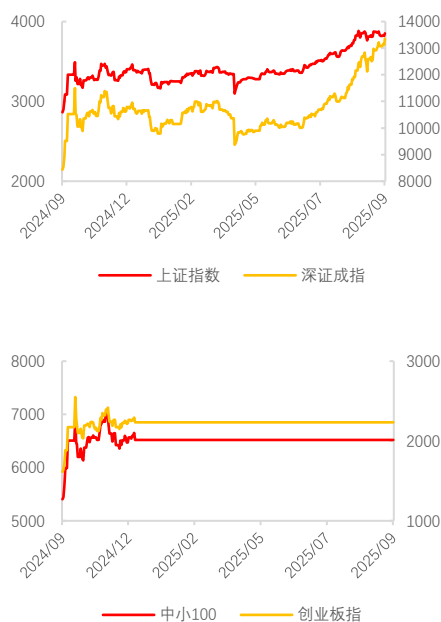


大盘指数



资料来源：聚源，中邮证券研究所

研究所

分析师：黄子莹
SAC 登记编号：S1340523090002
Email: huangziyin@cnpsec.com

近期研究报告

《波动降低后是更好的参与时机》 -
2025.09.15

策略观点

降息交易(1)：降息之后的资产定价机制

● 投资要点

美国联邦基金期货市场对美联储有着极强的降息预期。根据计算得到的预期利率变动，美国联邦基金期货市场的交易员们认为美联储将在未来 6 个月降息 85bp，在未来 12 个月降息 125bp。在美联储 9 月议息会议宣布降息 25bp 后，交易员们对未来美联储的政策路径预期并没有发生改变，此前的预期是 6 个月降息 110bp 和 12 个月降息 150bp，可以认为美联储的本次降息幅度完全在市场的预期内，并且美联储主席鲍威尔在会后的讲话也并未改变市场预期。按照目前的市场预期，2026 年底的美国联邦基金利率将至少下行至 3.0%，这一预期水平明显低于美联储点阵图 3.375% 的中枢水平，并且在如图 3 所示的 9 月经济预测摘要中仅有两位理事投票认为 2026 年底的联邦基金利率应当低于 3%，也就意味着美国的固收交易员们目前对长期降息路径的预期极端乐观。

在美联储开始初次降息后，海内外各类资产的定价逻辑会发生明显变化，从降息之前的单纯乐观定价降息预期转向更为多元的复合定价。目前美国交易员对于未来 6 个月降息 110bp 和 12 个月降息 150bp 各径预期显然比美联储心目中的基准降息路径要激进许多，在美国经济不出现大幅放缓的基准情形下，隐含联邦基金利率回升的可能性更大，从历史上来看这是有利于美股上涨的。

中国股市方面，美联储降息对 A 股中成长股结构性行情更多是“搭台”，能否唱好这出戏更多还要看是否能有政策扳机的出现。由于当前正处在“十四五”的收官之年，政策刺激或将要等待“十五五”的总规划落地，但国内 AI 产业趋势的新进展成功弥补了政策的缺位，A 股的成长风格结构性行情仍未结束。港股对国际流动性更为敏感，当前和 2007 年 A 股本身牛市港股在降息后追涨的剧本更为相似，看好港股在月度能较 A 股获得超额收益。

黄金转向震荡格局居多，降息影响弱化，上涨节奏将由风险事件决定。在初次降息之前黄金和预期利率变动有着明确稳定的负相关性，即对未来降息预期加深则黄金进入上涨通道。在初次降息之后这种强负相关性被打破，由以利率定价为主导转向更多元的混合定价阶段。但这并不意味着黄金的牛市会就此终结，更有可能的是转向由全球政治和地缘冲突定价的“风险厌恶模式”，当前美国政府停摆、中东擦枪走火可能性增大、俄乌战争难以调停的大背景下，年内仍有较大可能出现促使全球市场避险情绪上行的风险时间，黄金仍有机会。

● 风险提示：

统计存在误差、市场学习效应等

目录

1 如何量化市场预期和美联储指引之间的预期差？	5
1.1 如何衡量市场对美联储降息的预期？	5
1.2 降息预期动能显示当前市场对降息的急迫期待	6
1.3 预期路径显示市场认为降息节奏前快后慢	7
2 历史回溯：从预期交易到验证交易的资产表现规律.....	8
2.1 美股：从对降息的乐观期待转向注重基本面的混合博弈.....	8
2.2 黄金：转向震荡格局居多，降息影响弱化	12
2.3 中国股市：外生流动性助力，内生动力主导	14
2.4 大宗商品：需求预期主导，降息影响分化	16
3 A股结构性机会：风格与行业的降息定价机制.....	17
3.1 风格视角：成长与小盘是否受益于分母下行？	17
3.2 行业视角：哪些行业真正受益于降息逻辑？	20
4 投资建议.....	23
5 风险提示.....	24

图表目录

图表 1: 隐含联邦基金利率和预期利率变动 (6M)	5
图表 2: 隐含联邦基金利率和预期利率变动 (12M)	5
图表 3: 美联储 9 月经济预测摘要点阵图	6
图表 4: 美国联邦基金期货市场对未来 6 个月和 12 个月的预期利率变动	7
图表 5: 未来 6 个月和 12 个月的预期利率变动及期限利差	8
图表 6: 美国道琼斯指数在初次降息前后的走势表现	9
图表 7: 美国标普 500 指数在初次降息前后的走势表现	9
图表 8: 美国纳斯达克指数在初次降息前后的走势表现	9
图表 9: 1995 年降息前后预期利率变动与标普 500 指数	10
图表 10: 1998 年降息前后预期利率变动与标普 500 指数	10
图表 11: 2001 年降息前后预期利率变动与标普 500 指数	11
图表 12: 2007 年降息前后预期利率变动与标普 500 指数	11
图表 13: 2019 年降息前后预期利率变动与标普 500 指数	11
图表 14: 2024 年降息前后预期利率变动与标普 500 指数	11
图表 15: 伦敦金现货在初次降息前后的走势表现	12
图表 16: 1995 年降息前后预期利率变动与伦敦金现货	13
图表 17: 1998 年降息前后预期利率变动与伦敦金现货	13
图表 18: 2001 年降息前后预期利率变动与伦敦金现货	13
图表 19: 2007 年降息前后预期利率变动与伦敦金现货	13
图表 20: 2019 年降息前后预期利率变动与伦敦金现货	14
图表 21: 2024 年降息前后预期利率变动与伦敦金现货	14
图表 22: 恒生指数在初次降息前后的走势表现	14
图表 23: 2007 年降息前后恒生指数和万得全 A 指数	15
图表 24: 2024 年降息前后恒生指数和万得全 A 指数	15
图表 25: 万得全 A 指数在初次降息前后的走势表现	16
图表 26: LME 铜在初次降息前后的走势表现	16
图表 27: 布伦特原油在初次降息前后的走势表现	16
图表 28: 降息对大宗商品的影响路径	17
图表 29: 成长风格/万得全 A 与降息预期	18
图表 30: 中证 1000/上证 50 与降息预期	18
图表 31: 2007 年降息周期成长风格指数及万得全 A	19
图表 32: 2019 年降息周期成长风格指数及万得全 A	19
图表 33: 2024 年降息周期成长风格指数及万得全 A	19
图表 34: 2019 年降息周期创新药及成长风格	20
图表 35: 2024 年降息周期创新药及成长风格	20

图表 36: 2019 年降息周期 CRO 及成长风格.....	21
图表 37: 2019 年降息周期 CRO 及成长风格.....	21
图表 38: 2019 年降息周期半导体及成长风格.....	21
图表 39: 2024 年降息周期半导体及成长风格.....	21
图表 40: 2019 年降息周期出海指数及万得全 A	22
图表 41: 2024 年降息周期出海指数及万得全 A	22
图表 42: 2019 年降息周期航空运输指数及万得全 A	22
图表 43: 2019 年降息周期造纸指数及万得全 A	22
图表 44: 2024 年降息周期航空运输指数及万得全 A	23
图表 45: 2024 年降息周期造纸指数及万得全 A	23

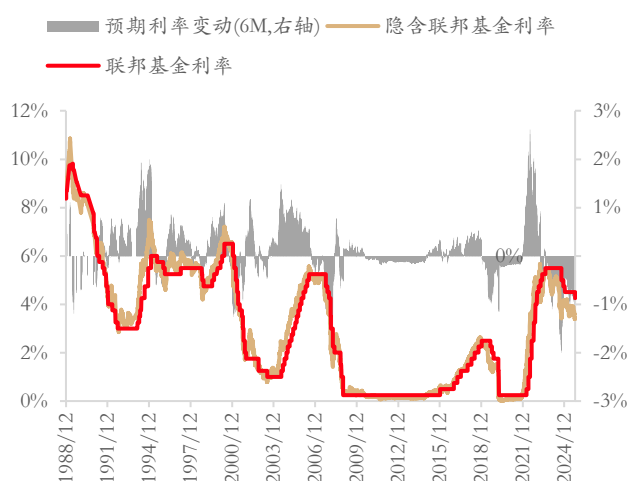
1 如何量化市场预期和美联储指引之间的预期差？

1.1 如何衡量市场对美联储降息的预期？

在进一步讨论美联储降息对大类资产和 A 股的影响之前，需要明确一个技术上的细节，即“当我们在讨论美联储降息时，究竟是在讨论降息预期的影响还是降息事实的影响？”，在不同的时间维度上侧重预期交易和事实交易可能会指向截然不同的投资策略。

