



光期研究

2025年四季度 大类资产配置策略报告

赵复初

2025年9月28日



光大期货
EVERBRIGHT FUTURES

大类资产配置：流动性宽松与政策扰动并存

1.海外宏观分析：四季度海外央行货币政策路径或进一步分化

(1) 2025 年下半年以来，全球主要央行货币政策路径已经呈现一定分化，美联储在非农走弱压力下重启降息，欧央行在通胀处于目标的背景下选择按兵不动，日央行加息进程受多重因素影响而推迟。进入四季度，我们预计分化或延续，同时需要关注市场对于 2026 年相关风险演绎情况的提前定价情况，包括美国中期选举、欧美财政扩张与债务压力风险、以及美国关税后续演绎等。

(2) 美国：美联储目前面临通胀上行和就业下行的双重风险，这意味着没有毫无风险的政策路径。鲍威尔在近期讲话中重申，美联储必须密切关注关税可能带来的持续性影响，称要确保关税不会演变为持续性的通胀问题。虽然基准预期是关税对通胀只会导致一次性的价格波动，但这种波动可能会持续几个季度。美联储将坚持以数据为依据，判断接下来的利率路径。

(3) 欧元区：欧央行在 7 月、9 月的议息会议上均停止降息，维持 2% 的政策利率（DFR）不变。欧央行暂停降息的背后在于，欧元区经济增长在贸易冲击中表现出一定韧性，而通胀连续四个月稳定在 2% 的目标水平附近，并且失业率也维持在较低水平。面对即将到来的欧洲财政刺激等可能对通胀带来的上行风险，以及近期法国政治风险、欧元升值等可能对通胀造成的潜在下行风险扰动，预计欧央行在年内降息幅度有限，可能只有 1 次机会。

(4) 日本：三季度以来日央行货币政策主线是“等待关税落地”。虽然日美谈判达成协议释放了一定的积极信号，但后续各方谈判仍存在高度不确定性，日本的经济增长可能会因出口和生产的下滑而呈现疲软。同时海外经济增长放缓也会导致日本企业利润下降，在这种背景下，企业固定投资的增长率可能会进一步下降。此外，日本央行认为未来通胀向下的概率高于通胀向上的概率，薪资收入短期内将继续受到企业利润增长制约，依靠工资与物价适度上涨的互动机制目前仍是脆弱的。因而，日本央行后续加息的信心依然略显不足，年内再度加息的概率相对有限。

2. 大类资产配置方面，海外关注美联储利率路径扰动，国内关注是否有再度降息与财政刺激的机会。考虑到明年中期选举压力，四季度特朗普政策重心或由关税政策转向财政扩张，全球大类资产市场交易逻辑主线或转向流动性交易，有利于利率敏感型资产的价格抬升，但仍需注意关税谈判、财政扩张以及地缘政治三大宏观要素对市场情绪影响。四季度，美元大类资产配置顺序：股票>商品>黄金>债券>美元。人民币大类资产配置顺序：股票>商品>债券。

(1) 股市方面：在流动性收紧、美债增发、美元贬值等多重不利因素影响下，美股三季度仍延续了二季度以来的科技股驱动下的上涨势头。三大关键因素支撑美股：AI 发展与消费韧性支撑美国经济基本面；日本、英国等美国盟友 7 月以来大举增持美债，在美元走弱背景下仍为市场提供流动性支撑；美联储降息预期带来的流动性宽松预期加持。四季度来看，市场风险偏好将继续改善，但节奏上因利率路径不确定性而有所反复。关注十月、十一月美股财报披露，AI 科技盈利能力将受到市场检验。国内方面，三季度受到反内卷政策与货币、财政宽松驱动并存，以及美元流动性转松的支撑下，流动性行情驱动国内股指在 ROE 下行的大背景中逆势上涨。四季度，股指的叙事可能会重新回到基本面上来。主要指数估值目前已经超过过去 5 年分位数的 1 倍标准差，流动性行情在 10 月预期落地后可能暂告一段落。板块题材可能面临切换，由三季度的科创题材向通胀题材切换，大盘成长风格可能收益。指数上年底前后可能会出现沪深 300 对中证 1000 的超额收益。需要关注十月底国内重要会议对于财政、货币以及反内卷政策是否有新的表述。

(2)债市方面：美国方面，经济下行风险打开了美联储9月降息之路，缓解了市场流动性紧张，但对美债的长短期结构改善作用有限。美国财政赤字扩张需求强烈，明年年初开始的企业减税计划所带来的财政缺口，或使得美财政部在四季度增加长债供应。此外，若美国经济疲软持续，或使得长债需求不振，供需双弱压力下，美债利差或存在进一步扩大可能。国内方面，三季度在反内卷政策推动并初见成效，风险偏好回升导致股强债弱格局明显，债市持续回调，10年期国债收益率较二季度末上行23BP至1.88%。展望四季度，债市市场存一定修复预期。一是伴随着此轮调整，国债收益率曲线回归常态。二是股市阶段性上涨，债券相比于股市性价比逐步回升。三是经济基本面弱修复预期延续，美联储降息背景下，四季度货币政策降息预期仍存。

(3)汇率方面，随着美联储重启降息周期预期落地，美元指数承压后斜率放缓并进入震荡走势。若四季度美国经济延续走弱态势，可能使得美元的利差优势逐步走弱，强化市场对美元走弱的担忧情绪以及对冲需求的进一步上升，叠加美联储独立性担忧扰动，美元指数可能会面临额外的下行压力。预计美元指数在四季度仍将延续震荡偏弱的格局，其运行区间可能在95 - 102。如果美国经济企稳反弹，美元指数则存在反转上行的风险。国内方面，在全球“去美元”逻辑下，四季度人民币升值仍有支撑，但整体受制于抢出口效应的转弱以及国内经济基本面的弱复苏格局，升值空间较为有限。

(4)能源方面，三季度原油价格持续震荡，关税谈判预期转好及地缘风险溢价带来的支撑抵消了OPEC增产的供应压力。但进入四季度后，市场需求转入淡季，叠加供应增产压力和海外库存的累积，对油价的指向仍相对偏空。贵金属方面，三季度驱动金价破位上行的核心逻辑主要在于避险需求以及美联储货币政策预期的强化，但美联储9月声明表示后续降息的节奏和幅度仍存在变数。企业将关税负担转嫁给消费者的具体程度，以及关税影响下消费者信心与就业是否会持续走弱，将引领美联储接下来的利率走向。在方向并不明确的情况下，前期的宽松定价已接近充分，或使得金价在四季度再度进入高位震荡区间。

3. 风险提示：美债流动性风险以及地缘政治扰动

(1)美债流动性风险：今年7月，特朗普推动的“大而美”法案在美参议院、众议院获得通过。该法案将美国债务上限一次性提高5万亿美元，美债发行也由此“解禁”。市场开始担忧三季度美国国债供给是否会大幅增加，长期美债需求明显走弱。为避免再度出现2023年第三季度的美债供给放量所带来的信用风险冲击，美国财政选择以增加短债供应的方式来弥补中长期融资需求。但这一做法也带来了美债信用风险的担忧，大量资金积聚于对利率高度敏感的短端。若年内美联储降息预期回调，或中长期再融资规模放量，长端债券风险溢价上升或吸引短端美债资金加持，可能带来美债流动性冲击，需要谨慎对待。

(2)地缘风险加剧或美国滞胀风险：最近地缘政治风险的确较前期明显升温，避险情绪对金价有一定支撑。7月以来，俄乌冲突再度加剧，中东局势再度失衡等扰动持续，不仅使得全球投资者的避险投资情绪再度升温，而且油价重心也有所上移。原油价格上涨，一方面，会使得市场对美国通胀预期再度被推升，美债收益率存在上行压力，美国财政状况或进一步恶化。另一方面，油价持续飙升也会对美国经济前景和劳动力市场造成威胁，美国经济出现“滞胀”的风险大幅上升。

大类资产配置策略

图表：大类资产2025年三季度涨跌幅

权益类	三季度	二季度	债权类	三季度	二季度	美元/加元	2.46%	-4.97%
MSCI 世界领先	6.07%	10.30%	美国1年期	-28.00	-8.00	美元/日元	4.00%	-3.88%
MSCI 世界	6.42%	10.23%	美国2年期	0.00	-19.00	美元/人民币	-0.65%	-0.23%
MSCI 发达国家	7.00%	9.67%	美国5年期	0.00	-19.00	美元/离岸人民币	-0.59%	-1.54%
MSCI 新兴市场	9.38%	9.62%	美国10年期	0.00	-1.00	大宗商品	三季度	二季度
纳斯达克	8.27%	16.87%	美国10-2yr	0.00	18.00	COMEX黄金	12.49%	7.84%
标普500	6.99%	10.61%	中国10年期	23.78	-16.64	现货金	14.51%	6.13%
道琼斯工业指数	4.86%	5.38%	中美利差	35.78	-8.64	现货银	25.54%	5.47%
德国DAX	-2.07%	7.00%	德国10年期	19.00	-18.00	WTI期货（NYMEX）	-0.82%	-5.54%
法国CAC40	1.35%	-2.84%	英国10年期	32.85	-26.25	布伦特期货（ICE）	2.43%	-7.96%
富时100	4.72%	1.62%	日本10年期	21.40	-10.60	TTF天然气	-21.14%	-3.68%
恒生指数	9.06%	3.66%	外汇	三季度	二季度	LME铜	3.86%	0.85%
日经225	13.96%	8.16%	美元指数	1.73%	-6.94%	LME铝	2.45%	1.86%
沪深300	17.13%	0.17%	欧元/美元	0.16%	8.55%	LME锡	2.01%	-6.79%
上证50	9.05%	1.04%	英镑/美元	-1.84%	5.89%	CBOT玉米	1.98%	-7.89%
中证500	25.20%	-0.88%	瑞郎/美元	-0.81%	11.06%	CBOT大豆	-5.82%	6.10%
中证1000	19.59%	0.14%	美元/澳元	0.62%	-4.47%	ICE棉花	-5.47%	0.93%

