

宏观周报 (2025/9/1-9/5)

降息交易 or 衰退交易？重温资产配置时钟

要点摘要

【上周焦点】

- **美国：**8月非农就业数据显示劳动力市场明显放缓，强化美联储降息预期。美股主要指数上涨，标普500再创新高，小盘股指数表现优异。降息预期推动美债收益率全线下行。
- **中国：**港股市场在南向资金持续流入的支持下表现相对强势，A股市场出现调整，尤其资金从高位科技股获利了结，融资余额增长放缓，交易拥挤度上升，周五市场强势反弹，沪指重回3800点，固态电池、体育产业领涨；体育产业、电子信息制造业获明确政策支持，市场可能继续呈现结构性行情。人民币汇率低位震荡走势仍较强。
- **日本：**制造业持续收缩和财政压力加剧市场担忧，但工资增长加速、美日贸易关系尘埃落定展现出积极信号。股市波动显著，前半周受前美股回落影响股市承压下跌，周五受美日贸易协定落地及美股隔夜上涨鼓舞股市反弹，汽车、精密机器板块领涨。日本加息预期升温与美联储降息预期形成对比，日元显现一定韧性，美元兑日元汇率持稳于147上方。
- **欧洲：**由于对美国经济前景和全球增长放缓的担忧，以及欧洲内部制造业数据疲弱和地缘政治紧张，股市表现疲软，三大股指全线收跌。债市剧烈波动，周初政治风险与财政担忧主导情绪，英国、德国和法国30年期国债收益率均攀升至多年高位，临近周末避险情绪和欧央行偏鸽的会议纪要推动收益率回落，欧元小幅走强。

【宏观经济概览】

- **高频数据观察：**美国经济增长动能持续放缓，整体金融流动性边际收紧，经济意外指数上升；消费显示韧性，就业市场继续降温，地产需求边际再度走弱。
- **本周重点关注：**
美国：8月政府财政赤字，8月核心PPI&CPI
中国：8月进出口、金融、官方储备数据，8月PPI&CPI
日本：二季度GDP同比，8月PPI

【观点及配置建议】

- 8月非农就业数据再次确认美国处于经济周期末期的下行通道之中。数据公布后市场预期美联储9月降息“板上钉钉”，风险资产表现仍相对强势，市场尚未进入衰退交易。
- 4.3%的失业率，表明经济基本面未进入急速恶化的阶段且尚未触及萨姆规则。后续经济基本面变化将成为关键，如后续美国失业率近三个月移动平均值上升至4.5%，则再次触发萨姆预警。

2025年9月8日

宏观周报

主要股市指数近一年表现



主要利率近一年表现



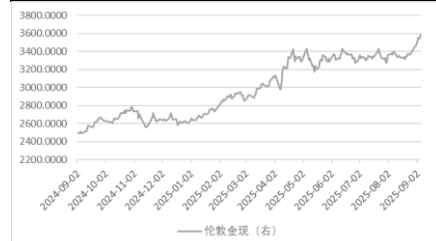
主要商品指数一年表现



主要汇率一年表现



黄金近一年表现



数据日期：2025年9月5日

资料来源：万得，国信证券（香港）财富研究部整理

曾伟杰
SFC CE No.: BUH477
+852 2899 8300
javezeng@guosen.com.cn

- 我们再次提醒：（1）抓住降息周期带来的债券资产确定性机会；（2）经济衰退的发生不会是渐进式，而是“深V”爆发。目前阶段，在微观上享受流动性充裕并把握风险资产结构性机会的同时，应重视宏观对冲，持续跟踪并预防经济的尾部风险。

一、全球市场回顾

大类资产表现

全球主要股指表现不一，美日股市反弹，中国股市表现分化，欧洲股市大跌。
 主要利率下行，美债10y收益率大幅下行至4.08%。贵金属、大宗商品多数价格上涨，上周五黄金再创新高，COMEX黄金突破3600美元/盎司；OPEC增产传闻持续发酵，布伦特原油一度跌至65美元/桶附近。美元指数下跌0.11%至97.74。