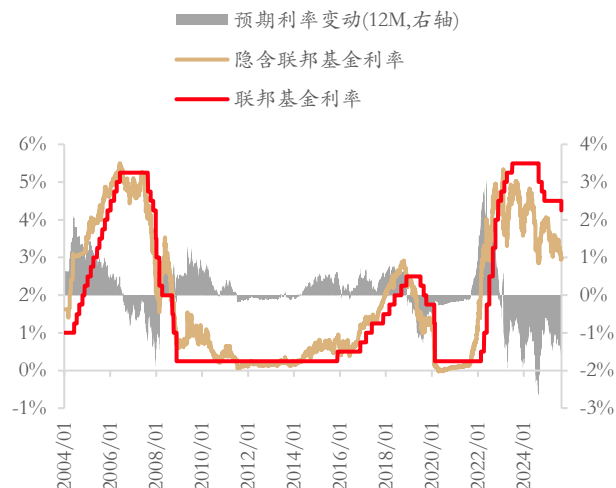
既然要探讨美联储降息的预期交易，就需要构建一个能够代表市场对美联储降息预期的指标。在此使用拟制联邦基金利率期货的方法来衡量市场对美联储降息的预期，即市场交易得到的未来联邦基金利率与目前美联储公布的联邦基金利率之间的代表市场对未来政策利率变动方向和步长的预期。如图 1-2 所示为计算得到的 6 个月和 12 个月预期降息幅度，由此就能够得到一个衡量市场对美联储降息预期的时间序列。在此构建一个美联储降息预期时序的意义在于让分析工作更直观，也提供了一个进行定量分析的基础，不再需要去查看 FOMC 观测工具和回溯离散的扰动事件。

图表1：隐含联邦基金利率和预期利率变动（6M）



资料来源：Wind，中邮证券研究所

图表2：隐含联邦基金利率和预期利率变动（12M）

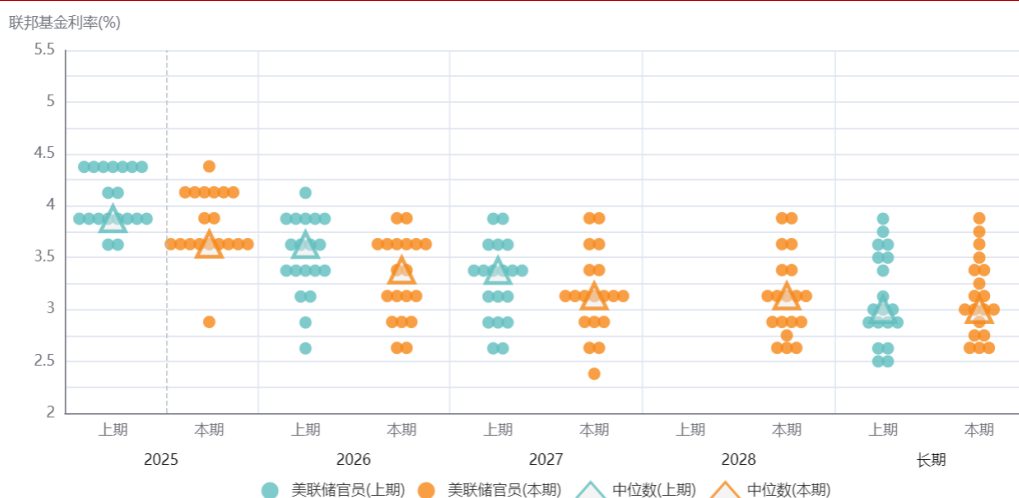


资料来源：Wind，中邮证券研究所

从绝对水平来看，美国联邦基金期货市场对美联储有着极强的降息预期。根据计算得到的预期利率变动，美国联邦基金期货市场的交易员们认为美联储将在未来 6 个月降息 85bp，在未来 12 个月降息 125bp。在美联储 9 月议息会议宣布

降息 25bp 后，交易员们对未来美联储的政策路径预期并没有发生改变，此前的预期是 6 个月降息 110bp 和 12 个月降息 150bp，可以认为美联储的本次降息幅度完全在市场的预期内，并且美联储主席鲍威尔在会后的讲话也并未改变市场预期。按照目前的市场预期，2026 年底的美国联邦基金利率将至少下行至 3.0%，这一预期水平明显低于美联储点阵图 3.375% 的中枢水平，并且在如图 3 所示的 9 月经济预测摘要中仅有两位理事投票认为 2026 年底的联邦基金利率应当低于 3%，也就意味着美国的固收交易员们目前对长期降息路径的预期极端乐观。

图表3：美联储 9 月经济预测摘要点阵图



资料来源：美联储，中邮证券研究所

1.2 降息预期动能显示当前市场对降息的急迫期待

对于预期交易而言，更重要的是降息预期的斜率变化，这更能体现市场对降息交易的情绪演变。为了方便进行分析，不妨对预期利率变动进行滤波处理，这样可以消除高频金融时序数据的噪音，得到一个更直接的趋势项数据。如图 4 所示为美国联邦基金期货市场对未来 6 个月和 12 个月的预期利率变动情况，由此可以更直观地感受历次降息之前的美国市场对降息预期的饱满程度。

图表4：美国联邦基金期货市场对未来6个月和12个月的预期利率变动


资料来源：Bloomberg, 中邮证券研究所

基于以上的数据处理，可以发现本次降息交易和以往的特殊性。一方面自2023年1月预期利率变动有正转负以来，降息预期已经持续32个月，在此期间市场对美联储降息的预期反复大幅波动，这在历史上是没有先例的；另一方面本次降息周期中市场对降息力度的预期要远大于其他降息周期，未来6个月降息预期极值一度达150bp，未来12个月降息预期一度达200bp，市场对降息的急迫期待远胜以往降息周期。

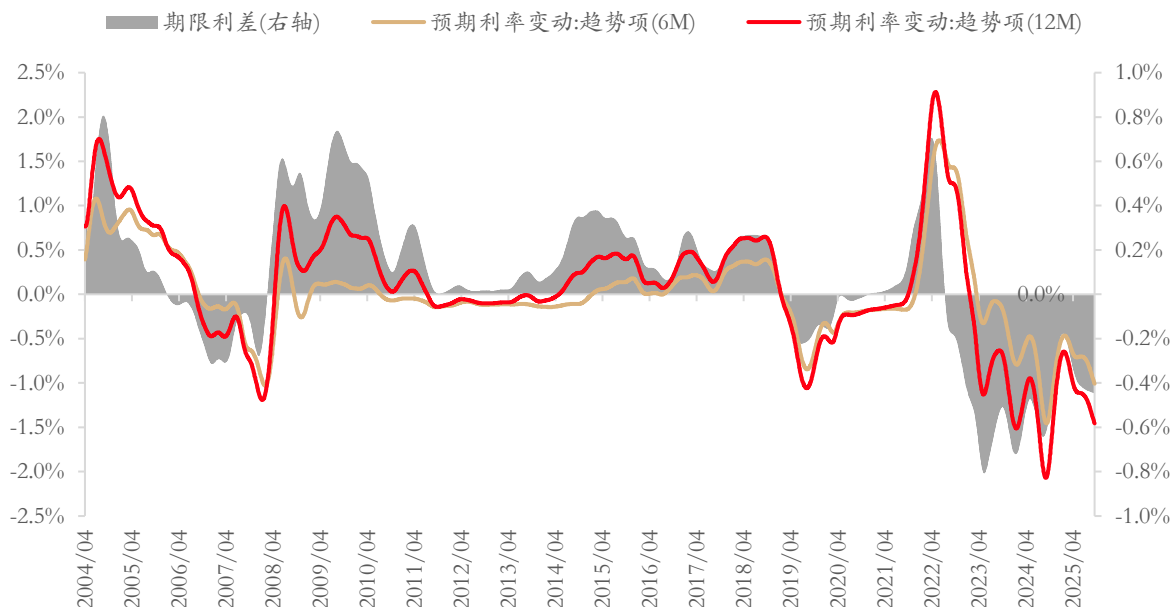
1.3 预期路径显示市场认为降息节奏前快后慢

除了市场对降息预期的动能外，另一个值得研究的点在于市场预期的降息路径。由于可以针对不同的时间截面计算预期利率变动，便可得到市场对未来美联储降息路径的预期，这也就提供了一个观察资产价格与美联储降息预期之间的视角，预期的降息节奏也可能是主导市场价格反应机制的一个关键变量。