资料来源：Bloomberg，WIND，iFinD，光大期货研究所

- 大类资产配置方面，海外关注美联储利率路径扰动，国内关注是否有再度降息与财政刺激的机会。
- 考虑到明年中期选举压力，四季度特朗普政策重心或由关税政策转向财政扩张，全球大类资产市场交易逻辑主线或转向流动性交易，有利于利率敏感型资产的价格抬升，但仍需注意关税谈判、财政扩张以及地缘政治三大宏观要素对市场情绪影响。四季度，美元大类资产配置顺序：股票>商品>黄金>债券>美元。人民币大类资产配置顺序：股票>商品>债券。

目 录

- 1、海外宏观解读与走势分析
- 2、资产表现回顾与未来展望
- 3、分析观点总结与风险提示

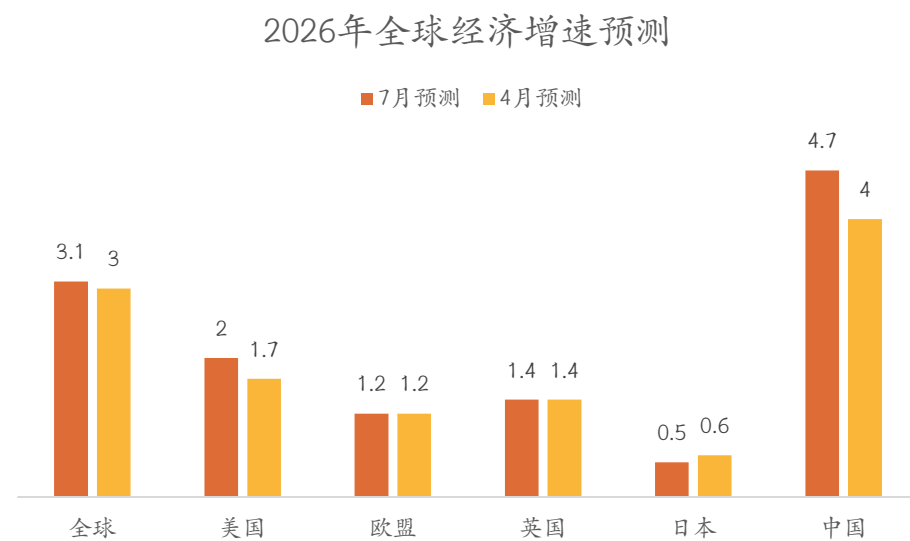
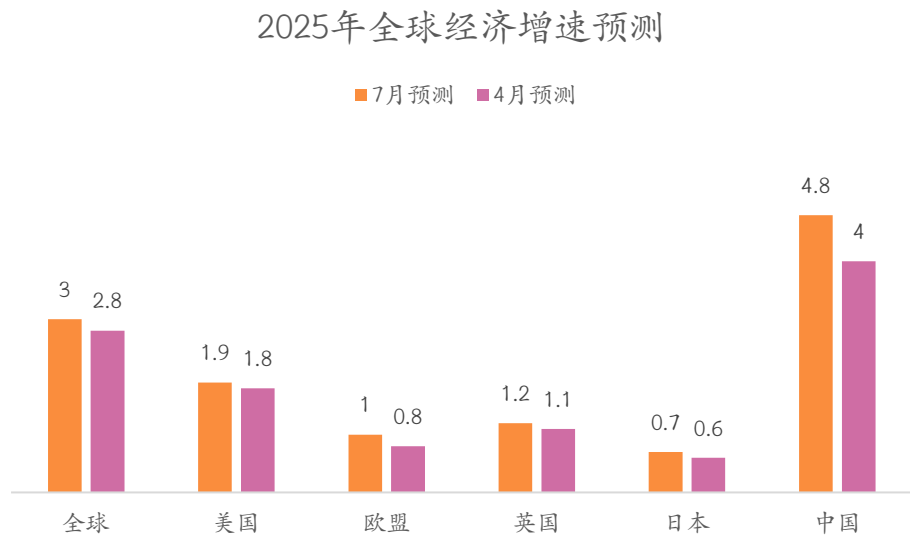


目 录

1、海外宏观解读与走势分析

IMF上调全球经济增长预期

图表：上调预期基于全球有效关税税率降低、金融状况改善以及财政扩张的综合考量（%）

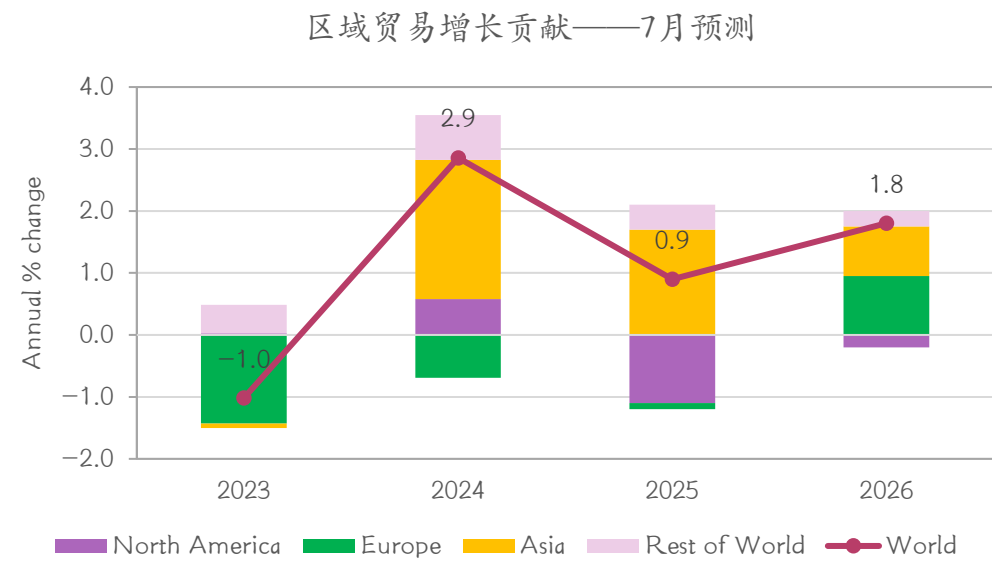
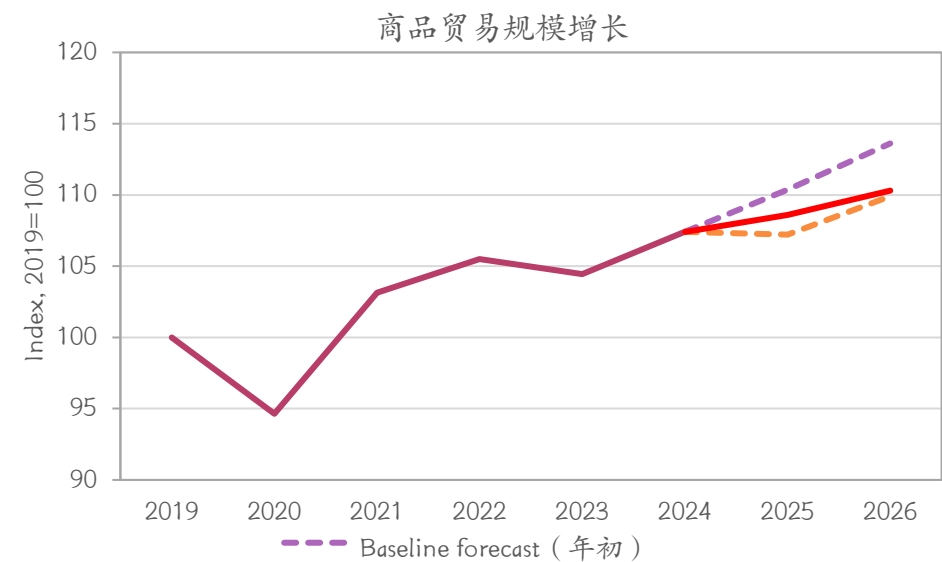


