

降息交易手册



刘刚, CFA 分析员
SAC 执证编号: S0080512030003
SFC CE Ref: AVH867
kevin.liu@cicc.com.cn



李雨婕 分析员
SAC 执证编号: S0080523030005
SFC CE Ref: BRG962
yujieli@cicc.com.cn



王子琳 联系人
SAC 执证编号: S0080123090053
zilinq.wang@cicc.com.cn

6月CPI进一步走弱,叠加鲍威尔的“鸽派”发言¹,打开了美联储降息的“大门”,市场对9月份的降息预期也升至90%,使得降息成为“大概率事件”。我们测算,三季度美国通胀仍会继续回落,因此如果期间不出意外的话,大选冲刺期前也是降息的关键窗口期。经过大半年的酝酿与“钟摆式”的反复,降息似乎终于要成为现实。

那么,资产是否如预想的或历史经验的那样交易?比如,很多人会援引历史经验担心降息周期期间市场往往下跌,这实际上是不区分背后原因的直接照搬。另外,降息开启是降息交易的开始还是结束?哪种资产会更为受益,中国市场如何表现?似乎也没有线性的这么简单,6月欧央行“鹰派”降息给出了不一样的启示(《欧央行降息:不一样的启示》)。我们将在本文中针对上述问题做出解答。

货币政策路径:通胀降温强化9月降息概率,三季度是关键窗口期

二季度美债利率走高收紧金融条件,使得7月以来陆续公布的经济数据有所走弱,进一步推升降息预期,成为去年四季度和今年一季度的“镜像”,也是我们一直提示的,越超预期降息才越能降息,越超预期降息反而无法降息。之所以会如此,是因为本轮周期的特殊性使然。由于各部门融资成本和投资回报率非常接近,因此不需要降息很多就可以重启信用周期和提振需求,这也是为什么市场提前“抢跑”反而会延后美联储降息紧迫性的原因(《降息交易的钟摆与“终局”》)。当前CME利率期货隐含的降息预期显示9月降息概率升至90%,如果不出意外的话(如突发供给冲击,或市场过度降息导致金融条件再度转松推动需求再度改善),我们认为降息也将成为大概率事件。因此,降息交易也或将逐步开启。

三季度是美联储降息的关键窗口期,但降息不等于能降很多,降息开启也不意味着降息交易能持续很久。一方面,我们测算三季度是通胀快速下行期,提供降息窗口,四季度通胀会小幅翘尾且大选进入冲刺期。另一方面,本次降息目的并非经济衰退,而是缓解货币政策的限制性和收益率曲线倒挂问题,因此并不需要连续且大幅的降息(《测算美债利率的新思路》)。

历次降息周期的“一般”规律:简单的“历史平均”没有意义,当前更类似1995与2019年

从一般性的规律来看,我们首先以简单平均方式,总结了90年代以来6次降息周期中,开启前后1个月、3个月和6个月各类资产取得正收益的频率和平均年化表现。整体来看,美债、黄金和上证指数降息前表现强于降息后,工业金属、原油、恒生指数、纳指和美元降息后表现好于降息前;港股弹性大于A股;行业层面,降息前防御性和成长性板块领涨,降息后依然如此,不过降息后3-6个月顺周期板块表现有所修复。

不过,将历史经验简单平均的最大问题是掩盖了每次间的差异。降息是结果而非原因,因此在判断对资产影响时,更应该从经济环境出发,而不应该简单照搬降息的历史经验。历史上的多数降息都是衰退情景下的降息,而本轮则是预防式降息,因此对资产影响上也有本质区别。

正因如此,更有意义的方式是找到可比阶段,当前环境下的降息类比1995和2019年更有参考性。1995年与2019年降息前经济放缓但并未衰退,并在小幅降息后实现软着陆。资产上,黄金与美债在降息前表现更好,降息后涨幅收窄,逐步由分母端切换到分子端逻辑驱动的美股和铜。国内资产在降息初期有所反弹,但幅度有限,更多依赖自身基本面,例如2019年即便美联储降息,国内基本面L型修复下,市场更多呈现区间震荡的结构性行情。

本轮周期的“不一般”规律:降息周期偏短,宽松已过半场,从分母受益资产逐渐切换至分子受益资产

本轮降息周期与2019年更为类似,我们总结了如下三个特征:1)经济软着陆下降息幅度有限。由于经济基本面不差,降息后利率回落带动整体金融条件转松,可能激活私人部门投资和消费需求,因此并不需要连续的大幅的降息。我们测算本轮缓解货币政策的限制性和收益率曲线倒挂问题仅需降息100bp(《测算美债利率的新思路》)。这也意味着外部压力缓解后国内央行打开大幅降息空间的期待仍需观察。2)降息交易已经“抢跑”。当前市场对于降息次数的预期仍高于美联储点阵图所给出的指引,以及我们测算的货币政策回归中性所需的幅度。我们测算黄金计入最多,美债计入的较少。3)交易集中度高,轮动加快。复盘今年以来的几轮交易,如年初比特币和纳斯达克大涨,随后的日股、黄金、铜和港股

¹ <https://wallstreetcn.com/articles/3719280>

市场，又再度切换回美股科技龙头。资金抱团带来的结果是一些交易较为集中，因此短期容易出现“轮动”导致的下跌，例如CPI公布后美股龙头科技股向小盘股的“大切小”，以及中国市场黄金有色向银行地产的风格切换。

因此，结合上文中提到的本轮降息周期本身较短、市场又抢跑且交易集中的特点，**对于本轮降息交易，我们提示需要适度提前半步，1) 初期单纯或更多受益于分母逻辑的资产弹性更大**（典型如美债、黄金、小盘成长、港股市场部分成长股），但可能在降息兑现后就逐步结束，尤其是没有基本面支撑的话无法持续很远，**2) 后期应该逐步转向降息可以改善分子基本面的资产**（典型如美股后周期、龙头科技股、铜、或受益于国内降息的板块等）。具体而言，

- ▶ **海外资产：宽松交易向再通胀交易切换，初期分母弹性虽大，但降息兑现后逐步转向分子受益资产。节奏上，初期主线为宽松交易，但要“适可而止”“且战且退”，降息兑现后切换至再通胀交易。**受益于宽松的降息交易依然可以参与，如美债、黄金等，但由于资产抢跑，宽松已过半场。降息兑现时可能也是降息交易的尾声之时，逐步再转向再通胀受益资产，如铜油等大宗资源品、美股周期板块。

资产上，关注分子和分母同时受益降息的资产，谨慎对待仅有分母受益的资产。一般情况，降息后会沿着龙头科技（分子有盈利）→小盘成长（分母流动性）→周期金融（分子降息后修复）这个顺序。但考虑到“抢跑”和“轮动”情况以及本轮降息次数不会很多，那些只受益降息分母端流动性改善但没有其他受益逻辑的资产需要“且战且退”，例如美债、黄金以及缺乏盈利支撑的小盘股。**相反，降息同时解决分子和分母问题的资产会更好。**降息以后，受益于融资成本下行带来的需求抬升，进而改善分子端盈利的资产，相对配置价值上升。例如，头部的科技股相较于缺乏盈利支撑的小盘股，金融地产等周期板块，以及铜相较于黄金。

- ▶ **中国资产：初期成长股或受益，但仅靠外围环境空间有限，后续仍建议关注结构性机会。**一方面，**美联储降息仍然会在流动性维度提供一定支撑**，我们测算若10年美债降至3.8-4%（对应未来一年降息4-5次），风险偏好和盈利维持不变，恒指有望接近18,500-19,000点，若风险偏好进一步修复至2023年初水平，市场有望进一步到20,500-21,000点左右，上证指数逻辑类似。**另一方面，基本面仍是国内市场表现的主要影响因素**，去年四季度10年期美债利率从4.6%下行约0.7ppt至3.9%，国内市场依然下跌。往前看，市场上行空间能否打开，我们认为仍取决于国内基本面修复情况以及政策催化剂。积极的一面是，美联储降息有望打开国内降息空间，有助于缓解当前依然偏高的融资成本。

板块配置上，短期降息交易下可以关注流动性受益资产，历史经验显示港股好于A股，半导体、汽车（含新能源）行业、媒体娱乐、软件、生物科技等成长板块可能有更高弹性。相反高分红可能阶段跑输，但也是正常现象。**但短期流动性驱动并不改变整体配置格局，我们认为除非财政大举发力对冲私人信用收缩，否则仍将呈现震荡格局下的结构性行情**，重点聚焦三个方向：**整体回报下行**（稳定回报的高分红和高回购，即充裕现金流的“现金牛”）、**局部加杠杆**（政策支持与仍有景气度的科技成长），**局部涨价**（天然垄断板块，上游与公用事业）。

风险提示：美联储降息路径超出预期、金融风险或突发经济衰退压力、供给侧通胀压力超预期。

更多作者及其他信息请见文末披露页

目录

货币政策路径：9月降息概率升温，三季度是关键窗口	5
历次的“一般”规律：“历史平均”意义有限，当前更类似 1995 与 2019 年.....	7
整体表现：美债和科技股表现较好，降息前成长和防御板块领先	7
不同阶段：90 年代以来历次降息周期的复盘	12
可比阶段：1995 年和 2019 年，宏观背景更像 2019 年.....	18
本轮的“不一般”规律：降息周期偏短，宽松已过半场.....	24
本轮特征：小幅预防式降息，资产“抢跑”与“轮动”明显	24
交易策略：适度提前半步，初期分母资产弹性大，但应逐步转向分子资产	30

图表

图表 1：6 月通胀显著降温，整体 CPI 同比降至 2.97%	6
图表 2：当前市场预期 9 月降息概率超过九成.....	6
图表 3：金融条件指数从 6 月中旬开始走高，至 7 月 1 日区间高点抬升了 10bp，压制 6 月需求与增长	6
图表 4：我们测算三季度是通胀快速下行期，也是美联储的降息窗口期	6
图表 5：考虑利差压力和金融风险，美联储可能仅共需要降息 100bp 左右，从 5.3%降至 4.3%	6
图表 6：美债利率从去年 10 月底以来回落	6
图表 7：美债、黄金和上证指数降息前表现强，恒生指数、纳指、美元降息后表现好	8
图表 8：美股降息前防御性和成长性板块领涨，降息后依然如此，顺周期板块上涨相对不确定	9
图表 9：A 股整体行业在美国降息前表现好于美国降息后	9
图表 10：港股大部分行业在美国降息前后一个月内表现更强	9
图表 11：我们总结了 90 年代以来降息开启前后 6 个月各类资产的表现.....	10
图表 12：降息周期港股整体跑赢 A 股.....	11
图表 13：降息后 1-3 个月港股上涨频率较高且跑赢 A 股	11
图表 14：亚洲金融危机导致风险资产暴跌，降息后修复	13
图表 15：1995 年降息前后美股均保持上涨	13
图表 16：黄金在降息阶段并无明显涨幅.....	13
图表 17：原油和农产品在 1995 年预防式降息阶段上涨	13
图表 18：1998 年无论是下跌还是反弹都基本均为估值贡献，EPS 在此期间维持稳定.....	13
图表 19：1995 年降息初期港股震荡，A 股上涨；1998 年降息初期港股上涨，A 股震荡.....	13
图表 20：受科技泡沫破裂影响，全球股市在加息尾声就开始大幅下跌.....	14
图表 21：降息后 1 个月股市有短暂修复，随后伴随经济走弱继续下跌.....	14
图表 22：美元指数在降息后转为上行，降息后 6 个月涨 8.6%，黄金持续上行.....	14
图表 23：原油在降息阶段横盘宽幅震荡，农产品和工业金属走弱.....	14
图表 24：标普 500 指数估值在降息前就大幅下挫，降息后估值继续下行.....	15
图表 25：降息初期港股跑赢 A 股，之后走势背离.....	15
图表 26：美股在首次降息前反弹，随后小幅回调，直到 2008 年中经济断崖式下跌时开始暴跌	15
图表 27：上证指数在降息 1 个月内继续上涨，此后便延续下跌，跌幅大于美股	15
图表 28：黄金在本轮周期表现出较好的避险属性，在降息初期大幅上涨	16
图表 29：原油在降息前后持续上涨，并在 2008 年创阶段性高点，导致降息阶段性停止	16
图表 30：美股估值先于盈利下跌，后续也先于盈利修复	16
图表 31：降息初期 A 股和港股市场上涨，之后大幅下跌.....	16

图表 32: 发达表现好于新兴, 降息开始前 6 个月 MSCI 发达指数上涨 7.8%, 开始降息后股市转为下跌	17
图表 33: 纳斯达克指数在降息后反弹修复程度更大	17
图表 34: 黄金降息前开始上涨, 第一次降息结束后下跌	17
图表 35: 原油、金属降息初期下跌, 第二次降息转为反弹	17
图表 36: 2019 年盈利降息前后均维持上涨	17
图表 37: 降息初期港股和 A 股市场上涨, 之后转为震荡	17
图表 38: 美联储提早降息来防范过度紧缩的风险, 如 1995 年和 2019 年, 美联储均在经济未衰退时小幅降息 25bp	19
图表 39: 降息前科技及媒体行业受益于降息预期, 降息后汽车及零部件受益于需求改善	19
图表 40: 降息前后防御板块表现相对稳定	19
图表 41: 降息后地产、银行和金融服务行业显著受益于需求改善	20
图表 42: 原材料与资本品行业在降息后表现相对较好	20
图表 43: 美联储货币政策并非国内市场表现主导因素, 国内基本面影响更大	21
图表 44: 降息周期中不同的基本面特征也会对应不同的资产表现	21
图表 45: 当前和 2019 年均呈现为稳杠杆政策意愿	21
图表 46: 海外资金主要跟着基本面并非美联储决定	22
图表 47: 2019 年的结构性行情更为清晰, 例如半导体等等都有较强且清晰的驱动因素	22
图表 48: 今年以来哑铃策略行之有效	22
图表 49: 降息初期消费成长行业上涨	23
图表 50: 降息前后防御板块表现相对稳定	23
图表 51: 降息后期金融地产板块若基本面改善或上涨	23
图表 52: 周期板块在降息后先跌后涨	23
图表 53: 美国本轮经济周期的特征是各环节的明显错位的“滚动式”放缓和修复	25
图表 54: 决定美国经济增速的消费、地产和投资内生动能或仍“一下两上”, 但斜率放缓很多	25
图表 55: 超额储蓄、房地美购买二次抵押贷款和收入对居民消费继续形成支撑	25
图表 56: 悲观情形下消费或也仅是环比 0 增长, 即便 2008 年也仅是小幅负增长	25
图表 57: 美债 4% 利率对应地产修复程度不及 5%	25
图表 58: 科技龙头股的资本开支增加或带动计算机设备同比增速二季度抬升 20%	26
图表 59: 政府部门外生刺激退坡, 或需要等待大选后才有可能发力	26
图表 60: 当前美债利率曲线依然处于上世纪 80 年代以来最深的倒挂	26
图表 61: 假设 10 年美债利率回到 4% 附近, 联邦基金利率回落 100bp 左右可以做到净息差回到疫情前水平	26
图表 62: 降息交易过多导致利率下行过快, 反而可能导致美国经济反弹造成利率上升	27
图表 63: 降息交易仍可持续, 但降息兑现时也是接近尾声时	28
图表 64: 我们测算黄金计入最多, 短债计入 9 月降息, 长债计入的更少	28
图表 65: 虽然本轮美联储加息快且幅度高, 但实际上融资成本上升的幅度也就刚好压制投资回报率	29
图表 66: 今年以来不断轮动的资产“风口”, 从比特币到日股, 到黄金与铜, 再到港股, 均伴随着过热情绪	30
图表 67: 从交易策略和节奏上, 当前宽松交易过半, 再通胀交易还未完成	31
图表 68: 从节奏看, 美债交易机会更多体现在降息前的预期阶段	32
图表 69: 历史经验显示美债涨幅更多体现在降息前到降息 3 个月内	32
图表 70: 黄金在临近降息时表现更好, 降息后涨幅收窄	32
图表 71: 美股在降息后期才有更为明显的涨幅	32
图表 72: 若 10 年美债利率降至 3.8-4%, 风险偏好和盈利维持不变, 恒指有望接近 18,500-19,000 点	33
图表 73: 若风险偏好进一步修复至去年年初, 市场有望进一步到 20,500-21,000 点左右	33
图表 74: 降息后 1-3 个月港股上涨频率超过 50%	34
图表 75: 久期较长板块如半导体、汽车 (含新能源)、媒体娱乐、软件等或率先受益	34
图表 76: 基准情形仍维持“哑铃”配置	34

