

宏观策略：审慎风险之下，降息周期中大类资产有哪些机会

2025年9月18日
宏观策略报告

要点摘要

【如何理解当下的美国经济】

- 市场尚未进入衰退交易，但经济面临供需矛盾已实质深化、财政政策或难以持续、通胀仍有黏性的压力，或进入“类滞胀”阶段：自2022年产能利用率见顶、失业率见底、企业利润率见顶以来，美国经济增长持续放缓。9月17日，美联储如期重启降息25bp，定调为“风险管理式降息”，承认就业市场下行风险加大，且再次提示通胀风险。
- 经济“不着陆”的状态，使得供需失衡的风险升高：AI革命所带来的盈利增速边际放缓，私人投资扩张会进一步降低利润率，进而或限制私人投资。
- 中短期把握以AI为主线的权益市场机会的同时，跟踪并预防经济的尾部风险：本轮降息周期，是否会由“预防式”演变为“衰退式”？以史为鉴，经济衰退的发生不会是渐进式，而是“深V”爆发，应对式的货币政策对实体经济的提振作用有限。

【如何理解当下的中国经济】

- 中国经济仍呈现“结构性的复苏”态势，经济的外部风险大于内部：6、7、8连续三月经济数据持续走弱，而结构上有增长亮点以及政策呵护下的复苏迹象，外需不确定性升高，高端制造引领生产端动能转换加速。社融增速高位回落，非银存款继续高增，居民存款搬家趋势仍在。
- 经济整体依然存在需求不足的挑战：未来经济增长将更依赖于科技创新、产业升级和内需潜力的持续释放，并需要政策持续的保驾护航。
- 短期仍看好股市结构性机会，但中期警惕市场情绪及政策不及预期的阶段性回调，预防外部经济的风险：从微观上享受流动性充裕与风险偏好回升带来的“牛市”，把握结构性机会，挖掘政策受益且有基本面持续复苏支撑的板块；同时应重视宏观对冲，持续跟踪并预防外部经济的风险。

【降息周期中大类资产的机会】

- 债券：美联储货币政策宽松，带来利率下行的确定性机会。
- 权益：中长期走势取决于经济是否发生衰退。
 - 过往降息周期中，仅美股、中国A股和港股指数录得平均正收益。
 - 行业层面，公用事业行业是避风港与常胜之选，消费、医疗保健、科技板块高胜率与弹性兼备。
- 大宗商品：黄金 > 白银 > 铜。贵金属走强的核心逻辑是“实际利率下行+避险需求”双驱动，而工业品表现会随经济预期变化而波动加大。

主要股市指数近一年表现



主要利率近一年表现



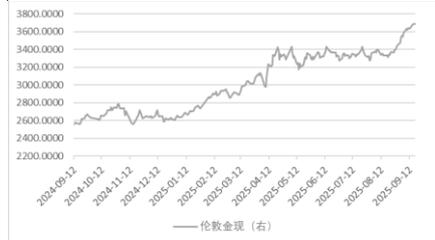
主要商品指数一年表现



主要汇率一年表现



黄金近一年表现



资料来源：万得，国信证券（香港）财富研究部整理

JIANG CHAOYI
SFC CE No.: BWT372
+852 62345097
jadejiang@guosen.com.hk

目录

| | |
|--|----|
| 一、如何理解当下的美国经济..... | 3 |
| 1.1 经济面临多重压力..... | 3 |
| 美国经济的供需矛盾已实质深化..... | 3 |
| 财政政策或难以持续..... | 4 |
| 货币政策对实体经济的提振作用有限，关税加剧通胀反复的风险..... | 5 |
| 1.2 经济的尾部风险不可忽视..... | 6 |
| 与前两轮“软着陆”情形相比，本轮周期有何不同？..... | 6 |
| 大幅“修正”的经济数据..... | 7 |
| 二、如何理解当下的中国经济..... | 8 |
| 2.1 基本面仍呈现结构性复苏..... | 8 |
| 需求端：各分项均呈现明显的结构性分化，投资总体低迷但高新技术产业投资保持高速增长，消费复苏仍具有韧性，出口回落..... | 8 |
| 生产端：工业生产结构优化加速，服务业生产保持较高增速..... | 8 |
| PMI：经济景气水平总体在荣枯线附近徘徊，生产端持续扩张..... | 8 |
| 金融市场：社融增速高位边际回落，非银存款继续高增，居民存款搬家趋势仍在..... | 9 |
| 2.2 经济的外部风险大于内部..... | 10 |
| 三、降息周期中大类资产的机会..... | 12 |
| 3.1 降息周期的分类..... | 12 |
| 3.2 历史降息周期中大类资产表现复盘..... | 12 |
| 利率的确定性机会..... | 12 |
| 权益资产：中长期走势取决于经济是否发生衰退..... | 13 |
| 行业机会：公用事业行业是避风港与常胜之选，消费、医疗保健、科技板块高胜率与弹性兼备..... | 14 |
| 大宗商品：黄金 > 白银 > 铜..... | 16 |

一、如何理解当下的美国经济

从大幅降温的就业数据公布后各类资产的表现来看，风险资产表现仍相对强势，市场尚未进入衰退交易。9月17日，美联储如期重启降息25bp，定调为“风险管理式降息”，承认就业市场下行风险加大，且再次提示通胀风险。

自2022年产能利用率见顶、失业率见底、企业利润率见顶以来，美国经济增长持续放缓。后续经济基本面的变化将成为关键，而叠加美国政局及政策的不确定性影响，经济或进入“类滞涨”阶段。

本轮降息周期，是否会由“预防式”演变为“衰退式”？以史为鉴，我们认为，经济衰退的发生不会是渐进式，而是“深V”爆发，降息不是“万能药”。目前阶段，在把握以AI为主线的大类资产机会的同时，应跟踪并预防经济的尾部风险。

1.1 经济面临多重压力

美国经济的供需矛盾已实质深化

我们采用产能利用率、企业利润率和失业率三个指标刻画美国经济周期：

(1) 产能利用率：

➢ 本轮周期，美国产能利用率于2022年见顶后进入下行通道，2025年6月为77.6%，经济产能处于相对过剩的阶段。

(2) 从统计视角、自然失业率、萨姆规则三个角度衡量“就业”：

➢ 需求进一步扩张无力：2025年美国失业率持续在“历史低位”到“压力位置”徘徊，需求端无进一步扩张，经济一度呈现出“不着陆”状态。

➢ 就业市场持续走弱：近三月失业率已持续上升，8月失业率4.3%，达2021年10月以来新高；高频数据方面，首申失业金人数持续超预期创新高。

▪ **历史数据统计视角：**目前就业已处于相对饱和区间，在美国经济衰退前夕，失业率的极限区间在3.4%-5%。

▪ **自然失业率：**从经济学理论模型角度分析，在充分就业条件下，劳动力市场供求达到长期均衡时，经济仍有无法消除的最低可持续失业，这一失业水平即为自然失业率。根据美国国会预算办公室（CBO）的最新估算，2025年美国的自然失业率为4.3%左右。

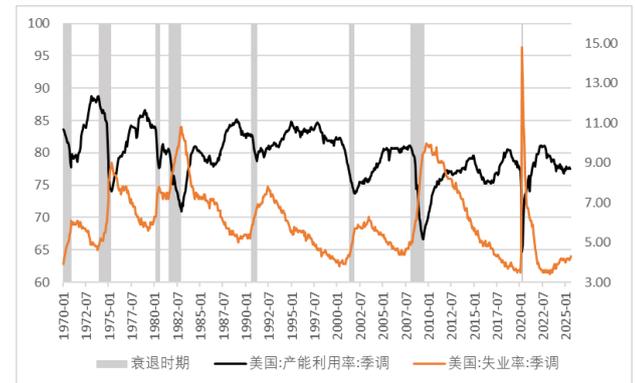
▪ **萨姆规则：**如美国失业率近三个月移动平均值上升至4.5%，或再次触发预警

• 美联储经济学家克劳迪娅·萨姆（Claudia Sahm）于2019年提出的一个经济衰退预测指标，通过监测失业率的快速上升来预警经济衰退的开始：当美国失业率的三个月移动平均值较过去12个月的最低点上升 ≥ 0.5 个百分点时，即触发萨姆规则，预示经济可能进入衰退早期阶段。

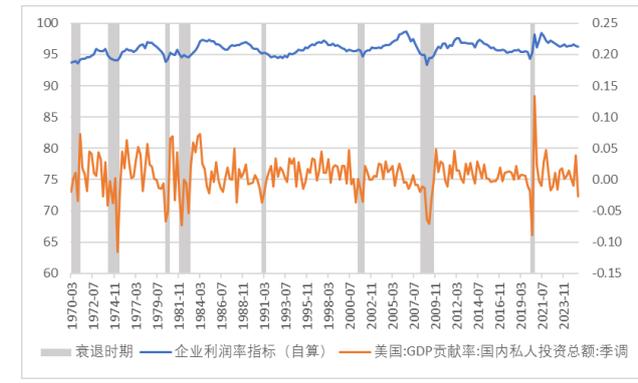
• 2024年4月、6月、7月，萨姆信号曾集中多次触发，这对经济需求持续走弱的指示值得关注。