如图5所示为市场对未来6个月和12个月的预期利率变动及它们之间的期限利差，可以用来刻画市场对美联储降息路径的预期。当前预期利率之间的期限利差为-0.45%，大概为两次降息步长，也就是认为美联储将持续大幅度降息，但在降息节奏上会偏向于先快后慢。在2023年1月市场对美联储的利率政策预期从加息转向降息后，目前是四次降息预期强化过程中期限利差最大的（即预期美

联储的降息节奏将放慢更多)，这在相当程度上也反应了市场对长期通胀顽固的担忧。

图表5：未来6个月和12个月的预期利率变动及期限利差



资料来源：Bloomberg, 中邮证券研究所

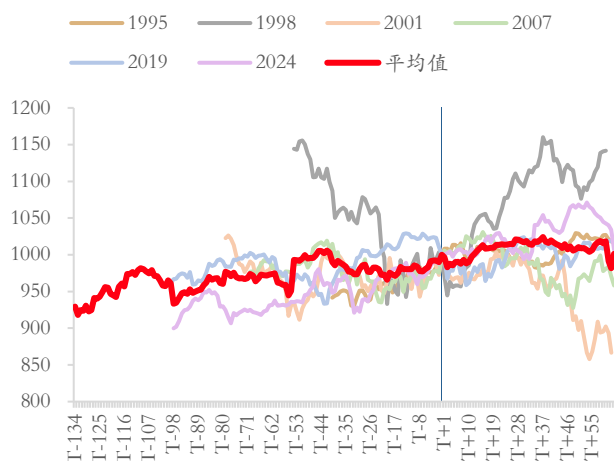
2 历史回溯：从预期交易到验证交易的资产表现规律

2.1 美股：从对降息的乐观期待转向注重基本面的混合博弈

接下来，是卖方策略组们最擅长的“刻舟求剑”时间。在本次降息之前，市场对美联储降息的预期持续增强，在此放弃被广泛采用的“纾困式降息”和“预防式降息”二分法，而选择和本次降息前有着类似预期变化的历史降息来探究初次降息前后的降息预期变化和资产表现规律。

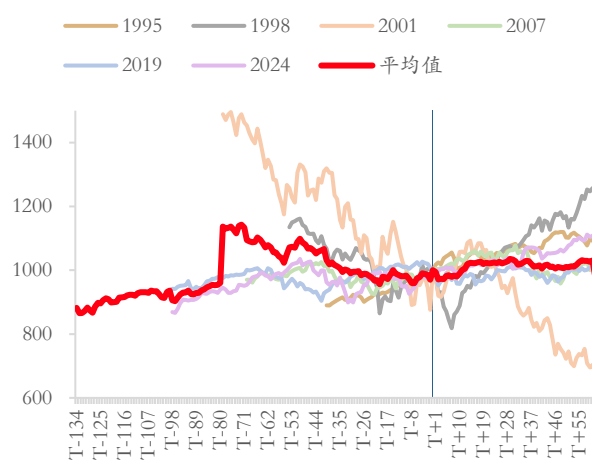
在此选取 1995 年 10 月、1998 年 9 月、2001 年 4 月、2007 年 12 月、2019 年 10 月和 2024 年 12 月共 6 次降息作为样本。如图 6-8 所示为美国道琼斯指数、标普 500 指数和纳斯达克指数在初次降息前后的走势表现，就平均水平而言，降息前的美股表现要优于降息后。为了更近一步，可以按照“预防式降息”和“纾困式降息”的二分法，将 2001 年和 2007 年降息后的美国糟糕表现放置一边，起码从 2025 年 8 月的美国经济数据来看这次降息是典型的“预防式降息”。

图表6：美国道琼斯指数在初次降息前后的走势表现



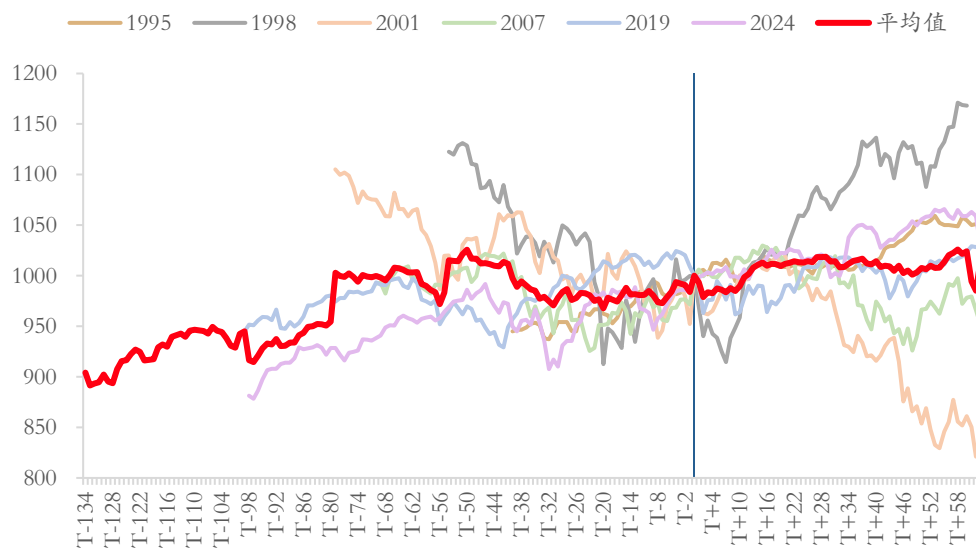
资料来源：Wind，中邮证券研究所

图表7：美国标普 500 指数在初次降息前后的走势表现



资料来源：Wind，中邮证券研究所

图表8：美国纳斯达克指数在初次降息前后的走势表现



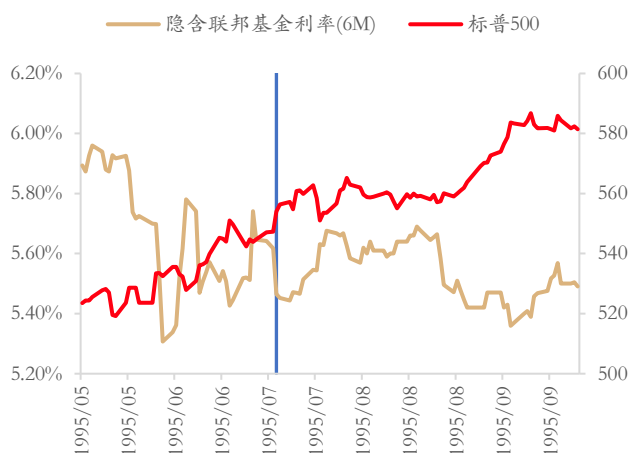
资料来源：Wind，中邮证券研究所

在初次“预防式降息”后，美股会如何进行定价显然是一个当下投资者们更会关心的问题，毕竟此时此刻的 AI 和彼时彼刻的互联网有着诸多相似之处。是拿到 1999、2019、2024 年那样整体美股小幅震荡上涨（90 天区间内道琼斯指数预期上涨 1.5%，纳斯达克指数预期上涨 3.63%，纳斯达克指数预期上涨 5.06%）的剧本，还是 1995 年互联网牛市中纳斯达克指数 90 天上涨 23.60% 的剧本，这对关心美股的投资者而言显然是天壤之别。

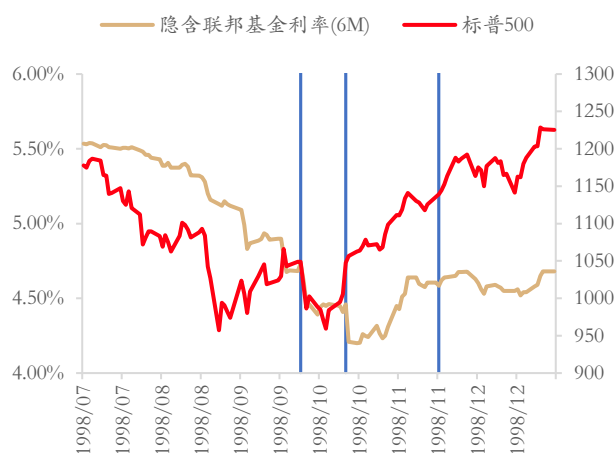
在回答拿哪一个剧本的问题之前，先来看一个反直觉的定价机制：在初次降息之后，美股和预期利率变动之间的关系从负相关转为正相关。如图 9-14 所示为各初次降息前后预期利率变动与标普 500 指数的走势，对于“纾困式降息”的 1998 年、2001 年和 2007 年，在初次降息前后预期利率变动和标普 500 指数之间都呈现正相关性；而对于“预防式降息”，在初次降息后发生了从正相关向负相关的定价机制转变。