表 1：全球大类资产表现一览

资产	最新收盘价	过去30日走势	过去一周	月初至今	年初至今
全球主要股指			涨跌幅（%）		
发达市场					
纳斯达克指数	21700.39		1.14	1.14	11.36
罗素2000指数	2391.05		1.04	1.04	7.33
日经225	43018.75		0.70	0.70	7.83
标普500	6481.50		0.33	0.33	9.73
英国富时100	9208.21		0.23	0.23	13.39
道琼斯工业指数	45400.86		-0.32	-0.32	6.64
法国CAC40	7674.78		-0.38	-0.38	4.94
澳洲标普200	8871.20		-1.14	-1.14	7.73
德国DAX	23596.98		-1.28	-1.28	18.52
新兴市场					
创业板指	2958.18		2.35	2.35	34.08
恒生指数	25417.98		1.36	1.36	26.83
印度SENSEX30	80710.76		1.13	1.13	3.15
台湾加权指数	24494.58		1.08	1.08	5.62
富时新加坡海峡指数	4307.08		0.88	0.88	13.47
巴西IBOVESPA指数	142640.00		0.86	0.86	18.59
韩国综合指数	3205.12		0.60	0.60	33.58
恒生科技	5687.45		0.23	0.23	26.37
沙特全指	10655.61		-0.39	-0.39	-11.21
沪深300	4460.32		-0.81	-0.81	11.53
越南VN30指数	1845.48		-1.07	-1.07	36.97
上证指数	3812.51		-1.18	-1.18	11.89
俄罗斯RTS	1120.73		-1.43	-1.43	25.47
中证500	6913.95		-1.35	-1.35	17.21
中证1000	7245.67		-2.59	-2.59	17.89
全球主要利率			涨跌变化		
中国10Y	1.826		0.00	-0.01	0.11
德国10Y	2.78		-0.03	0.02	0.35
美国10Y	4.0761		-0.18	-0.15	-0.50
日本10Y	1.617		-0.02	0.00	0.51
主要大宗商品			涨跌幅（%）		
COMEX黄金	3639.80		3.52	3.52	39.02
COMEX白银	41.51		1.93	1.93	41.13
NYMEX天然气	3.03		0.97	0.97	23.12
DCE铁矿石	789.50		0.32	0.32	9.62
LME铜	9897.50		-0.05	-0.05	1.08
SHFE热轧卷板	3340.00		-0.48	-0.48	2.86
LME铝	2602.50		-0.50	-0.50	2.02
ICE2号棉花	66.09		-0.68	-0.68	3.49
SHFE螺纹钢	3143.00		-1.08	-1.16	8.62
CBOT豆粕	283.70		-1.83	-1.83	9.01
CBOT大豆	1026.75		-2.63	-2.63	3.53
ICE布油	65.67		-2.68	-2.68	11.24
ICE11号糖	15.58		-4.83	-4.83	18.56
主要货币汇率			涨跌幅（%）		
美元兑日元	147.409		0.24	0.24	-6.01
美元兑离岸人民币	7.1374		0.22	0.22	-2.22
美元兑人民币(CFETS)	7.1378		0.07	0.07	-2.21
港元兑离岸人民币	0.914		0.07	0.07	-2.96
美元兑英镑	0.7401		-0.05	-0.05	-7.10
美元指数	97.7357		-0.11	-0.11	-9.53
美元兑欧元	0.8532		-0.28	-0.28	-11.21
其他重要指数			涨跌变化		
VIX指数	15.18		↓ -0.18	↓ -0.18	↓ -2.17
Cboe黄金ETF波动率	18.30		↑ 0.91	↑ 0.91	↑ 3.68
美债10y-2y	0.59		↑ 0.59	↓ -0.05	↑ 0.28
美债信用利差OAS-BBB	1.00		↓ -0.02	↓ -0.01	↓ -0.01
美债信用利差OAS-高收益	2.84		↑ 0.00	↑ 0.02	↓ -0.10

数据日期：2025 年 9 月 4 日，9 月 5 日
 资料来源：万得，国信证券（香港）财富研究部整理

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。

主要市场回顾

美国市场

上周8月非农就业数据显示劳动力市场明显放缓，强化美联储降息预期。美股主要指数上涨，标普500再创新高，小盘股指数表现优异，罗素2000涨1.26%，中概股表现承压。降息预期推动美债收益率全线下行。

- 美国劳动力市场显著降温。8月非农就业数据新增仅2.2万人，失业率升至4.3%，创近四年新高。8月ADP私营部门就业人数仅增加5.4万人，远低于市场预期的6.8万人和7月修正后的10.4万人。上周首次申领失业金人数升至23.7万（预期为23万人，前值为22.9万人），创6月以来最高水平。
- 服务业仍保持相对韧性。8月ISM非制造业PMI指数升至52（预期51，前值为50.1），创六个月新高，新订单指数大幅跃升。
- 美联储内部针对货币政策存在分歧，而目前市场对9月降息至少25基点的预期概率高达99%。美联储“三把手”威廉姆斯认为“逐步降息合适”，而明年票委Hammack则重申不支持9月降息。理事沃勒明确支持9月降息25基点，若就业数据显著疲软甚至可能支持更大幅度降息。
- 9月5日，特朗普签署行政命令正式实施美日贸易协定，对几乎所有日本进口产品征收15%的基准关税（汽车、航空航天等部分产品豁免），日本则同意购买更多美国农产品并建立5500亿美元对美投资基金。
- 特朗普宴请苹果库克、Meta扎克伯格、OpenAI奥特曼等科技领袖参加白宫晚宴，商讨AI基础设施投资与能源需求。扎克伯格称Meta计划在美投资至少6000亿美元。
- 纳斯达克交易所监管升级，要求加密概念股发新股买币需股东批准，并收紧小型股规则以防“拉高出货”骗局。
- 个股方面，博通股价上涨超12%，公司AI芯片收入第三财季业绩超预期，并大幅上调2026年增长预期，且市场消息称OpenAI明年将与博通合作，联合生产自主研发的人工智能芯片；LULULEMON下调全年收入指引，股价大跌超17%。

中国市场

上周港股市场则在南向资金持续流入的支持下表现相对强势，A股市场出现调整，尤其资金从高位科技股获利了结，融资余额增长放缓，交易拥挤度上升，周五市场强势反弹，沪指重回3800点，固态电池、体育产业领涨。产业政策方面，体育产业、电子信息制造业获明确政策支持，人工智能和科技创新被视为推动产业升级重要引擎，市场可能继续呈现结构性行情。人民币汇率低位震荡走势仍较强，中国资产对国际投资者具有持续吸引力。

- 国务院办公厅印发《关于释放体育消费潜力进一步推进体育产业高质量发展的意见》，提出6项20条重点举措。该文件设定目标到2030年，培育一批具有世界影响力的体育企业和体育赛事，体育产业发展水平大幅跃升，总规模超过7万亿元。
- 两部门印发电子信息制造业稳增长行动方案，为2025—2026年设定了主要预期目标：规模以上计算机、通信和其他电子设备制造业增加值平均增速在7%左右，加上锂电池、光伏及元器件制造等相关领域后，电子信息制造业年均营收增速达到5%以上。
- 商务部公布中国首起反规避调查裁决，认定美国出口商通过对华出口相关截止波长位移单模光纤，规避了中国对美非色散位移单模光纤产品的反倾销措施。