• 据此规则测算：过去12个月失业率最低为4.0%（2025年1月），2025年6月、7月、8月失业率为4.1%、4.2%、4.3%，如下半年美国失业率近三个月移动平均值上升至4.5%，则可能再次触发萨姆预警。

图 1、图 2：美国经济产能利用率下滑，失业率触底回升，企业利润率恶化

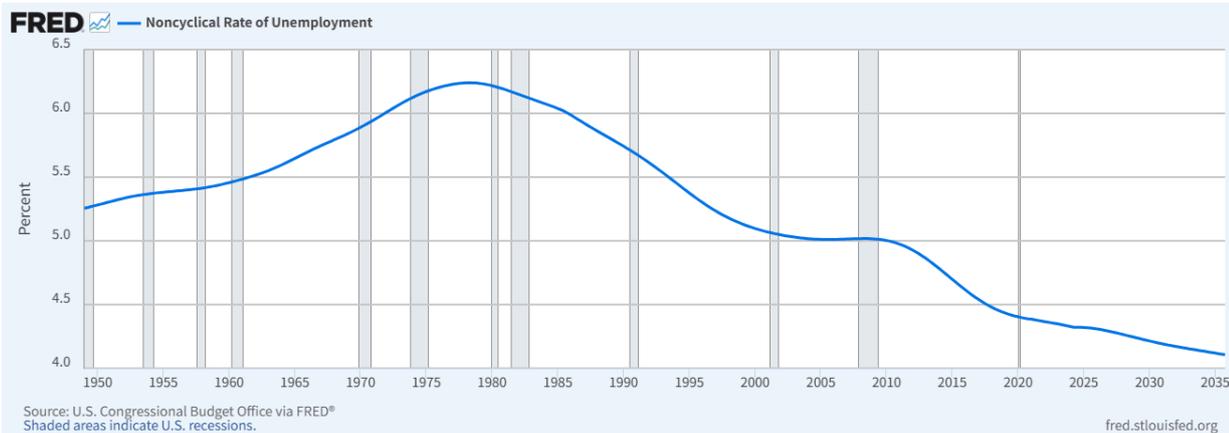


资料来源：万得，国信证券（香港）财富研究部整理



资料来源：万得，国信证券（香港）财富研究部整理

图 3：CBO 估算的美国自然失业率水平



资料来源：FRED，国信证券（香港）财富研究部整理

图 4：萨姆规则下经济衰退指标边际上升



资料来源：FRED，国信证券（香港）财富研究部整理

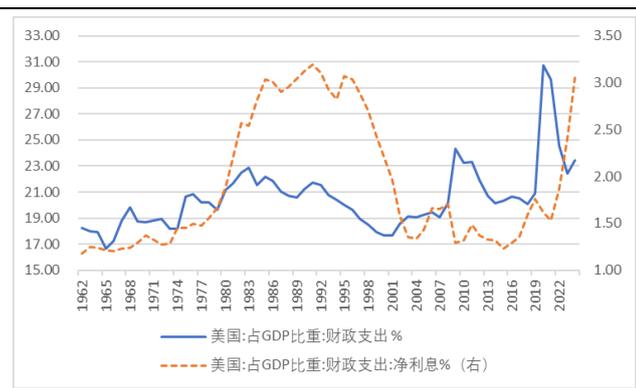
*Sahm 经济衰退指标：在三个月移动平均的全国失业率（U3）相对于过去 12 个月内三个月移动平均的最小值上升 0.50 个百分点或更多时，发出经济衰退的信号。

财政政策或难以持续

➤ 美国政府在财政开支上“节源节流”，对经济有两方面的危害：

- 一方面推行减税并试图通过关税政策弥补财政收入，将成本转移至消费者最终将抑制需求并加大经济波动；
 - 另一方面通过裁员等方式减少财政支出，副作用同样是将削弱消费需求。
- 另一方面，政府的财政支出已出现疲态，国会财政预算开始收紧。我们认为，要重点跟踪并警惕美国的财政危机风险，未来或仍只有依靠大幅降息甚至QE来化解。在本轮周期，政府支出已成为托底美国经济的支柱，政府高赤字支撑财政宽松，持续高赤字依赖发债，但美债需求方的行为或难以把握。

图 5：政府支出已为美国经济重要支柱



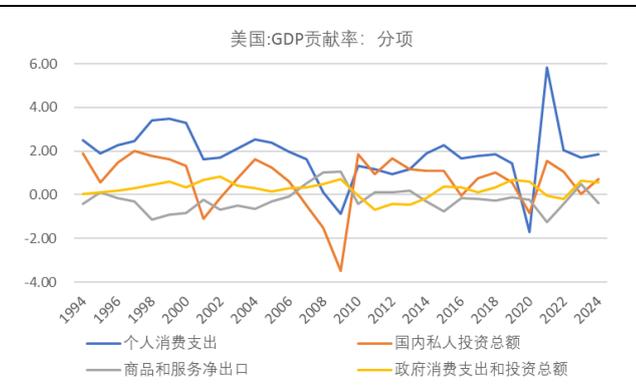
资料来源：万得，国信证券（香港）财富研究部整理

图 6：国会财政预算收紧



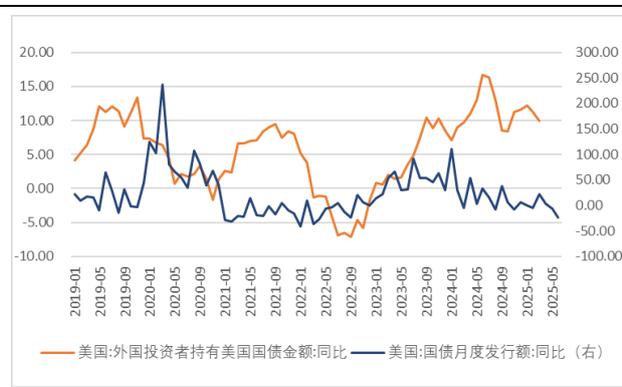
资料来源：万得，国信证券（香港）财富研究部整理

图 7：美国 GDP 各分项贡献率对比



资料来源：万得，国信证券（香港）财富研究部整理

图 8：美债发行、外国投资者持债增速双降



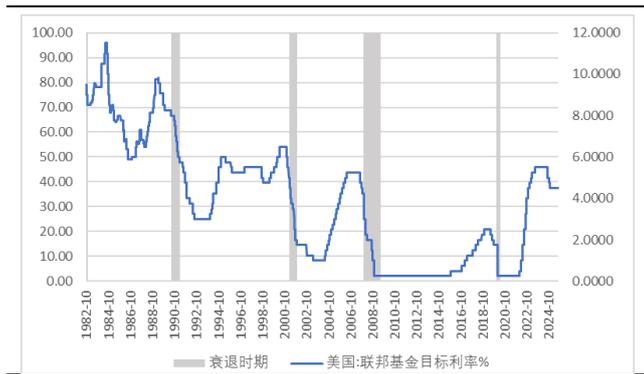
资料来源：万得，国信证券（香港）财富研究部整理

货币政策对实体经济的提振作用有限，关税加剧通胀反复的风险

- 对抗衰退，货币政策的作用有限：
- 未来经济下行或迫使加速降息，应对性的货币政策将利好市场但对实体经济的提振作用有限。
 - 美国政府财政宽松的代价是利息支出负担持续加重，天量债券供给导致利率水平处于近20年高位。而关税政策加剧通胀反复的风险，致使美联储降息节奏受限。

图 9：对抗衰退，货币政策的作用有限

图 10：关税政策加剧通胀反复的风险



资料来源：万得，国信证券（香港）财富研究部整理



资料来源：万得，国信证券（香港）财富研究部整理

1.2 经济的尾部风险不可忽视

与前两轮“软着陆”情形相比，本轮周期有何不同？

➤ 1994-1995年：

美国经济在加息周期后实现了“软着陆”——表现为失业率继续下行+企业利润率从低位回升+产能利用率进一步上升。当然，随后经济的“不着陆”限制美联储的降息空间，导致其长时间维持高利率。驱动经济回升的关键因素在于：

- 当时失业率处于5%+的水平，仍有下行空间打开需求；
- 科技互联网革命刚刚开启，企业利润率有继续提升的空间，因此私人投资扩张的意愿较强且可持续，直到2000年科网泡沫破灭。

➤ 2015-2016年：

美国量化宽松进入尾声，伴随加息周期，产能利用率与企业利润率下滑：

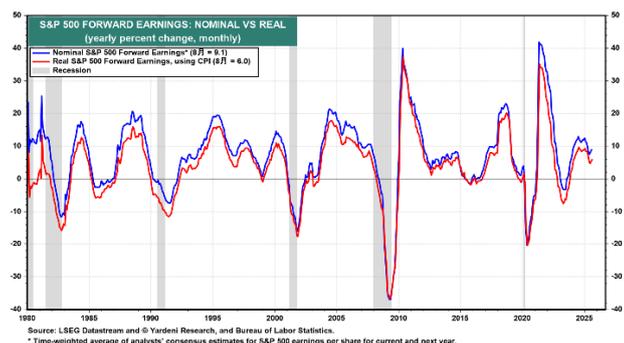
- 当时失业率从次贷危机的10%+水平下行至5%+水平，就业市场未充分仍有下行空间；
- 同时，实际工资同比增长支撑消费的韧性。值得注意，到2019年加息周期结束后，经济仍发生了衰退。

