋势。
- **从行业表现来看：可选消费、信息技术涨幅领先，但传统高股息板块表现落后。**首次降息后一月，标普 500 指数中，信息技术、可选消费涨幅领先，但必选消费、公用事业等表现落后。MSCI 中国指数中，房地产、信息科技涨幅领先，但公用事业、能源等涨幅相对较小。
- **本轮降息周期与此前两轮预防性降息周期有较大不同。**无论是经济增长背景、通胀情况、利率、各类资产所处的价格区间还是全球地缘政治关系等，本轮降息周期都与前两轮预防性降息周期（1995 年 7 月-1996 年 1 月，2019 年 8 月-10 月）有很多不同，导致本轮降息以来各类资产走势出现了较大的差异，尤其是债券的表现与此前截然不同。当前市场对美国经济衰退的担忧有所升温，如果经济走弱甚至陷入衰退，降息的幅度和力度可能会加大，也会影响各类资产的走势。接下来，需要紧密追踪经济数据以更加辩证地预判各类资产未来的演绎。
- **投资风险：**政策刺激不及预期，地缘政治紧张局势升级，流动性趋紧。

扫码关注浦银国际研究

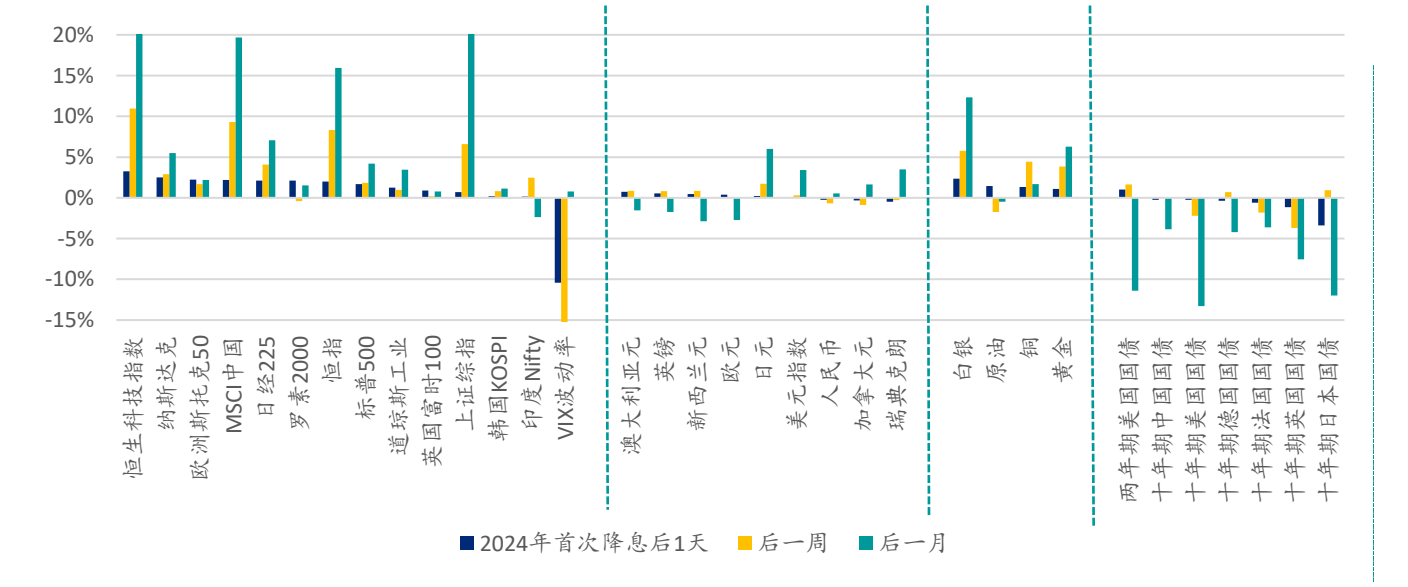
本研究报告由浦银国际证券有限公司分析师编制，请仔细阅读本报告最后部分的分析师披露、商业关系披露及免责声明。

