

外部冲击影响有限 中期慢牛趋势未改

2025 年 10 月 14 日

A 股策略

策略周报

分析师

林阳 电话：021-65465572 邮箱：liny@dxzq.net.cn

执业证书编号：S1480524080001

周度观点：

外部冲击影响有限。中美有关贸易战冲突再起，周末全球市场出现较大幅度波动，尤其是美股调整幅度较大，市场担心 A 股出现大幅调整，我们认为，相对于 4 月贸易战阶段，市场环境已经出现较大改变，外部冲击对市场影响有限。首先，随着 4 月贸易战之后，中国出口总体形势并未发生较大改变，在关税延期之后仍旧保持了较好的增长态势，本次冲突更多体现谈判博弈成分，未来协议关税冲击有望显著小于前期宣布水平，而对美出口占比已经持续下行，8 月对美出口占比已经下滑到 10% 左右，与前期平均 15% 的水平已经下降较大，未来即使关税冲击显现对整体出口影响也比较有限。其次，对市场预期截然不同，4 月市场仍处于区间震荡阶段，管理层对指数控制力尚未显现，投资者普遍对市场走牛没有较大预期，目前市场指数持续上行，指数波动率显著下降，投资者对市场信心已不可同日而语，随着重要会议和十五五规划陆续出台，市场以我为主的核心逻辑未改，市场对中美博弈常态化逐步脱敏。再次，中美博弈呈现你来我往态势，全球贸易格局重新分配，中国有望凭借在稀土等优势资源和高端制造领域核心技术占据有利位置，叠加反内卷政策有望重估中国核心资产，尤其是高科技领域中国快速崛起有望引领新一轮生产力革命。

市场震荡消化后延续慢牛趋势。A 股中期核心趋势未改，短期外部冲击影响有限，随着 4000 点附近指数震荡消化整理，未来趋势维持上行趋势，流动性和高科技产业发展两大核心逻辑未有实质性改变。策略上，建议坚定牛市信心，继续看好市场中期上行趋势。

品种配置：建议双主线配置。在品种配置上，大科技板块核心地位不会动摇，短期中美博弈对涉及海外资产和海外产业链的科技公司可能会有一定扰动作用，投资者可适当调整方向，建议加大对自主可控板块配置力度。周期性板块景气度仍然较好，可作为两个核心主线之一配置，从景气度角度出发，军工、医药、新能源等行业建议继续重点关注。高股息红利股随着一轮调整，股息收益率吸引力上升，稳健投资者可重点关注。

风险提示：经济数据大幅低于预期，外部环境恶化。

1. 周度观点

外部冲击影响有限。中美有关贸易战冲突再起，周末全球市场出现较大幅度波动，尤其是美股调整幅度较大，市场担心 A 股出现大幅调整，我们认为，相对于 4 月贸易战阶段，市场环境已经出现较大改变，外部冲击对市场影响有限。首先，随着 4 月贸易战之后，中国出口总体形势并未发生较大改变，在关税延期之后仍旧保持了较好的增长态势，本次冲突更多体现谈判博弈成分，未来协议关税冲击有望显著小于前期宣布水平，而对美出口占比已经持续下行，8 月对美出口占比已经下滑到 10% 左右，与前期平均 15% 的水平已经下降较大，未来即使关税冲击显现对整体出口影响也比较有限。其次，对市场预期截然不同，4 月市场仍处于区间震荡阶段，管理层对指数控制力尚未显现，投资者普遍对市场走牛没有较大预期，目前市场指数持续上行，指数波动率显著下降，投资者对市场信心已不可同日而语，随着重要会议和十五五规划陆续出台，市场以我为主的核心逻辑未改，市场对中美博弈常态化逐步脱敏。再次，中美博弈呈现你来我往态势，全球贸易格局重新分配，中国有望凭借在稀土等优势资源和高端制造领域核心技术占据有利位置，叠加反内卷政策有望重估中国核心资产，尤其是高科技领域中国快速崛起有望引领新一轮生产力革命。