➤ 目前阶段：

AI革命所带来的盈利增速边际放缓，私人投资扩张会进一步降低利润率，进而限制私人投资。

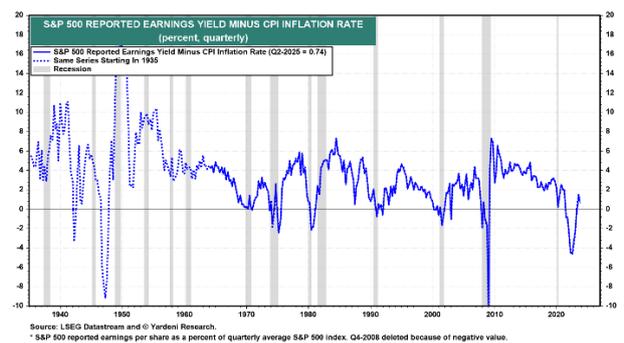
美国面临历史低位的失业率、实际工资增速缓慢、AI盈利前景的不确定性以及中国等经济体增长放缓，使得供需失衡的风险再度升高。

图 11：标普 500 名义与实际预期盈利下滑



数据日期：2025 年 9 月 12 日

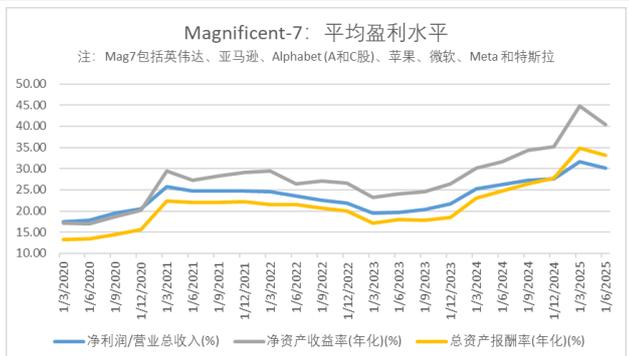
图 12：标普 500 公司报告期实际利润率下滑



数据日期：2025 年 9 月 12 日

资料来源: Yardeni Research, 国信证券(香港) 财富研究部整理

图 13: Mag-7 巨头平均盈利指标边际走弱



资料来源: 万得, 国信证券(香港) 财富研究部整理

资料来源: Yardeni Research, 国信证券(香港) 财富研究部整理

图 14: 实际工资增速仍处于下行通道



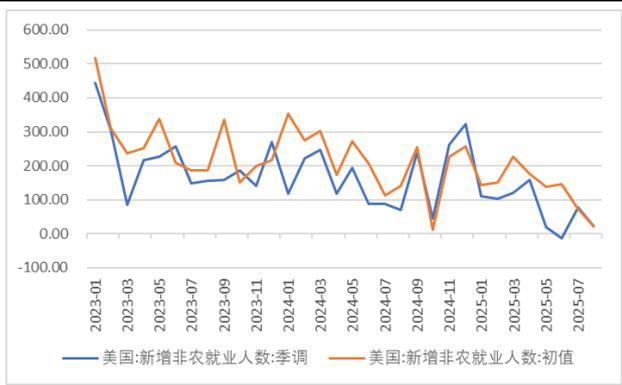
资料来源: 万得, 国信证券(香港) 财富研究部整理

大幅“修正”的经济数据

➤ 近期, 经济数据的大幅修正数据引发市场对美国经济前景的担忧。

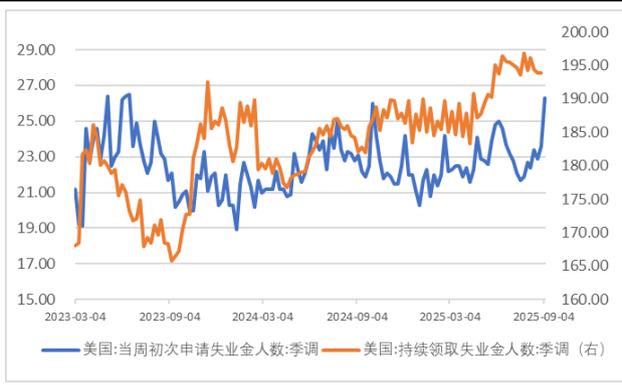
- 8月初, 美国劳工部公布的7月非农就业数据低于预期, 7月非农新增7.3万人(预期10.4万人, 前值14.7万人)。同时, 5、6月的就业数据被大幅下修, 6月非农新增数据从初值的14.7万人下修至1.4万人, 5月数据从14.4万人再度下修至1.9万人, 5月及6月合计下修高达25.8万人。
- 9月初, 美国发布年度基准修订初步结果, 截至2025年3月的一年非农就业总人数下修91.1万人, 平均每月减少近7.6万人。在此报告之前, 政府的非季调就业数据显示为截至3月的12个月内, 雇主共新增近180万个岗位, 平均每月增加14.9万个。

图 15: 非农就业数据大幅下修



资料来源: 万得, 国信证券(香港) 财富研究部整理

图 16: 首申失业金人数大幅上升



资料来源: 万得, 国信证券(香港) 财富研究部整理

二、如何理解当下的中国经济

中国经济基本面整体仍呈现出“结构性的复苏”态势。6、7、8三个月整体经济数据持续走弱，而结构上又呈现出增长亮点以及政策呵护下的复苏迹象。

需求端结构性分化明显——投资总体低迷而消费温和复苏，生产端动能转换加速——高技术制造引领增长，但依然存在需求不足的挑战。因此，中国未来的增长将更依赖于科技创新、产业升级和内需潜力的持续释放，并需要政策持续的保驾护航。

我们认为，应从微观上享受流动性充裕与风险偏好回升带来的“牛市”，把握结构性机会，挖掘政策受益且有基本面持续复苏支撑的板块；同时，从大类资产配置角度重视宏观对冲，重视地缘政治及冲突的不确定性，持续跟踪并预防外部经济的风险。

2.1 基本面仍呈现结构性复苏

需求端：各分项均呈现明显的结构性分化，投资总体低迷但高新技术产业投资保持高速增长，消费复苏仍具有韧性，出口回落

- **投资：**整体增速持续放缓，房地产低迷仍是最大拖累，基建投资增速有所放缓，需政策进一步对冲。投资结构上呈现“总量平稳、结构分化”的特征：得益于大规模设备更新政策效应的持续释放，设备工器具购置投资增速持续保持双位数增长，对整体投资增长拉动明显；高技术制造业投资保持高速增长。
- **消费：**8月消费市场总体稳定，但增速较前期放缓，从结构上看餐饮收入增速扩张是8月社零数据的亮点，受益于暑期出行增多的带动。受政策支撑，消费的复苏仍具有韧性，但居民消费信心和能力仍需进一步提振。
- **进出口：**美国关税政策冲击下的“抢出口”效应逐渐下降，8月出口增速明显下滑，显示出外需的不确定性仍高。8月进口同比较7月下滑但仍实现正增长，内需回暖的程度仍弱。

生产端：工业生产结构优化加速，服务业生产保持较高增速

- **工业：**生产端结构优化明显，高技术制造业保持高速增长，传统产业升级改造步伐加快。8月规模以上高技术制造业增加值同比增长9.3%，对全部规上工业增长的贡献率为28.5%。
- **服务业：**服务消费正在成为消费增长的重要动力，受益于服务消费潜力不断释放，服务业生产保持较高增速。

PMI：经济景气水平总体在荣枯线附近徘徊，生产端持续扩张

8月中国经济景气水平总体继续保持扩张，但内部分化明显，非制造业强于制造业，经济复苏基础仍需巩固。

- **制造业PMI：**49.4%，较上月回升0.1个百分点，景气水平有所改善，但仍低于50%荣枯线处于收缩区间。高技术制造业PMI为51.9%，较上月上升1.3%，支撑引领作用持续增强，装备制造业保持扩张；而消费品行业PMI为49.2%，比上月下降0.3%，表明终端需求仍然偏弱。大型企业持续扩张步伐加快；中小型企业景气度仍低于临界点，尤其是中型企业景气水平有所回落。

- **非制造业PMI**: 50.3%，较上月上升0.2%，继续位于扩张区间，扩张步伐略有加快。
- **服务业PMI**: 50.5%，比上月上升0.5%至年内高点，景气水平明显回升。