货币政策路径：9月降息概率升温，三季度是关键窗口

6月CPI进一步走弱，叠加鲍威尔的“鸽派”发言²，打开了美联储降息的“大门”，市场对9月份的降息预期也升至90%，使得降息成为“大概率事件”。经过大半年的酝酿与“钟摆式”的反复，降息似乎终于要成为现实。那么，资产是否如预想的或历史经验的那样交易？比如，很多人会援引历史经验担心降息周期期间市场往往下跌，这实际上是不区分背后原因的直接照搬。另外，降息开启是降息交易的开始还是结束？哪种资产会更为受益，中国市场如何表现？似乎也没有线性的这么简单，6月欧央行“鹰派”降息给出了不一样的启示（《欧央行降息：不一样的启示》）。我们将在本文中对上述问题作出解答。

事实上近期并非只有CPI一个数据走低，7月以来陆续公布的经济数据均有所走弱。美联储关注的通胀指标已经连续3个月回落，上周公布的6月通胀数据，整体CPI（同比2.97% vs. 预期3.1%）和核心CPI（同比3.27% vs. 预期3.4%）均明显低于市场预期，且通胀结构显著改善，前几个月维持高位的房租环比明显回落，医疗服务和运输服务环比也显著降温，加之近期公布的PMI、失业率等数据均表现疲弱，市场对美联储9月降息预期升温。

各类资产也逐步计入了降息预期，当前CME利率期货隐含的降息预期显示9月降息概率升至96%，10年期美债利率由7月初接近4.5%高点下行至当前4.2%，美元由7月初的106走弱至当前的104，黄金由7月初的约2300美元/盎司上涨突破2400美元/盎司，美股虽在通胀数据公布当日表现平淡，但7月至今整体录得上涨。

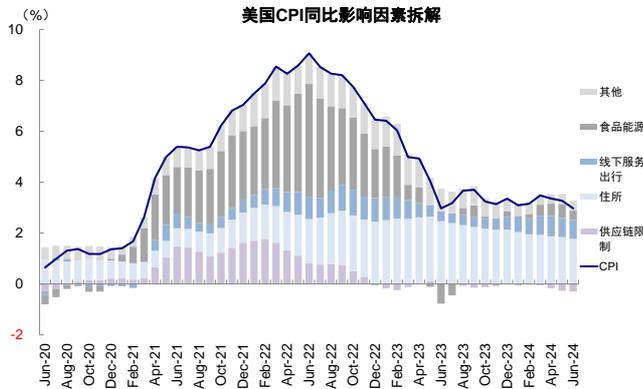
当前决定美联储是否降息的关键因素依然是通胀下行，我们测算三季度通胀有机会快速回落。通胀可能受商品通胀降温、服务通胀逐步回落利好走弱，年内整体CPI同比低点或降至8月的2.83%，核心CPI低点或降至11月的3.23%。但到年底，无论是单纯基数效应、降息预期交易过度导致通胀回暖还是大选的通胀性政策，都可能导致通胀有一定翘尾风险（我们测算PCE在8月回落至2.5%附近，年底通胀翘尾影响下回升至2.8%）。

因此，三季度是美联储降息主要窗口期。但与当前市场预期的差别在于，基本面不差的情况下，我们认为年内降息幅度和次数或有限（《测算美债利率的新思路》）。一方面，我们此前多次强调，美联储降息并不需要通胀回落至2%，而是需要看到通胀有回落至2%的趋势。美联储主席鲍威尔周三在美国国会众议院作证时也表示“降息不必等到通胀降至2%”²。另一方面，复盘美联储历次降息也并非都是应对经济衰退，也有缓和金融风险的预防式降息，因此类似的，在需求仍有韧性的背景下，本次降息美联储只需要等待一个合适的通胀窗口，小幅降息缓解货币政策的限制性和收益率曲线倒挂问题即可，并不需要连续的大幅的降息。

如果是小幅度预防式降息这种并不算常见的情况，我们要如何布局本轮宽松交易？本篇报告中我们复盘了1990年代以来历轮降息周期的宏观环境与资产表现。由于降息开启的背景大相径庭，并且多轮降息是应对经济衰退的连续大幅降息，与本轮经济软着陆下的小幅降息差异显著，因此参照历史经验的资产启示不能“简单平均”，当前的情形可能更类似1995年和2019年。结合历史经验与本轮特征，我们总结了适用于当前降息交易的策略指南，供投资者参考。

² <https://wallstreetcn.com/articles/3719280>

图 表 1：6 月通胀显著降温，整体 CPI 同比降至 2.97%



资料来源：CME，中金公司研究部

图 表 2：当前市场预期 9 月降息概率超过九成

CME FEDWATCH TOOL - CONDITIONAL MEETING PROBABILITIES										
MEETING DATE	300-325	325-350	350-375	375-400	400-425	425-450	450-475	475-500	500-525	525-550
2024/7/31					0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	6.2%	93.8%
2024/9/18	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	6.0%	90.3%	3.8%
2024/11/7	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	3.6%	56.3%	38.6%	1.5%
2024/12/18	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	3.2%	50.6%	40.5%	5.5%	0.2%
2025/1/29	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	2.3%	37.8%	43.2%	14.9%	1.6%	0.0%
2025/3/19	0.0%	0.0%	0.0%	1.9%	30.8%	42.2%	20.6%	4.3%	0.4%	0.0%
2025/4/30	0.0%	0.0%	1.1%	18.6%	37.4%	29.7%	11.1%	2.0%	0.2%	0.0%
2025/6/18	0.0%	0.8%	13.5%	31.9%	31.9%	16.5%	4.6%	0.7%	0.0%	0.0%
2025/7/30	0.3%	6.5%	21.8%	31.9%	25.0%	11.2%	2.9%	0.4%	0.0%	0.0%

资料来源：Bloomberg，中金公司研究部，截至 2024 年 7 月 13 日

图 表 3：金融条件指数从 6 月中旬开始走高，至 7 月 1 日区间高点抬升了 10bp，压制 6 月需求与增长



资料来源：Bloomberg，中金公司研究部

图 表 4：我们测算三季度是通胀快速下行期，也是美联储的降息窗口期



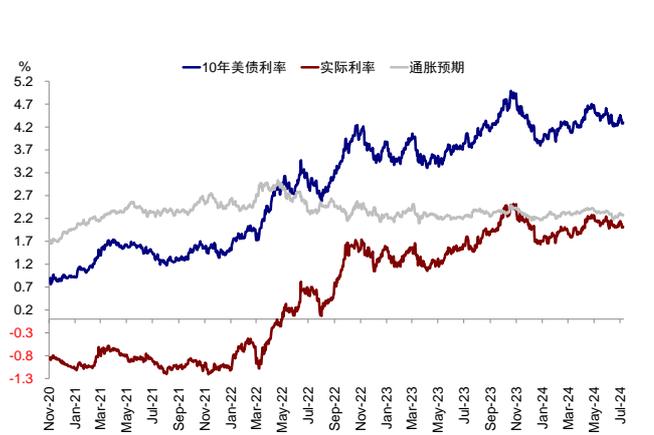
资料来源：Haver，Bloomberg，中金公司研究部

图 表 5：考虑利差压力和金融风险，美联储可能仅共需要降息 100bp 左右，从 5.3% 降至 4.3%



资料来源：Bloomberg，中金公司研究部

图 表 6：美债利率从去年 10 月底以来回落



资料来源：Bloomberg，中金公司研究部

历次的“一般”规律：“历史平均”意义有限，当前更类似 1995 与 2019 年

整体表现：美债和科技股表现较好，降息前成长和防御板块领先

我们首先以简单平均的方式，总结了 90 年代以来 6 次降息周期中，降息开启前后 1 个月、3 个月和 6 个月各类资产取得正收益的频率和平均年化表现。总体而言，**美债、黄金和上证指数降息前表现强于降息后，工业金属、原油、恒生指数、纳指和美元降息后表现好于降息前；港股弹性大于 A 股；行业层面，降息前防御性和成长性板块领涨，降息后依然如此，不过降息后 3-6 个月顺周期板块表现有所修复。**

- ▶ **降息前：1) 从上涨频率看，美债和黄金上涨的确定性最高，A 股及港股确定性仅接近半数。**在降息前 1 个月、3 个月和 6 个月中，美国国债指数（平均 100%，按高低排序）、黄金（72.2%）、纳斯达克（66.7%）、标普 500 指数（66.7%）在 6 个样本中取得正收益的频率都超过了 50%。工业金属（16.7%）、美元（22.2%）和原油（27.8%）则大多情况下无法取得正收益。

从行业表现看，**降息前标普 500 分行业上涨频率最大的行业集中在防御性和成长性板块**，排序为公用事业（72.2%）、电信（72.2%）、原材料（66.7%）、信息科技（66.7%）与必需消费（66.7%）。**A 股与港股除能源及金融外，各行业普遍上涨。**A 股除能源及金融外，各行业在美联储降息前上涨频率均超过 70%；港股除能源及金融外，各行业上涨频率超过 60%。

2) 从上涨幅度看，股票、黄金越接近降息涨幅越高。以本币计价，降息前 1 个月恒生指数（平均年化 89.0%）、黄金（41.1%）、MSCI 新兴（34.5%）和纳斯达克（13.1%）涨幅最高。美元（-18.8%）和原油跌幅较大（-43.7%）跌幅则更大。

从行业表现看，**临近降息时美股防御性的电信板块领涨。**降息前 1 个月美股平均年化涨幅最高的行业分别为电信（38.4%）、原材料（35.8%）与地产（28.0%）。**A 股除金融、地产及可选消费外，降息前一个月平均年化涨幅均超过 50%。**降息前一个月 A 股表现最好的为电信（平均年化 279.5%）、原材料（133.7%）及能源（126.6%），除金融（15.9%）、地产（27.3%）及可选消费（41.7%）外，降息前一个月各行业年化涨幅均超过 50%。**港股除地产外，各版块降息前均涨幅较大。**降息前一个月，除地产（平均年化涨幅 26.8%）外，各版块的平均年化涨幅均在 100%以上。

- ▶ **降息后：1) 从上涨频率看，美债和美股上涨的确定性最高，黄金回落、美元抬升。**降息后 1 个月、3 个月和 6 个月中，美债（83.3%）、美股（纳斯达克和标普 500 均为 66.7%）取得正收益的频率依然大于 50%。黄金上涨频率下降（回落至 55.6%）。相比降息前的下跌，美元降息后反而更容易上涨（66.7%）。

从行业表现看，**标普 500 防御性板块上涨频率依然最高，顺周期板块在降息后 3-6 个月表现逐步修复。**降息后 1 个月、3 个月和 6 个月中，标普 500 医疗保健、电信与必需消费（平均上涨频率均为 66.7%）上涨频率最高，而能源（27.8%）及金融（地产和公用事业均为 44.4%）上涨频率相对较低。**A 股除必需消费（上涨频率维持 83.3%）外，各行业降息后上涨频率均小于 50%，**其中地产（8.3%）及公用事业（16.7%）上涨频率最低。**港股除医疗保健（上涨频率维持 83.3%）及可选消费（上涨频率维持 77.8%）外，各行业上涨频率均下降，**其中能源（22.2%）及金融（原材料、地产均为 33.3%）上涨频率最低。

2) 从上涨幅度看, 降息 1 个月恒生指数和新兴市场表现最好, 美债涨幅收窄。降息 1 个月恒生指数 (55.6%)、新兴市场 (34.3%)、黄金 (23.4%) 和纳指 (20.9%) 表现更好, 美债涨幅较降息前明显收窄。标普 500 (-14.6%)、原油 (-39.8%)、农产品 (-33.4%) 在降息 1 个月内跌幅较大, 随后好转。降息后 6 个月内, 纳斯达克 (29.8%)、黄金 (23.7%)、原油 (19.1%) 和新兴市场 (13.6%) 跑赢。

从行业表现看, 标普 500 医疗保健与信息科技的平均年化涨幅明显大于降息前, 工业、地产、能源和原材料等顺周期板块先弱后强。其中医疗保健在降息 1 个月、3 个月及 6 个月的平均年化涨幅为 13.6%, 而降息前为 1.3%, 信息技术在降息后平均年化涨幅 21.5%, 而降息前平均年化涨幅为 11.8%。A 股除必需消费外, 各行业在美国降息后普跌。港股除地产外在美国降息后 1 个月普涨, 其中能源 (254.6%) 与电信 (237.5%) 的平均年化涨幅最大。但随时间推移, 大多数行业都转为下跌, 尤其是公用事业 (降息后 6 个月年化收益率-30.1%)、金融 (-22.9%)、能源 (-20.6%)。

但如果进一步观察每次降息周期的走势就会发现, 除了美债之外, 大多数资产并没有稳定的规律。尤其是股票类资产, 同时受到分母流动性和分子盈利的逻辑, 在不同宏观背景下表现迥异。无论是美股本身, 还是普遍认知里对海外流动性更敏感的港股, 在降息前后并没有绝对意义上的普适性规律。此外, 由于 6 次降息周期中有 4 次发生了经济衰退, 上述资产表现以简单平均来看, 更多受到经济走弱的影响。

造成这个问题的原因是, 不同的历史背景下的降息周期并不相同, 因此, 简单的依赖历史经验取平均并无太大意义。更何况 1990 年以来仅有 6 次降息周期, 或长或短, 每次都不同, 历史经验较为有限, 取资产表现的简单平均会掩盖掉很多个体差异, 因此对于资产走势的判断上具有较大误导性。同时, 我们要明确降息开启是经济周期的结果, 如果只强调利率变化这一单一变量而忽略宏观大背景, 则或会造成本末倒置和刻舟求剑的问题。这也是我们在后文中复盘每轮降息背景, 并详细复盘与当前更为可比的 1995 和 2019 年经验的出发点。

图表 7: 美债、黄金和上证指数降息前表现强, 恒生指数、纳指、美元降息后表现好

1990 年以来降息周期大类资产表现												
上涨频率												
	MSCI 发达	MSCI 新兴	标普 500	纳斯达克	上证指数	恒生指数	美国国债	美元	黄金	工业金属	农产品	原油
降息前 6 个月	66.7%	50.0%	66.7%	66.7%	66.7%	33.3%	100.0%	33.3%	66.7%	0.0%	66.7%	33.3%
降息前 3 个月	33.3%	33.3%	50.0%	66.7%	50.0%	66.7%	100.0%	16.7%	66.7%	0.0%	66.7%	16.7%
降息前 1 个月	50.0%	50.0%	83.3%	66.7%	66.7%	50.0%	100.0%	16.7%	83.3%	50.0%	50.0%	33.3%
降息前平均	50.0%	44.4%	66.7%	66.7%	61.1%	50.0%	100.0%	22.2%	72.2%	16.7%	61.1%	27.8%
降息后 1 个月	66.7%	66.7%	66.7%	66.7%	50.0%	50.0%	66.7%	83.3%	33.3%	66.7%	16.7%	50.0%
降息后 3 个月	50.0%	50.0%	66.7%	66.7%	33.3%	50.0%	100.0%	66.7%	50.0%	16.7%	33.3%	16.7%
降息后 6 个月	66.7%	50.0%	66.7%	66.7%	50.0%	50.0%	83.3%	50.0%	83.3%	33.3%	50.0%	66.7%
降息后平均	61.1%	55.6%	66.7%	66.7%	44.4%	50.0%	83.3%	66.7%	55.6%	38.9%	33.3%	44.4%
平均年化涨跌幅												
降息前 6 个月	0.8%	-13.5%	7.3%	2.1%	34.2%	4.6%	13.7%	-5.7%	6.6%	-12.8%	3.2%	-5.5%
降息前 3 个月	-12.0%	-18.9%	-6.1%	-14.1%	21.8%	8.1%	22.0%	-10.4%	23.1%	-15.4%	10.2%	-26.5%
降息前 1 个月	0.5%	34.5%	10.2%	13.1%	20.6%	89.0%	20.2%	-18.8%	41.1%	2.3%	36.1%	-43.7%
降息后 1 个月	-11.8%	34.3%	-14.6%	20.9%	20.7%	55.6%	12.1%	13.5%	23.4%	5.4%	-33.4%	-39.8%
降息后 3 个月	1.0%	-3.9%	2.5%	14.9%	-5.2%	1.2%	7.4%	5.9%	8.4%	-17.2%	-7.9%	-17.6%
降息后 6 个月	11.0%	13.6%	14.9%	29.8%	-9.6%	6.3%	7.6%	2.1%	23.7%	2.6%	3.0%	19.1%