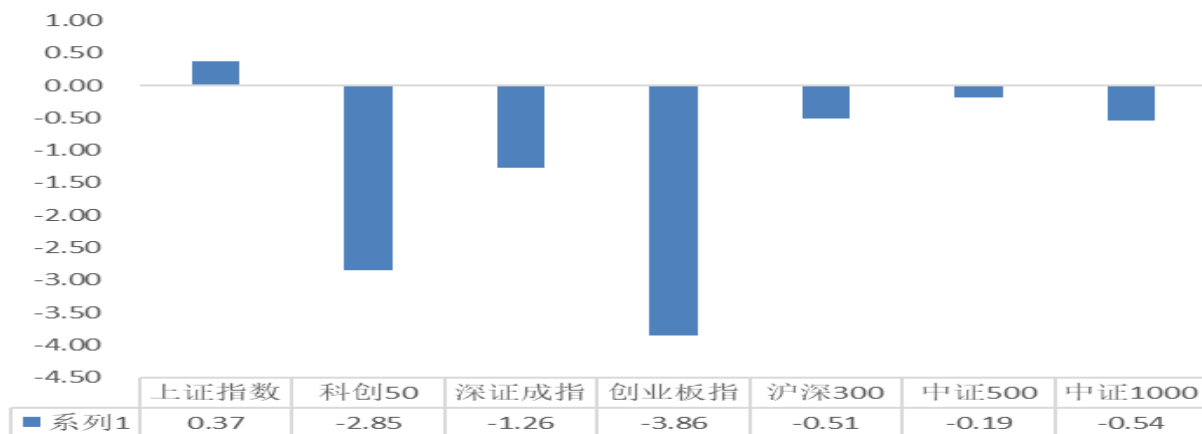
市场震荡消化后延续慢牛趋势。A 股中期核心趋势未改，短期外部冲击影响有限，随着 4000 点附近指数震荡消化整理，未来趋势维持上行趋势，流动性和高科技产业发展两大核心逻辑未有实质性改变。策略上，建议坚定牛市信心，继续看好市场中长期上行趋势。

品种配置：建议双主线配置。在品种配置上，大科技板块核心地位不会动摇，短期中美博弈对涉及海外资产和海外产业链的科技公司可能会有一定扰动作用，投资者可适当调整方向，建议加大对自主可控板块配置力度。周期性板块景气度仍然较好，可作为两个核心主线之一配置，从景气度角度出发，军工、医药、新能源等行业建议继续重点关注。高股息红利股随着一轮调整，股息收益率吸引力上升，稳健投资者可重点关注。

