



浦银国际联合解读：如何交易 美联储降息预期？

美联储 2023 年 12 月议息会议再次决定暂停加息，并承认降息讨论已经逐渐进入视野。本文从宏观、策略和各行业的角度进行解读，并优选出 18 个有望受益于降息预期升温的个股。

- **宏观：12 月美联储会议决定再次暂停加息，整体论调较市场预期更为鸽派。** 1. 基本承认加息已结束。2. 承认开始讨论降息。鲍威尔不再认为“讨论降息仍不成熟”，而在[新闻发布会上](#)表示，降息讨论已经逐渐进入视野。此外，和我们此前预测的一致，季度美联储经济预测 (SEP) 暗示美联储明年降息的次数由 9 月会议的 2 次 (50 个基点) 上升到 3 次 (75 个基点)。不过美联储预测的 3 次降息仍和市场预期的 6-7 次降息相差甚远，需谨慎预期落空风险。3. 对经济前景的预测更为倾向于软着陆。**我们维持明年 7 月开始降息的基本预测，但承认有 40% 的概率降息可能会被提前。**从经济基本面来看，我们认为短期内尚不具备降息条件——11 月反弹以及 12 月预计依然强劲的核心通胀数据显示核心通胀的下行速度仍将缓慢；劳动力市场虽然有收紧趋势，但是仍未发生质变。因此，我们仍然维持明年 7 月开始降息，明年下半年一共降 4 次总共 100 个基点的基本预测。然而鲍威尔以及其他美联储官员表现出的对降息太晚导致经济进入衰退的担忧，以及 12 月会议显著的鸽派转向意味着降息可能会被提前。如果经济下滑的速度快于预期，我们认为有 40% 的可能性降息会被提前到 6 月甚至更早。
- **策略：降息前，预期上升有利于改善市场情绪，驱动全球股指走高，成长股表现亮眼。**降息预期上升有助于带动估值修复行情，在历次加息结束降息前，美债利率见顶回落，无风险利率下降有利于缓解估值压力，期间全球主要股指均录得上涨，海外中资股弹性较大，医疗健康、科技等板块估值修复明显，成长股表现较佳。成长股的现金流一般集中发生在未来，受到折让的影响较大，若无风险利率下行，会让这部分现金的估值提升，市场风格或切换为成长股。降息后，美元走低使得新兴市场的吸引力上升，持有外汇资产负债的企业或直接受益。降息周期若开启，预示着经济增速可能有放缓，全球股指表现转弱，但新兴市场表现相对较佳。当前外资在中国股市的仓位仍偏低，若中美经济周期扭转、人民币进入升值通道，有望吸引外资回流中国股市，可能对海外中资股的流动性构成直接支撑。从基本面看，降息将有助减轻企业的利息负担和融资成本，资产负债率较高的行业及持有外汇资产负债的企业或较受益。根据 Wind 的数据，目前存量中资美元债较多的行业为金融、房地产和工业，这些行业的资产负债率也偏高。

林闯嘉

首席消费分析师 | 研究部主管
richard_lin@spdbi.com
(852) 2808 6433

金晓雯, PhD, CFA

首席宏观分析师
xiaowen_jin@spdbi.com
(852) 2808 6437

赖焯焯

首席策略分析师
melody_lai@spdbi.com
(852) 2808 0441

赵丹

首席互联网分析师
dan_zhao@spdbi.com
(852) 2808 6436

沈岱

首席科技分析师
tony_shen@spdbi.com
(852) 2808 6435

胡泽宇 CFA

医疗分析师
ryan_hu@spdbi.com
(852) 2808 6446

2023 年 12 月 14 日



- **医疗行业：**创新药、创新医疗器械作为风险资产，估值与利率关系密切，若美联储开始降息，有望拉动板块估值复苏。此外降息有望带动全球医疗卫生领域投融资回暖，或拉动 CXO 订单需求增速。我们维持 2024 年展望报告中的投资策略，建议投资者可优先布局创新药、创新器械及 CXO。首选标的为康方生物、微创脑科学、药明康德。
- **消费行业：**过去两年美联储的持续加息导致欧美市场消费意愿承压，渠道库存严重积压。美联储一旦进入降息阶段，无疑将带动海外市场消费力的恢复，有助于欧美市场加速清理库存。因此，从需求端来看，降息不但利好欧美本土的消费品企业，也利好欧美品牌在中国的供应商（比如运动服饰 OEM）订单量的恢复。同时，对于海外销售占比较大的消费品公司（比如安踏旗下的 Amer Sports）以及以出海为导向的中国消费品企业（如特海国际等）的销售收入提升也有一定帮助。从财务角度来看，降息无疑利好海外债务占比较高的企业（比如安踏、蒙牛），并在一定程度上缓解它们的财务费用压力。
- **互联网行业：**从估值层面来看，降息有助于提升流动性，目前互联网行业估值仍处于历史底部区间，板块估值有望得到进一步修复，尤其是对于前期股价超跌、估值低且基本面相对稳健的股票，其短期反弹力度或更大，如美团、阿里巴巴等；从企业运营层面来看，降息有助于降低融资成本，部分公司也会对于存在结构性机会的领域适当增加投入，加速扩张步伐，如出海及下沉市场等，看好拼多多。
- **科技和新能源汽车行业：**美联储降息有利于成长型行业估值中枢上扬，科技以及新能源车板块都将充分受益。降息预期强化的背景之下，利率敏感度较高的科技行业或将因为融资成本下降优先受惠，对研发投入和筹资性现金流大的新能源车企利好明显，看好蔚来、小鹏、理想及零跑。对于需要投入大量资金购买设备的高资本支出公司，如晶圆代工厂商，降息带来的资金获取成本降低有助于改善整体营运状况，看好中芯国际、华虹半导体。同时关注海外，特别是北美，业务发展较好、收入体量较为可观的公司，如比亚迪电子和舜宇光学科技。此外，降息后消费者借贷利率下降带来的需求提振或将直接推升特斯拉在美国的汽车销量，带动基本面上行。
- **投资风险：**政策刺激不及预期，地方政府债务负担加剧，地缘政治紧张局势升级，美联储加息步伐加快，人民币大幅贬值，流动性趋紧。