金融市场：社融增速高位边际回落，非银存款继续高增，居民存款搬家趋势仍在

- **社融**：增速边际放缓，今年以来财政政策更加积极，政府债券发行节奏靠前、力度提升，成为主要拉动力量。直接融资占比继续逐步提升，融资结构优化。随着政府债券的发行节奏后续可能相应放缓，社会融资规模增速预计会从高位边际回落，但适度宽松的货币政策预计将持续为经济复苏提供支持，后续的降息降准值得关注。
- **信贷**：8月单月新增人民币贷款5900亿元同比少增3100亿元，但环比多增6400亿元，信贷投放强度正在恢复。
 - 分部门来看，居民中长期贷款的小幅正增长与8月以来北京、上海、深圳等城市相继出台一揽子房地产调控政策优化密切相关，加上8月是传统消费旺季，居民短贷亦受益于暑期消费旺季和政策推动实现正增长。
 - 企业贷款依然为核心支撑，票据冲量现象大幅减少，企业短期、中长期贷款呈现回暖迹象，实体经济融资需求边际修复。
- **存款**：非银存款继续高增，居民存款搬家趋势仍在。8月，市场风险偏好的回升，资本市场活跃度提升，居民储蓄流向证券市场寻求更高回报，居民存款同比少增6000亿元，而非银存款同比多增5500亿元。
- **流动性**：8月M1同比增长6.0%，增速较上月末加快0.4%，创近三年最高。M1增速上升带动M2-M1剪刀差收窄，货币活性进一步增强，更多资金转化为活期存款，有利于投入消费、投资等经济活动，助力经济活力提升。

表 1：最新中国经济数据一览

| | | 指标 | 走势 | 环比变化 | 2025-08 | 2025-07 | 2025-06 | 2025-05 | 2025-04 | 2025-03 | 2025-02 | |
|-----------|----------------|------------------|----------------|-------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|-------|
| 需求端 | 投资 | 按行业分 | 固定资产投资:累计同比 | | -1.1 | 0.50 | 1.60 | 2.80 | 3.70 | 4.00 | 4.20 | 4.10 |
| | | | 房地产开发投资:累计同比 | | -0.9 | -12.90 | -12.00 | -11.20 | -10.70 | -10.30 | -9.90 | -9.80 |
| | | | 基础设施建设:累计同比 | | -1.9 | 5.42 | 7.29 | 8.90 | 10.42 | 10.85 | 11.50 | 9.95 |
| | | | 制造业:累计同比 | | -1.1 | 5.10 | 6.20 | 7.50 | 8.50 | 8.80 | 9.10 | 9.00 |
| | | 采矿业:累计同比 | | 0.0 | 3.00 | 3.00 | 3.40 | 5.80 | 6.30 | 5.60 | 4.70 | |
| | | 电热燃气生产和供应业:累计同比 | | -2.7 | 18.80 | 21.50 | 22.80 | 25.40 | 25.50 | 26.00 | 25.40 | |
| | | 按构成分 | 建筑安装工程:累计同比 | | -1.4 | -2.20 | -0.80 | 0.10 | 1.20 | 1.40 | 1.50 | 1.10 |
| | | | 设备工器具购置:累计同比 | | -0.8 | 14.40 | 15.20 | 17.30 | 17.30 | 18.20 | 19.00 | 18.00 |
| | 其他费用:累计同比 | | | -0.7 | -0.90 | -0.20 | 1.30 | 2.40 | 2.30 | 2.40 | 3.60 | |
| | 消费 | | 社会消费品零售总额:当月同比 | | -0.3 | 3.40 | 3.70 | 4.80 | 6.40 | 5.10 | 5.90 | 4.00 |
| | | 商品零售:当月同比 | | -0.4 | 3.60 | 4.00 | 5.30 | 6.50 | 5.10 | 5.90 | 3.90 | |
| | | 餐饮收入:当月同比 | | 1.0 | 2.10 | 1.10 | 0.90 | 5.90 | 5.20 | 5.60 | 4.30 | |
| | | 消费品零售额(除汽车):当月同比 | | -0.6 | 3.70 | 4.30 | 4.80 | 7.00 | 5.60 | 6.00 | 4.80 | |
| | 进出口 | 出口金额:当月同比 | | -2.8 | 4.40 | 7.20 | 5.80 | 4.70 | 8.10 | 12.20 | -3.10 | |
| | | 进口金额:当月同比 | | -2.8 | 1.30 | 4.10 | 1.10 | -3.40 | -0.30 | -4.30 | 1.60 | |
| 贸易差额:当月同比 | | | -3.2 | 11.77 | 14.93 | 15.71 | 26.64 | 33.54 | 74.54 | -23.68 | | |
| 就业与工资 | 城镇调查失业率 | | 0.1 | 5.30 | 5.20 | 5.00 | 5.00 | 5.10 | 5.20 | 5.40 | | |
| | 31个大城市:城镇调查失业率 | | 0.1 | 5.30 | 5.20 | 5.00 | 5.00 | 5.10 | 5.20 | 5.20 | | |
| 生产端 | 生产 | 工业增加值:当月同比 | | -0.5 | 5.20 | 5.70 | 6.80 | 5.80 | 6.10 | 7.70 | 5.90 | |
| | | 出口交货值:当月同比 | | -1.2 | -0.40 | 0.80 | 4.00 | 0.60 | 0.90 | 7.70 | N/A | |
| | | 服务业生产指数:当月同比 | | -0.2 | 5.60 | 5.80 | 6.00 | 6.20 | 6.00 | 6.30 | 5.60 | |

资料来源：万得，国信证券（香港）财富研究部整理

表 2：最新中国金融数据一览

| 指标 | 走势 | 当月新增值 | | 当月同比增加 | | | | | | | |
|-----------------------|----|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|
| | | 2025-08 | 2025-07 | 2025-08 | 2025-07 | 2025-06 | 2025-05 | 2025-04 | 2025-03 | 2025-02 | 2025-01 |
| 社融增速:同比 (%) | | | | 8.80 | 9.00 | 8.90 | 8.70 | 8.70 | 8.40 | 8.20 | 8.00 |
| 社融 | | 25693 | 11320 | -4630 | 3613 | 9266 | 2276 | 12257 | 10626 | 7372 | 5812 |
| 信贷 | | 8301 | -6049 | -2658 | -3595 | 2621 | -1694 | -899 | 4413 | -3775 | 2129 |
| 企业债券 | | 1343 | 2748 | -360 | 712 | 322 | 1211 | 633 | -5142 | 279 | 134 |
| 政府债券 | | 13658 | 12482 | -2519 | 5601 | 5032 | 2319 | 10666 | 10240 | 10928 | 3986 |
| 非金融企业境内股票融资 | | 457 | 505 | 325 | 274 | 49 | 41 | 205 | 185 | -38 | 51 |
| 人民币贷款余额:同比 (%) | | | | 6.80 | 6.90 | 7.10 | 7.10 | 7.20 | 7.40 | 7.30 | 7.50 |
| 人民币贷款 | | 5900 | -500 | -3100 | -3100 | 1100 | -3300 | -4500 | 5500 | -4400 | 2100 |
| 居民部门贷款 | | 303 | -4893 | -1597 | -2793 | 267 | -217 | -50 | 447 | 2016 | -5363 |
| 短期居民贷款 | | 105 | -3827 | -611 | -1671 | 150 | -451 | -501 | -67 | 2127 | -4025 |
| 中长期居民贷款 | | 200 | -1100 | -1000 | -1200 | 151 | 232 | 435 | 531 | -112 | -1337 |
| 非金融企业部门贷款 | | 5900 | 600 | -2500 | -700 | 1400 | -2100 | -2500 | 5000 | -5300 | 9200 |
| 企(事)业短期贷款 | | 700 | -5500 | 2600 | 0 | 4900 | 2300 | -700 | 4600 | -2000 | 2800 |
| 企(事)业中长期贷款 | | 4700 | -2600 | -200 | -3900 | 400 | -1700 | -1600 | -200 | -7500 | 1500 |
| 企(事)业票据融资贷款 | | 531 | 8711 | -4920 | 3125 | -3716 | -2826 | -40 | 514 | 4460 | 4584 |
| 居民户存款 | | 1100 | -11100 | -6000 | -7800 | 3300 | 500 | 4600 | 2600 | -25900 | 29900 |
| 非金融企业存款 | | 2997 | -14591 | -503 | 3209 | 7773 | 3824 | 5428 | 7675 | 20960 | -13460 |
| 财政存款 | | 1900 | 7700 | -3687 | 1247 | -7 | 1167 | 2729 | -49 | 16374 | -5280 |
| 非银行业金融机构存款 | | 11800 | 21400 | 5500 | 13900 | -3400 | 300 | 19010 | -12610 | 16726 | -16626 |
| M0:同比 (%) | | | | 11.70 | 11.80 | 12.00 | 12.10 | 12.00 | 11.50 | 9.70 | 17.20 |
| M1:同比 (%) | | | | 6.00 | 5.60 | 4.60 | 2.30 | 1.50 | 1.60 | 0.10 | 0.40 |
| M2:同比 (%) | | | | 8.80 | 8.80 | 8.30 | 7.90 | 8.00 | 7.00 | 7.00 | 7.00 |