商务部决定自9月4日起实施反规避措施，并表示此案对丰富中国贸易救济调查工具具有开创性意义。

- 固态电池技术进展频出，亿纬锂能量产基地揭牌，国轩高科中试线良品率90%，设备企业订单同比增70%-80%。

日本市场

日本制造业持续收缩和财政压力加剧市场担忧，但工资增长加速、美日贸易关系尘埃落定也展现出积极信号。股市波动显著，前半周受前美股回落影响股市承压下跌，爱德万测试、东京电子等大盘科技股大跌拖累市场，周五受美日贸易协定落地及美股隔夜上涨鼓舞股市反弹，汽车、精密机器板块领涨。日本加息预期升温与美联储降息预期形成对比，日元显现一定韧性，美元兑日元汇率持稳于147上方。

- 美日贸易协定正式实施：特朗普签署行政命令，对几乎所有日本输美商品征收15%基准关税，但汽车及零部件、航空航天产品、仿制药以及美国本土无法自然获取或生产的自然资源领域获差异化待遇。而日本政府同意向美国投资5500亿美元，购买美国制造的商用飞机以及美国国防设备，并为美国制造业、航空航天、农业、食品、能源、汽车及工业制成品生产商提供关键领域的突破性市场准入机会；日本还承诺扩大采购美国农产品（大米采购量增75%），总额达每年80亿美元。
- 政治动荡加剧引发市场对财政纪律松弛及民粹主义政策扩张的担忧。日本自民党多名高层（包括干事长森山裕等）集体表达辞职意向，施压首相石破茂。
- 台风“飞燕”登陆日本西部，导致关西机场关闭、700余航班取消、177万户家庭停电，丰田等企业工厂停产。随后台风“琵琶”再次登陆，加剧部分地区地质灾害风险。

欧洲市场

由于对美国经济前景和全球增长放缓的担忧，以及欧洲内部制造业数据疲弱和地缘政治紧张，股市表现疲软，欧洲三大股指全线收跌。板块表现分化，媒体和电信股一度领涨，能源和金融股普遍承压。欧洲债市剧烈波动，周初对政治风险与财政担忧主导情绪，英国、德国和法国30年期国债收益率均攀升至多年高位，临近周末避险情绪和欧央行偏鸽的会议纪要推动收益率回落，欧元小幅走强。

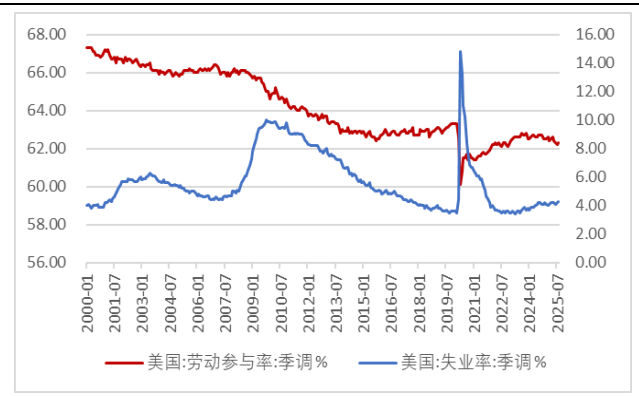
- 欧洲经济通胀达标但增长前景分化。价格水平方面，得益于能源价格同比下跌，欧元区8月CPI同比初值录得2.1%（略高于7月的2.0%），欧央行行长拉加德已正式宣告实现价格稳定，2%的通胀目标基本达成。劳动力市场表现强劲，7月失业率降至6.2%，追平历史低点。
- 市场普遍预期欧央行在9月会议上将“按兵不动”，然而欧央行也保留了灵活性，拉加德强调“继续采取必要措施”确保通胀受控，并提示若美国关税政策导致供应链成本上升或工资压力反弹，不排除重启宽松。
- 欧洲各国为应对地缘安全 and 经济复苏大幅增加财政支出，引发财政纪律担忧。法国政府推动510亿美元预算削减计划以遏制赤字，但政治分裂严重，信任投票前景堪忧；英国面临350亿英镑的预算缺口；德国债券虽被视为避险资产，但因国防和基建支出大幅增加。
- 地缘政治紧张局势升级。约30个欧洲国家在巴黎召开“欧洲安全保障特别峰会”，商讨可能向乌克兰派遣联合部队提供“安全护盾”。俄罗斯总统普京发

出强硬警告作为回应，称任何外部军事干预都将被视为对俄国家安全的直接威胁，俄军已在边境实施最高级别战备。

- 法以外交风波：以色列副外长威胁关闭法国驻耶路撒冷总领馆，以回应法国计划在联合国大会上承认巴勒斯坦国，两国关系紧张加剧。
- 多家欧洲媒体反思欧盟近期在外交上的挫败，包括与美国“严重失衡”的贸易协议，并用“欧洲投降的夏天”、“屈辱世纪”来形容，反映出欧盟在面对中美两大国时的战略困境和影响力挑战。

