



联储降息重启与弱美元：A股牛市的外部催化

报告日期：2025年09月01日

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

- 联系人：卫正
- SAC编号：S1050124080020

研究创造价值

核心结论：随着非农走弱、通胀抬头可控和鲍威尔超预期转鸽，**9月联储降息重启预期升温，弱美元回归成为A股牛市的外部催化。**美国处于被动补库末期，补库结束后多会经历1-2年的去库周期。海外宏观对中国资产主要影响路径有三：**资本流动（弱美元，利好中国资产）、宽松共振（中美同步宽松，利好降息交易）、科技竞赛（海外映射与自主可控）。**

美国库存周期与经济周期

预期分化：联储、市场和居民端对于经济定位分化，市场逐步否定衰退；联储担心居民情绪持续修复，**预期较为矛盾；**

库存周期：从需求-库存-盈利-投资和就业周期分析来看，**当前美国库存周期处于被动补库尾声，需求持续走弱，仍待去库周期到来。**

美国行业库存与产业机会

行业拆解：制造订单整体低位，运输高波动。汽车和建筑库存保持高位。美国本轮补库主要是资本品中的非国防资本品，主要是芯片法案带动的相关生产设备订单增加；

美股拆解：制造业实际投资快速回落，芯片投资支出下行；**美股服务业回购和实际投资均在高位，仅有餐饮、汽车和休闲服务类投资小幅抬头，其余则延续回落。软件投资延续回升；**

业机会：耐用品（计算机、电器、金属制品及家具）和非耐用品（化肥农药，纺织品，纸制品等）。

联储降息对海外资产影响

交易逻辑：降息重启，利率下行叠加宏观流动性释放重启降息交易

美股：大盘成长业绩兑现压力增加，VIX性价比再度凸显。降息交易轮动，**前期关注降息受益、赔率较好的金融、保健和地产，后期关注流动性利好的科技成长、金融科技、生物技术等；**

美债：结束低位波动，在滞胀格局博弈下，**美债宽幅震荡，建议逢(利率)高布局，做多美债；**

美元：降息重启后利率下行，伴随经济基本面持续走弱，**弱美元仍是大势所趋，但下行过程较为曲折；**

黄金：降息周期中黄金受益，本轮美国经济终将走弱，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。**

联储降息对中国资产影响

影响路径：资本流动（弱美元，利好中国资产）、宽松共振（中美同步宽松，利好降息交易）、科技竞赛（海外映射与自主可控）；

资本流动：长期美元信用松动+短期降息预期升温，弱美元趋势确认，加上中国资产估值优势，全球资本再平衡，**宏观顺风回归，利好中国资产；**

货币共振：美国经济走弱倒逼联储降息重启，**中美货币再度宽松共振，利好降息交易；**

技术竞争：中美科技竞争、资本开支大增带来的**海外科技映射机会；**中美关税谈判悬而未决，232调查后的**行业关税加码，自主可控交易升温。**

(1) 地缘冲突升级

(2) 关税摩擦升级

(3) 降息不及预期

目录

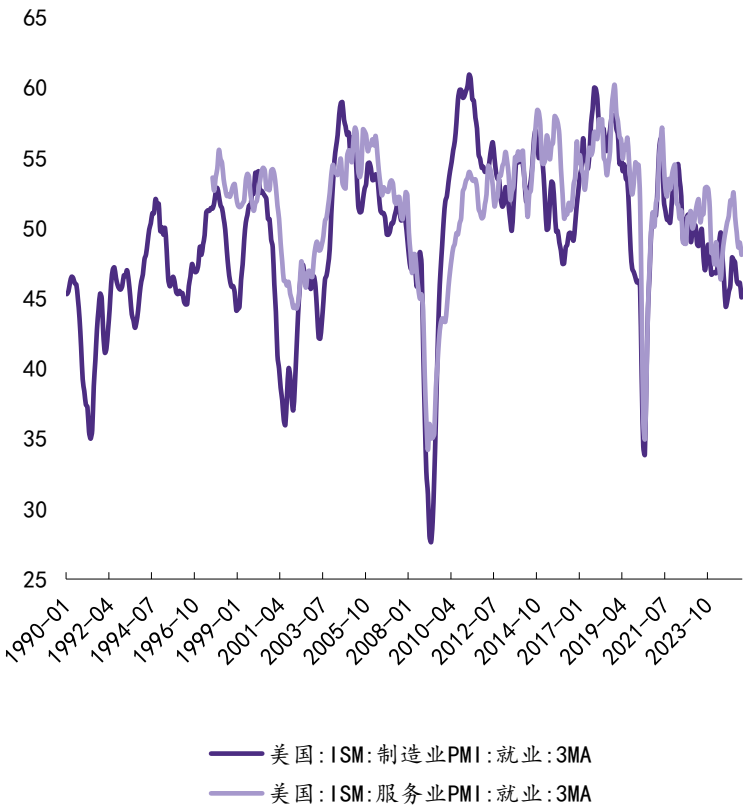
CONTENTS

1. 美国库存周期与经济周期
2. 美国行业库存与产业机会
3. 联储降息对海外资产影响
4. 联储降息对中国资产影响

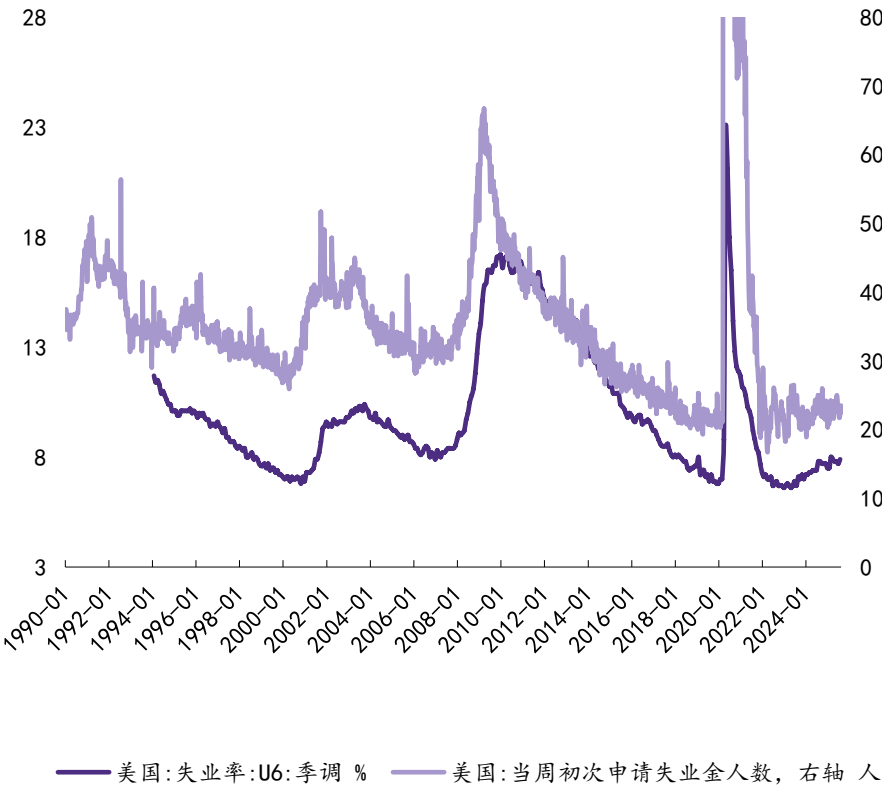
引言：杰克逊霍尔会议放鸽，海外宏观顺风回归

- ◆ 鲍威尔在杰克逊霍尔峰会上释放鸽派信号，认为就业市场下行风险正上升，通胀基本假设是一次性的影响。长期通胀预期仍保持良好锚定，货币政策处于紧缩区间，联储有调整政策的立场。
- ◆ 从基本面来看，美国当前进入到了非农加速走弱、通胀缓慢抬头的类滞胀格局，但与2024年不同，当前经济下行的压力可能更大，且通胀的上行缺乏需求基础，降息力度和持续性更值得期待，只是初期较为波折。

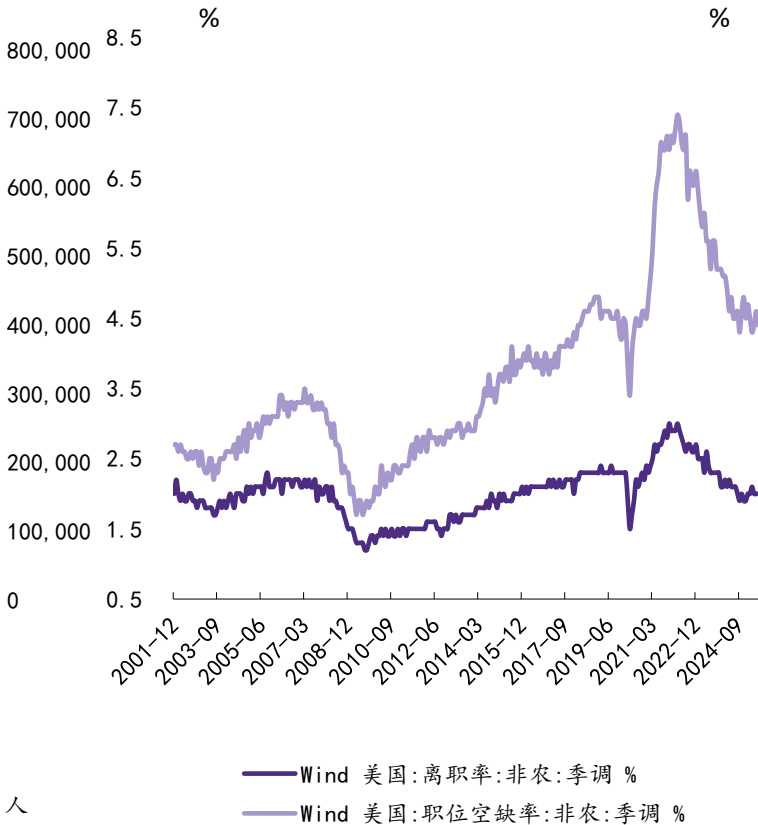
PMI 就业指数持续震荡回落



长期失业人数和初申数据震荡上行



离职率和职位空缺率均回到了疫情前水平



资料来源: wind资讯, 华鑫证券研究

联储降息重启在即，后续节奏取决于美国经济

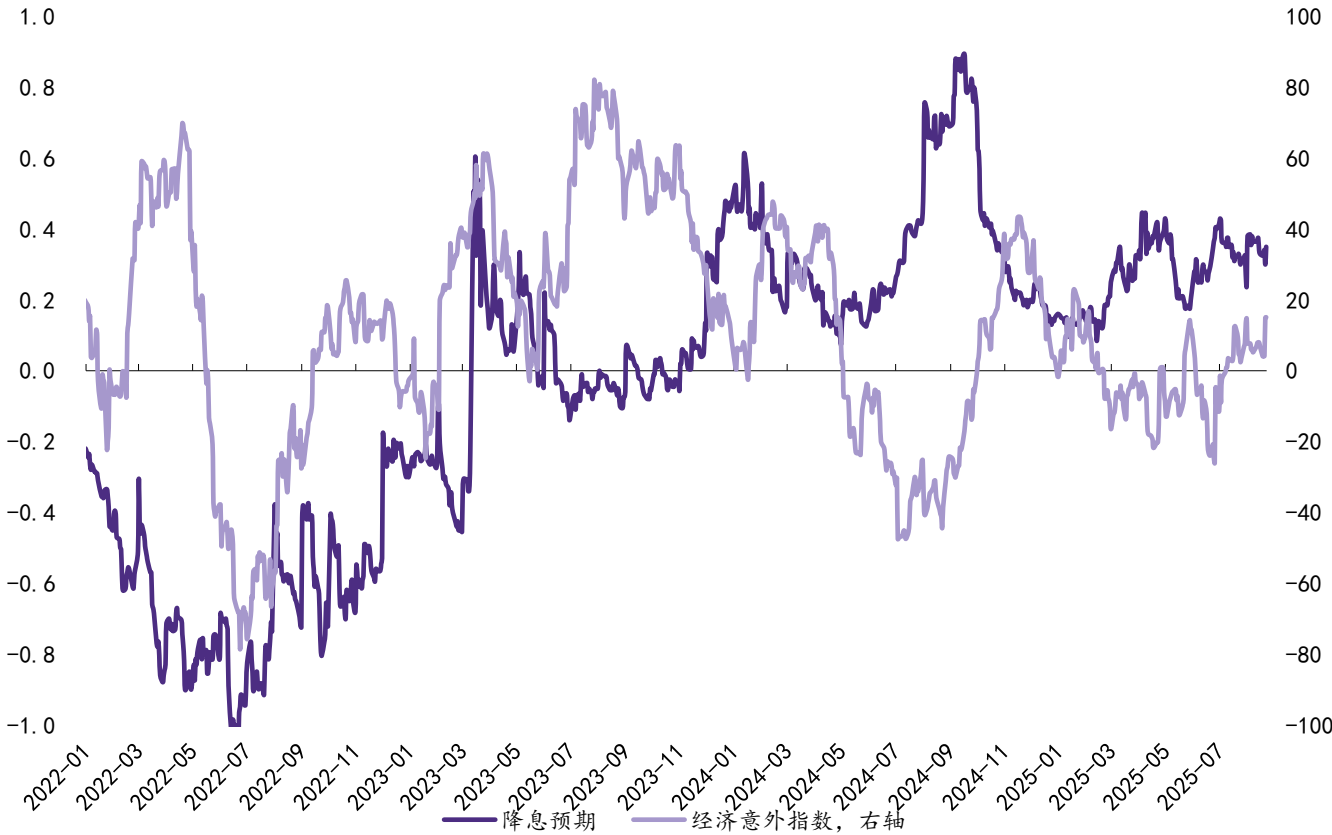
- ◆ CME点阵图的降息指引：市场预期年内仍有两次降息，分别是9月和12月；
- ◆ 8月美国宏观数据（PMI、非农和通胀）十分关键，决定9月降息的速度和力度，及后续降息节奏；
- ◆ 目前市场的降息预期升温，在经济数据偏向滞胀放大的背景下，预计降息预期将会震荡回升。

目前市场预期降息2次

CME FEDWATCH TOOL - CONDITIONAL MEETING PROBABILITIES										
MEETING DATE	200-225	225-250	250-275	275-300	300-325	325-350	350-375	375-400	400-425	425-450
17/09/2025					0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	87.3%	12.7%
29/10/2025	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	42.9%	50.6%	6.4%
10/12/2025	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	34.0%	49.0%	15.6%	1.3%
28/01/2026	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	16.6%	41.3%	32.7%	8.6%	0.7%
18/03/2026	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	9.4%	30.7%	36.5%	19.0%	4.1%	0.3%
29/04/2026	0.0%	0.0%	0.0%	3.3%	16.9%	32.7%	30.3%	13.8%	2.8%	0.2%
17/06/2026	0.0%	0.0%	2.0%	11.3%	26.2%	31.3%	20.6%	7.3%	1.3%	0.1%
29/07/2026	0.0%	0.6%	5.1%	16.2%	27.9%	27.8%	16.2%	5.3%	0.9%	0.1%
16/09/2026	0.3%	2.4%	9.5%	20.9%	27.8%	23.1%	11.8%	3.5%	0.5%	0.0%
28/10/2026	0.7%	3.8%	11.7%	22.2%	26.9%	21.0%	10.3%	3.0%	0.4%	0.0%
9/12/2026	0.7%	3.8%	11.7%	22.2%	26.9%	21.0%	10.3%	3.0%	0.4%	0.0%

资料来源：CME,wind资讯，华鑫证券研究

经济预期的博弈会再度推动降息预期的震荡回升



01 美国库存周期与经济周期

· 库存周期 · 经济周期 · 盈利周期

研究创造价值

- ◆ 特朗普与中国以及大部分国家的关税均得到了大幅的延缓，下一轮谈判或在10月出现，但整体来说关税对于美国经济的影响和冲击减弱。
- ◆ 从实际运行角度来看，关税朝向中性的情形发展，并未恶化。

国家/地区	关税变化	生效日期	未来关注时间点	备注
中国	对所有商品加征10%基准关税；对等关税从34%上调至84%，部分商品综合税率高达145%	2025年2月4日起（10%基准关税）；2025年4月9日起（84%）；2025年4月10日起（145%）	2025年8月12日（对华24%额外对等关税暂缓到期）；2025年10月（中美经贸磋商可能的新进展）	中美双方在日内瓦及伦敦会谈后达成暂缓部分关税共识，但美方立场反复，需关注后续谈判结果。
加拿大	25%关税（汽车及零部件等USMCA商品）；芬太尼紧急状况关税从25%上调至35%	2025年4月4日起（25%关税）；2025年8月1日起（35%芬太尼关税）	2025年10月（美加谈判可能进一步影响关税政策）	加拿大已向WTO提出争端磋商，关税政策可能因谈判调整。
墨西哥	25%关税（汽车及零部件等USMCA商品）	2025年4月4日起	2025年10月（美墨谈判进展）	墨西哥与美国正在谈判，可能影响关税执行。
欧盟	15%对等关税（若最惠国税率低于15%，补足至15%）	2025年8月7日起	2025年10月（美欧双边协定谈判可能影响税率）	欧盟已对美国商品加征报复性关税（210亿欧元商品，25%税率）。
日本	对等关税下调至24%	2025年8月7日起	2025年10月（美日双边贸易谈判可能进一步调整）	日本对美出口受影响较小，但需关注后续协定。
韩国	对等关税下调至25%	2025年8月7日起	2025年10月（日韩贸易协定进展）	韩国对美出口受关税影响，需关注谈判动态。
越南	对等关税下调至46%	2025年8月7日起	2025年10月（美越贸易协定可能落地）	越南可能与美国达成贸易协议，降低关税。
巴西	50%税率（10%对等关税+40%IEEPA紧急状况关税）	2025年8月7日起	2025年10月（美巴双边谈判可能调整税率）	巴西部分商品豁免，但多数出口面临高关税。
台湾省	对等关税调整至20%	2025年8月7日起	2025年10月（美台贸易谈判）	需关注台湾对美出口电子产品的潜在影响。
泰国	对等关税调整至19%	2025年8月7日起	2025年10月（美泰谈判可能调整税率）	泰国对美出口可能受供应链调整影响。
巴西	50%税率（10%对等关税+40%IEEPA紧急状况关税）	2025年8月7日起	2025年10月（美巴双边谈判可能调整税率）	巴西部分商品豁免，但多数出口面临高关税。

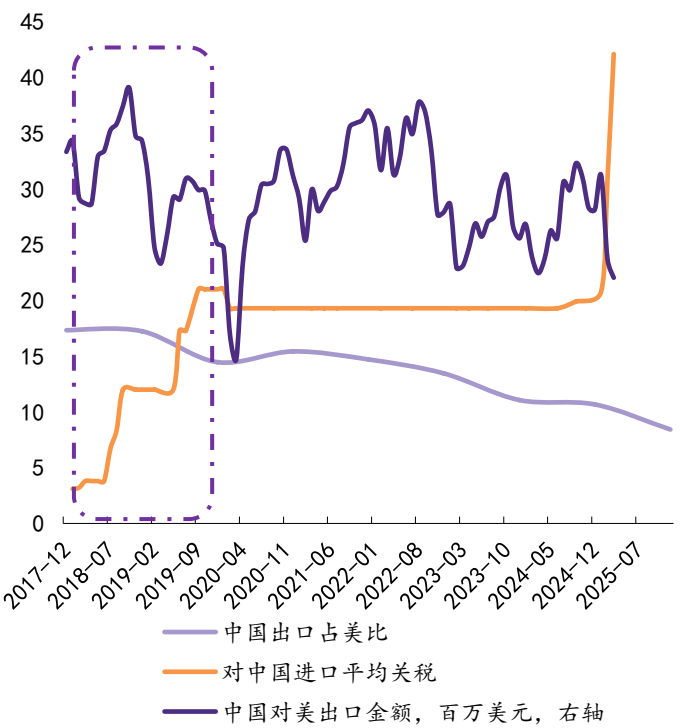
	情形	平均关税
TACO	维持10%对等关税，中国芬太尼减少至10%或者，同时行业关税放缓	10%左右
中性	基准关税维持25%，同时行业关税如半导体，医药和汽车保留，欧洲和日本保留15%左右的对等关税	17.5%左右
鹰派	行业关税和对等关税来到4月以来的水平，并在8月落地，欧洲落地50%，同时中国提高34%	25%以上

资料来源：RS，华鑫证券研究所

关税对短期通胀影响有限

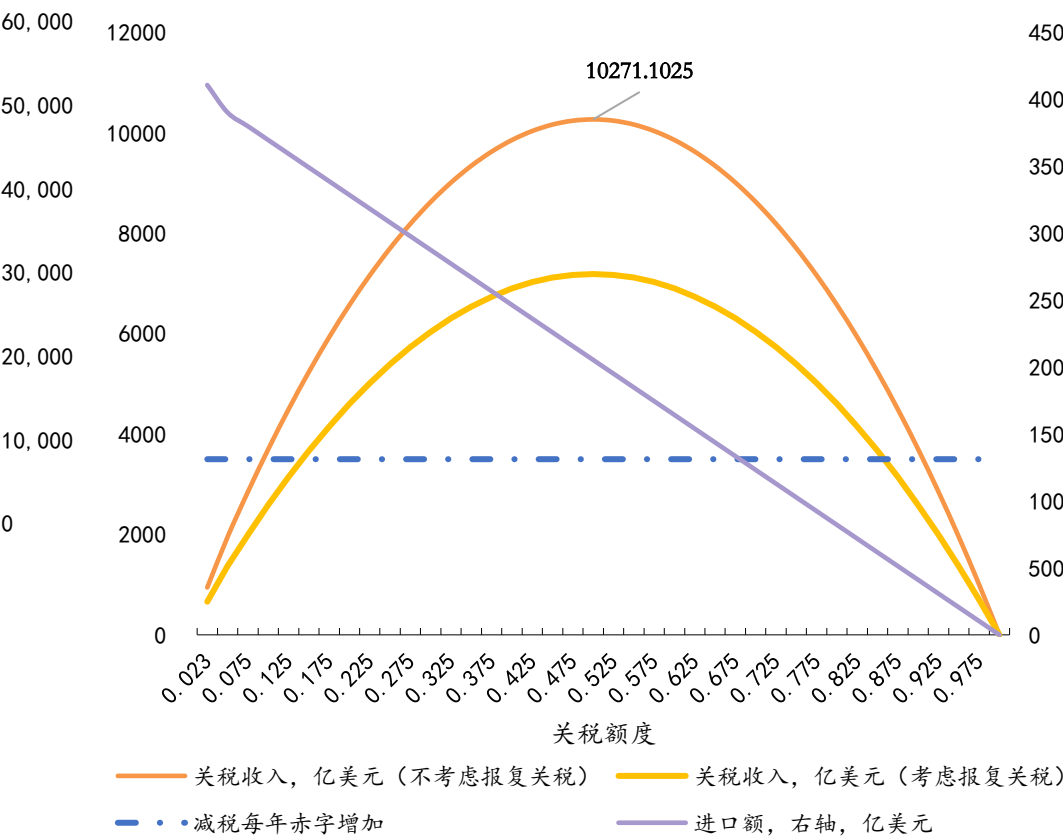
- ◆ 2018-2019年，美对华平均关税加征至21%，增加16.9%，平均进口额减少16.6%，税率弹性为-0.98。
- ◆ 在已知税率弹性的基础下，最优税率= $1/(e+1)$ ，要覆盖减税法案带来的3500亿美元的年赤字增加，有效关税税率或在17.5%附近，年内增加15%关税。
- ◆ 但从经济影响来看，关税依然会给美国经济带来一定压力，进口金额已经低于关税前的水平，需求端的走弱也将带来降息周期的重启。

美国进口中，中国部分对关税的敏感性在-1左右

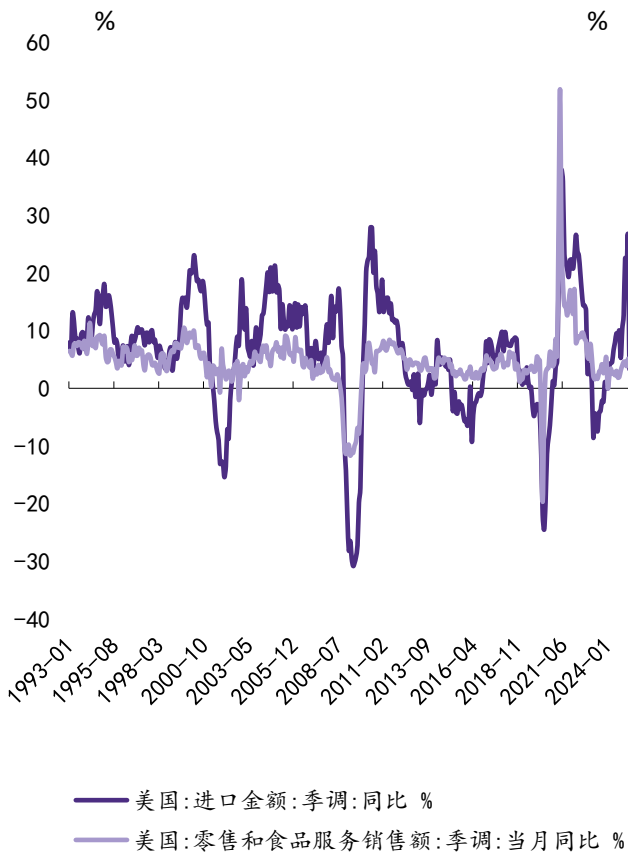


资料来源：Wind资讯，华鑫证券研究所

要覆盖减税法案带来的3500亿美元的年赤字增加，平均关税或在17.5%附近



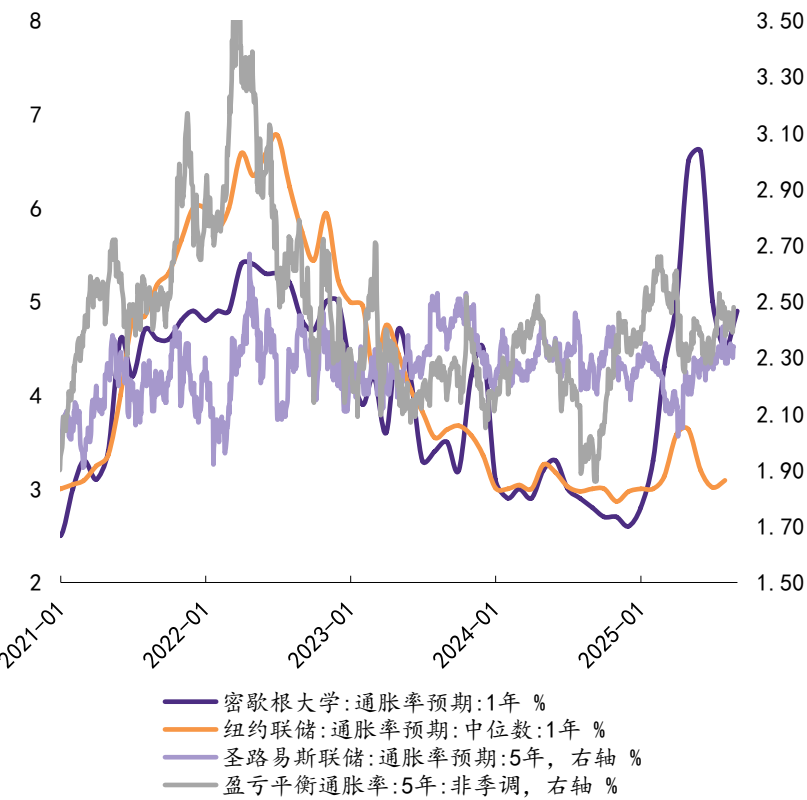
美国进口已经出现了快速的回落



经济强弱互现，预期矛盾

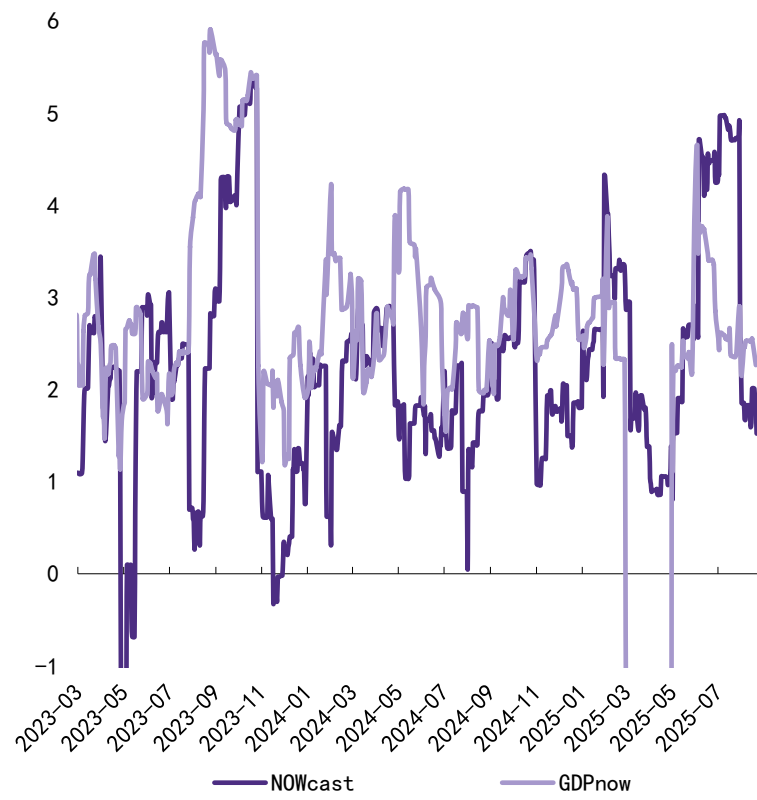
◆ 通胀预期和经济预期反复波动，且出现相互矛盾的局面，难以把握经济的主脉络，但较为确定的一点是整体经济健康程度已经不及2024年时期，这点从持续恶化的居民负债表中可以得到验证。

各方通胀预期反复

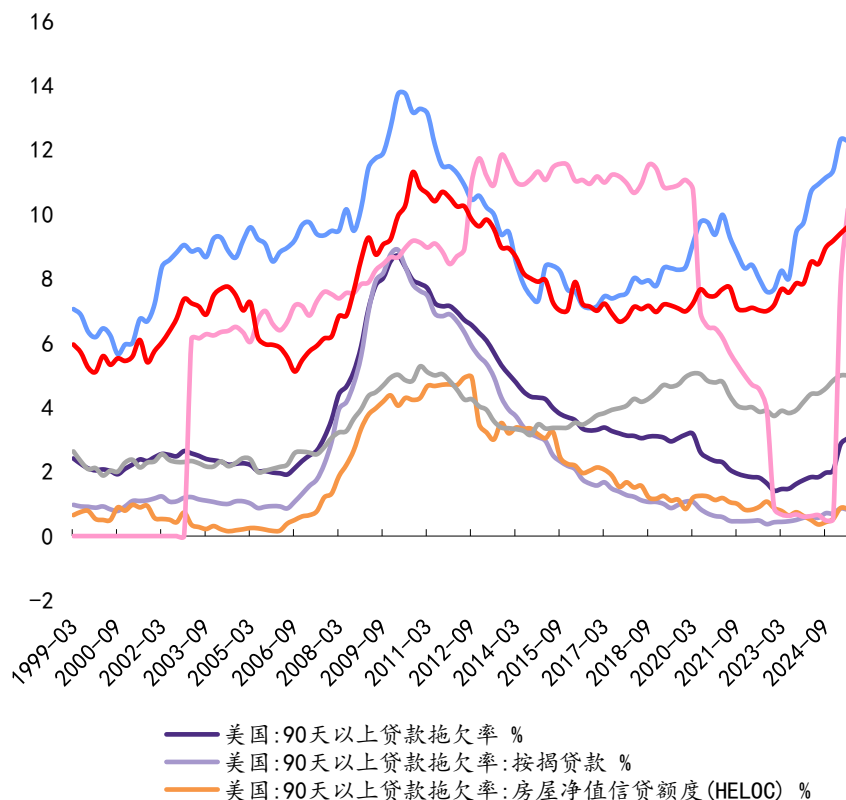


资料来源: Wind资讯, 华鑫证券研究所

经济预期保持高波动

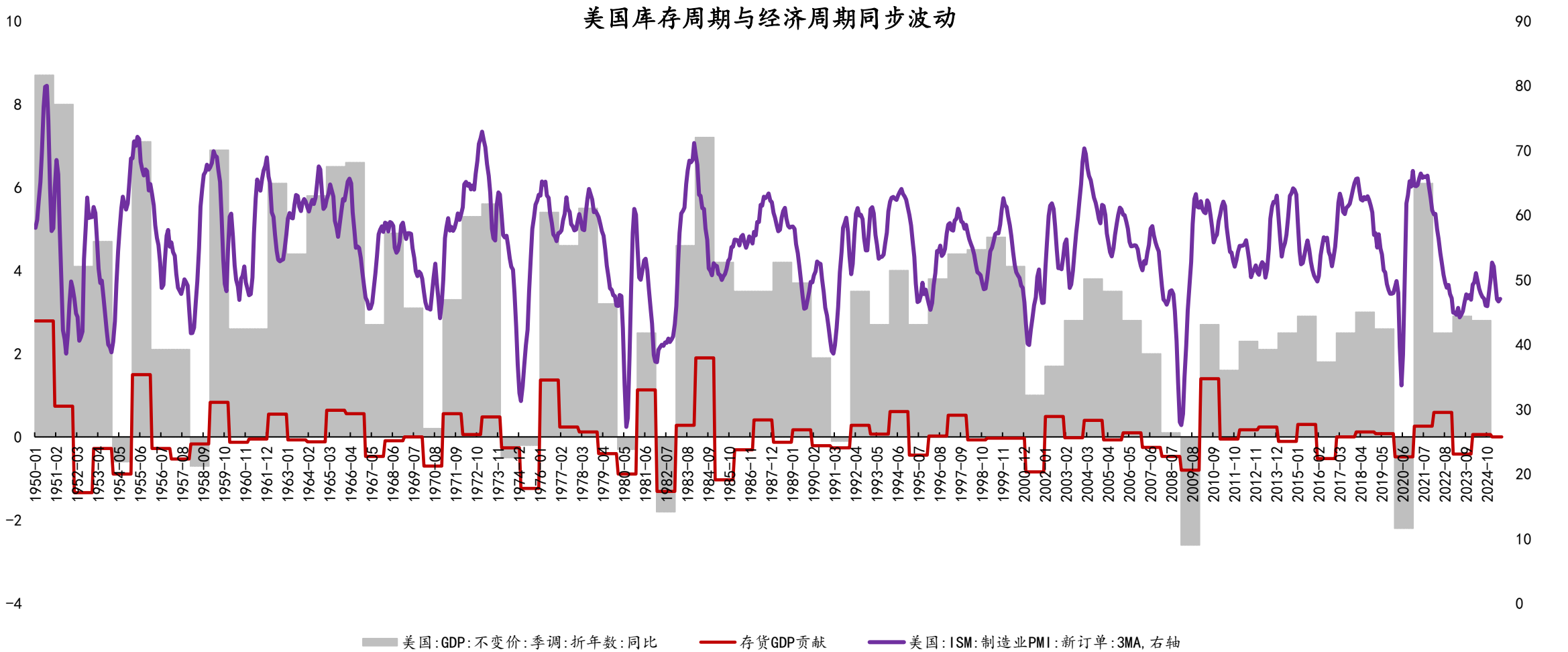


居民整体债务情况持续恶化



美国库存周期与经济周期同向波动

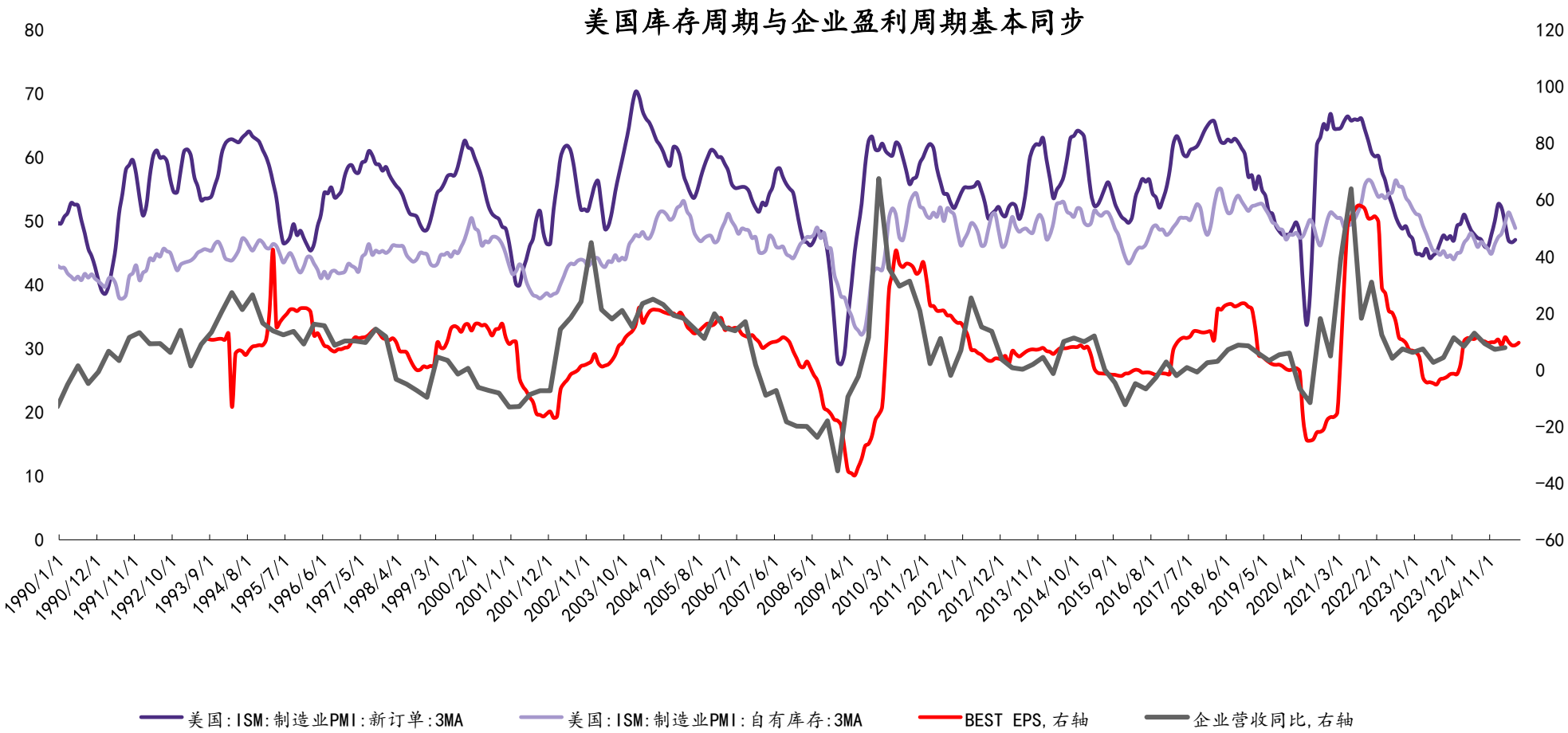
- ◆ 为了更好追根溯源去看美国当前的宏观位置，更好的去研判美国后续的需求走向以及经济成色，选择库存周期这一能更直接反应生产和需求的数据作为研究美国大势的试金石。
- ◆ 从过去历史周期来看，库存周期和美国经济周期同步波动，多用库存周期预判经济周期。



