

宏观点评 20251014

每周宏观经济和资产配置研判—20251013

2025 年 10 月 14 日

■ 国内宏观观点:

- 对当前国内经济和政策，我们有 3 个判断：
- 一是新一轮加关税对国内经济影响预计有限。一方面，从 4 月关税经验来看，特朗普当前所宣称的 100% 关税未必能落地多少，可能更多是增加贸易谈判的筹码；另一方面，今年前 9 个月，在对美出口同比下降 16.9% 的情况下，我国出口仍然实现了同比 6.1% 的高增长。
- 二是三季度以来国内经济有所承压，稳投资、稳消费压力加大，新一轮稳增长政策“箭在弦上”。8 月投资累计同比增速降至 0.5%，社零当月同比增速降至 3.4%，但考虑到“以旧换新”补贴大规模落地是从去年 9 月开始，高基数下，四季度消费压力可能加大，加上房地产压力和出口的不确定性，需要新一轮稳增长政策来稳定经济。
- 三是新一轮稳增长政策的力度预计较为温和。当前稳增长的思路仍然是托底，而非强刺激，不会用风险扩散来换取经济增速、不会牺牲质量来换取数量。这也是因为当前经济基本面没有到需要强刺激的地步，预计三季度经济增速在 4.7%-4.9%，前三季度累计为 5.1% 左右。假设按三季度增长 4.8% 算，四季度只要高于 4.5%，全年就能达到 5.0% 左右，实现政府工作报告所确定的目标。从政策方向来看，有三大抓手：靠前使用化债额度+5000 亿政策性金融工具（9 月底已落地）+货币宽松。

■ 海外宏观观点:

- 我们预期四季度美国经济延续任性，美联储大概率仍有 2 次降息，但降息预期易受到经济数据与关税反复的扰动。虽然降息周期延续，但当前美债利率已定价到明年底累计 4.7 次的降息，利率下行空间有限。同时，随着降息落地，经济增长预期修复，以及对债务可持续性的担忧，我们预期 10 年美债利率维持当前水平震荡。
- 市场对关税的分歧主要在于：冲突是否会进一步激化，以及何时 TACO。乐观派认为，虽然中美无行动上让步，但中方商务部与白宫表态偏鸽，中美股市都将快速触底反弹，当期即抄底机会。悲观派认为，中美虽语气缓和但无实质让步，后续仍可能存在回调。策略上，无论是否还有调整，在美联储换帅前特朗普 TACO 仍是大概率事件。因此，分歧更多是节奏问题，趋势上仍然建议逢低买入。

■ 权益市场观点:

- 市场在周末关税冲击的发酵下迎来了较大幅度的调整，但对于关税冲击后果的和对特朗普 TACO 行为的可预见性导致市场普遍认为周一的调整是短期情绪底，资金更倾向于流入国际关系波动中受益的稀土、自主研发的软硬件、军工板块和防御型的银行板块等。
- 整体来看，上周四行情可能已经是短期的一个高点，中美关系的不确定性、三季报的业绩以及市场整体的估值的三方面影响下市场存在调整的内在需求，10 月至 11 月市场大概率进入震荡区间。市场风格在震荡区间可能会由 AI 硬件和海外映射逐步转向防御型和业绩能有支持逻辑的行业进行短暂的切换，如创新药、非银、可选消费等。在 10~11 月的震荡期结束之后，市场蓄力后可能会迎来进一步的向上，风格可能从防御型再度转向成长。

■ 债券市场观点

- 外部风险带来交易性做多机会、下行空间或有限。从 5 月份日内瓦至 9 月份马德里，中美经贸谈判始终有条不紊进行，但是在 10 月底 APEC 峰会前中美关系陡然反复，却超出市场预期之外，风偏短暂受压制带来利率阶段性下行机会，将 10 年期利率重新推回 1.70%-1.75% 区间，我们认为，基于 2025 年以来 TACO 频现，无论股票市场还是债券市场，对

证券分析师 芦哲

执业证书：S0600524110003

luzhe@dwzq.com.cn

相关研究

《逆周期调控的增量举措渐行渐近》

2025-10-12

《如何看待本轮特朗普的关税威胁？》

2025-10-12

外部冲击更加理性，利率仍然主要取决于国内基本面表现和货币政策操作：（1）10 月份博弈货币政策宽松或再度升温，三季度经济增长压力相比上半年边际增大，且 10 月份中美贸易摩擦再起波澜，稳增长增量举措或渐行渐近，货币政策宽松窗口或也顺势打开，“降准降息”操作概率有所抬升，可能否真正兑现还取决于对四季度经济形势的综合研判；（2）度过三季度政府债的融资高峰之后，四季度利率债供给压力下降，在 MLF 和买断式逆回购等流动性工具的持续加量投放下，资金利率也趋于平稳，四季度财政“提前发债”的风险仍存，供给压力和资金面挑战仍未消除。总体来看，利率在 10 月份处于短期修复和中期隐忧之间的过渡期，受到中美贸易摩擦升级，10 年期利率迎来修复性下行，但是下破 1.70% 的概率偏低。

- **风险提示：**（1）经济政策出台节奏不及预期；（2）美联储货币政策变动超预期；（3）大类资产价格出现较大波动。

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）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。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的），北交所基准指数为北证 50 指数），具体如下：

公司投资评级：

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15%以上；

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5%与 15%之间；

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-5%与 5%之间；

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-15%与-5%之间；

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在-15%以下。

行业投资评级：

增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于基准 5%以上；

中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对基准-5%与 5%；

减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于基准 5%以上。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议。投资者买入或者卖出证券的决定应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>