资料来源: 万得, 国信证券(香港) 财富研究部整理

表 3: 中国 PMI 数据及核心分项

| 指标 | 走势 | 环比变化 | 2025-08 | 2025-07 | 2025-06 | 2025-05 | 2025-04 | 2025-03 | 2025-02 | 2025-01 |
|---------------------|----|------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 制造业PMI | | 0.1 | 49.40 | 49.30 | 49.70 | 49.50 | 49.00 | 50.50 | 50.20 | 49.10 |
| 制造业PMI:生产 | | 0.3 | 50.80 | 50.50 | 51.00 | 50.70 | 49.80 | 52.60 | 52.50 | 49.80 |
| 制造业PMI:新订单 | | 0.1 | 49.50 | 49.40 | 50.20 | 49.80 | 49.20 | 51.80 | 51.10 | 49.20 |
| 制造业PMI:新出口订单 | | 0.1 | 47.20 | 47.10 | 47.70 | 47.50 | 44.70 | 49.00 | 48.60 | 46.40 |
| 制造业PMI:产成品库存 | | -0.6 | 46.80 | 47.40 | 48.10 | 46.50 | 47.30 | 48.00 | 48.30 | 46.50 |
| 制造业PMI:原材料库存 | | 0.3 | 48.00 | 47.70 | 48.00 | 47.40 | 47.00 | 47.20 | 47.00 | 47.70 |
| 制造业PMI:大型企业 | | 0.5 | 50.80 | 50.30 | 51.20 | 50.70 | 49.20 | 51.20 | 52.50 | 49.90 |
| 制造业PMI:中型企业 | | -0.6 | 48.90 | 49.50 | 48.60 | 47.50 | 48.80 | 49.90 | 49.20 | 49.50 |
| 制造业PMI:小型企业 | | 0.2 | 46.60 | 46.40 | 47.30 | 49.30 | 48.70 | 49.60 | 46.30 | 46.50 |
| 制造业PMI:高技术制造业 | | 1.3 | 51.90 | 50.60 | 50.90 | 50.90 | 51.50 | 52.30 | 50.90 | 49.30 |
| 制造业PMI:装备制造业 | | 0.2 | 50.50 | 50.30 | 51.40 | 51.20 | 49.60 | 52.00 | 50.80 | 50.20 |
| 制造业PMI:消费品行业 | | -0.3 | 49.20 | 49.50 | 50.40 | 50.20 | 49.40 | 50.00 | 49.90 | 49.10 |
| 制造业PMI:基础原材料行业 | | 0.2 | 48.20 | 48.00 | 47.80 | 47.00 | 47.70 | 49.30 | 49.80 | 47.60 |
| 制造业PMI:从业人员 | | -0.1 | 47.90 | 48.00 | 47.90 | 48.10 | 47.90 | 48.20 | 48.60 | 48.10 |
| 非制造业PMI:商务活动 | | 0.2 | 50.30 | 50.10 | 50.50 | 50.30 | 50.40 | 50.80 | 50.40 | 50.20 |
| 非制造业PMI:新订单 | | 0.9 | 46.60 | 45.70 | 46.60 | 46.10 | 44.90 | 46.60 | 46.10 | 46.40 |
| 非制造业PMI:新出口订单 | | 0.0 | 48.80 | 48.80 | 49.80 | 48.00 | 42.20 | 49.80 | 49.50 | 44.60 |
| 非制造业PMI:存货 | | 0.4 | 45.70 | 45.30 | 44.80 | 46.10 | 45.10 | 45.70 | 45.20 | 45.00 |
| 非制造业PMI:从业人员 | | 0.0 | 45.60 | 45.60 | 45.50 | 45.50 | 45.50 | 45.80 | 46.50 | 46.70 |
| 非制造业PMI:服务业 | | 0.5 | 50.50 | 50.00 | 50.10 | 50.20 | 50.10 | 50.30 | 50.00 | 50.30 |
| 非制造业PMI:服务业:新订单 | | 1.4 | 47.70 | 46.30 | 46.90 | 46.60 | 45.90 | 47.10 | 45.90 | 46.70 |
| 非制造业PMI:服务业:业务活动预期 | | 0.4 | 57.00 | 56.60 | 56.00 | 56.50 | 56.40 | 57.50 | 56.90 | 56.80 |
| 非制造业PMI:服务业:投入品价格 | | -0.1 | 49.50 | 49.60 | 50.20 | 48.20 | 47.90 | 48.40 | 48.20 | 50.90 |
| 非制造业PMI:服务业:销售价格 | | 0.8 | 48.50 | 47.70 | 48.90 | 47.30 | 46.50 | 46.60 | 47.60 | 48.80 |
| 非制造业PMI:服务业:从业人员 | | -0.5 | 45.90 | 46.40 | 46.40 | 46.60 | 46.80 | 46.50 | 46.70 | 46.30 |

资料来源: 万得, 国信证券(香港) 财富研究部整理

2.2 经济的外部风险大于内部

从自身结构而言, 中国经济处于新旧经济动能转换的加速期, 房地产对投资端及消费端的核心拉动逐步退出历史舞台, 取而代之的则是制造业升级为代表的“新质生产力”的加速发展, 以及社会及个人财富的重新分配, 由此加快居民消费理念重塑及潜力释放的进程。我们认为, 在过去几年中, 中国的债券、权益等大类资产对此经济结构转型的定价已经较为充分。

从全球经济周期的演绎而言，由 AI 科技革命驱动的新一轮投资周期，中国必然是长期深入参与并领航的经济体，同时也是全球最大的市场之一。中美经济的博弈使得中国核心科技领域的国产替代加速，加上相关需求的持续释放，因而将成为长期资产配置的主线。

因此，中国资产所面临的内部宏观风险小于外部。外部主要是美国经济的衰退风险，以及其所引领的 AI 革命盈利前景的不确定性带来的冲击。

三、降息周期中大类资产的机会

3.1 降息周期的分类

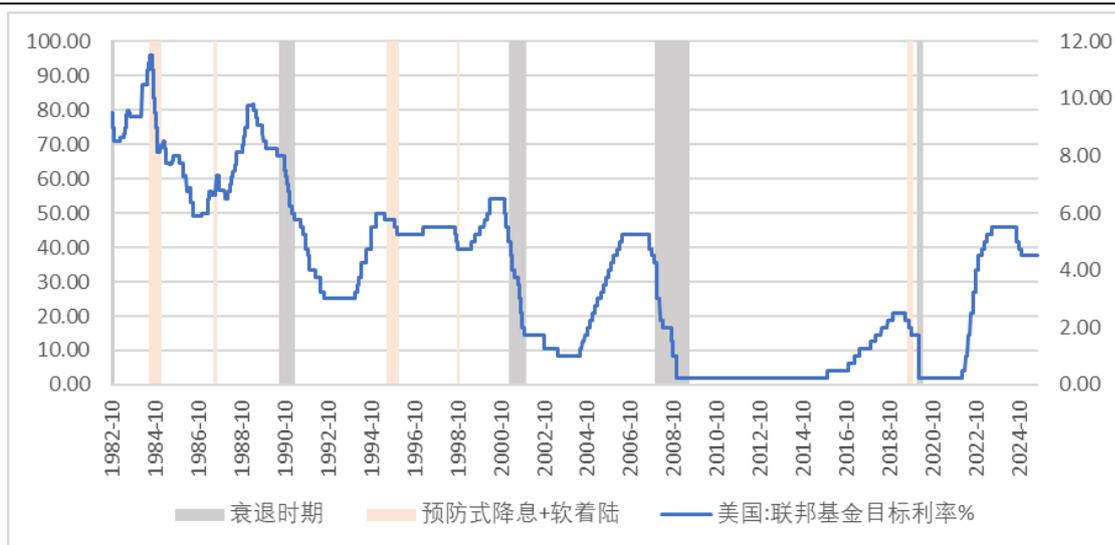
- 1980年以来，9轮美联储降息周期，可以依据降息的催化因素（经济走弱或“黑天鹅”事件冲击）以及结果（经济是否发生衰退），划分为**预防式**、**衰退式**两类。

表 4：降息周期的分类

| 分类 | 定义 | 历史周期 | 结果 |
|-----|------------------------------|--|-------|
| 预防式 | 经济走弱或“黑天鹅”事件冲击，降息周期开启，并避免衰退 | 1984、1987年美国股灾、1995、1998年亚洲金融危机、2019年 | 经济软着陆 |
| 衰退式 | 经济走弱或“黑天鹅”事件冲击，降息周期开启，但发生仍衰退 | 1974、1981、1989、2001年、2007年次贷危机、2020年疫情 | 经济硬着陆 |