资料来源: wind资讯, 华鑫证券研究

库存周期也能用于预判企业盈利

◆ 库存周期也与企业盈利周期基本同步，同样可以帮助判断后续美股EPS的动向。

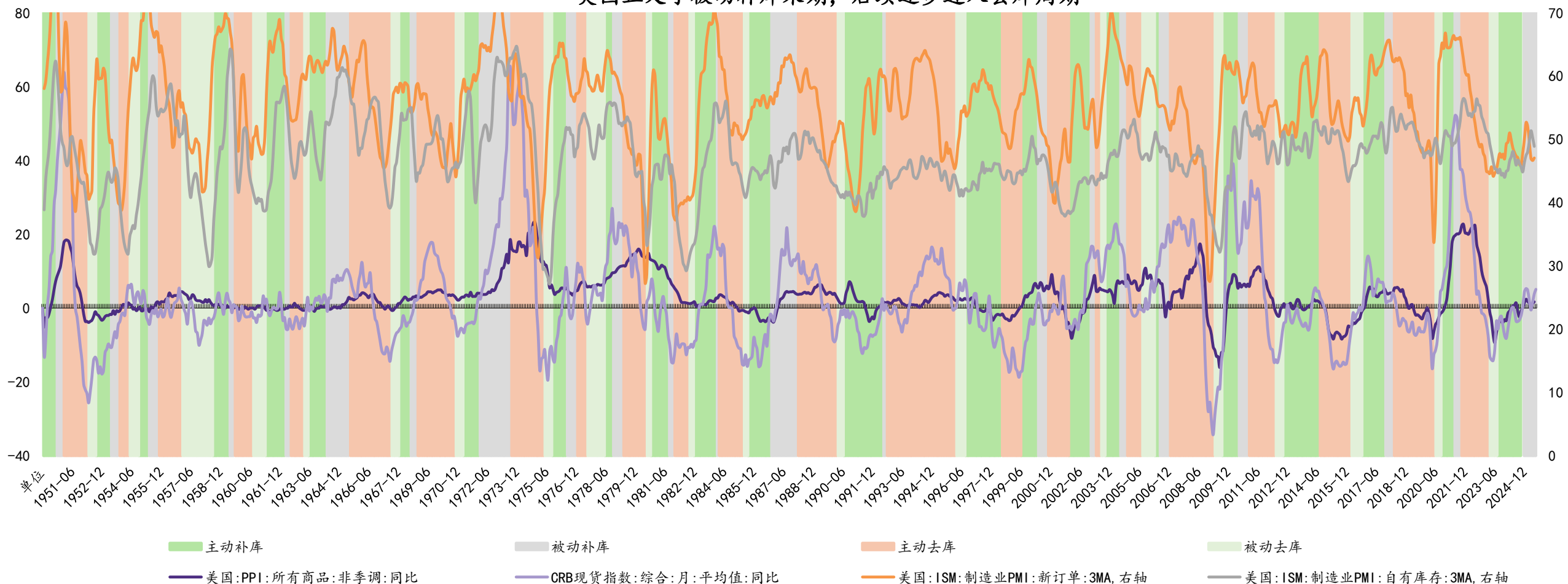


资料来源: wind资讯, 华鑫证券研究

目前库存周期位于被动补库末期

- ◆ 用库存增速和订单增速来做划分，目前美国的库存周期处于被动补库的尾声。
- ◆ 根据历史来看，美国库存周期往往是主动长、被动短的特征，被动补库结束后会经历1-2年的去库周期。

美国正处于被动补库末期，后续逐步进入去库周期

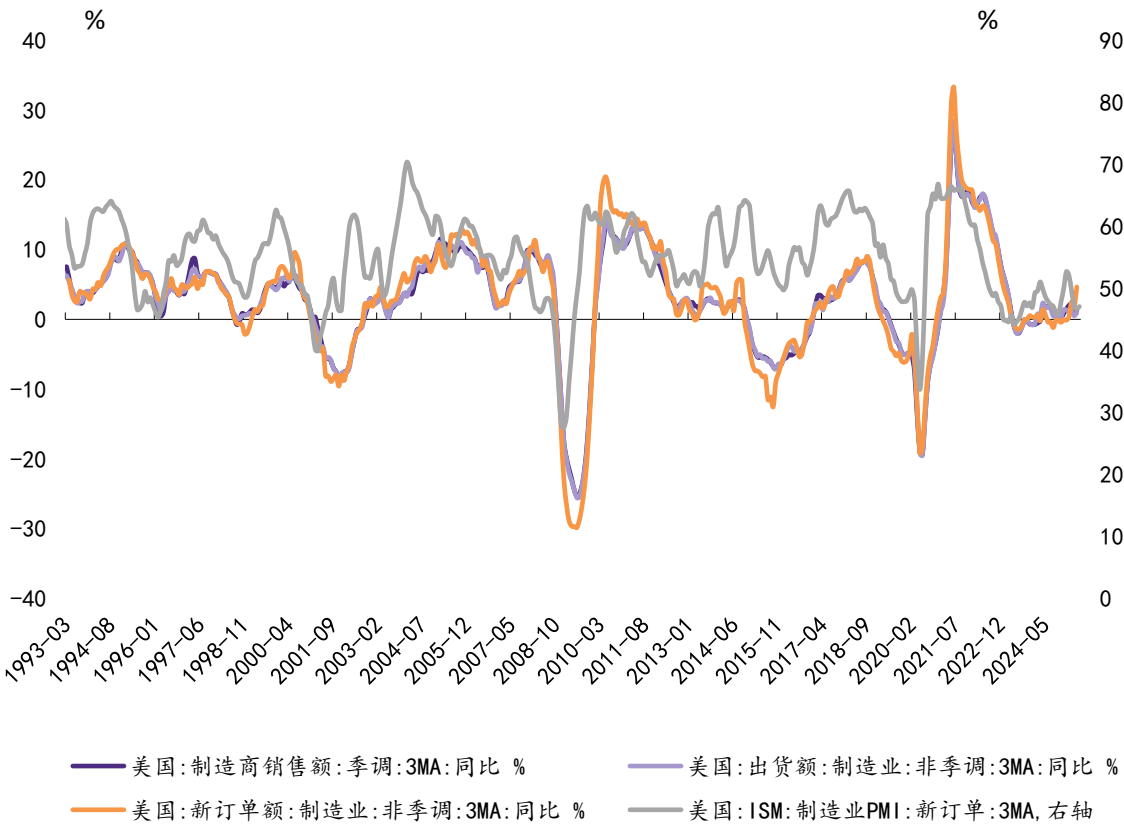


资料来源:wind资讯, 华鑫证券研究

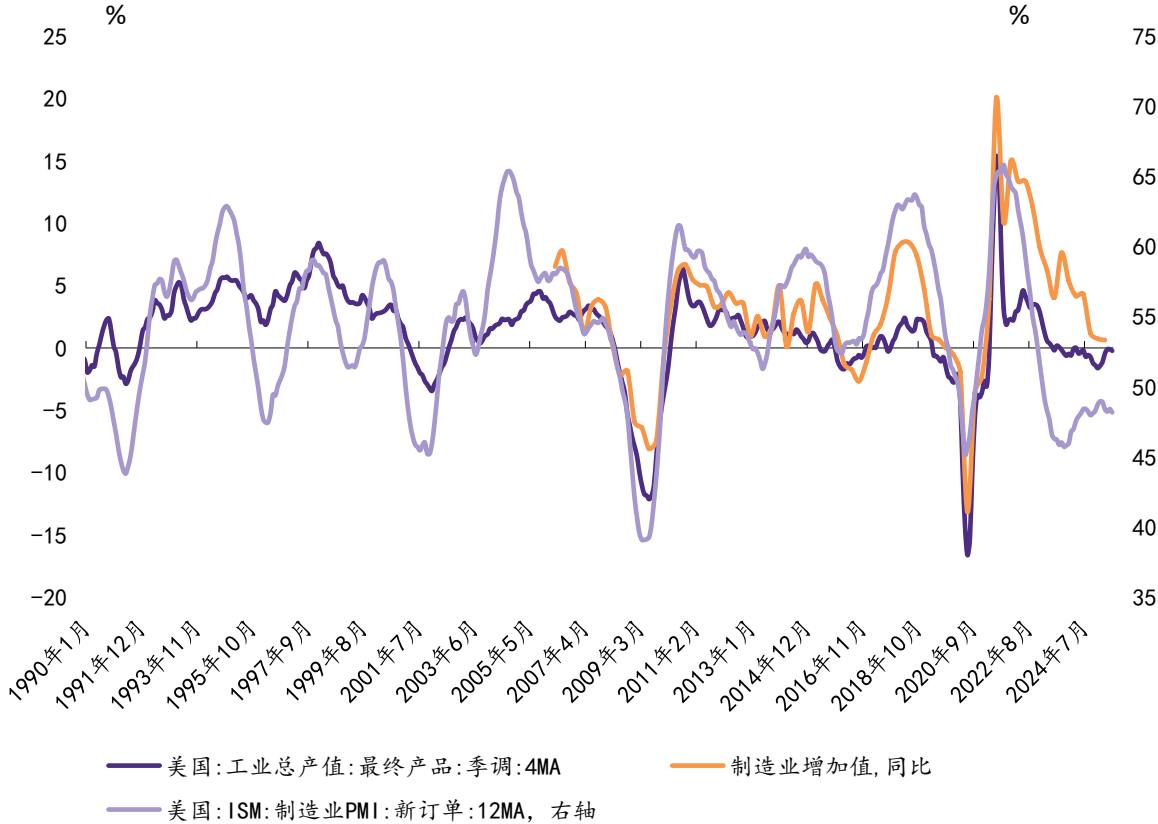
产出：订单预期先行，实际订单和产出回升滞后

- ◆ 从产业周期的角度，多按照订单-库存-盈利-投资-就业的路径传导，但从实际的分析来看，订单-出货-盈利的周期基本一致，仅PMI的新订单预期数据要比实际较为领先。
- ◆ 从时间线的角度，PMI新订单领先实际订单额5-6个月，实际订单额领先零售和出货3个月，工业增加值则是比产出周期更晚2-3个月，主要是因为增加值的提升往往是投入增加-成本相对减少，涉及到产能利用率的提升。

订单、销售和出货额周期基本一致



总产值和增加值的周期基本同步

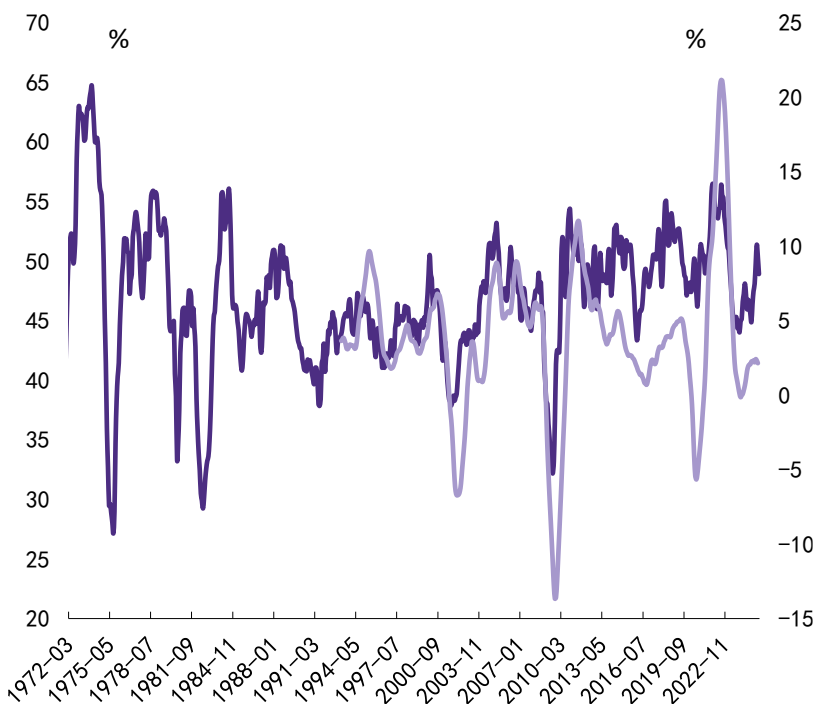


资料来源: wind资讯, 华鑫证券研究

库存：零售商高波动，但整体一致

- ◆ 美国有官方的库存数据，但是从数据维度来看，可追溯的历史周期较短，对比发现PMI的库存周期与美国库存金额数据基本类似，长周期ism自有库存数据基本可以作为库存指标的替代。
- ◆ 美国的库存数据可以分为制造业、零售和批发三部分。从历史角度来看，过去制造业占比最高，接近50%，但如今三者平均占比在30%左右。
- ◆ 但从整个周期的角度，制造业，批发和零售周期基本一致，仅仅零售周期的增速会有偏离，主要是更贴近消费者，节假日影响所致。

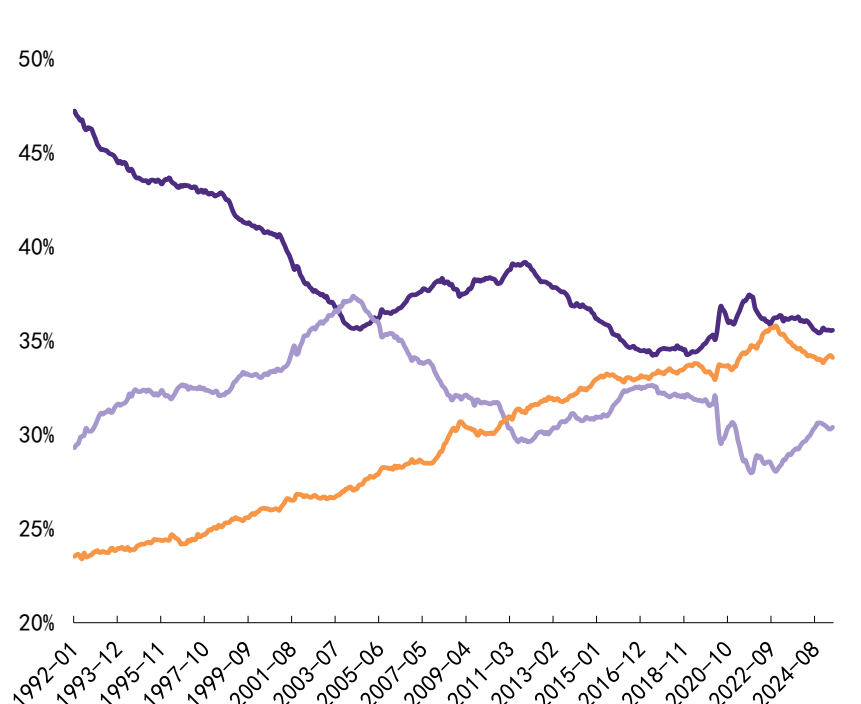
PMI的库存周期与美国库存金额基本同步



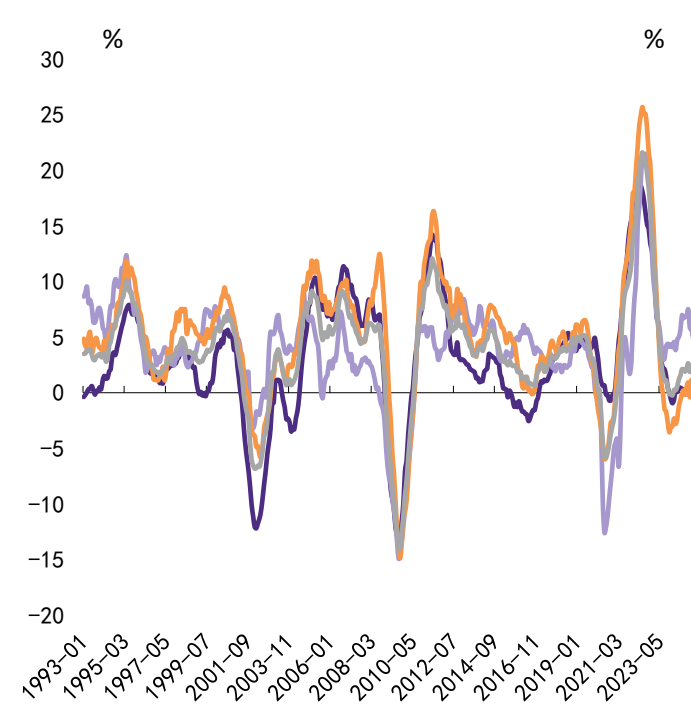
— 美国: ISM: 制造业PMI: 自有库存: 3MA, 右轴
— 美国: 库存金额: 季调: 同比: 3MA, 右轴

资料来源: wind资讯, 华鑫证券研究

制造业，零售和批发库存周期基本一致



— 美国: 制造商库存金额: 季调
— 美国: 零售商库存金额: 季调
— 美国: 批发商库存金额: 季调

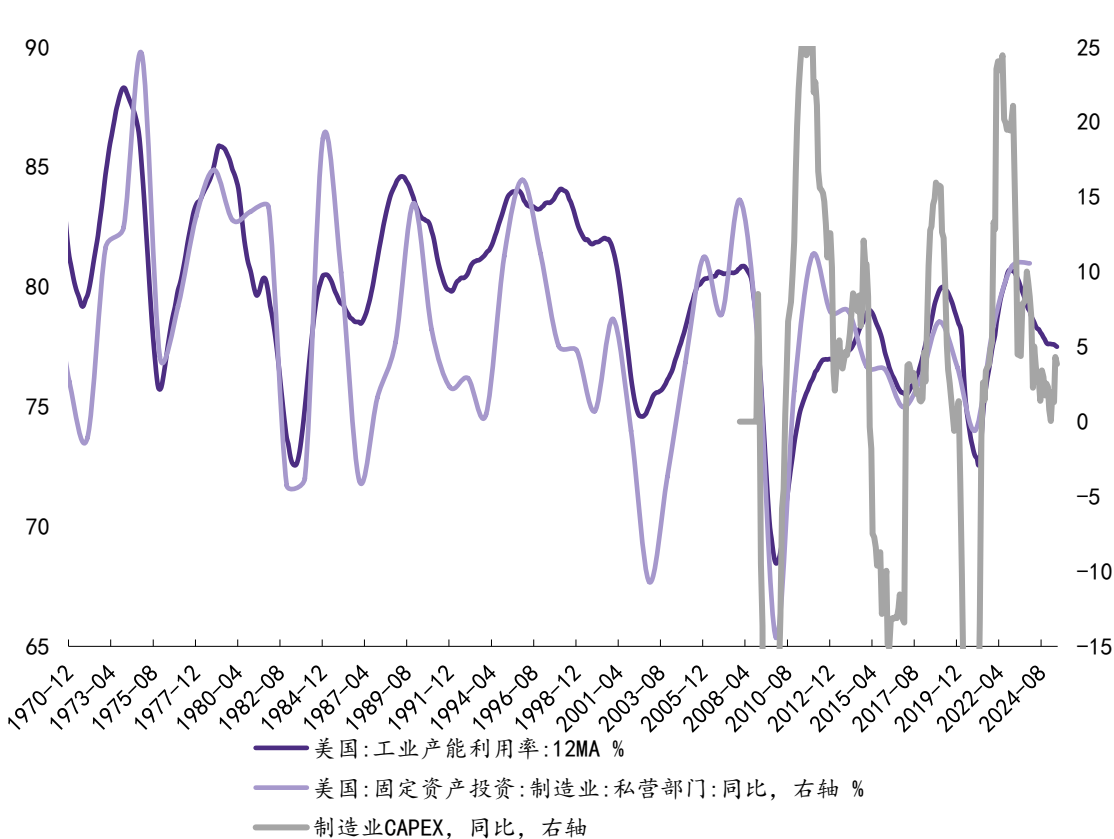


— 美国: 制造商库存金额: 季调: 同比 %
— 美国: 零售商库存金额: 季调: 同比 %
— 美国: 批发商库存金额: 季调: 同比 %
— 美国: 库存金额: 季调: 同比 %

投资：整体下行，关注领先数据

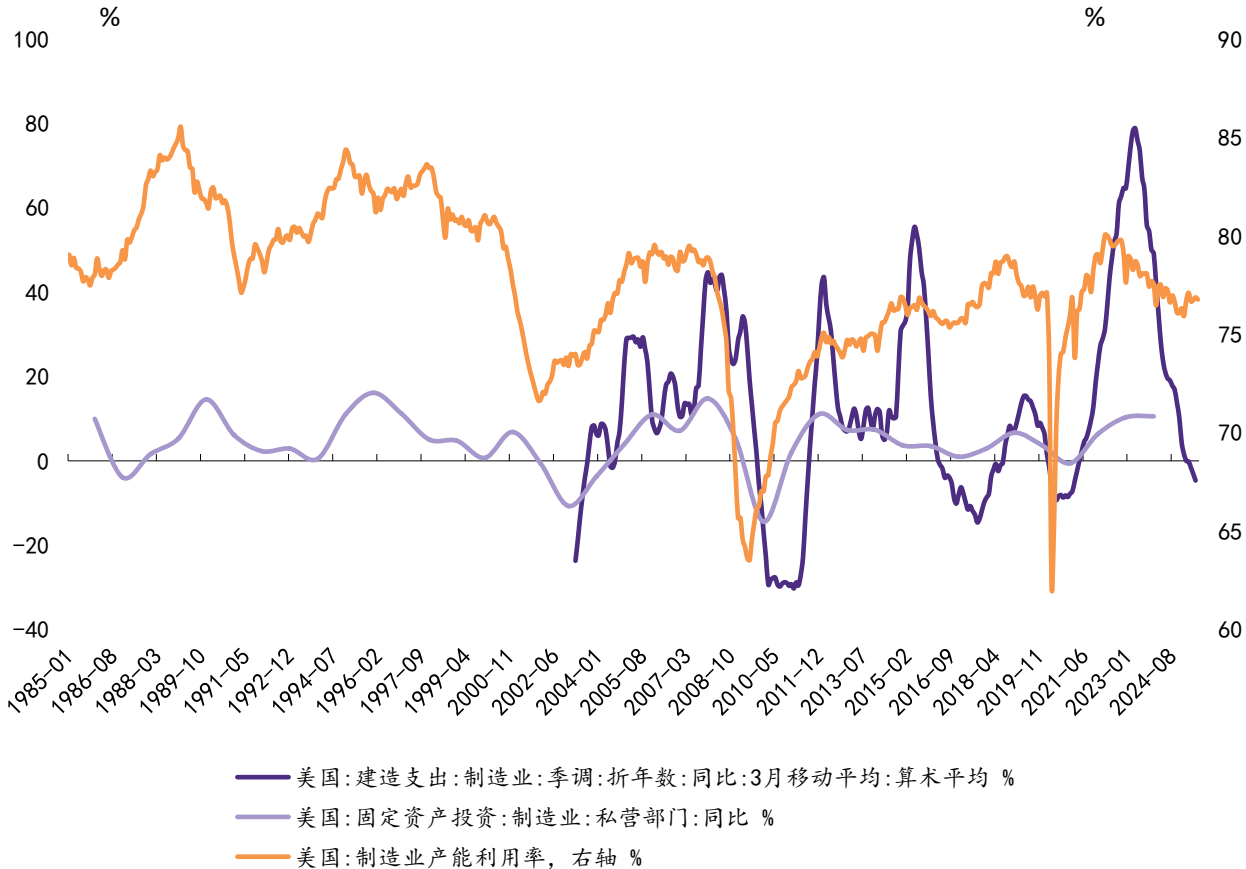
- ◆ 从制造业的周期指标来看，各个维度的数据周期也都趋于一致，不管是产能利用率、固定资产投资还是与制造业相关的美股行业的CAPEX，对于周期的划分基本一致。
- ◆ 美股制造业CAPEX主要涵盖汽车、半导体硬件、工业、材料、食品饮料等制造业数据。

投资周期基本同步



资料来源: wind资讯, 华鑫证券研究

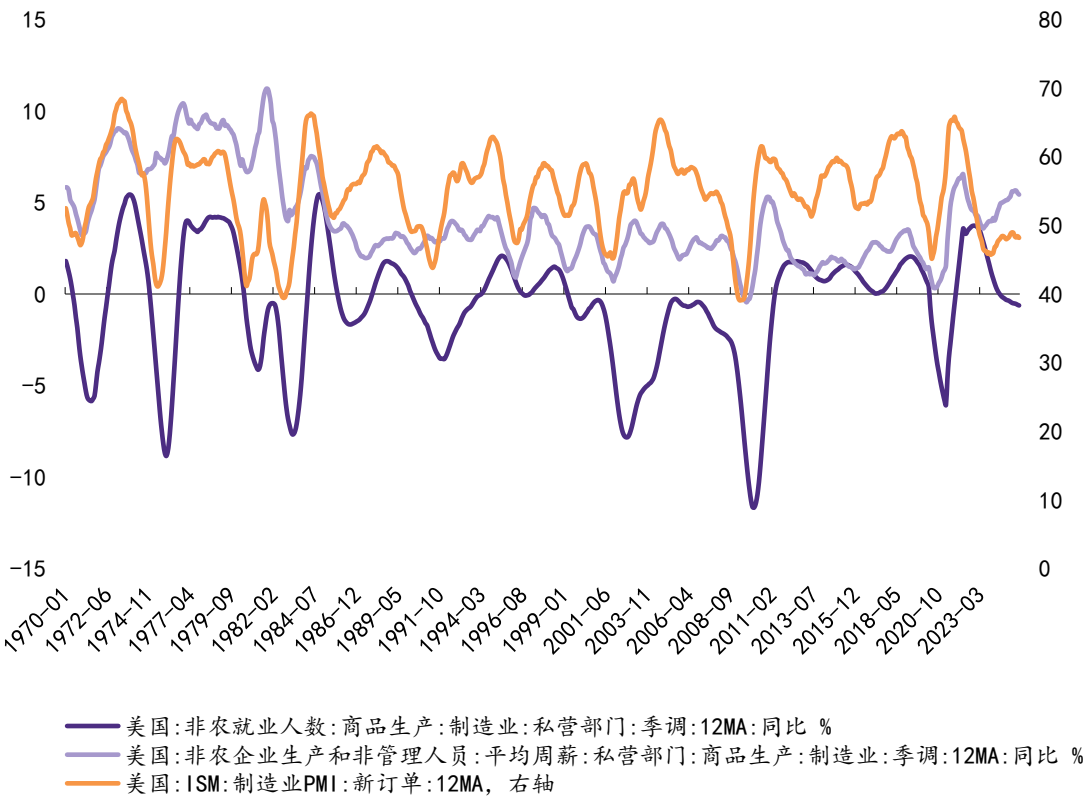
建设数据频率更高



就业：薪资变化更快，就业后置

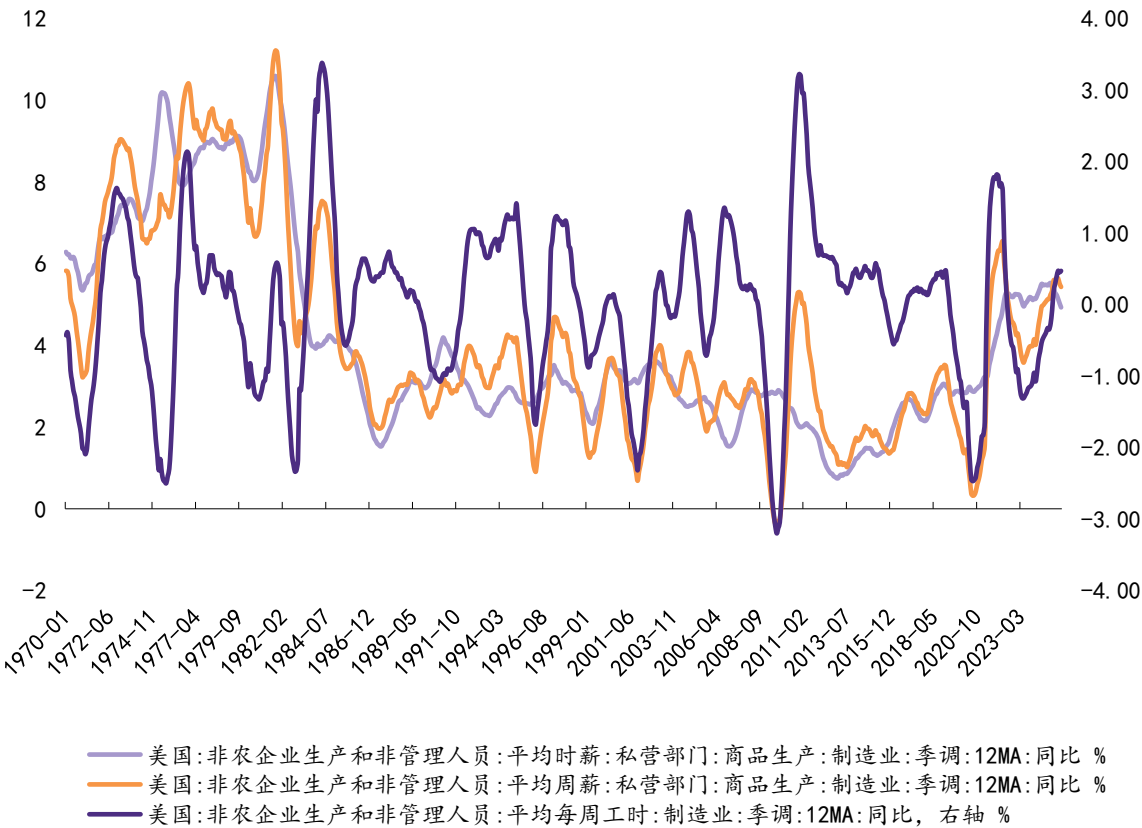
- ◆ 从就业市场来看，薪资数据对于库存周期的反应更快，基本能做到同步，制造业往往在接到订单时可以通过加薪或者加班加速生产。
- ◆ 而就业则是相对后置，往往落后于订单预期3个季度。