在讨论这种定价机制转变的原因之前，需要先明确一个底层逻辑：美联储为什么要降息？答案显然为了应对经济衰退或增长放缓。于是这种定价机制转变的逻辑也就可以理解了：对于“纾困式降息”，麻烦就在眼前，美联储必然会降息，只关心“美联储降息有没有用？”；对于“预防式降息”，资本市场最关心的问题会经历从“美联储会不会降息？”到“美联储降息有没有用？”的转变，也就是从预期交易转向验证交易。

图表9：1995 年降息前后预期利率变动与标普 500 指数



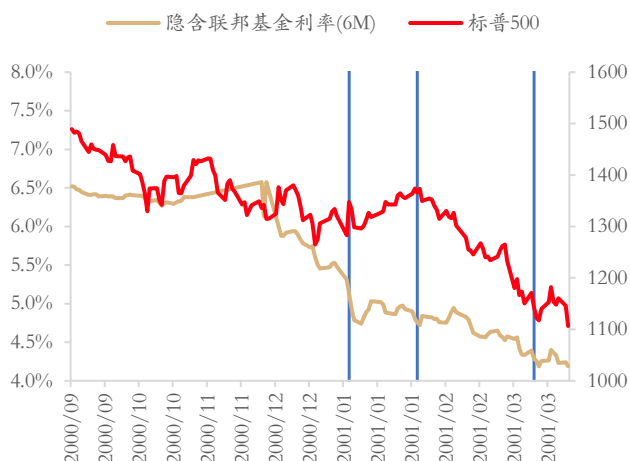
图表10：1998 年降息前后预期利率变动与标普 500 指数



资料来源：Wind，中邮证券研究所

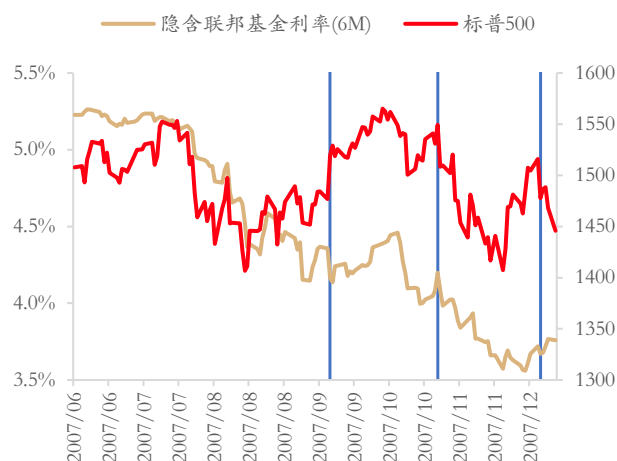
资料来源：Wind，中邮证券研究所

图表11：2001 年降息前后预期利率变动与标普 500 指数



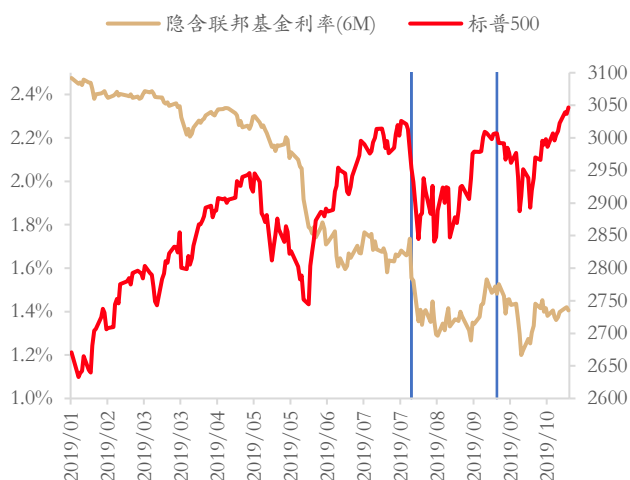
资料来源：Wind，中邮证券研究所

图表12：2007 年降息前后预期利率变动与标普 500 指数



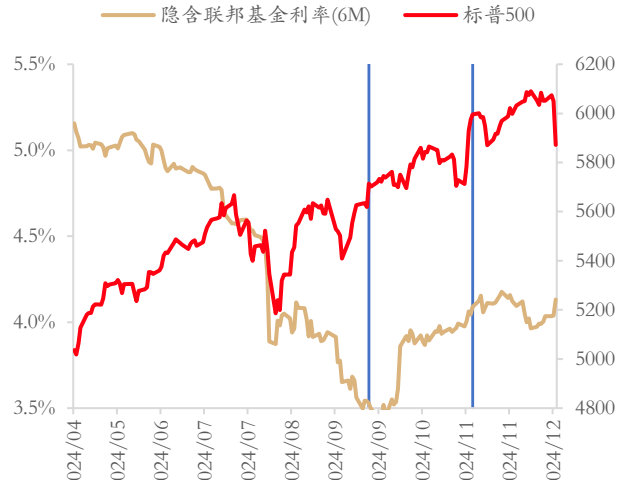
资料来源：Wind，中邮证券研究所

图表13：2019 年降息前后预期利率变动与标普 500 指数



资料来源：Wind，中邮证券研究所

图表14：2024 年降息前后预期利率变动与标普 500 指数

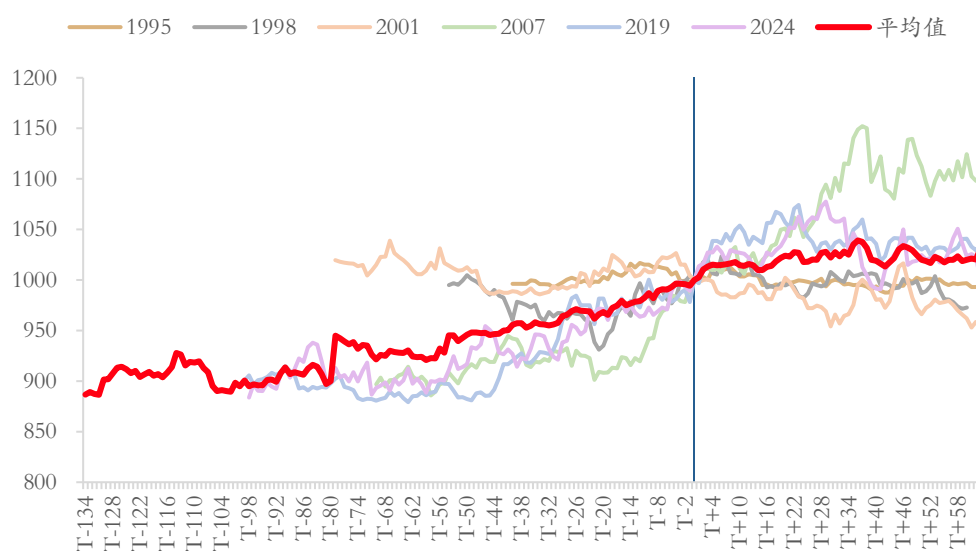


资料来源：Wind，中邮证券研究所

2.2 黄金：转向震荡格局居多，降息影响弱化

在同样的观察期中，黄金在第一次降息后往往会发展成震荡行情。如图 15 所示为伦敦金现货在各初次降息前后的走势对比，可见除了 2007 年全球金融危机导致避险情绪极限走高带来的黄金大牛市外，其他 5 次均在初次降息转向了震荡格局。

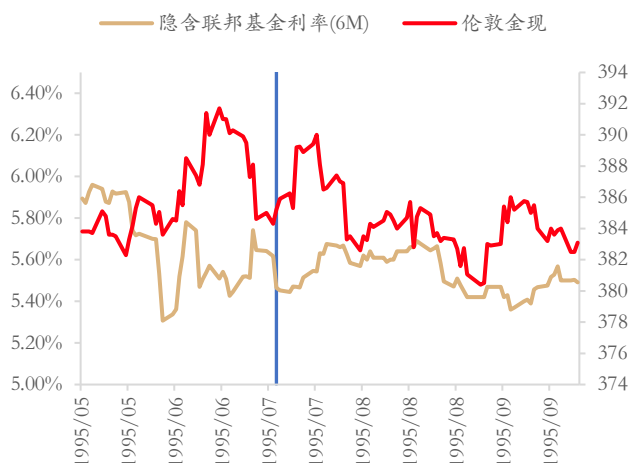
图表15：伦敦金现货在初次降息前后的走势表现



资料来源：Wind, 中邮证券研究所

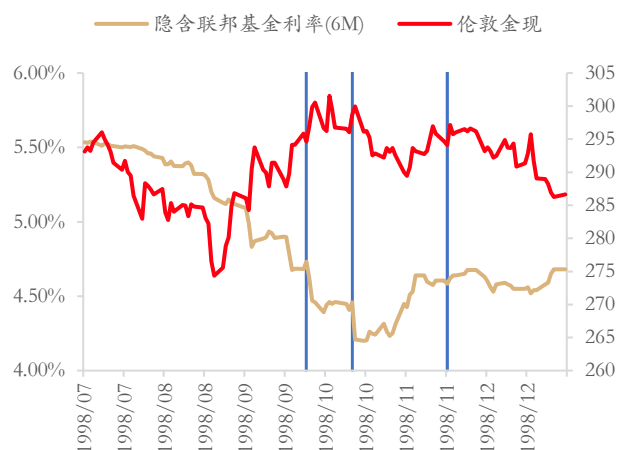
再聚焦到黄金是否和市场对美联储降息预期是否存在稳定定价机制上。如图 16-21 所示，为历次降息周期中预期利率变动与黄金价格之间的变动关系。在初次降息之前黄金和预期利率变动有着明确稳定的负相关性，即对未来降息预期加深则黄金进入上涨通道。但在初次降息之后这种强负相关性被打破，在 6 次降息中，1995 年、2001 年、2024 年明显转向正相关性，1998 年、2007 年、2019 年延续了负相关性。显然和美股相比，黄金在初次降息之后和降息预期之间的定价机制不再清晰，由以利率定价为主导转向更多元的混合定价阶段。

