



美联储降息交易指南

报告日期： 2025年09月07日

- 分析师：杨芹芹
- SAC编号：S1050523040001
- 分析师：孙航
- SAC编号：S1050525050001

研 究 创 造 价 值

联储降息重启，在弱经济的现实下，本轮降息周期预计更深更长，利率下行叠加宏观流动性释放，带来降息交易趋势性机会

资产策略：

美股：降息交易轮动，前期关注降息受益的避险+降息的组合、如美股金融、保健和地产，后期流动性出现持续利好，带动降息交易向着成长+降息的组关扩散，小盘成长主题、金融科技、生物技术等都会持续收益，当前推荐杠铃降息策略（一端地产，另一端金融科技）；同时关注VIX的空头扭转的交易性机会。

美债：美债利率有趋势性下行机会，但宏观和交易或形成对冲，在整体仍有滞胀预期的影响下，美债利率更多将呈现震荡下行的格局，可逢利率高位布局多美债；

美元：降息重启后利率下行，弱美元仍是大势所趋，但下行过程较为曲折，短期关注降息预期，将决定美元是否下行测试95；

黄金：降息周期中黄金受益，且降息力度和持续周期均会超过2024年，建议黄金逢低布局，等待下一轮做空美国资产的浪潮重启。

(1) 地缘冲突升级

(2) 关税摩擦升级

(3) 降息不及预期

目录

CONTENTS

1. 非农确认弱现实，降息重启
2. 美股：降息杠铃策略，关注VIX空头反转
3. 美债：低位波动转向震荡下行，择机做多
4. 美元：弱美元趋势确定，关注降息预期路径
5. 黄金：把握降息的右侧机会

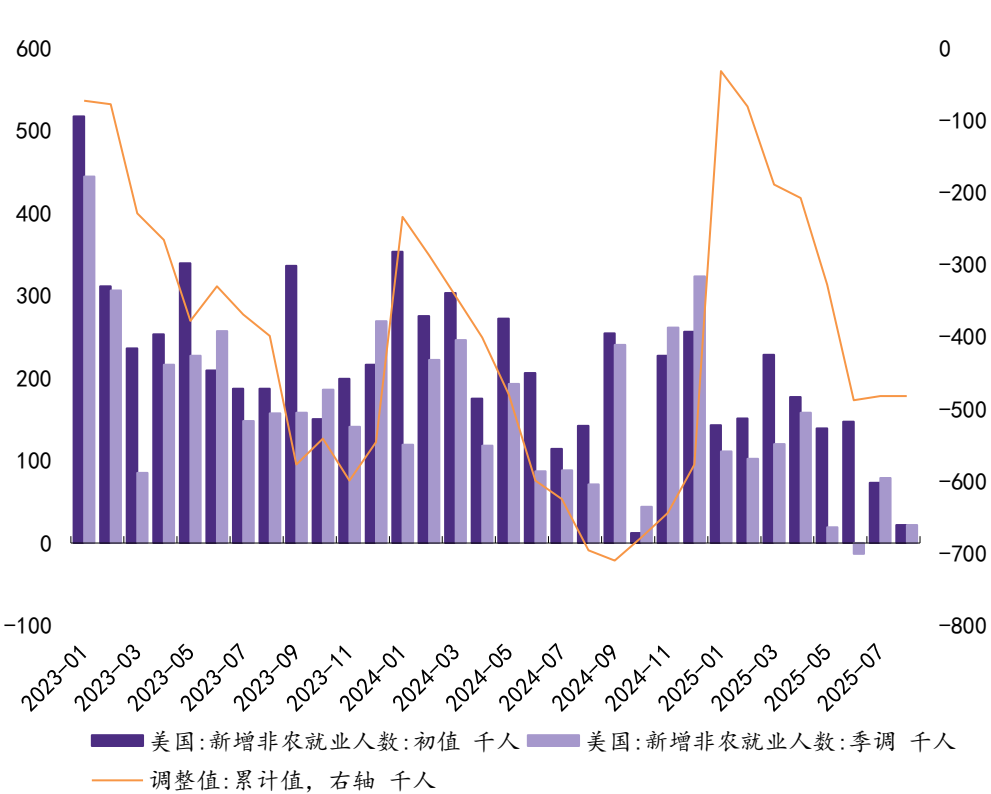
01 非农确认弱现实，降息重启

研究创造价值

非农确认经济弱现实，降息重启

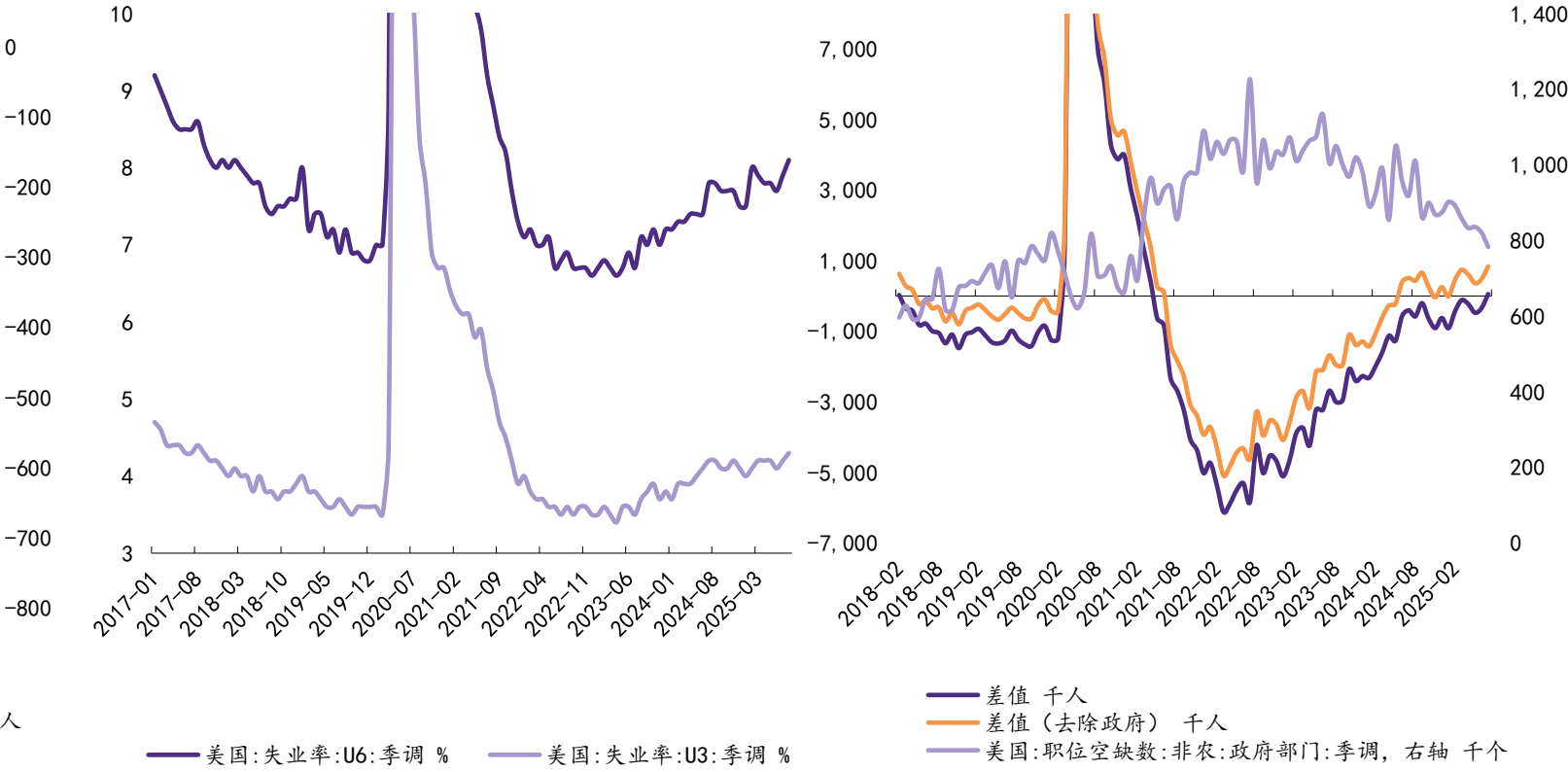
◆ 周五非农数据全面低于预期，且对前值进行下修，年内已经累计下修近50万人，长期失业人数进一步累计，单月新增19.4万人，是三年以来的最高值。长期失业率突破8%来到8.1%，叠加本月ADP、ISM PMI就业指数、初申、职位空缺以及Indeed数据均显示美国就业走弱，且是劳动力需求减少而不是移民造成的供给冲击，即使算上政府就业人群，美国劳动市场也已经转入供给过剩的情况，均验证了本轮经济的弱现实比2024年更为明确，本轮的降息持续性和深度更值得期待

新增非农低于预期，已经接近了负增的边缘，年内已经持续下修了近50万人就业



资料来源: wind资讯, 华鑫证券研究

长期失业率超过8%，为2021年以来的最高值 需求问题愈发凸显，美国劳动市场进入全面供给过剩



降息预期升温，但未过热

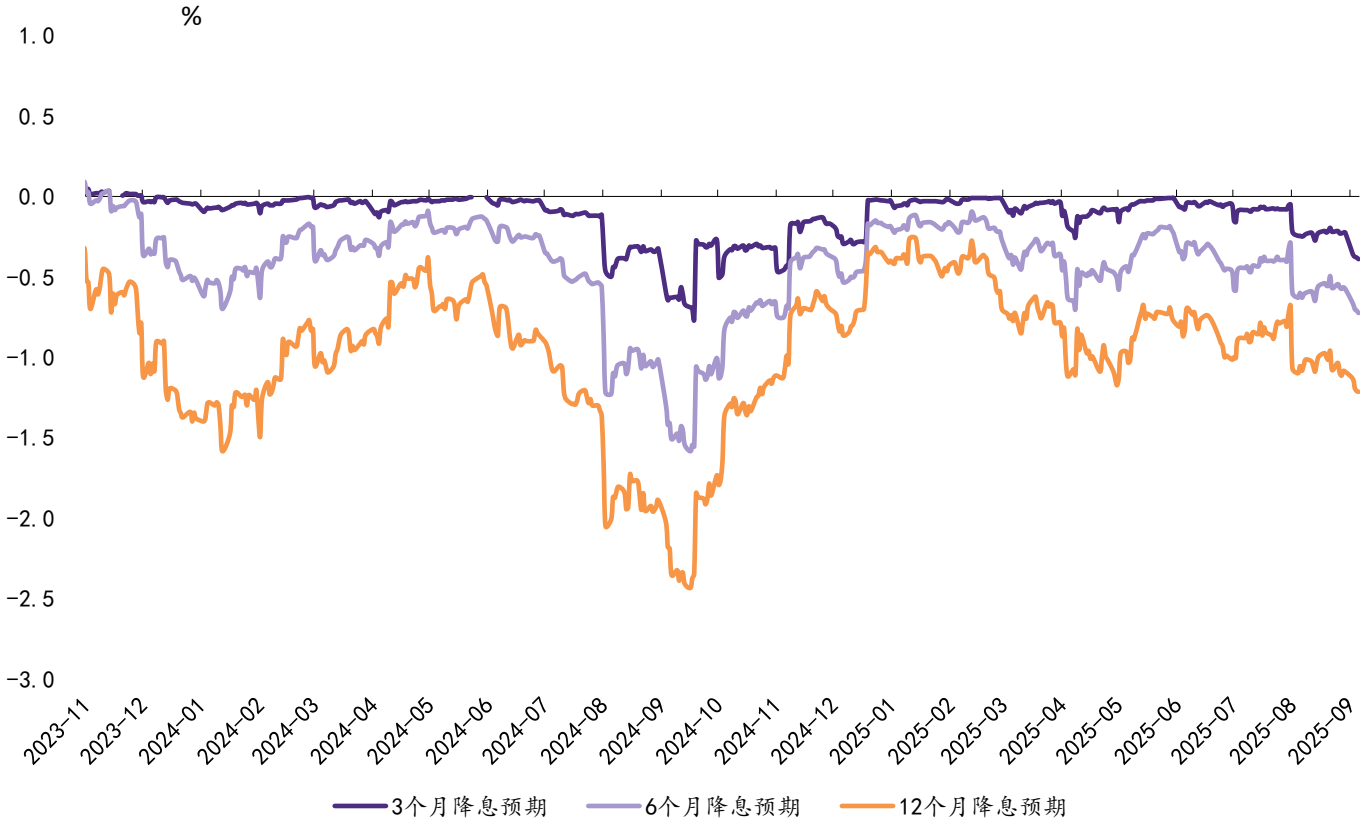
- ◆ 降息预期出现快速的升温，CME显示九月份降息预期基本稳定，年内预计降息三次，利率期货显示12个月内会有近乎5次降息，即120BP的联邦基金利率的下行
- ◆ 但从情绪的角度来说，当前的降息预期还是较为合理，后续仍有降息预期持续升温的空间，2024年9月降息预期最盛时市场预计12个月内会有近乎10次的降息