工资与预期数据基本同步，就业则会反应较慢



资料来源: wind资讯, 华鑫证券研究

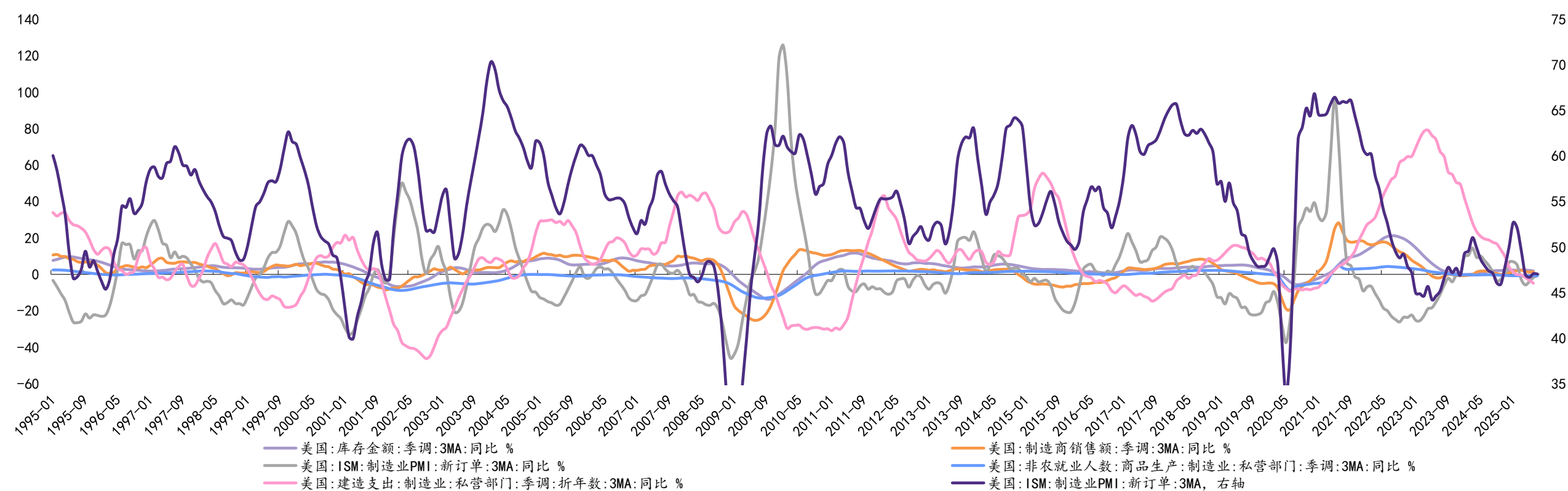
工时和时薪共同推动周薪上行



制造业周期划分：库存低位震荡

- ◆ 综合美国制造业周期来看，新订单和销售额基本同步，偶尔相差1-2个月，是最领先的周期转变指标（除PMI新订单），随后是库存和就业周期的同步改善，往往落后于订单数据4-6个月；投资周期则是最晚的，往往落后订单数据1.5-2年，主要是整体投资周期较长，且受财政支出限制所致。
- ◆ 目前美国制造业周期特征：销售增速保持相对低位震荡，订单出现一定抬头，但库存保持低位震荡。
- ◆ 后续观察指标主要是两个方面：1) 订单数据是持续上行还是维持低位震荡；2) 投资数据是否触底回升（2023年7月美国订单数据触底回升，若是投资数据在今年下半年同样触底回升，则进一步验证2023年的周期底部）。

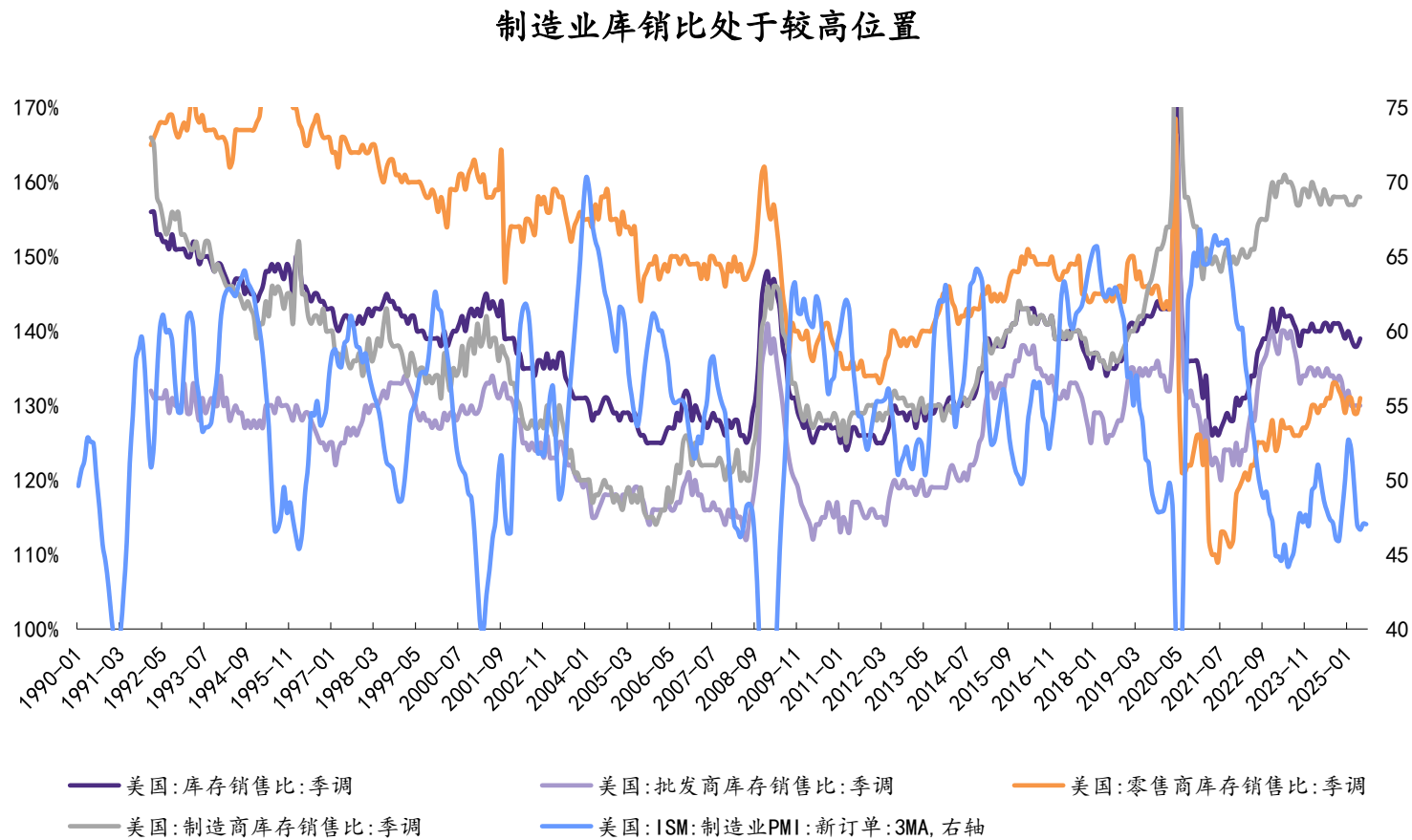
美国制造业周期一图观：制造销售增速低位震荡，新订单抬头



资料来源: wind资讯, 华鑫证券研究

库销比：制造高位，批发次之，零售低位

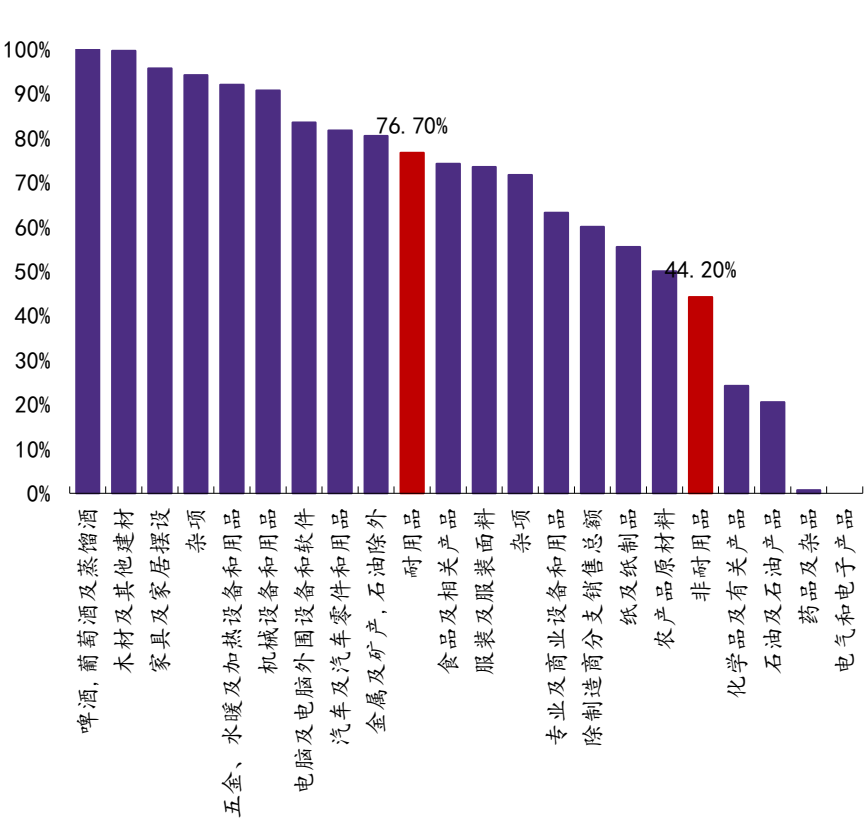
◆ 从其他数据也能得到验证，美国制造业库存销售比均处于相对高位。



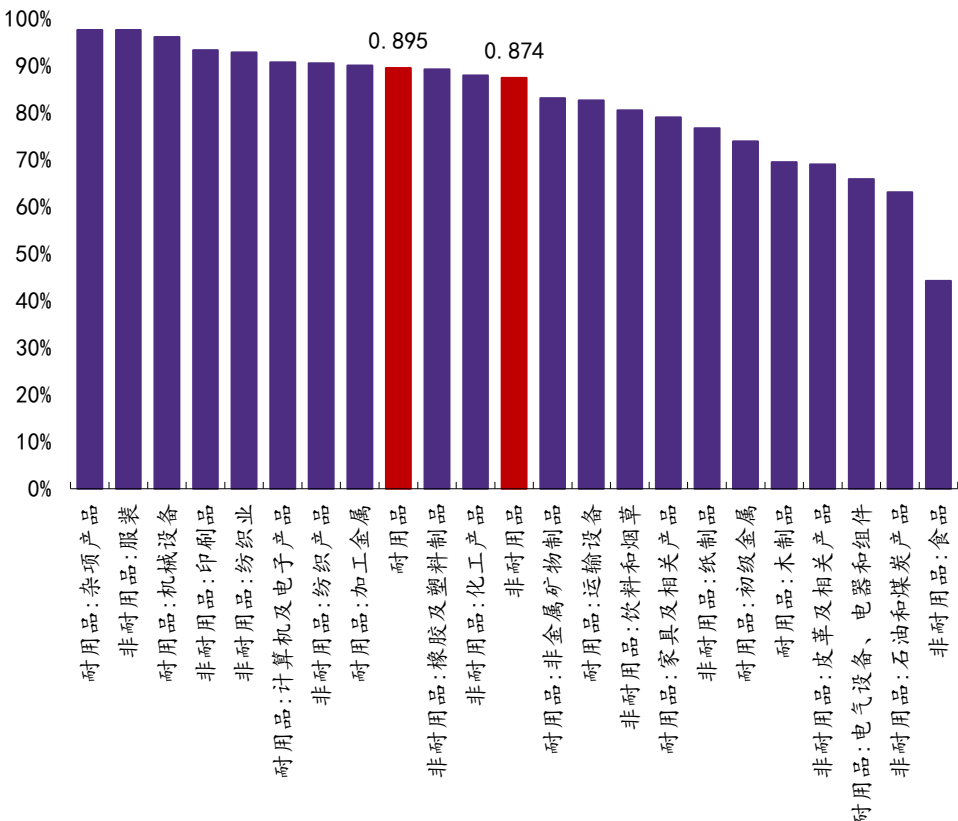
资料来源：wind资讯，华鑫证券研究

◆ 说明要么库存过高，要么销售过差，使得企业没有过强的主动补库能力，同样验证后续进入去库周期的判断。

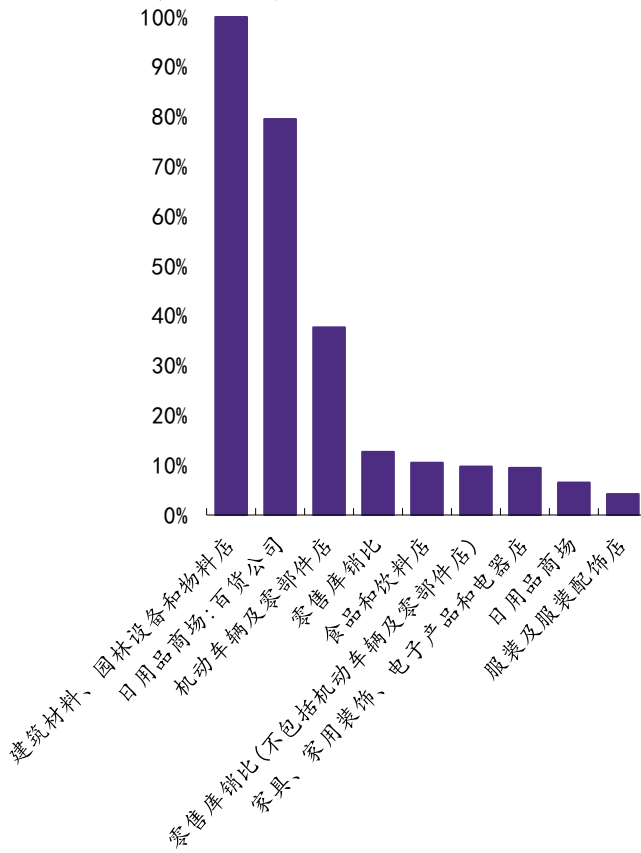
批发商整体非耐用品库存较低



制造商则是整体保持高历史分位



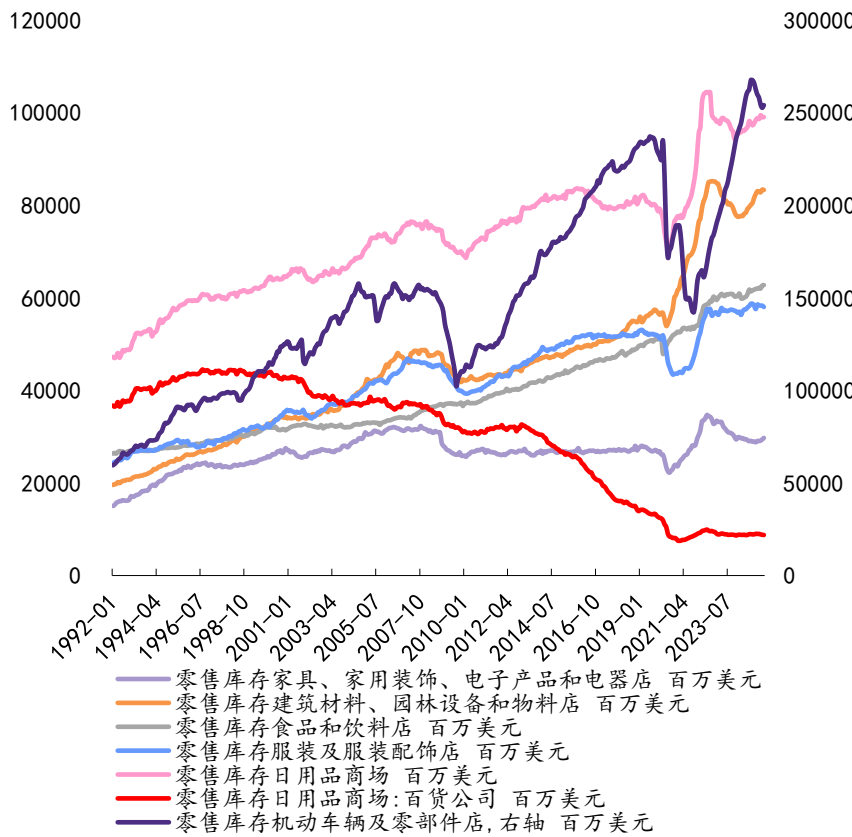
零售商库存比保持低位



资料来源: wind资讯, 华鑫证券研究

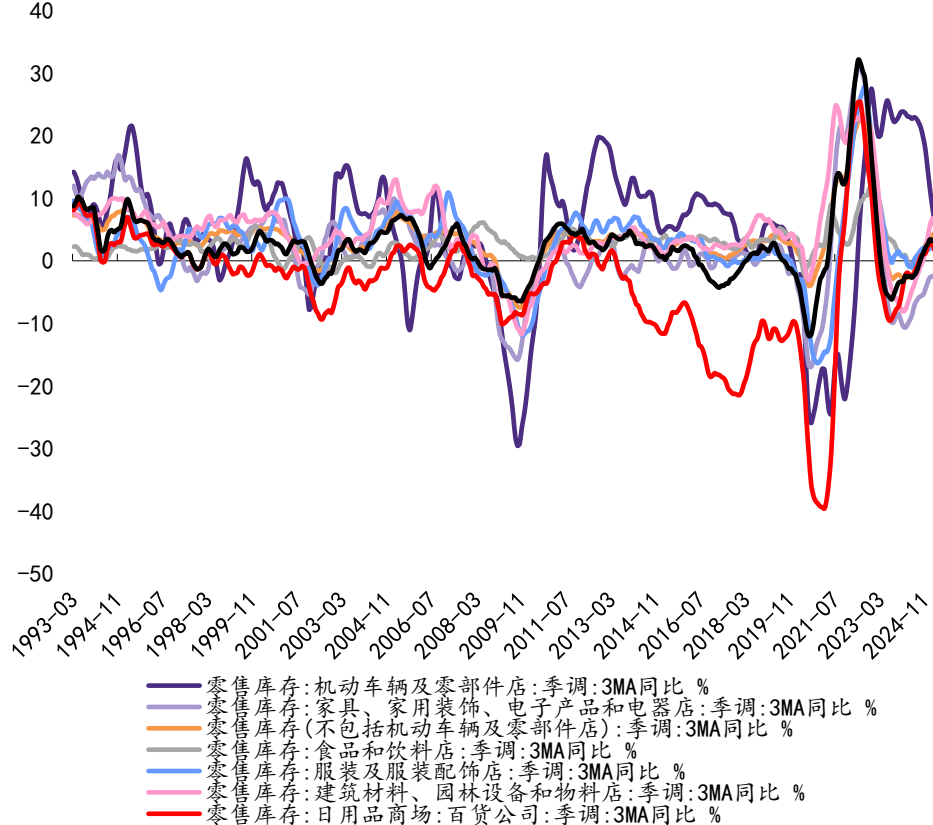
- ◆ 零售商库存之所以保持低位，主要是因为更贴近消费者，导致其库存调整更加灵活。
- ◆ 除汽车外，其他库存均保持了相对回升的走势，主要是零售额较为强势。

零售商库存主要是日用和汽车构成

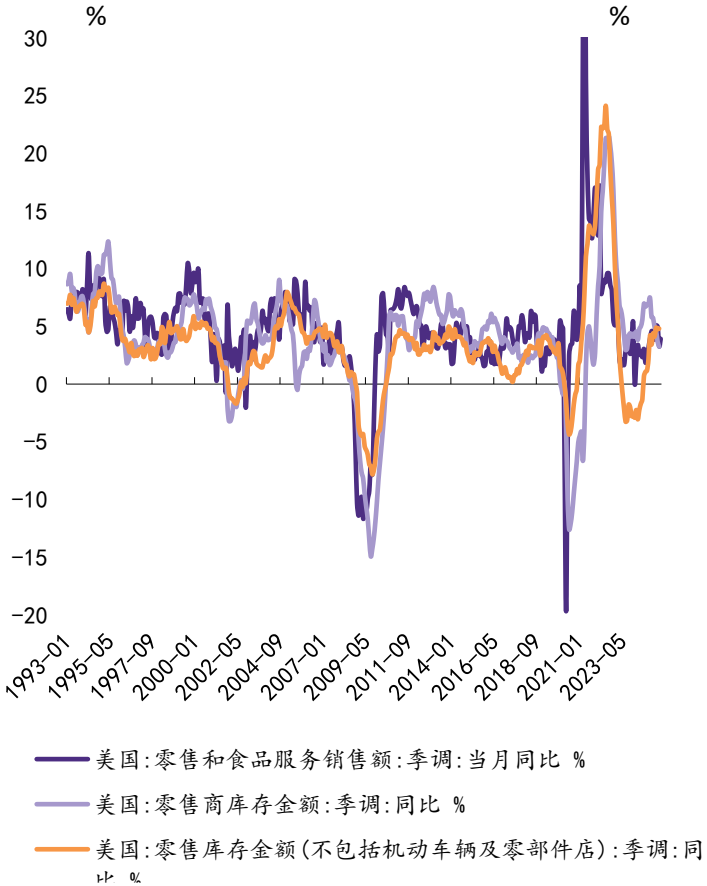


资料来源: wind资讯, 华鑫证券研究

除汽车外，其他库存均有回落



除汽车外的零售库存数据回升



02 美国行业库存与产业机会

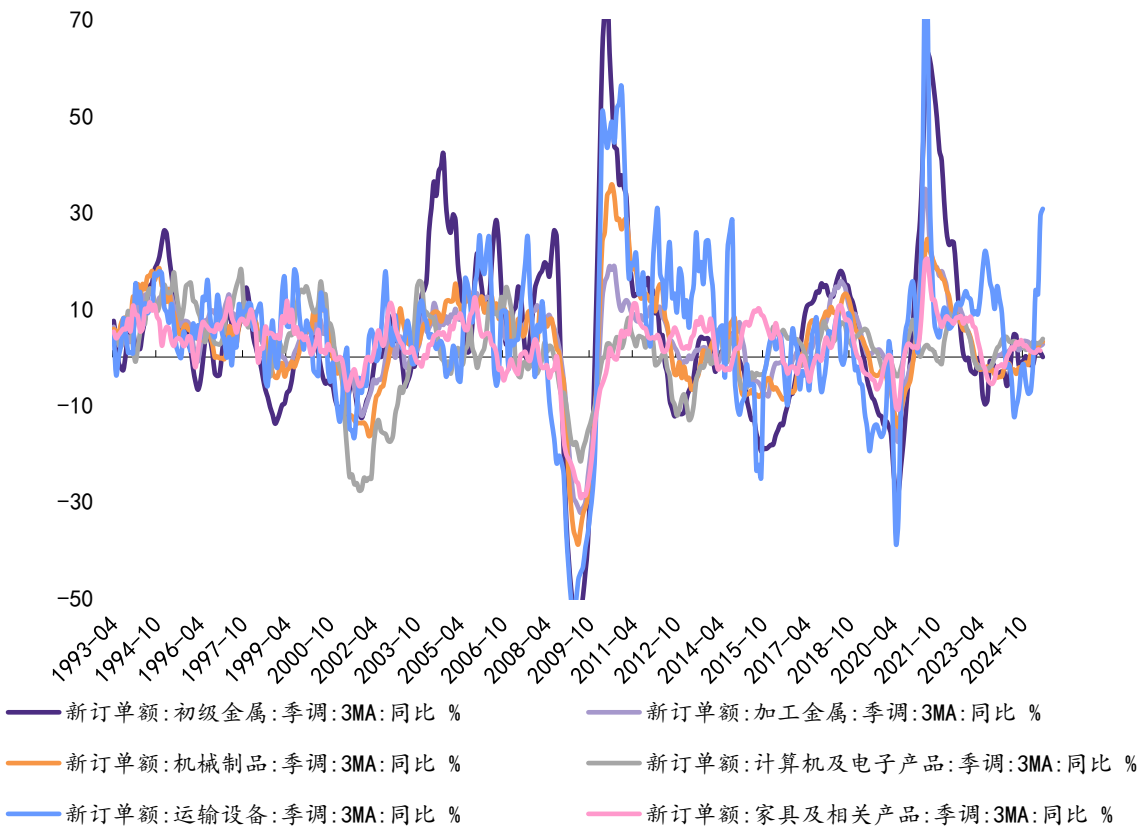
· 耐用品 · 非耐用品

研究创造价值

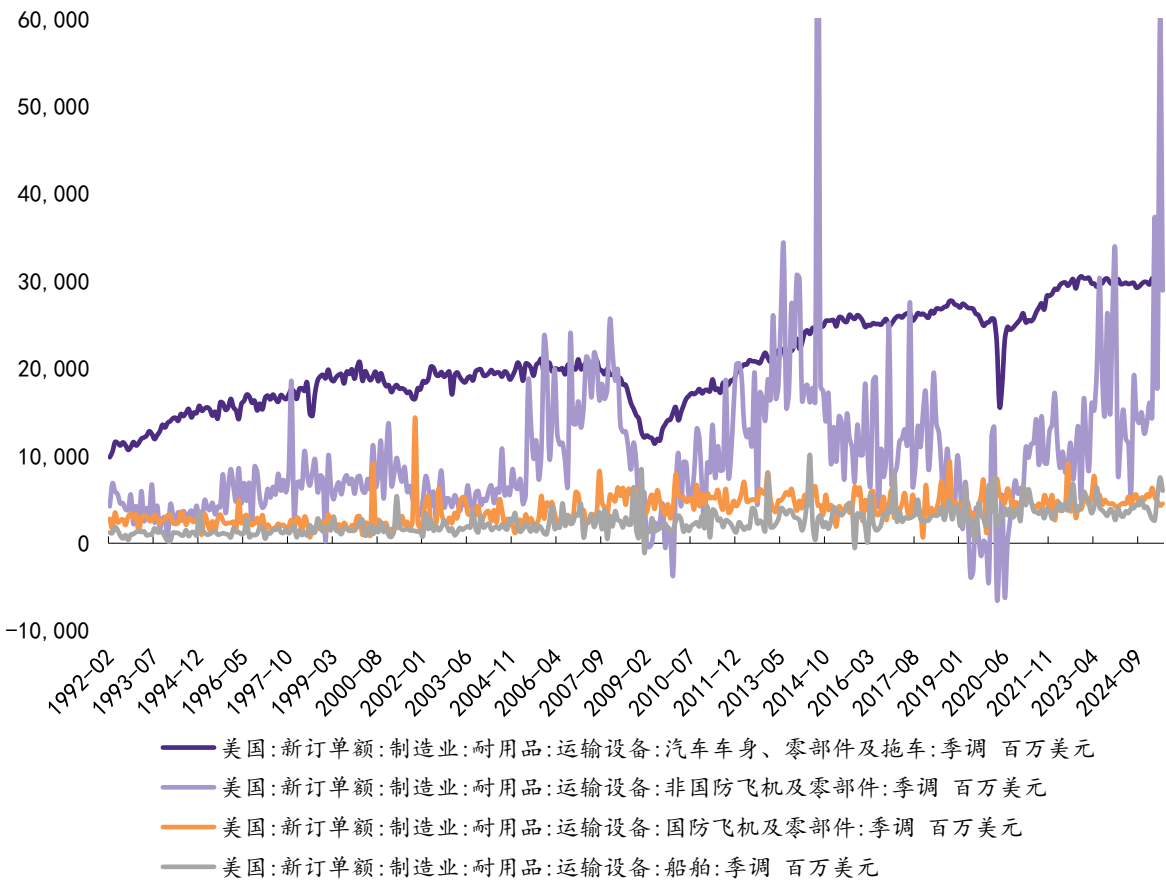
行业拆解：制造订单整体低位，运输高波动

- ◆ 订单数据分行业来看，主要的贡献是运输设备，但是因为运输设备往往有高价值低周转，且飞机，汽车等很多定制化生产，受监管影响也较大，更多是非典型库存周期，往往需要排除在整体库存分析中。
- ◆ 这一轮运输设备订单出现快速回升主要是非国防飞行设备贡献，而其耐用品订单周期保持相对低位。

运输制品新订单逆势上行



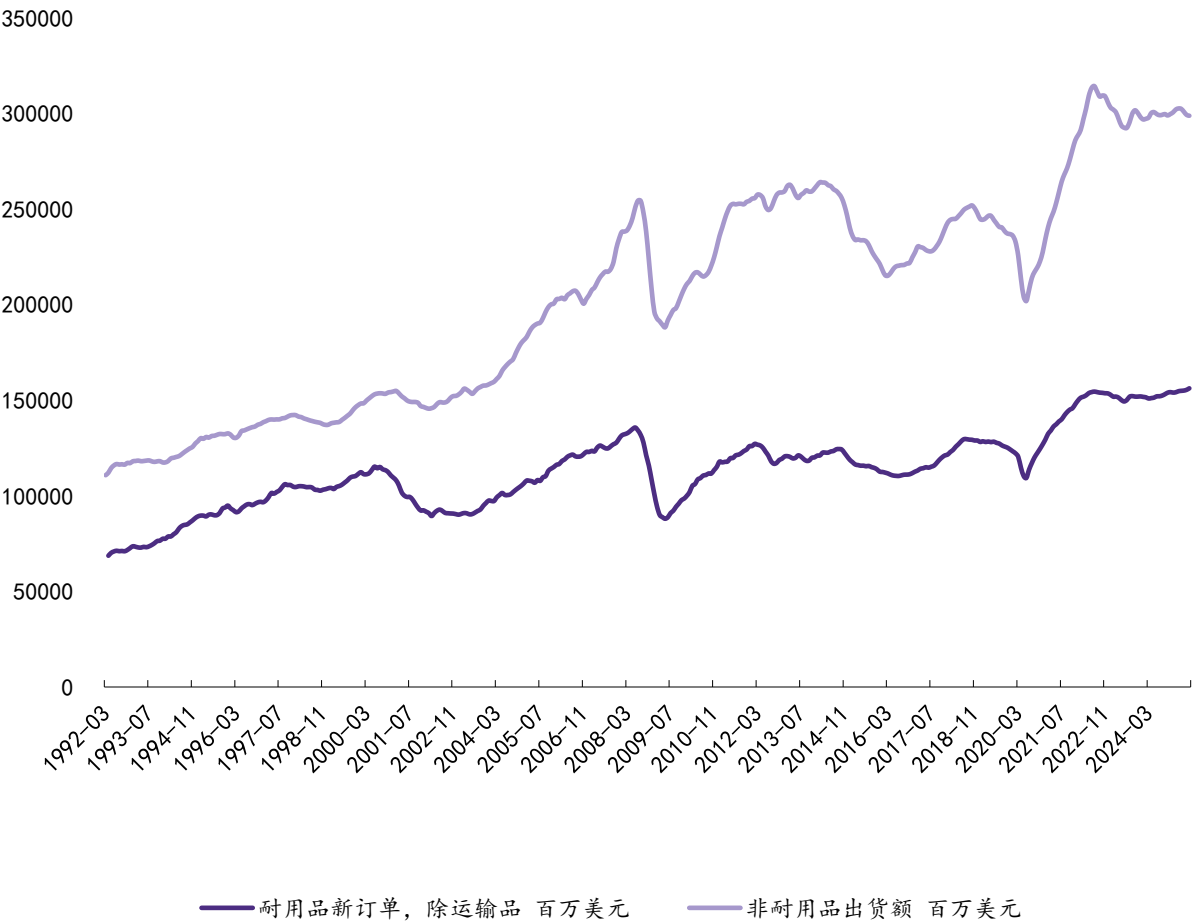
运输设备订单出现快速回升主要是非国防飞行设备贡献



资料来源: wind资讯, 华鑫证券研究

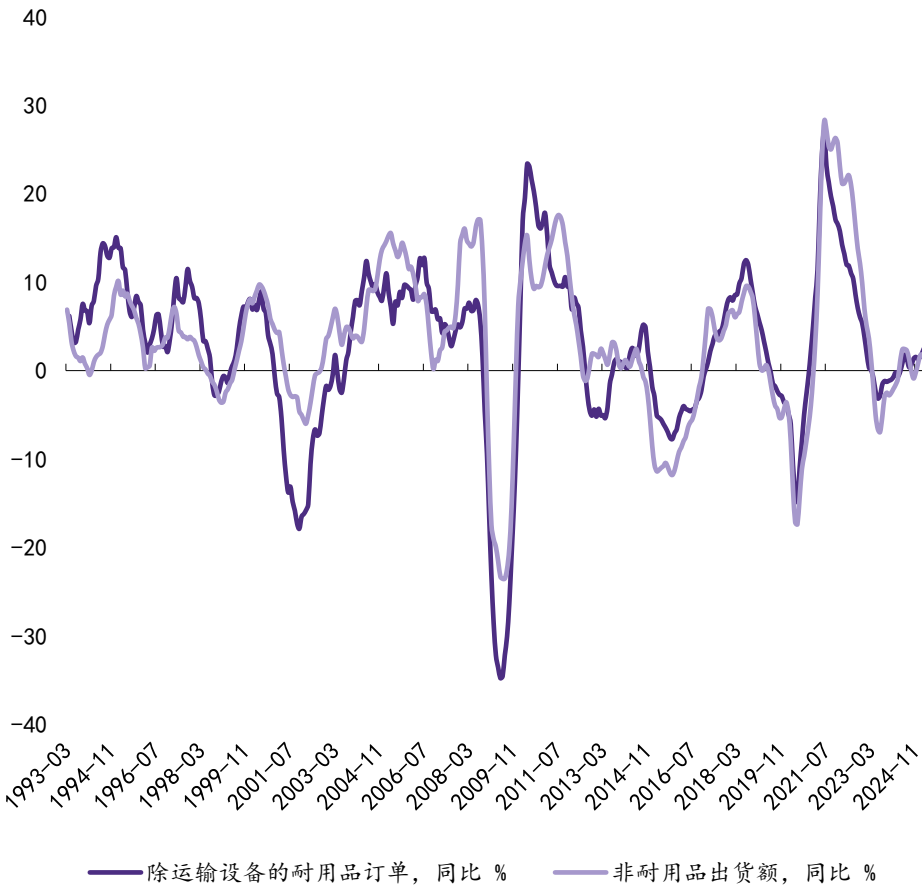
◆ 用出货额代替订单额来看，耐用品和非耐用品整体增速保持震荡回落的格局，且非耐用品弱于耐用品订单。

