

宏观深度报告 20251017

降准降息利好哪些权益资产？ ——多资产系列报告（二）

2025 年 10 月 17 日

证券分析师 芦哲

执业证书：S0600524110003

luzhe@dwzq.com.cn

证券分析师 刘子博

执业证书：S0600524120014

liuzb@dwzq.com.cn

在实体经济仍呈“供强需弱”、贸易摩擦不确定性有所提高、美联储货币宽松预期较为一致等因素影响下，2025 年四季度，国内仍有可能实施降准降息等货币政策宽松操作。在此背景下，我们需要回答一项关键问题——降准降息可能利好哪些权益资产？

■ **研究方法：**首先，我们梳理出自 2020 年 1 月至 2025 年 9 月，我国央行累计开展了 39 次货币政策宽松操作。

其次，我们选取若干适合 A 股市场的指标，借助“非线性概率”法，对 2025 年 10 月 9 日总市值不低于 100 亿元的 1897 只 A 股，逐年计算其“成长/价值”、“防御/周期”风格分类（追溯 15 年）。

最后，我们以历次货币政策宽松日期为 T 日，计算自 T-1 日至 T+1 日的 10 年期国债中债估值净价收盘价变动幅度、A 股主要个股区间收益。通过对比不同风格的样本个股跑赢同期债券表现的数量占比，衡量历史上的货币政策宽松曾经利好哪些 A 股资产。

■ **历史上哪些 A 股曾受益于降准降息？**

自 2020 年 1 月至 2025 年 9 月的历史数据显示：

（1）**货政宽松带来债市“走熊”时，股票表现可能相对更好。**无论是在 9 次“牛陡”期间，还是在 13 次“牛平”期间，样本 A 股跑赢同期 10 年期国债收益表现的数量占比均在 35% 以下。但在 12 次“熊陡”阶段，该比例高达 53.8%；在 5 次“熊平”阶段，该比例更是高达 66.2%。

（2）**防御股明显受益于货政宽松，但成长股的受益程度尚难准确判断。**防御股、偏防御股、偏周期股、周期股跑赢同期 10 年期国债收益表现的平均比例分别为 50.4%、49.6%、48.2%、47.6%，该数值呈单调递减趋势。但成长股、偏成长股、偏价值股、价值股跑赢同期 10 年期国债表现的平均比例分别为 48.3%、48.1%、48.4%、48.8%，数值较为接近。

（3）**当货政宽松带来债市“走熊”时，防御股仍有可能大比例跑输债券收益表现。**在 17 个货币政策宽松带来债市“走熊”的阶段，2020 年 4 月 20 日、2021 年 7 月 15 日、2023 年 9 月 15 日、2025 年 5 月 15 日四个时点均曾发生“过半防御股收益表现不及债券”的情况。理论上，当货币政策宽松推动利率下降时，DCF 模型中的贴现率下降、股价提高。此外，对于不同风格的股票而言，降准降息相对更有利于成长股的估值提升。

但根据本文的实际测算结果，在 DCF 模型中，与贴现率相比，投资人对企业未来利润的预期可能是更重要的输入变量。具体而言：

（1）如果货币宽松伴随着同期投资人对企业利润改善、经济复苏预期升温，那么在债券“走熊”的同时，增量资金流入权益市场，反而可能导致权益资产表现更好。

（2）成长股的估值及股价表现能否受到降准降息的直接利好是需要一定条件的。与之相比，业绩对经济周期相对并不敏感、盈利能力相对较强且波动较小、股价不常“大起大落”的防御股受货币政策宽松的利好相对更加明显。

（3）当货政宽松带来债市“走熊”时，如果权益市场对产业基本面及上市公司利润、现金流改善预期不明确，那么货币政策或难改变权益市场主线，防御股仍有可能大比例跑输同期债券表现。

■ **风险提示：**（1）样本 A 股的选取方法可能仍有待完善；（2）对样本 A 股进行风格分类时，统一取中位数为 0.5 测算 CVS 可能与事实略有偏差；（3）许多货币政策宽松操作在事前已经通过各类官方渠道进行过“吹

相关研究

《直接融资回暖、存款继续活化——
2025 年 9 月金融数据点评》

2025-10-15

《每周宏观经济和资产配置研判——
20251013》

2025-10-14

风”，仅评估最终落地前后的股、债市场表现可能导致分析不准；（4）对历史上“债熊”期间防御股股价表现跑输同期 10 年期国债收益表现的分析可能不够准确。

内容目录

1. 如何分析降准降息可能利好哪些权益资产？	6
2. 历史上哪些 A 股曾受益于降准降息？	9
2.1. 货政宽松带来债市“走熊”时，股票表现可能相对更好	9
2.2. 防御股明显受益于货政宽松，但成长股的受益程度尚难准确判断	10
2.3. 当货政宽松带来债市“走熊”时，防御股仍有可能大比例跑输债券收益表现	13
3. 风险提示	14