9月份降息25BP基本确定

	CME FEDWATCH TOOL - CONDITIONAL MEETING PROBABILITIES									
MEETING DATE	175-200	200-225	225-250	250-275	275-300	300-325	325-350	350-375	375-400	400-425
17/09/2025						0.0%	0.0%	0.0%	11.0%	89.0%
29/10/2025	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	8.5%	71.0%	20.5%
10/12/2025	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	7.7%	65.3%	25.1%	1.9%
28/01/2026	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	4.1%	38.3%	43.9%	12.8%	0.9%
18/03/2026	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	2.5%	24.9%	41.7%	25.0%	5.5%	0.3%
29/04/2026	0.0%	0.0%	0.0%	0.9%	10.8%	31.2%	35.5%	17.8%	3.6%	0.2%
17/06/2026	0.0%	0.0%	0.6%	7.3%	23.8%	33.9%	24.2%	8.7%	1.4%	0.1%
29/07/2026	0.0%	0.2%	2.7%	12.6%	27.1%	30.8%	19.2%	6.4%	1.0%	0.1%
16/09/2026	0.1%	1.2%	6.7%	18.4%	28.6%	26.1%	14.0%	4.2%	0.6%	0.0%
28/10/2026	0.3%	2.1%	8.5%	20.0%	28.2%	24.2%	12.5%	3.6%	0.5%	0.0%
9/12/2026	0.6%	3.2%	10.5%	21.4%	27.5%	22.2%	11.0%	3.1%	0.4%	0.0%

资料来源：wind资讯，CME，华鑫证券研究

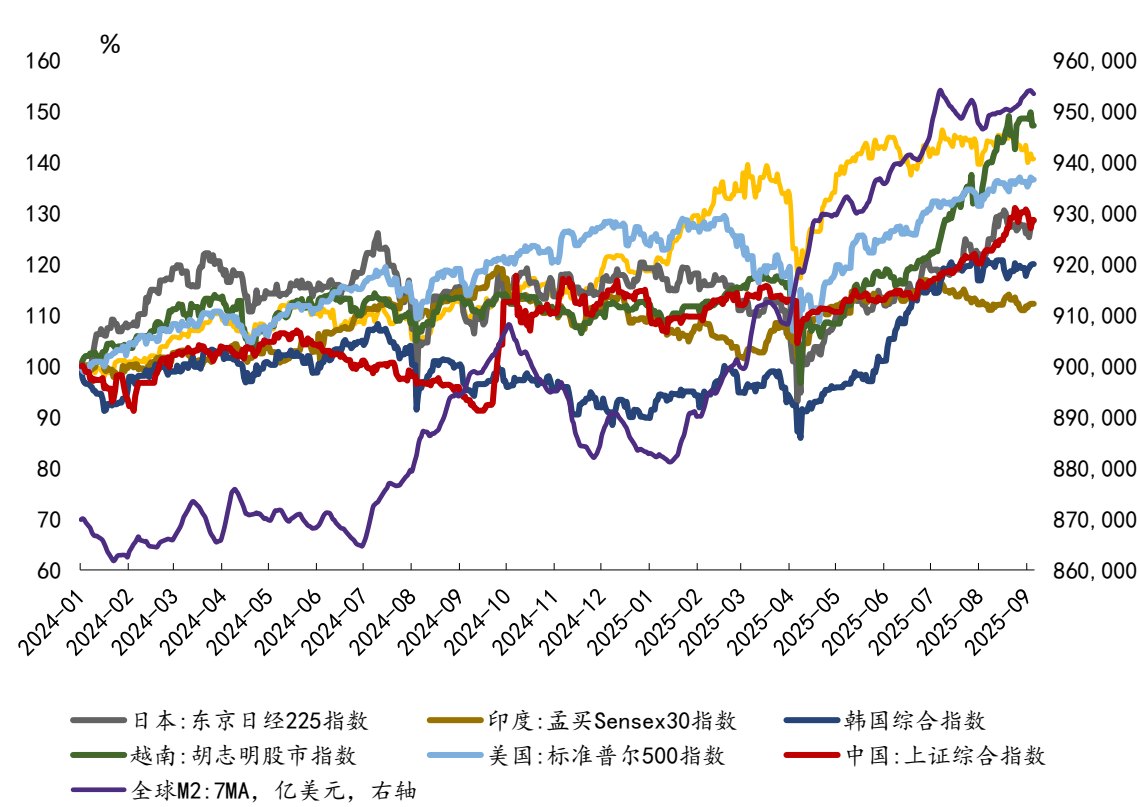
联邦利率期货显示12个月内会有近5次降息



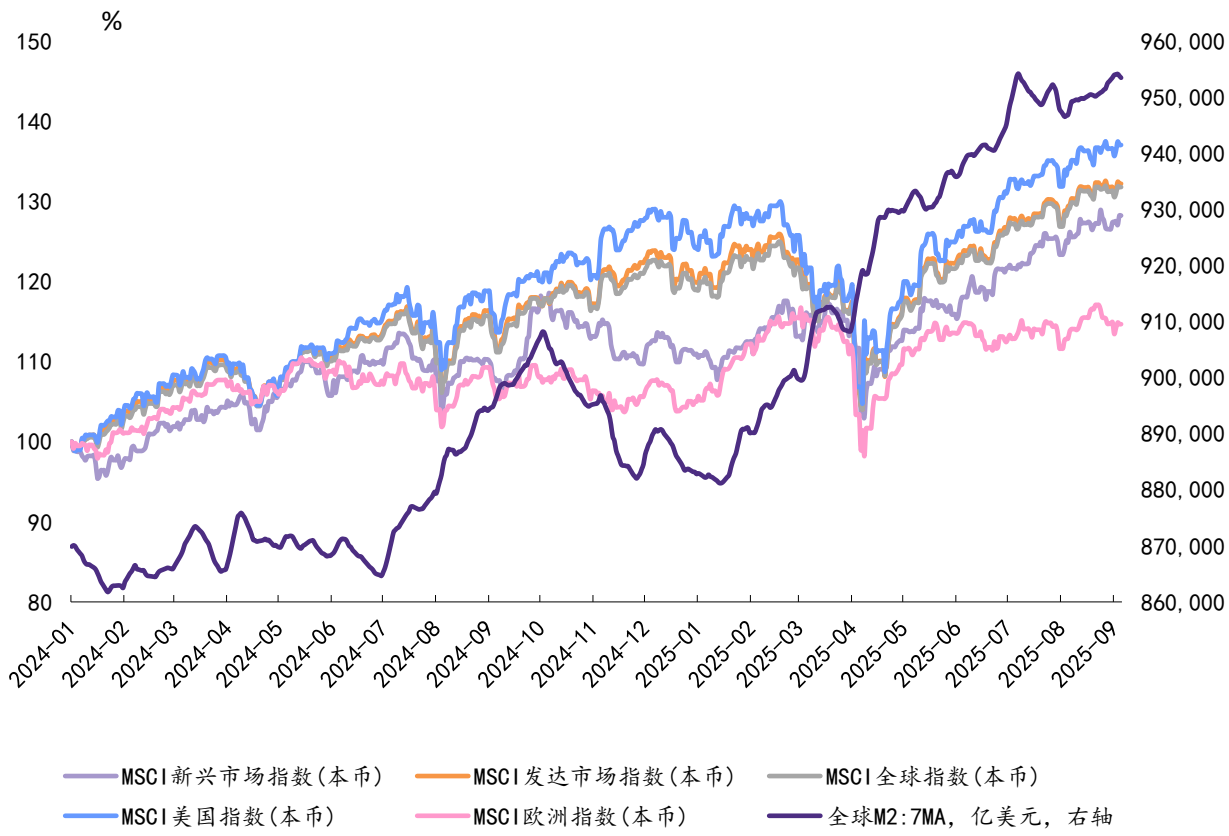
降息重启，全球流动性拐点已现

◆ 2024年降息交易反转后，全球流动性有过短暂的回落，2025年1月重新开始宽裕，带动全球风险市场开始回升，中间经历了特朗普的关税冲击，除了欧洲以外，基本都走出前高，在降息的背景下，预计全球流动性将持续宽裕，带动风险资产的持续表现，AH也会持续受益

以2024年年初价格为100，各国股指和msci指数的走势均持续走高



资料来源: wind资讯, 华鑫证券研究



02 美股：降息杠铃策略，关注VIX空头反转

一手地产，一手金融科技

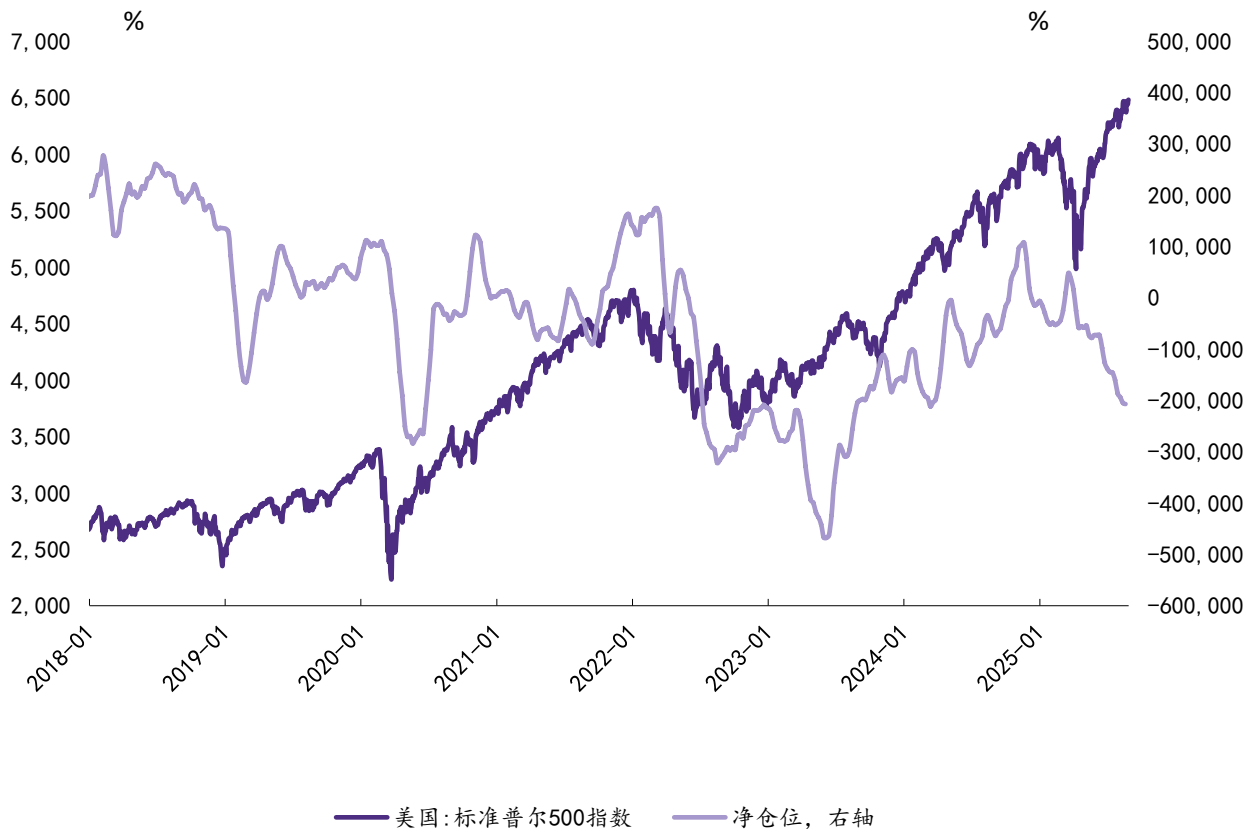
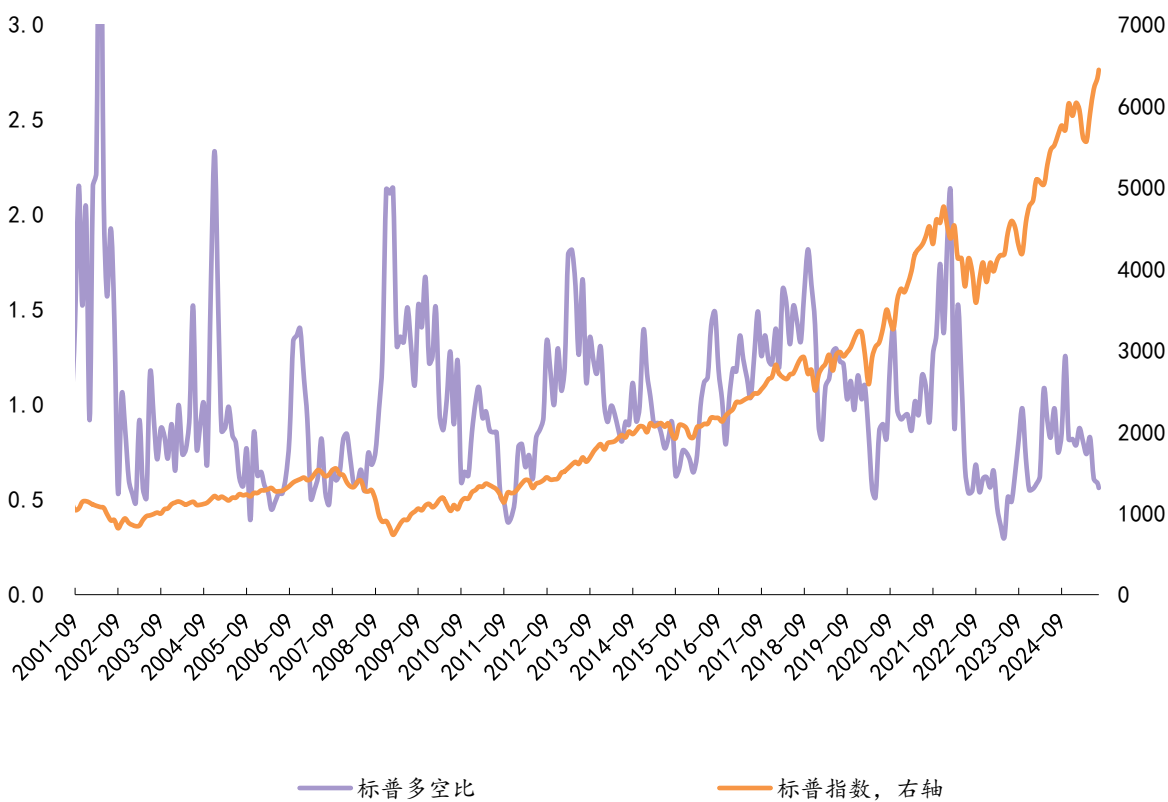
研究创造价值