耐用品和非耐用品均震荡回落



资料来源：wind资讯，华鑫证券研究

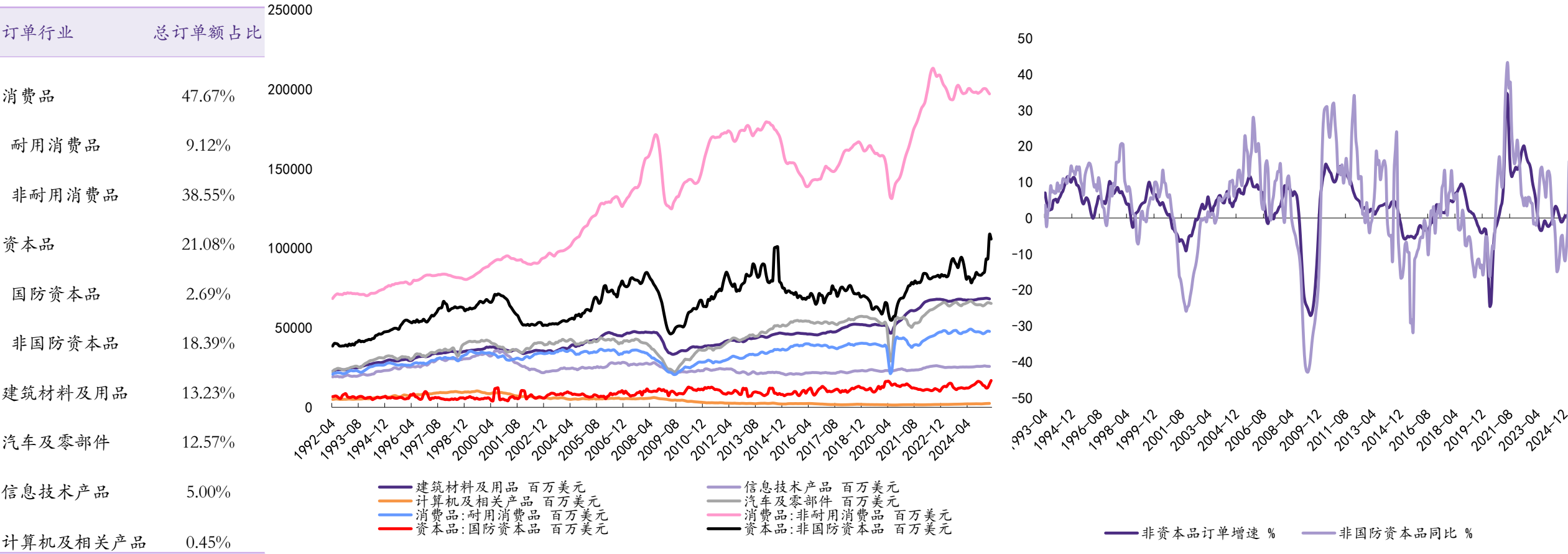
非耐用品同比弱于耐用品



分主题：主要是资本品回升

◆ 从分主题来看，美国本轮补库的主要动力来源是资本品中的非国防资本品，主要包含了一些大型设备和机械，是本轮美国芯片法案带动的相关生产设备订单带动，除非国防资本品外，其他订单额基本均有下行。

非国防资本品是本轮补库主力

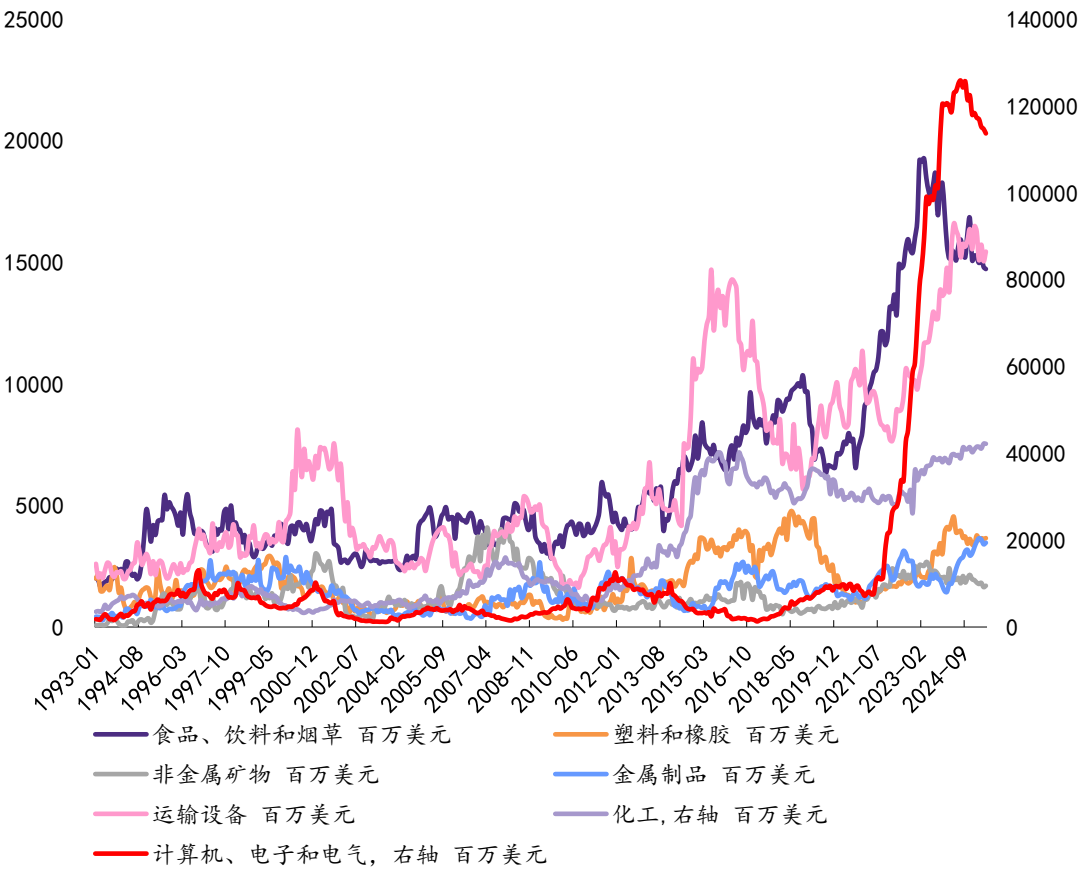


资料来源：wind资讯，华鑫证券研究

投资支出：芯片支出回落

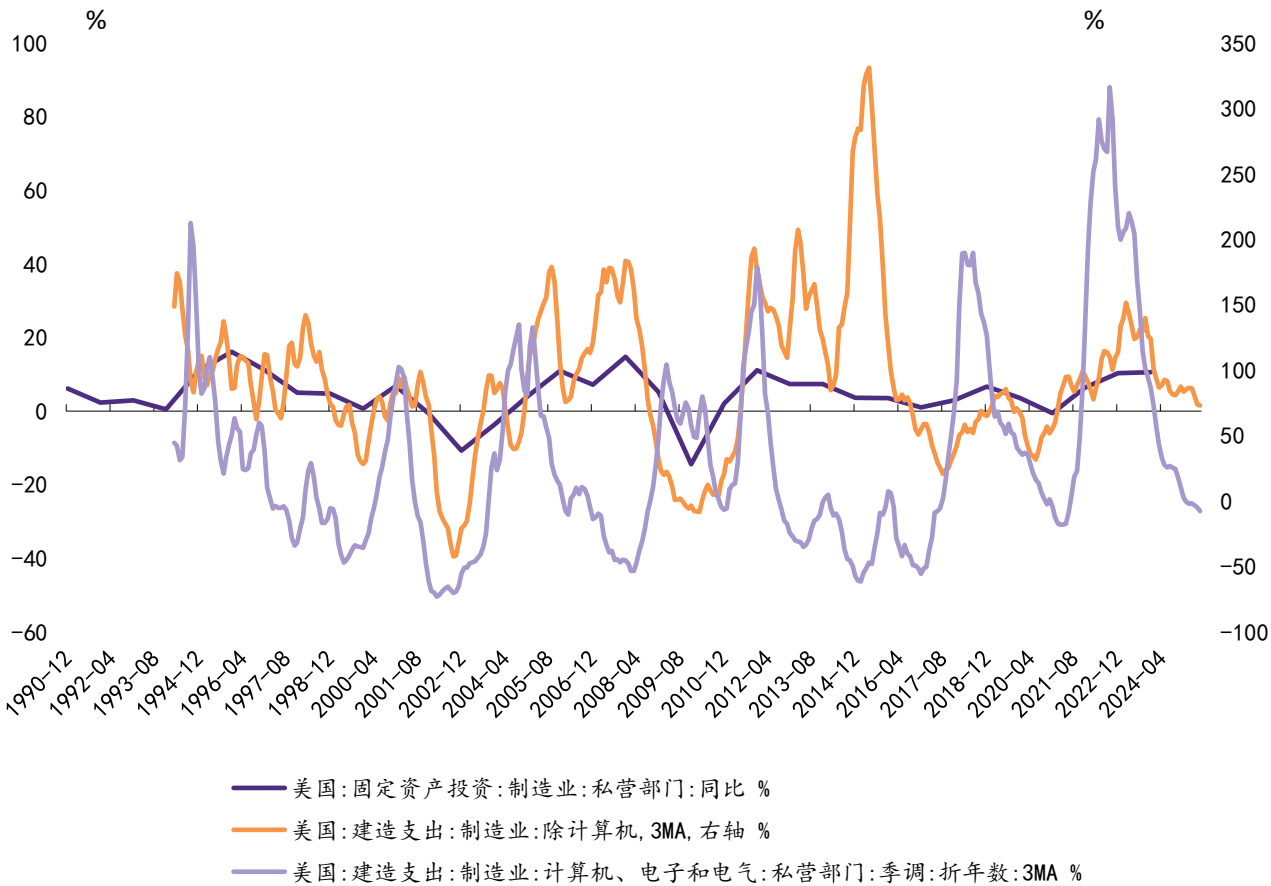
- ◆ 从投资支出角度来看，本轮美国建设支出主要是由计算机相关的建设成本推动。
- ◆ 但目前计算机建设投资已经出现快速回落，且制造业整体也在低位。
- ◆ 若是后续制造业投资未能持续上行，本轮库存周期转向去库。

计算机带动整体投资的回升



资料来源：WIND 资讯，华鑫证券

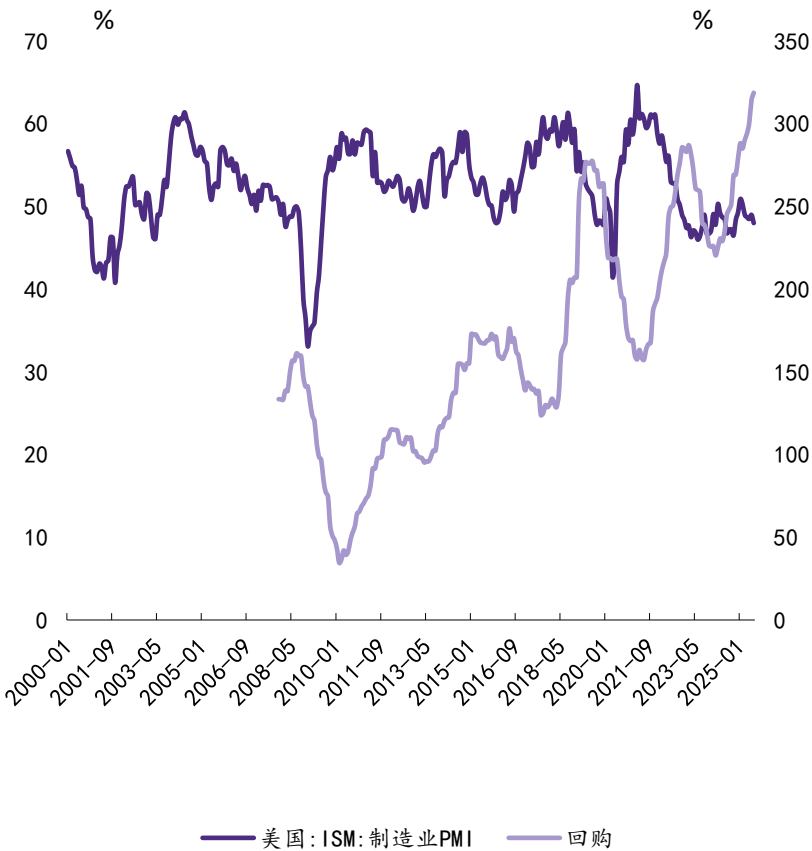
但整体制造业增速保持相对低位，且计算机投资也在快速下行



美股制造业：实际投资快速回落

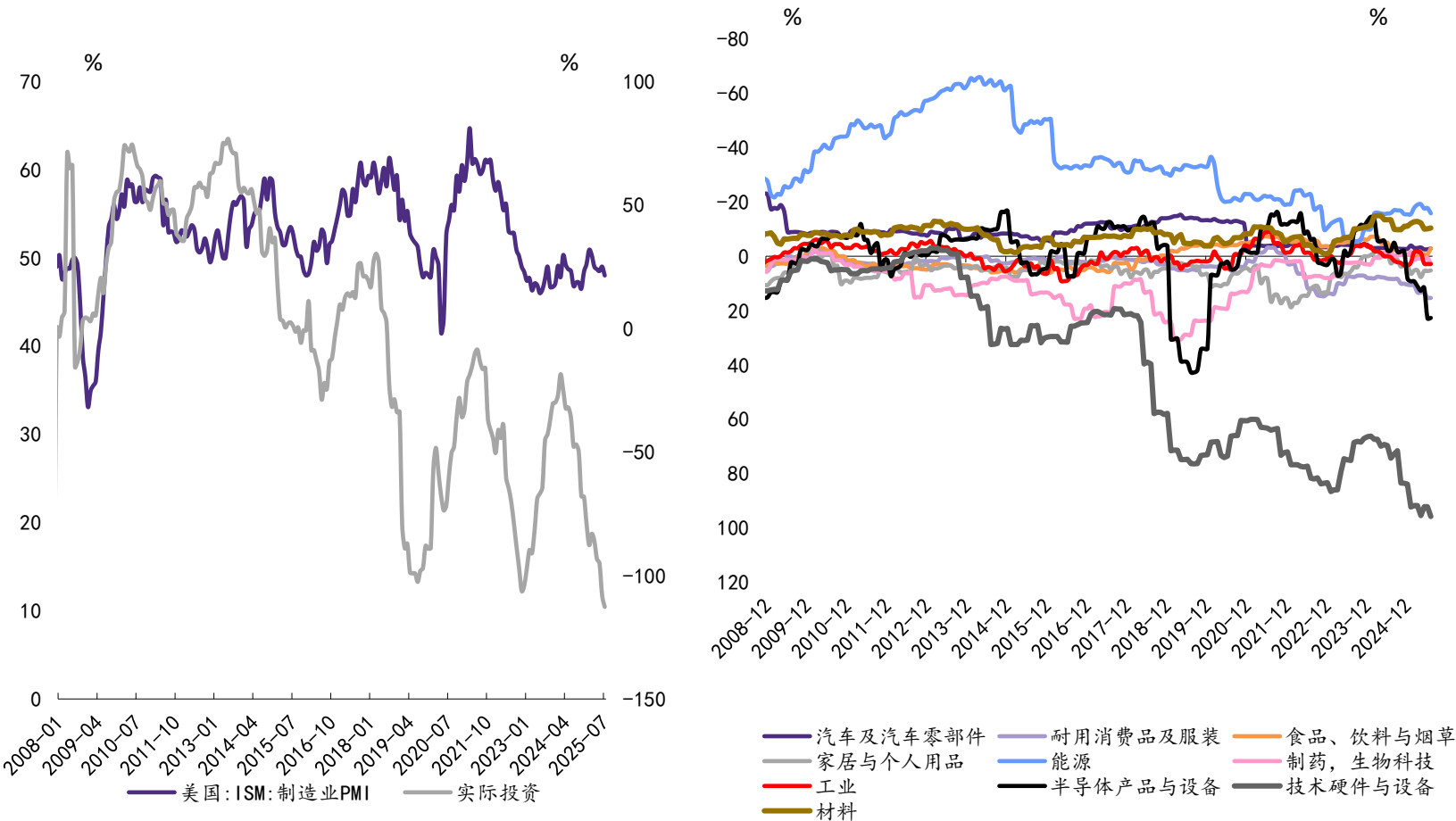
- ◆ Capex拆分成回购和实际投资来看，回购往往是在制造业后周期，股价有所回落后才出现大力的回购，去除回购的实际投资则是相对于领先整个制造业周期。
- ◆ 目前来看，美股制造业整体实际投资再度出现大幅回落，或是预期制造业很快转入下行周期。

回购金额出现快速回升



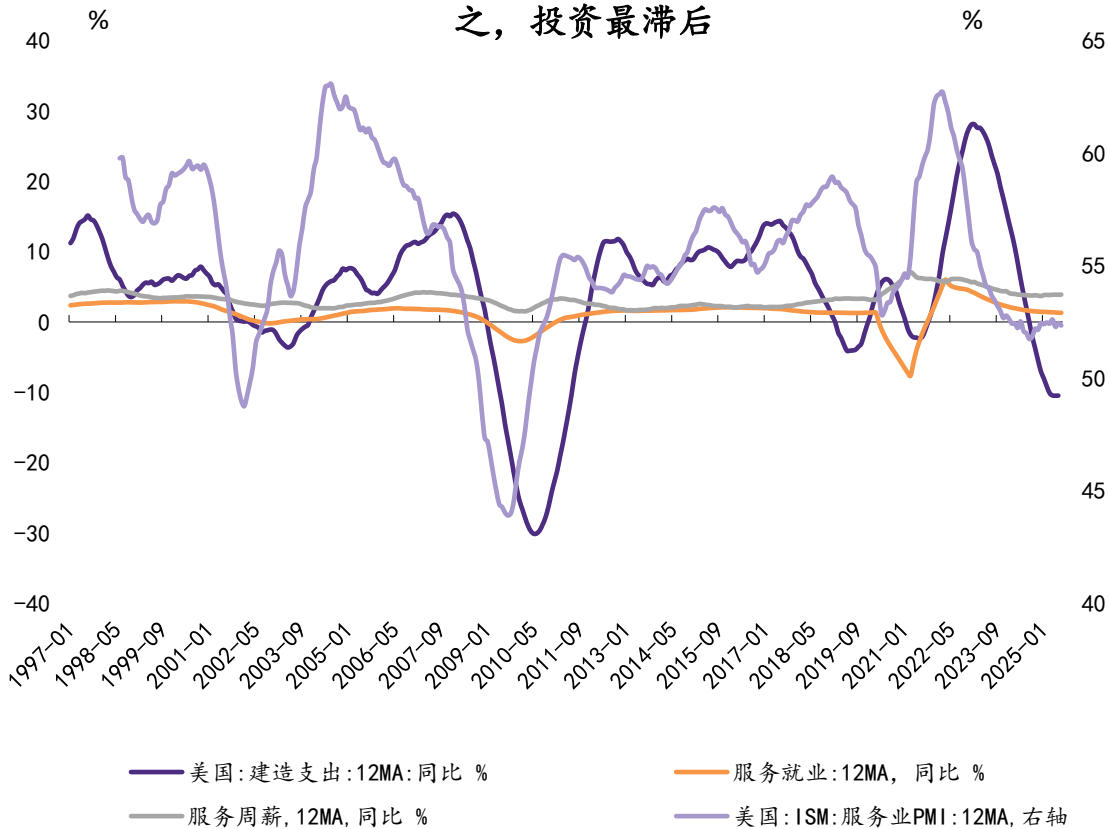
资料来源：wind资讯，华鑫证券研究

但实际投资快速下行

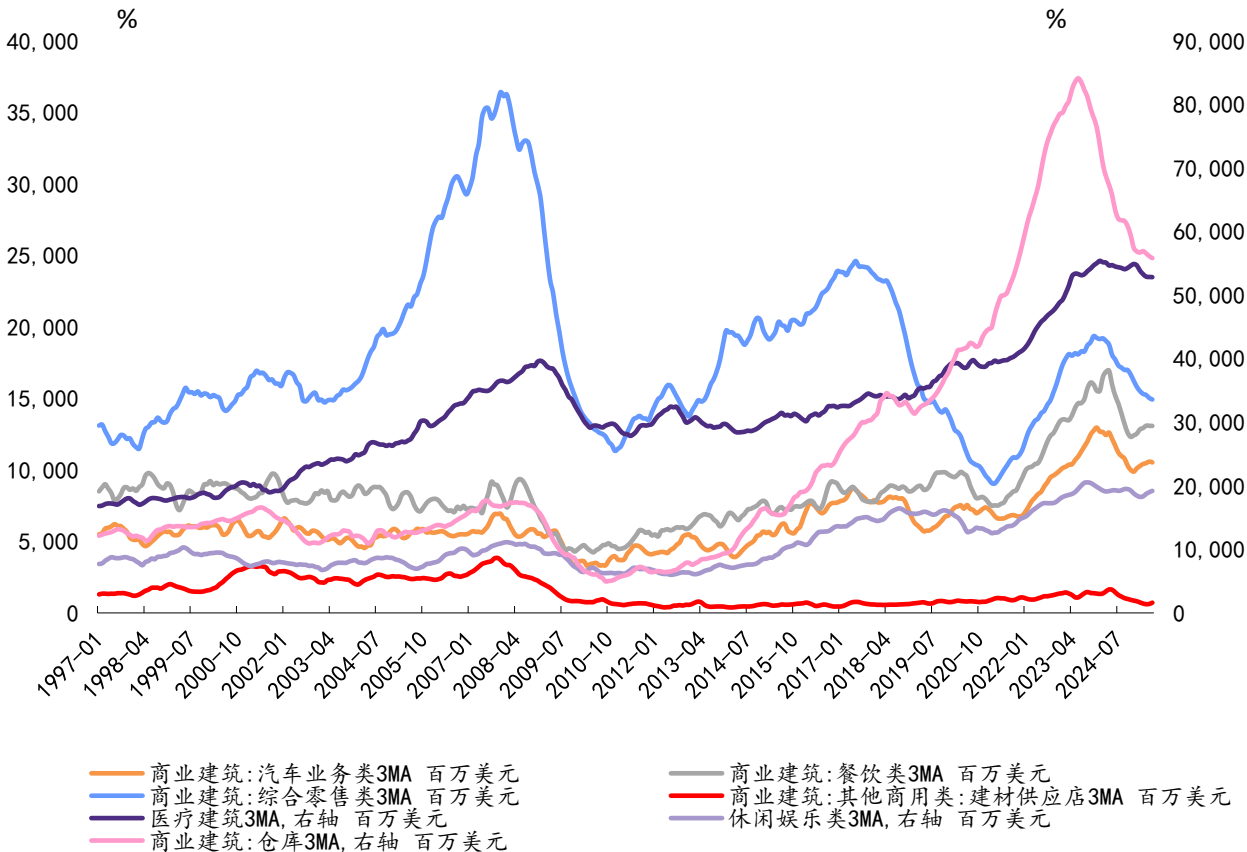


- ◆ 服务行业因为没有库存和产出周期的区别，仅有PMI、就业和建设投资数据可用。相较而言整个周期的运行符合预期，往往是PMI最为领先，就业市场次之，但服务业往往是薪资和就业同步变化，并没有制造业加班工时的干扰，非农指标滞后4个月左右，而投资周期又较非农指标落后4-5个月。
- ◆ 目前服务业PMI并没有出现明显的触底回升，使得非农就业和投资周期均会处在底部震荡。
- ◆ 目前仅有餐饮、汽车和休闲服务类的投资出现小幅抬头，其余部分则延续回落。

从周期的角度来说，PMI最为领先，就业次之，投资最滞后



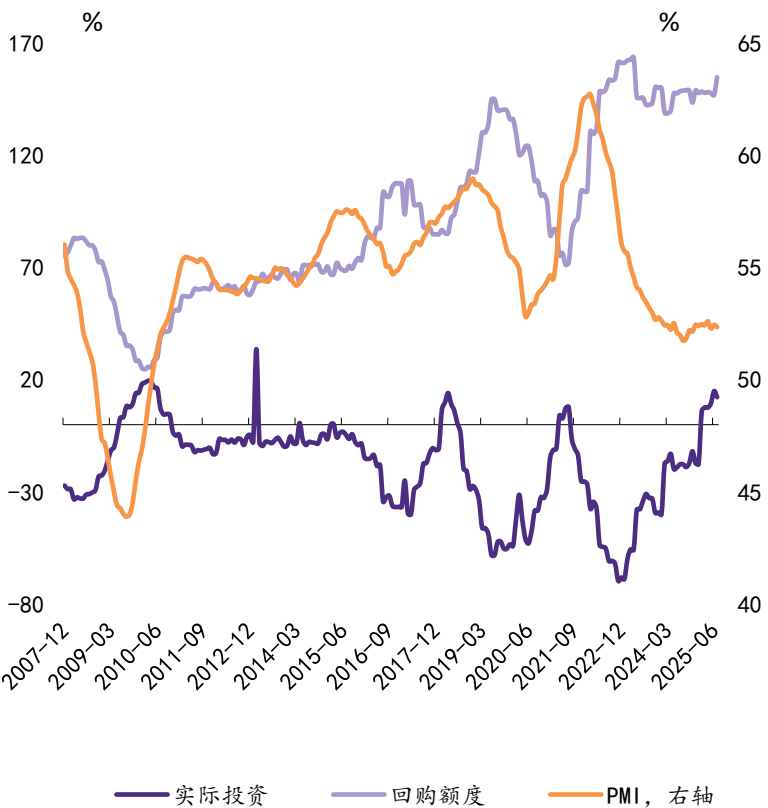
但整体服务业投资都在下行



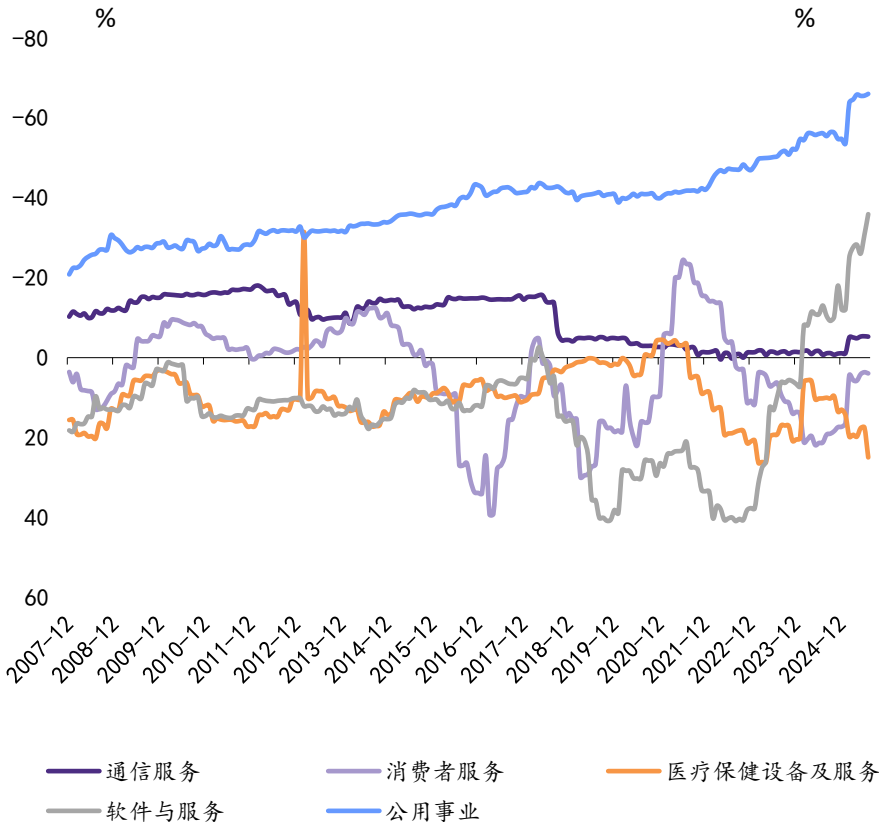
资料来源: wind资讯, 华鑫证券研究

- ◆ 相较于滞后的就业和投资数据，没法拆分的PMI数据，美股市场中服务业的CAPEX数据更为直观。
- ◆ 从回购和实际投资拆分来看，美股服务行业（通信、金融、软件、医疗和消费服务）回购和实际投资均保持在高位，其中投资主要是软件的投资快速上行。
- ◆ 而回购则是整体服务业股票回购力度都保持在相对高位。

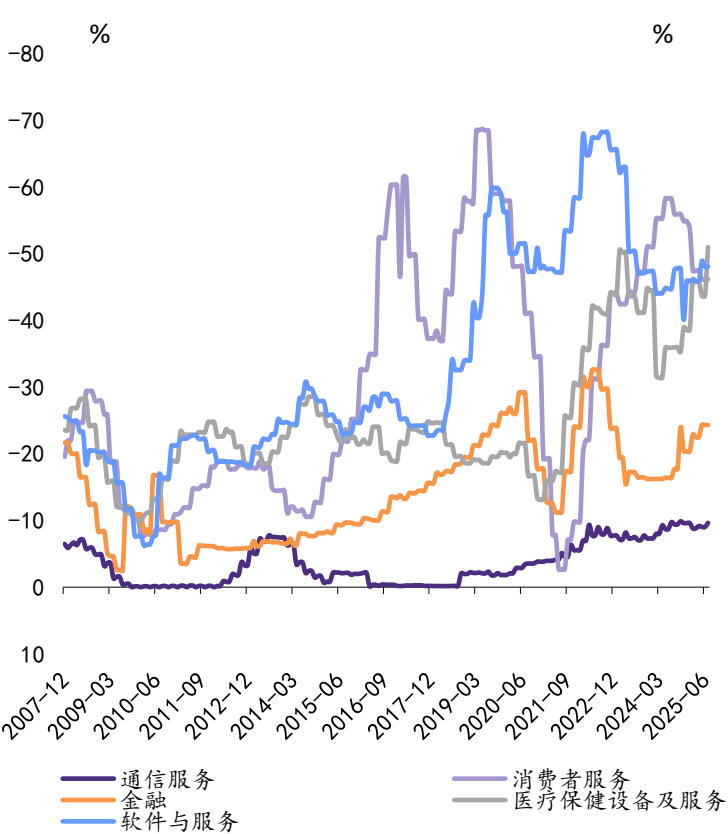
实际投资和回购基本呈现反向，且实际投资周期和PMI周期更为贴合



从实际投资的角度，主要贡献是公用事业和软件服务



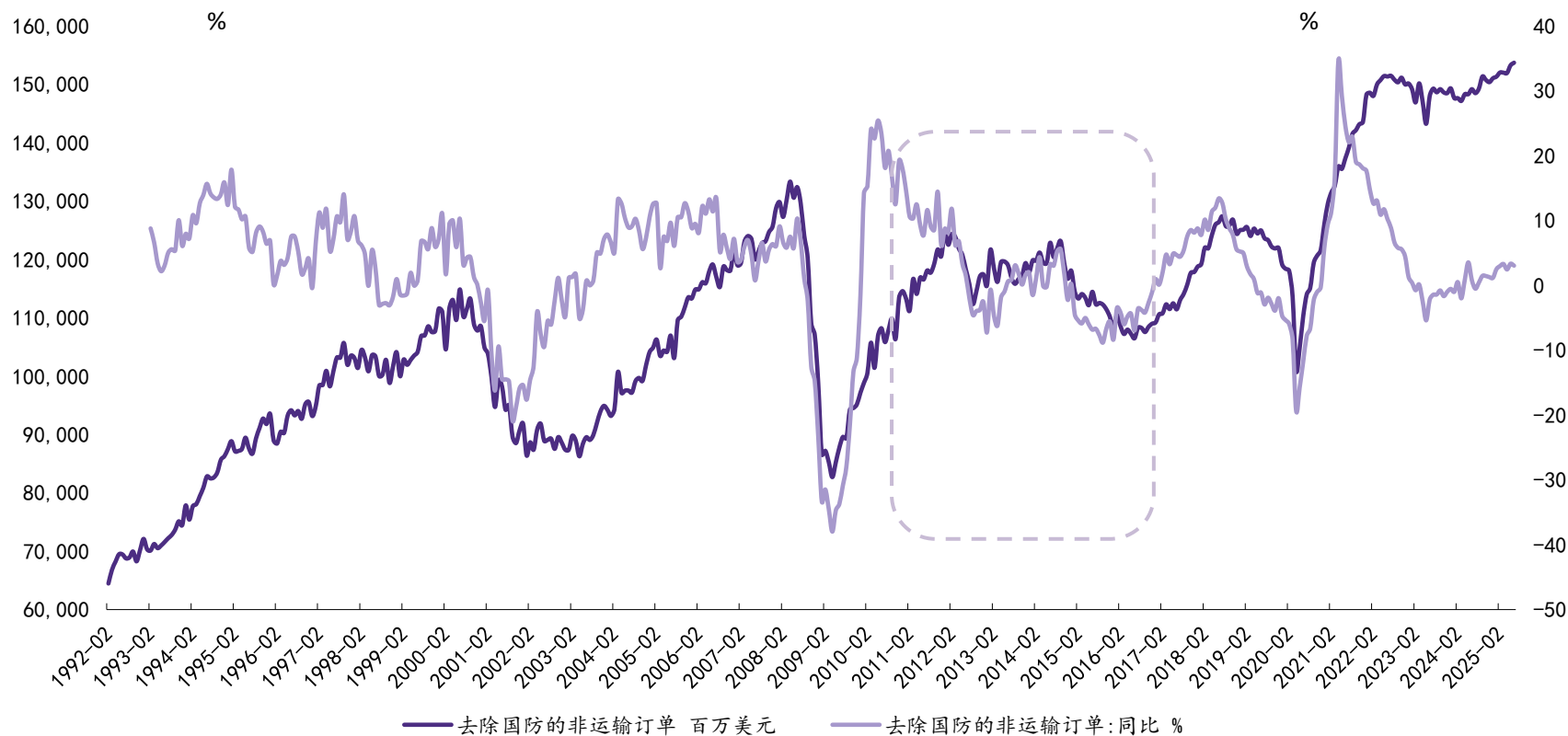
从回购力度的角度，软件，消费者服务和医保都保持高回购力度



资料来源：wind资讯，华鑫证券研究

◆ 整体来看，美国整体制造业和服务业均处在补库周期的尾声，半导体投资带动了本轮小周期补库（2023年开始），**但整体库存依然进入到了被动补库的尾声，需求的弱化被进一步验证，再通胀支撑不足**，若是没有大力度的财政刺激复刻1995-2000行情，或者AI没有真实的带动生产力提升，则美国工业周期大概率会进入到主动去库，或者是像2011-2015年时期，进入震荡去库阶段。

库存上行空间有限的情况下，预计后续震荡去库



资料来源：wind资讯，华鑫证券研究

- ◆ 从制造业的机会来看，目前更多关注库销比历史百分位较低，后续会有需求或者补库刺激的方向；
- ◆ 耐用品更多关注计算机相关、电器、金属制品以及家具等。非耐用品则是建议关注化肥农药、纺织品、纸制品等。
- ◆ 除此之外，从服务业的投资来看，公用事业和软件服务的开支持续上行。