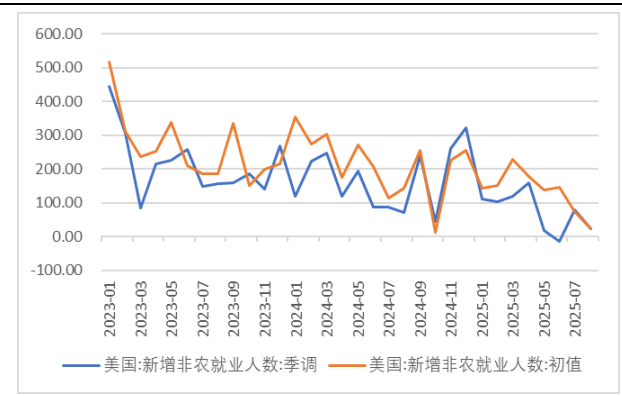
当周宏观经济数据

图 1：美国 8 月失业率升至 4.3%



资料来源：万得，国信证券（香港）财富研究部整理

图 2：美国 8 月非农就业数据新增仅 2.2 万人



资料来源：万得，国信证券（香港）财富研究部整理

图 3：美国 8 月非农职位空缺率下滑



资料来源：万得，国信证券（香港）财富研究部整理

图 4：美国 8 月非农时薪增速放缓



资料来源：万得，国信证券（香港）财富研究部整理

图 5：美国 8 月 ISM 制造业 PMI 升至 48.7

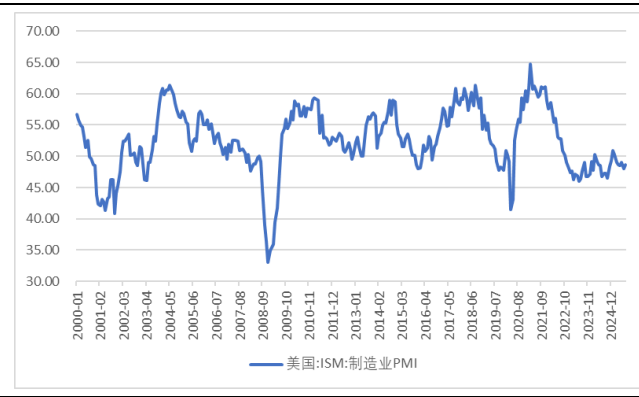
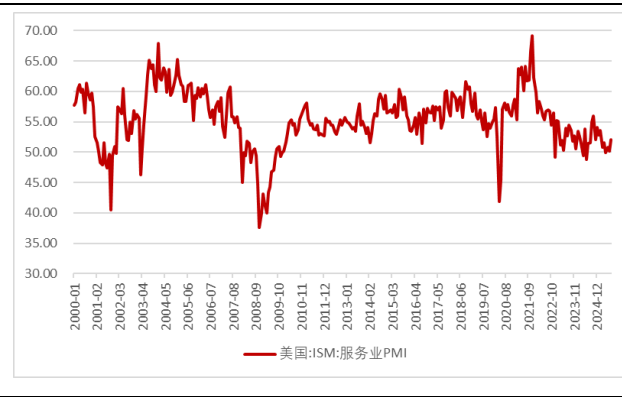


图 6：美国 8 月 ISM 服务业 PMI 指数升至 52



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。

资料来源：万得，国信证券（香港）财富研究部整理

二、宏观经济概览

高频数据观察

高频数据显示，美国经济增长动能持续放缓，整体金融流动性边际收紧，经济意外指数上升；消费显示韧性，就业市场继续降温，地产需求边际再度走弱。

- 消费方面，RedBook零售指数同比与上周持平。
- 就业市场方面， 上周首次申领失业金人数升至23.7万（预期为23万人，前值为22.9万人）。
- 地产方面，30年期固定利率房贷利率继续下行。