• 本轮降息周期至今各类资产走势复盘

本轮降息更多是预防性降息。此前我们对 1990 年以来各轮降息周期下的各类资产表现进行分析，发现在不同经济环境和降息节奏下各类资产的走势截然不同。2024 年 9 月 18 日，美联储宣布降息 50 个基点，正式开启新一轮降息周期,之后的 11 月和 12 月分别降息 25 个基点,随后暂停降息至今。自本轮降息周期开启至今，美国经济增长保持韧性，美联储降息更多是预防性的。

以绝对回报来看，在本轮降息周期的开端，2024 年 9 月首次降息后短期大部分资产类别录得正回报，具体表现为：**股票>大宗商品>外汇>债券**。降息后一天，波动率大幅下降，科技属性较强的恒生科技和纳斯达克指数领涨股市，白银领涨商品，澳元和英镑领涨外汇，但债券价格普遍下跌，短年期债券表现略优于长年期债券。降息后一周，波动率进一步下降，股市全线上扬，港股领涨，白银继续领涨，日元表现较佳，短年期债券持续跑赢长年期债券。降息后一月，波动率维持稳定，中国市场（包括 A 股、港股）大幅跑赢美股、日股、欧股等股市，白银和黄金表现较佳，日元、美元指数、瑞典克朗表现较佳，美债和日债表现较落后（图表 5）。

图表 5：2024 年 9 月美联储开启新一轮降息周期后主要资产类别短期表现

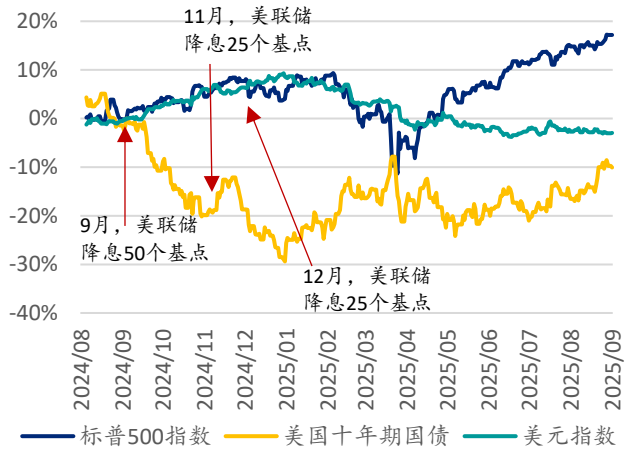


注：首次降息为 2024 年 9 月 18 日。

资料来源：Bloomberg，浦银国际

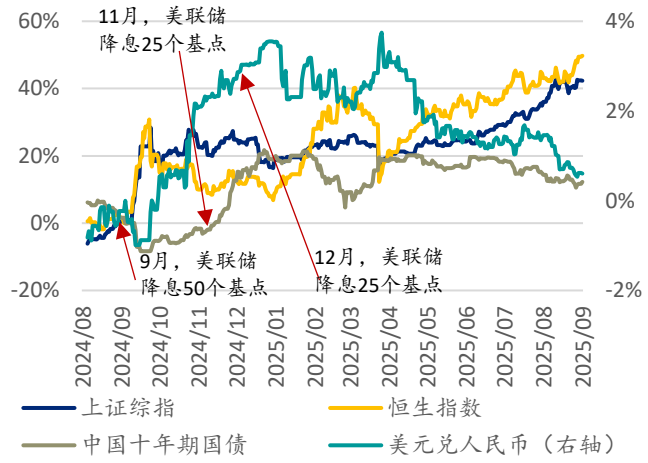
从核心资产的走势上看，美股和美元指数在首次降息后 6 个月内持续上涨，但美国国债在降息开启后下行幅度较大，虽然其中曾一度转涨，但其后重回下行通道。A 股和港股在首次降息后大幅上涨，中国国债价格明显回落后上涨，美元兑人民币小幅回落后上涨。黄金价格在首次降息后三个月内呈区间波动态势，但随后维持上涨趋势。原油价格在降息开启后半年内较为波动，但其后大体呈下行趋势（图表 6-9）。