资料来源: Bloomberg, FactSet, 中金公司研究部

图表 8：美股降息前防御性和成长性板块领涨，降息后依然如此，顺周期板块上涨相对不确定

1990年以来降息周期美股分行业表现											
上涨频率											
	可选消费	能源	医疗保健	信息科技	电信	必需消费	金融	工业	原材料	公用事业	地产
降息前6个月	33.3%	50.0%	100.0%	83.3%	83.3%	66.7%	50.0%	66.7%	66.7%	100.0%	33.3%
降息前3个月	50.0%	33.3%	50.0%	66.7%	50.0%	66.7%	50.0%	50.0%	66.7%	83.3%	66.7%
降息前1个月	66.7%	50.0%	33.3%	50.0%	83.3%	66.7%	50.0%	66.7%	66.7%	33.3%	66.7%
降息前平均	50.0%	44.4%	61.1%	66.7%	72.2%	66.7%	50.0%	61.1%	66.7%	72.2%	55.6%
降息后1个月	50.0%	33.3%	50.0%	66.7%	66.7%	66.7%	33.3%	50.0%	50.0%	33.3%	66.7%
降息后3个月	33.3%	16.7%	83.3%	66.7%	66.7%	66.7%	50.0%	50.0%	50.0%	66.7%	33.3%
降息后6个月	83.3%	33.3%	66.7%	50.0%	66.7%	66.7%	50.0%	83.3%	66.7%	33.3%	33.3%
降息后平均	55.6%	27.8%	66.7%	61.1%	66.7%	66.7%	44.4%	61.1%	55.6%	44.4%	44.4%

平均年化涨跌幅											
降息前6个月	2.4%	5.6%	13.2%	18.9%	4.1%	16.3%	9.3%	9.9%	7.0%	18.3%	-2.6%
降息前3个月	-8.6%	-6.2%	0.9%	1.2%	-4.0%	10.1%	-15.7%	-8.5%	8.5%	14.5%	4.5%
降息前1个月	20.3%	-10.0%	-10.5%	15.4%	38.4%	23.6%	7.4%	4.0%	35.8%	2.3%	28.0%
降息后1个月	-14.7%	-55.8%	4.0%	25.6%	-15.5%	4.8%	-41.6%	-27.6%	-26.7%	-28.1%	-53.4%
降息后3个月	4.9%	-20.6%	17.4%	12.9%	19.4%	9.0%	-6.1%	-7.5%	-3.8%	4.6%	-23.6%
降息后6个月	24.7%	-6.1%	19.5%	26.1%	20.1%	8.0%	5.5%	13.4%	10.5%	-1.1%	-11.2%

资料来源：Bloomberg，中金公司研究部

图表 9：A 股整体行业在美国降息前表现好于美国降息后

2001年以来美国降息周期A股分行业表现											
上涨频率											
	可选消费	能源	医疗保健	信息科技	电信	必需消费	金融	工业	原材料	公用事业	地产
降息前6个月	100.0%	75.0%	100.0%	100.0%	75.0%	75.0%	75.0%	100.0%	100.0%	75.0%	100.0%
降息前3个月	75.0%	50.0%	75.0%	75.0%	75.0%	100.0%	100.0%	75.0%	75.0%	75.0%	75.0%
降息前1个月	75.0%	25.0%	75.0%	75.0%	75.0%	75.0%	25.0%	75.0%	75.0%	75.0%	75.0%
降息前平均	83.3%	50.0%	83.3%	83.3%	75.0%	83.3%	66.7%	83.3%	83.3%	75.0%	83.3%
降息后1个月	0.0%	50.0%	25.0%	25.0%	25.0%	75.0%	25.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
降息后3个月	25.0%	25.0%	50.0%	25.0%	50.0%	75.0%	25.0%	0.0%	25.0%	0.0%	0.0%
降息后6个月	75.0%	25.0%	50.0%	50.0%	25.0%	100.0%	25.0%	75.0%	75.0%	50.0%	25.0%
降息后平均	33.3%	33.3%	41.7%	33.3%	33.3%	83.3%	25.0%	25.0%	33.3%	16.7%	8.3%

平均年化涨跌幅											
降息前6个月	66.8%	92.9%	72.3%	58.0%	52.2%	62.8%	69.5%	62.1%	87.5%	57.3%	95.7%
降息前3个月	25.3%	61.8%	43.6%	51.6%	142.3%	29.5%	50.6%	44.2%	74.9%	34.2%	46.9%
降息前1个月	41.7%	126.6%	81.1%	85.2%	279.5%	53.3%	15.9%	91.4%	133.7%	85.9%	27.2%
降息后1个月	-48.7%	6.3%	-10.3%	-57.6%	-15.7%	22.8%	-20.4%	-41.4%	-37.9%	-32.0%	-52.0%
降息后3个月	-12.9%	-22.7%	13.8%	-14.8%	-16.3%	30.2%	-14.9%	-18.9%	-21.2%	-18.5%	-29.3%
降息后6个月	6.9%	-13.0%	26.4%	11.8%	-10.9%	33.7%	-10.0%	0.6%	6.0%	-7.7%	-12.2%

资料来源：Wind，中金公司研究部

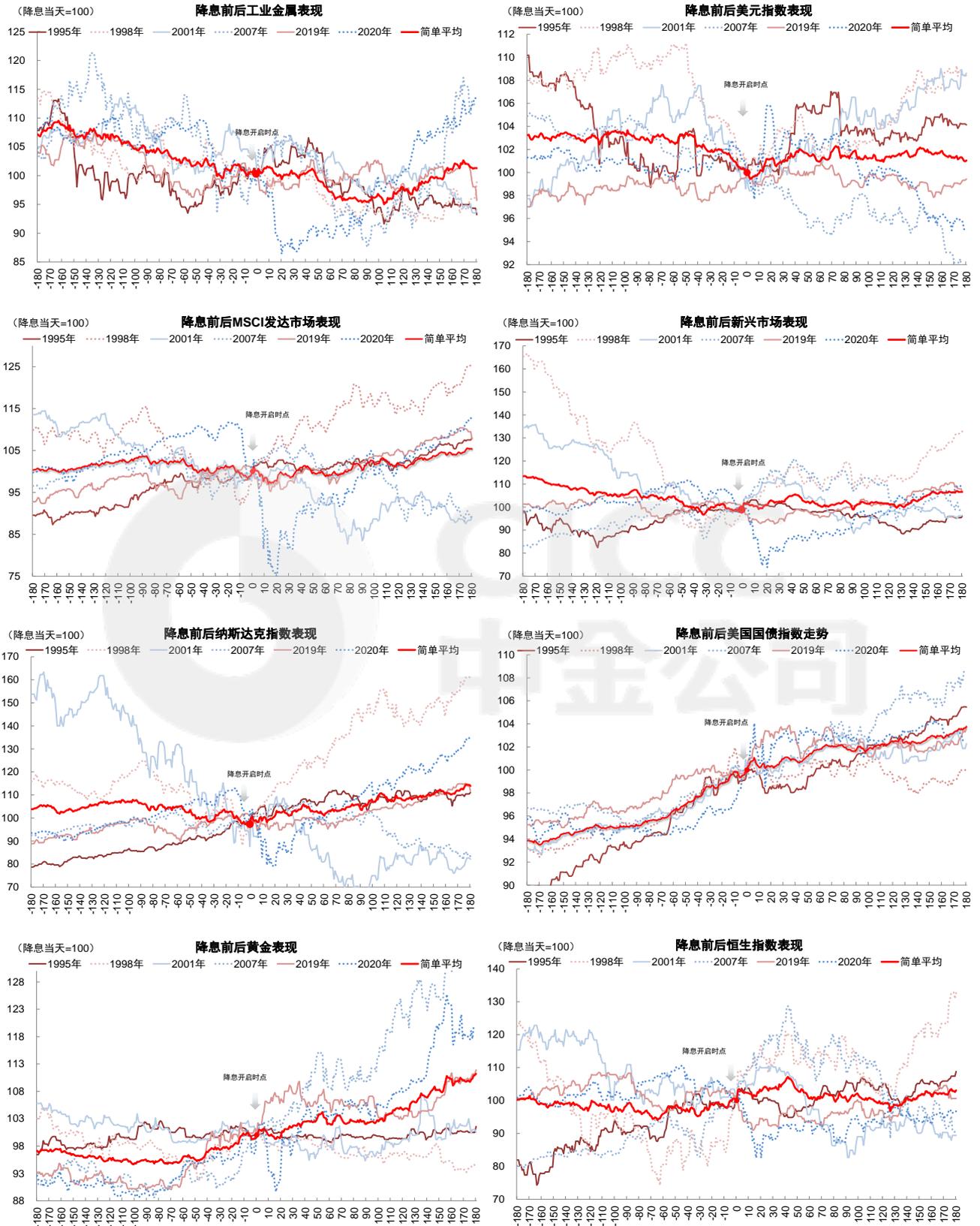
图表 10：港股大部分行业在美国降息前后一个月表现更强

2007年以来美国降息周期港股分行业表现											
上涨频率											
	可选消费	能源	医疗保健	信息科技	电信	必需消费	金融	工业	原材料	公用事业	地产
降息前6个月	100.0%	33.3%	100.0%	100.0%	66.7%	66.7%	33.3%	66.7%	66.7%	66.7%	100.0%
降息前3个月	66.7%	33.3%	50.0%	33.3%	66.7%	100.0%	33.3%	66.7%	66.7%	66.7%	50.0%
降息前1个月	66.7%	33.3%	100.0%	100.0%	100.0%	66.7%	66.7%	66.7%	66.7%	66.7%	50.0%
降息前平均	77.8%	33.3%	83.3%	77.8%	77.8%	77.8%	44.4%	66.7%	66.7%	66.7%	66.7%
降息后1个月	66.7%	33.3%	50.0%	33.3%	33.3%	66.7%	33.3%	33.3%	33.3%	66.7%	0.0%
降息后3个月	100.0%	33.3%	100.0%	33.3%	66.7%	66.7%	33.3%	33.3%	0.0%	66.7%	50.0%
降息后6个月	66.7%	0.0%	100.0%	66.7%	66.7%	66.7%	33.3%	66.7%	66.7%	33.3%	50.0%
降息后平均	77.8%	22.2%	83.3%	44.4%	55.6%	66.7%	33.3%	44.4%	33.3%	55.6%	33.3%

平均年化涨跌幅											
降息前6个月	38.2%	17.7%	23.1%	37.8%	33.1%	35.9%	33.8%	51.5%	76.3%	32.2%	16.0%
降息前3个月	13.9%	-8.8%	29.7%	9.4%	45.2%	10.7%	34.9%	45.5%	74.6%	15.5%	-7.2%
降息前1个月	258.1%	130.0%	161.6%	161.4%	247.8%	256.5%	247.2%	384.1%	885.7%	228.9%	26.8%
降息后1个月	27.8%	254.6%	6.3%	7.6%	237.5%	76.9%	51.7%	72.0%	80.5%	88.5%	-64.0%
降息后3个月	19.2%	2.6%	54.7%	-6.2%	31.4%	27.7%	-12.7%	-11.0%	-28.3%	-7.3%	-11.9%
降息后6个月	26.2%	-20.6%	55.1%	16.6%	20.4%	17.6%	-22.9%	-14.0%	-9.9%	-30.1%	-0.5%

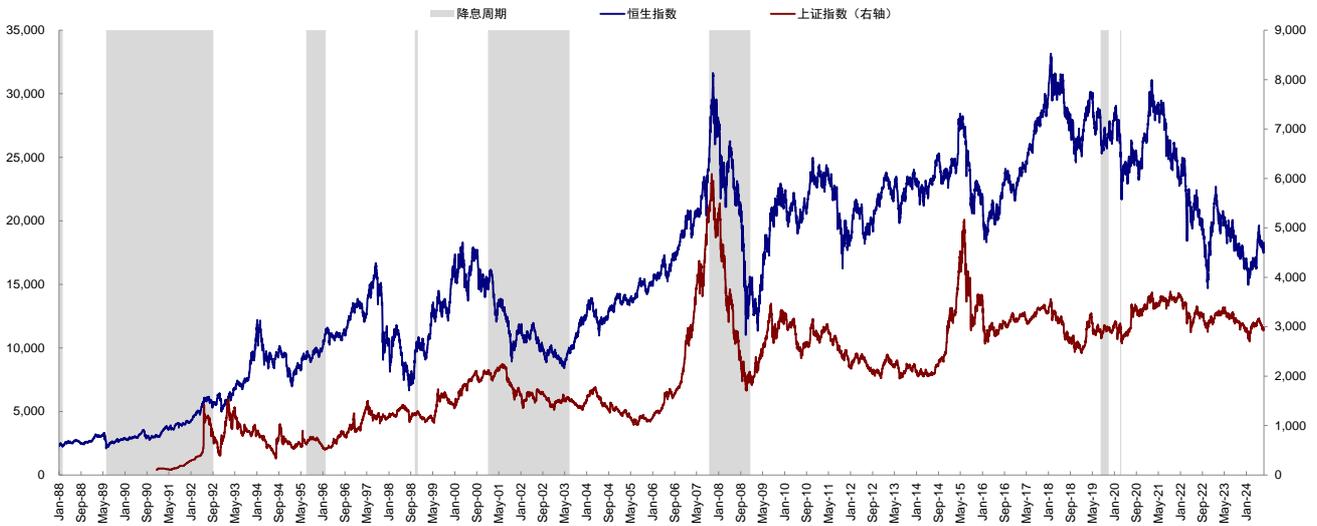
资料来源：FactSet，中金公司研究部

图 11：我们总结了 90 年代以来降息开启前后 6 个月各类资产的表现



注：以蓝色系线表示硬着陆周期，红色系表示软着陆周期，虚线表示有突发金融风险
资料来源：Bloomberg, FactSet, 中金公司研究部

图表 12：降息周期港股整体跑赢 A 股



资料来源：Wind, Bloomberg, 中金公司研究部

图表 13：降息后 1-3 个月港股上涨频率较高且跑赢 A 股

恒生指数		区间收益率						区间年化收益率
降息开始	降息结束	降息前6M	降息前3M	降息前1M	降息后1M	降息后3M	降息后6M	整轮-年化
Jun-89	Sep-92	-20.1	-30.2	-34.1	13.2	21.8	31.7	36.5
Jul-95	Jan-96	22.0	11.4	-2.0	-0.5	5.7	8.5	38.4
Oct-98	Nov-98	-18.5	4.5	17.1	13.1	16.2	34.6	348.4
Jan-01	Jun-03	-11.5	-8.1	1.0	8.1	-15.4	-12.3	-16.4
Sep-07	Dec-08	25.9	13.9	20.6	19.8	8.1	-9.6	-32.8
Jul-19	Oct-19	-0.6	-6.5	-2.7	-8.6	-4.8	-0.7	-19.0
Mar-20	Mar-20	-0.9	-0.4	-0.1	-11.5	-9.7	-3.3	-96.2
收益中位数		-0.9	-0.4	-0.1	8.1	5.7	-0.7	-16.4
上涨频率		28.6%	42.9%	42.9%	57.1%	57.1%	42.9%	42.9%

上证综指		区间收益率						区间年化收益率
降息开始	降息结束	降息前6M	降息前3M	降息前1M	降息后1M	降息后3M	降息后6M	整轮降息
Jun-89	Sep-92	-	-	-	-	-	-	-
Jul-95	Jan-96	-0.5	-3.2	-7.8	11.6	12.9	-15.4	-24.9
Oct-98	Nov-98	-3.3	-5.3	1.2	3.4	-7.5	-5.0	50.9
Jan-01	Jun-03	11.6	11.2	2.0	-1.8	0.9	4.9	-13.4
Sep-07	Dec-08	77.4	27.1	16.5	7.4	-10.0	-26.9	-56.4
Jul-19	Oct-19	13.5	-4.7	-1.6	-2.2	0.1	0.8	-1.8
Mar-20	Mar-20	1.2	3.8	0.5	-6.4	-1.9	14.6	-79.4
收益中位数		6.4	0.3	0.9	0.8	-0.9	-2.1	-19.1
上涨频率		66.7%	50.0%	66.7%	50.0%	50.0%	50.0%	16.7%

资料来源：Wind, Bloomberg, 中金公司研究部

不同阶段：90年代以来历次降息周期的复盘

相比上文的简单平均，我们认为一个更有意义的复盘方式是去详细梳理每段降息周期的资产表现，并找到当前周期与历史更为相似的阶段。此外，我们更关注降息开始前6个月内资产表现，因为随着时间推演，降息本身对资产的影响就变得更不纯粹。下文中我们分阶段复盘了从上世纪90年代以来降息周期的资产表现。