资料来源：IMF，光大期货研究所

➤ 预计2025年全球增长率为3.0%，2026年为3.1%，较2025年4月《世界经济展望》上调。这反映了全球有效关税税率降低、金融流动性宽松改善以及财政扩张。预计全球通胀将下降，但预计美国通胀将保持在目标之上。潜在的关税上涨、不确定性增加和地缘政治紧张局势带来的下行风险持续存在。恢复信心、可预测性和可持续性仍然是一项关键的政策优先事项。

WTO上调2025年全球贸易增速预期

图表：全球贸易环境预期改善（%）



资料来源：WTO，光大期货研究所

➤ 世贸组织在8月的全球贸易展望报告中表示，预计 2025 年世界商品贸易将增长 0.9%，高于 4 月份预测的 -0.2% 的收缩，但低于关税上调前的 2.7% 估计。本次上调主要是由于美国关税预期缓和以及贸易谈判顺利进行。需要注意的是，多数贸易协议均未披露更多细节，在实际实施中缺乏确定性，贸易冲突仍有可能反复。

全球有效关税税率基本符合市场预期

图表：新对等关税安排反应美国谈判策略的差异化选择（%）

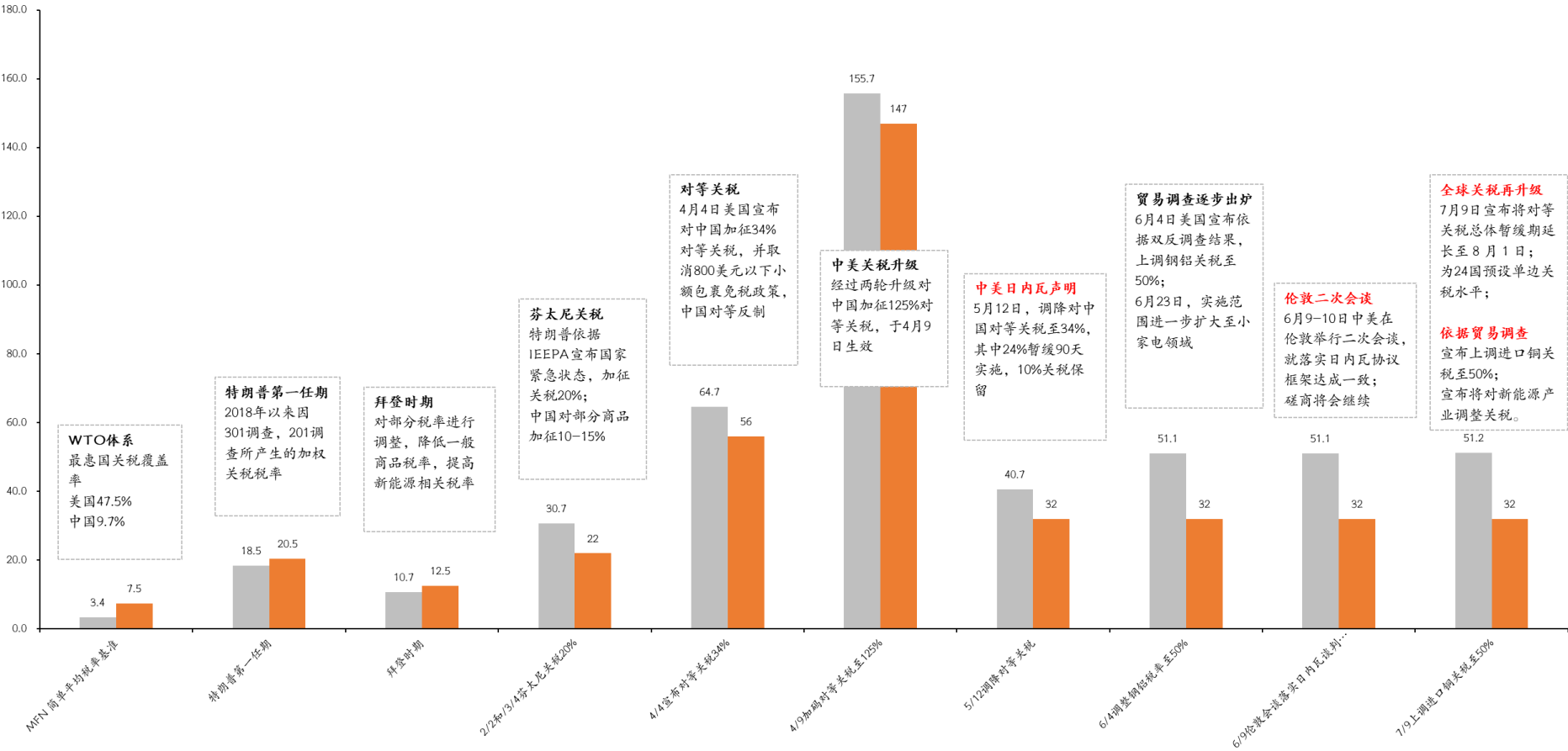
国家/地区	4月2日税率	7月初威胁税率	7月31日修正税率	国家/地区	4月2日税率	7月初威胁税率	7月31日修正税率
日本	24%	25%	15%	塞尔维亚	37%	35%	35%
韩国	25%	25%	15%	波斯尼亚和黑塞哥维那	35%	30%	30%
马来西亚	24%	25%	19%	突尼斯	28%	25%	25%
哈萨克斯坦	27%	25%	25%	菲律宾	17%	20%	19%
南非	30%	30%	30%	文莱	24%	25%	25%
老挝	48%	40%	40%	摩尔多瓦	32%	25%	25%
缅甸	44%	40%	40%	阿尔及利亚	30%	30%	30%
柬埔寨	49%	36%	19%	伊拉克	39%	30%	35%
泰国	36%	36%	19%	利比亚	32%	30%	30%
印度尼西亚	32%	32%	19%	斯里兰卡	44%	30%	20%
孟加拉国	37%	35%	20%	欧盟	20%	30%	补足15%
巴西	10%	50%	10%	墨西哥	10%	30%	10%（延期90天）
叙利亚	10%	41%	41%	老挝	48%	40%	40%
印度	26%	25%	25%	越南	46%	25%	20%
巴基斯坦	29%	25%	19%	土耳其	10%	20%	15%
瑞士	31%	39%	39%	英国	10%	10%	10%
已达成协议国家		非在列/特殊安排国家		未达成协议国家		谈判进行时	

资料来源：公开新闻，光大期货研究所

- 7月31日，特朗普正式签署行政令，明确了多国将被征收的关税税率，对全球贸易伙伴实施差别化关税政策。具体税率从10%至41%不等，中国墨西哥获得90天缓冲期，未列明国家统一适用10%的关税税率。市场预期美国对外征收的平均关税税率大多数将在15%-20%范围。

中美贸易关系：分歧与合作并存的未来图景

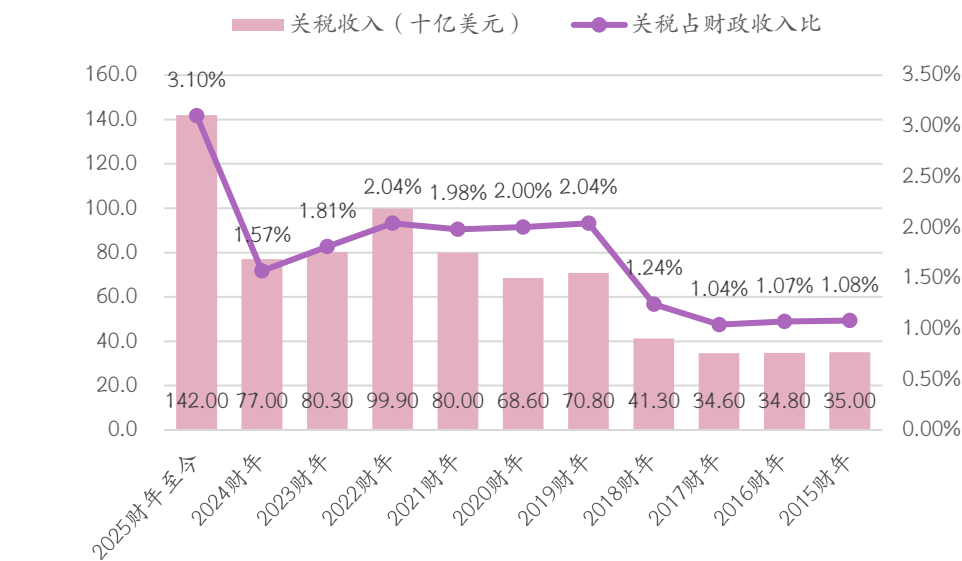
■ 美国对中国进口税率 ■ 中国对美国进口税率



- **合作：**7月27日至30日第三轮中美经贸会谈在瑞典斯德哥尔摩举行，达成共识再次延长暂缓期90天。
- 9月19日，中美元首年内第三次通话，就当前中美关系和共同关心的问题坦诚深入交换意见，就下阶段中美关系稳定发展作出战略指引。通话是务实、积极、建设性的。
- **矛盾：**中美贸易结构性矛盾短期内难以解决，即使在暂缓期内达成谈判，特朗普态度反复仍可能发生改变。
- 另外，美国政府通过232调查、301调查等双反调查手段对中国商品加征关税不断更新出台，这种特定行业制裁效果可能更强。
- 资料来源：PIIE, WTO, 光大期货研究所