图表16：1995 年降息前后预期利率变动与伦敦金现货



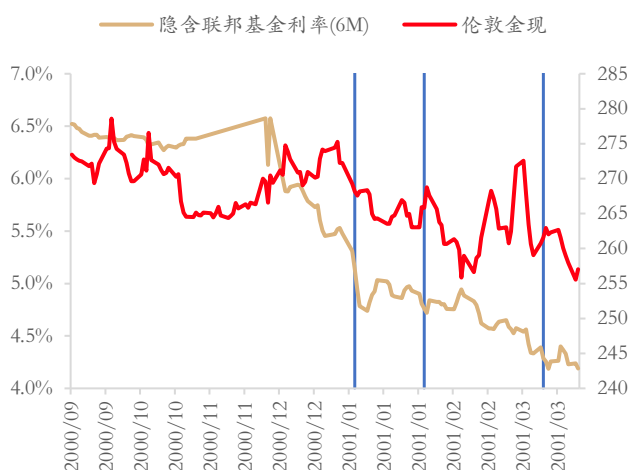
资料来源：Wind，中邮证券研究所

图表17：1998 年降息前后预期利率变动与伦敦金现货



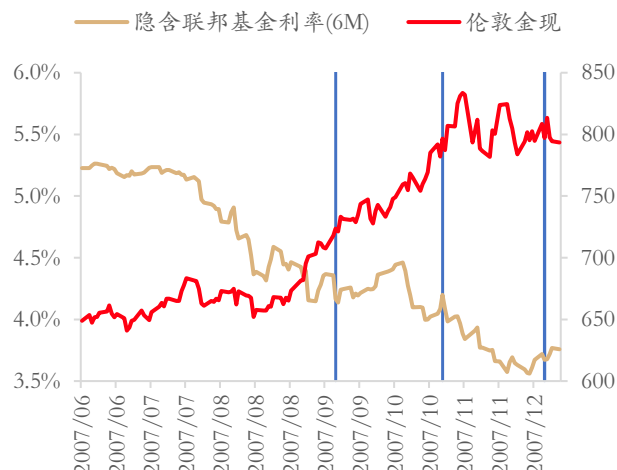
资料来源：Wind，中邮证券研究所

图表18：2001 年降息前后预期利率变动与伦敦金现货



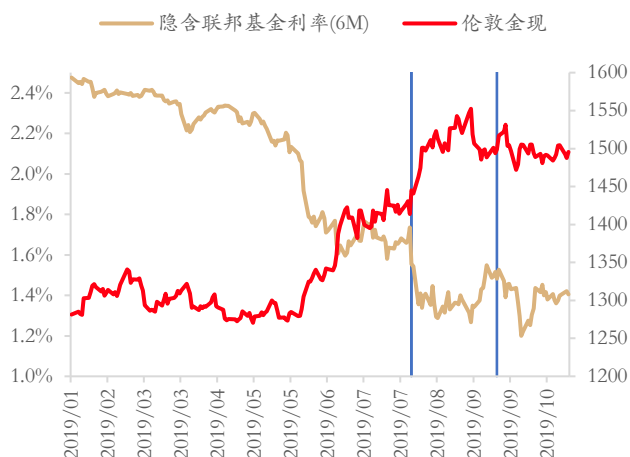
资料来源：Wind，中邮证券研究所

图表19：2007 年降息前后预期利率变动与伦敦金现货



资料来源：Wind，中邮证券研究所

图表20：2019 年降息前后预期利率变动与伦敦金现货



资料来源：Wind，中邮证券研究所

图表21：2024 年降息前后预期利率变动与伦敦金现货

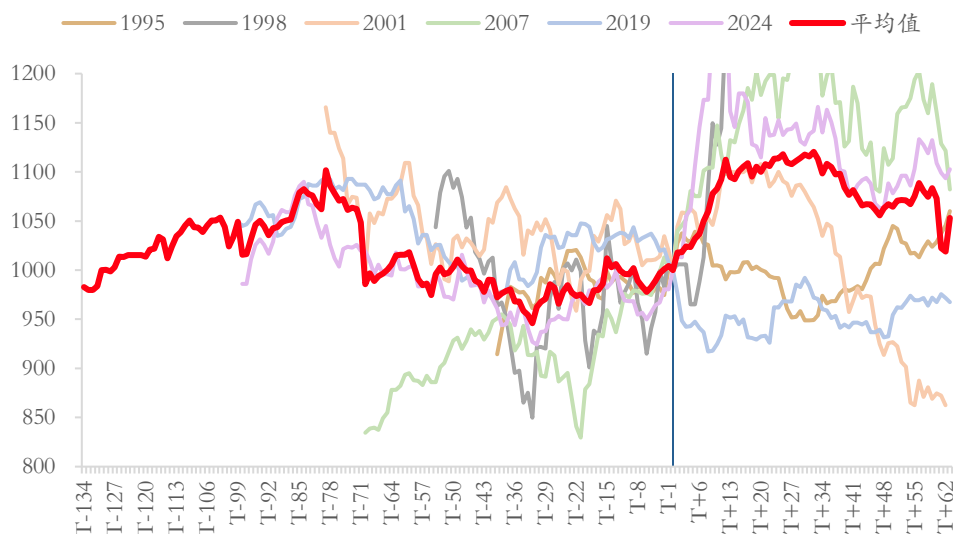


资料来源：Wind，中邮证券研究所

2.3 中国股市：外生流动性助力，内生动力主导

初次降息后港股历史上易发展出大行情，但非降息预期直接影响。如图 22 所示为恒生指数在各初次降息前后的走势对比，平均值指向恒生指数会在初次降息后表现强劲。恒生指数历史均值的优异表现主要是由于 1998 年、2007 年和 2024 年的牛市，但这三年由实在特殊，如果将这三年排除，剩下的 1995 年、2001 年和 2019 年其实恒生指数更偏向于震荡行情。

图表22：恒生指数在初次降息前后的走势表现



资料来源：Wind，中邮证券研究所

对于港股，美联储降息更多是提供了一个必要非充分条件，真正的牛市催化剂更多来自内地，这显然是由港股“以美元定价的中国资产”的特殊身份决定的。将美联储降息后的 3 轮港股牛市复盘来看，1998 年是亚洲金融危机中“保卫香港”成功后美联储降息提供了港股情绪反转的燃料，2007 年和 2024 年则如图 23 所示，是 A 股上涨在先，美联储降息后港股追涨。2007 年 A 股本身就在一轮波澜壮阔的大牛市中，港股在美联储降息之前的涨幅显著落后于 A 股，在美联储降息后港股开始了追涨进程。2024 年美联储于 9 月 19 日降息，而 A 股行情于 9 月 24 日启动，从进程上来看始终处于 A 股领涨港股跟随的格局之中。就当下而言，和 2007 年 A 股本身牛市港股在降息后追涨的剧本更为相似。