图表 1: 有望受益于美联储降息的公司

公司名称	股票代码	市值 (亿港元)	成交额 (百万港元)	2024 年 营收增速	2024 年 净利润增速	前瞻市盈率 (倍)	目标价 (LC)	潜在上升 空间
医疗健康								
药明康德	603259.CH	2733	1697	22.3%	24.3%	20.6	110.60	49%
康方生物	9926.HK	354	188	-44.0%	N/A	N/A	65.00	48%
微创脑科学	2172.HK	72	7	32.2%	35.8%	32.3	17.60	41%
消费								
安踏体育	2020.HK	2427	512	11.7%	13.1%	19.3	110.50	54%
蒙牛乳业	2319.HK	988	232	7.5%	21.3%	13.5	32.20	55%
特海国际	9658.HK	81	9	15.6%	73.4%	18.6	21.10	94%
互联网								
阿里巴巴	9988.HK	16214	3231	10.7%	71.8%	11.9	97.00	40%
拼多多	PDD.US	11626	7268	48.9%	21.8%	25.0	173.00	18%
美团	3690.HK	6768	3198	18.2%	56.8%	24.6	125.00	52%
科技								
中芯国际	0981.HK	1685	805	11.4%	-18.3%	25.5	21.60	5%
比亚迪电子	285.HK	810	204	31.0%	31.0%	13.8	44.50	37%
舜宇光学科技	2382.HK	708	563	17.9%	58.6%	28.2	80.80	15%
华虹半导体	1347.HK	323	147	-10.9%	-63.6%	25.9	22.70	35%
新能源汽车								
特斯拉	TSLA.US	59270	223238	25.0%	56.0%	61.0	275.10	15%
理想汽车	2015.HK	3053	971	44.0%	61.1%	22.3	179.9	33%
小鹏汽车	9868.HK	1142	736	85.5%	N/A	N/A	79.50	35%
蔚来	9866.HK	1064	94	43.4%	N/A	N/A	73.90	31%
零跑汽车	9863.HK	433	252	93.7%	N/A	N/A	47.50	23%

注: 数据截至 2023 年 12 月 13 日。成交额混合市值均为过去 3 个月日均值, 货币为港币。

资料来源: Wind, Bloomberg, 浦银国际预测

免责声明

本报告之收取者透过接受本报告(包括任何有关的附件),表示及保证其根据下述的条件下有权获得本报告,且同意受此中包含的限制条件所约束。任何没有遵循这些限制的情况可能构成法律之违反。

本报告是由从事证券及期货条例(香港法例第 571 章)中第一类(证券交易)及第四类(就证券提供意见)受规管活动之持牌法国-浦银国际证券有限公司(统称“浦银国际证券”)利用集团信息及其他公开信息编制而成。所有资料均搜集自被认为是可靠的来源,但并不保证数据之准确性、可信性及完整性,亦不会因资料引致的任何损失承担任何责任。报告中的资料来源除非另有说明,否则信息均来自本集团。本报告的内容涉及到保密数据,所以仅供阁下为其自身利益而使用。除了阁下以及受聘向阁下提供咨询意见的人士(其同意将本材料保密并受本免责声明中所述限制约束)之外,本报告分发给任何人均属未经授权的行为。

任何人不得将本报告内任何信息用于其他目的。本报告仅是为提供信息而准备的,不得被解释为是一项关于购买或者出售任何证券或相关金融工具的要约邀请或者要约。阁下不应将本报告内容解释为法律、税务、会计或投资事项的专业意见或为任何推荐,阁下应当就本报告所述的任何交易涉及的法律及相关事项咨询其自己的法律顾问和财务顾问的意见。本报告内的信息及意见乃于文件注明日期作出,日后可作修改而不另通知,亦不一定会更新以反映文件日期之后发生的进展。本报告并未包含公司可能要求的所有信息,阁下不应仅仅依据本报告中的信息而作出投资、撤资或其他财务方面的任何决策或行动。除关于历史数据的陈述外,本报告可能包含前瞻性的陈述,牵涉多种风险和不确定性,该等前瞻性陈述可基于一些假设,受限于重大风险和不确定性。