图表目录

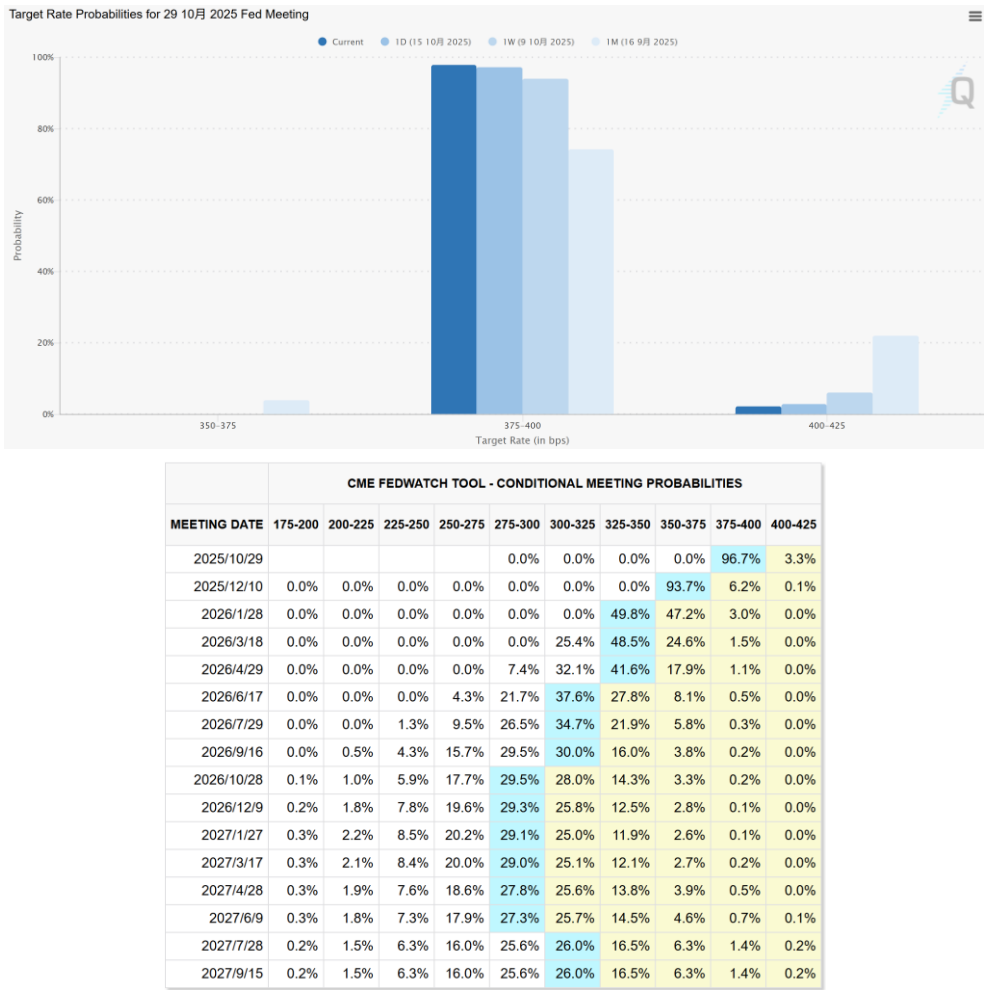
图 1: 近期美联储降息预期持续升温, 部分投资人预期未来 1 年或将降息超过 150BP.....	5
图 2: 富时罗素“非线性概率法”图示	7
表 1: 自 2020 年 1 月至 2025 年 9 月, 我国央行累计开展 39 次货币政策宽松操作.....	6
表 2: 当货政宽松带来债市“走熊”时, 股票表现可能相对更好	10
表 3: 自 2020 年以来, 货币政策宽松对提振防御股股价的作用相对更加明显.....	10
表 4: 按平均值衡量, 自 2020 年以来货币政策宽松对不同“成长/价格”风格股票的影响大体一致.....	11

2025 年 9 月 26 日，《学习时报》刊发全国政协经济委员会副主任尹艳林文章——《把握全方位扩大国内需求的重点》，文中提及：“货币政策方面，防止混淆总量平衡任务和结构调整要求，做好必要的政策工具区分，在当前情况下要更多发挥总量功能，尽快把降准降息要求落实到位，真正起到刺激投资和消费需求的作用。”

在国内实体经济仍呈“供强需弱”、贸易摩擦不确定性有所提高、美联储货币宽松预期较为一致等因素的共同影响下，2025 年四季度，国内仍有可能实施降准降息等货币政策宽松操作。

在此背景下，我们需要回答一项关键问题——降准降息可能利好哪些权益资产？

图1：近期美联储降息预期持续升温，部分投资人预期未来 1 年或将降息超过 150BP



数据来源：CME，东吴证券研究所

1. 如何分析降准降息可能利好哪些权益资产？

从方法论看：首先，我们梳理出自 2020 年 1 月至 2025 年 9 月，我国央行累计开展了 39 次货币政策宽松操作。

其次，我们对 A 股主要个股逐年进行“成长/价值”、“周期/防御”的风格分类。

最后，我们以历次货币政策宽松日期为 T 日，计算自 T-1 日（收盘价）至 T+1 日（收盘价）的 10 年期国债中债估值净价变动幅度、A 股主要个股区间收益。通过对比不同风格的样本个股跑赢同期债券表现的数量占比，衡量历史上的货币政策宽松曾经利好哪些 A 股资产。