图表23：2007 年降息前后恒生指数和万得全 A 指数



图表24：2024 年降息前后恒生指数和万得全 A 指数

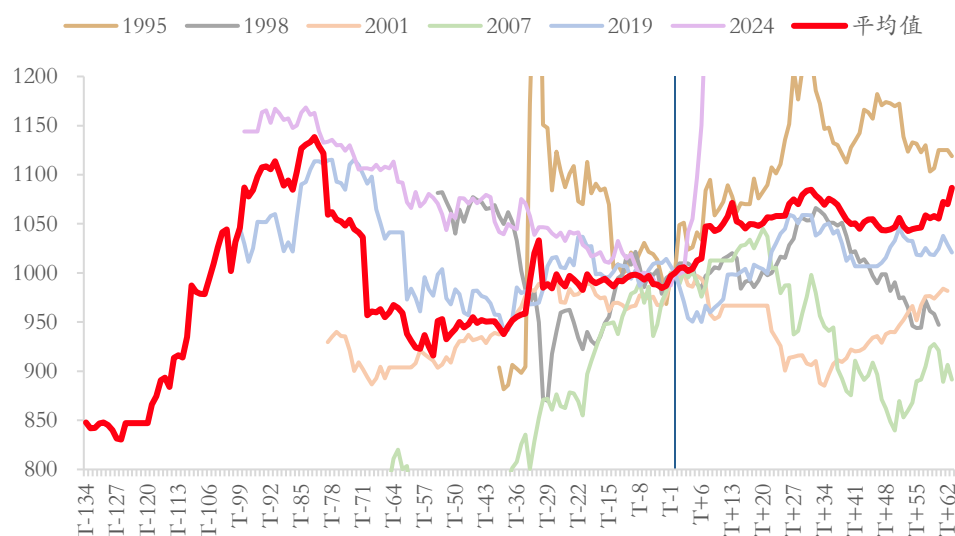


资料来源：Wind，中邮证券研究所

资料来源：Wind，中邮证券研究所

相比于港股，A 股在初次降息前后的行情要更难以把握。如图 25 所示为历次初次降息前后的万得全 A 走势，虽然降息后的平均值倾向于震荡上涨，但这在相当程度上是由于 2024 年的 9.24 行情贡献了极大的偏离值。A 股在 1995 年和 2024 年的两次美联储降息后有显著上涨，但更多还是内部因素主导的行情，1995 年是深化改革开放，2024 年则是 9.24 政策发布会。而在港股走强的 1998 和 2007 年，A 股走势更偏向震荡，尤其 2007 年在美联储降息后实际进入了高位磨顶的阶段，反而进入了牛市尾声。

图表25：万得全A指数在初次降息前后的走势表现

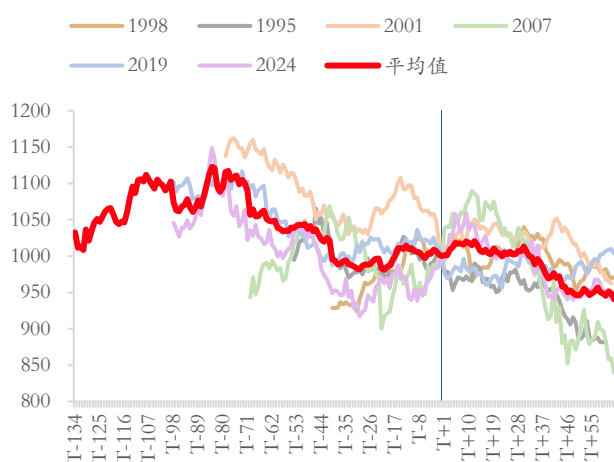


资料来源：Wind，中邮证券研究所

2.4 大宗商品：需求预期主导，降息影响分化

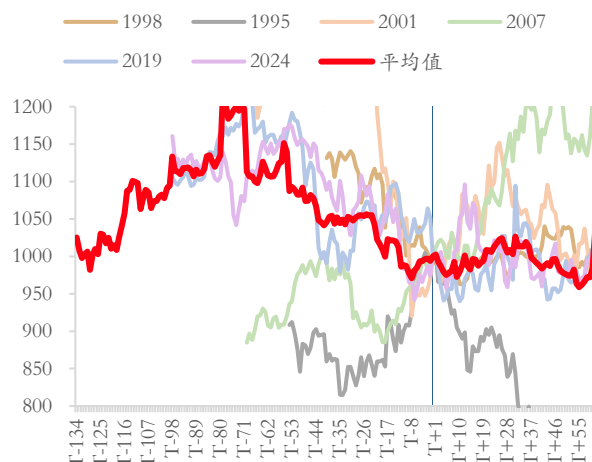
对于铜和原油，降息后行情分化严重，定价机制更为多元。如图 26-27 所示为历次初次降息后 LME 铜和布伦特原油的价格走势，以均值来看二者都偏向于震荡走低。但历史上各次降息之后的走势差异较大，因此以单纯以降息作为看好的理由不免过于武断。

图表26：LME 铜在初次降息前后的走势表现



资料来源：Wind，中邮证券研究所

图表27：布伦特原油在初次降息前后的走势表现



资料来源：Wind，中邮证券研究所

从降息对大宗商品的影响路径来看，主要有利率与融资成本、美元汇率和经济增长预期三方面：

图表28：降息对大宗商品的影响路径

影响因素	对铜的影响	对原油的影响
利率与融资成本	降息降低开采和贸易的融资成本，可能刺激投资和消费，提振长期需求预期。	理论上降低开采成本，降息可能刺激投资和消费，提振长期需求预期。
美元汇率	铜以美元计价，美元贬值使得铜对非美货币持有者更便宜，提振需求。	同样因美元计价，美元贬值可能提振需求。
经济增长预期	降息若成功提振全球经济增长，工业金属需求预期增强。	经济回暖驱动交通、物流、工业活动能耗增加，直接利好原油需求。但若降息源于经济深度衰退，则需求担忧压倒一切。

资料来源：中邮证券研究所

虽然从利率与融资成本和美元汇率的角度来看降息应当是一个单纯的利好因素，但毕竟美联储降息是应对经济衰退或增长放缓的措施，相比利率和汇率，需求端是更决定性的定价要素。尤其在美国制造业空心化之后，美联储降息对需求端的影响要经过“美国需求—美国库存—海外订单”的长传导路径，更增添了许多不确定性。在“重振美国制造业”的叙事逻辑下，如果美联储降息能带动美国乃至全球的固定资产投资，铜和原油确实有走强的基础，但这并不是本文关于降息定价机制所需要讨论的。

3 A股结构性机会：风格与行业的降息定价机制

3.1 风格视角：成长与小盘是否受益于分母下行？

此前已经通过回溯复盘明确了 A 股至少在指数上并不会对美联储降息有明显反应，但 A 股向来喜欢走结构市，仍需要探究美联储降息后 A 股是否会走结构性牛市，“高风偏方向受益于定价分母下行”的模糊逻辑是否成立。

“高风偏方向受益于定价分母下行”一般会导向 A 股成长风格和小盘风格结构性占优的结论。首先以长时间维度来观察，如图 29-30 所示为成长风格/万得全 A 和中证 1000/上证 50 自 2005 年以来的与联邦基金利率、隐含联邦基金利率（1Y）之间的对比关系。粗略来看成长风格和联邦基金利率、隐含联邦基金利率

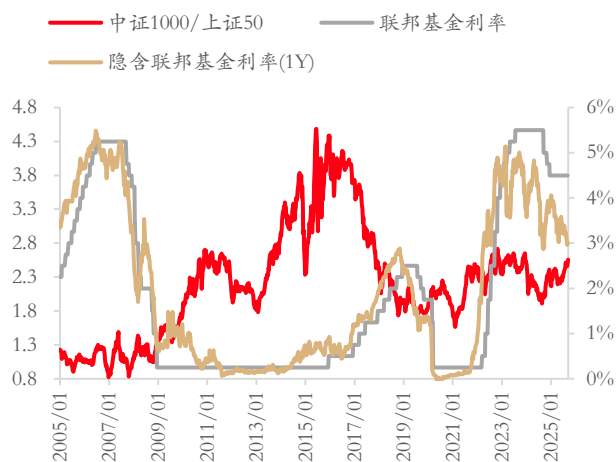
(1Y) 之间的负相关性更显著一些，小盘股在 2019 年之后并没有出现明显受益于美联储降息进程的迹象。

图表29：成长风格/万得全 A 与降息预期



资料来源：Wind，中邮证券研究所

图表30：中证 1000/上证 50 与降息预期



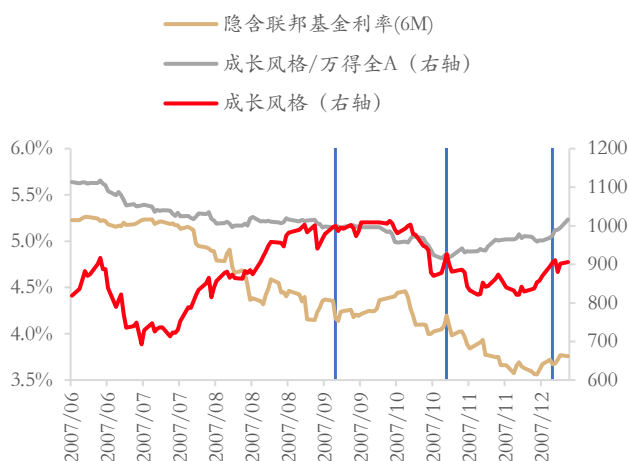
资料来源：Wind，中邮证券研究所

但长时间维度上粗略的负相关性很难提供精准的参与节点参考。如果把视角更聚焦到细节的时间维度，会得到比“因为美联储降息，所以成长风格占优”更严谨的结论。如图 31-33 所示为 2007 年和 2024 年三次降息周期开始后成长风格指数及其相对万得全 A 的走势，可见其中 2019 年和 2024 年都出现了成长风格牛市。但值得注意的是，2019 年和 2024 年的成长风格牛市并非因为美联储降息而上涨，降息在其中更多扮演了提供流动性环境的角色，超预期政策利好才是真正触发行情的扳机：