美股情绪：标普和VIX空头同时回升

- ◆ 标普多空比的持续下行，通常意味着多头情绪回落、对后市信心下降，尤其是在指数前期屡创新高的背景下，这种仓位变化更可能是资金提前防御。
- ◆ 从过去历史来看，整体美股的多空仓位都会在初步调整之后出现空头的持续加仓，以防趋势性下跌的出现，更多是跟随看空而不是领先指标，若是美股恢复上涨则会出现空头的投降，本轮整体美股多空仓位（罗素，道琼斯，标普和纳斯达克）是从4月份开始持续转空的，但指数已经回到前高，空头的韧性有待观察，若是后续空头出现回落，美股仍有一定的上行空间，但若是经济端或者政策端出现意外冲击，则会带动空头的获利了结。

标普期货空头持续加仓

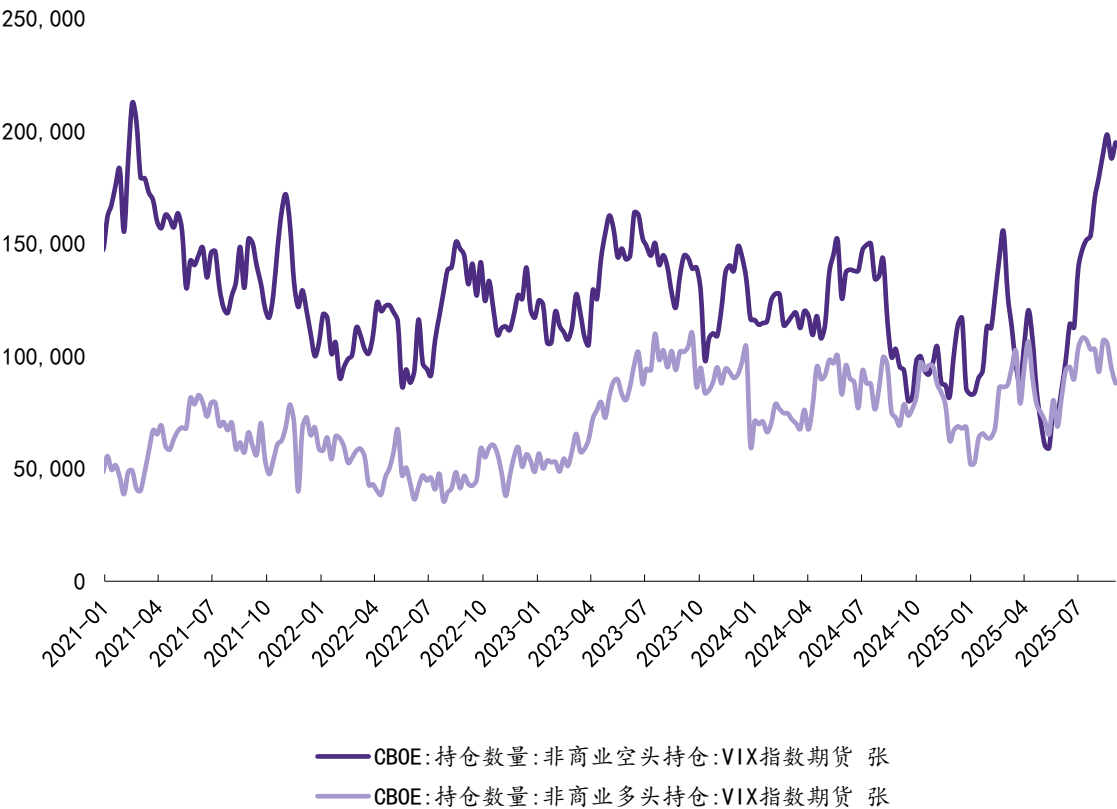
整体净仓位持续回落，且已经来到了净空头的状态



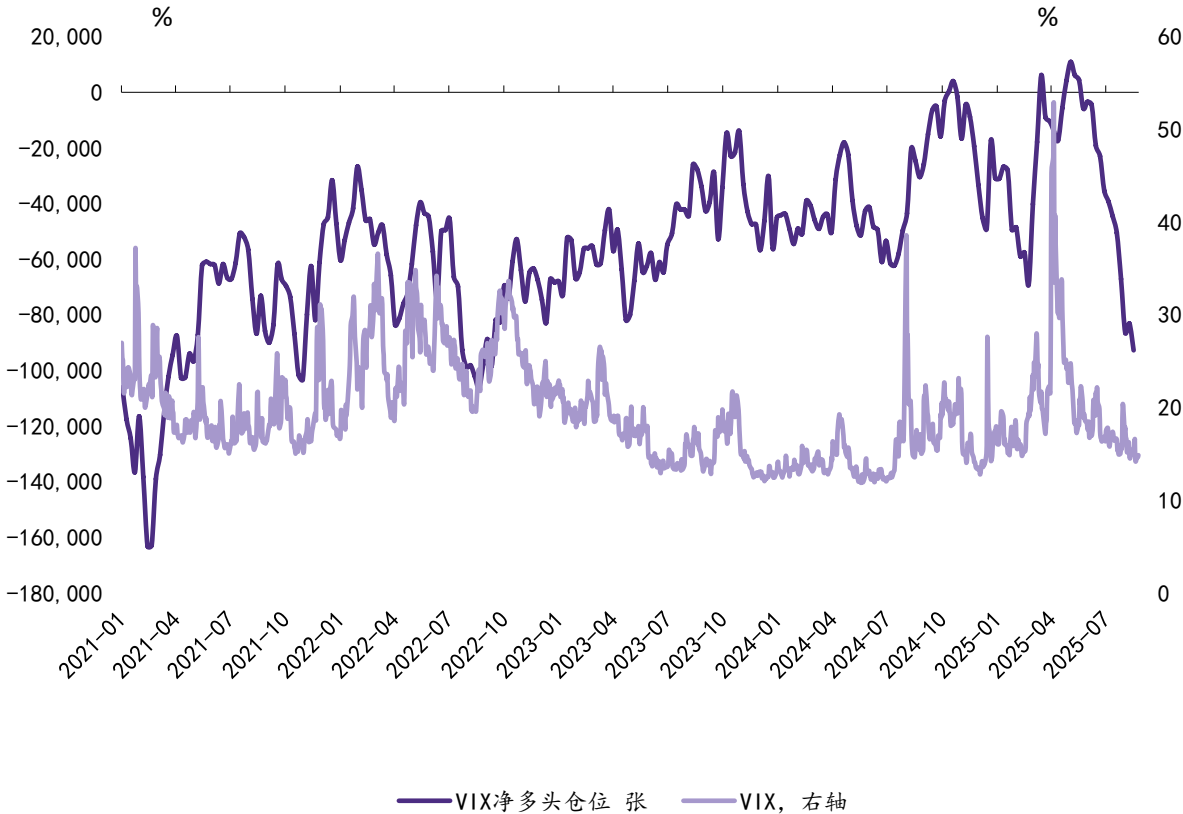
资料来源：wind资讯，华鑫证券研究

◆ VIX的空头仍在持续回升，创下2021年以来的新高，主要是在8月22日鲍威尔发言后，降息预期较为确定情况下，市场在持续押注后续交易的稳定性来套利，但过去每次VIX空头快速加仓，后续都会被快速的反转，近期2024年7月和2025年2月均有一定的验证，需要警惕意外事件和宏观数据带来的预期冲击，VIX多头快速回补带来的VIX上行，美股下调的压力，当前已经出现了VIX空头的放缓

VIX空头出现了快速的回补，但当前已开始放缓



过去每次市场一致预期做空VIX后，总会出现反转

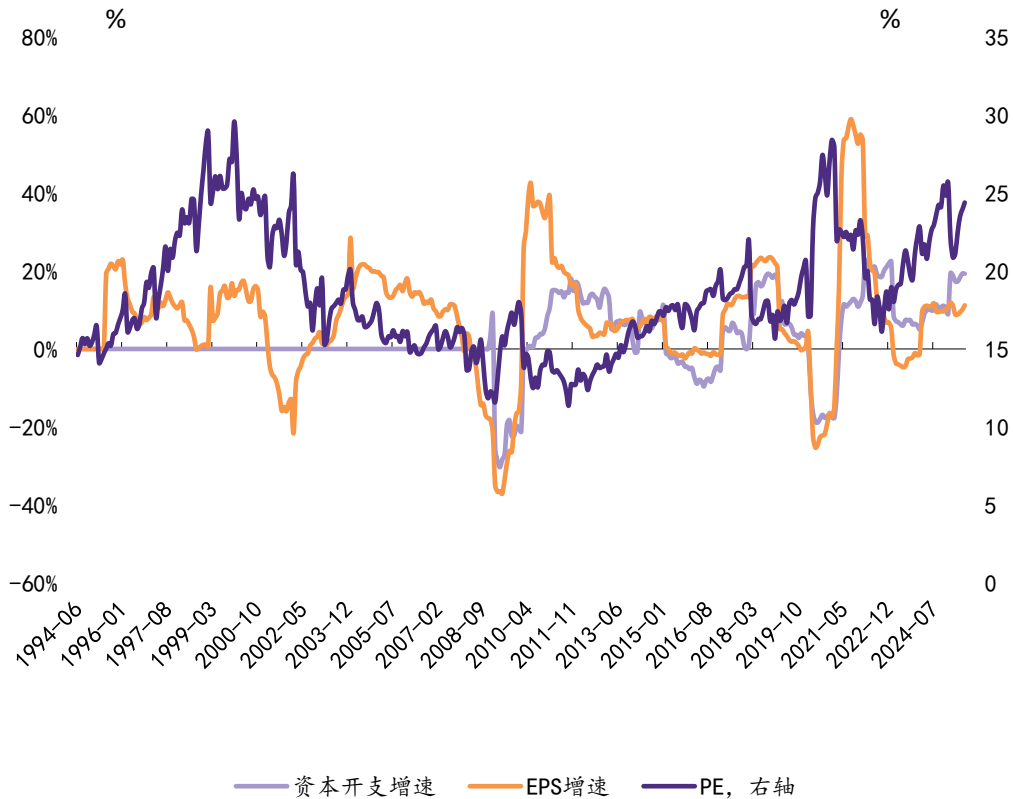


资料来源: wind资讯, 华鑫证券研究

美股基本面：后续业绩或出现兑现压力

各行业Forward PE多数处于过去5年和10年历史分位的高位，市场对盈利增长有较高预期。
信息技术、原材料、房地产、工业等盈利增速居前，但科技整体估值极高，兑现压力仍待观察

盈利维持震荡，Pe持续回升



资料来源：wind资讯，华鑫证券研究

市场对明年EPS增速保持高期待

名称	当前 Forward PE	5年百分 位	10年百分 位	Forward EPS	当前EPS	增速	1年 Forward EPS增速 百分位	3年 Forward EPS增速 百分位	5年 Forward EPS增速 百分位
电信服务	21.33	69	81	19.06	19.82	-3.83%	30	50	48
核心消费品	22.74	92	96	39.83	39.62	0.53%	3	1	3
保健	17.55	46	66	93.01	89.11	4.38%	4	54	33
公用事业	19.54	61	75	23.16	22.19	4.39%	77	91	95
金融	17.59	89	94	51.72	49.50	4.49%	80	94	76
能源	16.39	85	45	41.59	39.76	4.60%	54	24	26
非核心消费品	30.88	64	79	68.41	64.95	5.34%	27	33	32
工业	26.48	72	83	51.50	48.28	6.68%	67	39	36
地产	20.04	48	49	7.13	6.66	7.03%	38	48	43
信息技术	32.90	86	93	167.61	155.38	7.87%	53	67	59
原材料	22.49	83	89	27.48	25.24	8.90%	75	88	57