图表 6：首次降息后，美股上涨，美元指数先涨后跌，美债价格则大跌



注：首次降息为 2024 年 9 月 18 日。
资料来源：Bloomberg，浦银国际

图表 7：A 股和港股在首次降息后大幅上涨，中国国债价格和美元兑人民币回落后上涨

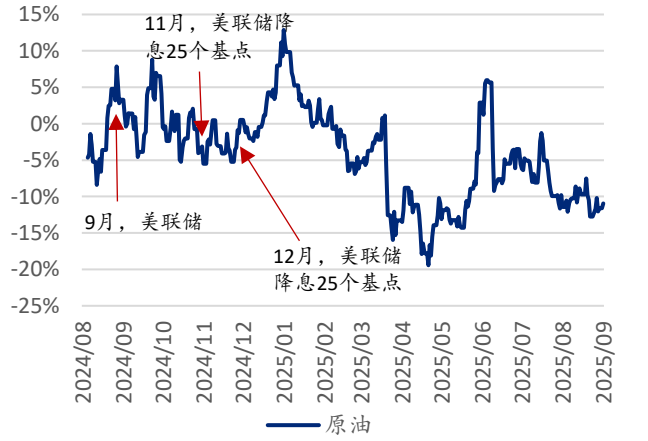


注：首次降息为 2024 年 9 月 18 日。
资料来源：Bloomberg，浦银国际

图表 8：黄金价格在首次降息后一季度内较为波动，随后持续上涨

注：首次降息为 2024 年 9 月 18 日。
资料来源：Bloomberg，浦银国际

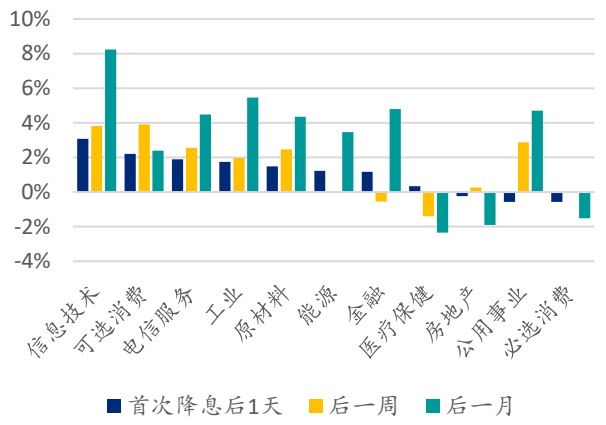
图表 9：原油价格在首次降息后的半年内呈区间波动态势



注：首次降息为 2024 年 9 月 18 日。
资料来源：Bloomberg，浦银国际

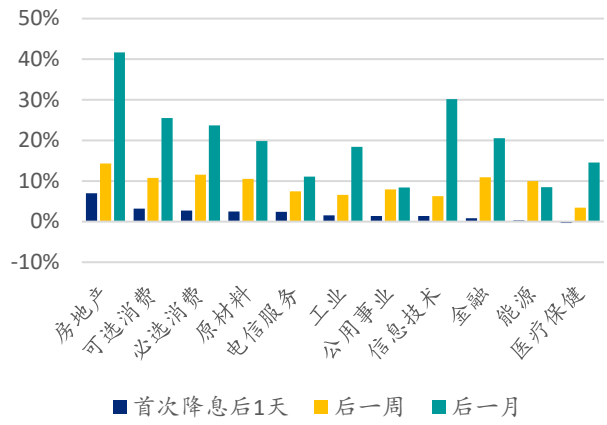
从行业表现来看，标普 500 指数当中，首次降息后一天，各行业表现分化明显，信息技术、可选消费和电信服务板块涨幅领先，但传统高股息板块必选消费和公用事业表现落后。降息后一月内，行业分化加剧，信息技术继续领涨，但医疗保健、房地产、必选消费表现落后。MSCI 中国指数当中，首次降息后一天大部分行业录得正回报，其中房地产、可选消费和必选消费板块涨幅领先，但医疗保健和能源表现落后。降息后一月内，所有行业均录得正回报，房地产继续领涨，信息技术和消费（可选+必选）表现较佳，但传统高股息板块公用事业、能源和电信服务的涨幅相对较小。