- ① 2019 年 8 月 1 日美联储就已经完成初次降息，但当时 A 股面临中美贸易摩擦急剧升级的阴影成长风格也未能避免同步下跌。触发成长行情启动的关键在于 8 月 18 日发布的《关于支持深圳建设中国特色社会主义先行示范区的意见》。《意见》中明确提出支持深圳重点发展 5G、人工智能、网络空间科学与技术、生命信息与生物医药等战略性新兴产业，并提到要“研究完善创业板发行上市、再融资和并购重组制度，创造条件推动注册制改革”。《意见》的发布打开了科技产业空间和资本市场改革的双重预期，从而触发了当时的成长风格行情。

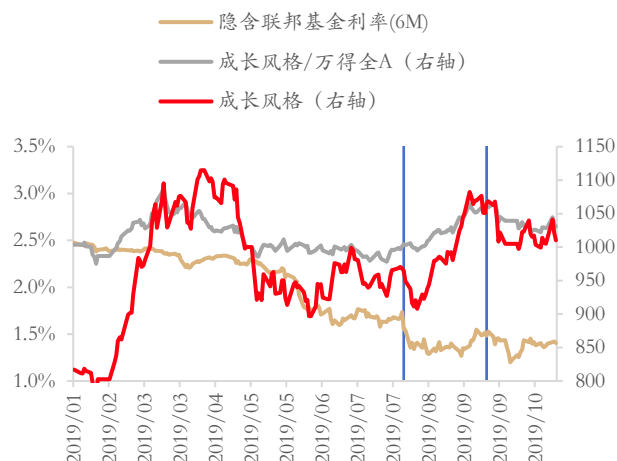
② 2024 年的剧本也十分类似，美联储在 9 月 19 日完成降息，但成长股并没有立刻做出反应，而是等到 9 月 24 日国新办新闻发布会放出降准降息等政策大礼包后市场才进入上涨通道。

图表31：2007 年降息周期成长风格指数及万得全 A



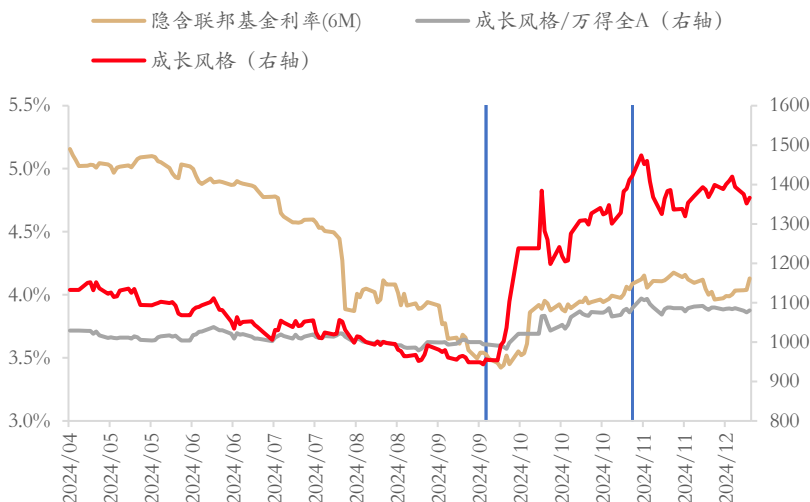
资料来源：Wind，中邮证券研究所

图表32：2019 年降息周期成长风格指数及万得全 A



资料来源：Wind，中邮证券研究所

图表33：2024 年降息周期成长风格指数及万得全 A



资料来源：Wind，中邮证券研究所

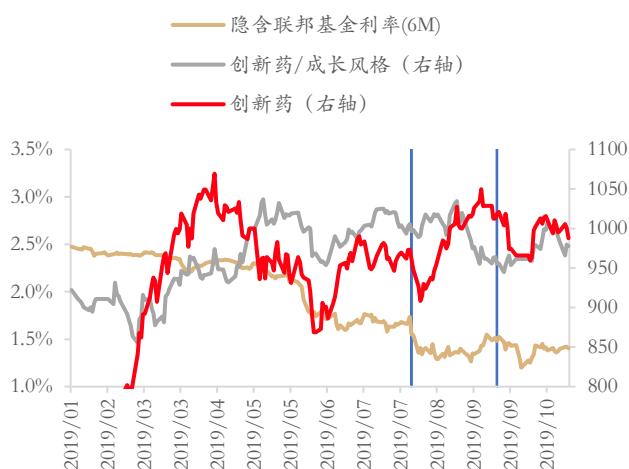
相比之下，缺乏政策扳机的 2007 年出席降息后 A 股并没有出现成长风格占优的格局，反而是在 A 股上涨中继盘整的过程中落后于万得全 A 指数。由此可见，美联储降息对 A 股中成长股结构性行情更多是“搭台”，能否唱好这出戏更多还要看是否有政策扳机的出现。

3.2 行业视角：哪些行业真正受益于降息逻辑？

除了风格之外，有一些特定行业是否真的受益于美联储降息的逻辑也需要更定量地探讨。从美联储降息到利好特定行业的逻辑一般通过①需求复苏营收增长和②人民币升值后资产负债表改善两方面展开，更具体地包括创新药、CRO、出海链、航空公司、造纸、基础化工。

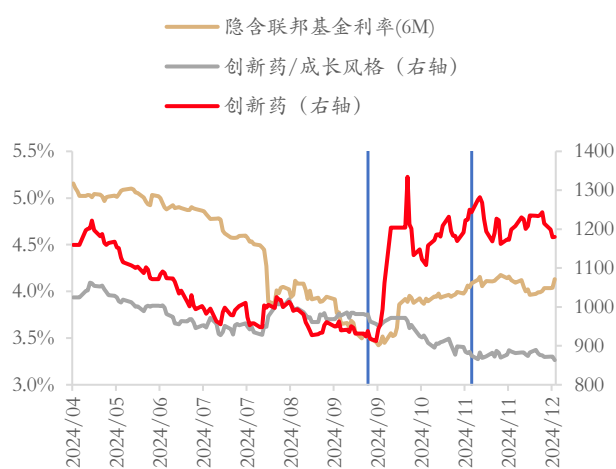
创新药与 CRO 传导逻辑存在但定价不稳定。如图 34-37 所示为创新药和 CRO 指数在 2019 和 2024 年的初次降息前后表现。虽然创新药和 CRO 一直以来都有着降息利好海外药企研发支出将传导至国内厂商的逻辑，但从初次降息前后的市场反应来看，除了 2019 年初次降息前后的 CRO 指数外，其他三个观察期均未表现出相对整体成长的相对优势。相比之下，单纯考虑降息带来的影响，同属成长风格中的半导体在两次降息之后都有优于整体成长风格的表现，尽管半导体与美联储降息之间的传导逻辑更为间接，但从定价机制而言却更为稳定。