资料来源：国信证券（香港）财富研究部整理

图 17：预防式、衰退式降息周期



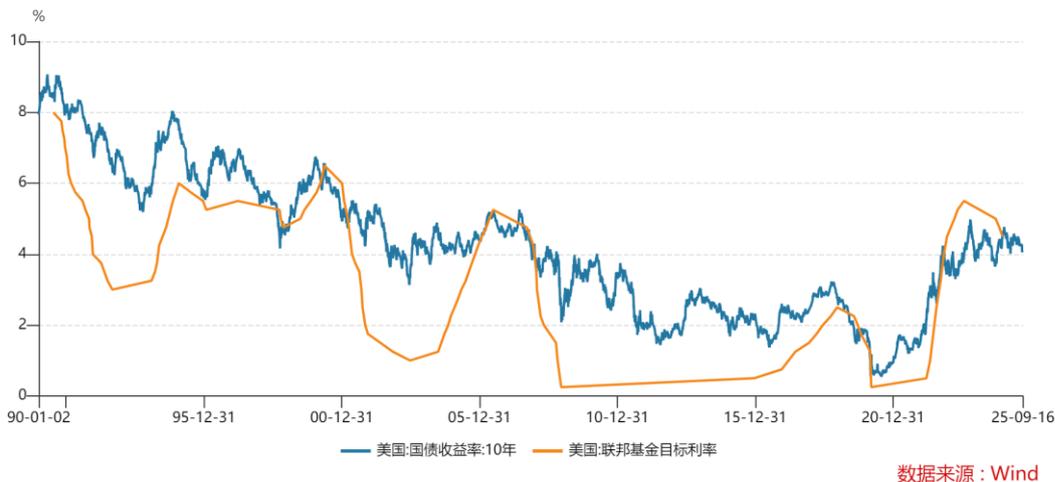
资料来源：万得，NBER，国信证券（香港）财富研究部整理

3.2 历史降息周期中大类资产表现复盘

利率的确定性机会

- 美债利率见顶一般由降息预期驱动。
- 利率下行区间通常伴随美联储货币政策宽松（降息或QE）。

图 18：利率下行区间通常伴随美联储货币政策宽松



资料来源: 万得, 国信证券(香港) 财富研究部整理

表 5: 过往降息周期, 利率下行的机会确定

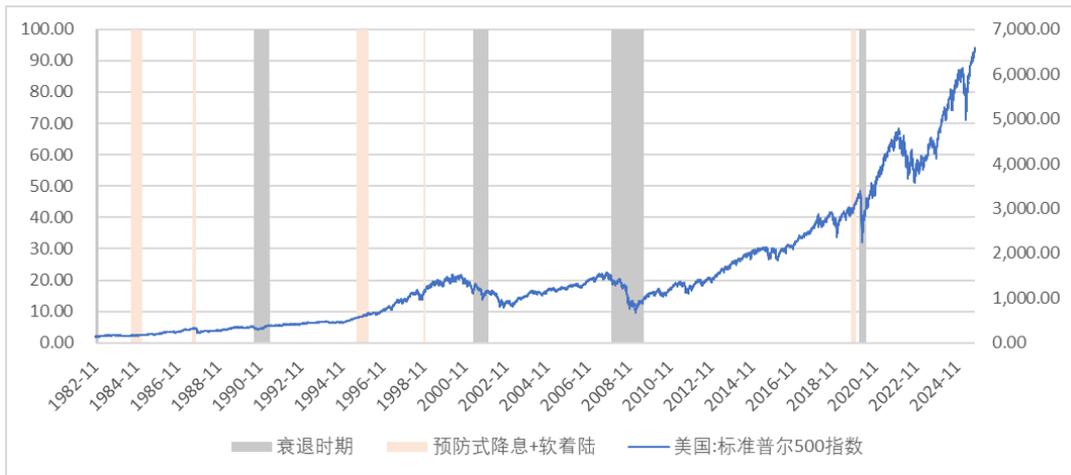
| 降息结束 | 1993-09 | 1995-12 | 1998-09 | 2003-05 | 2008-12 | 2012-07 | 2015-01 | 2019-08 | 2020-09 | 2024-09 |
|---------------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 10y利率点位 (%) | 5.36 | 5.71 | 4.81 | 3.57 | 2.42 | 1.53 | 1.88 | 1.63 | 0.68 | 3.72 |
| 降息开启 | 1990-03 | 1994-11 | 1997-03 | 2000-01 | 2007-06 | 2010-03 | 2013-12 | 2018-10 | 2019-12 | 2023-10 |
| 10y利率点位 (%) | 8.59 | 7.96 | 6.69 | 6.66 | 5.10 | 3.73 | 2.90 | 3.15 | 1.86 | 4.80 |
| 10y利率下行幅度 (%) | 3.23 | 2.24 | 1.89 | 3.09 | 2.69 | 2.20 | 1.02 | 1.53 | 1.18 | 1.07 |
| 衰退 | 是 | 否 | 否 | 是 | 是 | QE | QE | 否 | 是 | 暂未出现 |

资料来源: 万得, 国信证券(香港) 财富研究部整理

权益资产: 中长期走势取决于经济是否发生衰退

- 复盘权益资产历史表现, 决定股市中长期走势的关键仍在于经济是否发生衰退。
 - 预防式降息中经济实现“软着陆”:
股债往往同步走强, 权益资产受益于分子和分母端“戴维斯双击”, 降息引导实际利率下行, 有助于提振PE, 经济进一步回暖支撑EPS。
 - 衰退式降息中经济发生衰退:
美股中期往往大幅下跌, 需等待经济基本面见底并预期改善后, 股市再度上涨。
注意全球流动性因素的影响, 若美国经济发生衰退, 全球资金相对加速回流美国, 其他国家股市更加遭受重创。
- 比较过往9轮降息周期全球主要股市的表现:
 - 过往9轮降息周期中, 仅美股、中国A股和港股指数录得平均正收益。(注: 如在统计中剔除1990.03-1993.09降息周期上证指数的巨额涨幅, 该指数平均涨跌幅则为负值, 美股平均表现仍最强)。

图 19: 预防式降息美国股债往往同步走强, 衰退式降息美股中期往往大幅下跌



资料来源：万得，NBER，国信证券（香港）财富研究部整理

图 20：港股在降息周期中表现与美股相似，但中长期走势更取决于中国经济基本面



资料来源：万得，NBER，国信证券（香港）财富研究部整理

表 6：过往降息周期，全球主要股市表现

| 资产 | 10y利率下行幅度 (%) | | | 3.23 | 2.24 | 1.89 | 3.09 | 2.69 | 2.20 | 1.02 | 1.53 | 1.18 |
|-----------|---------------|--------|-----------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|
| | 衰退 | | | 是 | 否 | 否 | 是 | 是 | QE | QE | 否 | 是 |
| | 发生衰退时期 | 所有时期 | 跑赢标普500概率 | 1993-09 | 1995-12 | 1998-09 | 2003-05 | 2008-12 | 2012-07 | 2015-01 | 2019-08 | 2020-09 |
| | 平均涨跌幅 | | | 1990-03 | 1994-11 | 1997-03 | 2000-01 | 2007-06 | 2010-03 | 2013-12 | 2018-10 | 2019-12 |
| 标普500 | -7.42 | 8.01 | / | 35.00 | 35.32 | 31.42 | -29.16 | -39.92 | 17.56 | 8.36 | 9.09 | 4.40 |
| 恒生指数 | 15.92 | 5.06 | 22% | 156.13 | 16.34 | -37.10 | -41.39 | -33.92 | -7.38 | 5.43 | 4.63 | -17.16 |
| 上证指数 | 186.62 | 84.81 | 56% | 790.27 | -19.24 | 3.34 | 2.69 | -52.34 | -32.76 | 53.05 | 12.39 | 5.86 |
| 日经225 | -35.68 | -20.08 | 11% | -32.94 | 4.98 | -26.30 | -56.65 | -51.16 | -21.65 | 8.49 | -3.51 | -1.99 |
| 德国DAX | -26.02 | -3.89 | 11% | -2.68 | 10.59 | 30.49 | -57.79 | -39.93 | 10.25 | 11.96 | 5.78 | -3.69 |
| 美国富时100 | -14.24 | -1.88 | 22% | 35.13 | 20.52 | 17.42 | -36.51 | -32.90 | -0.65 | 0.27 | 2.44 | -22.68 |
| 富时新加坡海峡指数 | -21.88 | -13.94 | 0% | 27.06 | 1.51 | -55.23 | -41.80 | -49.32 | 3.51 | 7.54 | 4.72 | -23.45 |

资料来源：万得，国信证券（香港）财富研究部整理

行业机会：公用事业行业是避风港与常胜之选，消费、医疗保健、科技板块高胜率与弹性兼备

➤ 行业逻辑：

- 公用事业等防御板块是降息初期的避风港，市场波动加剧时，资金偏好稳定现金流资产。

注：以上数据均来自官方披露、公司资料，国信证券（香港）研究部整理，请务必阅读正文之后的信息披露及其项下所有内容。

- 降息周期下，医疗保健、科技成长板块估值弹性与产业趋势共振，低利率环境降低贴现率直接推升成长股估值，同时降息显著缓解融资压力，加速技术迭代与产能扩张。随着降息周期进一步演绎，经济基本面也走向复苏。
- 统计过往降息周期中美股、港股各行业平均涨跌幅：
 - 美股中，表现突出且优于股市基准指数（标普500指数，8%+）的行业依次为医疗保健（17%+）、日常消费（16%+）、可选消费（12%+）、公用事业（11%+）、信息技术&通讯服务（10%+）。
 - 对港股而言，表现突出且优于股市基准指数（恒生指数，-14%+）的行业依次为必须性消费（11%+）、公用事业（4%+）、资讯科技（-6%+）、医疗保健（-6%+）。
- 从跑赢基准指数概率的角度来看（胜率大于60%）：
 - 美股中，跑赢标普500指数概率最高的行业依次为公用事业（78%）、信息技术&通讯服务&医疗保健&可选消费&日常消费（67%）。
 - 对港股而言，跑赢恒生指数概率最高的行业依次为公用事业（83%）、必须性消费&医疗保健&工业（67%）。