耐用品周期	库销比历史百分位	库存占比	当前库存阶段
初级金属	76.30%	14.30	主动补库
钢铁	15.40%	7.78	主动补库
铝和有色金属	98.00%	5.52	被动补库
金属铸造件	93.20%	1.00	主动补库
加工金属	89.70%	22.35	主动补库
机械制品	97.00%	30.95	主动补库
农业机械	94.00%	1.70	主动补库
建筑机械	93.70%	3.03	被动去库
矿山、石油及天然气机械	81.20%	1.61	被动补库
工业机械	91.20%	3.37	主动补库
照相设备	79.50%	0.46	主动补库
通风、采暖、空调和制冷设备	85.00%	3.14	被动补库
金属加工机械	99.20%	2.35	被动补库
涡轮机、发电机和其他电力传输设备	92.00%	3.88	主动去库
装卸转运设备	100.00%	2.92	主动去库
计算机及电子产品	91.20%	20.34	主动补库
计算机	61.50%	0.82	被动补库
计算机存储设备	90.00%	0.35	主动补库
其他外国设备	75.50%	0.21	主动补库
非国防通讯设备	40.80%	1.79	主动补库
声像设备	51.80%	0.23	主动补库
国防通信设备	86.70%	0.26	被动去库
电子元件	87.20%	3.91	主动补库
非国防搜索和导航设备	73.80%	1.59	被动补库
国防搜索和导航设备	51.10%	1.22	被动去库
测量、控制仪器	94.70%	7.10	主动补库
电气设备、电器和组件	64.80%	8.74	主动补库
电子照明设备	88.20%	0.86	主动去库
家用电器	99.00%	1.15	被动补库
电气设备	97.20%	3.06	主动补库
电池	0.20%	1.18	被动补库
家具及相关产品	76.80%	3.32	主动补库

非耐用品项	库销比历史分位	库存占比	当前周期
食品	45.80%	13.57%	被动补库
谷物和油料加工	53.10%	1.38%	主动补库
乳制品	92.70%	2.15%	主动去库
肉、禽和海产品	57.60%	2.40%	主动补库
饮料和烟草制品	81.00%	6.26%	被动补库
饮料	94.00%	5.60%	被动补库
烟草	0.00%	0.66%	被动补库
纺织品厂	93.70%	0.62%	被动补库
纺织制品	91.70%	0.68%	主动补库
服装	99.00%	0.36%	主动去库
纸制品	75.50%	3.86%	被动补库
纸板容器	71.80%	1.49%	被动补库
纸浆、纸张和纸板厂	34.90%	1.18%	主动去库
皮革及相关产品	69.80%	0.19%	被动去库
印刷	94.00%	1.38%	主动去库
石油和煤炭产品	62.80%	8.07%	主动去库
石油炼制	42.30%	6.74%	主动去库
化工产品	89.20%	23.81%	被动补库
医药和药品	90.50%	10.76%	主动补库
油漆、涂料和胶黏剂	98.00%	1.12%	被动补库
农药、化肥和其他农业化学品	60.50%	1.27%	主动补库
塑料和橡胶制品	89.70%	6.46%	主动去库

资料来源：wind资讯，华鑫证券研究

03 联储降息对海外资产影响

· 美股 · 美债 · 美元 · 黄金

研究创造价值

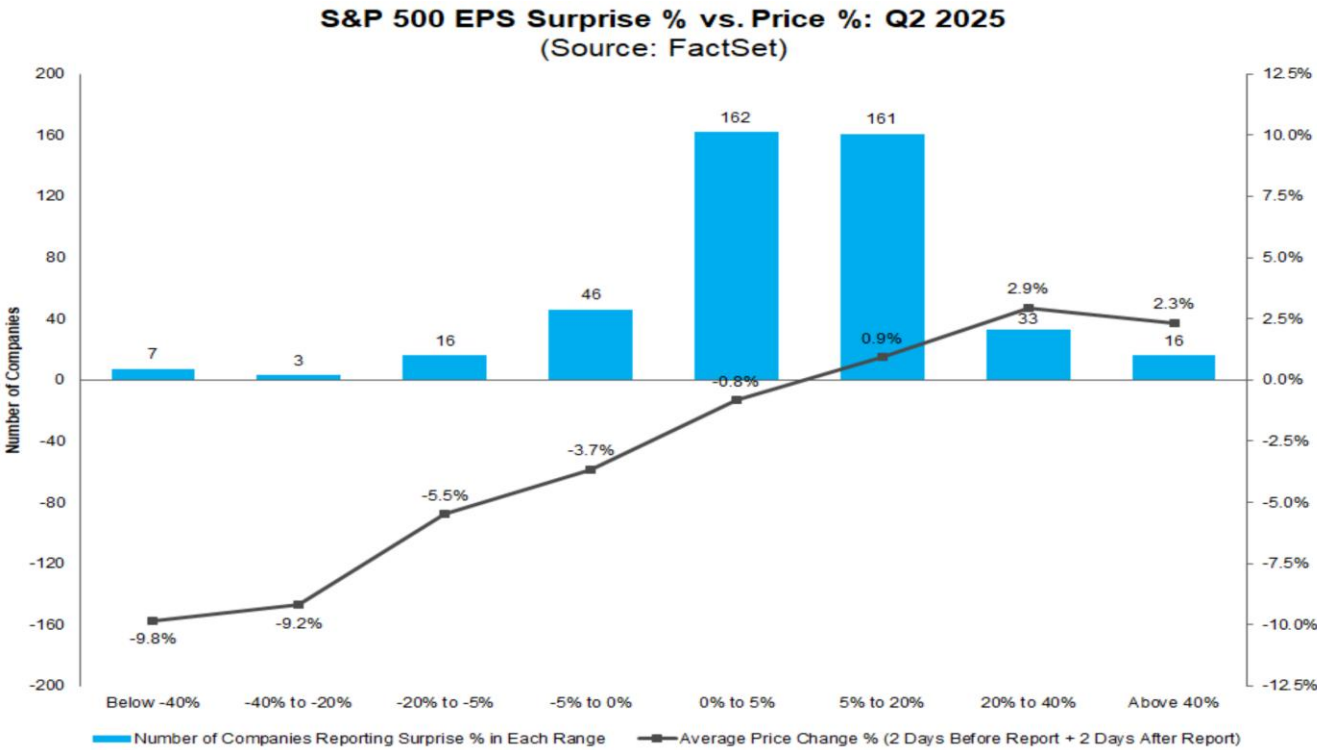
美股：本次财报超预期，但反应偏负面

- ◆ 盈余“正向惊喜”频率高：近 75% 公布财报的公司 EPS 高于预期，这表明Q2盈利韧性超预期，缓和市场业绩担忧；
- ◆ 但是，市场对财报超预期的反应整体较为冷淡，业绩超预期带动的股价变化较为有限，尤其是负向盈余惩罚更显著；
- ◆ 往后来看，盈利面仍具支撑，但边际利好效应减弱，结构性行情将取代普涨格局，逐步财报季后的震荡消化期。

整体业绩保持超预期

分类 (BICS)	申报	营业收入意外				盈利意外			
		正	持平	负	%	正	持平	负	%
全部证券	459 / 497	315	77	65	2.25%	371	18	68	8.31%
材料	26 / 26	11	7	8	0.96%	13	2	11	-0.13%
工业	70 / 72	46	10	14	1.86%	60	3	7	5.94%
必需消费品	28 / 37	17	5	6	1.01%	25	0	3	5.14%
能源	24 / 24	19	1	4	3.31%	17	1	5	8.34%
科技	49 / 63	42	6	1	3.56%	45	1	3	6.95%
非必需消费品	41 / 50	27	9	5	2.78%	28	3	10	13.81%
通讯	25 / 25	19	6	0	2.23%	21	2	2	12.13%
金融	77 / 78	40	18	17	0.66%	65	2	9	8.94%
医疗保健	57 / 60	50	5	2	2.77%	50	0	7	8.57%
公用事业	31 / 31	22	2	7	3.35%	23	1	7	4.97%
房地产	31 / 31	22	8	1	1.87%	24	3	4	1.28%

但股价对业绩的反应较为冷淡

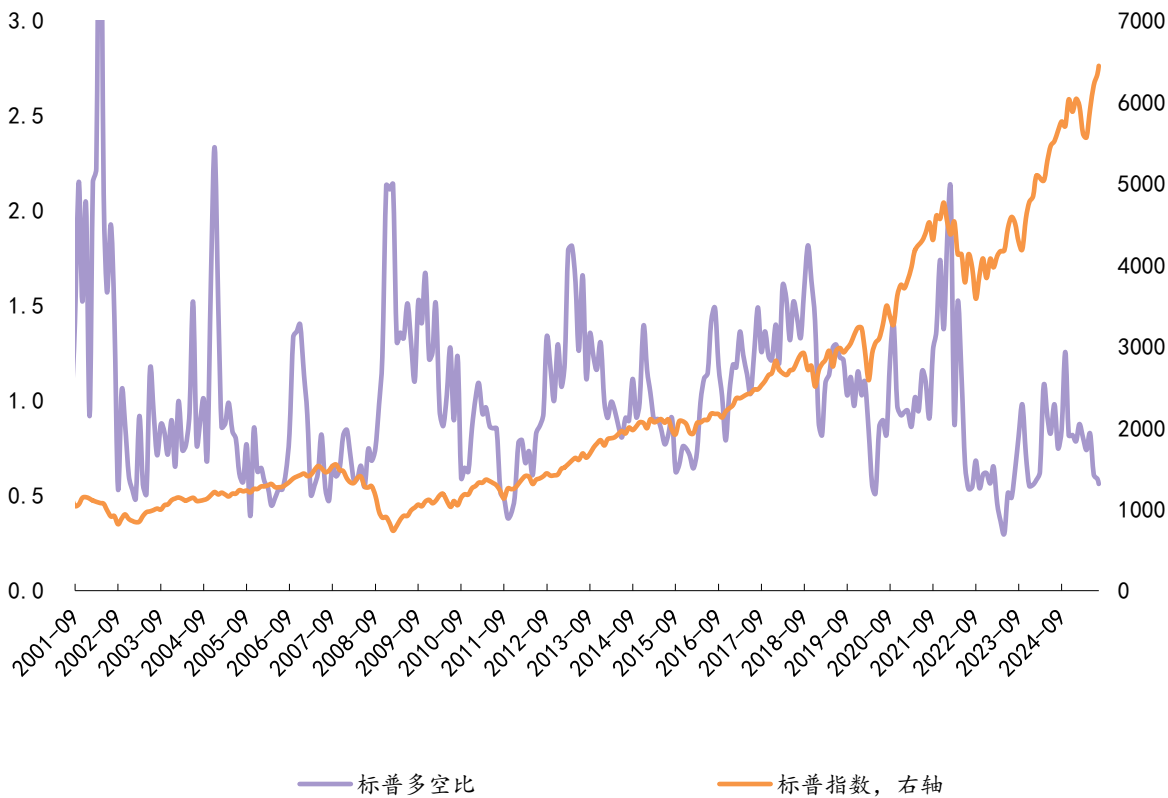


资料来源：wind资讯，FACTSET，华鑫证券研究

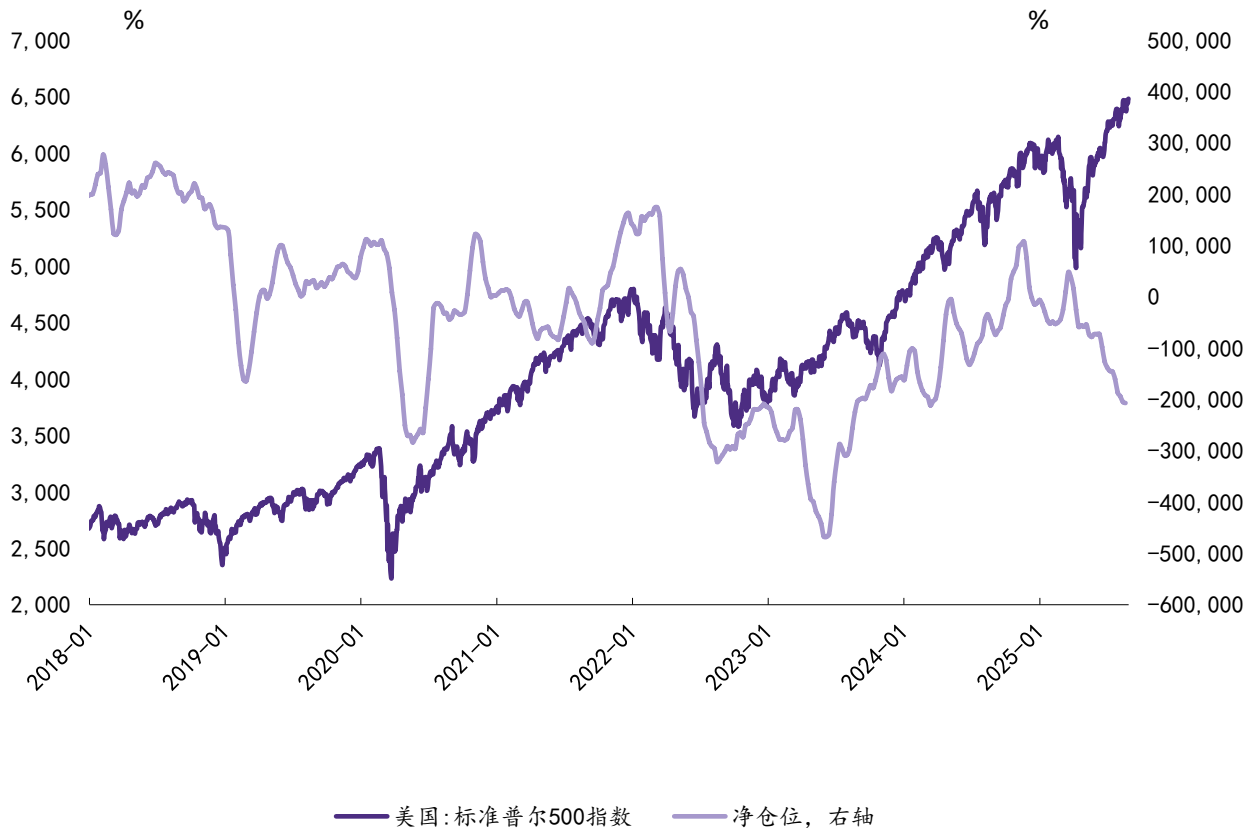
美股情绪：标普和VIX空头同时回升

- ◆ 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



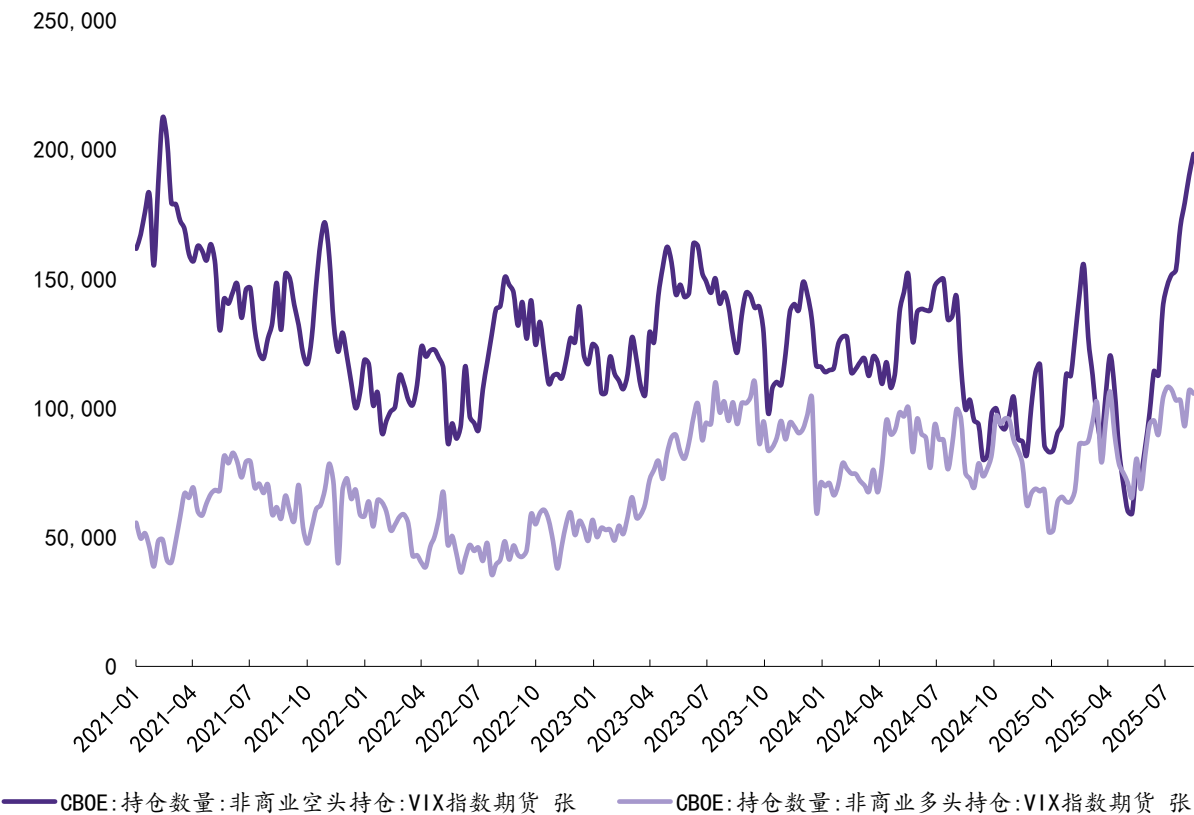
把握VIX空头回落的机会



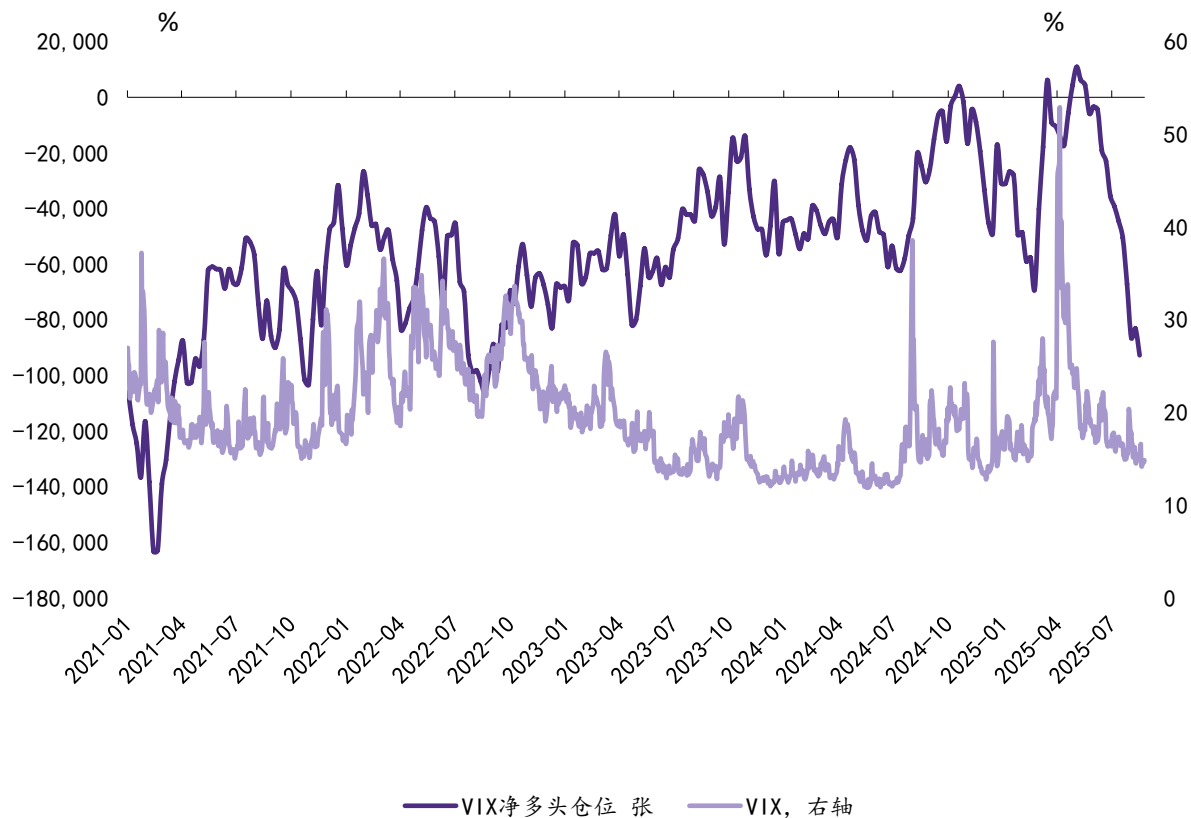
资料来源：wind资讯，华鑫证券研究

◆ 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，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

VIX空头出现了快速的回补



过去每次市场一致预期做空VIX后，总会出现反转

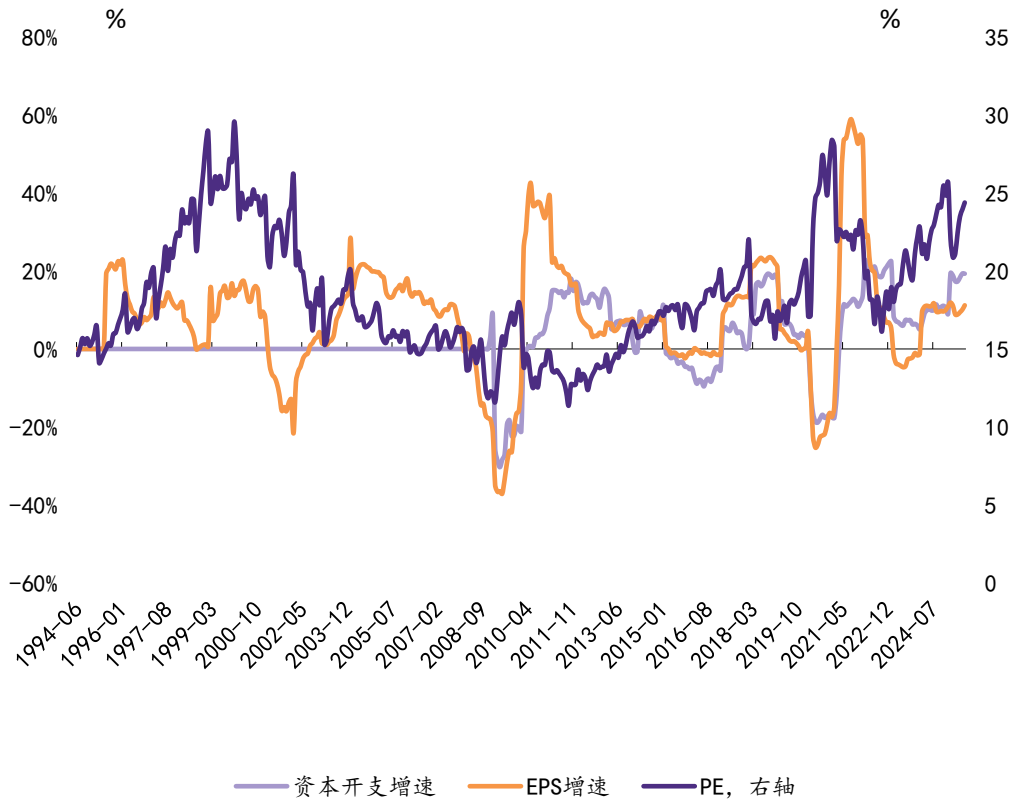


资料来源: wind资讯, 华鑫证券研究

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



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

资料来源：wind资讯，华鑫证券研究

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。
- 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