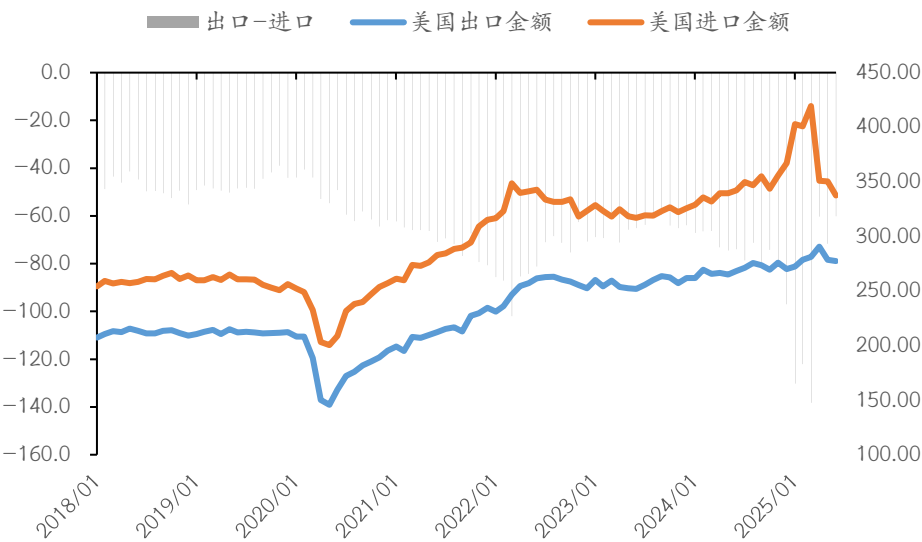
四季度关注要点：美国“财政+货币”双宽松

图表：2025财年关税收入突破1400亿美元（十亿美元，%）



资料来源：Bloomberg，光大期货研究所

图表：二季度贸易逆差收窄（十亿美元）

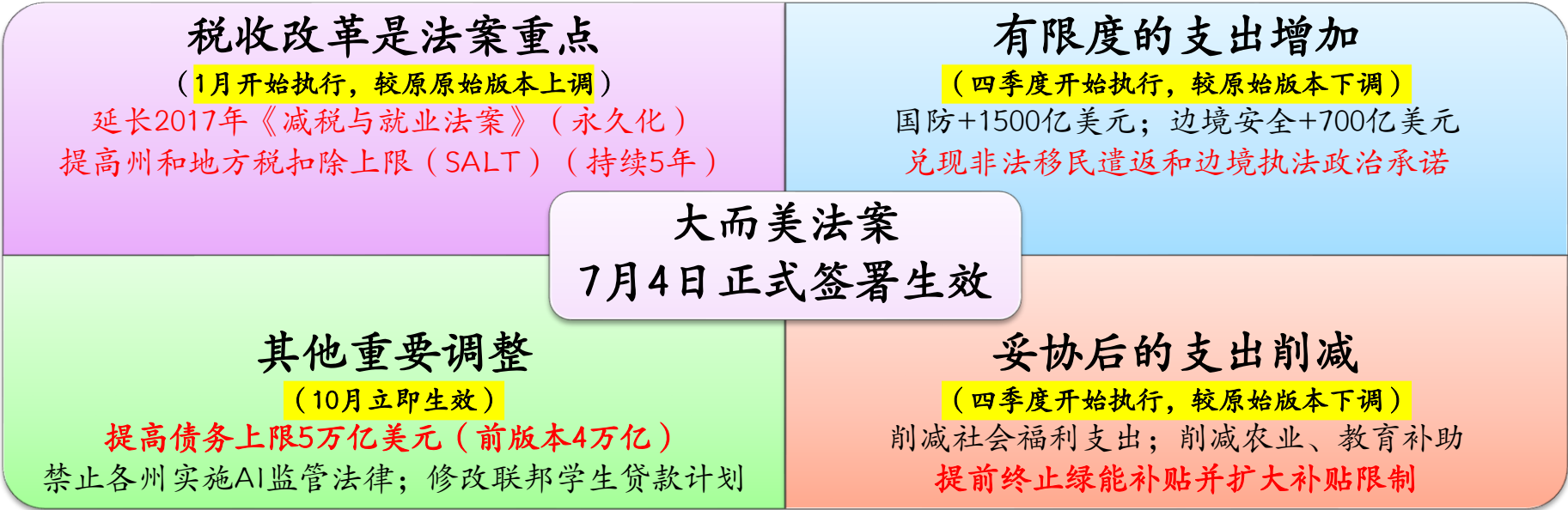


资料来源：Bloomberg，光大期货研究所

➤ 通过提高关税，美国政府获得了更多的财政收入，这在短期内缓解了财政压力。美国7月单月关税收入同比激增273%至280亿美元。2025财年累计关税收入已达1420亿美元，占美国财政总收入的3.1%，关税金额及收入占比均创有数据以来的新高。但美国长期债务水平突破37万亿，关税收入对于减少总债务规模作用有限。

美国宽财政刺激预期强化

图表：“大而美法案”主要内容

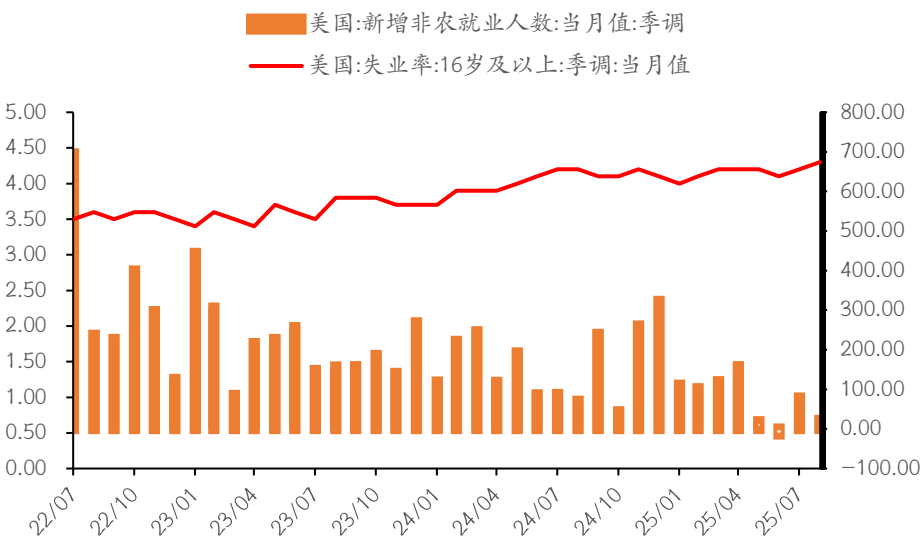


资料来源：公开新闻，光大期货研究所

- 7月4日，特朗普正式签署了《大而美法案》，短期维度，与之前众议院通过的版本相比，该法案通过“扩大减收、有限节支”的组合来更强的刺激经济增长。尽管赤字规模更大，但其对经济的影响可能相对温和。年内主要集中于社会福利支出削减，**大规模减税与财政刺激预计将从2026年开始，预计中长期美债融资规模扩大在年内相对有限。**然而，从中长期来看，随着财政赤字的持续扩大和债务水平的不断攀升，美债市场的供求关系和利率走势仍将面临较大的不确定性，**取决于财政宽松对于经济刺激实际能带来多大的提振效果。**