表 7: 过往降息周期中，美股各行业平均涨跌幅

| 资产 | 10y利率下行幅度 (%) | | | 3.23 | 2.24 | 1.89 | 3.09 | 2.69 | 2.20 | 1.02 | 1.53 | 1.18 | 1.07 |
|-----------|---------------|-------|-----------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|
| | 衰退 | | | 是 | 否 | 否 | 是 | 是 | QE | QE | 否 | 是 | 暂未出现 |
| | 发生衰退时期 | 所有时期 | 跑赢标普500概率 | 1993-09 | 1995-12 | 1998-09 | 2003-05 | 2008-12 | 2012-07 | 2015-01 | 2019-08 | 2020-09 | 2024-09 |
| 平均涨跌幅 | | | 1990-03 | 1994-11 | 1997-03 | 2000-01 | 2007-06 | 2010-03 | 2013-12 | 2018-10 | 2019-12 | 2023-10 | |
| 标普500 | -7.42 | 8.01 | / | 35.00 | 35.32 | 31.42 | -29.16 | -39.92 | 17.56 | 8.36 | 9.09 | 4.40 | 38.29 |
| 标普500通讯服务 | -15.58 | 10.08 | 67% | 29.52 | 37.77 | 63.88 | -63.07 | -36.61 | 42.84 | -4.18 | 12.72 | 7.84 | 44.74 |
| 标普500信息技术 | -15.71 | 10.48 | 67% | 13.85 | 39.54 | 62.85 | -64.39 | -40.29 | 22.98 | 14.39 | 17.35 | 28.00 | 52.51 |
| 标普500金融 | -1.76 | 7.32 | 33% | 70.11 | 50.00 | 21.53 | 9.59 | -65.23 | -7.91 | 5.61 | 3.71 | -21.50 | 41.80 |
| 标普500材料 | -7.81 | 0.49 | 33% | 19.74 | 22.52 | -6.00 | -10.42 | -44.99 | 6.98 | 2.86 | 9.24 | 4.45 | 27.54 |
| 标普500工业 | -8.14 | 5.58 | 33% | 30.85 | 42.05 | 14.25 | -16.51 | -41.55 | 13.21 | 4.04 | 9.18 | -5.34 | 38.90 |
| 标普500可选消费 | 0.81 | 12.04 | 67% | 48.81 | 17.31 | 35.64 | -22.82 | -45.39 | 32.19 | 5.08 | 14.88 | 22.63 | 33.95 |
| 标普500医疗保健 | -0.38 | 17.88 | 67% | 21.68 | 55.98 | 60.64 | -2.76 | -24.35 | 18.97 | 24.67 | 2.15 | 3.91 | 24.57 |
| 标普500能源 | -15.29 | -3.41 | 33% | 18.45 | 24.02 | 12.52 | -2.71 | -27.06 | 22.18 | -13.60 | -14.63 | -49.82 | 3.98 |
| 标普500公用事业 | -6.05 | 11.63 | 78% | 36.12 | 25.19 | 34.21 | -26.68 | -26.07 | 27.35 | 27.50 | 14.67 | -7.59 | 36.63 |
| 标普500房地产 | -28.58 | 8.13 | 60% | | | | | -48.85 | 44.37 | 32.89 | 20.55 | -8.31 | 37.88 |
| 标普500日常消费 | 11.34 | 16.03 | 67% | 48.05 | 37.29 | 14.42 | 6.77 | -11.41 | 27.17 | 11.38 | 8.69 | 1.94 | 24.21 |

资料来源：万得，国信证券（香港）财富研究部整理

表 8: 过往降息周期中，港股各行业平均涨跌幅

| 资产 | 10y利率下行幅度 (%) | 衰退 | 所有时期 | 跑赢恒生指数概率 | 1993-09 | 1995-12 | 1998-09 | 2003-05 | 2008-12 | 2012-07 | 2015-01 | 2019-08 | 2020-09 | 2024-09 |
|-------|---------------|----|------|----------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 恒生指数 | -14.00 | 是 | 是 | 60% | 10.00 | 10.00 | 10.00 | 10.00 | 10.00 | 10.00 | 10.00 | 10.00 | 10.00 | 10.00 |
| 必需性消费 | 11.00 | 是 | 是 | 67% | 11.00 | 11.00 | 11.00 | 11.00 | 11.00 | 11.00 | 11.00 | 11.00 | 11.00 | 11.00 |
| 公用事业 | 4.00 | 是 | 是 | 83% | 4.00 | 4.00 | 4.00 | 4.00 | 4.00 | 4.00 | 4.00 | 4.00 | 4.00 | 4.00 |
| 资讯科技 | -6.00 | 是 | 是 | 67% | -6.00 | -6.00 | -6.00 | -6.00 | -6.00 | -6.00 | -6.00 | -6.00 | -6.00 | -6.00 |
| 医疗保健 | -6.00 | 是 | 是 | 67% | -6.00 | -6.00 | -6.00 | -6.00 | -6.00 | -6.00 | -6.00 | -6.00 | -6.00 | -6.00 |
| 工业 | 6.00 | 是 | 是 | 67% | 6.00 | 6.00 | 6.00 | 6.00 | 6.00 | 6.00 | 6.00 | 6.00 | 6.00 | 6.00 |
| 其他行业 | 0.00 | 否 | 否 | 0% | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |

| 资产 | 10y利率下行幅度 (%) | | | 3.09 | 2.69 | 2.20 | 1.02 | 1.53 | 1.18 |
|-----------------|---------------|--------|-----------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|
| | 衰退 | | | 是 | 是 | QE | QE | 否 | 是 |
| | 发生衰退时期 | 所有时期 | 跑赢标普500概率 | 2003-05 | 2008-12 | 2012-07 | 2015-01 | 2019-08 | 2020-09 |
| | 平均涨跌幅 | | | 2000-01 | 2007-06 | 2010-03 | 2013-12 | 2018-10 | 2019-12 |
| 恒生指数 | -30.82 | -14.96 | / | -41.39 | -33.92 | -7.38 | 5.43 | 4.63 | -17.16 |
| 恒生综合行业指数-医疗保健业 | -16.11 | -6.62 | 67% | -65.30 | -10.84 | -14.69 | 12.07 | 11.23 | 27.80 |
| 恒生综合行业指数-资讯科技业 | -25.10 | -6.47 | 50% | -62.62 | -59.69 | -7.71 | 23.11 | 21.07 | 47.00 |
| 恒生综合行业指数-非必需性消费 | -32.91 | -20.95 | 33% | -51.10 | -54.07 | -19.97 | -18.53 | 11.51 | 6.44 |
| 恒生综合行业指数-原材料业 | -21.32 | -21.50 | 33% | 10.20 | -66.71 | -47.04 | -3.29 | -14.72 | -7.46 |
| 恒生综合行业指数-必需性消费 | 27.47 | 11.98 | 67% | 98.67 | -25.25 | -17.05 | -21.72 | 28.26 | 8.99 |
| 恒生综合行业指数-金融业 | -19.76 | -11.40 | 50% | -1.86 | -33.80 | -17.47 | 7.42 | 0.95 | -23.61 |
| 恒生综合行业指数-工业 | -25.98 | -17.37 | 67% | -25.34 | -50.17 | -39.73 | 7.33 | 6.14 | -2.42 |
| 恒生综合行业指数-地产建筑业 | -35.45 | -16.57 | 50% | -43.79 | -46.52 | -11.56 | 6.90 | 11.59 | -16.04 |
| 恒生综合行业指数-综合企业 | -43.64 | -23.54 | 17% | -46.46 | -45.26 | -2.19 | 2.86 | -10.96 | -39.21 |
| 恒生综合行业指数-能源业 | -17.25 | -15.30 | 33% | 20.56 | -35.29 | -1.52 | -19.06 | -19.47 | -37.01 |
| 恒生综合行业指数-电讯业 | -36.87 | -11.33 | 50% | -74.26 | -13.93 | 20.03 | 23.93 | -1.30 | -22.43 |
| 恒生综合行业指数-公用事业 | 0.50 | 4.66 | 83% | 33.88 | -13.11 | 11.43 | 10.31 | 4.71 | -19.28 |

资料来源：万得，国信证券（香港）财富研究部整理

大宗商品：黄金 > 白银 > 铜

- 降息周期中，贵金属走强的核心逻辑是“实际利率下行+避险需求”，而工业品表现需结合经济软硬着陆预期动态调整：经济未衰退，通胀温和，需求改善驱动铜等工业金属上涨；经济衰退风险高，铜等工业金属表现短期承压后分化。
- 整体而言，黄金 > 白银 > 铜的配置顺序占优。