表1：自 2020 年 1 月至 2025 年 9 月，我国央行累计开展 39 次货币政策宽松操作

序号	日期	货币政策宽松调整指标	调整幅度 (单位：%)	序号	日期	货币政策宽松调整指标	调整幅度 (单位：%)
1	2020-01-06	降准：大型机构	-0.50	22	2023-03-27	降准：大型机构	-0.25
	2020-01-06	降准：中小型机构	-0.50		2023-03-27	降准：中小型机构	-0.25
2	2020-02-03	调整 7 天逆回购利率	-0.10	23	2023-06-13	调整 7 天逆回购利率	-0.10
	2020-02-03	调整 14 天逆回购利率	-0.10	24	2023-06-15	调整 1 年期 MLF	-0.10
3	2020-02-17	调整 1 年期 MLF	-0.10	25	2023-06-20	调整 1 年期 LPR	-0.10
4	2020-02-20	调整 1 年期 LPR	-0.10		2023-06-20	调整 5 年期 LPR	-0.10
	2020-02-20	调整 5 年期 LPR	-0.05	26	2023-08-15	调整 7 天逆回购利率	-0.10
5	2020-03-30	调整 7 天逆回购利率	-0.20		2023-08-15	调整 1 年期 MLF	-0.15
6	2020-04-15	调整 1 年期 MLF	-0.20	27	2023-08-21	调整 1 年期 LPR	-0.10
	2020-04-15	降准：中小型机构	-0.50	28	2023-09-15	调整 14 天逆回购利率	-0.20
7	2020-04-20	调整 1 年期 LPR	-0.20		2023-09-15	降准：大型机构	-0.25
	2020-04-20	调整 5 年期 LPR	-0.10		2023-09-15	降准：中小型机构	-0.25
8	2020-05-15	降准：中小型机构	-0.50	29	2024-02-05	降准：大型机构	-0.50
9	2020-06-18	调整 14 天逆回购利率	-0.20		2024-02-05	降准：中小型机构	-0.50
10	2021-07-15	降准：大型机构	-0.50	30	2024-02-20	调整 5 年期 LPR	-0.25
	2021-07-15	降准：中小型机构	-0.50	31	2024-07-22	调整 1 年期 LPR	-0.10
11	2021-12-15	降准：大型机构	-0.50		2024-07-22	调整 5 年期 LPR	-0.10
	2021-12-15	降准：中小型机构	-0.50		2024-07-22	调整 7 天逆回购利率	-0.10
12	2021-12-20	调整 1 年期 LPR	-0.05	32	2024-07-25	调整 1 年期 MLF	-0.20
13	2022-01-17	调整 7 天逆回购利率	-0.10	33	2024-09-23	调整 14 天逆回购利率	-0.10
	2022-01-17	调整 1 年期 MLF	-0.10	34	2024-09-25	调整 1 年期 MLF	-0.30
14	2022-01-20	调整 1 年期 LPR	-0.10	35	2024-09-27	调整 14 天逆回购利率	-0.20
	2022-01-20	调整 5 年期 LPR	-0.05		2024-09-27	降准：大型机构	-0.50
15	2022-01-24	调整 14 天逆回购利率	-0.10		2024-09-27	降准：中小型机构	-0.50
16	2022-04-25	降准：大型机构	-0.25		2024-09-29	调整 7 天逆回购利率	-0.20
	2022-04-25	降准：中小型机构	-0.25	36	2024-10-21	调整 1 年期 LPR	-0.25
17	2022-05-20	调整 5 年期 LPR	-0.15		2024-10-21	调整 5 年期 LPR	-0.25
18	2022-08-15	调整 7 天逆回购利率	-0.10	37	2025-05-08	调整 7 天逆回购利率	-0.10

	2022-08-15	调整 1 年期 MLF	-0.10	38	2025-05-15	降准：大型机构	-0.50
19	2022-08-22	调整 1 年期 LPR	-0.05		2025-05-15	降准：中小型机构	-0.50
	2022-08-22	调整 5 年期 LPR	-0.15	39	2025-05-20	调整 1 年期 LPR	-0.10
20	2022-09-19	调整 14 天逆回购利率	-0.10		2025-05-20	调整 5 年期 LPR	-0.10
21	2022-12-05	降准：大型机构	-0.25				
	2022-12-05	降准：中小型机构	-0.25				

