

宏观报告

FOMC 会议解读:

如期预防式降息 25bps, 持续降息周期可期

- 美联储如期降息 25bps 至 4.00-4.25%, 预计年内仍有两次降息
- 我们预计美股短期震荡, 中长期仍趋向上; 推荐科技与成长股、有色、利率敏感型 (地产链、可选消费)、顺周期 (金融、工业)
- 我们预计港股反弹后大幅波动, 弹性更大, 中长期有很大上行空间; 推荐 AI 及互联网、中小盘成长、有色、自下而上精选创新药、中美映射链条 (家电、消费电子)

事件:

美东时间 9 月 17 日, 在 FOMC 会议上美联储如期降息 25bps, 基准利率降至 4-4.25%

分析:

本次降息符合市场预期, 属于预防式降息 (Insurance Cut), 而非衰退式降息。因其核心背景在于美国经济温和放缓。虽然就业数据连续疲软 (8 月非农数据压力较大), 且初请失业金人数超预期上行, 但通胀持续低于荣枯线, 关税政策推升 CPI 增至 2.9%, 同时超前期韧性, 与 AI 投资仍然支撑美国经济基本面, “硬着陆”式衰退的风险较低。在会议声明中提到降息的决定是“鉴于风险平衡已转变”, 将“稳就业”的重要性优先于“控通胀”。“就业增长已放缓, 失业率略有攀升但仍处低位。通胀率有所上升, 依旧略为高企。”这也在一定程度上传达出未雨绸缪、防止经济硬着陆的基调。对未来的经济数据展望方面 (图 4-7), 上调了今后三年的 GDP 增长预期, 下调明后两年的失业率预期、上调明后两年的 PCE 通胀以及核心 PCE 通胀预期。体现了降息有望支撑美国经济增长的预期。宣布降息后, 国债利率期限曲线更加陡峭, 也反应了市场对美国经济前景的乐观。

我们预计年内还有两次降息, 10 月底和 12 月各降 25bps。“预防性降息”通常是连续性的, 鲍威尔在记者会上也释放出“我们现在所做的, 不只是一次性行为”的信号。从美联储的“点阵图” (图 3) 来看, 对比上次点阵整体下移。这意味着美联储的态度更加鸽派。即便是特朗普意图解雇的理事 Cook 也投下了赞成票。美联储官员利率预测中位值显示, 下调了三年的利率展望, 其中今年和后年的利率预期均下调 30bps, 明年下调 20bps。这意味着美联储预计今年内还有两次 25bps 的降息, 也符合我们此前预期。同时, 联储官员预计, 在今年降息三次后, 明年和后年大概各会降息 1 次。据 FedWatch 数据 (图 2) 显示, 10 月降息 25bps 概率高达 87.7%, 12 月再次降息 25bps 概率高达 79.9%, 均比此前提升。市场对明年降息的预期则比联储官员更加激进。到明年底, 基准利率大概率落入 2.75-3%, 即预期今后两年累计降息 150bps (即明年再降 3 次)。由于特朗普政府加强对美联储的行政干预, 预计明年新任美联储主席会更加鸽派, 也增加了未来货币政策持续宽松的可能性。因此, 美国有望开启新一轮持续降息周期, 持续至 2027 年。