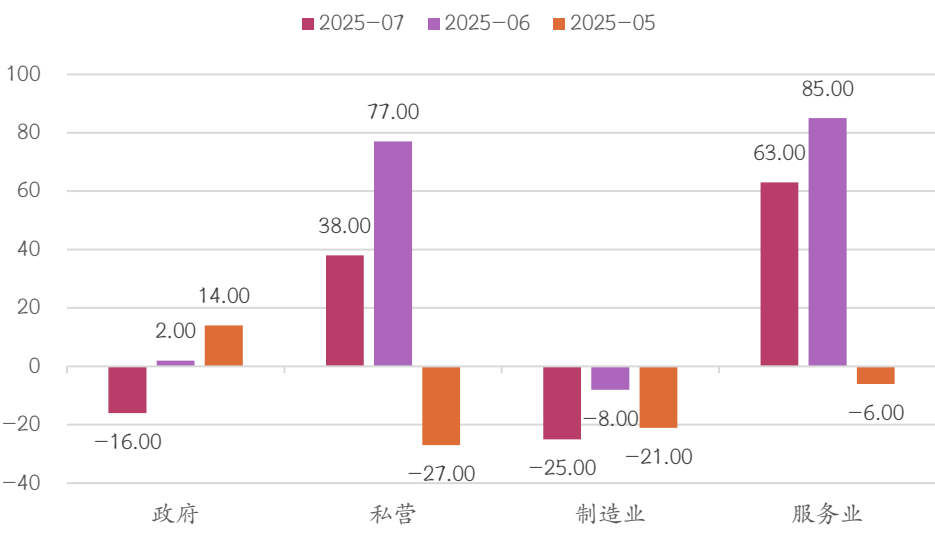
警惕政策扰动下的非农就业非线性降温

图表：就业市场急转直下（%，千人）



资料来源：Bloomberg，光大期货研究所

图表：制造业与政府就业明显受到政策干扰（%，千人）

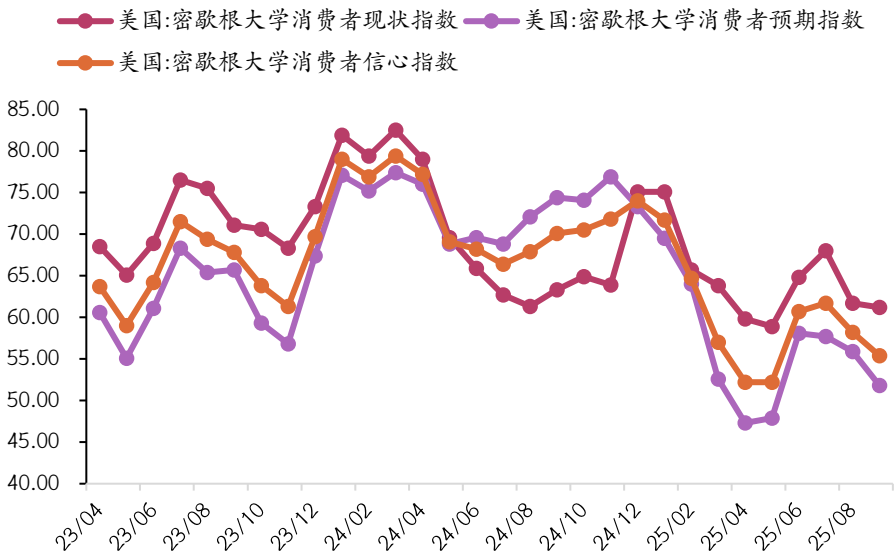


资料来源：Bloomberg，光大期货研究所

➤ 7-8月非农数据的走弱是美国招聘需求趋势降温的集中体现。虽然失业率仍相对较低，但连续大幅走弱的非农就业数据证实了鲍威尔所称的“就业的下行风险”。美国就业市场面临供需双弱的局面，贸易政策带来的不确定性抑制了企业招聘意愿，白宫移民政策收紧带来了劳动力供应收紧的冲击，而企业向人工智能工具和自动化转型也在削弱对劳动力的需求。美国就业市场的显著降温，是否一定会演变成一场全面的、深度的经济衰退，目前尚难下定论。后续美联储的政策反应，包括降息的时机和力度将是关键。

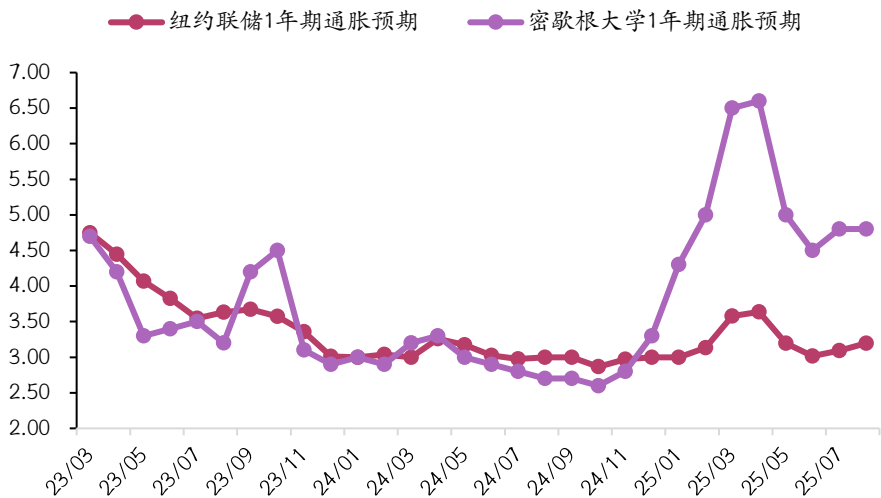
消费信心下滑与滞涨风险升温

图表：美国消费者信心自7月以来明显转弱（%）



资料来源：WIND，光大期货研究所

图表：通胀预期仍远高于美联储2%目标（%）

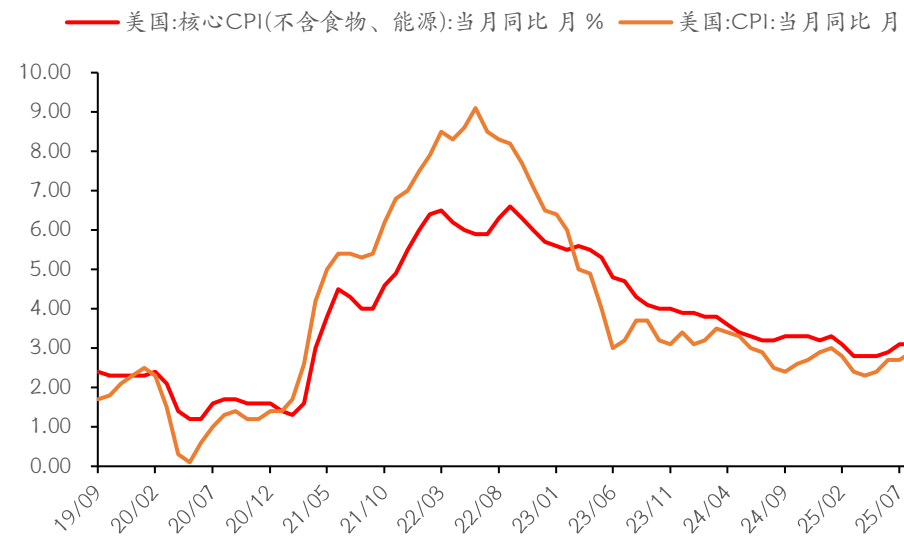


资料来源：WIND，光大期货研究所

➤ 近期美国前财长萨默斯指出更广泛的信心风险，暗示消费者信心可能进一步恶化。当消费者预期未来收入会下降或者经济形势不稳定时，他们可能会推迟购买大件商品，像汽车、房子等。这会对经济增长产生负面影响，因为消费是美国经济与企业投资、招聘增长的重要驱动力之一。