资产策略：降息交易——地产、保健和金融

降息交易的板块依然是相对具备性价比和确定性的方向，关注地产、保健和金融的相关机会

		保健	金融	信息技术	电信服务	核心消费	工业	能源	公用事业	非核心消费	原材料	房地产
降息周期	平均	5.47%	-7.95%	-12.24%	-10.49%	9.84%	-10.00%	-13.39%	-10.01%	-5.01%	-6.50%	10.59%
	T+90	7.02%	2.73%	7.21%	6.01%	7.41%	4.00%	-0.08%	2.94%	4.45%	3.05%	-5.81%
	T+60	3.75%	3.13%	5.33%	5.83%	6.69%	5.30%	0.27%	3.26%	5.37%	3.81%	-8.82%
	T+30	-0.43%	-1.56%	2.45%	3.51%	1.68%	0.51%	2.16%	2.63%	1.92%	0.27%	-8.49%
	T+10	-0.93%	0.56%	0.86%	2.39%	-0.15%	0.49%	0.87%	-0.19%	1.59%	2.08%	-8.64%
软着陆	平均	17.98%	16.74%	17.94%	17.20%	14.95%	12.90%	1.48%	12.52%	9.36%	7.10%	22.72%
	T+90	11.44%	13.41%	21.54%	13.17%	9.21%	10.94%	0.99%	6.06%	9.79%	7.58%	13.10%
	T+60	4.74%	9.57%	12.95%	8.06%	8.24%	9.02%	1.75%	6.79%	7.88%	8.01%	4.66%
	T+30	0.38%	-1.51%	-0.80%	2.98%	3.10%	0.20%	3.24%	7.70%	0.25%	1.63%	-5.31%
	T+10	0.00%	1.35%	1.79%	-0.86%	-0.14%	0.37%	0.99%	2.94%	0.73%	2.33%	-10.12%
衰退	平均	-1.73%	-21.59%	-25.21%	-25.09%	5.78%	-22.10%	-23.71%	-19.96%	-11.84%	-13.99%	10.00%
	T+90	2.61%	-7.95%	-7.12%	-1.14%	5.61%	-2.94%	-1.15%	-0.18%	-0.89%	-1.49%	-24.72%
	T+60	2.76%	-3.31%	-2.29%	3.59%	5.14%	1.57%	-1.20%	-0.27%	2.86%	-0.38%	-22.29%
	T+30	-1.25%	-1.61%	5.70%	4.04%	0.27%	0.82%	1.08%	-2.44%	3.60%	-1.09%	-11.66%
	T+10	-1.86%	-0.23%	-0.07%	5.64%	-0.16%	0.61%	0.76%	-3.32%	2.45%	1.84%	-7.17%

资料来源：wind资讯，华鑫证券研究

	通讯服务	可选消费	金融	信息技术	工业	公用事业	能源	日常消费	房地产	医疗保健	材料
2024年降息以来	28.01%	16.68%	15.27%	20.20%	13.02%	10.62%	-4.72%	3.03%	-6.43%	-12.17%	-3.92%
中90	19.16%	17.05%	12.71%	5.19%	3.59%	1.86%	1.53%	0.86%	-5.45%	-5.94%	-6.12%
中60	11.47%	18.06%	4.65%	5.69%	-1.44%	-3.59%	-6.69%	-2.03%	-10.61%	-12.59%	-10.96%
中30	8.64%	8.72%	6.97%	6.65%	4.97%	0.16%	5.30%	-2.67%	-3.14%	-4.17%	0.65%
中10	1.57%	0.04%	0.07%	3.23%	1.57%	1.28%	4.70%	-1.26%	-3.53%	-1.67%	1.00%
前10	4.66%	6.97%	0.56%	5.92%	4.26%	2.28%	-0.05%	-0.77%	2.10%	-0.75%	2.65%
前30天	6.88%	14.27%	9.92%	11.14%	9.58%	6.46%	1.69%	5.21%	7.14%	5.45%	6.71%
前60天	-1.60%	7.64%	10.41%	0.11%	9.56%	12.20%	-2.98%	6.56%	17.49%	5.93%	6.54%
降息结束60天	35.78%	40.02%	7.68%	70.59%	14.46%	12.21%	-23.28%	18.20%	16.18%	22.85%	19.26%
降息结束30天	17.85%	22.79%	-2.47%	44.69%	1.66%	9.17%	-34.20%	16.34%	7.99%	19.22%	6.66%
衰退降息结束	2.42%	-5.66%	-15.27%	18.63%	-12.38%	-6.67%	-50.31%	3.80%	-6.98%	-2.38%	-16.28%
软着陆降息结束	39.50%	37.67%	32.21%	66.30%	32.67%	30.45%	-3.11%	27.02%	32.54%	24.01%	23.27%
中90	20.43%	24.55%	17.23%	27.40%	23.48%	5.57%	18.46%	12.21%	12.37%	2.25%	17.69%
中60	12.52%	13.27%	11.05%	14.06%	16.81%	4.99%	14.23%	6.21%	9.99%	6.48%	10.83%
中30	6.68%	10.97%	11.24%	6.54%	9.28%	-2.11%	9.64%	2.24%	6.11%	4.70%	8.08%
中10	0.70%	3.11%	2.31%	1.55%	1.48%	-2.43%	1.10%	0.04%	-1.68%	3.03%	2.94%
前10	-4.09%	-7.29%	-6.85%	-5.13%	-6.21%	-3.22%	-11.01%	-6.62%	-6.59%	-7.10%	-4.88%
前30天	-10.04%	-14.26%	-14.43%	-14.06%	-13.26%	-1.10%	-19.18%	-10.23%	-4.14%	-9.87%	-12.25%
前60天	-13.81%	-18.89%	-16.72%	-18.15%	-18.88%	5.56%	-25.38%	-5.97%	-1.68%	-11.08%	-16.69%

降息交易：买什么，怎么买，买多久

- 降息交易大致可以分为两个阶段：第一阶段主要是看困境反转的降息资产，如地产整体板块，大银行为主的金融，以及保健为主的医疗指数。
- 若是降息带动周期的回归，则避险属性反而成为后续走势的拖累，附带周期属性（建筑材料）或者成长属性（金融科技、生物技术、大小盘科技）板块更为受益。因此每一轮降息交易的板块均会有一定的扩散，从避险类降息扩散到成长类降息
- 每一轮降息交易都会经历从困境反转交易到流动性助推的成长降息交易的切换，时间上看大概会在降息后三个月开始出现行情的分化。

	MSCI REITS	道琼斯美国精选房屋建筑	标普地区银行精选行业	标普银行精选行业	纳斯达克金融科技指数	纳斯达克100	罗素2000成长指数	标普生物技术精选行业	标普医疗保健精选行业	标普药物精选行业
杠杆ETF	DRN(三倍地产)	NAIL(三倍建筑材料)	DPST(三倍区域银行)	FAS(三倍金融)		TQQQ	TNA(三倍小盘)	LABU(三倍生物科技)	CURE(三倍保健)	PILL(三倍制药)
主要公司		DHI			UPST, BLOCK		量子、火箭、核电等			
T+12	-2.73%	25.42%	8.59%	-0.67%	25.74%	36.27%	12.20%	10.17%	13.91%	8.33%
T+11	-4.17%	12.59%	3.19%	-4.03%	21.86%	31.77%	8.34%	10.87%	6.72%	7.47%
T+10	-5.30%	5.37%	-2.08%	-2.02%	21.83%	26.36%	6.52%	4.87%	4.71%	2.48%
T+9	-7.48%	-8.66%	-10.39%	-10.20%	11.62%	16.84%	-3.21%	-4.44%	1.89%	-1.79%
T+8	-11.17%	-18.61%	-18.67%	-13.36%	3.85%	7.87%	10.86%	-15.70%	-2.70%	-9.20%
T+7	-0.10%	2.43%	-11.73%	-4.76%	8.60%	5.80%	-4.82%	-8.95%	4.66%	-4.14%
T+6	6.73%	11.72%	-6.83%	7.23%	17.20%	13.33%	3.90%	-2.75%	10.13%	7.69%
T+5	7.54%	8.99%	2.79%	16.37%	20.65%	18.17%	10.26%	3.45%	13.67%	9.41%
T+4	6.68%	14.45%	1.12%	14.11%	18.91%	13.99%	8.78%	0.01%	8.51%	2.09%
T+3	6.56%	11.76%	0.96%	9.38%	15.68%	11.48%	5.47%	-4.43%	0.26%	-0.43%
T+2	9.76%	14.49%	-1.84%	11.20%	15.24%	7.14%	4.04%	-7.56%	-2.03%	-3.21%
T+1	10.07%	17.07%	-4.65%	5.63%	11.03%	6.21%	4.03%	-0.75%	2.01%	-0.09%
T+0	8.36%	14.26%	-3.68%	6.83%	9.22%	5.65%	4.76%	3.76%	5.55%	0.32%
T-1	4.55%	7.65%	-2.23%	4.86%	5.44%	5.23%	2.97%	4.23%	4.23%	1.22%
T-2	2.59%	3.99%	-6.03%	1.84%	0.77%	0.29%	-0.46%	-2.60%	-0.99%	-5.49%
T-3	-0.36%	0.90%	-0.25%	-1.23%	-0.99%	5.50%	-0.17%	-4.61%	-0.82%	-4.01%

资料来源：wind资讯，华鑫证券研究

降息交易：买什么，怎么买，买多久

- 2024年时期以为经济整体依然强劲，使得降息后降息预期反而被快速打压，降息资产在降息后3个月就开始回落，成长属性的资产反而持续收益。
- 但本轮降息则是在经济压力凸显，且整体经济差于2024年时期，预计降息周期会较2024年时期更长，6个月以上的降息交易行情可期，推荐持续关注地产NAIL、金融科技及小盘科技等。

2024年降息行情复盘，以及本轮降息前资产反应

杠杆ETF		目前	T-1	T-2	T-3	T+11	T+10	T+9	T+8	T+7	T+6	T+5	T+4	T+3	T+2	T+1	T+0	T-1	T-2	T-3
纳斯达克金融科技指数	AFRM,UPST等个股两倍	9.57%	7.59%	8.47%	-0.01%	33.75%	36.09%	26.42%	25.76%	9.93%	19.02%	30.61%	27.25%	24.85%	28.71%	15.97%	10.04%	4.29%	1.05%	-4.73%
纳斯达克100	TQQQ（三倍纳指）	9.66%	10.66%	7.71%	1.36%	26.09%	24.37%	17.11%	15.64%	-1.55%	6.42%	19.57%	15.61%	13.83%	11.53%	9.59%	6.98%	6.58%	5.26%	7.35%
标普银行精选行业	FAS(三倍金融)	9.94%	4.85%	5.96%	-5.40%	21.42%	22.29%	10.38%	14.76%	0.61%	11.56%	22.53%	20.97%	14.18%	24.25%	16.22%	13.52%	7.89%	8.76%	-7.03%
罗素2000成长指数	TNA(三倍小盘),量子,火箭等个股两倍	11.58%	8.80%	7.04%	0.08%	12.21%	10.83%	4.79%	3.76%	-8.86%	0.79%	12.28%	11.67%	9.06%	12.77%	9.82%	7.76%	3.87%	4.51%	-1.49%
标普地区银行精选行业	DPST(三倍区域银行)	11.59%	9.38%	4.06%	-0.37%	11.56%	5.49%	0.80%	0.89%	-12.02%	-8.40%	4.14%	3.82%	5.55%	3.30%	3.15%	1.79%	1.85%	-0.17%	0.07%
标普药物精选行业	PILL(三倍制药)	16.41%	13.42%	4.95%	0.35%	11.50%	2.16%	-1.04%	-1.06%	-6.86%	6.68%	9.12%	6.27%	4.55%	9.74%	15.00%	9.70%	6.00%	1.04%	-3.65%
MSCI REITS	DRN(三倍地产)	0.19%	-2.46%	-1.82%	-1.31%	5.77%	5.58%	6.12%	7.34%	2.47%	7.49%	10.18%	7.12%	4.98%	13.73%	15.74%	15.53%	9.21%	5.73%	-0.50%
标普医疗保健精选行业	CURE(三倍保健)	-1.82%	-4.86%	-7.70%	-4.24%	5.26%	-0.64%	6.05%	9.48%	2.74%	6.59%	12.38%	5.17%	-2.22%	1.05%	5.03%	6.85%	5.63%	2.12%	0.43%
道琼斯美国精选房屋建筑	NAIL(三倍建筑材料)	18.83%	15.40%	0.80%	-7.61%	3.35%	-11.44%	-18.20%	-12.44%	-17.39%	-10.58%	-7.35%	0.56%	-4.91%	7.90%	19.00%	18.31%	6.88%	5.22%	-5.23%
标普生物技术精选行业	LABU(三倍生物科技)	15.03%	14.72%	11.47%	3.91%	-2.53%	-5.33%	-9.23%	-12.45%	-16.58%	-3.95%	1.64%	-3.39%	-1.40%	2.35%	9.62%	12.47%	10.80%	7.02%	-1.65%

资料来源：wind资讯，华鑫证券研究

降息交易：买什么，怎么买，买多久

- 从非美股行业来看，流动性受益资产体现更为明显，BTC和ETH在降息前期就有突出表现，黄金伴随着降息进程的推进会有持续上行。
- 但从性价比来看，金矿弹性好于黄金本体。