宁铂

+852 3189 6126
bo.ning@cmschina.com.hk

郭书音

+852 3189 6394
shuyinguo@cmschina.com.hk

相关报告

1. 港股月度策略报告 (2025/9) - 在波动中把握结构性机会 (2025/9/8)
2. 港股策略月报 (2025/8) - 震荡中蓄力上行 (2025/8/8)
3. 宏观报告 - 美国非农就业数据大幅下修, 美联储 9 月提前降息概率增加 (2025/8/4)
4. 宏观报告 - 中央政治局会议解读: 从优化供给到扩大有效需求 (2025/7/31)
5. 宏观报告 - FOMC 会议解读: 美联储立场偏鹰, 12 月或迎首次降息 (2025/7/31)
6. 策略报告 - 中国香港稳定币发展的前景和挑战 (2025/7/18)
7. 招证国际海外市场观察 (2025/02) - 回购对公司价值影响 (2025/2/3)
8. 招证国际海外市场观察 (2024/12) - 2025 海外资产配置 (2024/12/31)
9. 招证国际月度赶海 (2024/12) - 全球主要市场月度表现最佳行业及个股追踪 (2024/12/6)
10. 招证国际海外市场观察 (2024/11) - 日本观察之二: 1990 年代刺激政策下的经济及股市 (2024/11/29)
11. 招证国际海外市场观察 (2024/11) - 东盟主要国家经济及股市概览 (2024/11/4)

对美股的影响：短期震荡，中长期仍趋向上。由于本次降息的 consensus 非常一致（概率高达 100%），降息对大类资产价格的影响因素已经提前 price-in。降息落地可能引发“利好出尽”式回调。历史数据显示降息后 1 个月内美股胜率 85.7%，但过程震荡。降息以外的因素，如财政部一般账户（TGA）回补、美债到期增发等，可能引致流动性收紧。本月大部分时间担保隔夜融资利率(SOFR)在准备金利率(IORB)之上，说明回购市场资金紧俏，存在流动性压力。从而可能对市场产生扰动。本次会议未改变美联储缩表指引。预计到年底至明年一季度，美联储会结束 QT 缩表进程，流动性更加宽裕。中长期来看，预防式降息将逐步切换至“复苏交易”，经济修复与企业盈利改善支撑美股上行。

美股板块配置方面：

- (1) **科技与成长股**，仍是美国市场的主线。细分赛道包括：**a) AI 与互联网**：降息降低融资成本，推动 AI 研发与资本开支扩张（微软、Meta 等巨头已上调 2025 年 CAPEX 计划）；**b) 硬件端的半导体**、**c) 研发密集型的生物医药板块**也均受益于降息与下行的利率环境。**d) 中小盘成长股**缓解中小企业债务压力，盈利弹性更大。预防式降息后，小盘股往往超额收益显著。
- (2) **有色金属**：确定性较强。受益于美联储降息周期（利率走低、美元汇率走弱），贵金属（黄金）还有避险属性、美元信用受损和全球央行购金驱动。但短期可能已经反应了降息的预期，回调后上行逻辑仍在。
- (3) **利率敏感型周期板块**，**美国地产产业链**，以及地产后周期的**可选消费板块**：降息刺激地产与传统投资复苏，成屋销售与制造业 PMI 有望触底反弹。房价上行增加居民财产性收入，带来财富效应，利好可选消费。
- (4) “预防式降息”也有利于**顺周期的金融股和工业股**（建筑、机械等）表现。

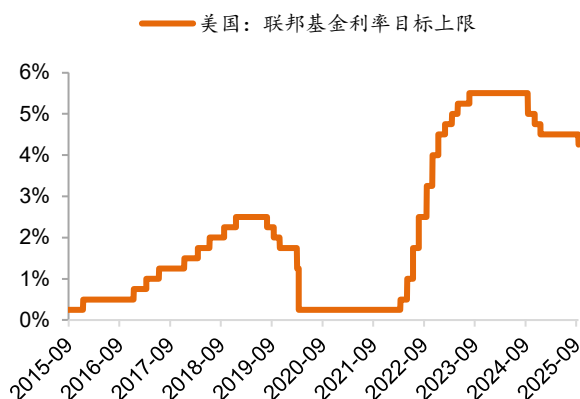
对港股的影响：反弹后大幅波动，弹性更大，中长期有很大上行空间。降息导致美国与新兴市场利差收窄，美元走弱，推动国际资本流入香港等新兴市场。与内地相比，香港没有资本账户管制，更加直接受益于本轮降息。通常港股领先于 A 股且提前反应（恒生科技指数本周已涨 5.76%，上周已涨 5.31%），近期大涨系外资净买入驱动。降息“靴子落地”，反弹冲高后部分资金可能获利了结。同时，未来利率走势的轨迹仍存在不确定性，市场预期可能反复波动。然而，外资对于港股在内的中国资产仍处于低配状态，降息后有较大增配空间。并且，港股位于全球估值洼地，叠加中国“新经济”资产的盈利支撑，中长期上行可期。