1995年~1996年：预防式降息，美股大幅上涨，美元走强

经济明显放缓和原材料价格下降是美联储转为宽松的背景。美国经济在1995年显著放缓，1995年4月美国失业率逆转开始上行，PMI也从1月连续回落后，5月首次落入收缩区间(46.7%)。虽然CPI仍在上行，但美联储担忧的工业金属价格也从1月开始回落。美联储1995年3月FOMC会议纪要显示，与会者一致认为经济已经放缓且处于可持续的路径，虽然CPI还未回到3%，但委员们认为在采取进一步行动前先暂停并评估前景是更为稳妥的做法。因此，美联储在2月后停止加息，后续PMI持续回落并降至收缩区间后，美联储于1995年7月转为降息。整个降息周期中美国经济虽然放缓但并未衰退，成功实现软着陆。

从资产表现看，1) 发达市场好于新兴，降息前新兴市场和发达市场均在上涨，降息后发达继续上涨，新兴市场很快转为回调。降息前后美股均保持上涨(标普500降息前和降息后6个月分别上涨20.3%和12.0%)，标普500指数估值和盈利共同上行。新兴市场降息前抬升，降息后一个月内小幅上涨(1.7%)，随后转为下跌。上证指数降息初期上涨(降息后3个月上涨12.5%)但随后回调。2) 港股降息后初期跑输A股，但整轮降息表现好于A股。降息后1个月港股小幅下跌0.5%，不及A股11.6%的涨幅，但整轮降息期间港股年化上涨38.4%，跑赢同期A股的-24.9%。3) 黄金在降息阶段并无明显涨幅(降息后6个月上涨1.6%)，美元指数则因为美国经济韧性，降息阶段反而走强(降息后6个月涨4.1%)。4) 原油和农产品上涨(降息后6个月上涨14.9%和13.9%)，工业金属延续下跌(-6.8%)。5) 美债利率降息阶段持续回落，降息停止后很快抬升至超过降息前点位。

1998年：亚洲金融危机导致风险资产暴跌，降息后很快修复

亚洲金融危机迫使美联储降息。1997年亚洲金融危机爆发，俄罗斯主权债务违约导致美国长期资本管理公司(LTCM)破产，1998年美联储开始降息以预防风险蔓延。从基本面看，美国经济数据并未出现太多波动，美联储降息后PMI等软数据转为修复，失业率等硬指标在降息期间持续下行。

从资产表现看，1) 亚洲金融危机的爆发导致股市在降息前大幅下跌，新兴市场下跌更早且跌幅更深(降息前6个月MSCI发达指数跌9.0%，MSCI新兴市场跌39.5%)，但降息开启后就开始修复，新兴市场反弹程度也更强。美股纳斯达克指数相比标普500指数在降息后反弹程度更高(纳指降息3个月即反弹43.8%，标普500反弹17.8%)。从估值盈利拆解看，无论是下跌还是反弹都基本均为估值贡献，EPS在此期间维持稳定。2) 港股跑赢A股。降息前1个月至降息后6个月，港股保持两位数区间涨幅，而A股降息初期小幅上涨，后期震荡下跌。3) 黄金降息前股市暴跌阶段发挥避险属性上涨，但降息后股市反弹，黄金转为下跌。美元指数在降息前回落，但开启降息后转为上行。4) 工业金属、原油和农产品在降息期间基本延续了1997年的下行趋势。5) 美债利率在降息前因避险属性大幅下行，降息后反而开始回升。

图表 14: 亚洲金融危机导致风险资产暴跌, 降息后修复



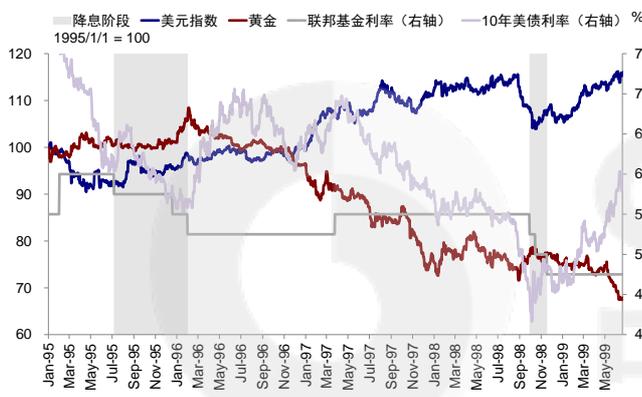
资料来源: Bloomberg, 中金公司研究部

图表 15: 1995 年降息前后美股均保持上涨



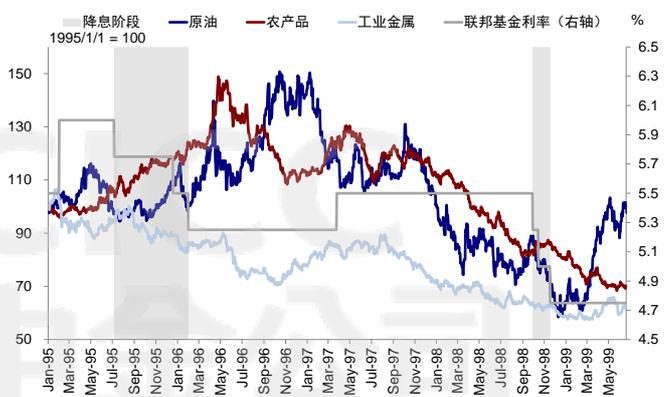
资料来源: Bloomberg, 中金公司研究部

图表 16: 黄金在降息阶段并无明显涨幅



资料来源: Bloomberg, 中金公司研究部

图表 17: 原油和农产品在 1995 年预防式降息阶段上涨



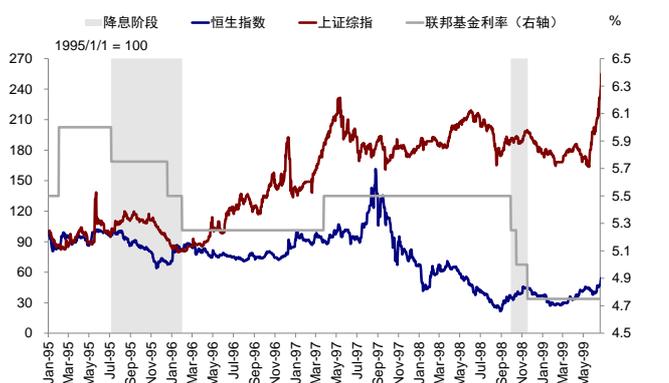
资料来源: Bloomberg, 中金公司研究部

图表 18: 1998 年无论是下跌还是反弹都基本均为估值贡献, EPS 在此期间维持稳定



资料来源: Bloomberg, 中金公司研究部

图表 19: 1995 年降息初期港股震荡, A 股上涨; 1998 年降息初期港股上涨, A 股震荡



资料来源: Bloomberg, 中金公司研究部

2001年~2003年：因科技泡沫破裂股市大跌，降息后短暂反弹

科技泡沫后美股大跌导致经济衰退。2000年3月，科技泡沫破裂导致美股大跌，彼时美联储依然在加息以控制物价压力。但股市下跌延续压制了居民消费和企业投资，经济增速转弱，美联储在2001年1月转为降息以支撑经济，但降息两次后经济进入衰退，接近降息尾声才走出衰退。

从资产表现看，1) 受科技泡沫破裂影响，全球股市在加息尾声就开始大幅下跌，MSCI发达和新兴市场在降息前6个月分别下跌12.0%和25.7%。降息后1个月新兴市场有短暂修复，发达股市跌幅企稳（发达和新兴市场分别涨0.2%和12.3%），随后伴随经济走弱继续下跌。标普500指数估值在降息前就大幅下挫，彼时盈利依然在上修；降息后估值继续下行，盈利也转为回落。国内股票相比之下并未太多受到科技泡沫的影响，上证综指降息前延续上涨，降息后涨幅收窄。

2) **降息初期港股跑赢A股，之后跑输A股。**降息后1个月港股上涨8.1%，之后转为震荡下跌，而A股降息后1个月下跌1.8%，之后小幅上涨。3) 美元指数降息前走弱，在降息后转为上行，6个月涨8.6%。黄金延续了降息前的弱势，在降息后3个月后才开始上涨。4) 原油在降息阶段横盘宽幅震荡，农产品和工业金属走弱。5) 美债利率降息前下行较快，降息前6个月美国国债指数涨幅7.4%，开始降息后收窄。

图表 20：受科技泡沫破裂影响，全球股市在加息尾声就开始大幅下跌



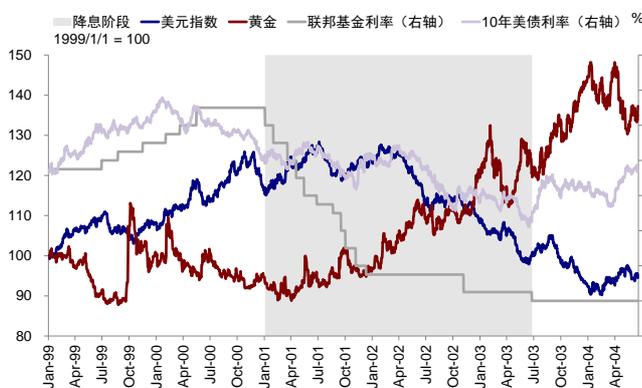
资料来源：Bloomberg，中金公司研究部

图表 21：降息后 1 个月股市有短暂修复，随后伴随经济走弱继续下跌



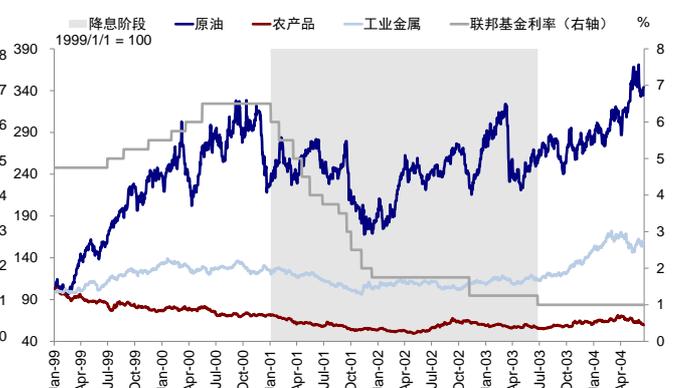
资料来源：Bloomberg，中金公司研究部

图表 22：美元指数在降息后转为上行，降息后 6 个月涨 8.6%，黄金持续上行



资料来源：Bloomberg，中金公司研究部

图表 23：原油在降息阶段横盘宽幅震荡，农产品和工业金属走弱



资料来源：Bloomberg，中金公司研究部

图表 24：标普 500 指数估值在降息前就大幅下挫，降息后估值继续下行



资料来源：Bloomberg，中金公司研究部

图表 25：降息初期港股跑赢 A 股，之后走势背离



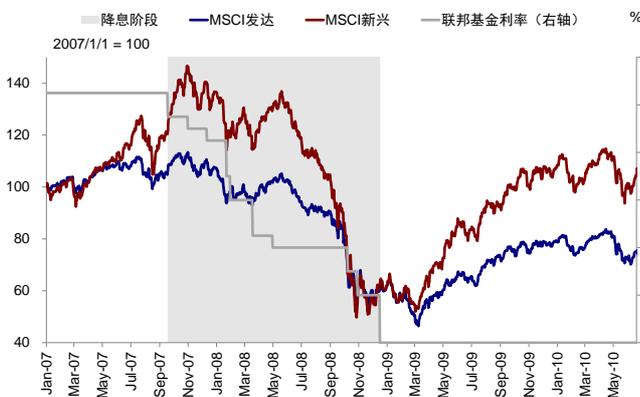
资料来源：Bloomberg，中金公司研究部

2007 年~2008 年：金融危机期间风险资产大跌，黄金大涨

金融危机引发全球股市大跌，美联储降息防范金融风险蔓延。金融危机后降息周期并非一蹴而就降至 0。降息初期，经济预期转弱，居民和金融机构去杠杆，失业率温和抬升。货币政策宽松后经济相对企稳，通胀也有所抬头，美联储将利率维持在 2% 近半年。但伴随经济压力越来越大，居民和金融机构大幅去杠杆，为应对经济风险，美联储在 2008 年再次将利率调降至 0 并且实施大规模量化宽松。但由于经济受到的损伤过大，失业率用了多年才回到金融危机之前的水平。

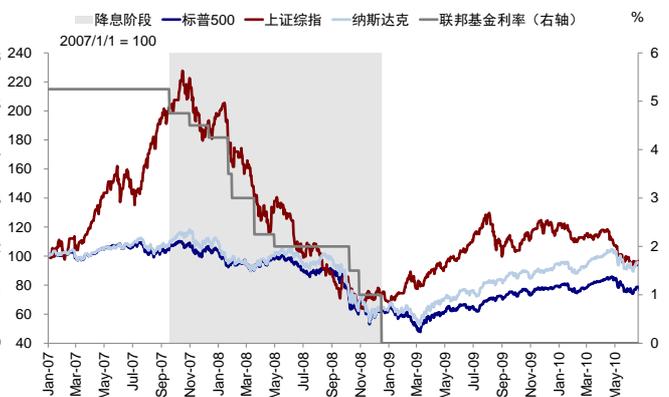
从资产表现看，1) 美股在首次降息前反弹（降息前 1 个月上涨 5.1%），随后小幅回调，直到 2008 年中经济断崖式下跌时开始暴跌。估值先于盈利下跌，后续也先于盈利修复。上证指数在降息 1 个月内继续上涨，此后便延续下跌，跌幅大于美股（降息后 6 个月标普 500 跌 15.2%，上证指数跌 27.0%）。2) 港股整体跑赢 A 股。降息后 1 个月港股上涨 19.8%，持续跑赢 A 股市场。3) 黄金在本轮周期表现出较好的避险属性，在降息初期大幅上涨（降息前和后 6 个月分别上涨 9.0% 和 38.6%），美元指数则持续走弱。4) 原油在降息前后持续上涨，并在 2008 年创阶段性高点，通胀预期也导致降息阶段性停止。农产品和工业金属见顶更早。5) 美债利率从降息前开始回落，至 2008 年初开始上升，随后经济断崖式下滑后再度下行。

图表 26：美股在首次降息前反弹，随后小幅回调，直到 2008 年中经济断崖式下跌时开始暴跌



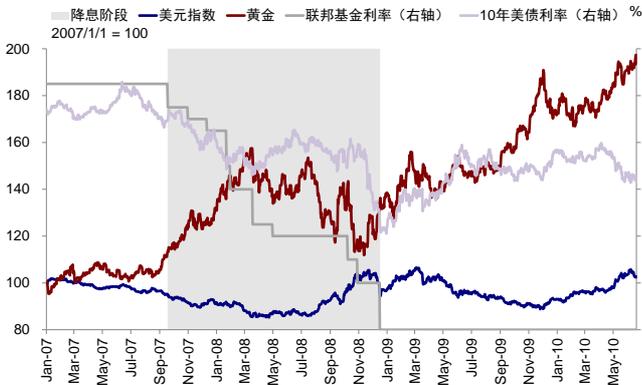
资料来源：Bloomberg，中金公司研究部

图表 27：上证指数在降息 1 个月内继续上涨，此后便延续下跌，跌幅大于美股



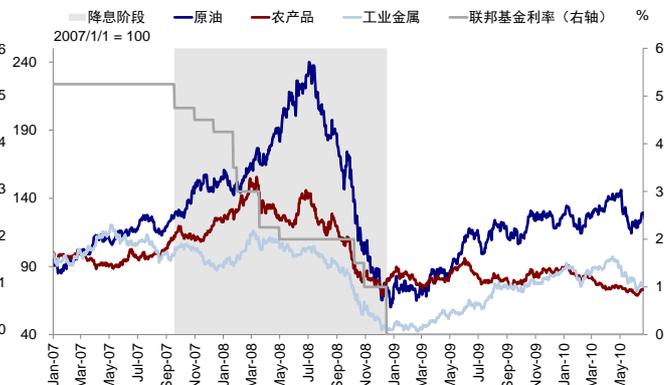
资料来源：Bloomberg，中金公司研究部

图表 28：黄金在本轮周期表现出较好的避险属性，在降息初期大幅上涨



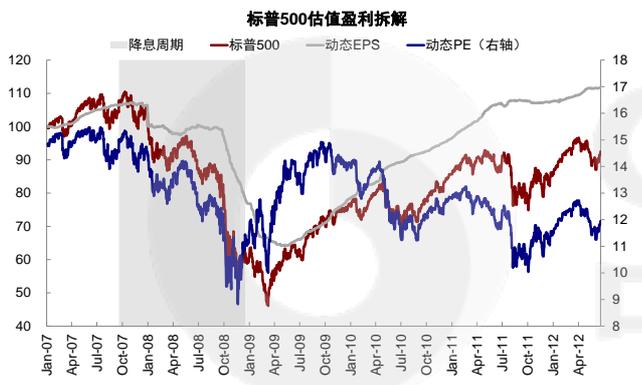
资料来源：Bloomberg，中金公司研究部

图表 29：原油在降息前后持续上涨，并在 2008 年创阶段性高点，导致降息阶段性停止



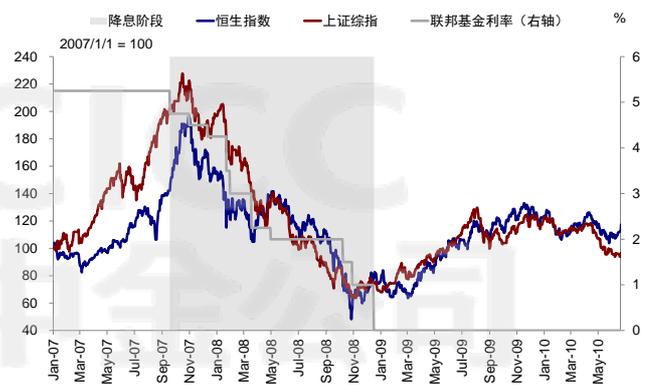
资料来源：Bloomberg，中金公司研究部

图表 30：美股估值先于盈利下跌，后续也先于盈利修复



资料来源：Bloomberg，中金公司研究部

图表 31：降息初期 A 股和港股市场上涨，之后大幅下跌



资料来源：Bloomberg，中金公司研究部

2019 和 2020 年：黄金降息前涨幅更高，美股降息后反弹

预防式降息，经济软着陆。2019 年上半年，美国增长动能放缓，衰退预期主导下，3m10s 利差持续收窄并于 5 月倒挂，股权风险溢价攀升使得美股再度下跌，迫使美联储 7 月转为降息。但降息转向过程并不顺利，鲍威尔在 7 月 FOMC 会上表示并没有锁定明确的降息路线，而是更多根据后续数据和风险的演变。