虚拟币最受益降息，金矿股好于黄金

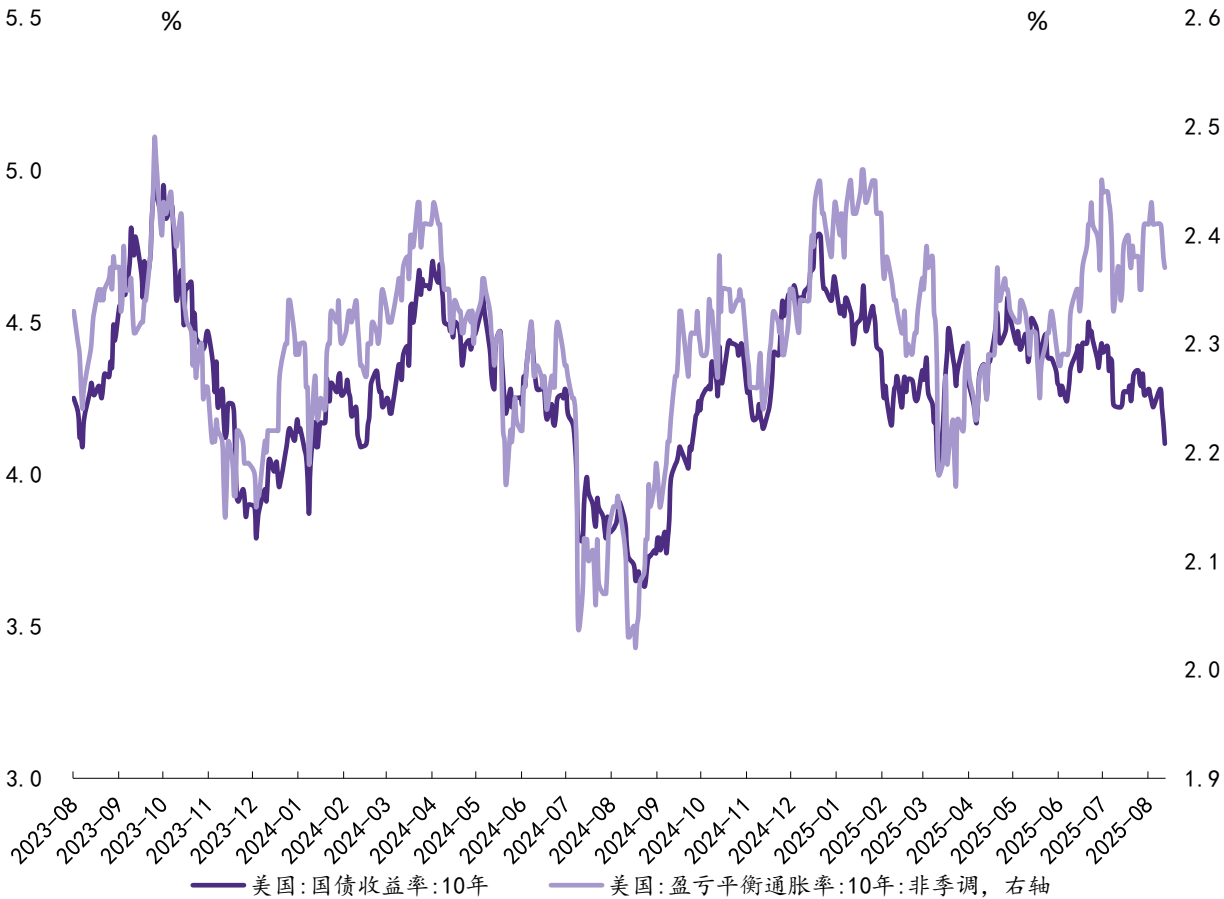
	BTC	ETH	美债	黄金	金矿公司
杠杆ETF			TMF(三倍多美债)	SHNY(三倍黄金)	GDXU(三倍金矿)
T+12	128.00%	54.90%	16.37%	45.72%	79.38%
T+11	97.35%	32.81%	13.11%	36.80%	60.00%
T+10	105.84%	12.50%	11.88%	36.27%	49.89%
T+9	85.14%	-19.27%	14.93%	35.10%	47.67%
T+8	55.67%	-19.29%	14.23%	28.11%	18.91%
T+7	69.44%	-49.50%	10.33%	29.48%	28.75%
T+6	78.48%	-35.05%	8.54%	24.28%	27.34%
T+5	59.13%	-13.50%	2.73%	19.34%	23.00%
T+4	72.75%	11.49%	4.15%	12.44%	11.49%
T+3	85.96%	9.47%	4.55%	12.22%	10.41%
T+2	70.39%	-0.78%	7.22%	11.83%	12.66%
T+1	69.24%	-13.18%	10.57%	15.31%	26.50%
T+0	77.44%	-21.23%	8.68%	9.59%	17.28%
T-1	74.75%	-15.77%	6.72%	5.52%	9.15%
T-2	54.21%	13.69%	3.84%	0.31%	-0.14%
T-3	12.49%	10.41%	1.56%	-2.30%	-7.58%

资料来源：wind资讯，华鑫证券研究

03 美债：低位波动转向震荡 下行，择机做多

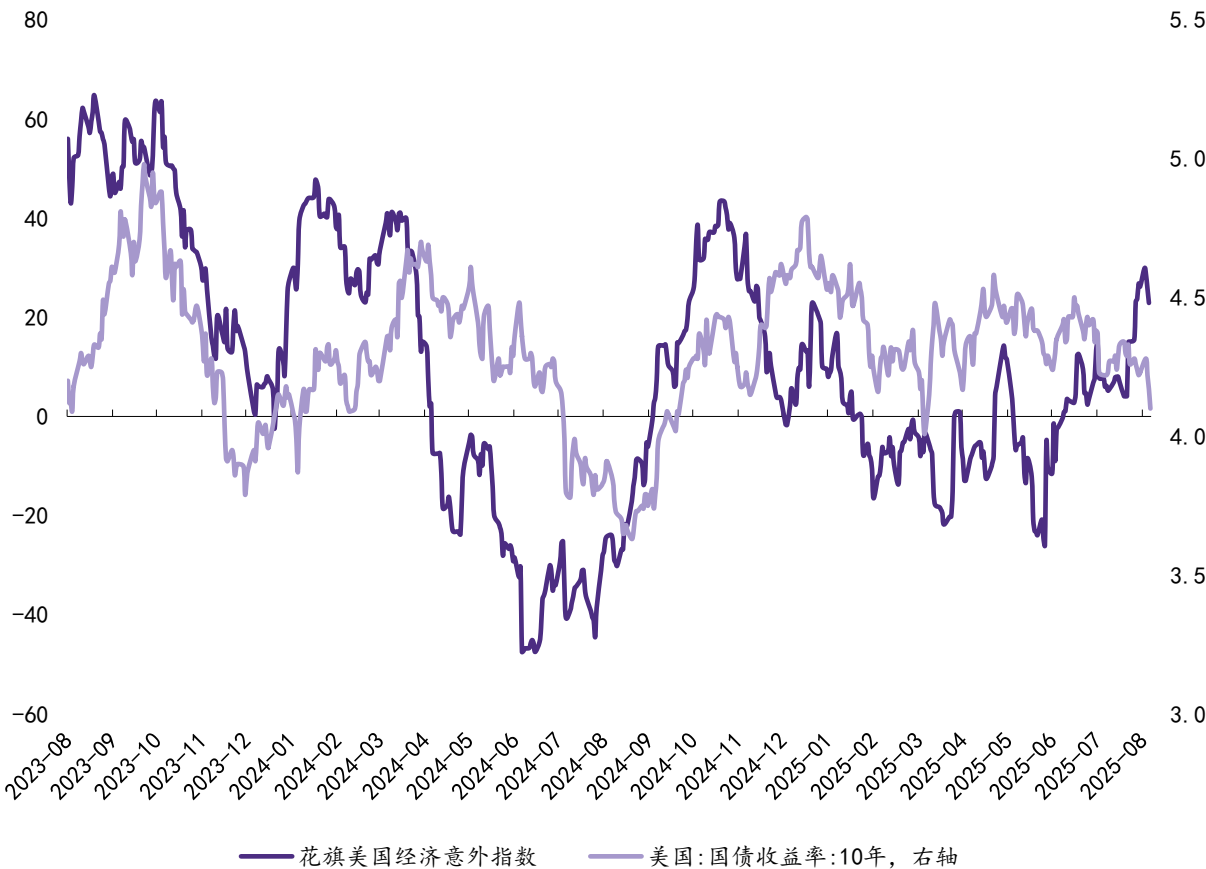
➢ 美债利率在非农后突破了过去窄幅震荡的格局，预计朝向震荡走弱的方向演进，经济预期的下行同样也推动了市场对于通胀的预期下行，宏观交易逻辑重回我们之前所设想的，通胀抬头仅是低基数的影响，但需求羸弱的本质推动将会使得通胀成为无根浮萍，弱经济的现实要大过强通胀的预期