- 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。

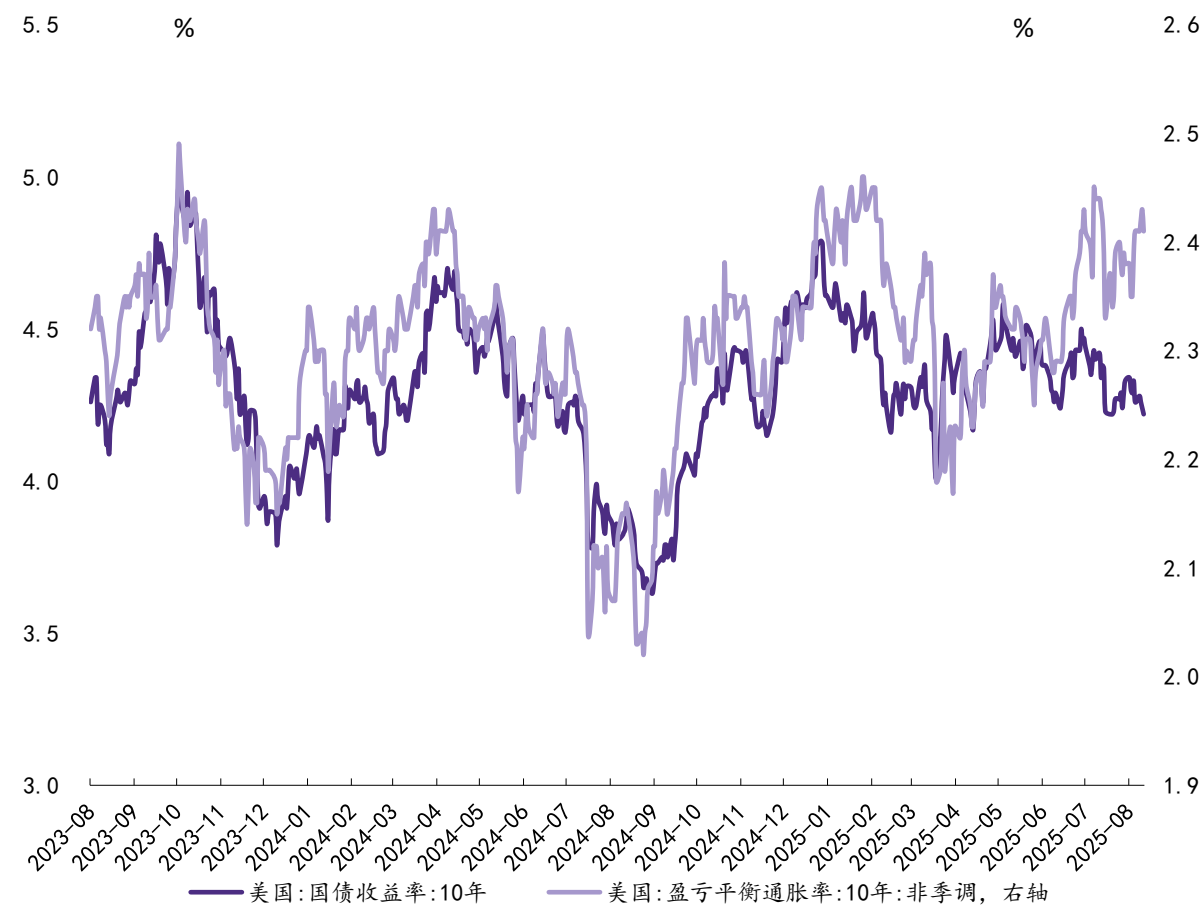
虚拟币最受益降息，金矿股好于黄金

	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

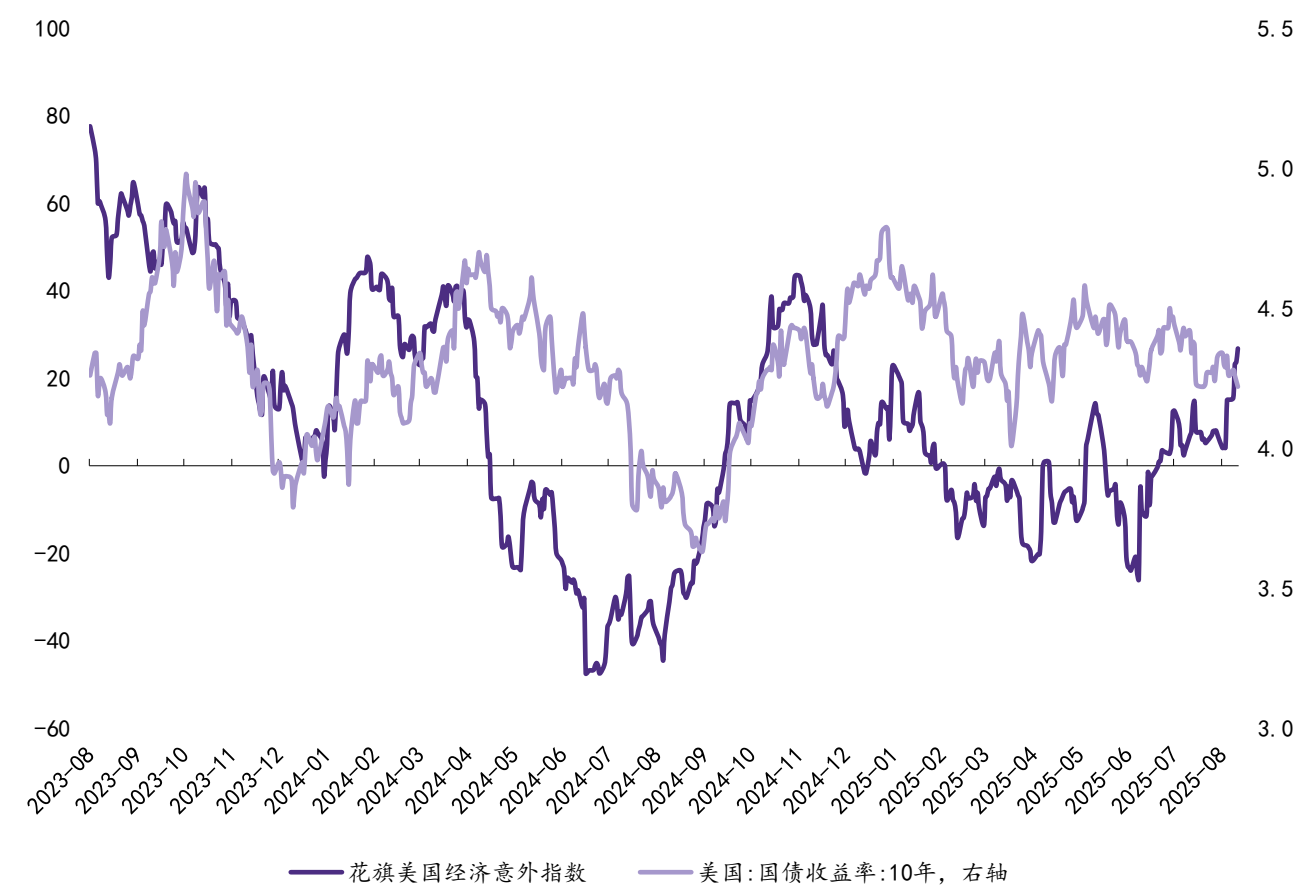
➢ 美债短期跟随通胀预期波动，经济下行压力暂时被忽略。

美债短期跟随通胀预期波动



资料来源: wind资讯, 华鑫证券研究

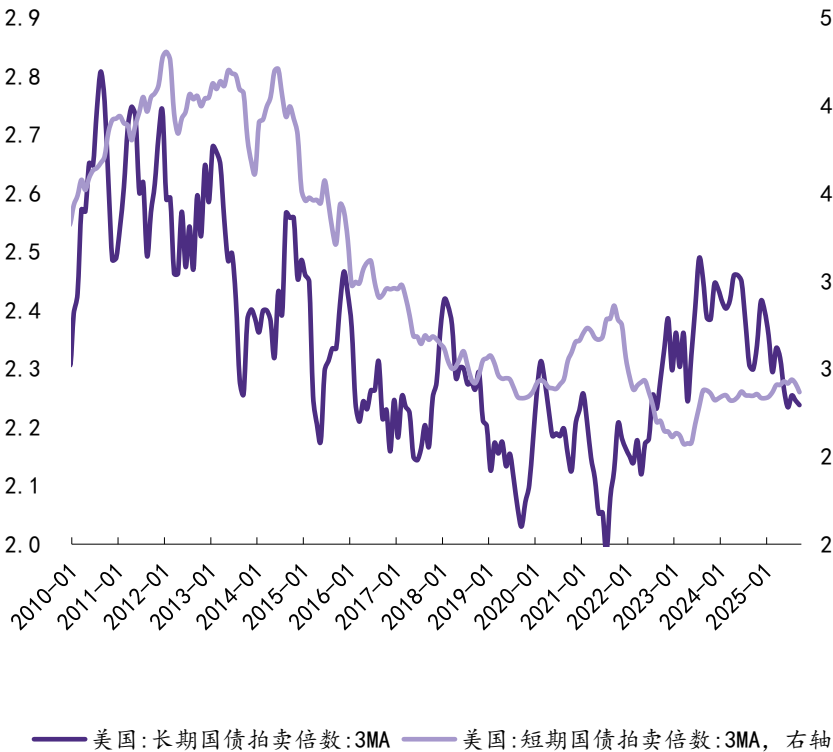
即使出现了经济的持续下行，但短期美债走势并未跟随



拍卖：接受情况良好

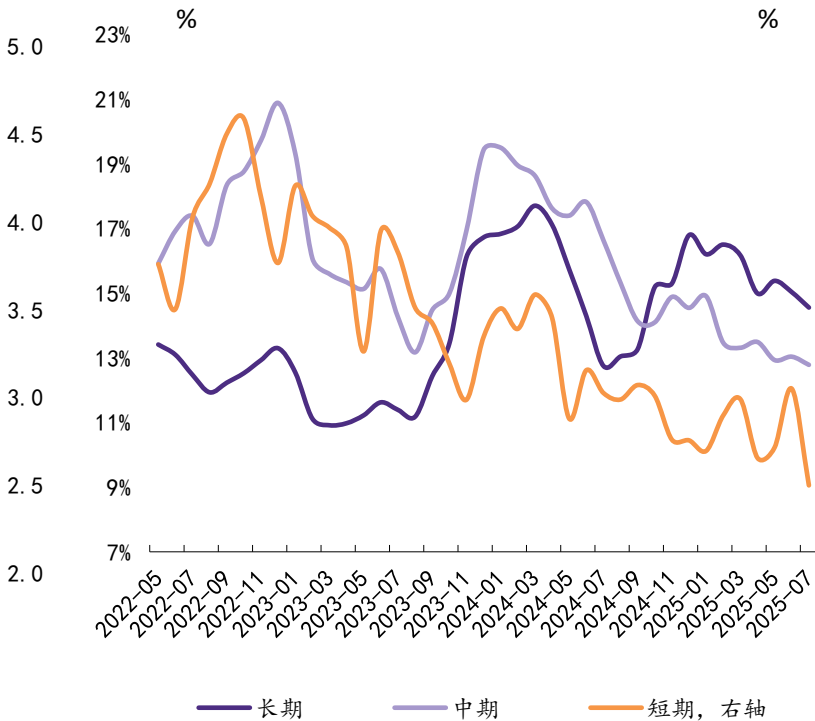
➢ 拍卖倍数震荡回落，但从拍卖参与者角度来看，整体接受度较好。

拍卖倍数震荡回落



资料来源: wind资讯, 华鑫证券研究

交易商承接力度保持稳定

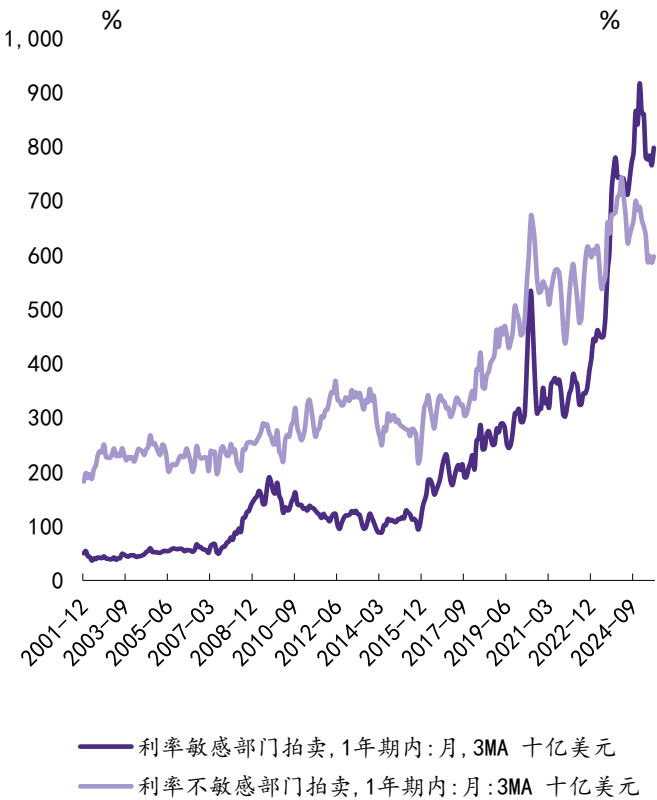


但从参与方的角度来说，承接力度较好

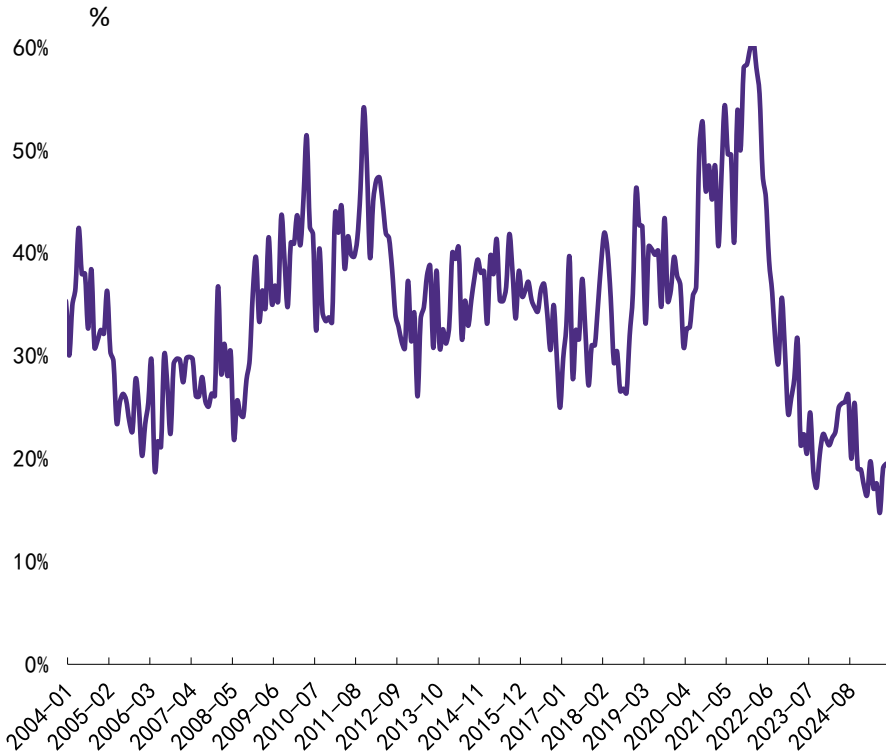


利率敏感部门是美债的主要承接方；外国投资者对长债购买持续低迷。

利率敏感部门在短债和长债上都是主要承接



外国投资者对于长债的购买持续低迷

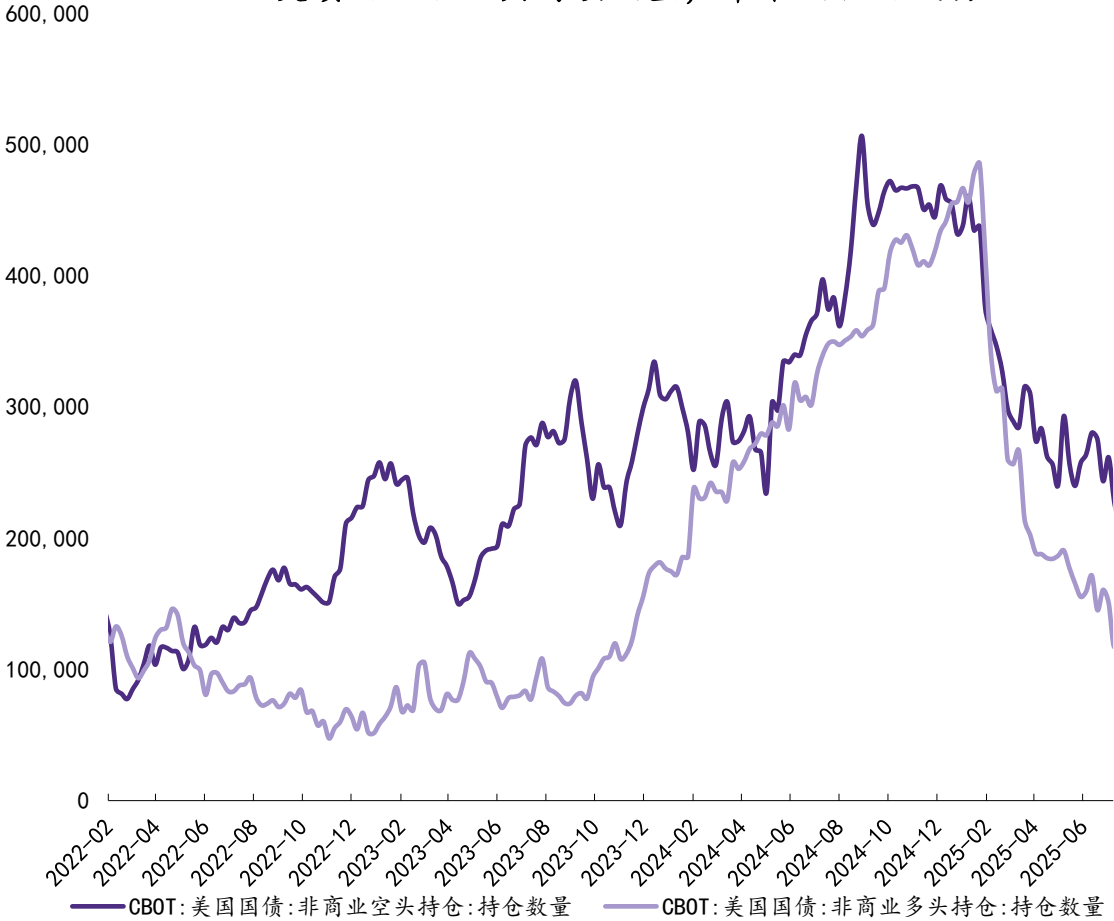


资料来源: wind资讯, 华鑫证券研究

展望：美债或结束低位震荡，进入宽幅震荡区间

- 当前美债在金融工具的限制下依然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。
- 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，建议逢（利率）高布局做多美债。

美债的金融工具持续缩量，带来波动的减弱



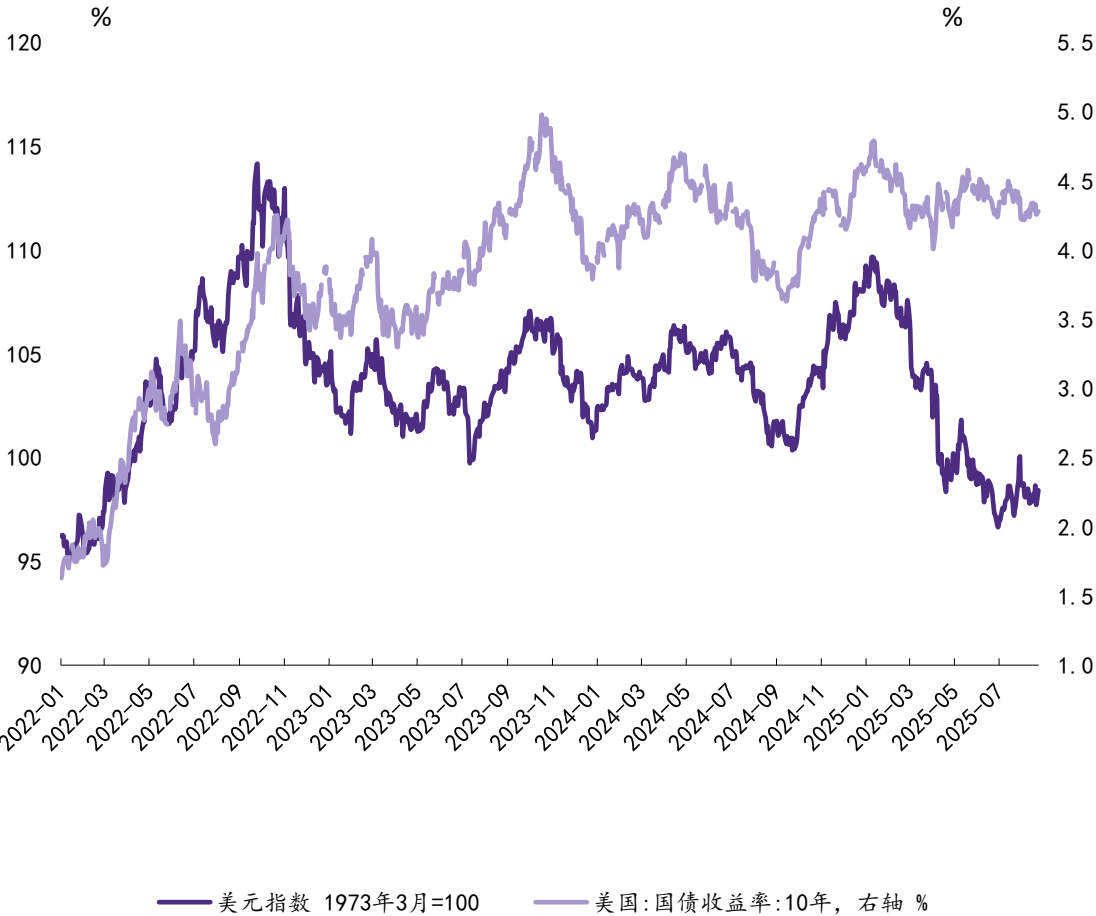
资料来源: wind资讯, 华鑫证券研究

美债目前正期限溢价+利差回升

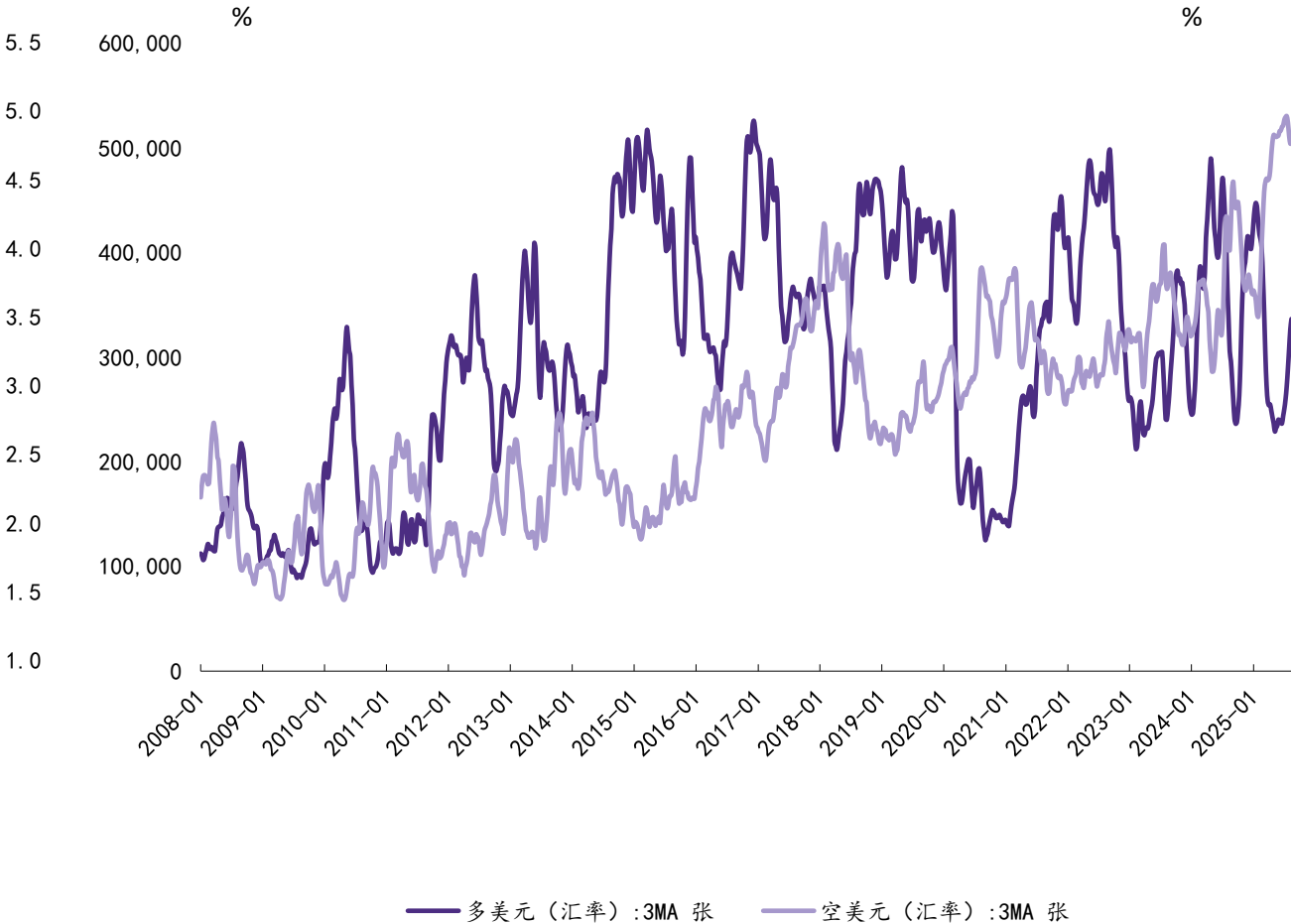


- 本轮美元相较于美债整体较弱，主要是市场在定价长期美元信用问题，美元空头仓位出现超预期回升，已至历史高位。
- 往后来看，利率下行仍会推动美元走弱，但在预计整体走势会偏震荡，警惕极端事件导致的美元避险属性的重启。

本轮美元超预期弱于美债



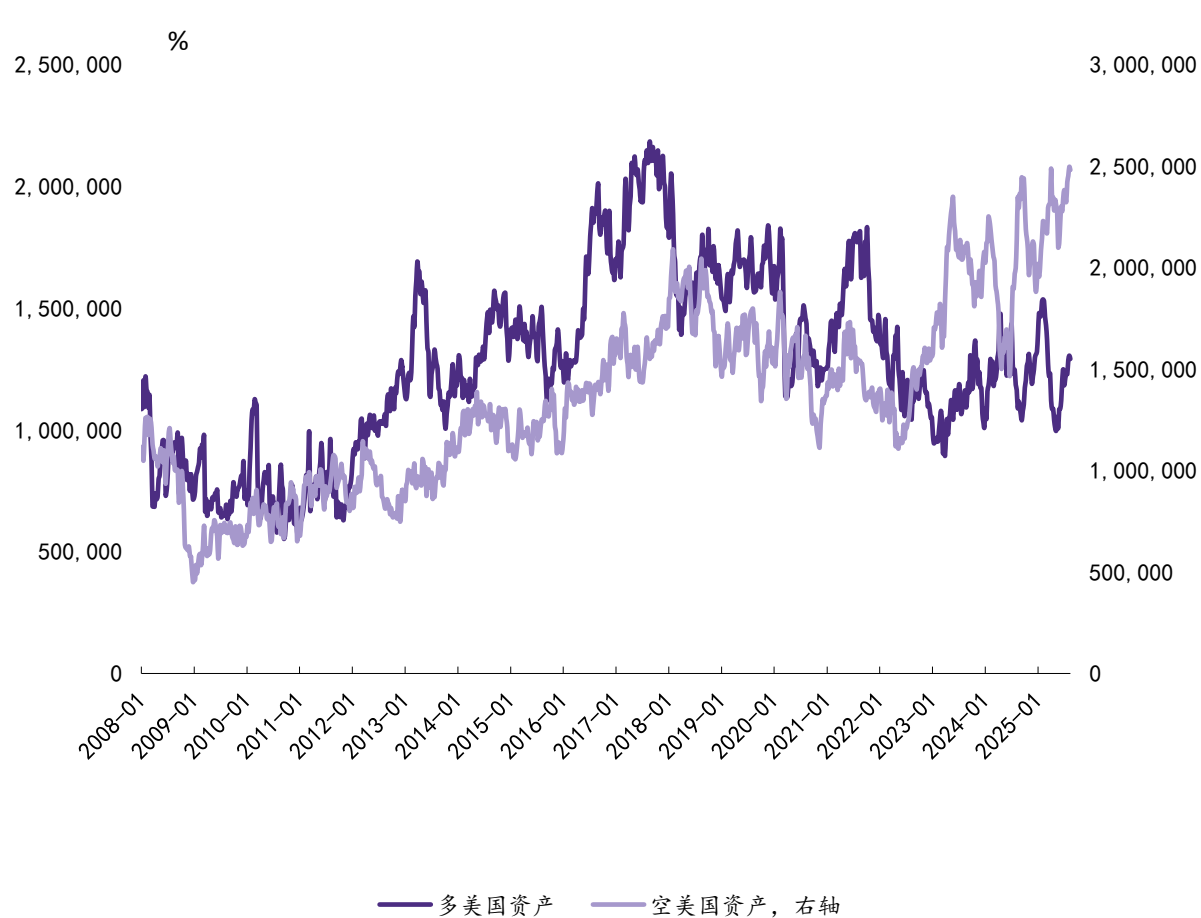
主要是对于未来美元的担忧导致做空美元的情绪升至历史高位



资料来源: wind资讯, 华鑫证券研究

- 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；
- 本轮美国经济终将走弱，降息力度和持续时间都会超过2024年，黄金保持长期乐观，建议逢低布局，等待下一轮做空美国资产的浪潮重启。

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



04 海外宏观对中国资产影响

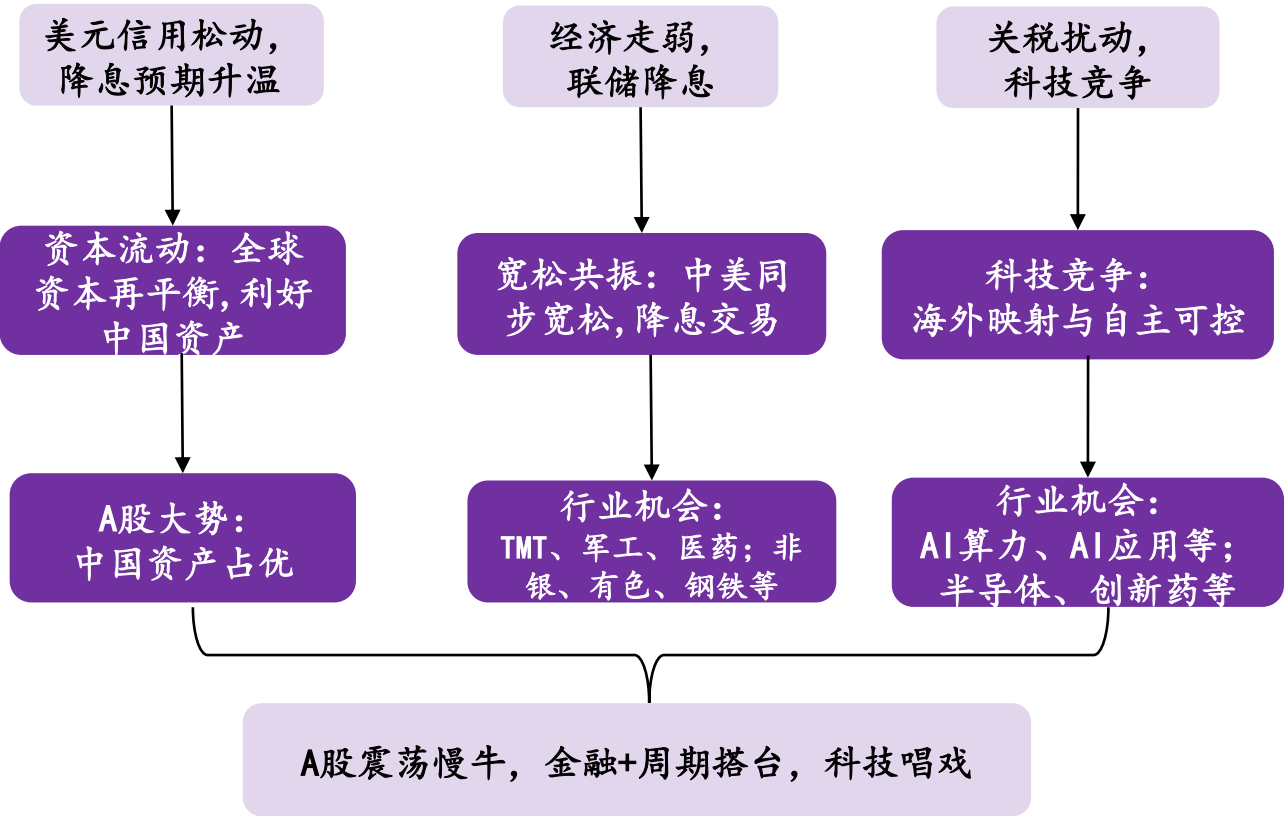
· 资本流动 · 宽松共振 · 科技竞争

研究创造价值

◆ 海外宏观对中国资产的影响路径：

- 1) **资本流动**：长期美元信用松动+短期降息预期升温，弱美元趋势确认，加上中国资产估值优势，全球资本再平衡，宏观顺风回归，利好中国资产；
- 2) **货币共振**：美国经济走弱倒逼联储降息重启，中美货币再度宽松共振，利好降息交易；
- 3) **技术竞争**：中美科技竞争、资本开支大增带来的海外科技映射机会；中美关税谈判悬而未决，232调查后的行业关税加码，自主可控交易升温。

海外宏观对中国资产的三大影响路径



3.1、美国经济前景担忧升温，联储降息重启在即

- 非农爆冷、ISM制造业PMI下滑，衰退担忧和降息预期升温，9月联储降息预期升至90%以上，市场甚至开始期待9月降息50BP，美元指数快速回落，从100降至98附近。
- 鲍威尔在25年霍尔峰会明确“经济风险让美联储有了更充分的降息理由”，暗示通胀抬头不可持续，支持9月降息。且修订货币政策框架，摒弃“平均通胀目标”，降息更为灵活。关注8月通胀、非农数据及9月16-17日FOMC。

降息预期的回升会带动美元快速下行

非农数据后美国9月降息预期接近90%



	CME FEDWATCH TOOL - CONDITIONAL MEETING PROBABILITIES									
MEETING DATE	200-225	225-250	250-275	275-300	300-325	325-350	350-375	375-400	400-425	425-450
17/09/2025					0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	87.3%	12.7%
29/10/2025	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	42.9%	50.6%	6.4%
10/12/2025	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	34.0%	49.0%	15.6%	1.3%
28/01/2026	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	16.6%	41.3%	32.7%	8.6%	0.7%
18/03/2026	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	9.4%	30.7%	36.5%	19.0%	4.1%	0.3%
29/04/2026	0.0%	0.0%	0.0%	3.3%	16.9%	32.7%	30.3%	13.8%	2.8%	0.2%
17/06/2026	0.0%	0.0%	2.0%	11.3%	26.2%	31.3%	20.6%	7.3%	1.3%	0.1%
29/07/2026	0.0%	0.6%	5.1%	16.2%	27.9%	27.8%	16.2%	5.3%	0.9%	0.1%
16/09/2026	0.3%	2.4%	9.5%	20.9%	27.8%	23.1%	11.8%	3.5%	0.5%	0.0%
28/10/2026	0.7%	3.8%	11.7%	22.2%	26.9%	21.0%	10.3%	3.0%	0.4%	0.0%
9/12/2026	0.7%	3.8%	11.7%	22.2%	26.9%	21.0%	10.3%	3.0%	0.4%	0.0%

资料来源：Wind，CME，华鑫证券研究

联储降息周期，美元均有下行压力

- ◆ **联储降息周期：**美元平均贬值8.52%，发达国家货币表现不错，多为升值，发展中国家货币表现不佳，多为贬值。
- ◆ **软着陆降息周期：**美元贬值幅度稍小，为5.9%。发达国家货币平均升值，但升值幅度小于衰退式降息；发展中国家货币多有贬值，但贬值幅度多大于衰退式降息。
- ◆ **衰退式降息周期：**美元贬值力度更大，平均超过9%；发达国家货币平均都有升值，但发展中国家货币多有贬值。
- ◆ 降息初期T+60，美元往往是阶段性的底部，软着陆降息会有平均1.3%的跌幅，衰退式降息则会有接近7%的跌幅，假设9月降息落地，则美元有望在今年向下突破95

		发达国家货币				发展中国家货币			
		美元指数	英镑	欧元	日元	印度	人民币	泰铢	林吉特
降息周期	平均	-8.52%	3.87%	14.43%	13.42%	-12.07%	-7.11%	-1.59%	-2.35%
	T+90	-1.50%	1.83%	3.73%	-0.23%	-3.12%	-2.26%	-0.71%	-0.57%
	T+60	-2.14%	2.02%	4.02%	0.08%	-1.89%	-2.63%	-0.38%	-0.09%
	T+30	-3.04%	2.96%	4.40%	0.87%	-0.93%	-0.97%	1.50%	0.07%
	T+10	-2.30%	1.72%	3.66%	0.27%	-0.84%	-0.50%	0.42%	0.04%
	平均	-5.91%	3.80%	9.50%	9.42%	-5.43%	-15.64%	-1.61%	-3.68%
软着陆	T+90	0.83%	-0.70%	0.15%	-1.44%	-3.63%	-4.44%	-2.04%	-1.90%
	T+60	0.65%	-0.79%	0.14%	-0.80%	-1.85%	-4.62%	-1.39%	-1.08%
	T+30	-1.31%	0.64%	1.41%	2.11%	-0.81%	-1.56%	1.28%	-0.71%
	T+10	-0.70%	-0.34%	0.91%	2.20%	-0.58%	-0.79%	0.21%	-0.56%
衰退	平均	-9.18%	4.33%	15.67%	10.92%	-16.10%	4.27%	-0.92%	0.91%
	T+90	-5.40%	6.05%	9.70%	1.80%	-2.26%	2.11%	1.52%	2.07%
	T+60	-6.79%	6.71%	10.48%	1.56%	-1.94%	1.34%	1.31%	1.90%
	T+30	-5.93%	6.81%	9.38%	-1.18%	-1.12%	0.19%	1.87%	1.63%
	T+10	-4.98%	5.17%	8.25%	-2.96%	-1.27%	0.08%	0.76%	1.25%

资料来源：Wind资讯，华鑫证券研究

美元下行周期，利好非美资产，特别是新兴市场弹性更优

➤ 从美元下行周期的大类资产表现来看，黄金等大宗商品和新兴市场表现更优。

美元走低，利好大宗商品和非美资产

周期	开始日期	结束日期	DXY峰值	DXY谷值	跌幅	持续时间	主要驱动因素	
1977-1979	1977/2/1	1979/10/1	105.3	85.1	-19%	2年8个月	滞胀（通胀13.3%）、OPEC油价涨\$40/桶、贸易赤字\$310亿、马克及日元升值	
1985-1988	1985/2/25	1988/1/4	164.7	85.2	-48%	2年10个月	《广场协议》（1985年9月22日）、贸易赤字\$1480亿、里根减税、利率6%	
1994-1995	1994/2/1	1995/4/19	100.4	80.2	-20%	1年2个月	低利率3%、比索危机（1994年12月20日）、贸易赤字\$980亿、日元升值	
2002-2008	2002/1/28	2008/3/17	120.5	70.7	-42%	6年1个月	QE及利率1%、贸易赤字\$7600亿、中国WTO（2001年12月11日）、油价\$147/桶	
2011-2014	2011/5/4	2014/7/1	80.3	73.1	-8.70%	3年2个月	QE2及QE3、财政赤字8.7%、欧元区债务危机、人民币升值6.4兑1美元	
	美债利率	黄金	原油	铜价	CRB	标普	MSCI欧洲指数(本币)	MSCI新兴市场指数(本币)
1977-1979	28.34%	213.25%	-	-	30.87%	5.87%	20.50%	-
1985-1988	-24.85%	70.39%	-33.09%	90.81%	2.77%	42.80%	29.21%	-
1994-1995	22.36%	2.81%	28.20%	50.65%	13.12%	5.28%	-12.96%	-4.62%
2002-2008	-34.77%	259.83%	427.08%	426.37%	124.85%	12.67%	4.89%	154.26%
2011-2014	-20.62%	-12.54%	-3.57%	-23.01%	-12.12%	46.46%	17.01%	2.74%
综合	-5.91%	106.75%	104.66%	136.20%	31.90%	22.62%	11.73%	50.79%

资料来源：Wind资讯，华鑫证券研究所

联储降息周期的中国资产：港股弹性显现，A股初期较优，人民币分化

- **港股**：弹性显现，除近三轮衰退降息周期表现不佳外，之前几轮降息周期涨幅均超20%，1989-1992年涨幅甚至高达165%。
- **A股**：联储降息初期多有不错的表现，但整体周期表现不佳，除1998年软着陆降息外，其他周期均收跌。
- **人民币汇率**：表现分化，除2008年全球金融危机美元避险外，2019-2020年和1995年降息周期人民币汇率均有升值。

		上证	恒生指数	人民币兑美元	中美利差	中债			上证	恒生指数	人民币兑美元
2019-2020 年降息	衰退降息结束	-4.11%	-16.33%	-1.35%	69.71	-47.29	1995年降息	软着陆降息结束	-15.75%	21.15%	-0.17%
	软着陆降息结束	2.62%	-0.13%	-1.40%	6.77	-28.23		T+90	12.55%	6.01%	-0.22%
	T+90	-0.60%	-4.49%	-1.57%	14.68	8.68		T+60	15.70%	-1.32%	-0.22%
	T+60	2.23%	-4.56%	-2.68%	14.77	0.77		T+30	12.59%	-0.62%	0.00%
	T+30	3.12%	-3.17%	-3.04%	21.86	-13.14		T+10	9.04%	2.74%	-0.01%
	T+10	-3.43%	-8.21%	-1.78%	17.18	-13.82		衰退降息结束		165.50%	
2007-2008 年降息	衰退降息结束	-63.60%	-38.44%	9.89%	51.07	-161.93	1989-1992年 降息	T+90		41.88%	
	T+90	-7.04%	9.93%	2.11%	34.46	-11.54		T+60		38.81%	
	T+60	-2.42%	13.00%	1.34%	45.33	1.33		T+30		48.07%	
	T+30	4.46%	15.45%	0.19%	1.64	-6.36		T+10		63.74%	
	T+10	4.93%	14.74%	0.08%	-34.36	-14.76		衰退降息开始		63.14%	
2001-2003 年降息	衰退降息结束	-29.28%	-34.00%					软着陆降息结束		33.43%	
	T+90	-0.53%	-15.10%					T+90		22.26%	
	T+60	-6.30%	-1.84%					T+60		22.72%	
	T+30	-5.46%	10.16%					T+30		15.64%	
	T+10	-4.31%	4.83%					T+10		8.75%	
1998年降 息	软着陆降息结束	4.78%	29.49%					软着陆降息结束		124.45%	-29.89%
	T+90	-5.83%	29.76%				1984-1986年 降息	T+90		27.92%	-7.31%
	T+60	1.27%	32.72%					T+60		13.37%	-6.56%
	T+30	-1.22%	26.72%					T+30		5.25%	-0.08%
	T+10	0.42%	8.54%					T+10		-1.70%	0.21%

资料来源：Wind资讯，华鑫证券研究

近两次降息AH均有较好表现

- 本轮降息资产走势或类似于2024年时期的降息，从降息形式上来看，大概率同样是经济数据引发的衰退式降息。
- 从资产表现来看，降息前中期均会有人民币的对应升值，带动AH资产的快速上行。

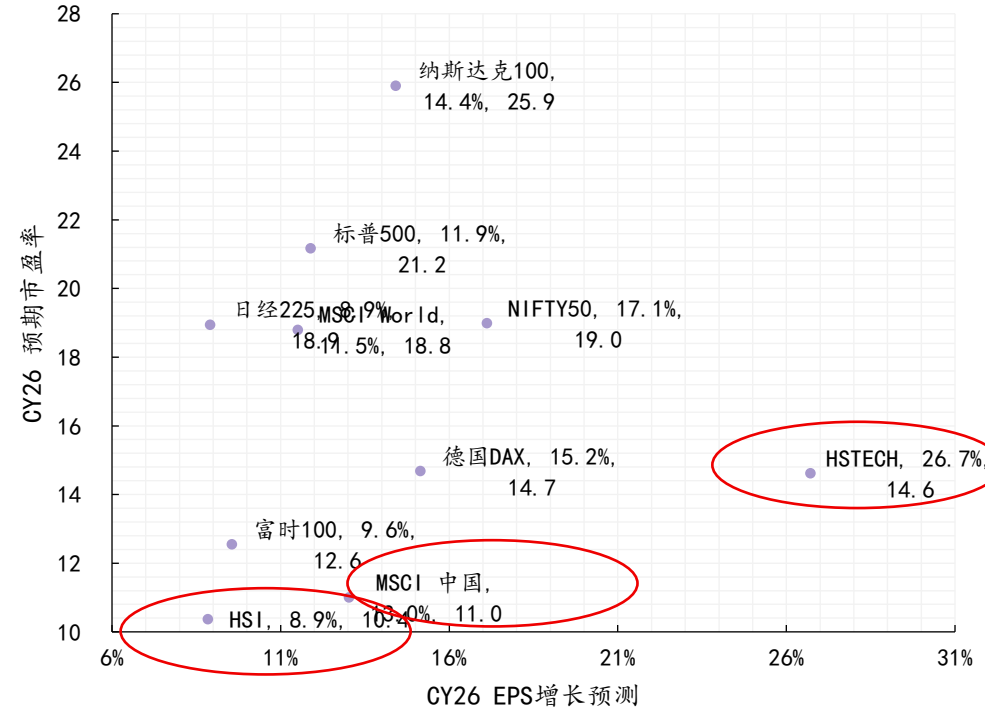
	上证综合指数	恒生指数	离岸人民币汇率	10年中债	中美利差
降息前60个交易日目前涨幅	5.15%	1.78%	0.18%	0.045	0.116
中90	21.42%	19.48%	3.40%	-0.411	-1.191
中60	23.17%	9.66%	3.37%	-0.303	-1.143
中30	26.85%	16.32%	1.12%	0.067	-0.514
中10	20.68%	17.98%	0.17%	0.099	-0.261
前10	-2.39%	2.05%	-0.70%	-0.098	0.012
前30天	-4.58%	8.20%	-1.23%	-0.104	0.066
前60天	-7.25%	-0.33%	-3.00%	-0.190	0.310
后60天	16.07%	-2.24%	2.33%	-0.4802	1.5598
后30天	10.79%	-4.09%	2.84%	-0.7749	1.3951
衰退降息结束	9.97%	-9.99%	1.73%	-0.6245	1.4355
软着陆降息结束	17.69%	7.44%	1.66%	-0.4339	0.8061
中90	28.15%	16.94%	-2.69%	0.0586	0.2786
中60	22.48%	12.32%	-2.31%	-0.1431	0.0069
中30	2.39%	7.62%	-2.00%	-0.1606	-0.1206
中10	-1.67%	0.87%	-0.33%	-0.0738	0.0262
前10	-2.67%	-1.69%	0.10%	0.0150	0.0750
前30天	-3.98%	-2.00%	-0.36%	-0.1810	0.2490
前60天	-9.64%	-7.88%	0.25%	-0.3500	-0.0800