图 7：RedBook 零售指数同比与上周持平



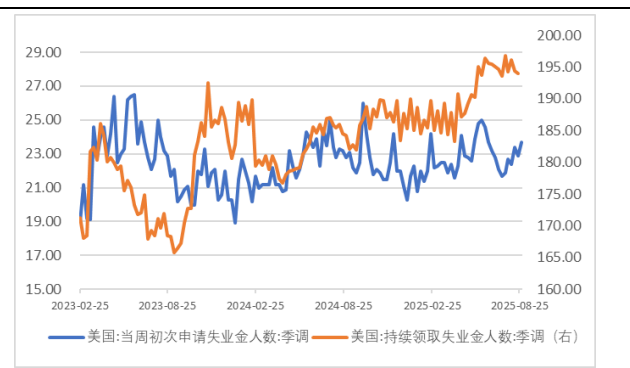
资料来源：万得，国信证券（香港）财富研究部整理

图 8：8 月密歇根大学消费者信心指数初值回落



资料来源：万得，国信证券（香港）财富研究部整理

图 9：首申失业金人数升至 23.7 万人



资料来源：万得，国信证券（香港）财富研究部整理

图 10：30 年期固定利率房贷利率下行



资料来源：万得，国信证券（香港）财富研究部整理

图 11：MBA 购买指数再度回落

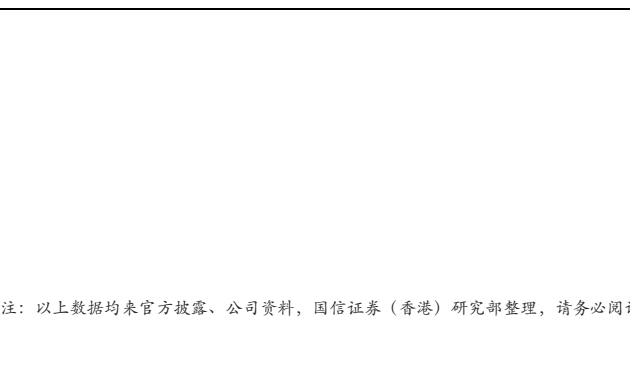
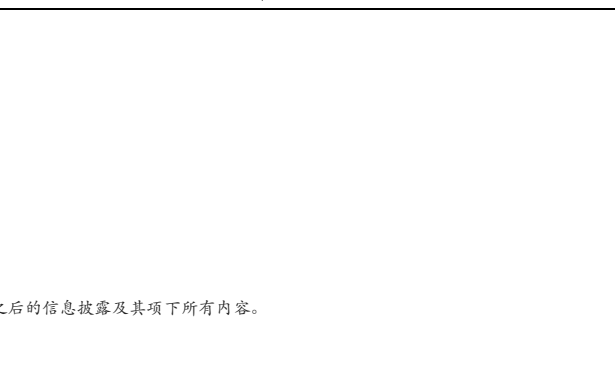
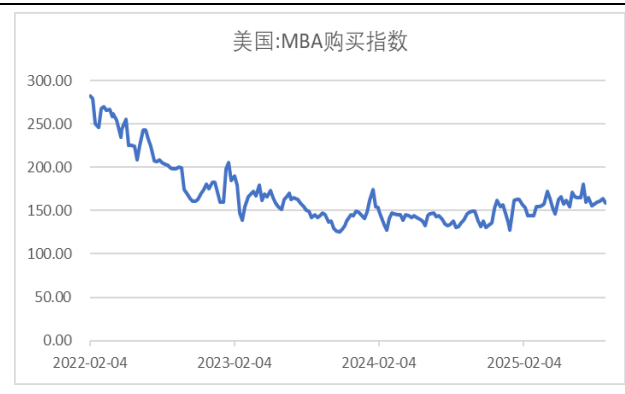


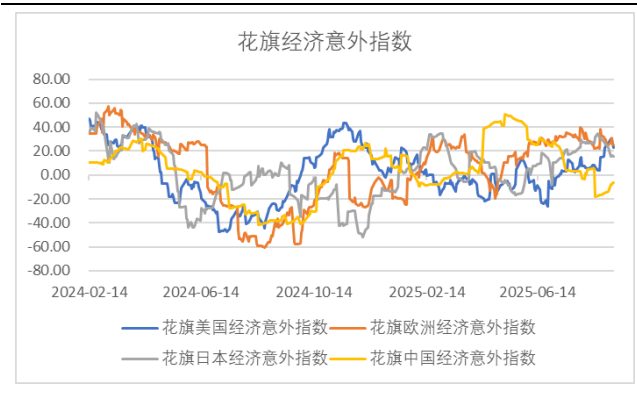
图 12：美国花旗经济意外指数上升



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。



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 13：美国整体金融状况边际收紧



资料来源：万得，国信证券（香港）财富研究部整理

图 14：WEI 周度经济指数边际走弱



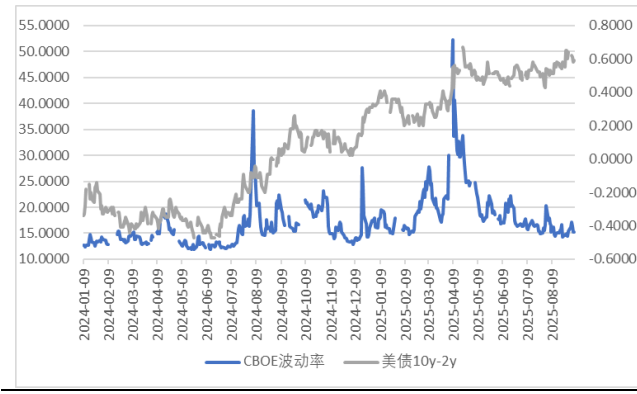
资料来源：万得，国信证券（香港）财富研究部整理

图 15：美国信用利差收窄



资料来源：万得，国信证券（香港）财富研究部整理

图 16：VIX 指数处于低位



资料来源：万得，国信证券（香港）财富研究部整理

本周重点关注
 表 2：本周宏观日历

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。

日期	时间	国家/地区	指标名称
2025-09-08	待定	中国	8月进出口数据
2025-09-10	待定		8月金融数据
2025-09-07	待定		8月官方储备数据
2025-09-10	09:30		8月PPI:同比(%)
2025-09-10	09:30		8月CPI:同比(%)
2025-09-11	07:50	日本	第三季度BSI大型制造业信心指数(%)
2025-09-11	07:50		第三季度BSI大型非制造业信心指数(%)
2025-09-08	07:50		第二季度不变价GDP:同比(修正)(%)
2025-09-11	07:50		8月PPI:同比(%)
2025-09-11	07:50		8月PPI:环比(%)
2025-09-09	07:50		8月M2:同比(%)
2025-09-12	12:30		7月生产者产成品库存指数:季调:环比(修正)(%)
2025-09-12	12:30		7月工业生产指数:同比(修正)(%)
2025-09-12	12:30		7月工业生产指数:季调:环比(修正)(%)
2025-09-12	12:30		7月产能利用率指数:同比(%)
2025-09-11	20:15	欧盟	9月欧元区:基准利率(主要再融资利率)
2025-09-11	20:15		9月欧元区:存款便利利率(隔夜存款利率)
2025-09-11	20:15		9月欧元区:边际贷款便利利率(隔夜贷款利率)
2025-09-12	22:00	美国	9月密歇根消费者情绪指数(初值)
2025-09-11	20:30		9月06日初请失业金人数:季调((人)
2025-09-12	02:00		8月政府财政赤字(百万美元)
2025-09-10	20:30		8月核心PPI:季调:同比(%)
2025-09-11	20:30		8月核心CPI:季调:同比(%)
2025-09-10	20:30		8月PPI最终需求:季调:同比(%)
2025-09-09	18:00		8月NFIB中小企业乐观程度指数
2025-09-11	20:30		8月CPI:季调:同比(%)
2025-09-11	20:30		8月30日续请失业金人数:季调(人)
2025-09-09	04:00		7月消费信贷:季调:折年率(%)
2025-09-09	04:00		7月消费信贷:季调(百万美元)
2025-09-10	22:00		7月商业批发销售:季节调整
2025-09-10	22:00		7月商业批发库存:季节调整
2025-09-12	14:00	德国	8月CPI:同比(%)
2025-09-08	14:00		7月进出口数据