从资产表现看，1) 发达表现好于新兴，纳斯达克指数反弹修复程度更大(降息后 6 个月涨 11.8%，标普 500 涨 8.8%)。美股在预期阶段因股权风险溢价抬升而下跌，“倒逼”美联储转为降息。首次降息因后续路径不明确，美股再度大跌，降息 2 次后才较为确定的走强。美股盈利在降息前后均维持上涨。上证指数在降息阶段横盘震荡。2) **2019-2020 年港股跑输 A 股市场。**3) 黄金在降息前开始上涨(降息前 6 个月涨 7.3%)，降息后随利率上行下跌并持续至降息周期结束。美元指数在降息期间基本走平。4) 原油、工业金属和农产品降息初期下跌，首次降息后反弹。5) 10 年美债利率在降息预期阶段回落，第一次降息后不久基本见底，此后短债逐渐好于长债。

2020 年降息周期源于突发疫情，也中断了 2019 年美国经济和资产修复的路径。该阶段全球风险资产大幅下跌，美股数次熔断。由于流动性压力，即便传统作为避险资产的金也在下跌，仅

美元上涨。但美联储无限量 QE 和财政刺激预期助力市场信心预期企稳，资产价格快速修复，修复速度和程度都大于金融危机后。

图表 32：发达表现好于新兴，降息开始前 6 个月 MSCI 发达指数上涨 7.8%，开始降息后股市转为下跌



资料来源：Bloomberg，中金公司研究部

图表 33：纳斯达克指数在降息后反弹修复程度更大



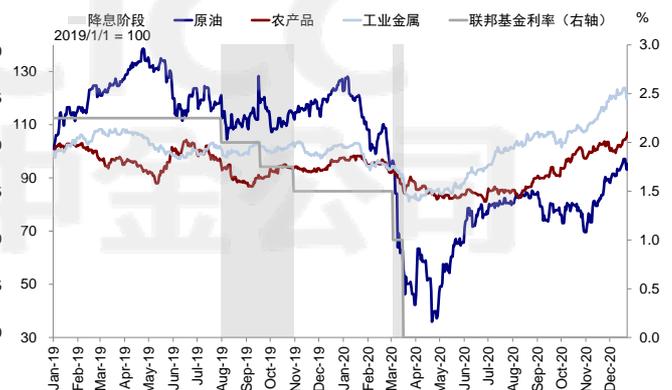
资料来源：Bloomberg，中金公司研究部

图表 34：黄金降息前开始上涨，第一次降息结束后下跌



资料来源：Bloomberg，中金公司研究部

图表 35：原油、金属降息初期下跌，第二次降息转为反弹



资料来源：Bloomberg，中金公司研究部

图表 36：2019 年盈利降息前后均维持上涨



资料来源：Bloomberg，中金公司研究部

图表 37：降息初期港股和 A 股市场上涨，之后转为震荡



资料来源：Bloomberg，中金公司研究部

可比阶段：1995 年和 2019 年，宏观背景更像 2019 年

海外市场：小幅降息软着陆，降息前美债黄金占优，后切换至美股和铜

2024 下半年美国经济增长温和放缓依然是我们的基准假设，这意味着历次降息中，与当前更为可比的是 1995 年和 2019 年。

- ▶ **宏观环境方面，1995 年与 2019 年降息前经济放缓但并未衰退，并在小幅降息后顺利软着陆。**这两段经验都是在经济未衰退的情况下进行了 75bp 共 3 次的小幅降息。降息阶段美国失业率保持稳定，PMI 在降息后都明显止住了下行趋势。在加息周期结束和降息周期开启前，美债利率下行驱动地产销售明显反弹。但真正降息后，美债利率反而开始回升，地产销售修复斜率边际放缓。美国 CPI 在降息周期期间就基本确定了上行趋势。
- ▶ **资产表现上，从这两段历史经验看，黄金美债在降息前的表现更好，降息后涨幅可能收窄。**在降息几次后，由于软着陆下增长逐步改善，长端美债和黄金的配置机会在需求改善后逐步减小，逐步转向由分母端切换到分子端逻辑的美股和铜。

板块与行业方面，降息前利率敏感性板块如科技和媒体相对受益，降息后需求改善，分子端盈利修复行业，如地产、金融服务、银行以及地产后周期的汽车板块相对跑赢。

但即便是这两次降息，由于降息切换顺利与否不同以及科技趋势，资产表现也有一定差异。从**美国经济软着陆、预防式降息和鲍威尔在降息上“犹豫不定”的态度来比较，2019 年更可比。**

- ▶ **1994~1995 年加息停止到降息开启的切换，美联储都掌握“主动权”。**1994 年美联储多次加息，主要是受大宗商品价格上涨带来的通胀影响。美国经济于 1995 年开始放缓，虽然通胀还未回落至 3%，但工业金属价格已见顶并快速回落；美联储选择在 1995 年 2 月加息 50bp 后的 3 月会议上就宣布停止加息。1995 年 4 月美国失业率快速上升、5 月制造业 PMI 首度回落至收缩区间，降息预期逐步升温，美联储也于 1995 年 7 月转为降息。

得益于此，1994 年底美债利率即开始快速下行。有科技产业趋势加强，且伴随利率回落，美股也自 1994 年末持续反弹并持续到降息阶段，纳斯达克表现领先且持续性较强。但铜等工业金属表现较科技行情更为逊色，降息周期前后都在下跌。**与之相反，避险资产如黄金则震荡趋弱。**

- ▶ **2018~2019 年加息停止到降息的切换，则处处体现出“倒逼”的被动，2018 年底市场大跌“倒逼”美联储改口不加息，2019 年二季度衰退预期倒逼降息。**2018 年鲍威尔 10 月表示基准利率到达中性利率还有“一条很长的路”（a long way）³，紧缩预期再升温，诱发美股大跌、美债利率也见顶回落。2019 年 1 月初，鲍威尔表示后续可能暂停加息⁴；虽然彼时盈利仍在下修且 3m10s 利差继续收窄，但估值修复支撑美股触底反弹（风险溢价收窄）。2019 年上半年，美国增长动能放缓，衰退预期主导下，3m10s 利差持续收窄并于 5 月倒挂，股权风险溢价攀升使得美股再度下跌，迫使美联储 7 月转为降息。但降息转向过程并不顺利，鲍威尔在 7 月 FOMC 会上表示并没有锁定明确的降息路线，而是更多根据后续数据和风险的演变决定，导致降息交易又出现反复。

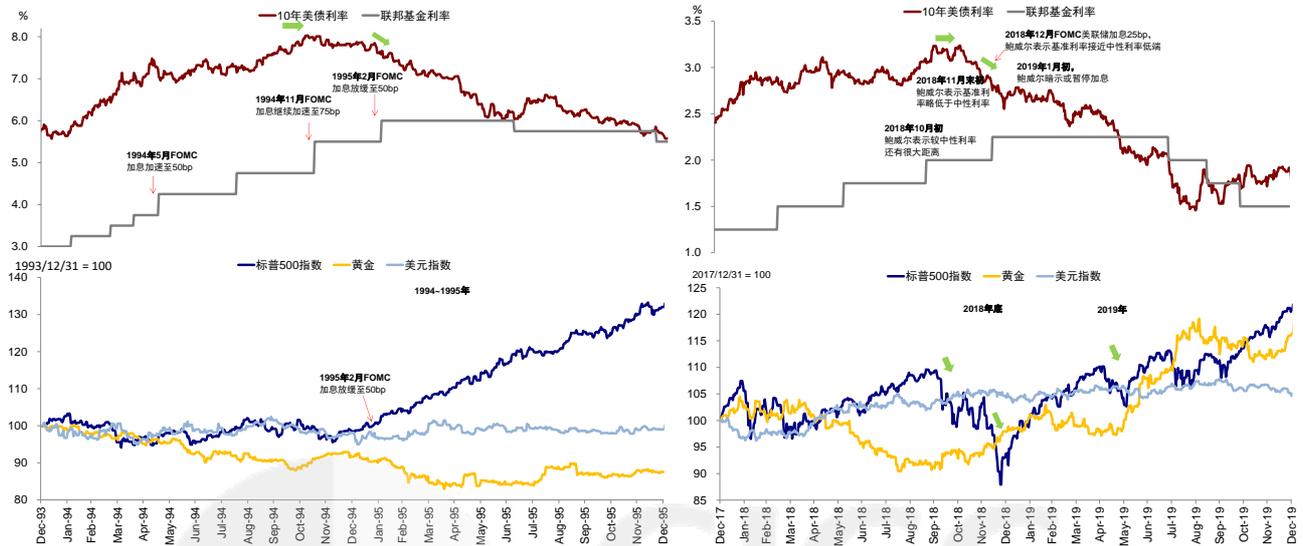
2019 年基本仅是以宏观经济周期驱动的资产表现，美股在降息期间的涨幅并不顺畅，在贸易摩擦反复和增长下行的压力下，美股在美联储降息周期伊始依然有反复，至最后一次降

³ https://www.wsj.com/articles/feds-powell-sees-no-risk-of-labor-market-overheating-1538498807?mod=article_inline

⁴ <https://www.cnbc.com/2019/01/04/powell-says-fed-will-be-patient-with-monetary-policy-as-they-watch-how-economy-does.html?&qsearchterm=AEA%20powell%202019>

息前才确定性走强。降息后经济基本面的修复支撑了铜等大宗商品价格，道指上涨。黄金在上述两段美股下跌期间均有不错表现，但停止加息后至衰退预期升温前反而基本持平。

图表 38：美联储提早降息来防范过度紧缩的风险，如 1995 年和 2019 年，美联储均在经济未衰退时小幅降息 25bp



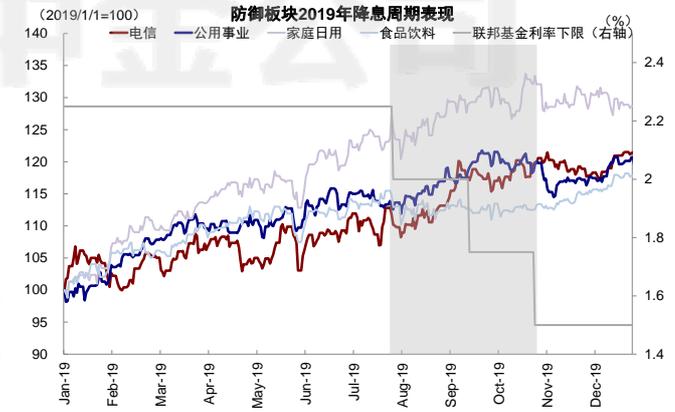
资料来源：Bloomberg，中金公司研究部

图表 39：降息前科技及媒体行业受益于降息预期，降息后汽车及零部件受益于需求改善



资料来源：Bloomberg，中金公司研究部

图表 40：降息前后防御板块表现相对稳定



资料来源：Bloomberg，中金公司研究部

图表 41：降息后地产、银行和金融服务行业显著受益于需求改善



资料来源：Bloomberg，中金公司研究部

图表 42：原材料与资本品行业在降息后表现相对较好



资料来源：Bloomberg，中金公司研究部

中国市场：对比 2019 年，稳杠杆对应震荡格局下的结构性行情

降息初期港股多数跑赢 A 股，成长板块率先受益，但这种影响持续时间有限，市场表现整体受国内基本面影响更大。同样以与当前更为相似的 2019 年为例，2019 年，即便美联储降息，但在中国弱复苏下，市场震荡为 L 型走势，与 2017 年美联储加息但中国强增长下市场上涨，呈现 V 型反弹，形成鲜明对比。说明中美周期错位下美联储政策无法决定国内市场走势，相较外部流动性变化，中国市场走势更依赖于国内基本面表现。进一步看，同样处于降息周期，不同的基本面特征也会对应不同的资产表现，比如 2007-2008 年与 2019 年，中国市场同样处于美联储降息周期，但是 2007-2008 年中国在经济过热、通胀高企下市场初期强势上涨，之后快速回调，而 2019 年局部加杠杆下呈现指数震荡盘整的结构性行情。

因此，在中国市场受国内基本面影响更大的情况下，复盘历轮降息周期，难以找到可以照搬的一般性结论，更为关键的是找到相对可比的阶段。如上文所述，当前外部环境可以类比 2019 年，美国经济软着陆甚至不着陆下，美联储降息幅度有限，国内环境也与 2019 年存在一定相似性，具体来看：

- ▶ **宏观环境：外部美联储停止加息并预期降息，国内增长弱复苏。**一方面，2019 年初美联储停止加息并在 2019 年 7 月首次降息，本轮美联储货币周期也在 2023 年中进入紧缩尾声，市场当前预期 9 月大概率开始降息；另一方面，当前与 2019 年国内经济内生增长动能均有不足，整体未有大幅加杠杆情况下，经济环境呈现弱复苏、稳杠杆格局。
- ▶ **资金流向：外资持续流出，长线外资回流需要基本面配合。**2018-2020 年主动外资持续流出中资股市场，该阶段累计流出约 203 亿美元。2019 年 7 月开始降息外部流动性改善，外资也并未大举回流。直到 2020 年 9 月后基本面转好、盈利明显增长后外资才开始回流。当前主动外资已连续 61 周流出中资股市场，2023 年 3 月以来累计流出超过 300 亿美元。海外资金整体低配中资股情况下，回流仍需基本面配合，外部流动性宽松并非外资大幅回流的主导因素。
- ▶ **资产表现：稳杠杆政策意愿下呈现为震荡格局下的结构性行情。**当前与 2019 年相似，整体不大幅加杠杆的宏观环境下，出现指数级别行情可能性不高，但稳杠杆政策意愿下，市场也不至于像“去杠杆”时期单边下行，更多呈现震荡格局下的结构性行情。

板块方面，2019年降息前后成长板块受益于流动性改善上涨，但更多表现为局部加杠杆下的结构性行情，当前也是如此。2019年中美贸易摩擦常态化背景下，国产替代兴起，高端制造为代表的成长板块走强，半导体、电子板块领涨，新能源板块2019年底起走强。今年以来分红搭配成长的“哑铃”结构行之有效，当前可以进一步把配置方向归纳为**整体回报率下行、局部加杠杆、局部涨价**三个方向，同样为震荡格局下的结构性行情。