资料来源：Wind资讯，华鑫证券研究

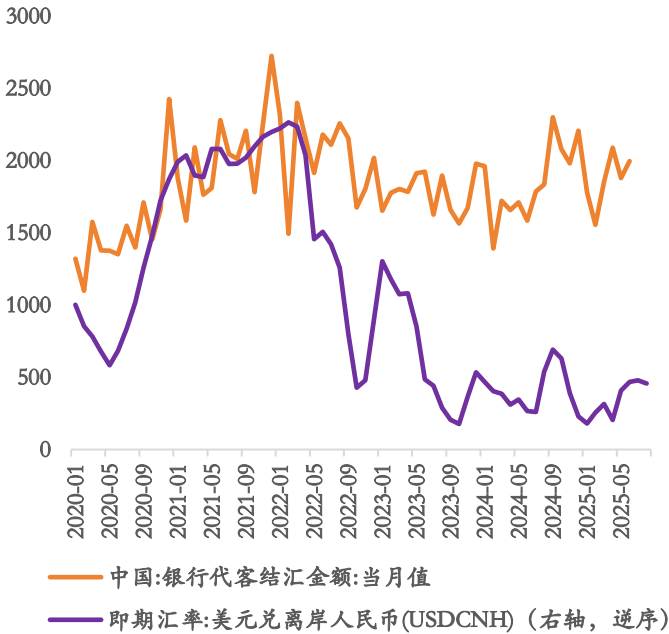
人民币相对走强，结汇需求释放，中国资产配置性价比提升

- 弱美元，利好非美市场，综合PE和EPS预期来看，中国资产的相对性价比显现，外资流入可提供分母端资金流动性增量：人民币相对美元偏强，且中国资产估值仍处于偏低水平，配置性价比凸显，外资回流可期。
- 人民币走强，美元指数走弱，利好港股：美元指数和恒生科技的负相关性较为明显，随着美元走弱，结汇需求释放，对人民币汇率形成支撑，对港股有利。

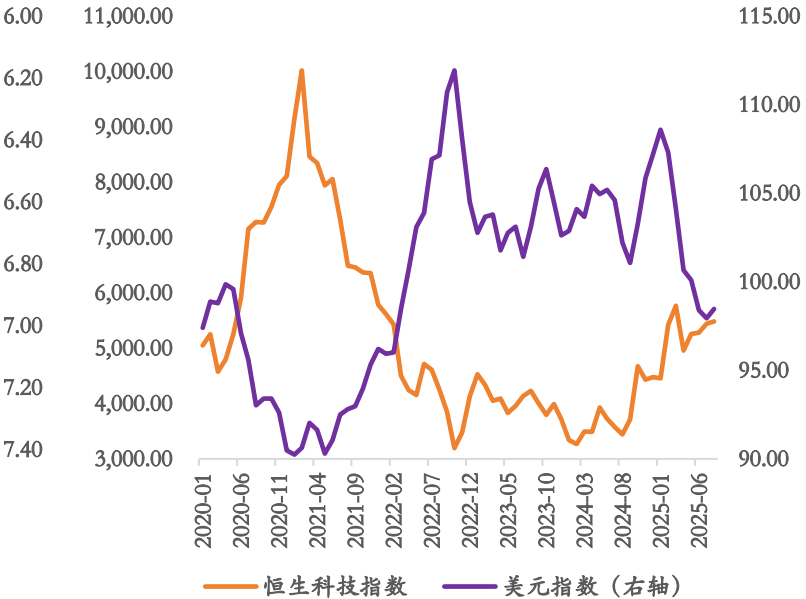
中国资产相对性价比显现



人民币相对走强，结汇需求释放



美元指数和恒生科技负相关

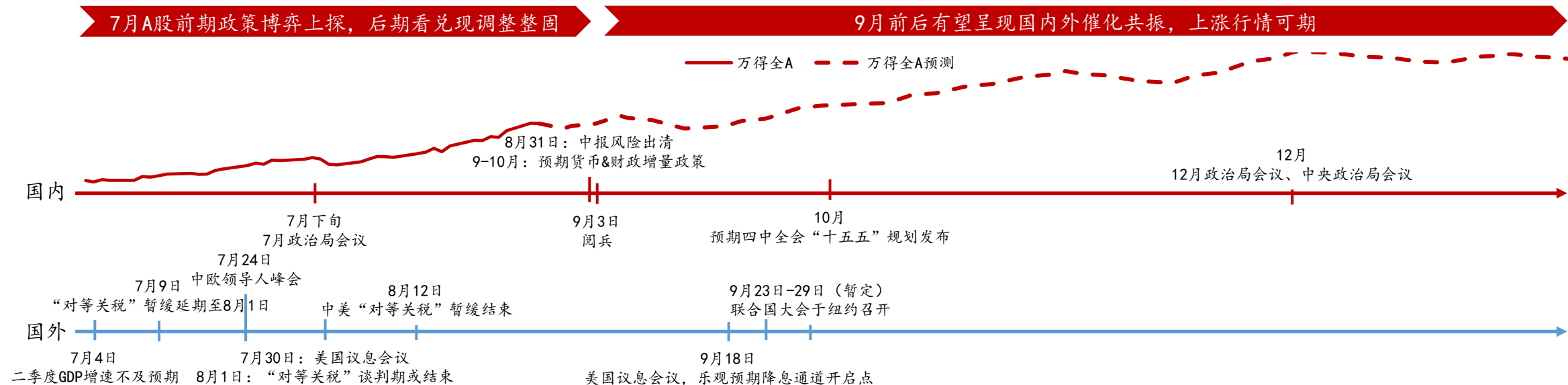


资料来源: Wind, Bloomberg, 华鑫证券研究

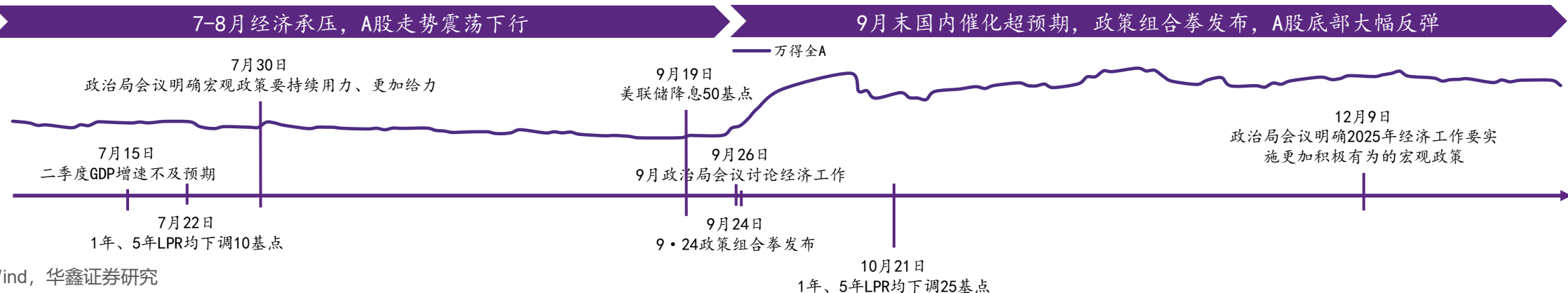
静待宏观顺风回归，类似去年9月重现

- 待8月中美关税谈判落地、中报尾部风险出清，9月海外降息重启，国内政策空间打开，叠加10月四中全会预期，内外政策有望共振，A股震荡上涨行情可期。随着居民存款入市，A股逐步进入主升阶段。

2025H2 A股大势节奏推演



2024H2 A股复盘



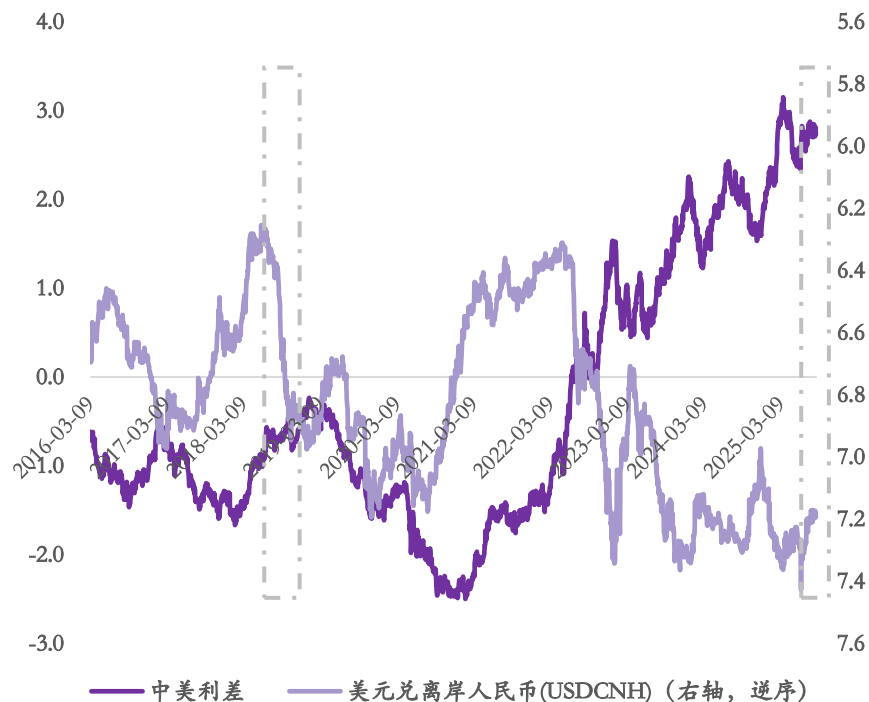
资料来源：Wind，华鑫证券研究

3.2、联储重启降息，中美货币有望共振宽松

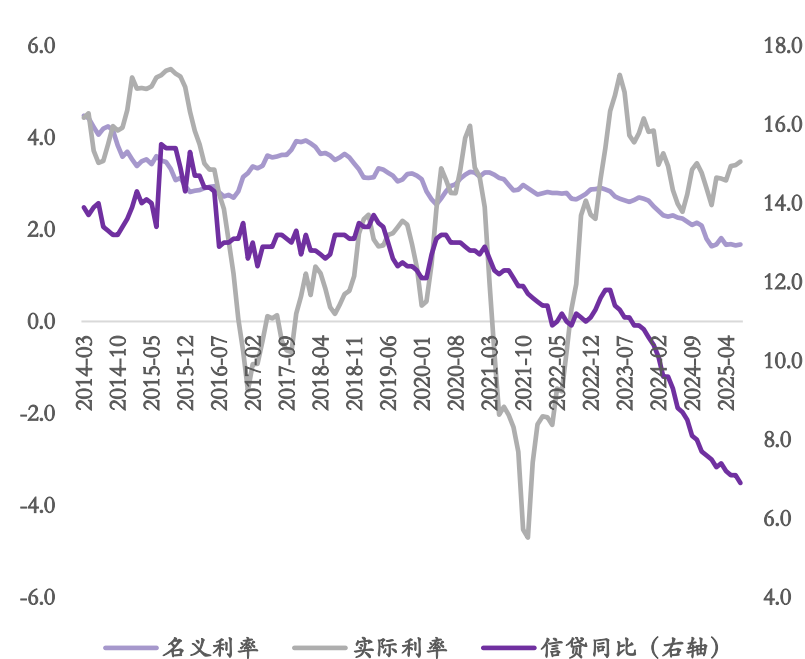
◆ 随着下半年联储降息周期重启、人民币汇率偏强和信贷承压：

- 外部降息重启，内部适度宽松或有提速。待9月联储降息重启后，国内货币政策空间会进一步打开。
- 人民币汇率偏强，且内需偏弱，国内货币逐步宽松。和2018年贸易摩擦下的人民币汇率贬值不同，这次人民币汇率强势收复7.2，一度“反超”人民币中间价。且考虑到内需偏弱、物价低迷、地产下探，货币仍需进一步宽松，流动性相对充裕。

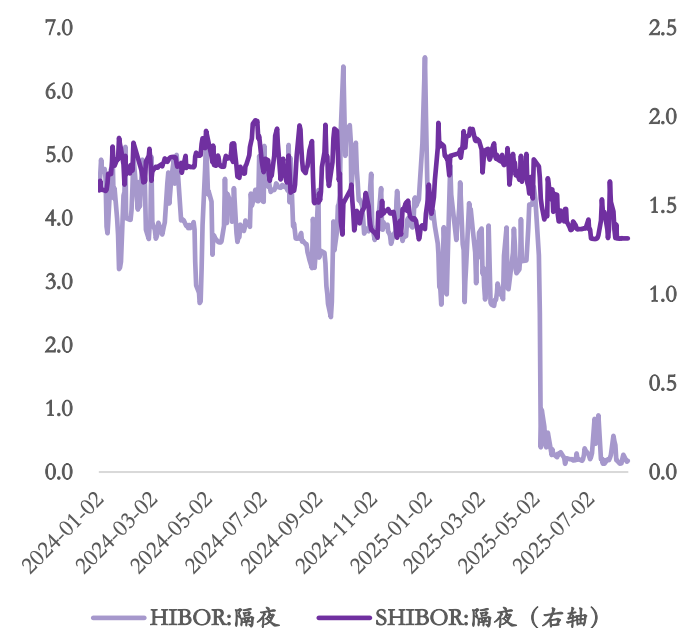
中美利差收窄，人民币汇率偏强



实际利率偏高，信贷增速回落，仍有降息空间



隔夜利率处于1.35%附近低位



资料来源：wind资讯，华鑫证券研究

中美货币宽松共振周期的风格和行业表现：成长、金融、周期占优

◆ 复盘近两轮中美货币宽松共振周期：

- 2019/8/1-2020/3/16行业表现：初期TMT、军工、非银、有色领涨，后续TMT、医药、建材、家电持续性较好，TMT全程占优；
- 2024/9/18-2024/12/19行业表现：初期TMT、军工、非银、地产、有色、钢铁领涨，后续TMT、机械、零售、综合较好，TMT全程占优。

行业		代码	中美共振宽松（2019/8/1-2020/3/16）			
			T-30	T+30	T+90	区间表现
上游资源	煤炭	801950.SI	-1.3	0.9	-9.3	-17.5
	石油石化	801960.SI	-2.7	2.7	-0.5	-9.6
	有色金属	801050.SI	-5.3	6.4	-1.4	-2.3
	钢铁	801040.SI	-5.5	0.2	-3.2	-10.5
	基础化工	801030.SI	1.5	5.2	1.5	1.8
中游制造	建筑材料	801710.SI	-1.1	4.1	9.8	18.5
	机械设备	801890.SI	1.6	3.3	-1.1	-1.4
	建筑装饰	801720.SI	-3.2	1.2	-6.9	-6.9
	交通运输	801170.SI	-0.3	0.0	-4.8	-14.2
大金融	银行	801780.SI	-1.3	-1.4	3.0	-9.7
	非银金融	801790.SI	3.6	5.4	-1.7	-10.4
	房地产	801180.SI	-2.2	-0.3	-0.6	-5.3
成长	国防军工	801740.SI	7.1	8.3	-6.2	-2.4
	电力设备	801730.SI	1.3	6.2	2.4	11.6
	计算机	801750.SI	0.7	15.6	13.1	25.6
	传媒	801760.SI	-2.9	9.4	9.1	12.0
	电子	801080.SI	10.8	16.8	27.0	35.1
	通信	801770.SI	-3.1	9.1	-1.3	14.7
	医药生物	801150.SI	2.5	9.3	10.3	16.7
下游消费	社会服务	801210.SI	5.2	1.9	0.0	-8.9
	轻工制造	801140.SI	-1.1	4.4	2.4	1.1
	农林牧渔	801010.SI	4.9	-1.8	-8.3	-0.1
	纺织服装	801130.SI	-2.5	3.0	-4.3	0.7
	商贸零售	801200.SI	-3.4	1.9	-4.9	-8.2
	美容护理	801980.SI	4.4	7.3	3.6	8.1
	食品饮料	801120.SI	2.9	6.0	7.9	0.1
	汽车	801880.SI	-0.4	2.8	0.7	1.1
	家用电器	801110.SI	1.9	3.3	9.6	-0.5
	公用	环保	801970.SI	-1.0	2.2	-8.1
	综合	801230.SI	-2.3	4.6	3.5	11.1
	公用事业	801160.SI	-0.5	1.6	-4.2	-9.4

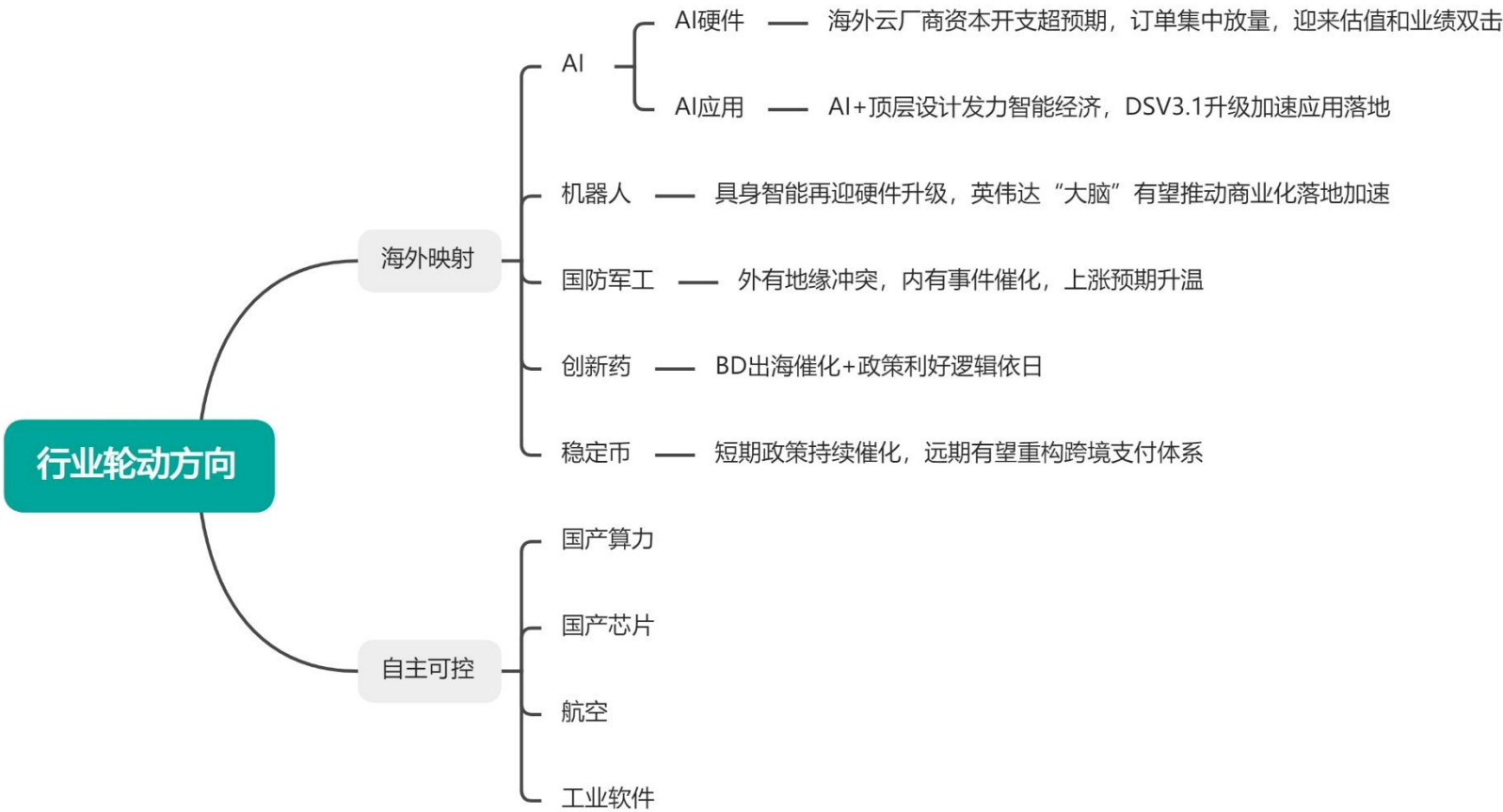
行业		代码	中美共振宽松（2024/9/18-2024/12/19）			
			T-30	T+30	T+90	区间表现
上游资源	煤炭	801950.SI	-5.1	16.8	6.3	17.2
	石油石化	801960.SI	-7.6	14.2	10.2	13.5
	有色金属	801050.SI	-7.6	32.7	25.3	20.0
	钢铁	801040.SI	-11.3	34.8	27.8	32.5
	基础化工	801030.SI	-6.5	29.0	23.3	26.6
中游制造	建筑材料	801710.SI	-10.4	39.9	25.8	32.5
	机械设备	801890.SI	-6.6	38.1	43.9	39.6
	建筑装饰	801720.SI	-13.1	42.3	28.2	39.1
	交通运输	801170.SI	-8.6	21.5	14.6	20.7
大金融	银行	801780.SI	-5.1	17.3	22.3	19.7
	非银金融	801790.SI	-0.1	50.8	34.4	41.9
	房地产	801180.SI	-2.7	53.7	24.9	38.5
成长	国防军工	801740.SI	-12.9	46.5	28.0	33.1
	电力设备	801730.SI	-2.5	39.1	28.9	32.0
	计算机	801750.SI	-7.3	62.6	70.9	66.1
	传媒	801760.SI	-3.4	41.6	47.1	53.8
	电子	801080.SI	-10.9	50.0	55.6	50.7
	通信	801770.SI	-5.1	35.5	40.3	42.4
	医药生物	801150.SI	-8.4	24.9	16.5	21.9
下游消费	社会服务	801210.SI	-7.9	41.1	33.5	46.8
	轻工制造	801140.SI	-6.3	34.0	30.9	38.8
	农林牧渔	801010.SI	-14.9	27.5	14.1	21.1
	纺织服装	801130.SI	-4.8	22.8	25.9	32.7
	商贸零售	801200.SI	-6.0	42.5	44.2	60.0
	美容护理	801980.SI	-12.3	38.2	22.3	33.1
	食品饮料	801120.SI	-10.3	28.4	16.6	27.2
	汽车	801880.SI	-2.8	30.5	38.5	30.3
	家用电器	801110.SI	0.3	20.5	24.2	23.3
公用	环保	801970.SI	-8.4	35.6	26.3	33.8
	综合	801230.SI	-4.9	39.5	49.9	55.0
	公用事业	801160.SI	-9.5	11.1	5.4	12.0

资料来源：wind资讯，华鑫证券研究

3.3、关注中美科技竞赛的科技成长&行业关税博弈下的自主可控机会

- ◆ 产业机会梳理:
- 海外映射: AI (硬件、应用)、机器人、国防军工、创新药、稳定币等;
 - 自主可控: 国产算力、国产芯片、航空、工业软件等。

把握两大行业轮动方向: 海外映射与自主可控

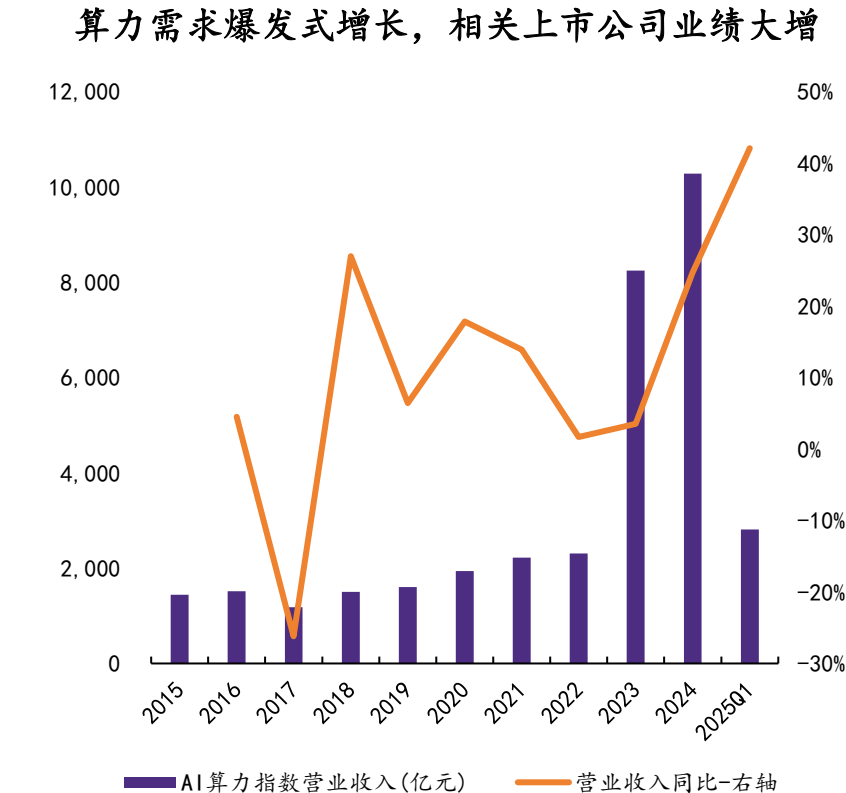
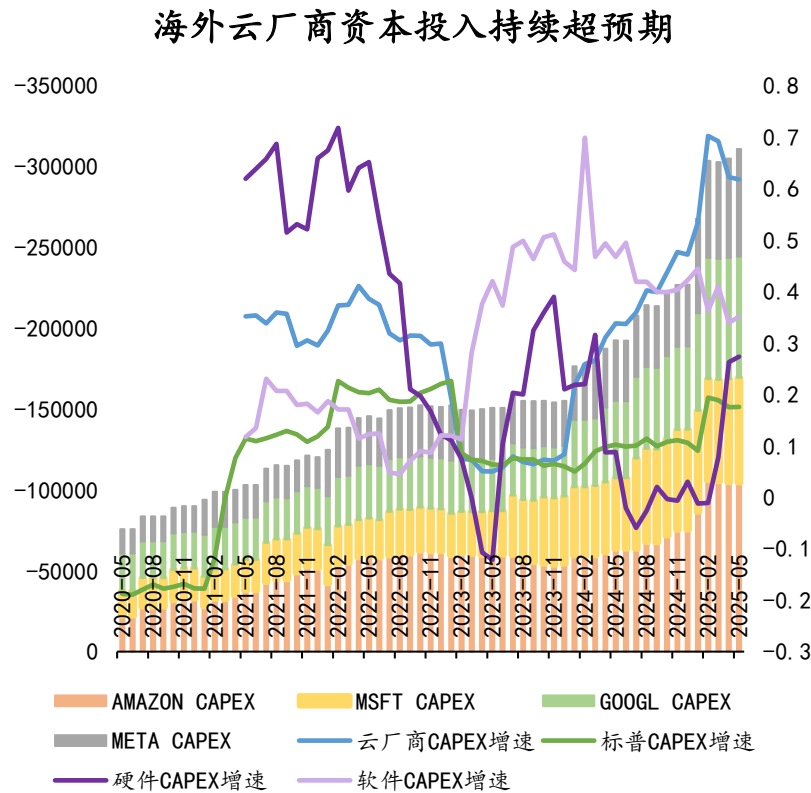
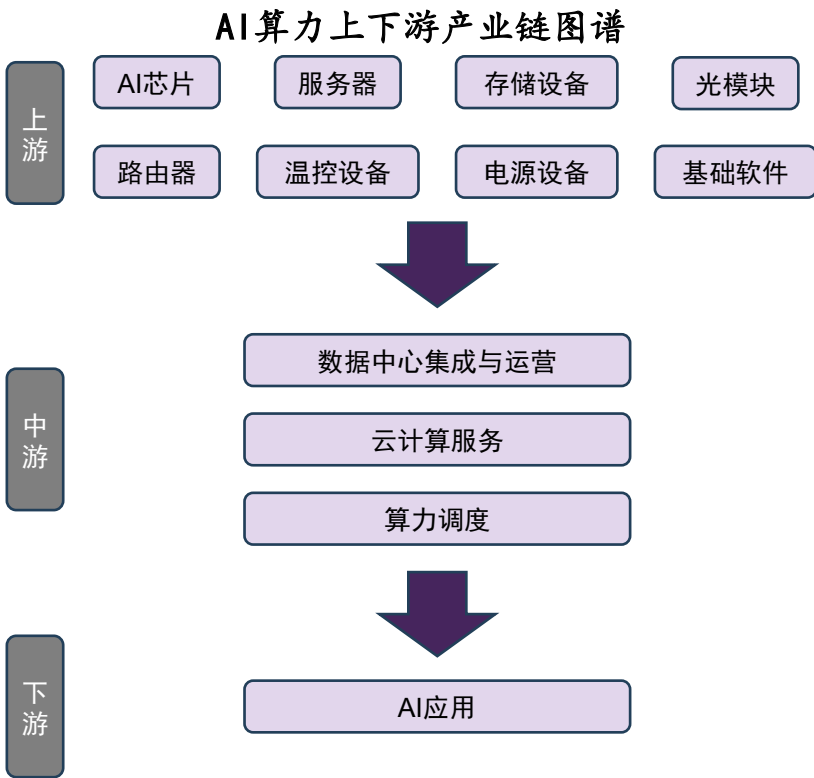


资料来源: 华鑫证券研究

AI硬件：海外云厂商资本开支超预期，算力订单集中放量，迎来估值和行业共振

华鑫证券

- 大模型的崛起持续提升推理算力需求，利好算力链增量发展：国产大模型和生成式人工智能推高算力需求，2024年中国人工智能算力规模达725.3EFLOPS，同比增长74.1%；市场规模为190亿美元，同比增长86.9%。根据IDC测算，2025、2026年中国人工智能算力市场规模将分别达259、337亿美元，分别同比增长36.3%、30.1%。
- 之前市场关注的是海外算力GPU，偏训练场景；现在更聚焦ASIC，偏推理场景，弹性空间更值得期待。
- 2026年光模块需求预期上修。800G光模块需求可能从之前预期上调，目前三大客户对明年的指引已达2000万只，随着更多厂商给出指引，可能达到3000万只，远高于市场预期。关注PCB、光模块、高速连接器、ASIC等。



资料来源：Wind，中商产业研究院，华鑫证券研究

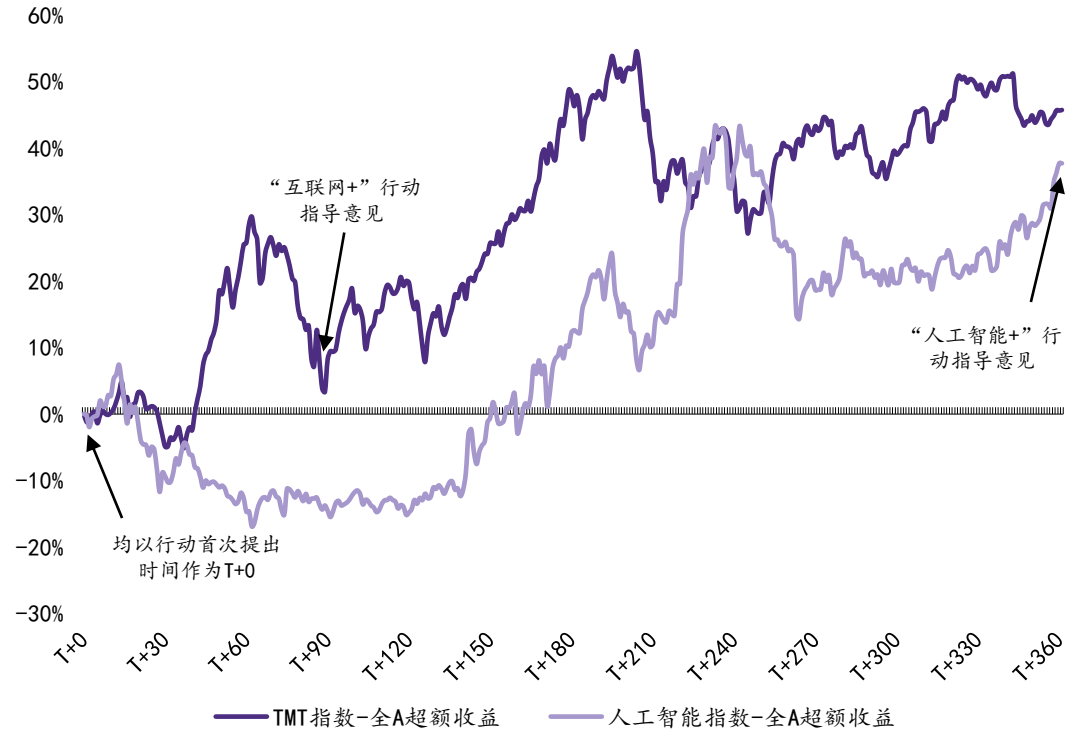
AI应用：AI+顶层设计发力智能经济，DSV3.1升级加速应用落地

- **AI+顶层政策持续催化：**自2024年政府工作报告首次提出开展“人工智能+”行动以来，2025年8月27日国务院发布《深入实施“人工智能+”行动的意见》，明确提出到“到2027年率先实现AI与6大重点领域广泛深度融合，新一代智能终端、智能体等应用普及率超70%，到2030年普及率超90%”。**顶层设计明确发展智能经济，对标15年“互联网+”行动指导意见，本次行动指导意见目标更加明确量化，有望大举推动AI应用落地加速，同样有望形成AI新一轮行情催化点。**
- **DeepSeek-V3.1大模型发布，AI模型性能升级，助力AI应用加速落地的同时，利好国产算力生态自主化与规模化进程。**