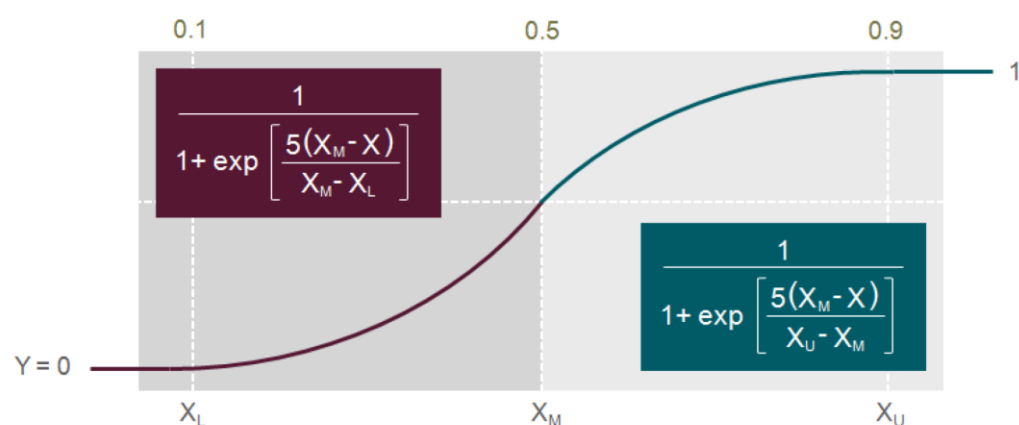
数据来源：中国人民银行，Wind，东吴证券研究所

注：统计起始月份之所以设为 2020 年 1 月，主要是综合考虑了我国逐步进入低利率时代、房地产行业经营环境近年剧烈变化、新冠疫情一度对各国经济产生明显冲击、A 股上市公司数据可得性等因素。

在富时罗素 (FTSE Russell) 对美股进行风格划分的过程中，其采用“非线性概率”方法将美股分别划分为成长型或价值型、防御型或周期型。具体而言，

- 区分成长型或价值型主要参考 3 个指标：账面价格比 (B/P)、I/B/E/S 预测中期增速 (未来 2 年)、每股对应销售收入历史增速 (过往 5 年)。
- 区分防御型或周期型主要参考 5 个指标：收益可变性、债务/权益比率、ROA、过去 52 周总回报波动率、过去 60 月总回报波动率。
- 以区分成长型或价值型为例，非线性概率法的具体步骤是：首先根据相关指标对个股计算得分 (CVS)，随后对低于一定分位数 (降序排列) 的完全归于成长型股票；高于一定分位数的完全归于价值型股票；介于中间的部分归于成长型、部分归于价值型，但总和等于 100%。

图2：富时罗素“非线性概率法”图示



X_L – Lower breakpoint 采用30%分位数

X_M – Median 中位数

X_U – Upper breakpoint 采用70%分位数

数据来源：富时罗素，东吴证券研究所

以富时罗素的风格分类方法为基础，我们选取若干适合 A 股市场的指标，借助“非线性概率”法，对 2025 年 10 月 9 日总市值不低于 100 亿元的 1897 只 A 股，逐年计算其“成长/价值”、“防御/周期”风格分类（追溯 15 年）。

➤ 区分成长型或价值型主要参考 2 个指标：①账面市值比（即“所有者权益/总市值”）、②每股营收过往 5 年年均增速，权重分别为 50%。其中，账面市值比越高，CVS 得分越高；每股营收过往 5 年年均增速越高，CVS 得分越低，最终加权平均 CVS 较高的归为价值股，较低的归为成长股。

与富时罗素的分类方法相比，我们删除了“对未来 2 年营收增速的预期”指标，主要是考虑到国内权益市场暂无做空机制，Wind 等提供的“上市公司营收增速预期”指标的参考价值仍有待进一步明确。

➤ 区分防御型或周期型主要参考 5 个指标：①收益可变性（公式表达为 $\frac{\text{过去 5 年季度“扣非后每股收益（TTM）”线性回归标准误}}{\text{过去 5 年季度“扣非后每股收益（TTM）”中位数}}$ ，其理论依据在于，如果 EPS 存在伴随时间变化而产生的趋势，那么这一趋势不应被视为 EPS 波动性的组成部分。此外需注意分母应大于 0）、②债务/权益比率、③ROA、④过去 1 年周度收益率波动率、⑤过去 5 年月度回报波动率。在权重方面，①②③合计权重占 50%，其中每个指标占 1/3；④⑤合计权重占 50%，其中每个指标占 1/2。

其中，①收益可变性、②债务/权益比率、④过去 1 年周度收益率波动率、⑤过去 5 年月度回报波动率对应数值越高，CVS 得分越低；③ROA 对应数值越低，CVS 得分越高；最终加权平均 CVS 较高的归为防御股，较低的归为周期股。

➤ 此外值得注意的还有：（1）在应用非线性概率法时，中位数取 0.5；剔除 5% 以下的小权重影响。

（2）本文聚焦于大中市值股的研究，因此统计范围仅包括 2025 年 10 月 9 日总市值不低于 100 亿元的 1897 只 A 股。经测算，自 2019 年至 2024 年，在历年年末，上述个股总市值占全部 A 股总市值的比例分别为 92.9%、93.0%、89.6%、92.4%、93.0%、98.5%，2025 年 9 月末对应比例为 96.8%，因此不难看出，上述样本对全部 A 股的代表性相对较好。

（3）衡量“股票表现跑赢同期 10 年期国债表现”的具体标准为，①若同期国债收益率下降，则统计股价上涨超过 10 年期国债估值净价上涨幅度 1 倍的个股；②若同期国债收益率上涨，则统计股价上涨的个股。以上均剔除异常值，即“股价涨幅/同期 10 年期国债估值净价涨幅”低于 10%分位数或高于 90%分位数的值。

2. 历史上哪些 A 股曾受益于降准降息？

通过历史数据分析，我们发现：

- 货政宽松带来债市“走熊”时，股票表现可能相对更好；
- 防御股明显受益于货政宽松，但成长股的受益程度尚难准确判断；
- 当货政宽松带来债市“走熊”时，防御股仍有可能大比例跑输债券收益表现。