资料来源：万得，国信证券（香港）财富研究部整理

三、观点及配置建议

降息交易or衰退交易？

在8月一系列宏观周报中，我们对经济周期性衰退的机理、主要经济体经济所处的阶段、降息周期下的大类资产配置逻辑作出全面分析和预判。随着美国最新8月非农就业数据的发布，我们此前的一系列判断得到进一步验证。

8月非农就业数据不及预期，再次确认美国处于经济周期末期的下行通道之中。8月4.3%的失业率水平，表明经济基本面未进入急速恶化的阶段且尚未触及萨姆规则。我们曾测算：美国过去12个月失业率最低为4.0%（2025年1月），2025年5月、6月、7月失业率为4.2%、4.1%、4.2%，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。

从数据公布后各类资产的表现来看，市场预期美联储9月降息“板上钉钉”，风险资产表现仍相对强势，市场尚未进入衰退交易。后续经济基本面的变化将成为关键，美国经济或进入“类滞胀”阶段，而资本市场更提前进入到“类滞胀”的交易逻辑，一方面对经济基本面增长缺乏乐观预期，另一方面对流动性充裕的持续性存疑。

我们再次提醒：（1）抓住降息周期带来的债券资产确定性机会；（2）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，在微观上享受流动性充裕并把握风险资产结构性机会的同时，应重视宏观对冲，持续跟踪并预防经济的尾部风险。

以下再次分享并重申我们的分析框架及观点。

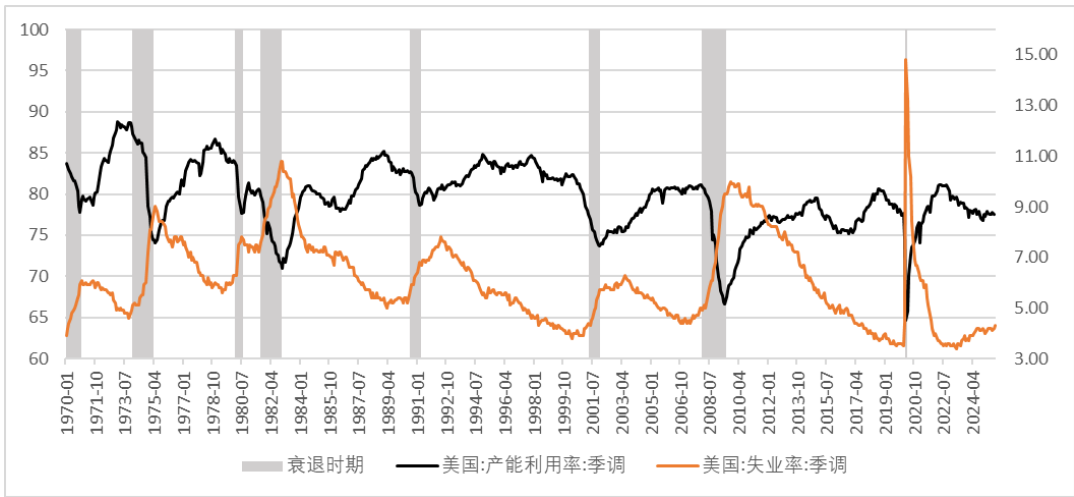
● （1）经济周期性衰退的机理

- 经济周期性衰退是资本追求利润最大化导致需求不足、产能相对过剩所引起的。
- 美国历史八次衰退前夕，均表现为企业利润率、就业数据以及产能利用率三者同时恶化。
- 经济危机的发生不是渐进式，而是“深V”爆发，货币政策无法阻止衰退。