图表 10：标普 500 指数中，信息技术、可选消费表现较佳，但必选消费、医疗保健表现落后



注：首次降息为 2024 年 9 月 18 日。
资料来源：Bloomberg，浦银国际

图表 11：MSCI 中国指数中，房地产、消费（必选+可选）表现较佳，但医疗保健一周内表现较弱



注：首次降息为 2024 年 9 月 18 日。
资料来源：Bloomberg，浦银国际

本轮降息周期与此前两轮预防性降息周期有较大不同。在目前这个时点，我们发现无论是经济增长背景、通胀情况、利率、各类资产所处的价格区间还是全球地缘政治关系等都与过去两轮预防性降息周期（1995 年 7 月-1996 年 1 月，2019 年 8 月-10 月）有很多不同，导致本轮降息以来各类资产走势出现了较大的差异，尤其是债券的表现与此前截然不同。此外，当前市场对美国经济衰退的担忧有所升温，如果经济走弱甚至陷入衰退，美联储降息的幅度和力度可能会加大，也会影响各类资产的走势。接下来，我们需要紧密追踪经济数据以更加辩证地预判各类资产未来的演绎。

免责声明

本报告之收取者透过接受本报告（包括任何有关的附件），表示及保证其根据下述的条件下有权获得本报告，且同意受此中包含的限制条件所约束。任何没有遵循这些限制的情况可能构成法律之违反。

本报告是由从事证券及期货条例(香港法例第 571 章)中第一类(证券交易)及第四类(就证券提供意见)受规管活动之持牌法团－浦银国际证券有限公司（统称“浦银国际证券”）利用集团信息及其他公开信息编制而成。所有资料均搜集自被认为是可靠的来源，但并不保证数据之准确性、可信性及完整性，亦不会因资料引致的任何损失承担任何责任。报告中的资料来源除非另有说明，否则信息均来自本集团。本报告的内容涉及到保密数据，所以仅供阁下为其自身利益而使用。除了阁下以及受聘向阁下提供咨询意见的人士（其同意将本材料保密并受本免责声明中所述限制约束）之外，本报告分发给任何人均属未授权的行为。

任何人不得将本报告内任何信息用于其他目的。本报告仅是为提供信息而准备的，不得被解释为是一项关于购买或者出售任何证券或相关金融工具的要约邀请或者要约。阁下不应将本报告内容解释为法律、税务、会计或投资事项的专业意见或为任何推荐，阁下应当就本报告所述的任何交易涉及的法律及相关事项咨询其自己的法律顾问和财务顾问的意见。本报告内的信息及意见乃于文件注明日期作出，日后可作修改而不另通知，亦不一定会更新以反映文件日期之后发生的进展。本报告并未包含公司可能要求的所有信息，阁下不应仅仅依据本报告中的信息而作出投资、撤资或其他财务方面的任何决策或行动。除关于历史数据的陈述外，本报告可能包含前瞻性的陈述，牵涉多种风险和不确定性，该等前瞻性陈述可基于一些假设，受限于重大风险和不确定性。

本报告之观点、推荐、建议和意见均不一定反映浦银国际证券的立场。浦银国际控股有限公司及其联属公司、关联公司（统称“浦银国际”）及/或其董事及/或雇员，可能持有在本报告内所述或有关公司之证券、并可能不时进行买卖。浦银国际或其任何董事及/或雇员对投资者因使用本报告或依赖其所载信息而引起的一切可能损失，概不承担任何法律责任。

浦银国际证券建议投资者应独立地评估本报告内的资料，考虑其本身的特定投资目标、财务状况及需要，在参与有关报告中所述公司之证券的交易前，委任其认为必须的法律、商业、财务、税务或其它方面的专业顾问。惟报告内所述的公司之证券未必能在所有司法管辖区或国家或供所有类别的投资者买卖。对部分的司法管辖区或国家而言，分发、发行或使用本报告会抵触当地法律、法则、规定、或其它注册或发牌的规例。本报告不是旨在向该等司法管辖区或国家的任何人或实体分发或由其使用。