图43：美联储货币政策并非国内市场表现主导因素，国内基本面影响更大



资料来源：Bloomberg，中金公司研究部

图44：降息周期中不同的基本面特征也会对应不同的资产表现



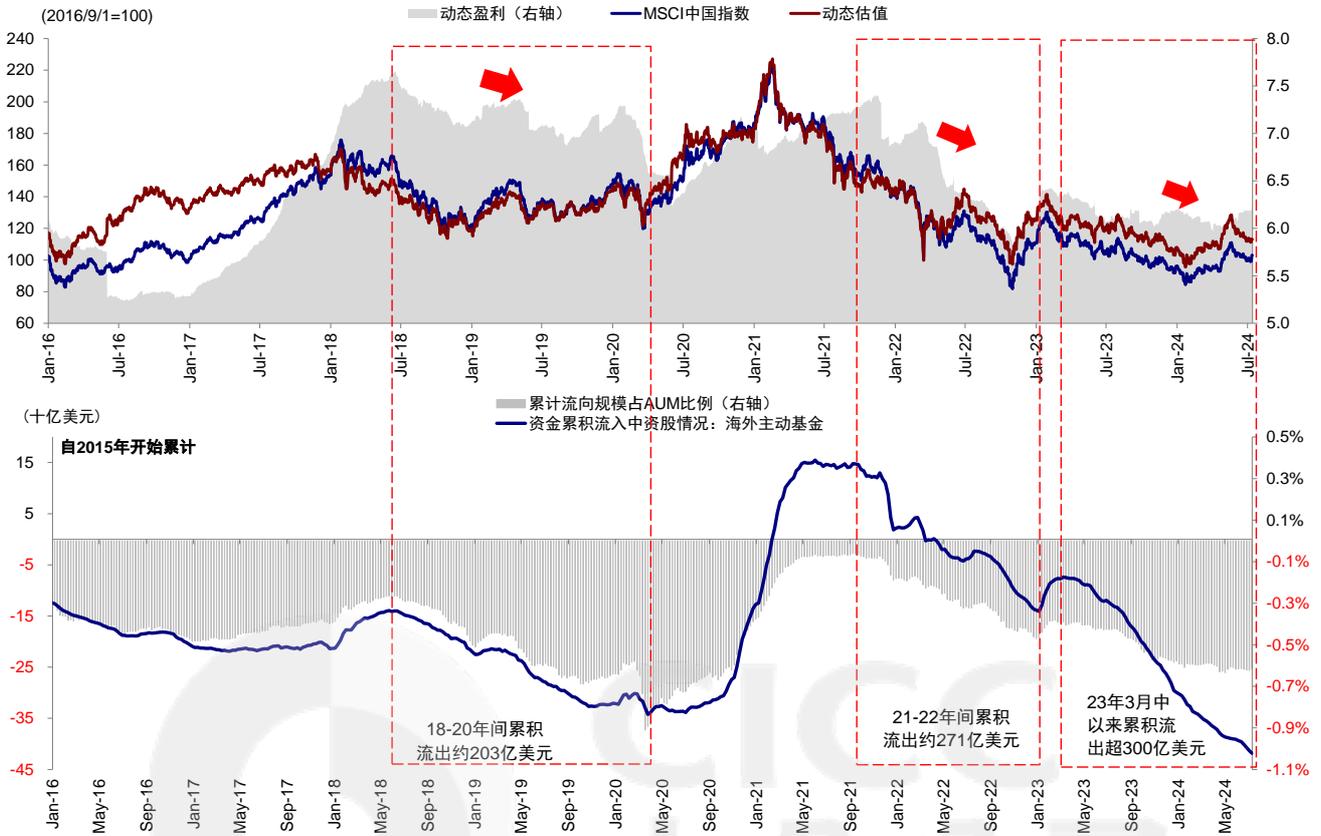
资料来源：Wind，中金公司研究部

图45：当前和2019年均呈现为稳杠杆政策意愿



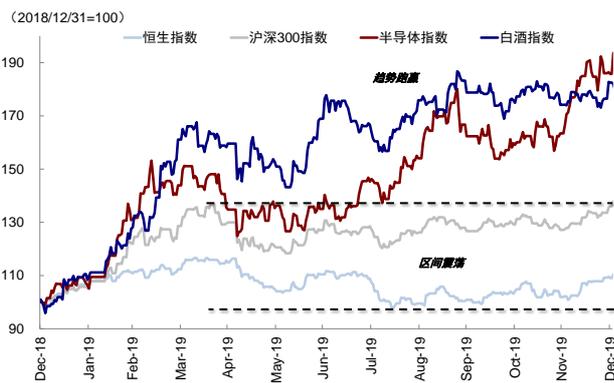
资料来源：Wind，EPFR，Bloomberg，中金公司研究部

图表 46：海外资金主要跟着基本面并非美联储决定



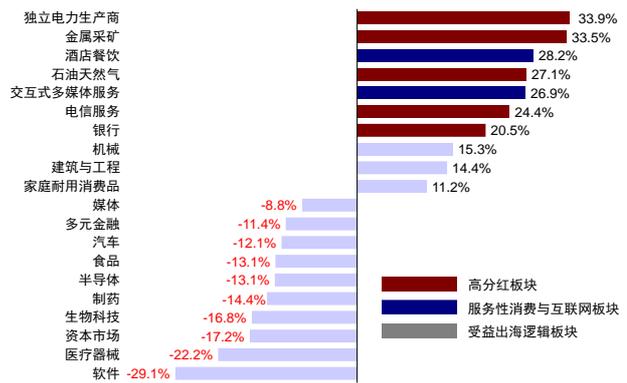
资料来源：EPFR, Bloomberg, 中金公司研究部

图表 47：2019 年的结构性行情更为清晰，例如半导体等 等都有较强且清晰的驱动因素



资料来源：Wind, 中金公司研究部

图表 48：今年以来哑铃策略行之有效



资料来源：FactSet, 中金公司研究部, 数据从 2024 年 1 月 1 日截至 2024 年 7 月 13 日

图表 49：降息初期消费成长行业上涨



资料来源：Bloomberg，中金公司研究部

图表 50：降息前后防御板块表现相对稳定



资料来源：Bloomberg，中金公司研究部

图表 51：降息后期金融地产板块若基本面改善或上涨



资料来源：Bloomberg，中金公司研究部

图表 52：周期板块在降息后先跌后涨



资料来源：Bloomberg，中金公司研究部

本轮的“不一般”规律：降息周期偏短，宽松已过半场

6月通胀全面降温助力下，9月降息成为“大概率事件”。但通胀数据公布当日，本应受益于降息交易的纳斯达克100却大跌2.2%，罗素2000小盘大涨3.6%，中国AH股银行地产大涨，贵金属和有色大跌，再度说明本轮降息交易的特殊性，不能将历史常理简单套用，要结合当下环境和情况。即便与当前环境更为相似的2019年相比，本轮情况也具有有一些特殊性。我们通过复盘2019年经验并结合本轮异质性特征，总结以下交易策略供投资者参考：

本轮特征：小幅预防式降息，资产“抢跑”与“轮动”明显

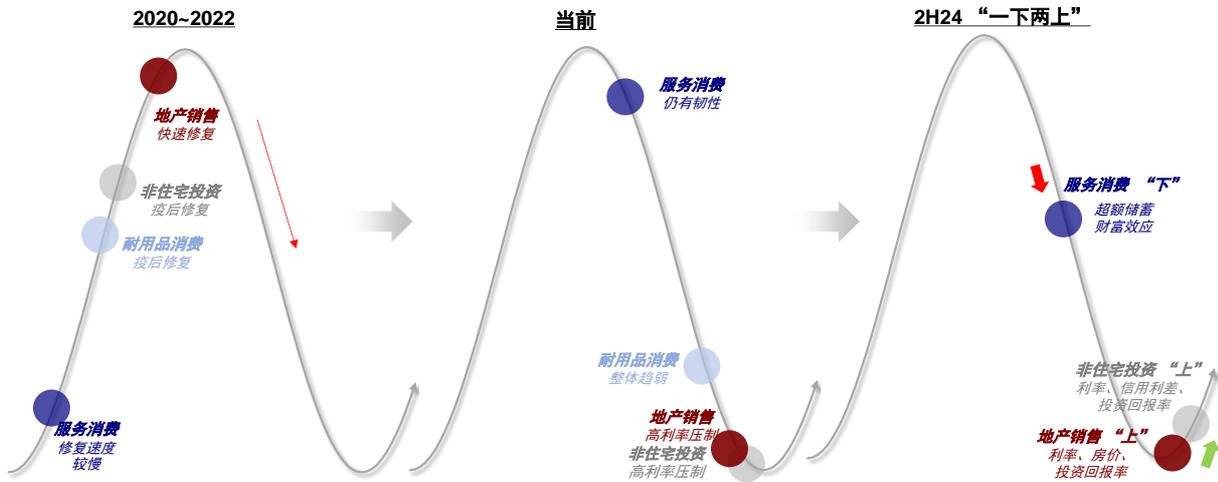
特征一：预防式降息幅度有限

2024下半年美国经济软着陆是大概率事件，基准情形是增长温和降速。美国本轮经济周期的特征是各环节的明显错位的“滚动式”放缓和修复，当前美国金融条件处于恰好抑制私人部门需求的区间，后续消费、地产和投资或仍“一下两上”，消费大概率不会失速，叠加地产、投资周期已经开始修复，相比去年底经济下行斜率放缓，主要支撑是消费韧性和AI投资的驱动。我们测算年内美国GDP环比下滑程度不大，以软着陆为基准情形，在降息速度或弱于2019年情况下，消费逐渐放缓，地产修复程度弱于2019年，固定资产投资强度和持续性则受益于AI产业趋势强于2019年（《全球市场2024下半年展望：宽松已过半场》）。

美国经济基本面不差，所以能降息≠要降很多。由于基本面不差，降息后需求可能很快好转，正如去年年底至今年一季度的情形，降息预期升温推动美债利率由5%的高点快速下行至3.8%、带动整体金融条件转松，激活私人部门投资和消费需求，例如居民地产投资转暖，30年期抵押贷款利率从7.8%连续三个月下行至6.6%，房屋销售折年数由11月452万套的低点连续3个月回升至502万套；企业债发行同样回升，一季度发债规模为6251亿美元，相比去年四季度和去年同期分别抬升135%和37.9%（《降息交易的钟摆与“终局”》）。我们测算本轮缓解货币政策的限制性和收益率曲线倒挂问题仅需降息100bp（《测算美债利率的新思路》），并不需要连续的大幅的降息。

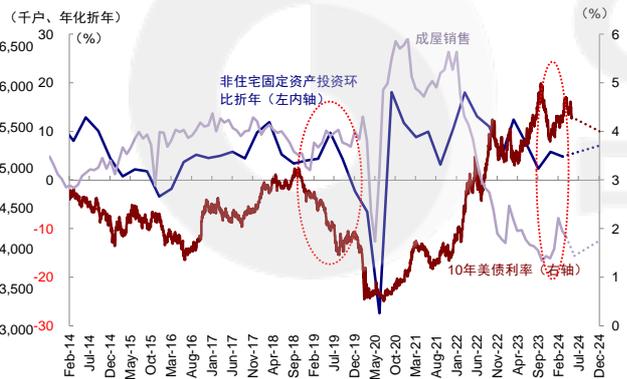
美联储更小幅度更慢的降息也意味着，外部压力缓解后国内央行打开大幅降息空间的期待仍需观察。同时当前地缘局势不确定性趋强，海外流动性宽松对资金回流及国内市场表现提振有限，市场行情趋势性逆转更加依赖于国内基本面和政策进展。

图表 53：美国本轮经济周期的特征是各环节的明显错位的“滚动式”放缓和修复



资料来源：中金公司研究部

图表 54：决定美国经济增速的消费、地产和投资内生动能或仍“一下两上”，但斜率放缓很多



资料来源：Haver, 美联储, Bloomberg, 中金公司研究部

图表 55：超额储蓄、房地美购买二次抵押贷款和收入对居民消费继续形成支撑



资料来源：Haver, 中金公司研究部

图表 56：悲观情形下消费或也仅是环比 0 增长，即便 2008 年也仅是小幅负增长



资料来源：Haver, 中金公司研究部

图表 57：美债 4% 利率对应地产修复程度不及 5%



资料来源：Haver, Bloomberg, 中金公司研究部

图 58: 科技龙头股的资本开支增加或带动计算机设备同比增速二季度抬升 20%



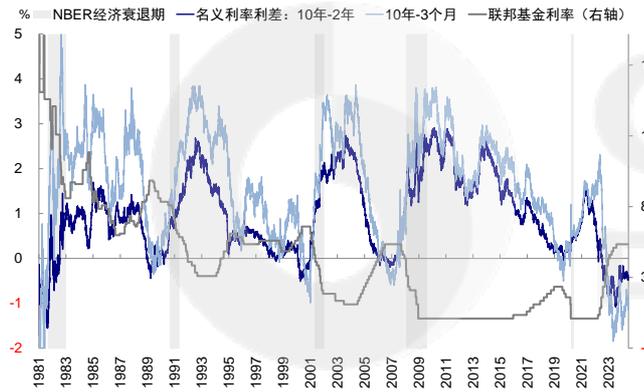
资料来源: Haver, FactSet, 中金公司研究部

图 59: 政府部门外生刺激退坡, 或需要等待大选后才有可能发力



资料来源: IMF, Haver, 中金公司研究部

图 60: 当前美债利率曲线依然处于上世纪 80 年代以来最深的倒挂



资料来源: Bloomberg, Haver, 中金公司研究部

图 61: 假设 10 年美债利率回到 4% 附近, 联邦基金利率回落 100bp 左右可以做到净息差回到疫情前水平



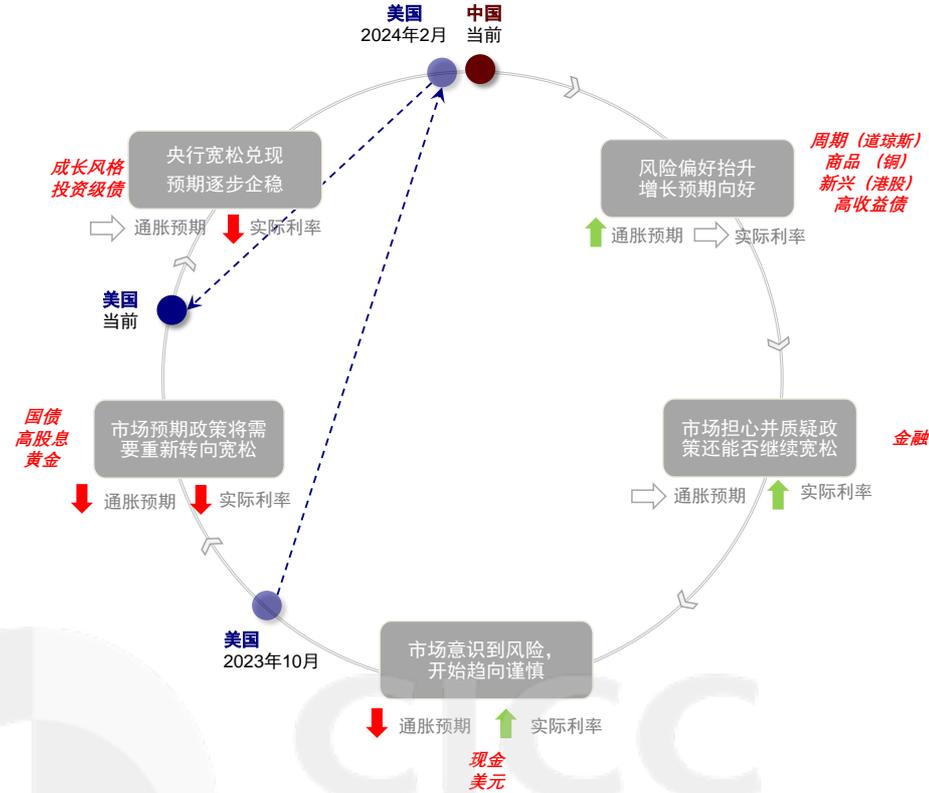
资料来源: Bloomberg, FDIC, 中金公司研究部

特征二: 交易“抢跑”, 尤其是传统受益资产美债及黄金

市场对本轮降息交易预期较为乐观, 造成频频“折返跑”。自 2023 年 7 月最后一次加息后, 市场等待美联储本轮首次降息已超过 1 年的时间, 尤其是去年 11 月议息会议宣告本轮加息周期结束的半年来, 市场降息预期, 推升美债和黄金等相关受益资产交易。当前市场对于降息次数的预期仍高于美联储点阵图所给出的指引以及我们测算的货币政策回归中性所需的幅度(《[测算美债利率的新思路](#)》)。