本报告之观点、推荐、建议和意见均不一定反映浦银国际证券的立场。浦银国际控股有限公司及其附属公司、关联公司(统称“浦银国际”)及/或其董事及/或雇员,可能持有在本报告内所述或有关公司之证券、并可能不时进行买卖。浦银国际或其任何董事及/或雇员对投资者因使用本报告或依赖其所载信息而引起的一切可能损失,概不承担任何法律责任。

浦银国际证券建议投资者应独立地评估本报告内的资料,考虑其本身的特定投资目标、财务状况及需要,在参与有关报告中所述公司之证券的交易前,委任其认为必须的法律、商业、财务、税务或其它方面的专业顾问。惟报告内所述的公司之证券未必能在所有司法管辖区或国家或供所有类别的投资者买卖。对部分的司法管辖区或国家而言,分发、发行或使用本报告会抵触当地法律、法则、规定、或其它注册或发牌的规例。本报告不是旨在向该等司法管辖区或国家的任何人或实体分发或由其使用。

美国

浦银国际不是美国注册经纪商和美国金融业监管局(FINRA)的注册会员。浦银国际证券的分析师不具有美国金融监管局(FINRA)分析师的注册资格。因此,浦银国际证券不受美国就有研究报告准备和分析师独立性规则的约束。

本报告仅提供给美国 1934 年证券交易法规则 15a-6 定义的“主要机构投资者”,不得提供给其他任何个人。接收本报告之行为即表明同意接受协议不得将本报告分发或提供给任何其他人士。接收本报告的美国收件人如想根据本报告中提供的信息进行任何买卖证券交易,都应仅通过美国注册的经纪交易商来进行交易。

英国

本报告并非由英国 2000 年金融服务与市场法(经修订)(「FSMA」)第 21 条所界定之认可人士发布,而本报告亦未经其批准。因此,本报告不会向英国公众人士派发,亦不得向公众人士传递。本报告仅提供给合格投资者(按照金融服务及市场法的涵义),即(i)按照 2000 年金融服务及市场法 2005 年(金融推广)命令(「命令」)第 19(5)条定义在投资方面拥有专业经验之投资专业人士或(ii)属于命令第 49(2)(a)至(d)条范围之高净值实体或(iii)其他可能合法与之沟通的人士(所有该等人士统称为「有关人士」)。不属于有关人士的任何机构和个人不得遵照或倚赖本报告或其任何内容行事。

本报告的版权仅为浦银国际证券所有,未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用,浦银国际证券对任何第三方的该等行为保留追述权利,并且对第三方未经授权行为不承担任何责任。

权益披露

- 1) 浦银国际并没有持有本报告所述公司逾 1%的财务权益。
- 2) 浦银国际跟本报告所述公司在过去 12 个月内并没有任何投资银行业务的关系。
- 3) 浦银国际并没有跟本报告所述公司为其证券进行庄家活动。

评级定义

证券评级定义:

“买入”: 未来 12 个月, 预期个股表现超过同期其所属的行业指数

“持有”: 未来 12 个月, 预期个股表现与同期所属的行业指数持平

“卖出”: 未来 12 个月, 预期个股表现逊于同期其所属的行业指数

行业评级定义 (相对于 MSCI 中国指数):

“超配”: 未来 12 个月优于 MSCI 中国 10%或以上

“标配”: 未来 12 个月优于/劣于 MSCI 中国少于 10%

“低配”: 未来 12 个月劣于 MSCI 中国超过 10%

分析师证明

本报告作者谨此声明:(i) 本报告发表的所有观点均正确地反映作者有关任何及所有提及的证券或发行人的个人观点, 并以独立方式撰写;(ii) 其报酬没有任何部分曾经, 是或将会直接或间接与本报告发表的特定建议或观点有关;(iii) 该等作者没有获得与所提及的证券或发行人相关且可能影响该等建议的内幕信息/非公开的价格敏感数据。

本报告作者进一步确定 (i) 他们或其各自的关联人士 (定义见证券及期货事务监察委员会持牌人或注册人操守准则) 没有在本报告发行日期之前的 30 个历日内曾买卖或交易过本报告所提述的股票, 或在本报告发布后 3 个工作日 (定义见《证券及期货条例》(香港法例第 571 章)) 内将买卖或交易本文所提述的股票;(ii) 他们或其各自的关联人士并非本报告提述的任何公司的雇员; 及 (iii) 他们或其各自的关联人士没有拥有本报告提述的证券的任何金融利益。

浦银国际证券机构销售团队

周文硕

tallan_zhou@spdbi.com

852-2808 6476

浦银国际证券财富管理团队

王玥

emily_wang@spdbi.com

852-2808 6468

浦银国际证券有限公司

SPDB International Securities Limited

网站: www.spdbi.com

地址: 香港轩尼诗道 1 号浦发银行大厦 33 楼