经济预期的走弱同样带动通胀预期回落



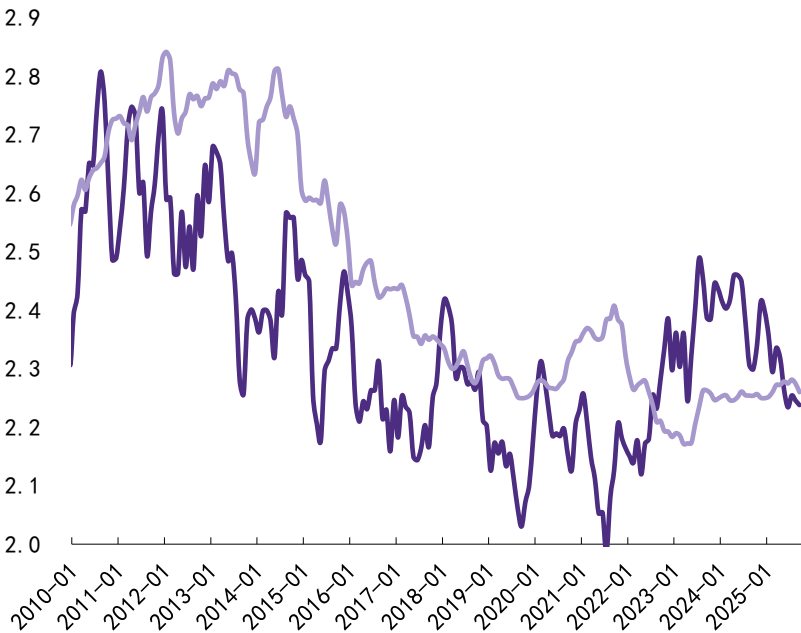
资料来源: wind资讯, 华鑫证券研究

经济预期的下行带动利率回落



➢ 拍卖倍数震荡回落，但从拍卖参与者角度来看，整体接受度较好。但仍需中长债拍卖（10年，20年和30年）带来的冲击

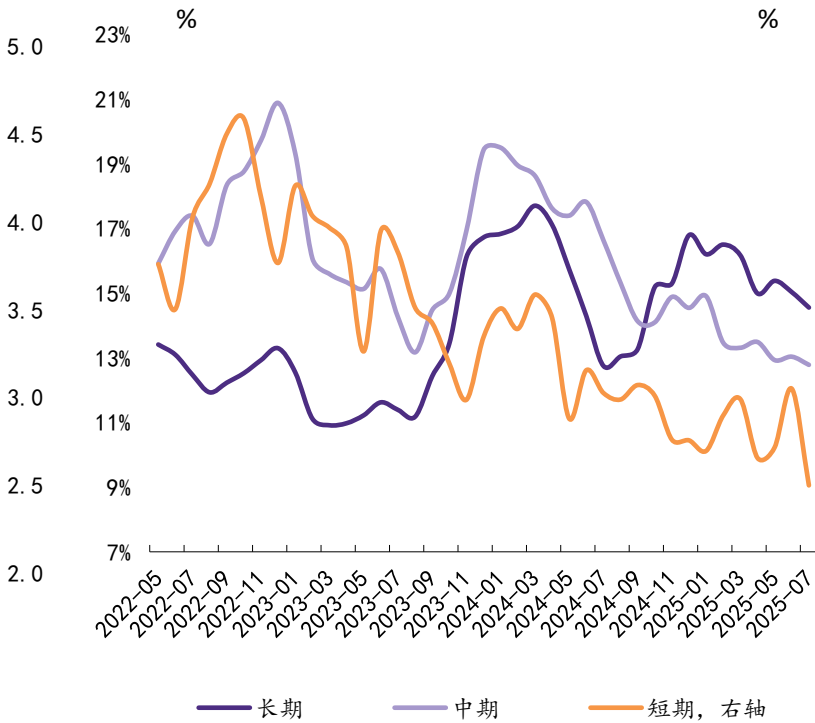
拍卖倍数震荡回落



美国:长期国债拍卖倍数:3MA 美国:短期国债拍卖倍数:3MA, 右轴

资料来源: wind资讯, 华鑫证券研究

交易商承接力度保持稳定



长期 中期 短期, 右轴

但从参与方的角度来说，承接力度较好

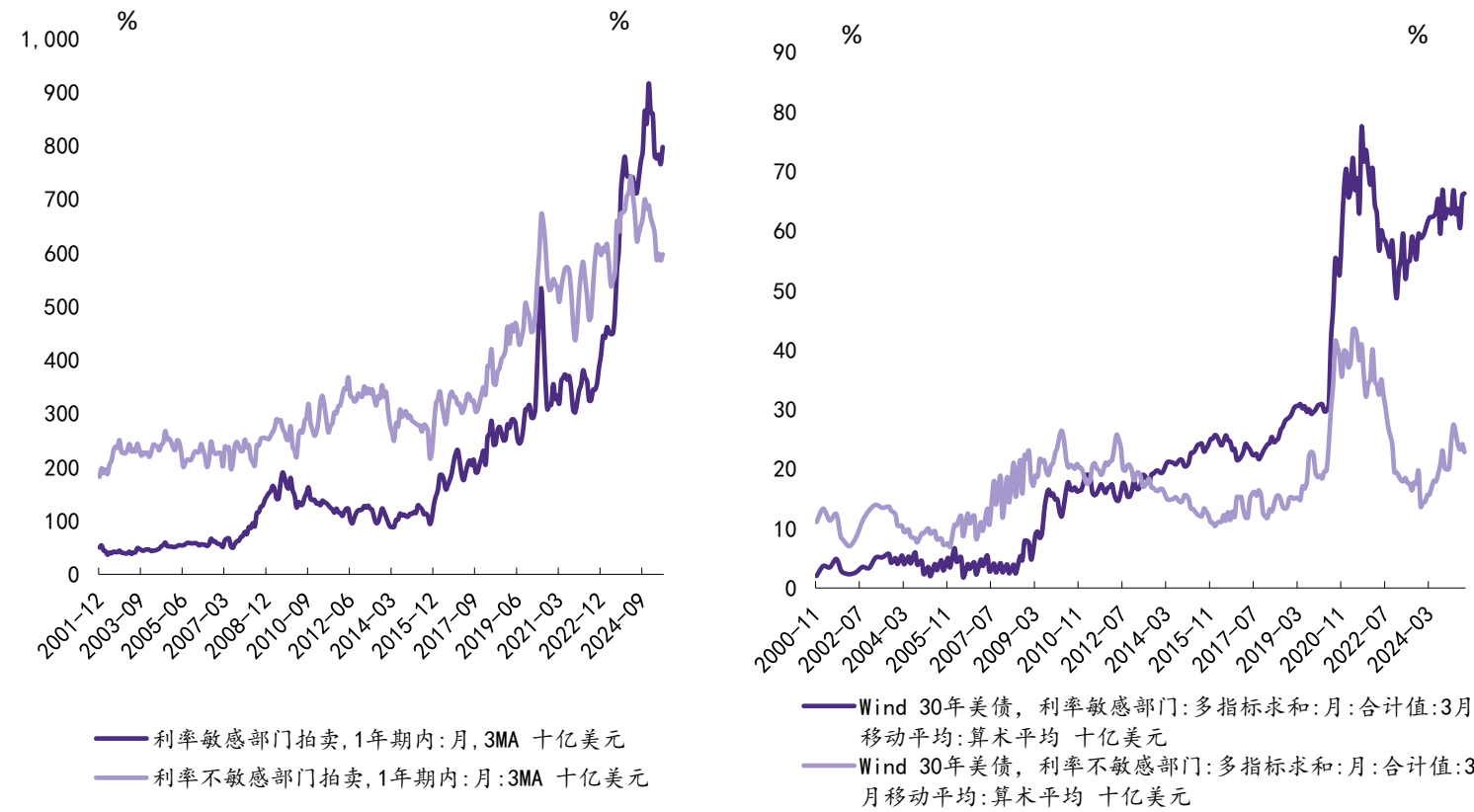


Wind 长期美债, 利率不敏感部门:月:平均值:3月移动平均:算术平均
Wind 长期美债, 利率敏感部门:月:平均值:3月移动平均:算术平均

拍卖：外国投资者对于长债保持低迷

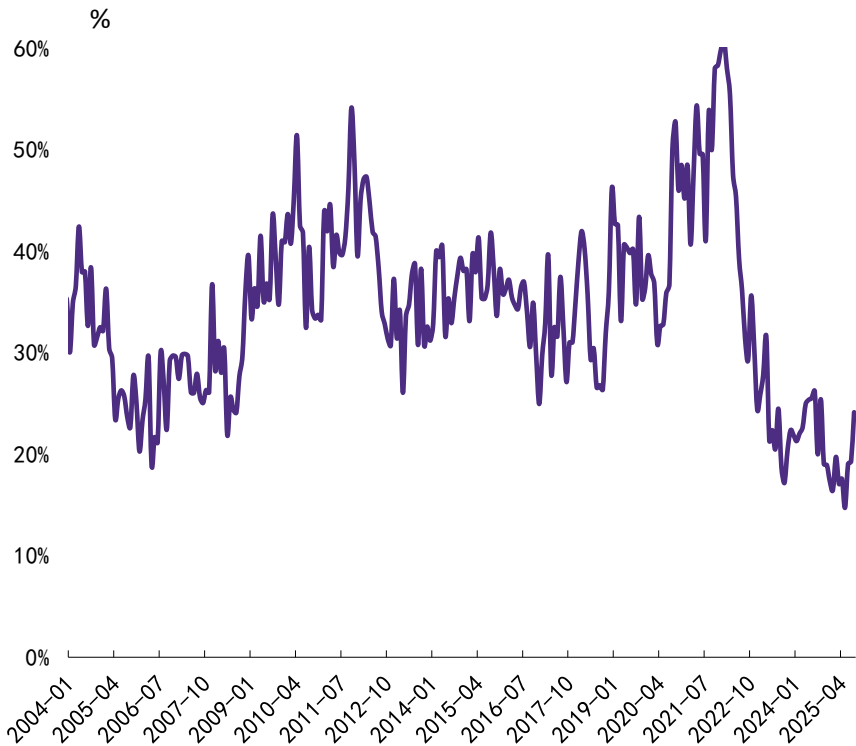
➢ 利率敏感部门是美债的主要承接方；外国投资者对长债购买保持相对低迷

利率敏感部门在短债和长债上都是主要承接



资料来源:wind资讯, 华鑫证券研究

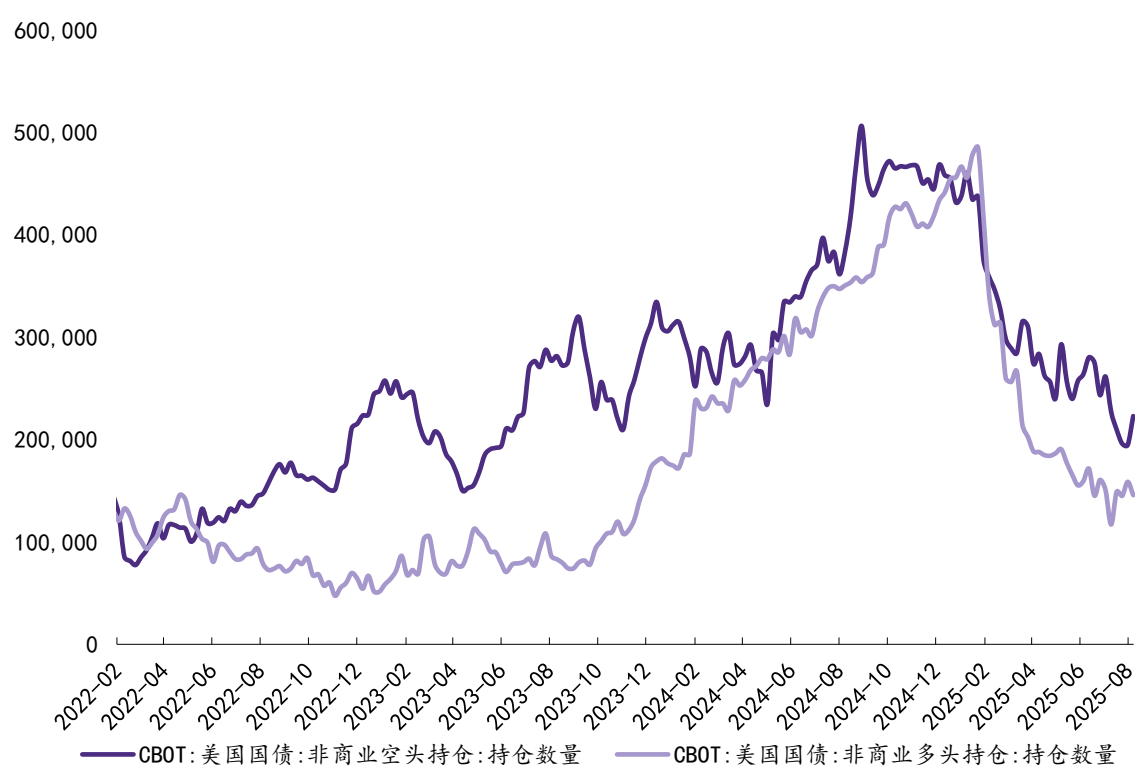
外国投资者对于长债的购买保持低迷



展望：美债或结束低位震荡，进入宽幅震荡区间

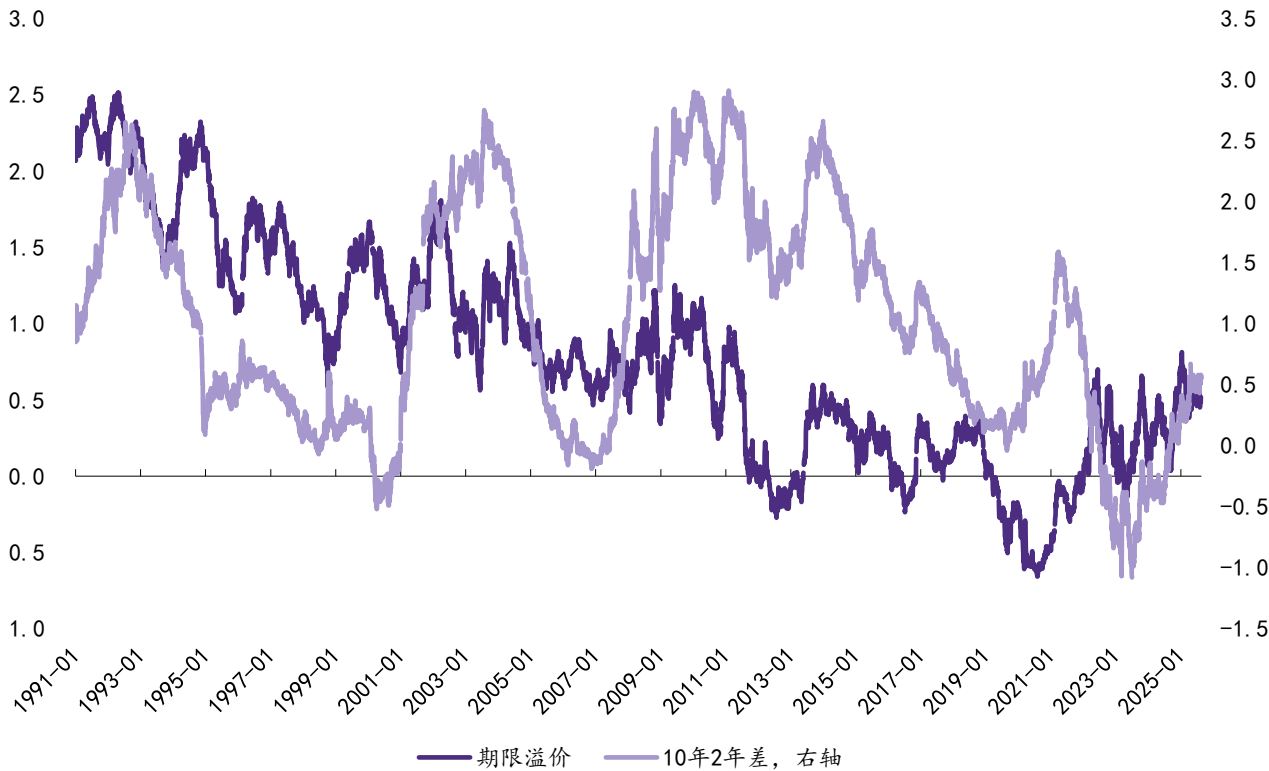
- 过去美债在金融工具的限制下维持了低位震荡的格局，但在后续的经济下行和通胀上行的格局下，美债正处于从“深倒挂+负期限溢价”向“接近平衡曲线+正期限溢价”转型的阶段，叠加金融工具缩量的结束，振幅或有所放大
- 在类滞胀的格局中，美债利率或进入到高位波动阶段，但长期做多美债和降息的确定性仍强，叠加非宏观因素的对冲（拍卖，财政，联储独立性等）也都会加剧美债的震荡，因此当前不建议在做多美债的方向追高，建议逢（利率）高布局做多美债。