港股板块配置方面：

- (1) 继续首推**AI 及互联网板块**，仍是港股最具弹性的主线。一方面，流动性宽松提振估值。另一方面，AI 预期替代“内卷竞争烧钱”叙事。阿里、腾讯的云业务在行业顺风环境下超预期高速增长。这对于港股的科技巨头都形成强有力的盈利支撑。阿里、百度自研 AI 芯片训练部分 AI 大模型，或将重塑全球 AI 芯片市场竞争格局。有利于互联网巨头打造竞争壁垒，增强变现能力的长期可持续性。建议首选具有自研 AI 模型能力的公司（如阿里巴巴等）。
- (2) 流动性充裕的市场环境也将有利于**中小盘成长风格**。建议关注高端制造业，如人形机器人、自动驾驶等赛道，渗透率低，方兴未艾。
- (3) **有色金属**：确定性较强。受益于美联储降息周期（利率走低、美元汇率走弱），贵金属（黄金）还有避险属性、美元信用受损和全球央行购金驱动。但短期可能已经反应了降息的预期，回调后上行逻辑仍在。
- (4) **自下而上精选创新药个股**：降息有利于创新药的融资环境改善推动研发进展。
- (5) **中美映射链条**：美国地产和消费复苏带动中国出口链，尤其是中国具备比较优势强的制造业，如**家电和消费电子**等领域具有全球竞争力的公司。