理论上，当货币政策宽松推动利率下降时，DCF 模型中的贴现率下降有助于股价提高。对于不同风格的股票而言，降准降息相对更有利于成长股的估值提升。但根据本文的实际测算结果，在 DCF 模型中，与贴现率相比，投资人对企业未来利润的预期可能是更重要的输入变量。具体而言：

- 如果货币宽松伴随着同期投资人对企业利润改善、经济复苏预期升温，那么在债券“走熊”的同时，增量资金流入权益市场，反而可能导致权益资产表现更好。
- 成长股的估值及股价表现能否受到降准降息的直接利好是需要一定条件的。与之相比，业绩对经济周期相对并不敏感、盈利能力相对较强且波动较小、股价不常“大起大落”的防御股受货币政策宽松的利好相对更加明显。
- 当货政宽松带来债市“走熊”时，如果权益市场对产业基本面及上市公司利润、现金流改善预期不明确，那么货币政策或难改变权益市场主线，防御股仍有可能大比例跑输同期债券表现。

2.1. 货政宽松带来债市“走熊”时，股票表现可能相对更好

如果以 10 年期与 1 年期国债利差收窄或走阔作为衡量“平”“陡”的依据，那么自 2020 年 1 月至 2025 年 9 月，当货币政策宽松带来债券“走牛”时，无论是在 9 次“牛陡”期间，还是在 13 次“牛平”期间，样本 A 股跑赢同期 10 年期国债收益表现的数量占比均在 35% 以下。

但当货币政策宽松带来债券“走熊”时，在 12 次“熊陡”阶段，跑赢同期 10 年期国债收益表现的样本 A 股占比高达 53.8%，在 5 次“熊平”阶段，该比例更是高达 66.2%。虽然“熊平”阶段受 2024 年“924”行情期间 2 次“熊平”的数据影响较大，但即使剔除 2024 年“924”行情后，“熊平”阶段对应的该比例依然接近 50%，明显高于债券“走牛”时的相关表现。

表2：当货政宽松带来债市“走熊”时，股票表现可能相对更好

利率时期划分	成长股	偏成长股	偏价值股	价值股	防御股	偏防御股	偏周期股	周期股	总计
牛陡	32.0%	34.0%	34.8%	35.2%	35.4%	35.1%	33.5%	33.4%	30.8%
牛平	40.6%	39.5%	38.8%	38.8%	40.3%	38.9%	38.9%	39.6%	34.4%
熊陡	58.3%	57.5%	57.8%	58.8%	63.5%	62.2%	57.7%	54.9%	53.8%
熊平（不含 2024 年“924”时期）	57.9%	57.9%	60.4%	60.5%	55.1%	56.8%	60.4%	62.5%	46.6%
熊平（含 2024 年“924”时期）	73.8%	73.5%	75.4%	75.5%	71.9%	73.3%	75.9%	76.8%	66.2%

数据来源：中国人民银行，Wind，东吴证券研究所

2.2. 防御股明显受益于货政宽松，但成长股的受益程度尚难准确判断

自 2020 年 1 月至 2025 年 9 月，我国央行累计开展了 39 次货币政策宽松操作，从不同风格的股票表现看：

- 防御股、偏防御股、偏周期股、周期股跑赢同期 10 年期国债收益表现的平均比例分别为 50.4%、49.6%、48.2%、47.6%。该数值呈单调递减趋势，反映出业绩对经济周期相对并不敏感、盈利能力相对较强且波动较小、股价不常“大起大落”的防御股受货币政策宽松的利好较周期股更加明显。
- 成长股、偏成长股、偏价值股、价值股跑赢同期 10 年期国债表现的平均比例分别为 48.3%、48.1%、48.4%、48.8%，中位数比例分别为 52.4%、53.3%、46.5%、47.6%。严格来讲，成长股的受益程度尚难准确判断。

表3：自 2020 年以来，货币政策宽松对提振防御股股价的作用相对更加明显

日期	货币政策宽松操作	操作分类	股票表现跑赢同期 10 年期国债表现的数量占比					
			防御股	偏防御股	偏周期股	周期股	无数据	总计
平均值			50.4%	49.6%	48.2%	47.6%	35.1%	43.6%
中位值			52.4%	53.3%	46.5%	47.6%	28.5%	40.3%
2021/12/20	下调 LPR：1 年期 5BP	下调 LPR	3.3%	3.0%	3.0%	2.1%	3.5%	3.1%
2023/8/21	下调 LPR：1 年期 10BP		31.3%	34.0%	35.0%	28.3%	27.3%	29.8%
2022/5/20	下调 LPR：5 年期 15BP		77.2%	73.8%	66.0%	67.5%	50.4%	63.8%
2024/2/20	下调 LPR：5 年期 25BP		63.9%	58.9%	66.1%	67.6%	59.3%	63.4%
2020/2/20	下调 LPR：1 年期 10BP、5 年期 5BP		87.8%	83.7%	84.4%	85.2%	37.5%	64.4%
2020/4/20	下调 LPR：1 年期 20BP、5 年期 10BP		35.6%	31.1%	33.6%	42.7%	22.7%	30.9%
2022/1/20	下调 LPR：1 年期 10BP、5 年期 5BP		22.8%	15.4%	18.1%	16.8%	10.2%	15.8%
2022/8/22	下调 LPR：1 年期 5BP、5 年期 15BP		56.8%	55.0%	60.4%	59.5%	37.4%	50.4%
2023/6/20	下调 LPR：1 年期、5 年期 各 10BP		12.9%	16.4%	19.1%	15.9%	14.3%	14.9%
2024/10/21	下调 LPR：1 年期、5 年期 各 25BP		68.5%	78.5%	78.8%	78.3%	65.1%	72.0%
2025/5/20	下调 LPR：1 年期、5 年期 各 10BP		64.7%	54.6%	46.0%	47.6%	41.2%	51.5%
2020/2/17	下调 MLF：1 年期 10BP	下调 MLF	85.0%	92.6%	95.1%	96.3%	46.2%	71.4%
2023/6/15	下调 MLF：1 年期 10BP		65.5%	80.5%	76.4%	76.7%	56.4%	67.8%