美债的金融工具缩量或进入到尾声，结束低位震荡的格局



资料来源：wind资讯，华鑫证券研究

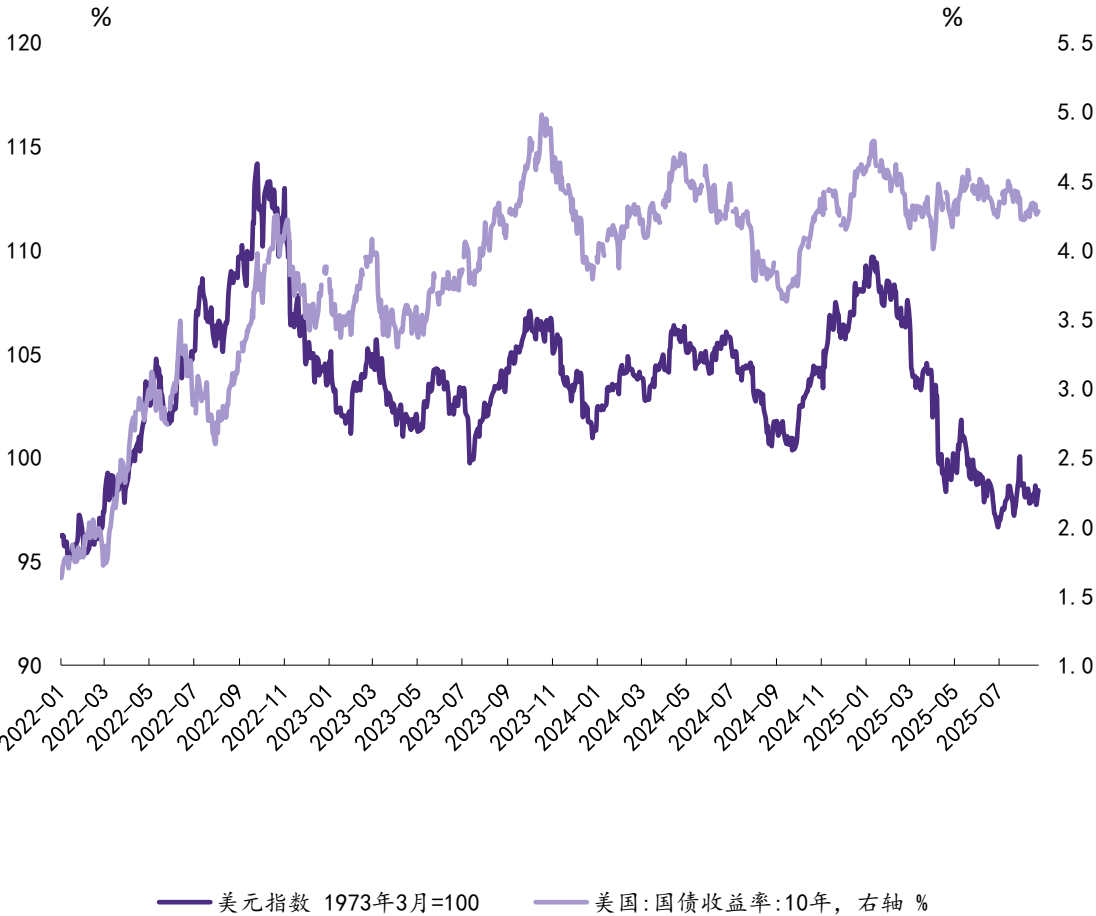
美债目前正期限溢价+利差回升



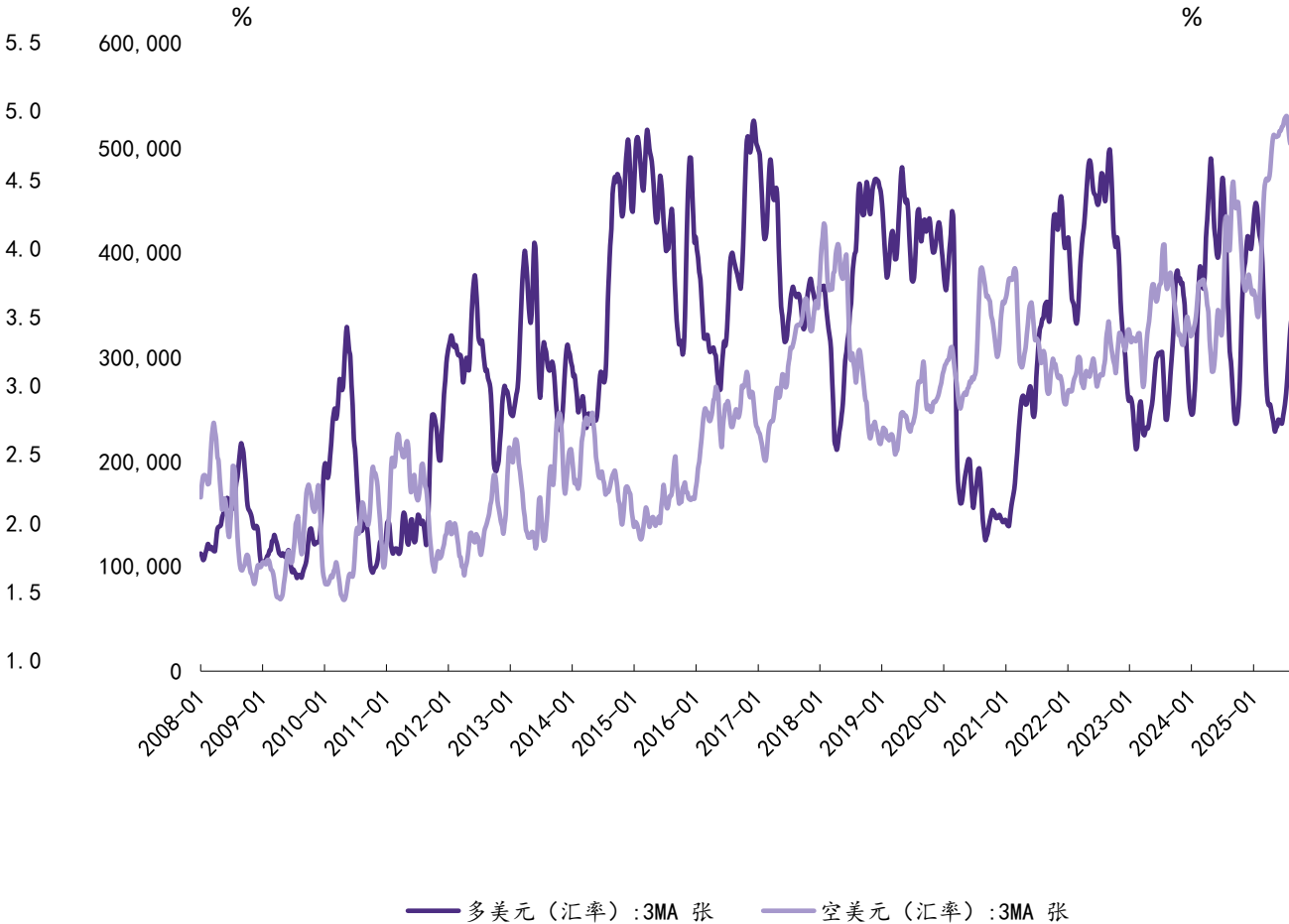
04 美元：弱美元趋势确定， 关注降息预期路径

- 本轮美元相较于美债整体较弱，主要是市场在定价长期美元信用问题，美元空头仓位出现超预期回升，已至历史高位。
- 往后来看，利率下行仍会推动美元走弱，但在预计整体走势会偏震荡，警惕极端事件导致的美元避险属性的重启。

本轮美元超预期弱于美债



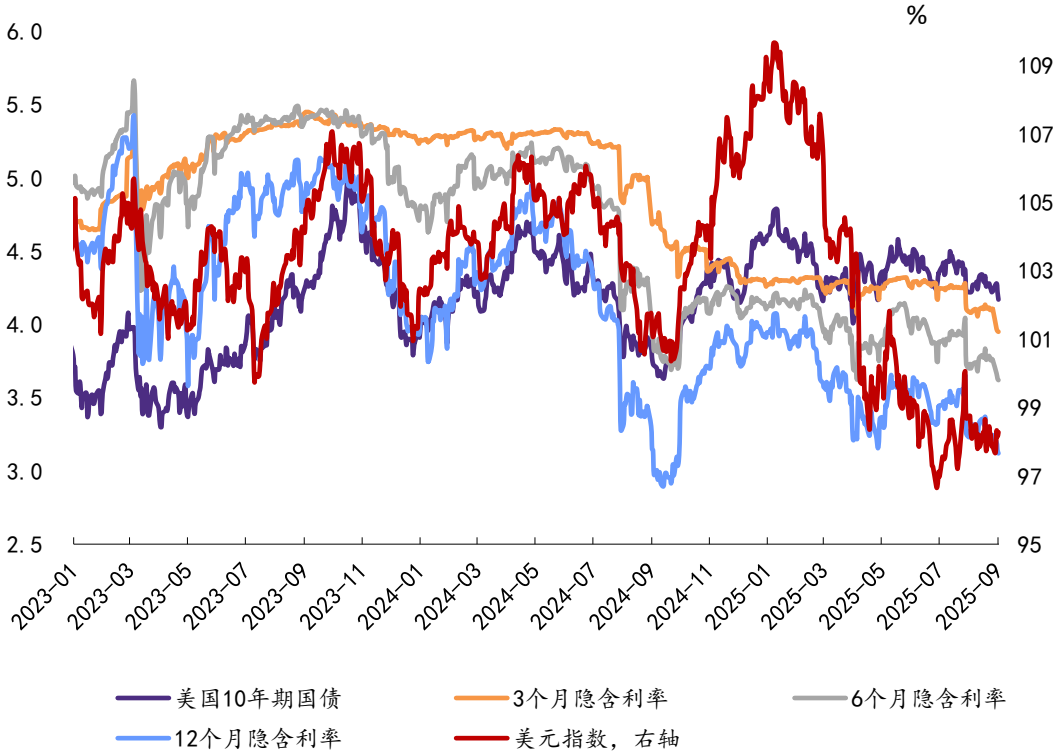
主要是对于未来美元的担忧导致做空美元的情绪升至历史高位



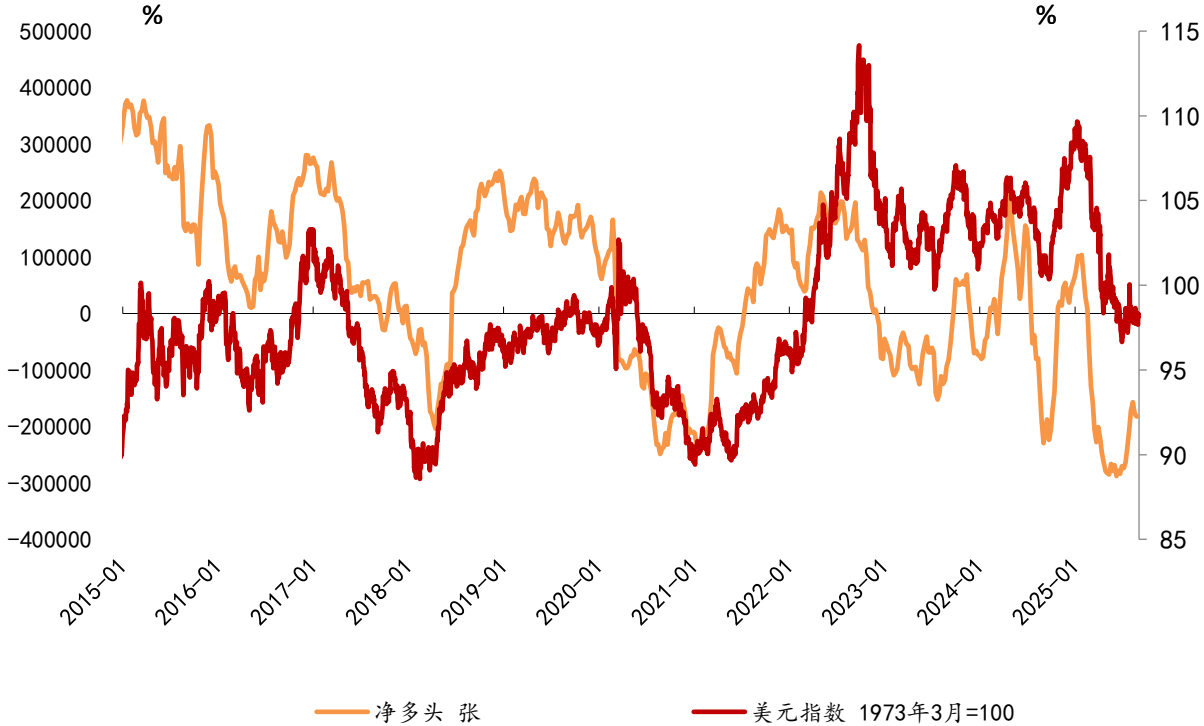
资料来源: wind资讯, 华鑫证券研究

- 2024年降息时期衰退恐慌使得市场对于降息的预期过度乐观，12个月的美债利率一度跌破3，来到最低2.92%的位置，带动美元出现超预期的走弱，但随后经济的韧性以及通胀的抬头，联储的转向均使得市场的乐观情绪快速压缩，带动了2024年时期的美元指数快速反弹。本轮降息预计和2024年时期不同，经济的弱现实更为确定，降息后立马出现反转的可能性较小，且目前市场对于降息的预期基本保持一定克制，使得美元从回弹的基础上较弱
- 从多空仓位的角度来说，2024年多头快速回落也给后续的反转留下一定的基础，但本轮美元在下跌前已经出现了一定的空头止盈多头回补，从多空博弈的角度来说也不支持降息交易兑现后立马的反转。总结来说，本轮降息虽然可能会跟2024年一样由弱数据触发，但弱经济的现实本质会使得降息的过程更为持续，不会带来急剧的美元多空反转，未来十二个月降息预期在100BP的基础上持续扩大的预期下，本轮美元指数破95的概率还是较高的，即使是降息预期反复，也会围绕100为顶的线进行震荡下行，尚未看到大幅扭转的基础。