利率水平和利率预期

图表 1: 美国联邦基金利率目标



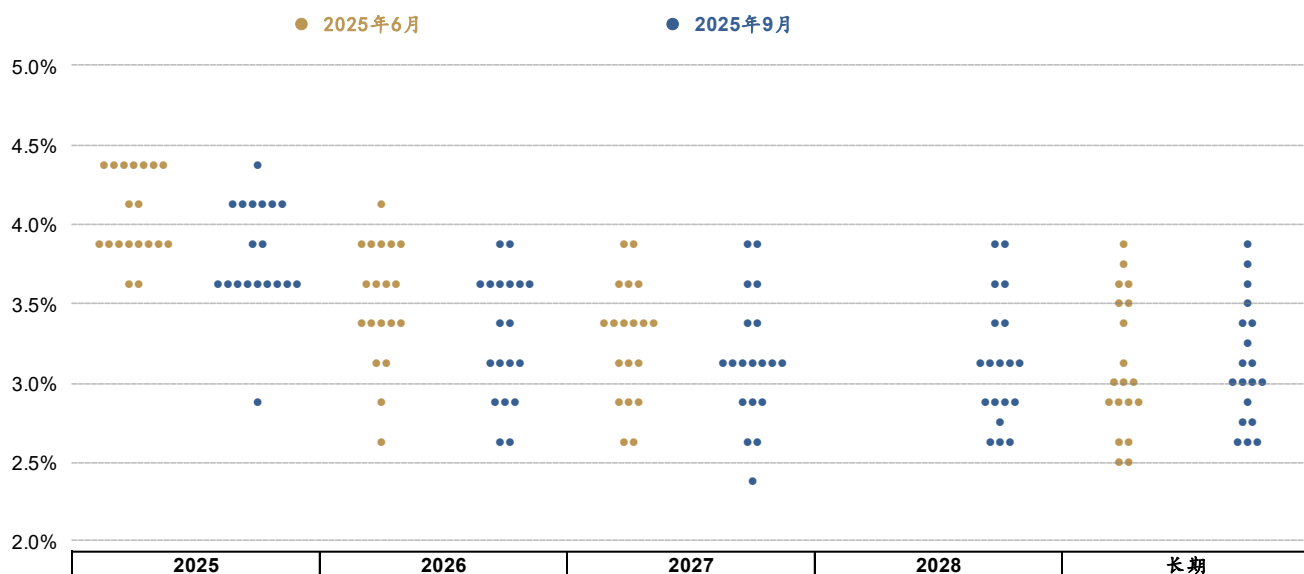
资料来源：万得、招商证券（香港）研究部

图表 2: 芝商所 FedWatch 工具：隐含利率路径

MEETING DATE	200-225	225-250	250-275	275-300	300-325	325-350	350-375	375-400	400-425
2025/10/29				0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	87.7%	12.3%
2025/12/10	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	79.9%	19.0%	1.1%
2026/1/28	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	39.8%	49.6%	10.1%	0.5%
2026/3/18	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	22.3%	45.3%	27.4%	4.7%	0.2%
2026/4/29	0.0%	0.0%	0.0%	6.5%	29.0%	40.1%	20.9%	3.4%	0.2%
2026/6/17	0.0%	0.0%	3.9%	20.0%	35.7%	28.5%	10.4%	1.5%	0.1%
2026/7/29	0.0%	1.2%	8.7%	24.7%	33.5%	23.1%	7.7%	1.1%	0.0%
2026/9/16	0.5%	4.7%	16.2%	28.8%	28.7%	15.9%	4.6%	0.6%	0.0%
2026/10/28	0.7%	5.1%	16.6%	28.8%	28.2%	15.6%	4.5%	0.6%	0.0%
2026/12/9	0.9%	5.7%	17.3%	28.8%	27.5%	14.9%	4.3%	0.5%	0.0%