2024/7/25	下调 MLF：1 年期 20BP		71.4%	79.8%	80.0%	76.3%	61.9%	71.5%
2024/9/25	下调 MLF：1 年期 30BP		95.0%	96.3%	98.2%	96.5%	87.5%	93.7%
2023/6/13	下调逆回购利率：7 天 10BP	下调 逆回购利 率	45.8%	47.8%	46.5%	43.4%	38.5%	43.1%
2025/5/8	下调逆回购利率：7 天 10BP		44.7%	28.4%	27.0%	25.0%	28.5%	31.9%
2020/3/30	下调逆回购利率：7 天 20BP		28.2%	20.0%	23.8%	15.1%	10.0%	16.4%
2020/6/18	下调逆回购利率：14 天 20BP		52.4%	53.3%	46.7%	46.7%	22.0%	37.4%
2022/1/24	下调逆回购利率：14 天 10BP		5.8%	12.1%	10.4%	16.8%	13.0%	12.0%
2022/9/19	下调逆回购利率：14 天 10BP		36.5%	37.6%	34.0%	49.8%	24.5%	35.1%
2024/9/23	下调逆回购利率：14 天 10BP		96.3%	97.5%	93.9%	93.8%	84.1%	92.1%
2020/2/3	下调逆回购利率：7 天、14 天各 10BP		69.5%	53.3%	45.1%	31.1%	28.3%	40.3%
2022/1/17	下调逆回购利率：7 天 10BP 下调 MLF：1 年期 10BP	下调 逆回购利 率 及其他	64.9%	63.1%	61.8%	63.5%	43.5%	56.2%
2022/8/15	下调逆回购利率：7 天 10BP 下调 MLF：1 年期 10BP		33.3%	36.2%	40.3%	54.4%	31.8%	38.5%
2023/8/15	下调逆回购利率：7 天 10BP 下调 MLF：1 年期 15BP		28.4%	15.7%	14.0%	12.9%	16.0%	18.2%
2024/7/22	下调逆回购利率：7 天 10BP 下调 LPR：1 年期、5 年期 各 10BP		7.5%	11.7%	6.7%	13.6%	11.2%	10.5%
2020/1/6	降准：大型机构、中小型机构 各 50BP	降准	53.4%	65.2%	57.4%	51.4%	23.5%	40.8%
2021/7/15	降准：大型机构、中小型机构 各 50BP		44.7%	46.7%	52.6%	48.6%	23.1%	37.5%
2021/12/15	降准：大型机构、中小型机构 各 50BP		63.0%	65.2%	62.2%	50.5%	33.4%	48.3%
2022/4/25	降准：大型机构、中小型机构 各 25BP		5.4%	2.7%	3.5%	1.1%	2.6%	3.0%
2022/12/5	降准：大型机构、中小型机构 各 25BP		70.2%	71.8%	61.8%	63.3%	42.3%	57.7%
2023/3/27	降准：大型机构、中小型机构 各 25BP		30.4%	25.8%	22.9%	25.7%	18.6%	24.5%
2024/2/5	降准：大型机构、中小型机构 各 50BP		84.9%	66.9%	57.0%	46.2%	49.3%	60.4%
2025/5/15	降准：大型机构、中小型机构 各 50BP		23.0%	18.0%	14.9%	18.4%	24.1%	20.7%
2020/5/15	降准：中小型机构 50BP		53.4%	49.6%	51.6%	39.0%	21.1%	35.6%
2023/9/15	降准：大型机构、中小型机构 各 25BP 下调逆回购利率：14 天 20BP	降准及其 他	46.4%	54.7%	43.9%	54.2%	45.7%	48.7%
2024/9/27&29	降准：大型机构、中小型机构 各 50BP 下调逆回购利率：7 天、14 天 各 20BP		99.0%	100.0%	100.0%	100.0%	92.4%	97.6%
2020/4/15	降准：中小型机构 50BP 下调 MLF：1 年期 20BP		35.4%	37.8%	40.2%	36.3%	21.6%	29.9%