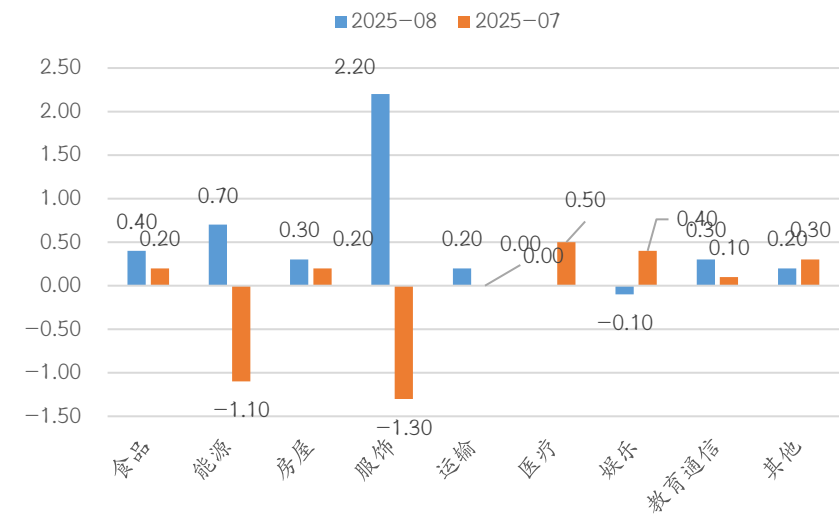
美国潜在的滞胀风险有所显现？

图表：关税更倾向于一次显著的“通胀效应”（%）



资料来源：Bloomberg，光大期货研究所

图表：关税对物价的传导仍较为温和（%）

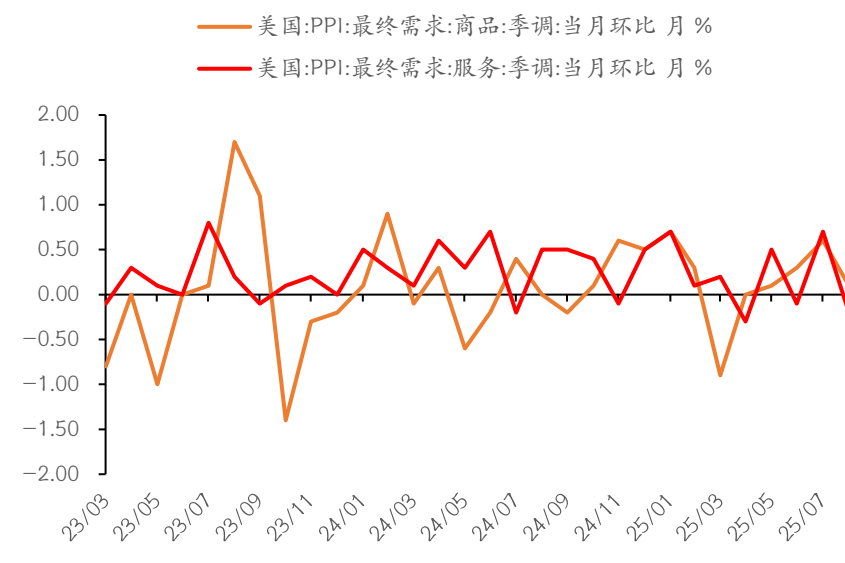


资料来源：Bloomberg，光大期货研究所

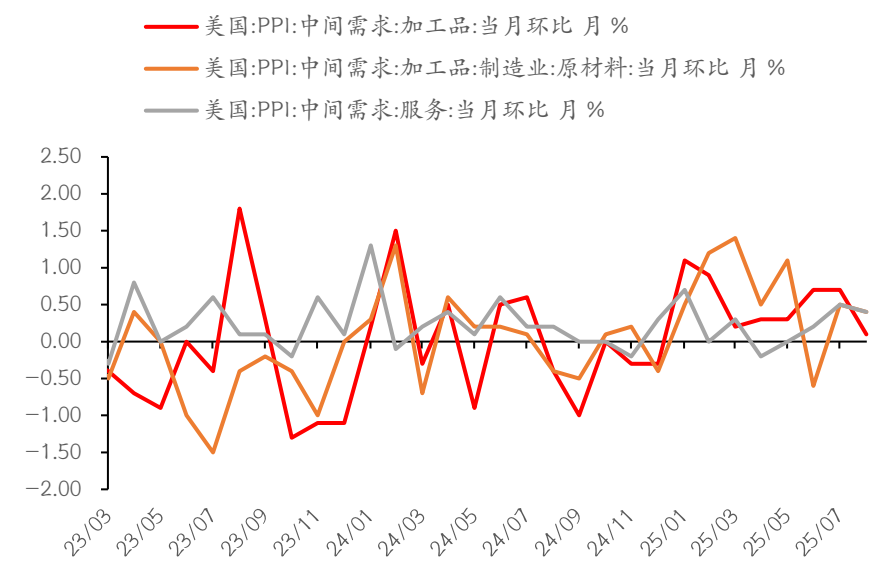
- 市场观点对于关税会导致物价一次性上涨，还是会导致物价持续加速上涨仍存在较大分歧。从月度数据表现来看，能源价格保持相对低位对冲了部分价格上涨压力。分项数据中，与关税直接相关的商品价格没有出现显著上涨，但是服务类价格存在明显反弹。
- 后续来看，虽然当前关税上调对美国总体通胀尚未产生重大影响，但是美国消费者会看到价格进一步上涨，服务通胀升高或带来一定滞胀风险。

企业利润受损或带来加速就业下行

图表：企业利润不佳或抑制用工需求（%）



图表：企业正极力避免过度提价（%）



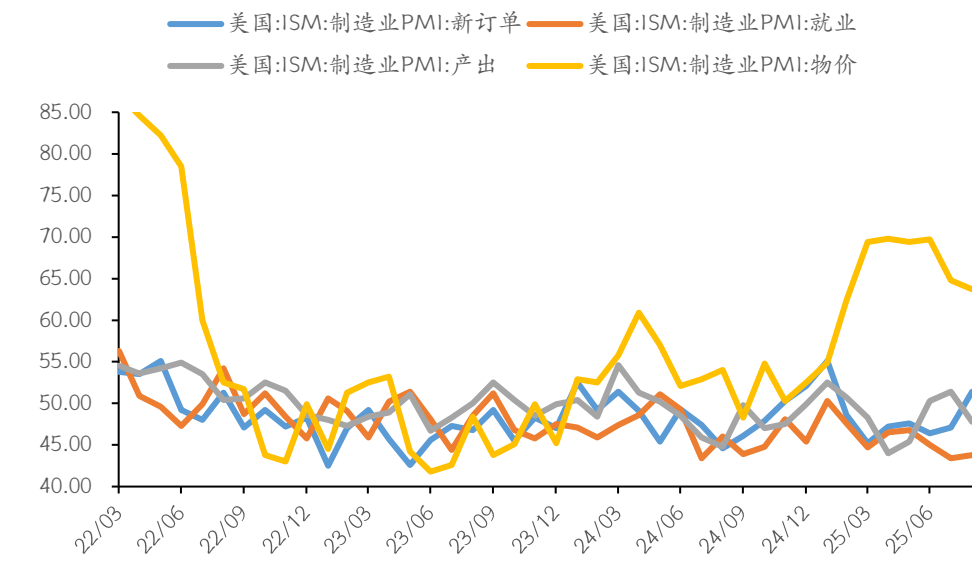
资料来源：Bloomberg，光大期货研究所

资料来源：Bloomberg，光大期货研究所

➤ 美国劳工统计局发布的8月生产者价格指数数据显示，PPI环比再度转负，下降0.1%，而7月的数据被下修。同比来看，PPI上涨2.6%。这或许说明，尽管特朗普的关税带来了更高成本，但企业上月仍避免了过度提价。许多公司担心大幅加价会在经济不确定性影响消费者信心，企业在多大程度上把关税负担转嫁给消费者，将成为决定今年利率路径走向的关键之一。

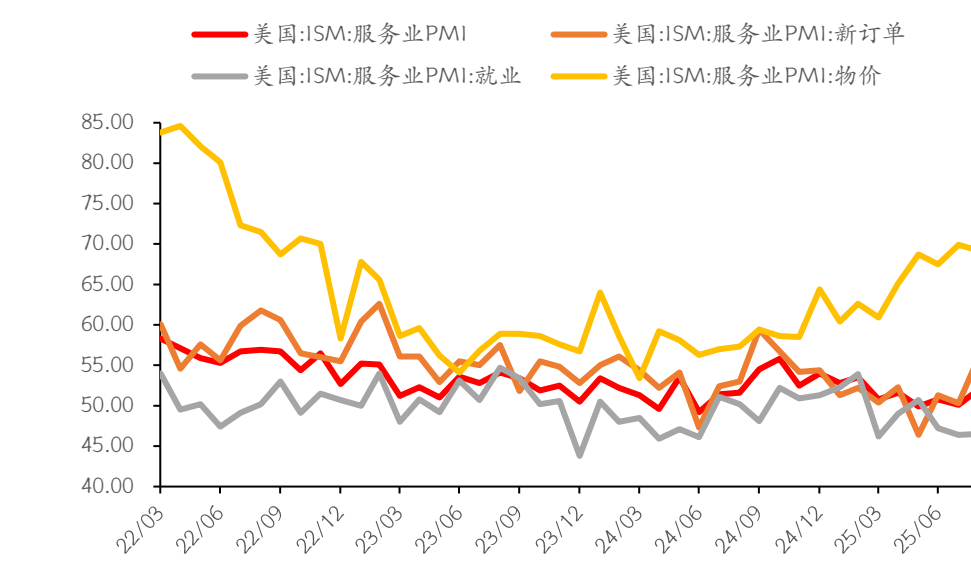
制造业与服务业有效需求增长有限

图表：制造业产出与新订单走势存在背离（%）



资料来源：Bloomberg，光大期货研究所

图表：服务业招聘需求转弱（%）



资料来源：Bloomberg，光大期货研究所

➤ 有效需求决定招聘行为，从需求的领先指标来看，ISM 制造业与非制造业的新订单截至 8 月显著回升至荣枯线上方，但积压订单截至 8 月继续回落，或表明需求增长的力度有限，不足以形成新积压，需求修复力度短期或仍制约新增招聘，需要关注新订单修复的持续性，以及实际产出是否改善。若“量减价升”情况持续存在，或强化美国经济滞胀可能。

美联储面临滞涨 or 衰退的双重风险

图表：短期内仍需关注滞涨风险——经济增长停滞、失业率与通胀同步飙升的可能性

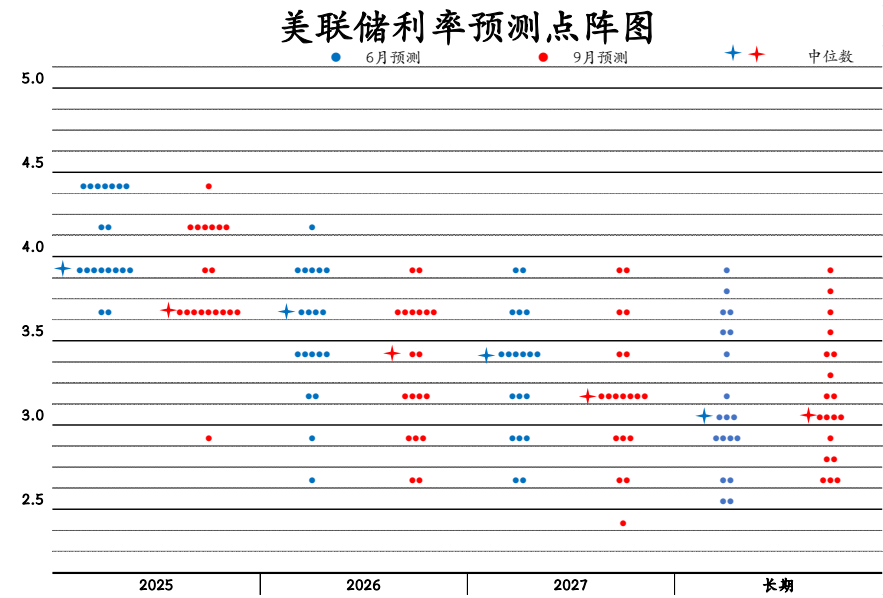
		2025	2026	2027	2028	长期
GDP	6月预测	1.4%	1.6%	1.8%	/	1.8%
	9月预测	1.6%	1.8%	1.9%	1.8%	1.8%
失业率	6月预测	4.5%	4.5%	4.4%	/	4.2%
	9月预测	4.5%	4.4%	4.3%	4.2%	4.2%
PCE通胀	6月预测	3.0%	2.4%	2.1%	/	2.0%
	9月预测	3.0%	2.6%	2.1%	2.0%	2.0%
核心PCE 通胀	6月预测	3.1%	2.4%	2.1%	/	/
	9月预测	3.1%	2.6%	2.1%	2.0%	/
利率中位 数	6月预测	3.9%	3.6%	3.4%	/	/
	9月预测	3.6%	3.4%	3.1%	3.1%	3.0%