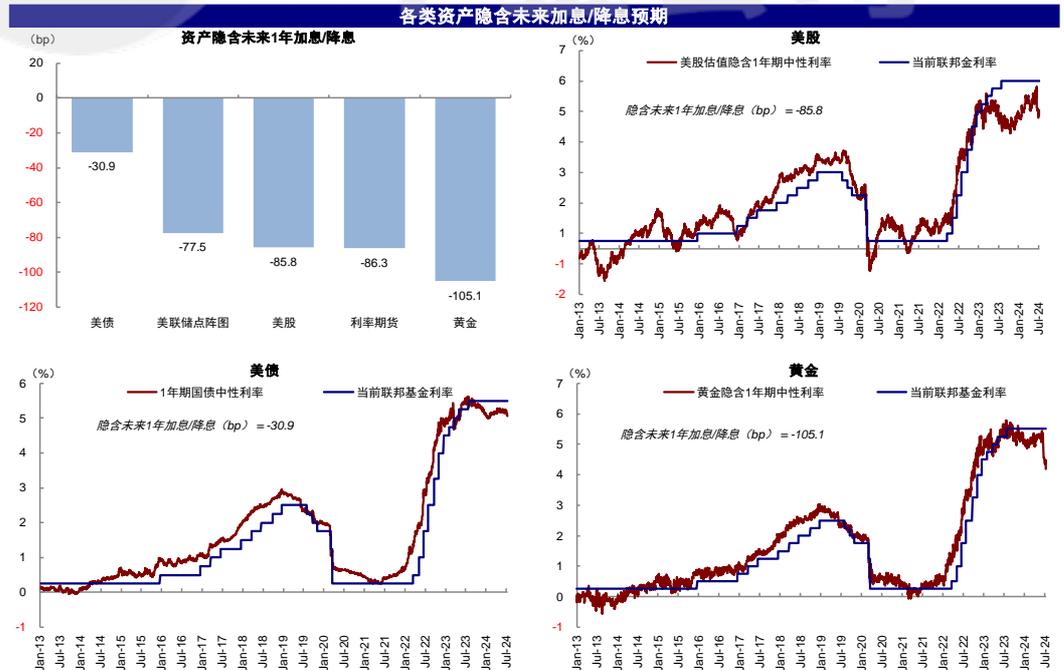
我们测算黄金计入最多, 短债计入的更少。我们在《[当前资产价格计入了多少降息预期?](#)》中引入了资产计入货币政策预期模型, 并在《[当前资产计入了何种加息预期?](#)》等报告中进行多次优化。该模型的核心出发点是从各类资产价格中剥离利率外的定价因素, 最终得出资产价格隐含的美债利率, 从而计算各类资产计入的政策预期。根据我们的测算, 截至 7 月 12 日数据显示, 黄金隐含 105bp 降息, 利率期货隐含 86bp 降息, 与美股基本持平 (86bp), 短债计入的降息预期相对更少 (31bp), 长债利率则已经基本回到了 12 月 FOMC 鲍威尔鸽派发言之前的水平。从目前各资产计入的降息次数和未来空间看, 短债吸引力更高。

图表 63：降息交易仍可持续，但降息兑现时也是接近尾声时



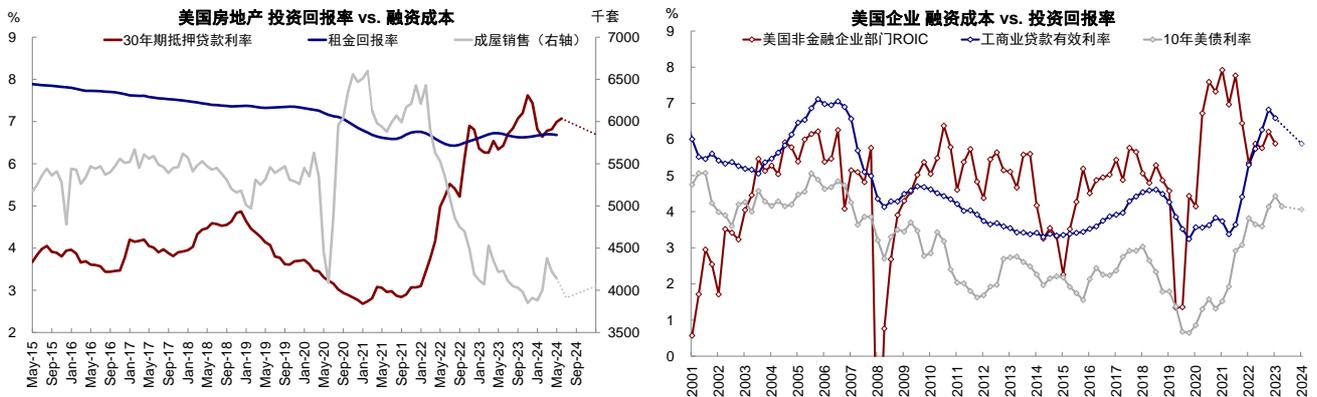
资料来源：中金公司研究部

图表 64：我们测算黄金计入最多，短债计入 9 月降息，长债计入的更少



资料来源：Bloomberg, FactSet, 中金公司研究部

图表 65：虽然本轮美联储加息快且幅度高，但实际上融资成本上升的幅度也就刚好压制投资回报率



资料来源：Bloomberg, Haver, 中金公司研究部

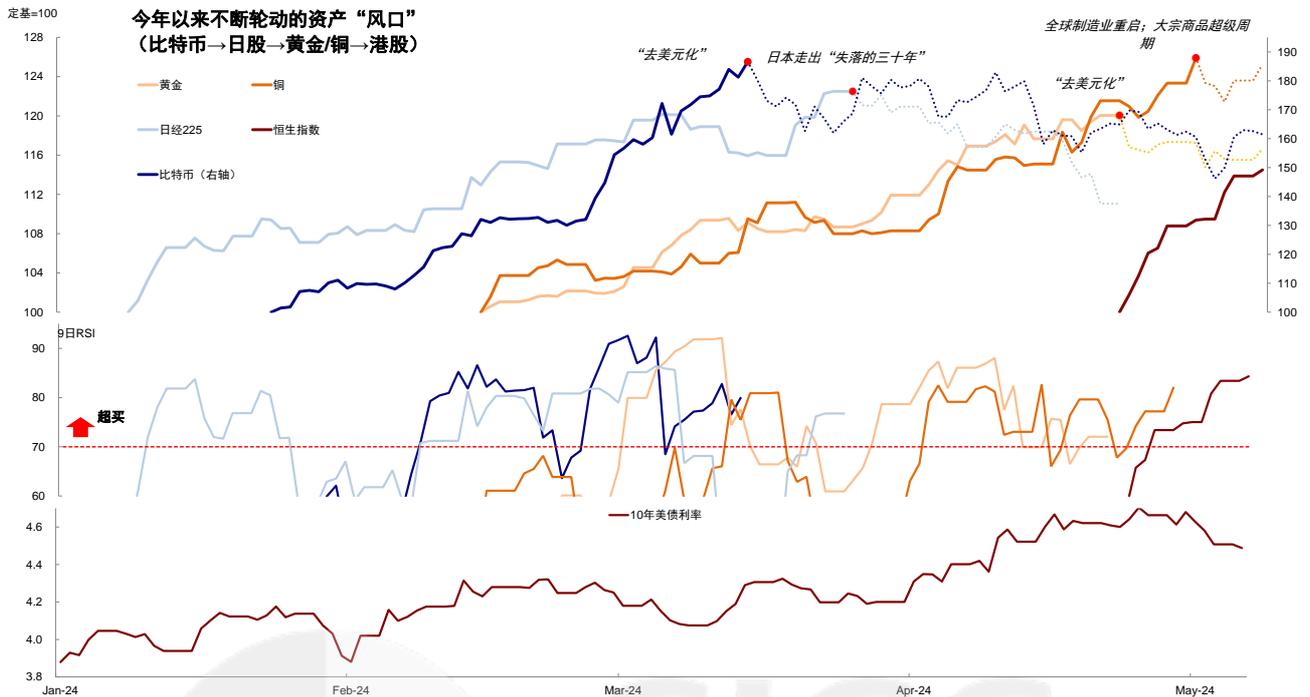
特征三：部分交易集中度高，如美股科技龙头，容易造成“轮动”

今年以来资产轮动“风口”加快，并且每一轮的强势资产均伴随着过热的情绪和拥挤的交易，这也反过来导致轮动加速。复盘今年以来的几轮交易，首先是年初的流动性扩张带动比特币和纳斯达克大涨，随后转为日股、黄金和铜领先，再到港股市场，又再度切换回美股科技龙头。尽管资产“风口”背后的基本面逻辑不同，但情绪升温导致冲高超买后回调的特征高度相似，几轮资产强势的高点基本对应持续超买的过热情绪。

资金抱团带来的结果是一些交易较为集中，因此短期容易出现“轮动”导致的下跌，例如 CPI 公布后美股龙头科技股向小盘股的“大切小”，以及中国市场黄金有色向银行地产的风格切换。

不论何种原因带来的集中交易，资金抱团带来的情绪冲高指向的结果是单一逻辑难以支撑持续的资产涨幅，因此风格切换和资产轮动的速度加快，“风口”难以把握，也是本轮降息周期中交易宽松受益资产时需要考虑的特征之一。

图表 66：今年以来不断轮动的资产“风口”，从比特币到日股，到黄金与铜，再到港股，均伴随着过热情绪



资料来源：Bloomberg，中金公司研究部

交易策略：适度提前半步，初期分母资产弹性大，但应逐步转向分子资产

因此，结合上文中提到的本轮降息周期本身较短、市场又抢跑且交易集中的特点，对于本轮降息交易，我们提示需要适度提前半步，1) 初期单纯或更多受益于分母逻辑的资产弹性更大（典型如美债、黄金、小盘成长、港股市场部分成长股），但可能在降息兑现后就逐步结束，尤其是没有基本面支撑的话无法持续很远，2) 后期应该逐步转向降息可以改善分子基本面的资产（典型如美股后周期、龙头科技股、铜、或受益于国内降息的板块等）。

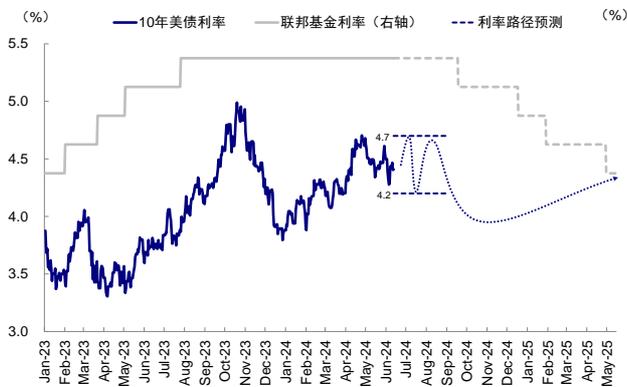
海外资产：宽松交易到再通胀交易，降息兑现后逐步切换

从交易节奏上看，主线转向宽松交易，但要“适可而止”，市场抢跑和金融条件的反身性或使得主线较快切换至再通胀交易。正如去年年底至今年一季度的情形，降息预期升温推动美债利率由 5% 的高点快速下行至 3.8%、带动整体金融条件转松，激活私人部门投资和消费需求（《降息交易的钟摆与“终局”》），占优资产由宽松交易驱动的美债和黄金切换到再通胀交易利好的铜和油。

受益于降息宽松的资产依然可以交易，但要注意区间且需要及时抽身，降息兑现时可能也是降息交易接近尾声时。根据美债利率与降息预期的关系，美债利率短期内或在 4.2%~4.7% 区间波动，基本对应年内降息 3 次和年内不降息的预期。降息兑现后，利率可能在交易因素下跌破 4%，然后再因增长向好预期而逐步反弹，逐步再转向再通胀受益资产，如铜油等大宗资源品、美股周期板块。与美债类似，黄金也是如此。假设实际利率 1~1.5%，美元 102~106，我们测算黄金合理中枢为 2500 美元/盎司（《全球市场 2024 下半年展望：宽松已过半场》）。

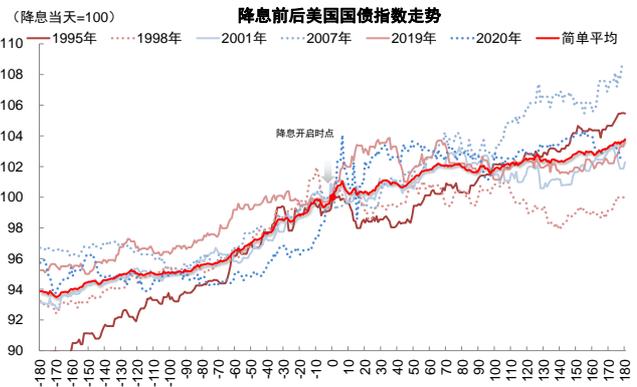
资产选择上，关注分子和分母同时受益于降息的资产，谨慎对待仅有分母受益的资产。一般情况，降息后会沿着龙头科技（分子有盈利）→小盘成长（分母流动性）→周期金融（分子降息后

图表 68：从节奏看，美债交易机会更多体现在降息前的预期阶段



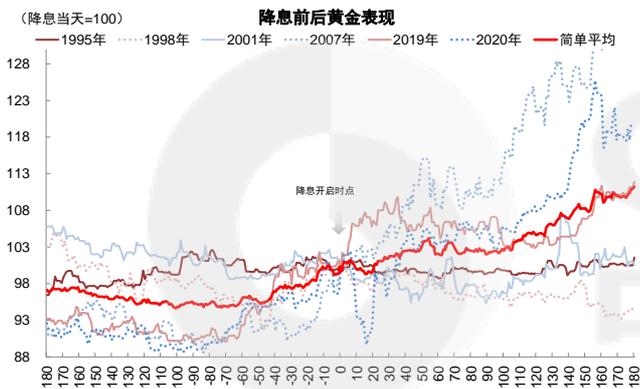
资料来源：Bloomberg，中金公司研究部

图表 69：历史经验显示美债涨幅更多体现在降息前到降息 3 个月内



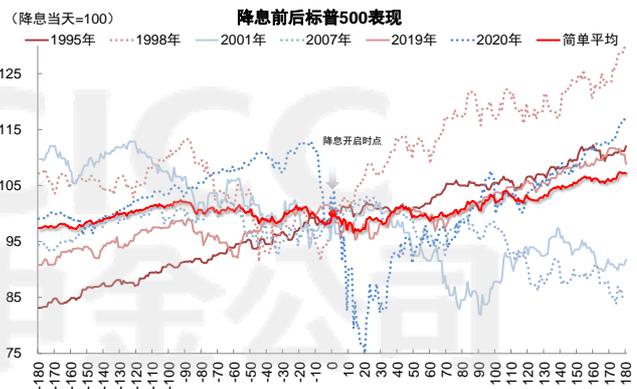
资料来源：Bloomberg，中金公司研究部

图表 70：黄金在临近降息时表现更好，降息后涨幅收窄



资料来源：Bloomberg，中金公司研究部

图表 71：美股在降息后期才有更为明显的涨幅



资料来源：Bloomberg，中金公司研究部

中国市场：初期成长股或受益，但仅靠外围环境空间有限

本轮美联储降息将如何影响中国市场？一方面，美联储降息开启，相较于不降息甚至加息，在其他因素未有明显变化下，仍然会在风险偏好和流动性维度提供一定支撑，若 10 年美债利率降至 3.8-4%（对应未来一年降息 4-5 次），风险偏好和盈利维持不变，恒指有望接近 18,500-19,000 点，若风险偏好进一步修复至去年年初，市场有望进一步到 20,500-21,000 点左右，而上证指数同样或受益于美联储降息为国内央行提供的政策调整空间。但一方面，基本面仍是国内市场表现的主要影响因素，去年四季度 10 年期美债利率从 4.6% 下行约 0.7ppt 至 3.9%，但同期上证指数下跌 4.4%，恒生指数下跌 4.3%，再度验证了在国内增长偏弱环境下外部流动性改善难以扭转市场局势。此外，由于降息交易存在抢跑、美联储降息幅度预计有限，此轮美联储降息周期对中国市场影响或相对较小，国内基本面和政策进展仍将主导市场走向。

往前看，市场上行空间能否打开，我们认为仍取决于国内基本面修复情况以及政策催化剂。我们在下半年展望《港股市场 2024 下半年展望：明道若昧》强调，市场偏弱、增长承压问题的根源是信用收缩，尤其是现有财政政策力度速度仍待加强，否则不足以对冲私人信用更快的收缩。若要解决这一问题，财政加杠杆、降低融资成本是不可或缺的手段，并且规模与速度同样重要。

我们测算财政新增 4-5 万亿元、5 年期 LPR 降低 75-100bp 可能有效，但达到这一规模有一定难度，且越晚发力需要越大规模。当前出口抢跑或导致下半年出口边际转弱，从历史规律看，出口弱往往对应政策力度加强，但期待政策强刺激并不现实，内外部各项约束使政策难以以“和盘托出”的方式呈现，不论是吸取之前经验，还是为美国大选后地缘和政策不确定性留后手，政策力度都可能更多是应对式，时间上可能也会偏滞后而非超前。