数据来源：中国人民银行，Wind，东吴证券研究所

表4：按平均值衡量，自 2020 年以来货币政策宽松对不同“成长/价格”风格股票的影响大体一致

日期	货币政策宽松操作	操作分类	股票表现跑赢同期 10 年期国债表现的数量占比					
			成长股	偏成长股	偏价值股	价值股	无数据	总计
平均值			48.3%	48.1%	48.4%	48.8%	16.7%	43.6%
中位数			52.4%	53.3%	46.5%	47.6%	28.5%	40.3%
2021/12/20	下调 LPR：1 年期 5BP	下调 LPR	3.4%	3.8%	2.3%	3.9%	1.5%	3.1%

2023/8/21	下调 LPR: 1 年期 10BP		24.7%	30.5%	36.5%	34.2%	24.1%	29.8%
2022/5/20	下调 LPR: 5 年期 15BP		69.3%	66.5%	70.0%	74.5%	24.4%	63.8%
2024/2/20	下调 LPR: 5 年期 25BP		61.5%	60.2%	66.7%	69.0%	32.6%	63.4%
2020/2/20	下调 LPR: 1 年期 10BP、5 年期 5BP		83.2%	86.5%	80.9%	87.8%	2.3%	64.4%
2020/4/20	下调 LPR: 1 年期 20BP、5 年期 10BP		43.2%	45.1%	37.6%	35.1%	4.6%	30.9%
2022/1/20	下调 LPR: 1 年期 10BP、5 年期 5BP		18.1%	15.8%	14.2%	20.8%	1.7%	15.8%
2022/8/22	下调 LPR: 1 年期 5BP、5 年期 15BP		56.1%	50.7%	59.5%	56.5%	20.0%	50.4%
2023/6/20	下调 LPR: 1 年期、5 年期 各 10BP		17.6%	19.2%	19.3%	12.4%	5.6%	14.9%
2024/10/21	下调 LPR: 1 年期、5 年期 各 25BP		76.2%	79.6%	75.7%	68.1%	39.5%	72.0%
2025/5/20	下调 LPR: 1 年期、5 年期 各 10BP		51.0%	49.8%	46.4%	56.0%	19.4%	51.5%
2020/2/17	下调 MLF: 1 年期 10BP	下调 MLF	91.1%	91.7%	91.3%	94.4%	8.0%	71.4%
2023/6/15	下调 MLF: 1 年期 10BP		78.5%	73.9%	66.5%	67.0%	29.7%	67.8%
2024/7/25	下调 MLF: 1 年期 20BP		71.5%	76.0%	77.0%	73.1%	33.7%	71.5%
2024/9/25	下调 MLF: 1 年期 30BP		95.2%	94.6%	95.9%	96.6%	50.0%	93.7%
2023/6/13	下调逆回购利率: 7 天 10BP	下调 逆回购利 率	45.6%	51.2%	49.7%	40.6%	28.2%	43.1%
2025/5/8	下调逆回购利率: 7 天 10BP		31.8%	30.4%	27.6%	34.9%	13.9%	31.9%
2020/3/30	下调逆回购利率: 7 天 20BP		25.5%	23.8%	17.3%	18.2%	1.3%	16.4%
2020/6/18	下调逆回购利率: 14 天 20BP		44.2%	46.6%	49.7%	52.3%	4.6%	37.4%
2022/1/24	下调逆回购利率: 14 天 10BP		22.4%	12.3%	10.5%	5.2%	5.4%	12.0%
2022/9/19	下调逆回购利率: 14 天 10BP		40.7%	42.9%	36.8%	36.4%	14.6%	35.1%
2024/9/23	下调逆回购利率: 14 天 10BP		92.1%	93.7%	94.1%	96.8%	45.3%	92.1%
2020/2/3	下调逆回购利率: 7 天、14 天各 10BP		58.9%	49.7%	48.6%	45.8%	6.8%	40.3%
2022/1/17	下调逆回购利率: 7 天 10BP 下调 MLF: 1 年期 10BP	下调 逆回购利 率 及其他	63.1%	58.1%	58.4%	67.3%	16.6%	56.2%
2022/8/15	下调逆回购利率: 7 天 10BP 下调 MLF: 1 年期 10BP		44.4%	46.8%	50.0%	35.8%	19.3%	38.5%
2023/8/15	下调逆回购利率: 7 天 10BP 下调 MLF: 1 年期 15BP		12.4%	16.3%	19.3%	27.5%	7.7%	18.2%
2024/7/22	下调逆回购利率: 7 天 10BP 下调 LPR: 1 年期、5 年期 各 10BP		9.8%	11.3%	9.5%	11.8%	5.8%	10.5%
2020/1/6	降准: 大型机构、中小型机构 各 50BP	降准	47.9%	52.8%	58.4%	57.0%	3.4%	40.8%
2021/7/15	降准: 大型机构、中小型机构 各 50BP		39.3%	36.8%	52.3%	52.0%	9.2%	37.5%
2021/12/15	降准: 大型机构、中小型机构 各 50BP		41.4%	55.5%	67.4%	68.1%	18.9%	48.3%
2022/4/25	降准: 大型机构、中小型机构 各 25BP		4.2%	3.9%	2.1%	2.5%	1.4%	3.0%
2022/12/5	降准: 大型机构、中小型机构 各 25BP		55.3%	62.1%	62.1%	71.1%	28.8%	57.7%
2023/3/27	降准: 大型机构、中小型机构 各 25BP		29.1%	30.5%	25.4%	22.9%	7.7%	24.5%
2024/2/5	降准: 大型机构、中小型机构 各 50BP		66.7%	54.8%	56.8%	63.9%	5.8%	60.4%
2025/5/15	降准: 大型机构、中小型机构 各 50BP		21.8%	22.3%	22.2%	18.6%	16.7%	20.7%
2020/5/15	降准: 中小型机构 50BP		45.6%	43.5%	46.8%	46.9%	4.6%	35.6%