资料来源：Fed，光大期货研究所

- 美国前财长劳伦斯·萨默斯警告称，美国可能正进入由特朗普的贸易和关税政策导致的滞胀时期，理由是关税的持续影响以及失业和通胀风险的上升。美国经济可能正处于滞胀的山脚下，关税的经济影响尚未“完全感受到”。一旦陷入滞胀那将使得美国经济进入持续更久的低增长通道。

美联储年内降息路径仍存在回调可能

图表：点阵图显示年内仍有两次降息机会



图表：市场“补偿式降息”预期落空

会议时间	275-300	300-325	325-350	350-375	375-400	400-425
2025/10/29					90.80%	9.20%
2025/12/10				78.90%	19.90%	1.20%
2026/1/28			45.00%	45.20%	9.20%	0.50%
2026/3/18		24.30%	45.10%	25.80%	4.50%	0.20%
2026/4/29	7.30%	30.60%	39.30%	19.40%	3.20%	0.20%
2026/6/17	21.60%	36.00%	27.10%	9.50%	1.30%	
2026/7/29	25.40%	33.60%	22.40%	7.30%	1.00%	
2026/9/16	28.30%	29.60%	17.00%	5.00%	0.70%	
2026/10/28	28.50%	27.60%	15.10%	4.30%	0.60%	
2026/12/9	28.40%	25.30%	13.10%	3.70%	0.50%	

更新: 2025年9月18日 08:25 CST

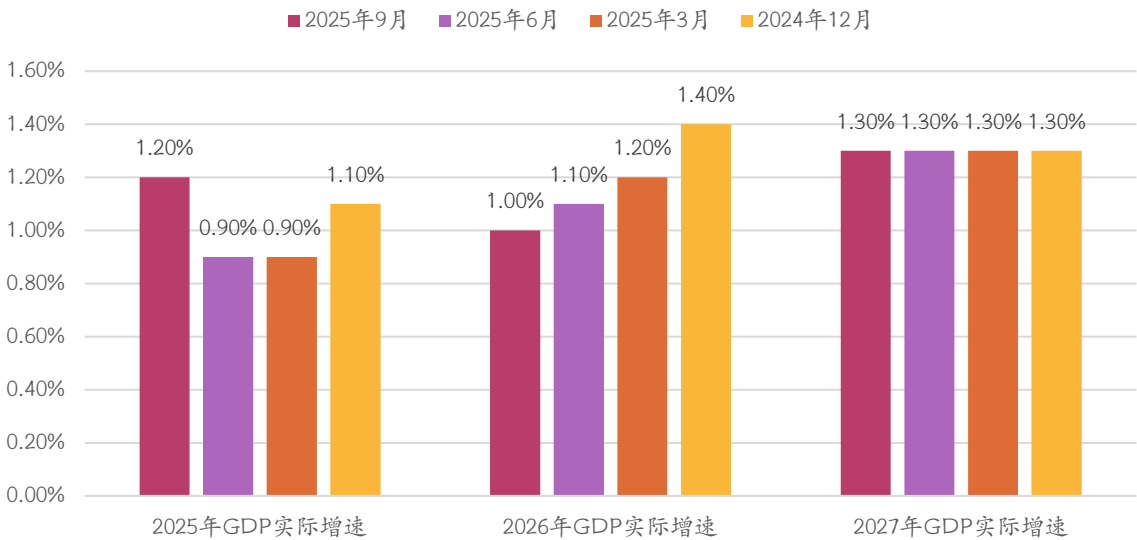
资料来源：Fed，光大期货研究所

资料来源：CME，光大期货研究所

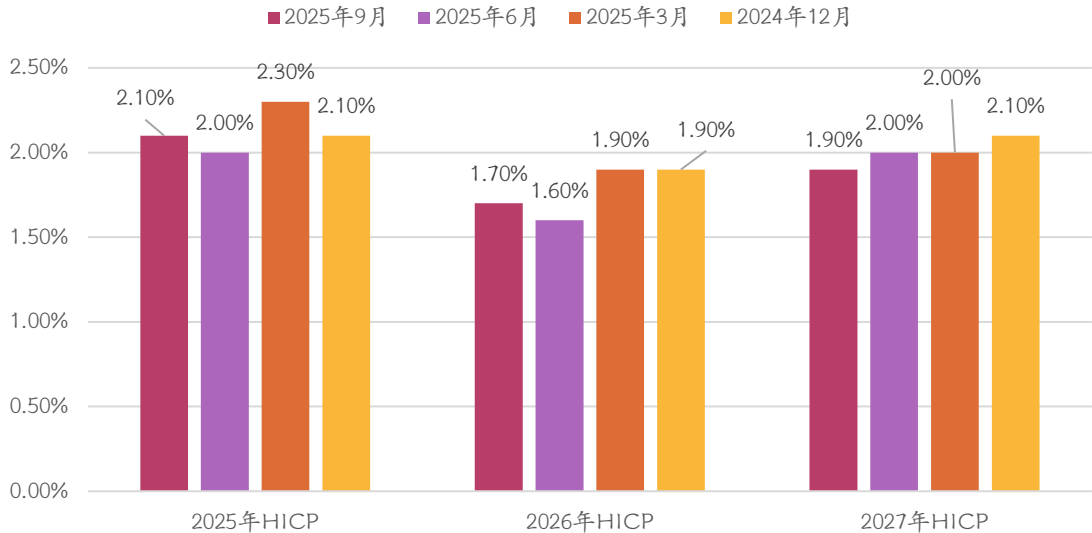
➤ 美联储9月的议息会议决定降息25个基点，这一决定符合市场预期。然而，委员会内部意见分歧情况仍旧突出。虽然多数成员预计今年还会有两次25个基点的降息，但在更新后的点阵图中，还有近一半的成员却认为今年只会降息一次，或在通胀上行情况下暂停降息。这可能意味着，四季度的两次降息仍有变数。美联储的“风险管理型降息”和市场预期的“补偿式降息”间仍存在较大差异。

欧元区：出口压力下的经济增长韧性

图表：欧美贸易协议达成提振市场预期（%）



图表：欧元区中长期整体通胀预测首次下调至 2% 下方（%）



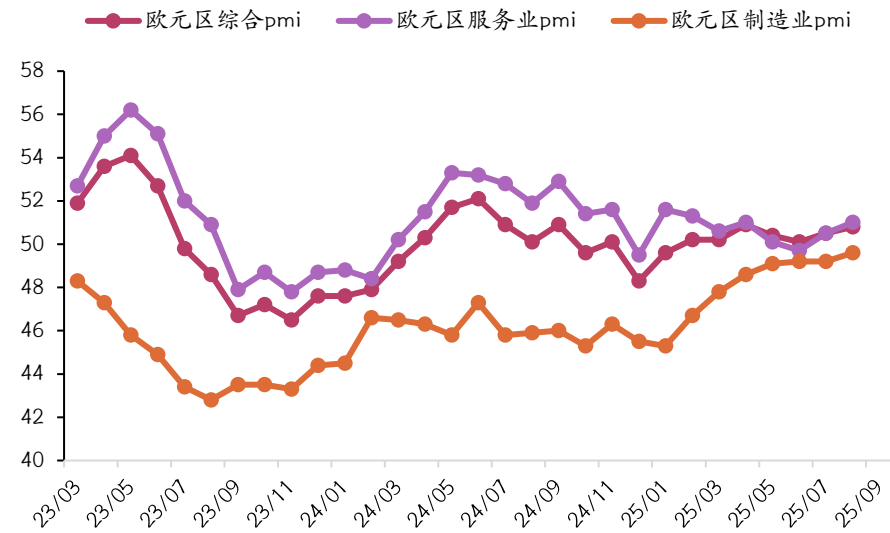
资料来源：ECB，光大期货研究所

资料来源：ECB，光大期货研究所

- 从欧央行 9 月对经济增长的预测来看，相比 2025 年 6 月预测，2025 年实际 GDP 增长预测上调了 0.3%，反映了2025Q1 GDP 增速显著好于预期，欧美贸易协议达成，主要经济体年内的财政扩张预期以及最新指标显示经济增长动能略有上调。
- 对于通胀前景，欧央行小幅上调 2025、2026 年整体通胀预测，核心通胀维持不变，而值得关注的是 9月议息会议上，欧央行对欧元区中长期整体通胀预测首次下调至 2% 下方。