“互联网+”行动与“人工智能+”行动指导意见对比

类别	“互联网+”行动	“人工智能+”行动
行动首次提出时间	2015年3月5日	2024年3月5日
行动指导意见发布时间	2015年7月4日	2025年8月26日
发展目标	①到2018年，互联网与经济社会各领域的融合发展进一步深化，基于互联网的新业态成为新的经济增长动力，互联网支撑大众创业、万众创新的作用进一步增强，互联网成为提供公共服务的重要手段，网络经济与实体经济协同互动的发展格局基本形成。 ②到2025年，网络化、智能化、服务化、协同化的“互联网+”产业生态体系基本完善，“互联网+”新经济形态初步形成，“互联网+”成为经济社会创新发展的重要驱动力量。	①到2027年，率先实现人工智能与6大重点领域广泛深度融合，新一代智能终端、智能体等应用普及率超70%，智能经济核心产业规模快速增长，人工智能在公共治理中的作用明显增强，人工智能开放合作体系不断完善。 ②到2030年，我国人工智能全面赋能高质量发展，新一代智能终端、智能体等应用普及率超90%，智能经济成为我国经济发展的重要增长极，推动技术普惠和成果共享。 ③到2035年，我国全面步入智能经济和智能社会发展新阶段，为基本实现社会主义现代化提供有力支撑。
重点行动	创新创业、协同制造、现代农业、智慧能源、普惠金融、益民服务、科学技术、产业发展、消费提质、高效物流、电子商务、便捷交通、民生福祉、治理能力、全球合作、绿色生态、人工智能	

对标“互联网+”顶层政策催化，AI应用同样有望形成板块上涨行情



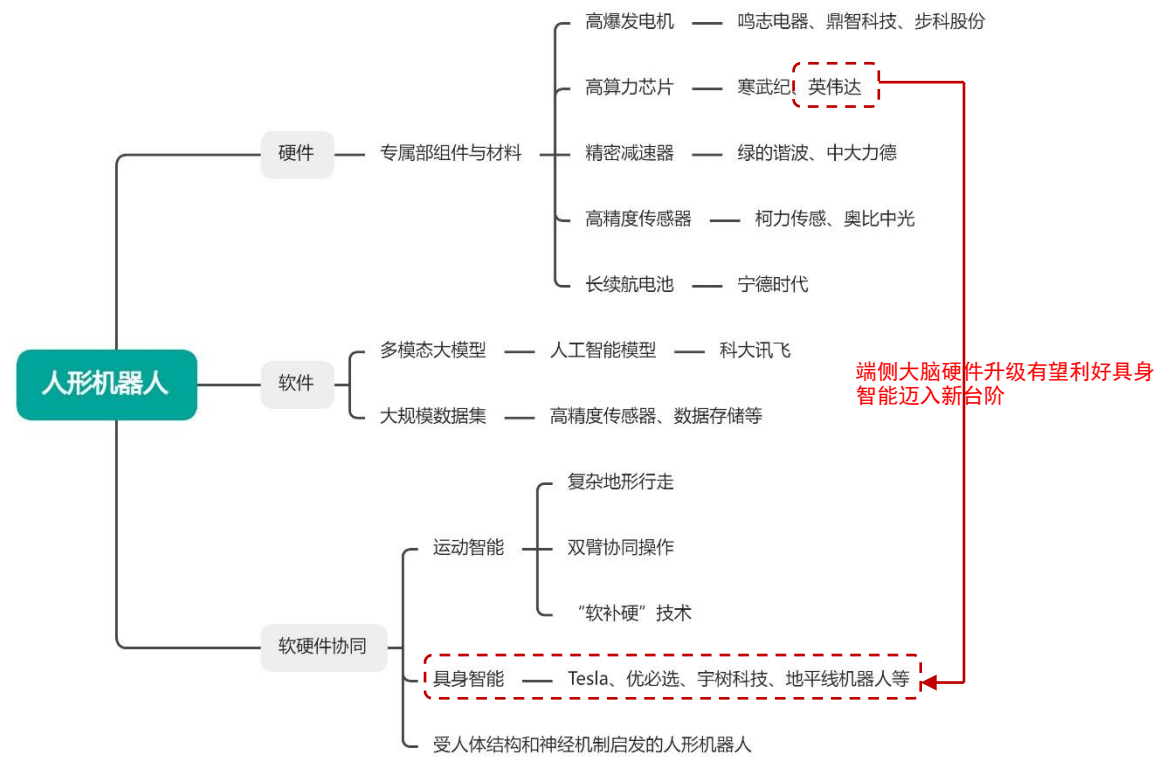
资料来源：Wind，中国政府网，华鑫证券研究

- 机器人“大脑”升级，有望助力具身智能大规模商业化应用加速落地：英伟达发布最新机器人芯片模块Jetson AGX Thor，芯片性能为上一代的7.5倍，能够运行生成式AI模型，包括大语言模型和可解读周围环境的视觉模型，赋能机器人更强的敏捷性、更快的决策制定以及更高的自主水平。
- 根据前瞻产业研究院测算，2024年中国机器人行业市场规模超过1550亿元，到2029年市场规模有望超过4100亿元。
- 短期关注英伟达Thor芯片赋能机器人的实际成果，有望助力具身智能头部公司短期实现产品升级；长期看好具身智能人形机器人产业突破，最终达成大规模商业应用，行业龙头有望凭借研发优势建立科技壁垒。

部分人形机器人主机厂量产进度或目标

主机厂	量产进度或目标
Tesla	2025年预计生产数千台人形机器人
Figure AI	未来四年内推出10万台机器人
Agility Robotics	已建成计划产能10000台机器人工厂RoboFab
智元机器人	2024年生产超900台人形机器人
松延动力	2025年人形机器人订单规模达到2000台以上
优必选	2025年目标生产1000台人形机器人
1X technologies	2025年目标生产数百台人形机器人
傅利叶机器人	目前已出货100台以上人形机器人
宇树科技	2024年已出货1500台人形机器人

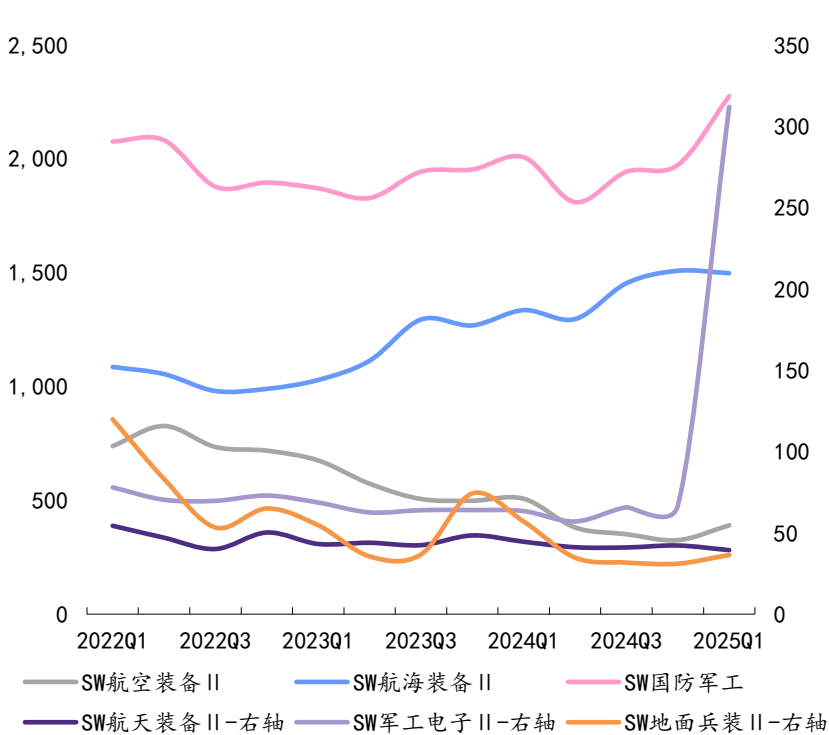
人形机器人产业未来发展趋势



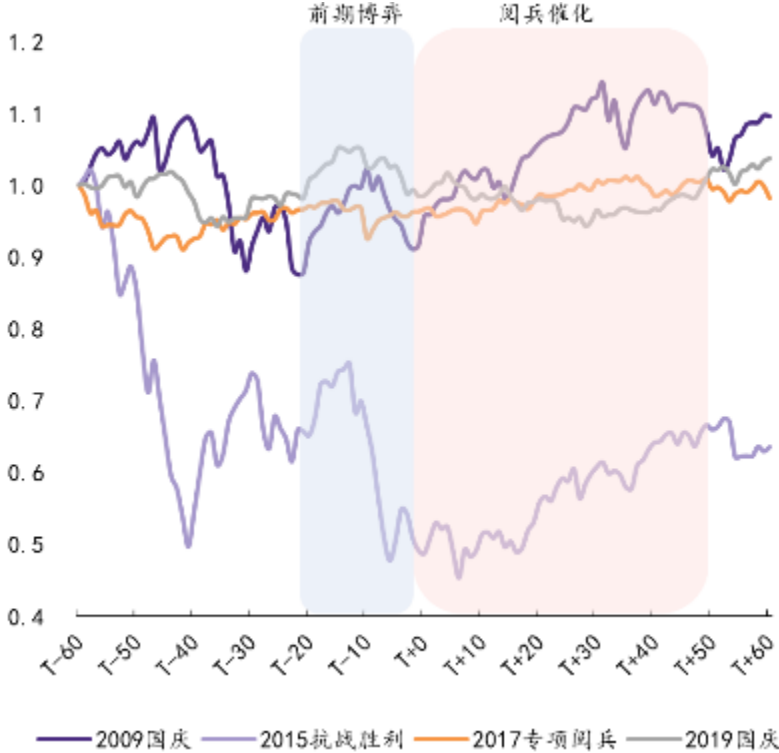
国防军工：外有地缘冲突，内有事件催化，上涨预期升温

- **地缘冲突：中国军工迎来Deepseek时刻**，以歼-10CE战机、PL-15E导弹和预警机构成的空战体系为例，其在印巴冲突中展现的超视距打击与跨域协同能力，证明了技术性能已对标国际先进水平。同时，中国装备的性价比优势持续凸显。**在目前多处国际形势依然紧张的背景下，中国军工出口订单有望迎来增量。**
- **国内催化：预计十五五期间，中国国防预算仍将保持7-7.5%左右的稳定增长，占GDP比重或有一定提升空间。同时，关注抗战胜利80周年阅兵事件催化，复盘21世纪以来的阅兵行情，在阅兵事件T-20至T+0区间，国防军工指数普遍存在提前博弈的阶段，阅兵事件T+0后呈现上涨行情。**

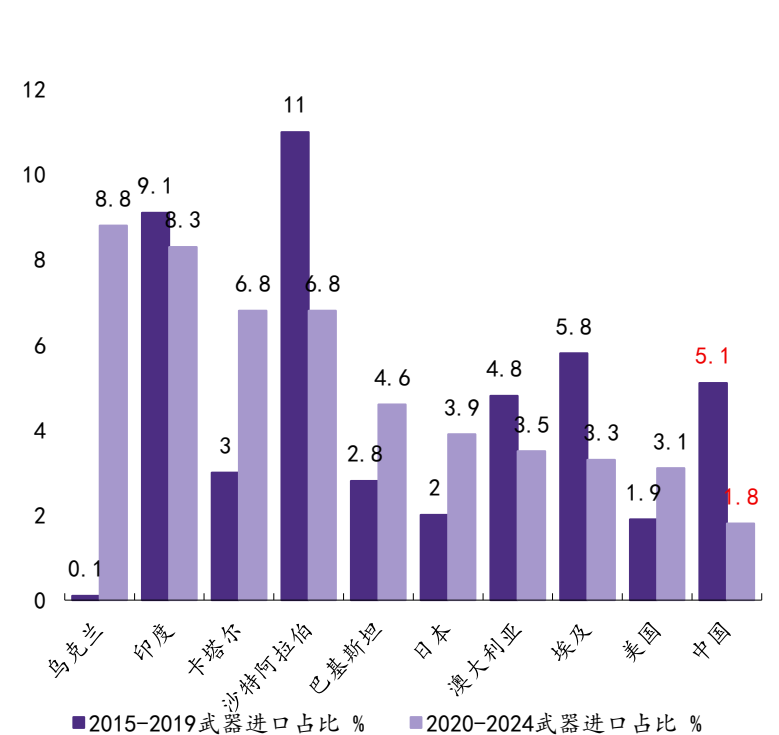
军工电子订单在25Q1明显大增（合同负债：亿元）



阅兵行情存在提前博弈和后续催化两个阶段



中国武器进口全球占比显著下降，国产化率提升

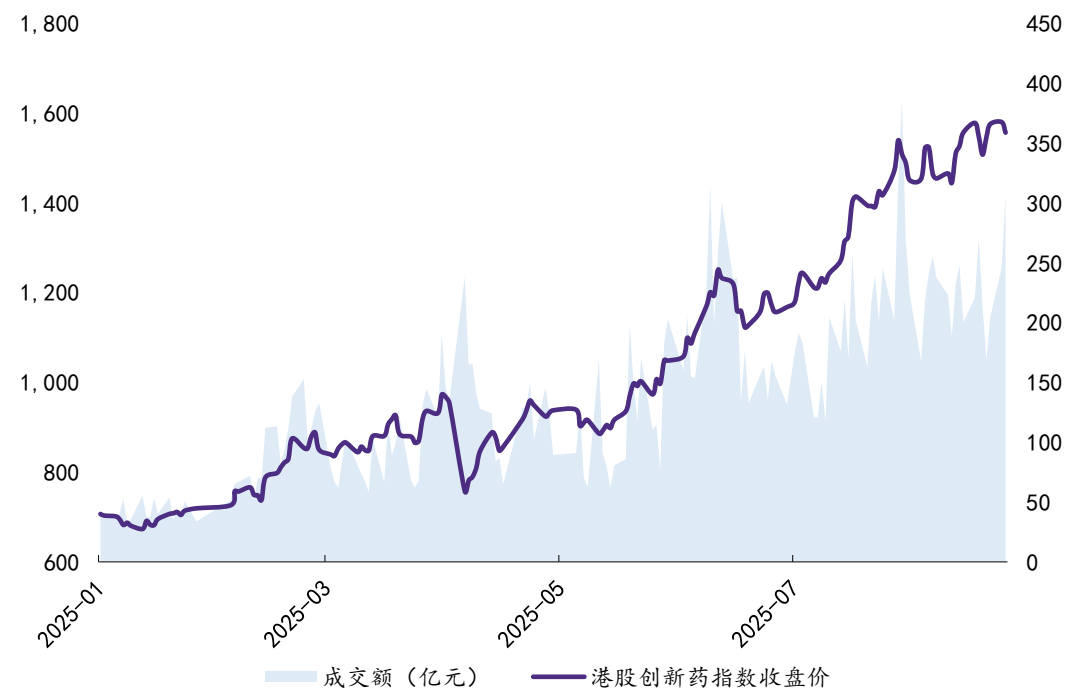


资料来源：Wind，SIPRI，华鑫证券研究

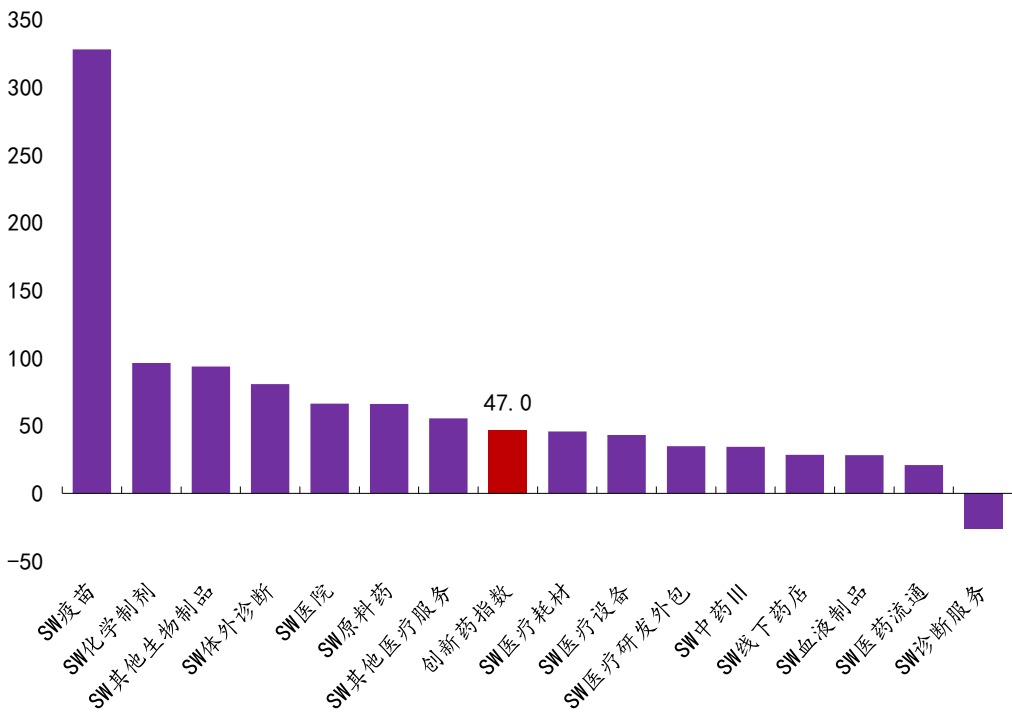
创新药：BD出海催化+政策利好逻辑依旧

- **重磅BD开启创新药阶段行情：**2025年5月20日，三生制药及旗下三生国健与辉瑞达成总额高达60.5亿美元的授权协议，将其自主研发的PD-1/VEGF双抗SSGJ-707的全球（除中国内地）权益授予辉瑞。这一交易刷新中国创新药License-out的首付款纪录（12.5亿美元），开启创新药BD关注点新一轮创新药行情。
- **国内政策利好：**6月底，国家医保局、国家卫生健康委联合印发《支持创新药高质量发展的若干措施》，包括鼓励商业健康保险扩大创新药投资规模，明确增设商业健康保险创新药品目录，支持创新药临床应用，提高创新药多元支付能力等利好政策。
- **BD出海增量投资逻辑未变，国内政策持续利好，新药获批有望形成利润新增量，行业主题投资机会依旧。**

港股创新药指数持续冲击新高



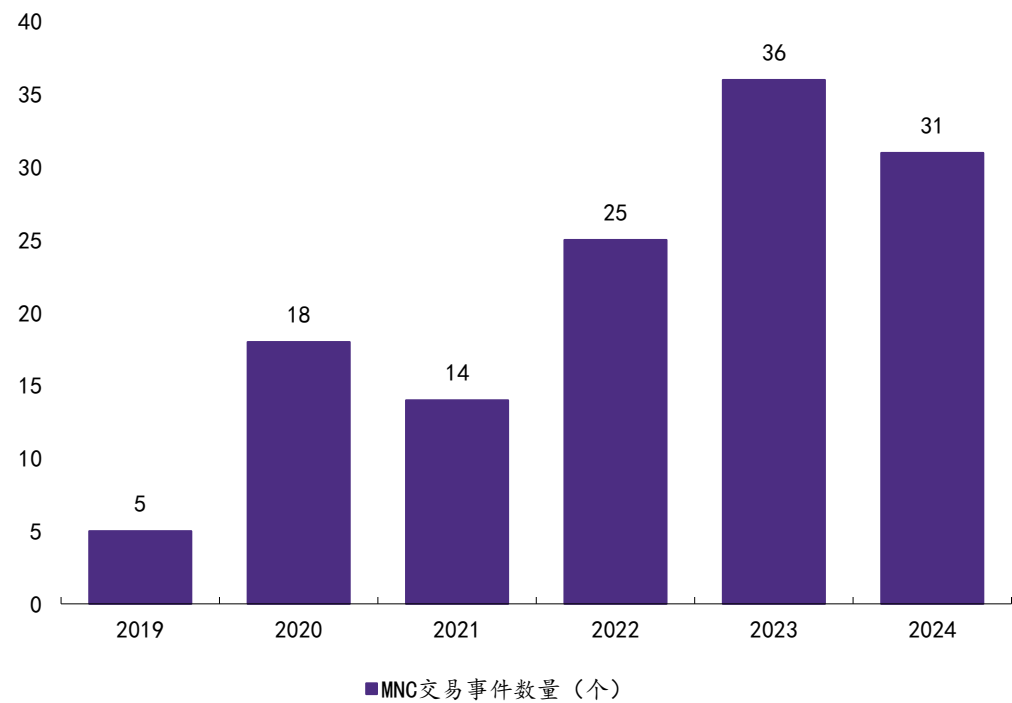
截止至2025年8月26日，医药细分行业与万得创新药指数PE-TTM水平



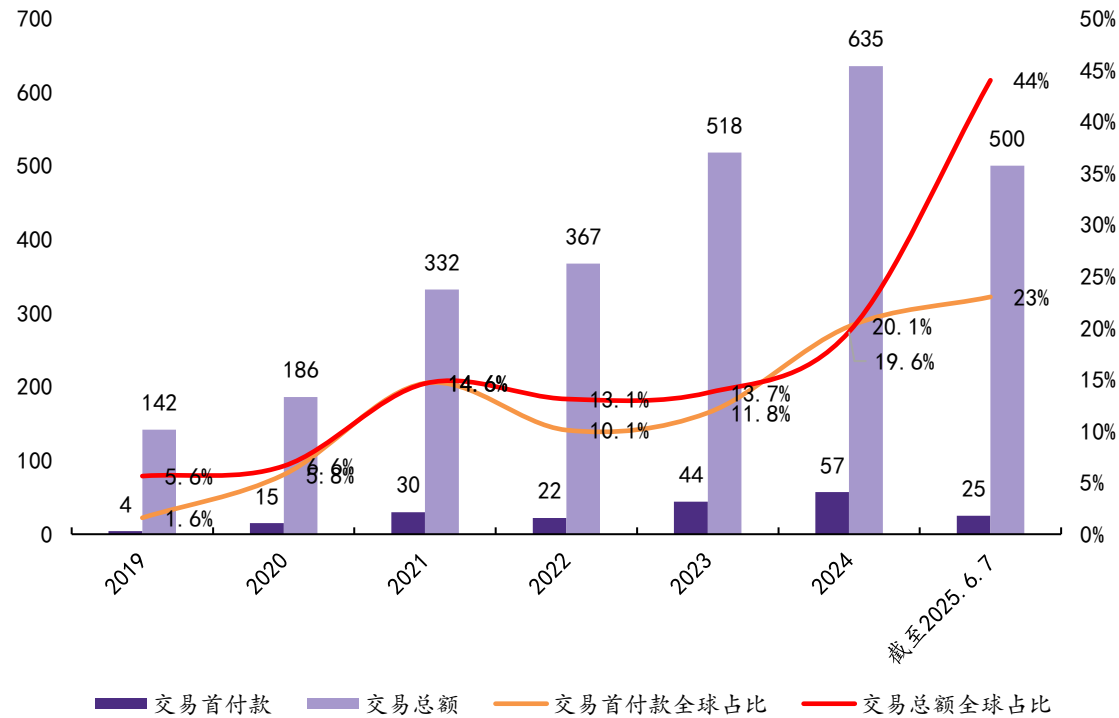
资料来源：Wind，华鑫证券研究

➤ BD出海增量投资逻辑未变，国内政策持续利好，新药获批有望形成利润新增量，行业主题投资机会依旧。

MNC引进国内项目数量显著提升



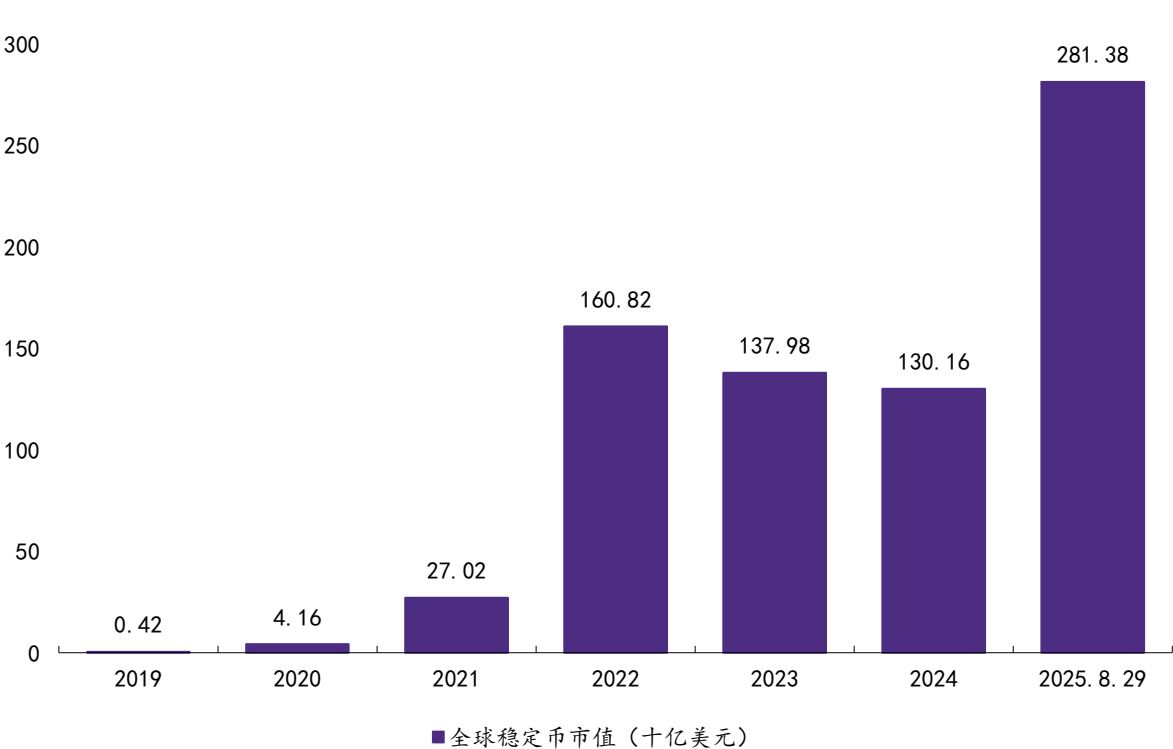
中国BD交易规模全球占比自2019年以来显著提升，进入2025年后加速冲高（亿美元）



稳定 币：短期政策持续催化，远期有望重构跨境支付体系

- **短期政策持续催化：**目前香港《稳定 币条例》已于8月1日生效，国内《中国发展观察》于8月23日发文明确肯定稳定 币发行的必要性和效率性，在政策端明确稳定 币的重要地位，同时打开稳定 币行业空间预期。**关注稳定 币业务先发优势与短期增量空间，利好加密货币交易平台、已获或将获稳定 币牌照的非银机构与技术服务提供商。**
- **稳定 币跨境支付领域运用潜力巨大，远期有望重构全球支付体系：**稳定 币价值锚定一种或一篮子相对稳定的底层真实资产，目前逐步起到法币和加密货币之间的桥梁作用，依托区块链技术，稳定 币交易拥有去中心化、高效率、低成本的优势。**相较于传统全球跨境支付体系，稳定 币未来有望逐步成为跨境支付的主要货币，最终重构现有全球跨境支付体系。同时，预期稳定 币这项金融工具将加速人民币的国际化进程，看好稳定 币市场的长期扩容发展。**

2025年全球稳定 币市值迅速攀升



稳定 币重要节点事件复盘

时间	稳定 币重要节点事件
2022年10月31日	香港政府发表《有关香港虚拟资产发展的政策宣言》
2023年12月27日	香港财经事务及库务局和HKMA联合发布公众咨询文件，就有关监管稳定 币发行人的立法建议收集意见
2024年3月12日	HKMA推出稳定 币发行人沙盒
2024年7月18日	发表咨询总结文件，公布稳定 币沙盒参与者，包括京东币链科技、圆币创新科技，以及联合申请的渣打香港、安拟集团和香港电讯组合
2024年12月6日	香港特区政府公布稳定 币法案的立法倡议，为全面监管锚定法定货币的稳定 币（FRS）奠定基础
2025年5月21日	香港立法会三读通过《稳定 币条例草案》
2025年6月5日	稳定 币股Circle上市首日涨幅168.48%
2025年6月15日	香港立法会通过《稳定 币条例》，将于8月1日生效
2025年6月26日	香港政府发表《香港数字资产发展政策宣言2.0》
2025年7月29日	香港金融管理局就8月1日起实施的稳定 币发行人监管制度发布相关文件
2025年8月23日	国务院发展研究中心旗下《中国发展观察》 刊发文章，明确肯定稳定 币发行的必要性和效率性

资料来源：财经M平方，香港特别行政区政府，新浪财经，香港金融管理局，腾讯网，搜狐，证券时报，中国经济报告，华鑫证券研究

自主可控：国产替代迫在眉睫，关注半导体、航空航天、工业软件等

- 类比中美贸易战1.0及后续时期，在全面关税摩擦边际缓和后，是持续针对中国关键领域环节的科技封锁和进出口限制政策。虽然目前中美贸易摩擦正逐步缓和，但预计后续关税博弈仍会有小范围针对特定产业的反复，将伴随关键产业环节的科技封锁，有望催化自主可控主题行情。
- 美对科技限制与制裁，梳理包括232调查预期涉及行业环节和目前科技进出口限制情况，筛选目前以及未来可能被重点针对的科技领域
 - 自主可控环节：半导体（AI芯片、先进芯片、半导体制造设备），航空航天（发动机），工业软件。
 - 科技创新未来竞争新主题：量子计算，生物技术。

美国232行业调查与现行针对中国科技领域限制

时间	涉及行业	现行科技封锁事件
2025年1月13日	AI 芯片	拜登政府正式发布《人工智能扩散暂行最终规则》，中国处于第三层级，被完全禁止进口任何类型的AI芯片，特别是高性能GPU
2025年2月21日	多科技领域	特朗普签署《美国优先投资政策》备忘录，要求扩大对华投资限制的行业范围，涵盖半导体、人工智能、量子计算、生物技术、高超音速技术、航空航天、先进制造、定向能及其他受中国“军民融合”战略影响的领域
2025年4月15日	AI 芯片	美国商务部宣布英伟达 H20 芯片、AMD 的 MI308 芯片以及同类型人工智能（AI）芯片，出口到中国需要许可证
2025年5月17日	人工智能	白宫和国会官员审查苹果公司与中国企业阿里巴巴达成的合作协议。美国官员们认为，这项协议可能会帮助中国公司提升人工智能能力、扩大中国“聊天机器人”的影响力，加深苹果在数据共享等方面受中国法律管制的程度
2025年5月19日	AI 芯片	美国商务部发表申明，“在全球任何地方使用华为昇腾芯片均违反美国出口管制规定”，“警告业界使用中国先进计算机芯片，包括特定华为昇腾芯片的风险。”
2025年5月28日	EDA、航空发动机、化学品	美国政府实质性切断部分美国企业向中国出售半导体设计软件的渠道，还暂停了与喷气式飞机发动机技术及部分化学品销售有关的对华出口
2025年6月20日	半导体设备	美官员通知三星电子、SK海力士、台积电等在中国大陆拥有晶圆厂的晶圆制造商，计划取消允许它们在中国使用美国技术（主要是半导体设备）的豁免
2025年7月3日	EDA、航空发动机、化学品	初步取消前期的出口限制

时间	涉及行业	232调查
2025年3月26日	汽车及部分汽车零部件	自2025年4月3日起对进口乘用车和轻型卡车，自《联邦公务》指定日期(不迟于5月3日)起对关键汽车零部件征收25%的关税，后续如有必要将采取措施对更多零部件加征关税
2025年5月30日	钢铁、铝	自2025年3月12日起，对来源于所有国家的钢铁和铝制品及其下游产品征收25%的关税；后续进口钢铁的关税从25%提高至50%，自2025年6月4日起生效
2025年2月25日	铜	行政令要求对美国铜进口(包括但不限于原矿铜、铜精矿、精炼铜、铜合金、废铜和衍生产品)展开232调查
2025年3月1日	木材、木制品及其衍生品	要求商务部调查进口木材、木制品及其衍生品对国家安全的影响
2025年4月14日	半导体	启动对半导体及半导体制造设备进口对国家安全影响的调查，并向社会公众广泛征求意见。本次调查对象包括但不限于半导体衬底、裸晶圆、传统芯片、先进芯片、微电子设备以及半导体制造设备组件在内的产品，及其衍生的含有半导体的下游产品，例如含有半导体的各类电子产品
2025年4月14日	药品	启动了对药品及药品成分进口对国家安全影响的232调查，并向社会公众广泛征求意见。此次232调查的对象为药品、药物成分及其衍生产品，包括仿制药和非仿制药成品、医疗对策、关键投入(例如活性药物成分和关键起始物料)以及这些物品的衍生产品
2025年4月15日	关键矿产及其衍生品	根据白宫的声明，关键矿物是指美国地质调查局根据《2020年能源法》所公布的“关键矿物清单”点任何后些此类清单中包含的矿物，衍生产品包括将加工过的关键矿物作为投入的所有商品，包括半成品以及最终产品

资料来源：财经，芯智讯，观察者网，纬度新闻，商务部新闻办公室，环球时报，半导体前沿，新浪财经，新华网，证券时报网，第一财经，财新，华鑫证券研究

英伟达H20算力芯片被曝安全问题，倒逼国内加大自主研发力度

- H20算力芯片被曝安全问题，被网信办约谈，国企采购H20受限。对华销售受阻后，英伟达通知部分零部件供应商，暂停H20芯片生产。
- DeepSeek官微置顶留言：UE8M0 FP8是针对即将发布的下一代国产芯片设计，力挺UE8M0 FP8标准，推动国产 AI 体系自主化。
- 中国算力平台正加快建设，预计2025年智能算力规模增长将超过40%。

英伟达因H20芯片安全问题，被网信办约谈

国家互联网信息办公室就H20算力芯片漏洞后门安全风险约谈英伟达公司

网信中国 2025年07月31日 13:00 北京

🔊 听全文

 点击“网信中国”关注官方账号

近日，英伟达算力芯片被曝出存在严重安全问题。此前，美议员呼吁要求美出口的先进芯片必须配备“追踪定位”功能。美人工智能领域专家透露，英伟达算力芯片“追踪定位”“远程关闭”技术已成熟。为维护中国用户网络安全、数据安全，依据《网络安全法》《数据安全法》《个人信息保护法》有关规定，国家互联网信息办公室于2025年7月31日约谈了英伟达公司，要求英伟达公司就对华销售的H20算力芯片漏洞后门安全风险问题进行说明并提交相关证明材料。

DeepSeek官微力挺UE8M0 FP8标准



DeepSeek 作者 41分钟前

UE8M0 FP8是针对即将发布的下一代国产芯片设计。

[置顶](#)

👍 336



zhang dy 陕西 1小时前

加油，希望尽快解锁图片和视频功能

👍 442



心雅 上海 1小时前

同期待！因为挺喜欢使用DeepSeek，希望它好上更好。

👍 31



雨路 江西 1小时前

加油，国产之光

👍 167



我是X1aoma 湖南 1小时前

更进一步👍👍👍

👍 151



任我行 湖北 1小时前

官网直接访问可用了吗？刚才问了还是V3呢

👍 42



DeepSeek 作者 1小时前

当前官方网页端、App、小程序及 API 开放平台所调用模型均已同步更新，新模型自我认知为DeepSeek-V3。

👍 117

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