表9：过往降息周期中，主要大宗商品及贵金属平均涨跌幅

| 资产 | 10y利率下行幅度 (%) | | | 3.23 | 2.24 | 1.89 | 3.09 | 2.69 | 2.20 | 1.02 | 1.53 | 1.18 |
|-------------|---------------|--------|-----------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|
| | 衰退 | | | 是 | 否 | 否 | 是 | 是 | QE | QE | 否 | 是 |
| | 发生衰退时期 | 所有时期 | 跑赢标普500概率 | 1993-09 | 1995-12 | 1998-09 | 2003-05 | 2008-12 | 2012-07 | 2015-01 | 2019-08 | 2020-09 |
| | 平均涨跌幅 | | | 1990-03 | 1994-11 | 1997-03 | 2000-01 | 2007-06 | 2010-03 | 2013-12 | 2018-10 | 2019-12 |
| 标普高盛商品全收益指数 | -1.85 | -6.18 | / | 23.50 | 23.88 | -28.39 | 36.39 | -33.41 | 8.04 | -38.42 | -13.29 | -33.88 |
| 伦敦金现 | 21.34 | 16.57 | 67% | -3.55 | 1.07 | -15.10 | 28.67 | 35.77 | 46.28 | 7.24 | 24.31 | 24.46 |
| COMEX白银 | -4.68 | 6.67 | 67% | -24.03 | 1.46 | 0.45 | -14.91 | -9.44 | 61.07 | -12.03 | 27.78 | 29.66 |
| LME铜 | -23.50 | -18.61 | 33% | -34.43 | -6.54 | -31.45 | -7.86 | -59.22 | -3.72 | -25.50 | -6.30 | 7.51 |

资料来源：万得，国信证券（香港）财富研究部整理

Information Disclosures

Stock ratings, sector ratings and related definitions

Stock Ratings:

The Benchmark: Hong Kong Hang Seng Index

Time Horizon: 6 to 12 months

| | |
|-------------------|--|
| Buy | Relative Performance > 20%; or the fundamental outlook of the company or sector is favorable. |
| Accumulate | Relative Performance is 5% to 20%; or the fundamental outlook of the company or sector is favorable. |
| Neutral | Relative Performance is -5% to 5%; or the fundamental outlook of the company or sector is neutral. |
| Reduce | Relative Performance is -5% to -20%; or the fundamental outlook of the company or sector is unfavorable. |
| Sell | Relative Performance < -20%; or the fundamental outlook of the company or sector is unfavorable. |

Sector Ratings:

The Benchmark: Hong Kong Hang Seng Index

Time Horizon: 6 to 12 months

| | |
|---------------------|---|
| Outperform | Relative Performance > 5%; or the fundamental outlook of the sector is favorable. |
| Neutral | Relative Performance is -5% to 5%; or the fundamental outlook of the sector is neutral. |
| Underperform | Relative Performance < -5%; or the fundamental outlook of the sector is unfavorable. |

Interest disclosure statement

The analyst is licensed by the Hong Kong Securities and Futures Commission. Neither the analyst nor his/her associates serves as an officer of the listed companies covered in this report and has no financial interests in the companies.

Guosen Securities (HK) Brokerage Co., Ltd. and its associated companies (collectively "Guosen Securities (HK)") has no disclosable financial interests (including securities holding) or make a market in the securities in respect of the listed companies. Guosen Securities (HK) has no investment banking relationship within the past 12 months, to the listed companies. Guosen Securities (HK) has no individual employed by the listed companies.

Disclaimers

The prices of futures and options may move up or down, fluctuate from time to time, and even become valueless. Losses may be incurred as well as profits made as a result of buying and selling futures and options.

The prices of securities may fluctuate up or down. It may become valueless. It is as likely that losses will be incurred rather than profit made as a result of buying and selling securities.

The content of this report does not represent a recommendation of Guosen Securities (HK) and does not constitute the forecast on any futures and/or options. Guosen Securities (HK) may be seeking or will seek investment banking or other business (such as placing agent, lead manager, sponsor, underwriter or proprietary trading in such securities) with the listed companies. Individuals of Guosen Securities (HK) may have personal investment interests in the futures and/or options mentioned in this report.

The content of this report does not represent a recommendation of Guosen Securities (HK) and does not constitute any buying/selling or dealing agreement in relation to the securities mentioned. Guosen Securities (HK) may be seeking or will seek investment banking or other business (such as placing agent, lead manager, sponsor, underwriter or proprietary trading in such securities) with the listed companies. Individuals of Guosen Securities (HK) may have personal investment interests in the listed companies.

This report is based on information available to the public that we consider reliable, however, the authenticity, accuracy or completeness of such information is not guaranteed by Guosen Securities (HK). This report does not take into account the particular investment objectives, financial situation or needs of individual clients and does not constitute a personal investment recommendation to anyone. Clients are wholly responsible for any investment decision based on this report. Clients are advised to consider whether any advice or recommendation contained in this report is suitable for their particular circumstances. This report is not intended to be an offer to buy or sell or a solicitation of an offer to buy or sell the securities mentioned.

This report is for distribution only to clients of Guosen Securities (HK). Without Guosen Securities (HK)'s written authorization, any form of quotation, reproduction or transmission to third parties is prohibited, or may be subject to legal action. Such information and opinions contained therein are subject to change and may be amended without any notification. This report is not directed at, or intended for distribution to or use by, any person or entity who is a citizen or resident of or located in any jurisdiction where such distribution, publication, availability or use would be contrary to applicable law or regulation or which would subject Guosen Securities (HK) and its group companies to any registration or licensing requirement within such jurisdiction.

信息披露

公司评级、行业评级及相关定义

公司评级

参考基准：香港恒生指数

评级区间：6 至 12 个月

| | |
|-----------|--------------------------------|
| 买入 | 相对表现超过 20%，或公司、行业基本面良好。 |
| 增持 | 相对表现介于 5%至 20%之间，或公司、行业基本面良好。 |
| 中性 | 相对表现介于-5%至 5%之间，或公司、行业基本面中性。 |
| 减持 | 相对表现介于-5%至-20%之间，或公司、行业基本面不理想。 |
| 卖出 | 相对表现低于-20%，或公司、行业基本面不理想。 |

行业评级

参考基准：香港恒生指数

评级区间：6 至 12 个月

| | |
|-------------|---------------------------|
| 跑赢大市 | 相对表现超过 5%，或行业基本面良好。 |
| 中性 | 相对表现介于-5%至 5%之间，或行业基本面中性。 |
| 跑输大市 | 相对表现低于-5%，或行业基本面不理想。 |

利益披露声明

报告作者为香港证监会持牌人士，分析员本人或其有联系者并未担任本研究报告所评论的上市法团高级管理人员，也未持有其任何财务权益。

本报告中，国信证券（香港）经纪有限公司及其所属关联机构（合称国信证券（香港））并无持有该公司须作出披露的财务权益（包括持股），在过去 12 个月内与该公司并无投资银行关系，亦无进行该公司有关股份的庄家活动。本公司员工均非该上市公司的雇员。

免责声明

期货及期权价格可升可跌，亦不时波动甚大，甚至变成毫无价值。买卖期货及期权未必一定能赚取利润，反而可能会招致损失。

证券价格有时可能非常波动。证券价格可升可跌，甚至变成毫无价值。买卖证券未必一定能够赚取利润，反而可能会招致损失。

本研究报告所涉及的内容既不代表国信证券（香港）的推荐意见，也不构成针对任何期货和/或期权的预测。国信证券（香港）或其集团公司有可能会与本报告涉及的公司洽谈投资银行业务或其它业务（例如配售代理、牵头经办人、保荐人、包销商或从事自营投资于该股票）。国信证券（香港）不排除其员工有个人投资于本报告内所提及的期货和/或期权。

本研究报告内容既不代表国信证券（香港）的推荐意见，也并不构成所涉及的个人股票的买卖或交易要约。国信证券（香港）或其集团公司有可能会与本报告涉及的公司洽谈投资银行业务或其它业务（例如配售代理、牵头经办人、保荐人、包销商或从事自营投资于该股票）。国信证券（香港）不排除其员工有个人投资于本报告内所提及的上市法团。

报告中的资料均来自公开信息，我们力求准确可靠，但对这些信息的正确性、公正性及完整性不做任何保证。本报告没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要，并不构成个人投资建议，客户据此投资，责任自负。客户在阅读本研究报告时应考虑报告中的任何意见或建议是否符合其个人特定状况。本报告并不存在招揽或邀约购买或出售任何证券的企图。

本报告仅向特定客户传送，未经国信证券香港书面授权许可，任何人不得引用、转载以及向第三方传播，否则可能将承担法律责任。研究报告所载的资料及意见，如有任何更改，本司将不作另行通知。在一些管辖区域内，针对或意图向该等区域内的市民、居民、个人或实体发布、公布、供其使用或提供获取渠道的行为会违反该区域内所适用的法律或规例或令国信证券（香港）受制于任何注册或领牌规定，则本研究报告不适用于该等管辖区域内的市民、居民或身处该范围内的任何人或实体。