图表34：2019 年降息周期创新药及成长风格



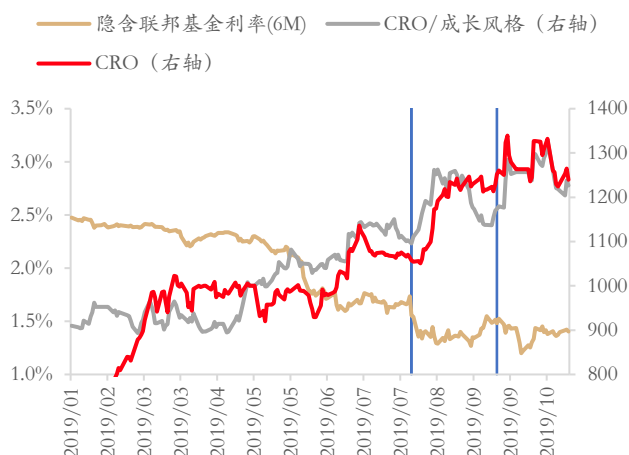
资料来源：Wind，中邮证券研究所

图表35：2024 年降息周期创新药及成长风格



资料来源：Wind，中邮证券研究所

图表36：2019 年降息周期 CRO 及成长风格



资料来源：Wind，中邮证券研究所

图表37：2024 年降息周期 CRO 及成长风格



资料来源：Wind，中邮证券研究所

图表38：2019 年降息周期半导体及成长风格



资料来源：Wind，中邮证券研究所

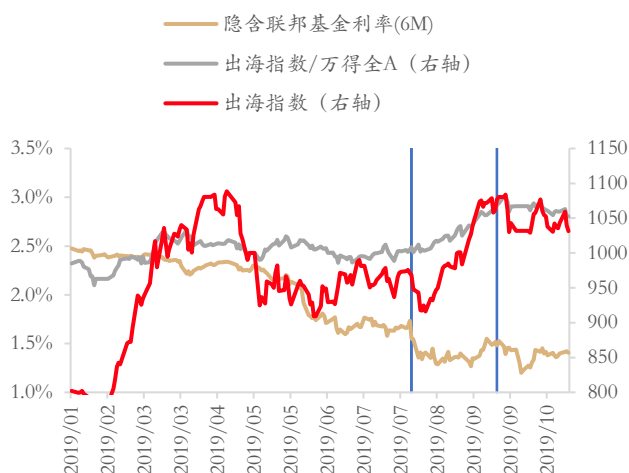
图表39：2024 年降息周期半导体及成长风格



资料来源：Wind，中邮证券研究所

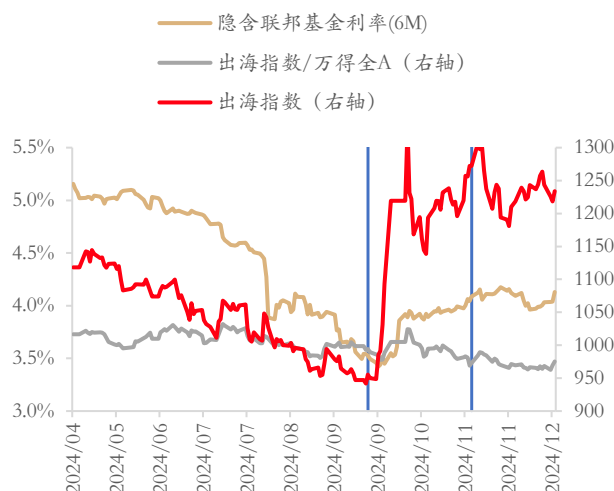
出海链在开启降息后的超额收益不具持续性。在此同样的视角来检视 A 股市场是否会对出海链做出超额定价，如图 40-41 所示为出海链指数在 2019 年和 2024 年两个降息周期开始前后的表现，可见在 2019 年的降息周期开启后出海指数获得了绝对和相对收益，而在 2024 年的降息周期开启后出海指数虽然获得较大的绝对收益但相对万得全 A 指数并没有获得超额收益。

图表40：2019 年降息周期出海指数及万得全 A



资料来源：Wind，中邮证券研究所

图表41：2024 年降息周期出海指数及万得全 A



资料来源：Wind，中邮证券研究所

资产负债表改善逻辑在最近两个降息周期中均未被定价。拥有大量外币负债的航空公司也有着受益于降息的逻辑，其主要逻辑是美联储降息周期中融资成本下降和美元贬值能够改善航司的资产负债表。此外还有造纸企业这样依赖进口原材料的产业，存在着美联储降息后美元走弱成本下降的逻辑。但从 2019 和 2024 年的两个降息周期来看，初次降息后市场均没有对航空公司和造纸行业给出超额定价，单纯靠降息展开的基本面叙事或无法得到市场认可。

图表42：2019 年降息周期航空运输指数及万得全 A



资料来源：Wind，中邮证券研究所

图表43：2019 年降息周期造纸指数及万得全 A



资料来源：Wind，中邮证券研究所

图表44：2024 年降息周期航空运输指数及万得全 A



资料来源：Wind，中邮证券研究所

图表45：2024 年降息周期造纸指数及万得全 A



资料来源：Wind，中邮证券研究所

4 投资建议

在美联储开始初次降息后，海内外各类资产的定价逻辑会发生明显变化，从降息之前的单纯乐观定价降息预期转向更为多元的复合定价。目前美国交易员对于未来 6 个月降息 110bp 和 12 个月降息 150bp 的降息路径预期显然比美联储心目中的基准降息路径要激进许多，在美国经济不出现大幅放缓的基准情形下，隐含联邦基金利率回升的可能性更大，从历史上来看这是有利于美股上涨的。

中国股市方面，美联储降息对 A 股中成长股结构性行情更多是“搭台”，能否唱好这出戏更多还要看是否有政策扳机的出现。由于当前正处在“十四五”的收官之年，政策刺激或将要等待“十五五”的总规划落地，但国内 AI 产业趋势的新进展成功弥补了政策的缺位，A 股的成长风格结构性行情仍未结束。港股对国际流动性更为敏感，当前和 2007 年 A 股本身牛市港股在降息后追涨的剧本更为相似，看好港股在月度能较 A 股获得超额收益。

黄金转向震荡格局居多，降息影响弱化，上涨节奏将由风险事件决定。在初次降息之前黄金和预期利率变动有着明确稳定的负相关性，即对未来降息预期加深则黄金进入上涨通道。在初次降息之后这种强负相关性被打破，由以利率定价为主导转向更多元的混合定价阶段。但这并不意味着黄金的牛市会就此终结，更有可能的是转向由全球政治和地缘冲突定价的“风险厌恶模式”，当前美国政府

停摆、中东擦枪走火可能性增大、俄乌战争难以调停的大背景下，年内仍有较大可能出现促使全球市场避险情绪上行的风险时间，黄金仍有机会。

5 风险提示

统计存在误差、市场学习效应等。

中邮证券投资评级说明

投资评级标准	类型	评级	说明
报告中投资建议的评级标准： 报告发布日后的 6 个月内的相对市场表现，即报告发布日后的 6 个月内的公司股价（或行业指数、可转债价格）的涨跌幅相对同期相关证券市场基准指数的涨跌幅。 市场基准指数的选取：A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指为基准；可转债市场以中信标普可转债指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	预期个股相对同期基准指数涨幅在 20%以上
		增持	预期个股相对同期基准指数涨幅在 10%与 20%之间
		中性	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		回避	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	行业评级	强于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		中性	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		弱于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	评级	推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		谨慎推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 5%与 10%之间
		中性	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%与 5%之间
		回避	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%以下

分析师声明

撰写此报告的分析师（一人或多人）承诺本机构、本人以及财产利害关系人与所评价或推荐的证券无利害关系。

本报告所采用的数据均来自我们认为可靠的目前已公开的信息，并通过独立判断并得出结论，力求独立、客观、公平，报告结论不受本公司其他部门和人员以及证券发行人、上市公司、基金公司、证券资产管理公司、特定客户等利益相关方的干涉和影响，特此声明。

免责声明

中邮证券有限责任公司（以下简称“中邮证券”）具备经中国证监会批准的开展证券投资咨询业务的资格。

本报告信息均来源于公开资料或者我们认为可靠的资料，我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价，中邮证券不对因使用本报告的内容而导致的损失承担任何责任。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

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。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，中邮证券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。

中邮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头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者计划提供投资银行、财务顾问或者其他金融产品等相关服务。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供中邮证券签约客户使用，若您非中邮证券签约客户，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司不会因接收人收到、阅读或关注本报告中的内容而视其为签约客户。

本报告版权归中邮证券所有，未经书面许可，任何机构或个人不得存在对本报告以任何形式进行翻版、修改、节选、复制、发布，或对本报告进行改编、汇编等侵犯知识产权的行为，亦不得存在其他有损中邮证券商业性权益的任何情形。如经中邮证券授权后引用发布，需注明出处为中邮证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节或修改。

中邮证券对于本申明具有最终解释权。

公司简介

中邮证券有限责任公司，2002 年 9 月经中国证券监督管理委员会批准设立，是中国邮政集团有限公司绝对控股的证券类金融子公司。

公司经营范围包括:证券经纪，证券自营，证券投资咨询，证券资产管理，融资融券，证券投资基金销售，证券承销与保荐，代理销售金融产品，与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问等。

公司目前已经在北京、陕西、深圳、山东、江苏、四川、江西、湖北、湖南、福建、辽宁、吉林、黑龙江、广东、浙江、贵州、新疆、河南、山西、上海、云南、内蒙古、重庆、天津、河北等地设有分支机构，全国多家分支机构正在建设中。

中邮证券紧紧依托中国邮政集团有限公司雄厚的实力，坚持诚信经营，践行普惠服务，为社会大众提供全方位专业化的证券投、融资服务，帮助客户实现价值增长，努力成为客户认同、社会尊重、股东满意、员工自豪的优秀企业。

中邮证券研究所

北京

邮箱: yanjiusuo@cnpsec.com

地址: 北京市东城区前门街道珠市口东大街 17 号

邮编: 100050

上海

邮箱: yanjiusuo@cnpsec.com

地址: 上海市虹口区东大名路 1080 号邮储银行大厦 3 楼

邮编: 200000

深圳

邮箱: yanjiusuo@cnpsec.com

地址: 深圳市福田区滨河大道 9023 号国通大厦二楼

邮编: 518048