2023/9/15	降准：大型机构、中小型机构 各 25BP 下调逆回购利率：14 天 20BP	降准及其他	56.0%	54.2%	47.2%	46.1%	29.2%	48.7%
2024/9/27&29	降准：大型机构、中小型机构 各 50BP 下调逆回购利率：7 天、14 天 各 20BP		100.0%	99.5%	100.0%	99.3%	53.5%	97.6%
2020/4/15	降准：中小型机构 50BP 下调 MLF：1 年期 20BP		45.6%	33.7%	35.8%	33.6%	5.1%	29.9%

数据来源：中国人民银行，Wind，东吴证券研究所

2.3. 当货政宽松带来债市“走熊”时，防御股仍有可能大比例跑输债券收益表现

自 2020 年 1 月至 2025 年 9 月，在 17 次降准降息带来同期债市“走熊”时，有 13 次发生了超过半数防御股股价表现超过同期 10 年期国债收益表现的情形，但在 2020 年 4 月 20 日、2021 年 7 月 15 日、2023 年 9 月 15 日、2025 年 5 月 15 日四个时点，超过 50%的防御股收益表现反而不及债券。究其原因，上述时点均曾出现权益市场对产业基本面及上市公司利润、现金流改善预期不明确，货币政策难以改变权益市场主线的情形。细分来看：

- **2020 年 4 月 20 日：**虽然下调 LPR 被视为有效缓解企业付息压力的重要措施，但新冠疫情仍是当时主导金融市场走势的关键因素，债市反映了政策持续提振经济表现的预期，但股市对企业利润、消费需求、出口订单等盈利指标、需求段指标的关注度相对更高，在风险偏好相对较低的背景下，A 股对下调 LPR 的反映较为温和。
- **2021 年 7 月 15 日：**受当年 6 月金融数据超预期影响，部分债券投资人认为“社融已触及年内低点”，结合降准推动金融部门加大力度支持实体经济、上年同期低基数等因素分析，下半年经济形势好转的预期导致债市“走熊”。但对于权益市场而言，教培行业、互联网行业等行业的监管收紧预期压制了市场情绪与风险偏好，货币政策宽松并未传导为同期 A 股市场的整体明显上涨。

此外，虽然降准的实际落地日期为 7 月 15 日，但央行早在 7 月 9 日晚间便已官宣相关信息，自 7 月 9 日（周五）至 7 月 12 日（周一）收盘，Wind 全 A 指数上涨 1.54%，因此在 7 月 15 日之前，权益市场可能已经消化了降准预期带来的大部分影响。

- **2023 年 9 月 15 日：**对债市而言，受稳汇率压力凸显、信贷投放力度加大、新增专项债加快发行收尾工作、“一揽子化债”政策或将带来大量地方债净融资等因素影响，资金面边际有所收敛；同时，降低房贷利率、降低首付比例以及推出“认房不认贷”等地产领域优化政策相继推出，经济复苏预期升温，债市陷入震荡调整。

与此同时，股市面临国内外宏观环境的双重影响，海外加息预期、美股调整压

力、拜登政府“出口禁令”等因素频频扰动，国内碧桂园等大型民营房企的出险趋势仍未得到有效控制，产业基本面预期未能得到有效好转。因此降准、下调逆回购利率等货币政策宽松措施未能影响期间 A 股市场的主线走势。

- **2025 年 5 月 15 日：**降准被视为配合政府债券净供给大幅提高的政策操作。对债市而言，在市场整体陷入“低利率”的环境下，供给担忧成为新的短期扰动因素，市场整体“走熊”。对股市而言，由于 2025 年新增地方债限额用于隐债置换、拖欠款置换、闲置土地收储等预期不形成实物工作量的比例有所提高，因此增量政府债券供给并未被视为能够直接拉动需求、帮助企业业绩快速改善的重要措施，股市对降准的反映较为温和。

3. 风险提示

- (1) 样本 A 股的选取方法可能仍有待完善；
- (2) 对样本 A 股进行风格分类时，统一取中位数为 0.5 测算 CVS 可能与事实略有偏差；
- (3) 许多货币政策宽松操作在事前已经通过各类官方渠道进行过“吹风”，仅评估最终落地前后的股、债市场表现可能导致分析不准；
- (4) 对历史上“债熊”期间防御股股价表现跑输同期 10 年期国债收益表现的分析可能不够准确。

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的），北交所基准指数为北证 50 指数），具体如下：

公司投资评级：

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15%以上；

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5%与 15%之间；

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-5%与 5%之间；

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-15%与-5%之间；

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在-15%以下。

行业投资评级：

增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于基准 5%以上；

中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对基准-5%与 5%；

减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于基准 5%以上。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议。投资者买入或者卖出证券的决定应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>