降息预期在2024年9月快速扭转



当前美元多头出现了一定的回补



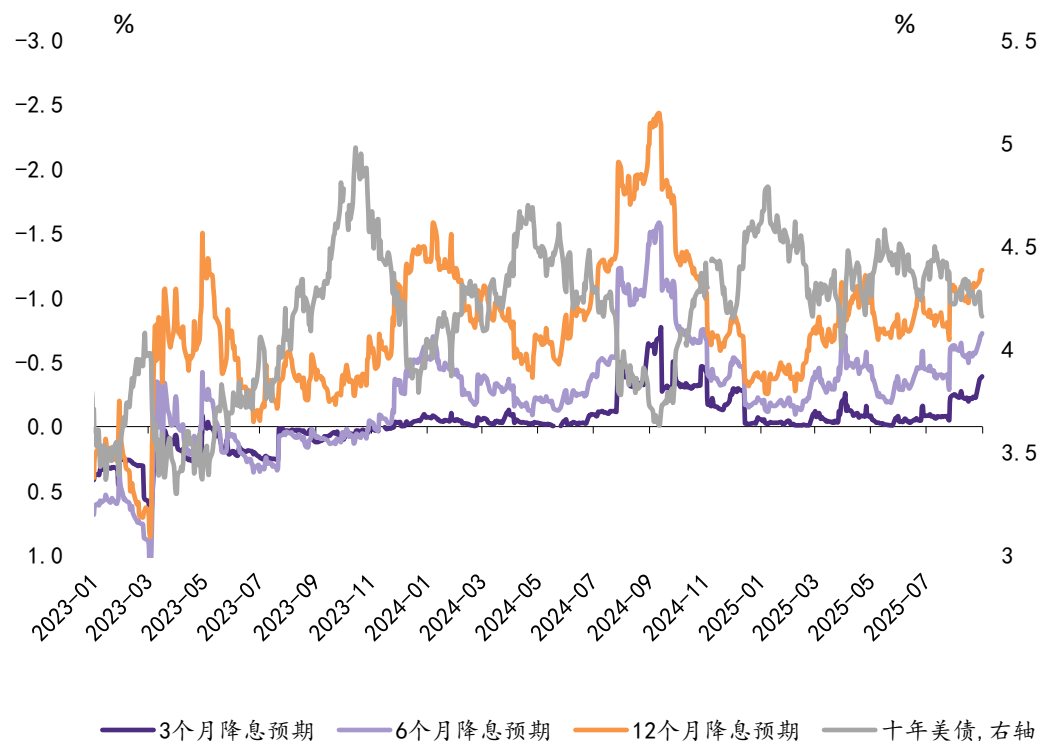
资料来源：wind资讯，华鑫证券研究

后续的降息路径预计有两种走势，1，急降后降息放缓，在2025年降息超过100BP后，经济压力缓解，12月内降息预期稳定在2以内，甚至缩小，美元指数可能呈现先急跌后震荡的走势，预计低点在95以上。

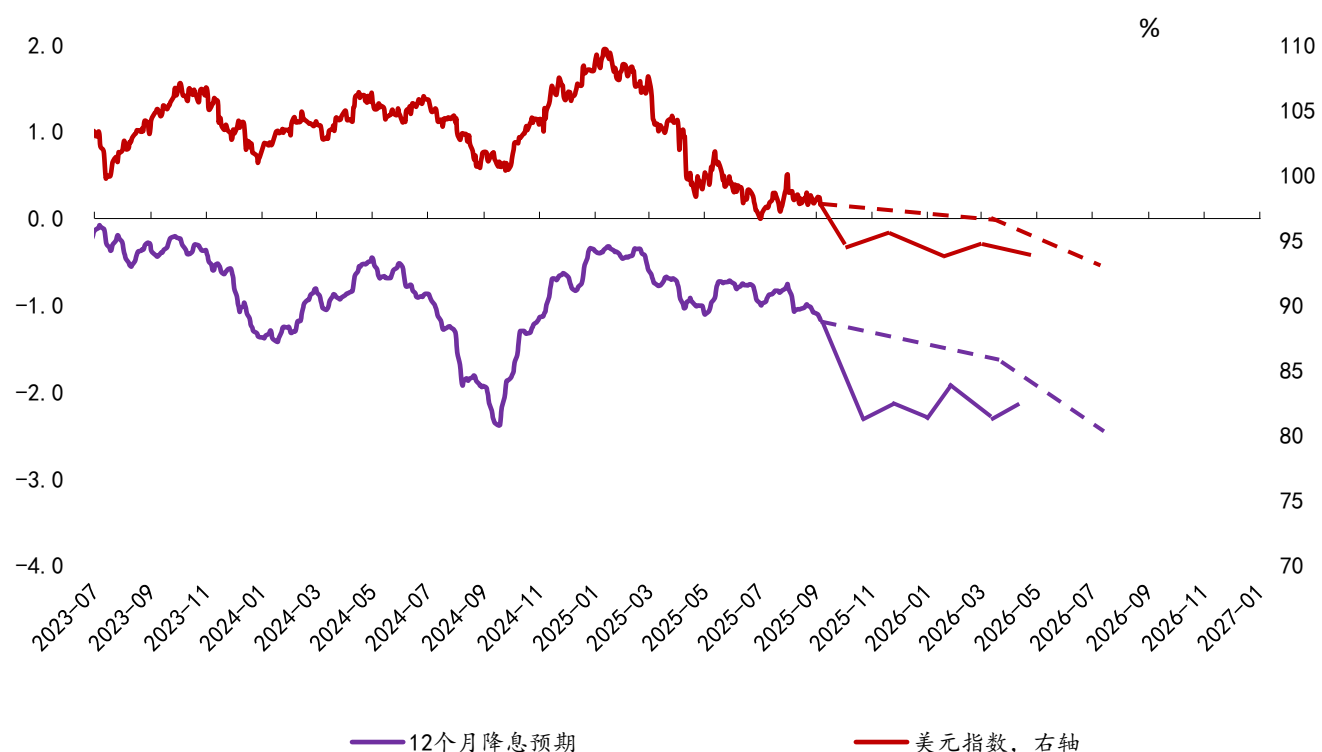
2，是先缓降后急降，在2025年75BP后，降息未能缓解经济压力，推动降息预期快速升温，美元指数则会呈现先震荡回落，后快速回落的情形，在降息预期扩大的情况下，美元或快速突破95的压力位。

短期观察目标是9月份降息后的经济和通胀走势，若是降息后12月内的降息预期持续累计，则美元或迎来快速下行，若是降息出现放缓的情况，则美元或仍维持98左右的震荡

目前市场预计12月内降息4.4次



美元或出现快速的下行

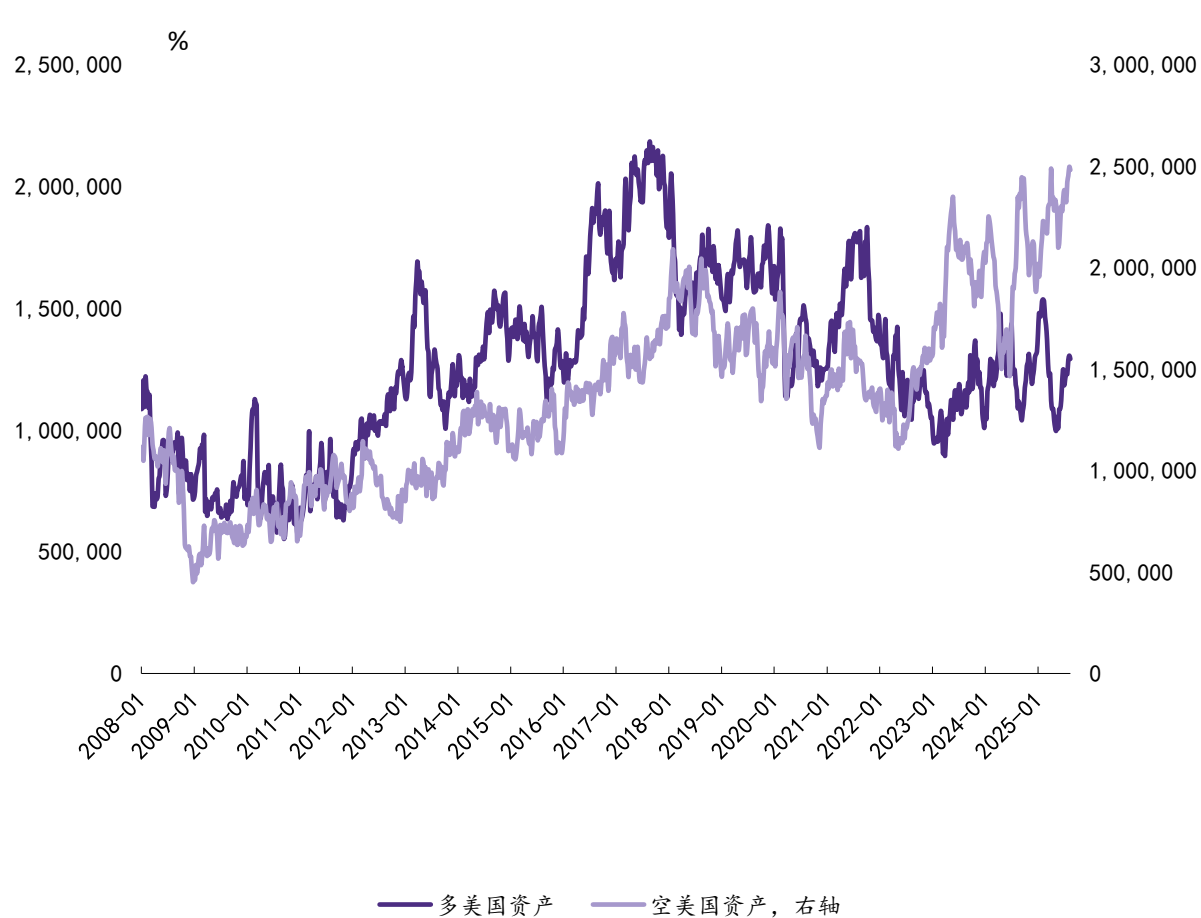


05 黄金：把握降息的右侧机会

研究创造价值

- 黄金在降息周期中整体受益，但是因为过去两轮黄金的上涨消耗了太多长期的宏大叙事，导致黄金在冲击3500后一直处于震荡蓄势的阶段；
- 非农数据确认美国经济终将走弱，降息力度和持续时间都会超过2024年，黄金保持长期乐观，近期突破3500，右侧机会已现

空美国资产仓位再度来到相对高位



资料来源：wind资讯，华鑫证券研究

2024年以来两波较大黄金行情都是伴随着衰退恐慌放大和对美元资产的抛售



(1) 地缘冲突升级

(2) 关税摩擦升级

(3) 降息不及预期

杨芹芹：经济学硕士，8年宏观策略研究经验。曾任如是金融研究院研究总监、民生证券研究员，兼任CCTV新闻和财经频道、中央国际广播电台等特约评论，多次受邀为财政部等政府机构和金融机构提供研究咨询，参与多项重大委托课题研究。2021年11月加盟华鑫证券研究所，研究内容涵盖海内外经济形势研判、政策解读与大类资产配置(宏观)、产业政策与行业配置(中观)、全球资金流动追踪与市场风格判断(微观)，全方位挖掘市场机会。

孙航：3年宏观策略研究经验，从事海外宏观和大类资产的配置研究。金融硕士，2022年5月入职华鑫研究所。

卫正：宏观策略组员，中国人民大学学士，香港科技大学硕士，2024年8月入职华鑫证券研究所。

证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

免责声明

华鑫证券有限责任公司（以下简称“华鑫证券”）具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。本报告由华鑫证券制作，仅供华鑫证券的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告中的信息均来源于公开资料，华鑫证券研究部门及相关研究人员力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。我们已力求报告内容客观、公正，但报告中的信息与所表达的观点不构成所述证券买卖的出价或询价的依据，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。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时结合各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就财务、法律、商业、税收等方面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，华鑫证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的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、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露。

本报告中的资料、意见、预测均只反映报告初次发布时的判断，可能会随时调整。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，华鑫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。华鑫证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告版权仅为华鑫证券所有，未经华鑫证券书面授权，任何机构和个人不得以任何形式刊载、翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若华鑫证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，华鑫证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成华鑫证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。如未经华鑫证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。华鑫证券将保留随时追究其法律责任的权利。请投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的华鑫证券研究报告。

证券投资评级说明

股票投资评级说明：

	投资建议	预测个股相对同期证券市场代表性指数涨幅
1	买入	> 20%
2	增持	10%—20%
3	中性	-10%—10%
4	卖出	< -10%

行业投资评级说明：

	投资建议	行业指数相对同期证券市场代表性指数涨幅
1	推荐	> 10%
2	中性	-10%—10%
3	回避	< -10%

以报告日后的12个月内，预测个股或行业指数对于相关证券市场主要指数的涨跌幅为标准。

相关证券市场代表性指数说明：A股市场以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以道琼斯指数为基准。



华鑫证券
CHINA FORTUNE SECURITIES

研创造价值