● （2）主要经济体经济所处的阶段

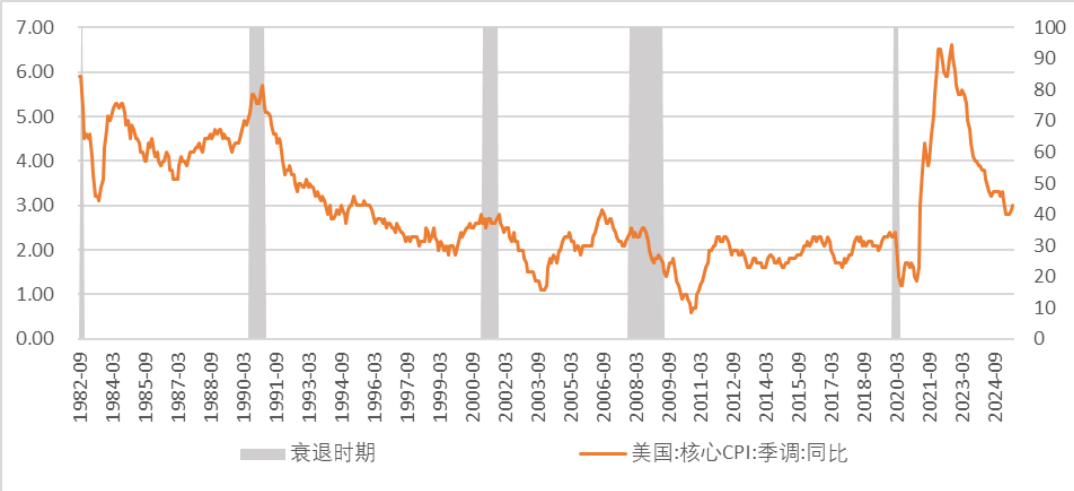
- 美国：美国已进入本轮经济周期末期，经济核心压力源于三方面
 - 产能利用率、失业率指标，已反映供需矛盾已实质深化。
 - 作为美国经济支柱的政府支出已现疲态，财政政策或难以持续，将进一步抑制需求。
 - 经济下行或迫使加速降息，应对性的货币政策将利好市场但对实体经济提振作用有限。
- 中国：结构性复苏，经济基本面走向和斜率仍待观察
 - 整体经济“稳中有进”，政策效果逐步显现，但基本面仍是结构性非全面性的复苏，需求端结构性分化明显，生产端动能转换加速，依然存在需求不足的挑战。
 - 未来增长将依赖于科技创新、产业升级和内需潜力的持续释放，更需要政策持续的保驾护航。

图 17：衰退的发生不是渐进式，而是“深V”爆发



资料来源：万得，国信证券（香港）财富研究部整理

图 18：美国经济或将进入“类滞胀”阶段



资料来源：万得，国信证券（香港）财富研究部整理

产品配置建议

● 大类资产的机会与风险

➤ 股市：决定股市中长期走势的关键仍在于衰退风险，非美股市的外部宏观风险大于内部

- 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。复盘历史，医疗保健、科技等成长板块估值弹性与产业趋势共振，有超额表现。
- 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。经济“硬着陆”的尾部风险，美股科技盈利无法持续支撑股过高的估值、财政危机或成为导火索。在此情境下，公用事业等防御板块将成为市场避风港。
- 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。

➤ 利率：确定性的机会，超长端的风险

- 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）。
- 捕捉利率下行机会建议拉长债券久期，但需考虑到美国财政危机风险与通胀隐忧，美债收益率曲线或走向牛陡，超长期债券配置性价比或不如中长久期债券。
- 大宗商品：核心逻辑是“实际利率下行+衰退风险+避险需求”
 - 黄金：受益于降息周期和地缘政治不确定性，中长期继续保持强势。
 - 铜等工业品：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。
 - 白银：兼具贵金属和工业金属属性，后续走势不确定性和弹性更大。

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：利率下行区间通常伴随美联储货币政策宽松，利率确定性的机会



数据来源：Wind

资料来源：万得，国信证券（香港）财富研究部整理

● 资产配置时钟

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。

美林投资时钟（The Investment Clock）是美林证券提出的经典资产配置理论，它根据经济增长（GDP）和通货膨胀（CPI）两个宏观指标，将经济周期划分为四个阶段，并指明了每个阶段表现最佳的资产类别和行业轮动方向。

投资时钟提供一种“顺势而为”的资产配置思路，帮助理解经济基本面和货币政策如何影响不同资产的相对表现，适用于中长期战略资产配置方向判断。

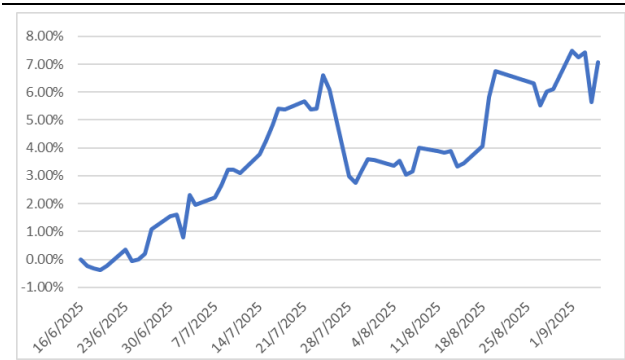
我们认为美国经济或将进入“类滞涨”阶段，因而在大类资产配置 FOF 模拟组合中：1) 阶段性降低超长期美国债券比例，转为中短期；2) 港股仓位>美股，并提升红利类策略占比；3) 增加商品仓位，坚定持有黄金。

表 3：资产配置时钟

经济周期阶段	经济增长 (GDP)	通货膨胀 (CPI)	核心驱动逻辑	大类资产表现排序	行业配置建议
复苏期 (Recovery)	高 ↑ (经济增长加速)	低 ↓ (通胀低位)	企业盈利改善，低利率环境利好风险资产。	股票 > 债券 > 现金 > 大宗商品	周期成长股：金融、科技、工业、可选消费
过热期 (Overheat)	高 ↑ (经济增长见顶)	高 ↑ (通胀攀升)	通胀升温推高商品价格，央行加息压制债券估值。	大宗商品 > 股票 > 现金/债券	资源与能源：石油、工业金属、基础原材料
滞胀期 (Stagflation)	低 ↓ (经济停滞下滑)	高 ↑ (通胀高企)	现金为王，持有现金规避资产价格下跌并享受高利率。	现金 > 大宗商品 > 债券 > 股票	抗通胀资产：黄金、必需消费品、短期国债、货币基金
衰退期 (Recession)	低 ↓ (经济持续下滑)	低 ↓ (通胀回落)	央行降息预期升温，债券价格上升，避险需求旺盛。	债券 > 现金 > 股票 > 大宗商品	防御型板块：公用事业、必需消费品、高股息股票