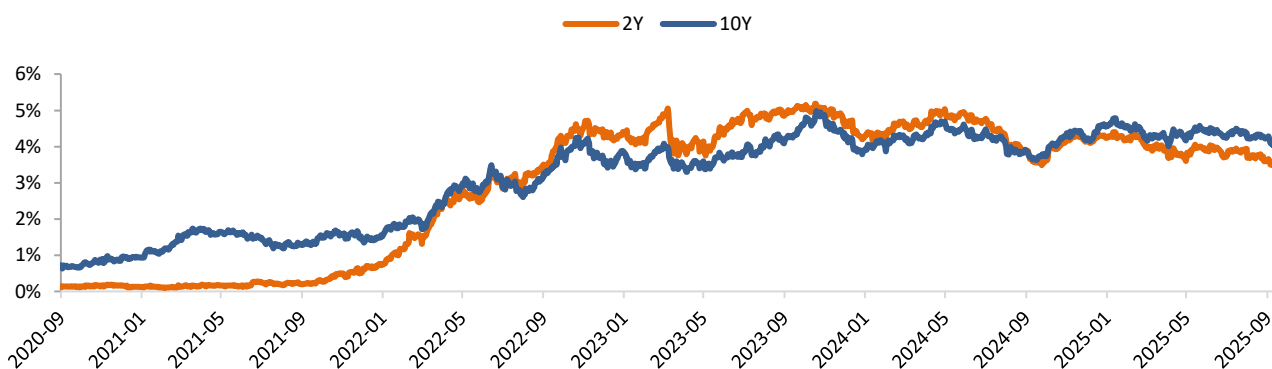
资料来源：芝商所、招商证券（香港）研究部

图表 3: 美联储点阵图



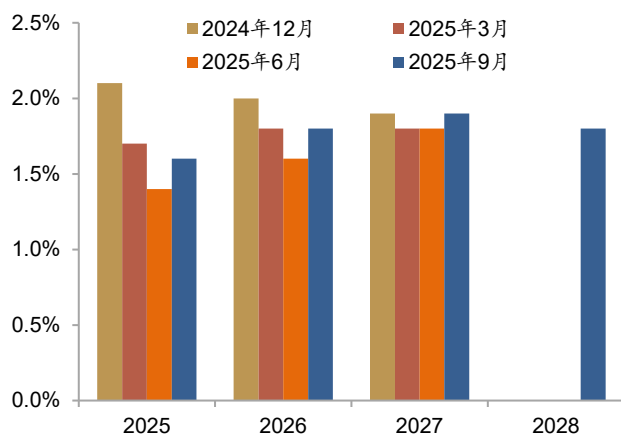
资料来源：美联储、招商证券（香港）研究部

图表 4: 美国国债收益率



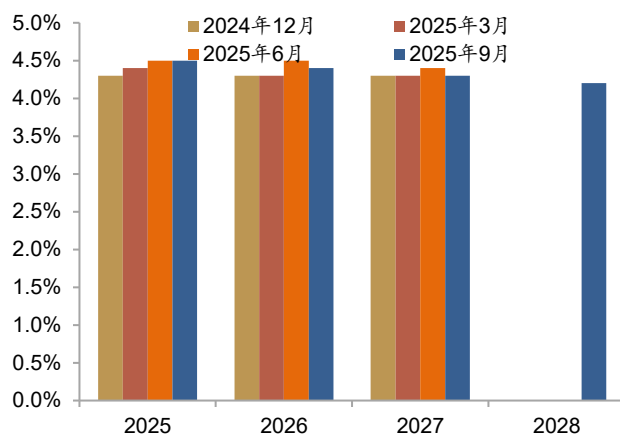
资料来源：万得、招商证券（香港）研究部；数据截至 2025 年 9 月 17 日

图表 5: 美联储经济预测: 美国 GDP 增速



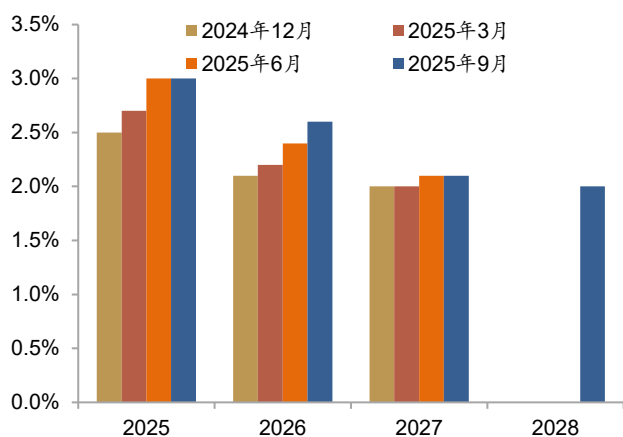
资料来源: 美联储、招商证券(香港)研究部

图表 6: 美联储经济预测: 失业率



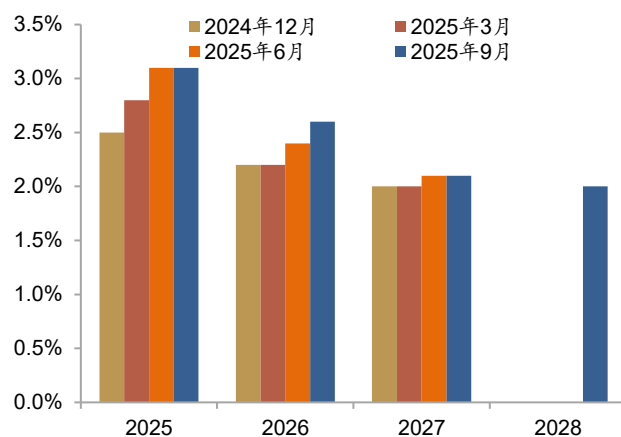
资料来源: 美联储、招商证券(香港)研究部

图表 7: 美联储经济预测: PCE 通胀



资料来源: 美联储、招商证券(香港)研究部

图表 8: 美联储经济预测: 核心 PCE 通胀



资料来源: 美联储、招商证券(香港)研究部

投资评级定义

行业投资评级	定义
推荐	预期行业整体表现在未来 12 个月优于市场
中性	预期行业整体表现在未来 12 个月与市场一致
回避	预期行业整体表现在未来 12 个月逊于市场