2. 一周数据

本周市场明显调整，双创领跌市场。

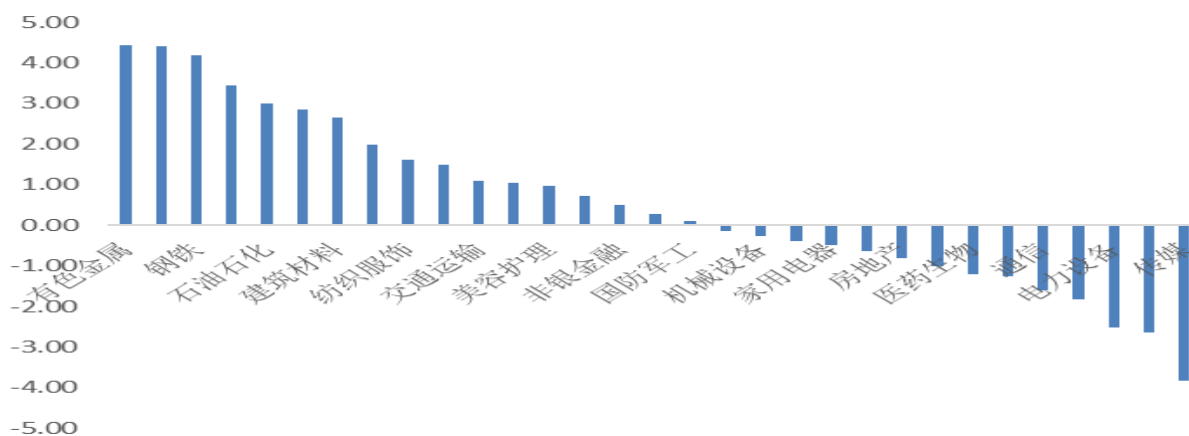
图1：市场指数表现（%）



资料来源：同花顺，东兴证券研究所

从行业分布来看，以传媒为代表的核心热点跌幅居前，上游原材料板块表现突出。

图2：A股行业涨跌幅（%）



资料来源：同花顺，东兴证券研究所

两市换手率有所回升。

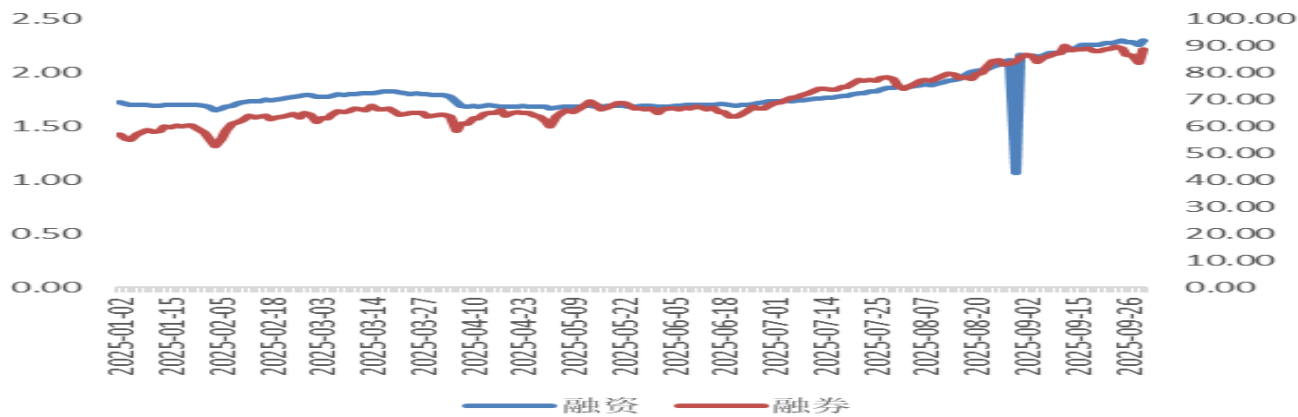
图3：两市换手率（%）



资料来源：同花顺，东兴证券研究所

从两融数据来看，融资出现大幅飙升，逼近历史高位。

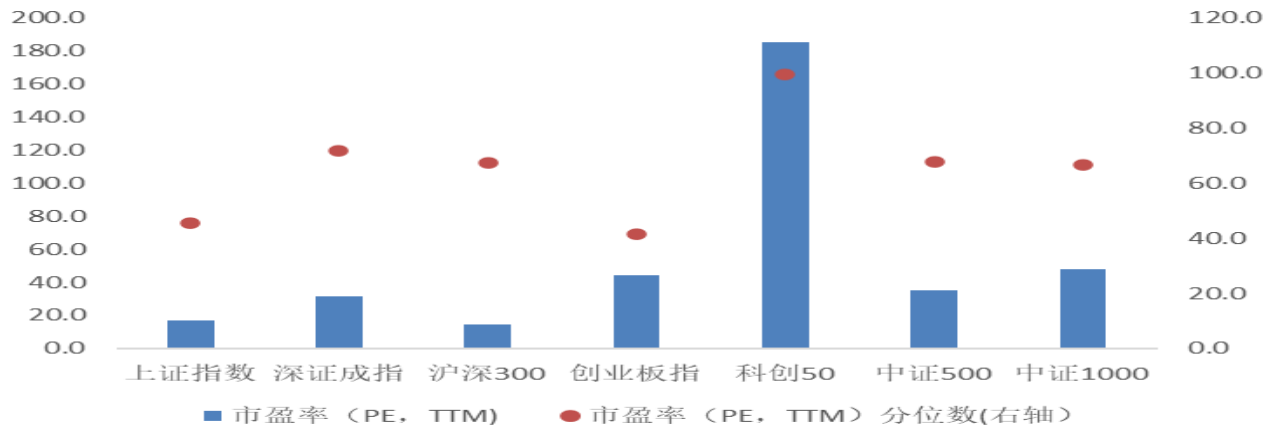
图4：融资融券余额（万亿）



资料来源：同花顺，东兴证券研究所

A股整体估值仍在合理范围内，主要指数分位数适中，泡沫较为轻微。

图5：A股全市场估值（动态PE倍数整体法）



资料来源：同花顺，东兴证券研究所

表1：行业估值分布				
板块名称	动态市盈率	动态市盈率分位数	市净率	市净率分位数
农林牧渔	22.2	4.2	2.7	24.9
基础化工	37.4	85.7	2.3	71.7
钢铁	-834.1	0.0	1.1	51.7
有色金属	29.2	32.4	3.6	78.3
电子	88.5	95.0	5.8	99.5
家用电器	16.3	35.5	2.7	41.0
食品饮料	21.5	15.4	4.5	31.9
纺织服饰	38.0	63.7	1.9	33.1

板块名称	动态市盈率	动态市盈率分位数	市净率	市净率分位数
轻工制造	59.7	89.3	2.3	43.6
医药生物	54.1	91.7	3.3	24.5
公用事业	19.8	28.2	1.9	61.6
交通运输	16.3	15.3	1.4	24.9
房地产	-6.9	0.0	0.9	18.0
商贸零售	70.3	89.2	1.9	43.0
社会服务	65.5	74.8	3.0	21.0
综合	-273.2	0.0	2.3	43.3
汽车	40.5	88.2	1.3	18.9
银行	12.1	67.8	0.9	36.6
非银金融	85.6	99.3	3.5	72.0
建筑材料	184.5	92.0	4.6	93.2
建筑装饰	244.7	93.4	4.8	78.1
电力设备	77.0	74.3	2.9	53.4
机械设备	26.6	35.1	2.4	50.0
国防军工	6.8	82.3	0.7	50.0
计算机	13.6	9.1	1.6	51.6
传媒	35.1	70.7	2.9	93.2
通信	46.0	64.8	3.1	90.2
煤炭	15.0	100.0	1.5	48.0
石油石化	12.4	90.1	1.2	52.2
环保	38.8	100.0	1.7	83.6
美容护理	50.5	51.6	3.5	37.0

资料来源：同花顺，东兴证券研究所

3.风险提示

经济数据大幅低于预期，外部环境恶化。

分析师简介

林阳

中国社科院金融学硕士，长期从事行业和策略研究，曾任中信建投策略分析师、东兴证券基金部基金经理、自营部投资经理，目前为东兴研究所策略分析师。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及报告作者在自身所知情的范围内，与本报告所评价或推荐的证券或投资标的的存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，我公司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头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，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。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构擅自转载或非法授权客户使用该报告所产生的相关风险和法律责任。

行业评级体系

公司投资评级（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）：
以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5%~15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（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）：
以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

东兴证券研究所

北京	上海	深圳
西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 16 层	虹口区杨树浦路 248 号瑞丰国际大厦 23 层	福田区益田路 6009 号新世界中心 46F
邮编：100033	邮编：200082	邮编：518038
电话：010-66554070	电话：021-25102800	电话：0755-83239601
传真：010-66554008	传真：021-25102881	传真：0755-23824526