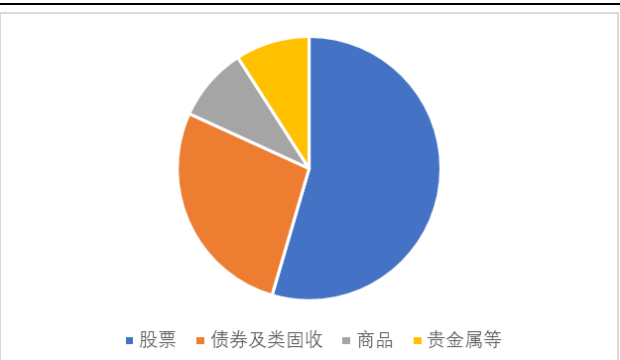
资料来源：国信证券（香港）财富研究部整理

图 20：大类资产配置 FOF 模拟组合表现



数据日期：2025 年 9 月 5 日
 资料来源：万得，国信证券（香港）财富研究部整理

图 21：FOF 模拟组合资产配置



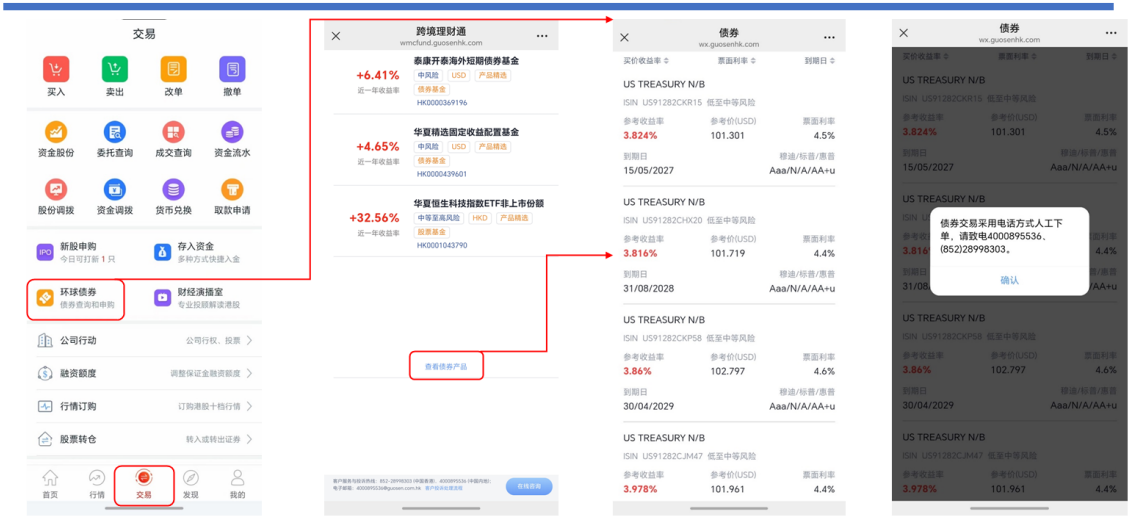
数据日期：2025 年 9 月 5 日
 资料来源：万得，国信证券（香港）财富研究部整理

● 产品配置

鉴于目前经济形势仍然不明朗，而美联储于 9 月降息的确定性愈发增加，美债将迎来资本利得收益增加的机会，建议稳健投资者关注 10 年内的美债。

图 22：我司美债流程：

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。



仅为案例学习，不作为投资建议，投资有风险，决策需谨慎

资料来源：国信证券（香港）财富研究部整理

表 4：精选基金一览

资产类别	基金名称	收益情况	推荐理由
现金类	华夏精选美元货币基金	最新七天年化 4.390%	现金管理工具，产品随时申赎，目前美国基准利率仍然较高
	高腾微金美元货币市场基金	最新七天年化 4.27%	现金管理工具，产品随时申赎，目前美国基准利率仍然较高
债券类	泰康开泰海外短期债券基金	周涨跌幅 0.0588%	近一年收益率5.62%，投资于海外发行的投资级短期固收工具，可作为现金替代和避险配置的核心工具。
	10年期美国国债	最新收益率 4.0742%	最大的债券市场，兼具高流动性和安全性，在美联储意外降息时资本利得收益更有优势，而现处于美国降息周期
股票类	华夏恒生香港生物科技指数ETF（非上市份额）*	周涨跌幅 6.363%	指数覆盖港股“科技”与“生物医药”两大核心板块，适合阶段性估值修复布局，近一年收益率达130.62%
	易方达（香港）中国股票股息基金	周涨跌幅 -0.592%	以绝对收益为目标，港股红利+主动管理，精选高股息资产，自2018年7月连续派息，近一年收益率达45.9%
	易方达（香港）纳斯达克100指数基金	周涨跌幅 0.211%	美股资产配置核心持仓之一，虽有经济衰退风险，美联储降息或会托底，需波段操作，近一年收益率达21.65%
其它	南方东英黄金期货每日杠杆（2x）产品-（7299.HK）	周涨跌幅 9.31%	全球央行持续购金，可对冲美元走弱，涨幅过高需时间消化但不影响长期投资逻辑，近一年收益率达77.96%
*因产品成立时间问题，近一年采用场内ETF同期的数据。 场内产品及货币基金净值日：9月5日；债券型和股票型基金净值日：9月4日。			

资料来源：彭博，国信证券（香港）财富研究部整理

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。

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。

免责条款

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期内所提及的期货和／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别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期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。