公司投资评级	定义
增持	预期股价在未来 12 个月上升 10% 以上
中性	预期股价在未来 12 个月上升或下跌 10% 或以内
减持	预期股价在未来 12 个月下跌 10% 以上

分析师声明

主要负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此声明:(i)本研究报告所表述的任何观点均精准地反映了上述每位分析师个人对所评论的证券和发行人的看法;(ii)该分析师所得报酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来均不会直接或间接地与研究报告所表述的具体建议或观点相关系。

监管披露

有关重要披露事项, 请参阅本公司网站之「披露」网页 <http://www.newone.com.hk/cms/hk/gb/disclosure.html> 或 <http://www.cmschina.com.hk/Research/Disclosure>。

免责声明

本报告由招商证券(香港)有限公司提供。本报告的信息来源于被认为可靠的公开资料, 但招商证券(香港)有限公司、其母公司及关联机构、任何董事、管理层、及员工(统称“招商证券”)对这些信息的准确性、有效性和完整性均不作任何陈述及保证。招商证券对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失, 概不负责。

本报告中的内容和意见仅供参考, 其并不构成对所述证券或相关金融工具的建议、出价、询价、邀请、广告及推荐等。本报告中讨论的证券, 工具或策略, 可能并不适合所有投资者, 某些投资者可能没有资格参与其中的一些或全部。某些服务和产品受法律限制, 不能在全球范围内不受限制地提供, 和/或可能不适合向所有投资者出售。招商证券并非于美国登记的经纪自营商, 除美国证券交易委员会的规则第 15(a)-6 条款所容许外, 招商证券的产品及服务并不向美国人提供。

招商证券可随时更改报告中的内容、意见和估计等, 且并不承诺提供任何有关变更的通知。过往表现并不代表未来表现。未来表现的估计, 可能基于无法实现的假设。本报告包含的分析, 基于许多假设。不同的假设可能导致重大不同的结果。由于使用不同的假设和/或标准, 此处表达的观点可能与招商证券其他业务部门或其他成员表达的观点不同或相反。

编写本报告时, 并未考虑投资者的财务状况和投资目标。投资者自行决定使用其中的任何信息, 并承担风险。投资者须按照自己的判断, 决定是否使用本报告所载的内容和信息, 并自行承担相关的风险。且投资者应自行索取独立财务及/或税务专业意见, 并按其本身的投资目标及财务状况自行评估个别投资风险, 而非本报告作出自己的投资决策。

招商证券可能会持有报告中所提到公司所发行的证券头寸并进行交易, 还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权归招商证券所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和刊登。对于因使用或分发本文档而引起的任何第三方索赔或诉讼，招商证券不承担任何责任。

本报告仅在适用法律允许的情况下分发。如果在任何司法管辖区、任何法律或法规禁止或限制下，您仍收到本报告，则不旨在分发给您。尤其是，本报告仅提供给根据美国证券法允许招商证券接触的某些美国人，而不能以其他方式直接或间接地将其分发或传播入美国境内或给美国人。

在香港，本报告由招商证券（香港）有限公司分发。招商证券（香港）有限公司现持有香港证券及期货事务监察委员会（SFC）所发的营业牌照，并由 SFC 按照《证券及期货条例》进行监管。目前的经营经营范围包括第 1 类（证券交易）、第 2 类（期货合约交易）、第 4 类（就证券提供意见）、第 6 类（就机构融资提供意见）和第 9 类（提供资产管理）。

在韩国，专业客户可以通过 China Merchants Securities (Korea) Co., Limited 要求获得本报告。

如本免责条款的中、英文两个版本有任何抵触或不相符之处，须以英文版本为准。

© 招商证券（香港）有限公司 版权所有

香港

招商证券（香港）有限公司
香港中环交易广场一期 48 楼
电话：+852 3189 6888
传真：+852 3101 0828