美国

浦银国际不是美国注册经纪商和美国金融业监管局(FINRA)的注册会员。浦银国际证券的分析师不具有美国金融监管局(FINRA)分析师的注册资格。因此，浦银国际证券不受美国就有关研究报告准备和分析师独立性规则的约束。

本报告仅提供给美国 1934 年证券交易法规则 15a-6 定义的“主要机构投资者”，不得提供给其他任何个人。接收本报告之行为即表明同意接受协议不得将本报告分发或提供给任何其他人。接收本报告的美国收件人如想根据本报告中提供的信息进行任何买卖证券交易，都应仅通过美国注册的经纪交易商来进行交易。

英国

本报告并非由英国 2000 年金融服务与市场法(经修订)(「FSMA」)第 21 条所界定之认可人士发布,而本报告亦未经其批准。因此，本报告不会向英国公众人士派发，亦不得向公众人士传递。本报告仅提供给合资格投资者(按照金融服务及市场法的涵义)，即(i)按照 2000 年金融服务及市场法 2005 年(金融推广)命令(「命令」)第 19(5)条定义在投资方面拥有专业经验之投资专业人士或(ii)属于命令第 49(2)(a)至(d)条范围之高净值实体或(iii)其他可能合法与之沟通的人士(所有该等人士统称为「有关人士」)。不属于有关人士的任何机构和个人不得遵照或倚赖本报告或其任何内容行事。

本报告的版权仅为浦银国际证券所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用，浦银国际证券对任何第三方的该等行为保留追述权利，并且对第三方未经授权行为不承担任何责任。

权益披露

1) 浦银国际并没有持有本报告所述公司逾 1%的财务权益。
2) 浦银国际跟本报告所述公司在过去 12 个月内并没有任何投资银行业务的关系。
3) 浦银国际并没有跟本报告所述公司为其证券进行庄家活动。

评级定义

证券评级定义：

“买入”：未来 12 个月，预期个股表现超过同期其所属的行业指数
“持有”：未来 12 个月，预期个股表现与同期所属的行业指数持平
“卖出”：未来 12 个月，预期个股表现逊于同期其所属的行业指数

行业评级定义（相对于 MSCI 中国指数）：

“超配”：未来 12 个月优于 MSCI 中国 10%或以上
“标配”：未来 12 个月优于/劣于 MSCI 中国少于 10%
“低配”：未来 12 个月劣于 MSCI 中国超过 10%

分析师证明

本报告作者谨此声明：(i) 本报告发表的所有观点均正确地反映作者有关任何及所有提及的证券或发行人的个人观点，并以独立方式撰写；（ii）其报酬没有任何部分曾经，是或将会直接或间接与本报告发表的特定建议或观点有关；（iii）该等作者没有获得与所提及的证券或发行人相关且可能影响该等建议的内幕信息 / 非公开的价格敏感数据。

本报告作者进一步确定（i）他们或其各自的关联人士（定义见证券及期货事务监察委员会持牌人或注册人操守准则）没有在本报告发行日期之前的 30 个历日内曾买卖或交易过本报告所提述的股票，或在本报告发布后 3 个工作日（定义见《证券及期货条例》（香港法例第 571 章））内将买卖或交易本文所提述的股票；（ii）他们或其各自的关联人士并非本报告提述的任何公司的雇员；及（iii）他们或其各自的关联人士没有拥有本报告提述的证券的任何金融利益。

浦银国际证券机构销售团队

杨增希
essie_yang@spdbi.com
852-2808 6469

浦银国际证券财富管理团队

王玥
emily_wang@spdbi.com
852-2808 6468

浦银国际证券有限公司

SPDB International Securities Limited
网站：www.spdbi.com
地址：香港轩尼诗道 1 号浦发银行大厦 33 楼