综合以上分析，短期降息交易下可以关注流动性受益资产，历史经验显示港股好于 A 股。美联储降息短期内仍有望改善分母流动性，对外部流动性更为敏感的港股表现可能好于 A 股，成长股可能更为受益，如半导体、汽车（含新能源）、媒体娱乐、软件、生物科技等，相反高分红可能阶段跑输，但也是正常现象。这一点在降息开启前后可能表现较为明显，但持续时间不会很长。短期流动性驱动并不改变整体配置格局，我们认为除非财政大举发力对冲私人信用收缩，否则仍将呈现震荡格局下的结构性行情。

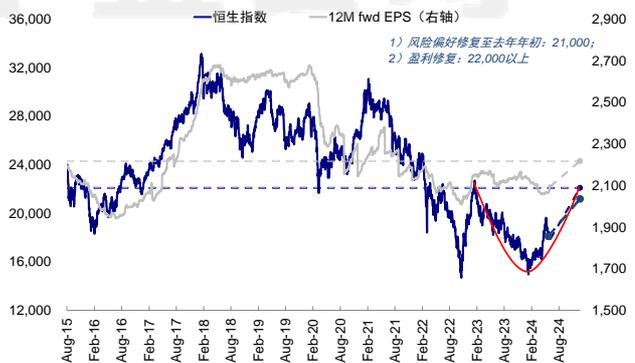
这一背景下，我们建议整体重点聚焦三个方向，即整体回报下行（稳定回报的高分红和高回购，即充裕现金流的“现金牛”）、局部加杠杆（政策支持与仍有景气度的科技成长），局部涨价（天然垄断板块，上游与公用事业）。首先，高分红（传统的电信、能源、公用事业及部分互联网消费等稳定“现金牛”）作为“哑铃”一端在整体回报率下行中具有长期配置价值。其次，部分政策支持或景气向上板块仍有望受到利好提振而体现出较大弹性。后续三中全会亦保有对出台对应新质生产力方向进一步扶持政策预期。由此看好部分景气向上板块，如电气设备、技术硬件、半导体、软件与服务等，这些领域仍有加杠杆可能与空间。第三，对比一些行业价格走低伤害利润率，涨价板块如天然气、有色金属及公用事业，甚至部分必需消费品，则可以通过保护企业利润率并享受更大的议价能力。

图表 72：若 10 年美债利率降至 3.8-4%，风险偏好和盈利维持不变，恒指有望接近 18,500-19,000 点



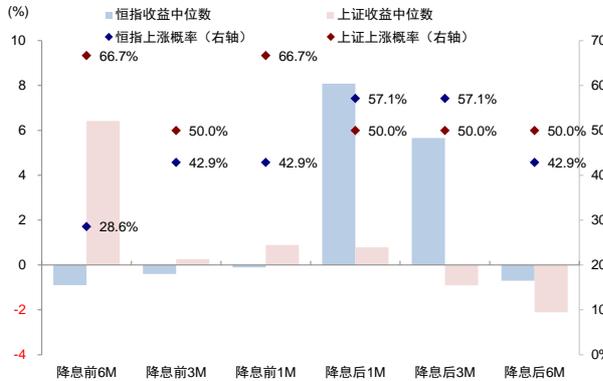
资料来源：Wind, Bloomberg, 中金公司研究部

图表 73：若风险偏好进一步修复至去年年初，市场有望进一步到 20,500-21,000 点左右



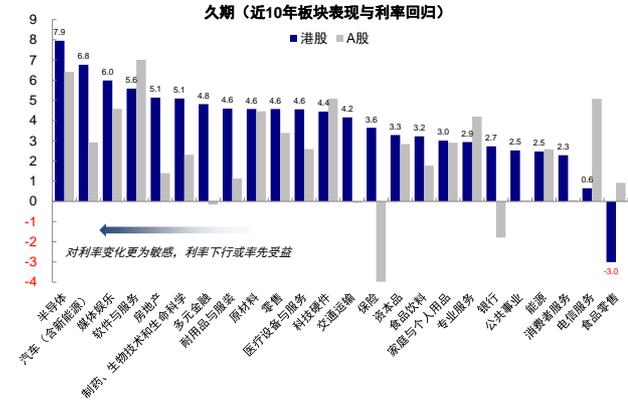
资料来源：Wind, Bloomberg, 中金公司研究部

图表 74：降息后 1-3 个月港股上涨频率超过 50%



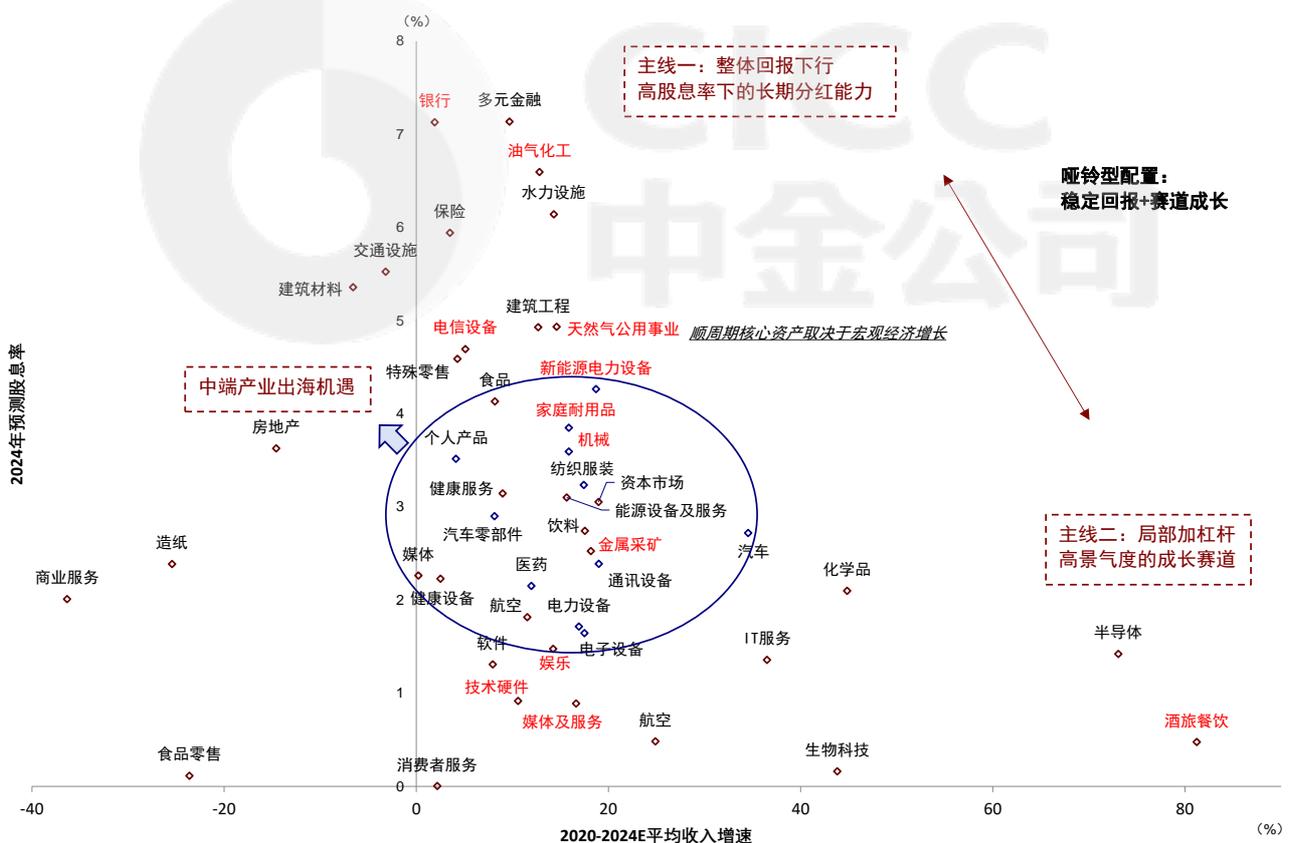
资料来源：Wind，中金公司研究部

图表 75：久期较长板块如半导体、汽车（含新能源）、媒体娱乐、软件等率先受益



资料来源：Wind，Bloomberg，中金公司研究部

图表 76：基准情形仍维持“哑铃”配置



注：标红行业为今年涨幅居前行业，采用的是市场一致预期数据
资料来源：Wind，中金公司研究部

团队信息



刘刚, CFA 分析员

SAC 执证编号: S0080512030003
SFC CE Ref: AVH867
kevin.liu@cicc.com.cn



李雨婕 分析员

SAC 执证编号: S0080523030005
SFC CE Ref: BRG962
yujie.li@cicc.com.cn



王子琳 联系人

SAC 执证编号: S0080123090053
zilin.wang@cicc.com.cn



王牧遥 联系人

SAC 执证编号: S0080123060036
muyao.wang@cicc.com.cn



CICC
中金公司

法律声明

一般声明

本报告由中国国际金融股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但中国国际金融股份有限公司及其关联机构（以下统称“中金公司”）对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供投资者参考之用，不构成对买卖任何证券或其他金融工具的出价或征价或提供任何投资决策建议的服务。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐或投资操作性建议。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，自主审慎做出决策并自行承担风险。投资者在依据本报告涉及的内容进行任何决策前，应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，并就相关决策咨询专业顾问的意见对依据或者使用本报告所造成的一切后果，中金公司及/或其关联人员均不承担任何责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断，相关证券或金融工具的价格、价值及收益亦可能会波动。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，中金公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

本报告署名分析师可能会不时与中金公司的客户、销售交易人员、其他业务人员或在本报告中针对可能对本报告所涉及的标的证券或其他金融工具的市场价格产生短期影响的催化剂或事件进行交易策略的讨论。这种短期影响的分析可能与分析师已发布的关于相关证券或其他金融工具的目标价、评级、估值、预测等观点相反或不一致，相关的交易策略不同于且也不影响分析师关于其所研究标的证券或其他金融工具的基本面评级或评分。

中金公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。中金公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。中金公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见不一致的投资决策。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所预示的回报会得以实现。分析中所做的预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本报告提供给某接收人是基于该接收人被认为有能力独立评估投资风险并就投资决策能行使独立判断。投资的独立判断是指，投资决策是投资者自身基于对潜在投资的目标、需求、机会、风险、市场因素及其他投资考虑而独立做出的。

本报告由受香港证券及期货事务监察委员会监管的中国国际金融香港证券有限公司（“中金香港”）于香港提供。香港的投资者若有任何关于中金公司研究报告的问题请直接联系中金香港的销售交易代表。本报告作者所持香港证监会牌照的牌照编号已披露在报告首页的作者姓名旁。

本报告由受新加坡金融管理局监管的中国国际金融（新加坡）有限公司（“中金新加坡”）于新加坡向符合新加坡《证券期货法》定义下的合格投资者及/或机构投资者提供。本报告无意也不应直接或间接地分发或传递给新加坡的任何其他人。提供本报告于合格投资者及/或机构投资者，有关财务顾问将无需根据新加坡之《财务顾问法》第 45 条就任何利益及/或其代表就任何证券利益进行披露。有关本报告之任何查询，在新加坡获得本报告的人员可联系中金新加坡持牌代表。

本报告由受金融行为监管局监管的中国国际金融（英国）有限公司（“中金英国”）于英国提供。本报告有关的投资和服务仅向符合《2000 年金融服务和市场法 2005 年（金融推介）令》第 19（5）条、38 条、47 条以及 49 条规定的人士提供。本报告并未打算提供给零售客户使用。在其他欧洲经济区国家，本报告向被其本国认定为专业投资者（或相当性质）的人士提供。

本报告由中国国际金融日本株式会社（“中金日本”）于日本提供，中金日本是在日本关东财务局（日本关东财务局长（金商）第 3235 号）注册并受日本法律监管的金融机构。本报告有关的投资产品和服务仅向符合日本《金融商品交易法》第 2 条 31 项所规定的专业投资者提供。本报告并未打算提供给日本非专业投资者使用。

本报告亦由中国国际金融股份有限公司向符合日本《金融商品交易法施行令》第 17 条第 3 款第 1 项及《金融商品交易法》第 58 条第 2 款但书前段所规定的日本金融机构提供。在该情形下，本报告有关的投资产品和服务仅向日本受监管的金融机构提供。

本报告将依据其他国家或地区的法律法规和监管要求于该国家或地区提供。

特别声明

在法律许可的情况下，中金公司可能与本报告中提及公司正在建立或争取建立业务关系或服务关系。因此，投资者应当考虑到中金公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。

与本报告所含具体公司相关的披露信息请访问 <https://research.cicc.com/footer/disclosures>，亦可参见近期已发布的关于该等公司的具体研究报告。

中金研究基本评级体系说明：

分析师采用相对评级体系，股票评级分为跑赢行业、中性、跑输行业（定义见下文）。

除了股票评级外，中金公司对覆盖行业的未来市场表现提供行业评级观点，行业评级分为超配、标配、低配（定义见下文）。

我们在此提醒您，中金公司对研究覆盖的股票不提供买入、卖出评级。跑赢行业、跑输行业不等同于买入、卖出。投资者应仔细阅读中金公司研究报告中的所有评级定义。请投资者仔细阅读研究报告全文，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠评级来推断结论。在任何情形下，评级（或研究观点）都不应被视为或作为投资建议。投资者买卖证券或其他金融产品的决定应基于自身实际具体情况（比如当前的持仓结构）及其他需要考虑的因素。

股票评级定义：

- 跑赢行业（OUTPERFORM）：未来 6~12 个月，分析师预计个股表现超过同期其所属的中金行业指数；
- 中性（NEUTRAL）：未来 6~12 个月，分析师预计个股表现与同期其所属的中金行业指数相比持平；
- 跑输行业（UNDERPERFORM）：未来 6~12 个月，分析师预计个股表现不及同期其所属的中金行业指数。

行业评级定义：

- 超配（OVERWEIGHT）：未来 6~12 个月，分析师预计某行业会跑赢大盘 10%以上；
- 标配（EQUAL-WEIGHT）：未来 6~12 个月，分析师预计某行业表现与大盘的关系在-10%与 10%之间；
- 低配（UNDERWEIGHT）：未来 6~12 个月，分析师预计某行业会跑输大盘 10%以上。

研究报告评级分布可从<https://research.cicc.com/footer/disclosures> 获悉。

本报告的版权仅为中金公司所有，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。

V190624
编辑：樊荣

北京

中国国际金融股份有限公司
中国北京建国门外大街1号
国贸写字楼2座28层
邮编: 100004
电话: (86-10) 6505 1166
传真: (86-10) 6505 1156

深圳

中国国际金融股份有限公司深圳分公司
深圳市福田区益田路5033号平安金融中心72层、
73层01A单元、74层0203单元
邮编: 518048
电话: (86-755) 8319-5000
传真: (86-755) 8319-9229

东京

中国国际金融日本株式会社
〒100-0005 東京都千代田区丸の内3丁目2番3
号 丸の内二重橋ビル21階
Tel: (+813) 3201 6388
Fax: (+813) 3201 6389

纽约

CICC US Securities, Inc
280 Park Ave, 32F,
New York, NY 10017, USA
Tel: (+1-646) 7948 800
Fax: (+1-646) 7948 801

伦敦

China International Capital Corporation (UK)
Limited
25th Floor, 125 Old Broad Street
London EC2N 1AR, United Kingdom
Tel: (+44-20) 7367 5718
Fax: (+44-20) 7367 5719

上海

中国国际金融股份有限公司上海分公司
上海市浦东新区陆家嘴环路1233号
汇亚大厦32层
邮编: 200120
电话: (86-21) 5879-6226
传真: (86-21) 5888-8976

香港

中国国际金融(国际)有限公司
香港中环港景街1号
国际金融中心第一期29楼
电话: (852) 2872-2000
传真: (852) 2872-2100

旧金山

CICC US Securities, Inc. San Francisco Branch
Office
One Embarcadero Center, Suite 2350,
San Francisco, CA 94111, USA
Tel: (+1) 415 493 4120
Fax: (+1) 628 203 8514

新加坡

China International Capital Corporation
(Singapore) Pte. Limited
6 Battery Road, #33-01
Singapore 049909
Tel: (+65) 6572 1999
Fax: (+65) 6327 1718

法兰克福

China International Capital Corporation (Europe)
GmbH
Neue Mainzer Straße 52-58, 60311
Frankfurt a.M, Germany
Tel: (+49-69) 24437 3560