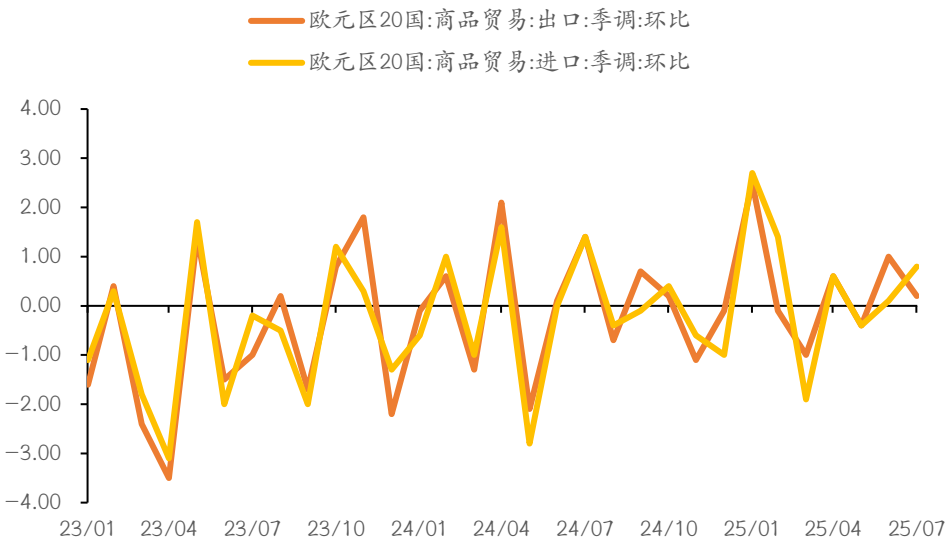
单纯依赖财政扩张的增长路径并非持久之计

图表：商业活动与制造业活动均有韧性（%）



资料来源：Bloomberg，光大期货研究所

图表：出口仍将面临欧元走强和整体不确定性的压力（%）

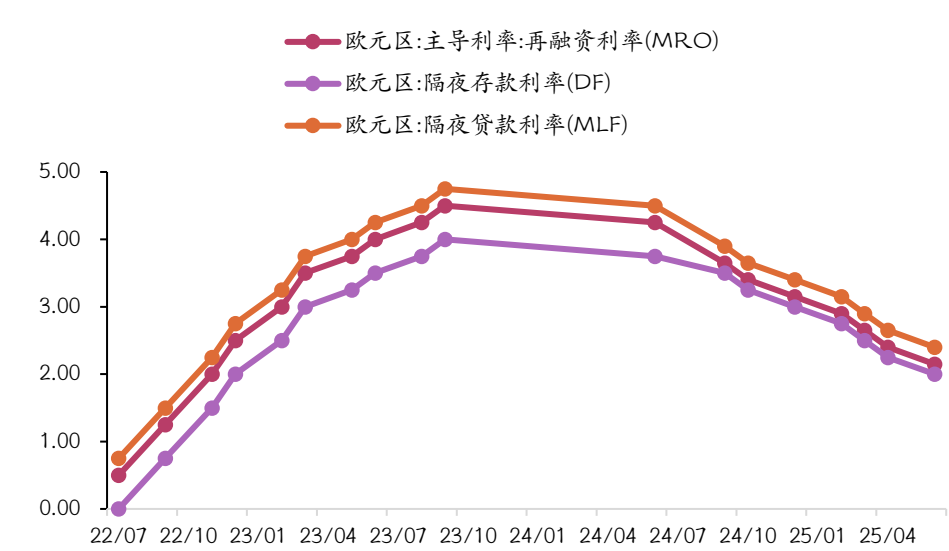


资料来源：Bloomberg，光大期货研究所

➤ 欧元区制造业 PMI 截至 8 月修复至 50 荣枯线上方至 50.7，商业活动保持稳定的扩张，显示欧元区经济增长在贸易冲击中整体呈现出一定韧性，但出口可能仍将面临欧元走强和整体不确定性的压力。出口如何能很快恢复成为欧洲经济增长的强大引擎短期内或将依赖欧洲各国的财政扩张来实现。此外，欧盟正在寻求与发达经济体和新兴市场及发展中经济体开启或重启贸易和投资谈判的机会，欧洲的贸易模式有可能出现转变，也为外资投资带来一定窗口机会。

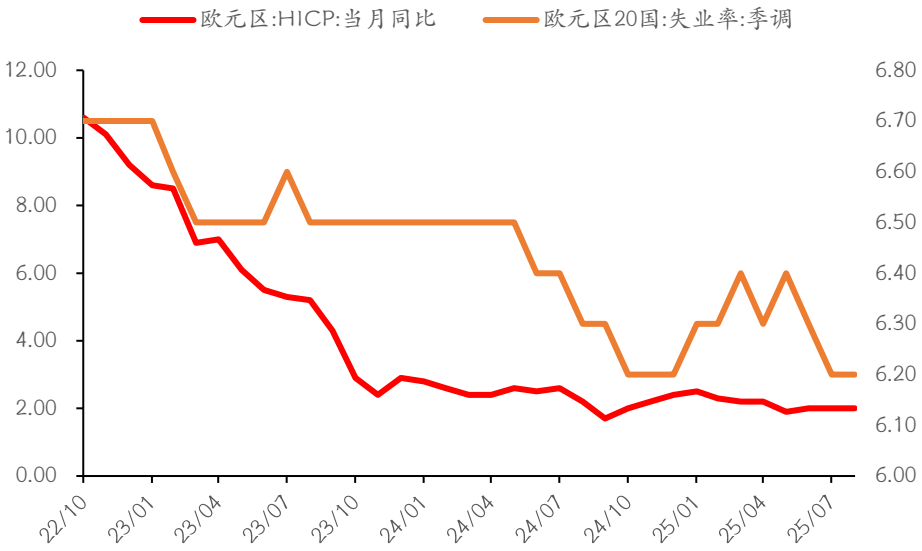
欧央行年内或仅降息一次

图表：三季度欧央行保持按兵不动（%）



资料来源：Bloomberg，光大期货研究所

图表：欧洲面临的通胀与就业压力较小（%）

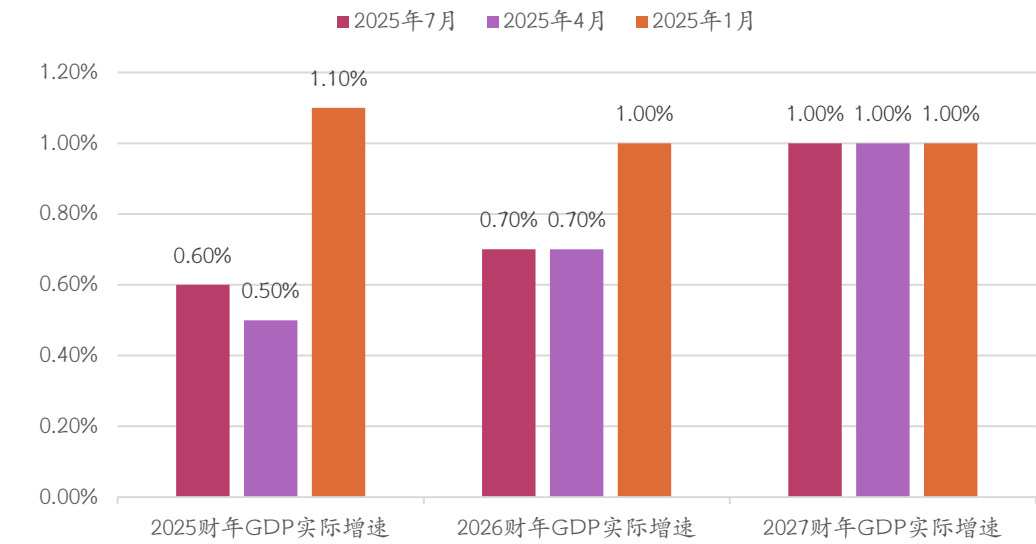


资料来源：Bloomberg，光大期货研究所

➤ 回顾 2025 年三季度欧央行货币政策操作，欧央行在 7 月、9 月的议息会议上均停止降息，维持 2% 的政策利率（DFR）不变。欧央行暂停降息的背后在于，欧元区经济增长在贸易冲击中表现出一定韧性，而通胀连续四个月稳定在 2% 的目标水平附近，并且失业率也维持在较低水平。面对即将到来的欧洲财政刺激等可能对通胀带来的上行风险，以及近期法国政治风险、欧元升值等可能对通胀造成的潜在下行风险扰动，预计欧央行在年内降息幅度有限，可能只有 1 次机会。

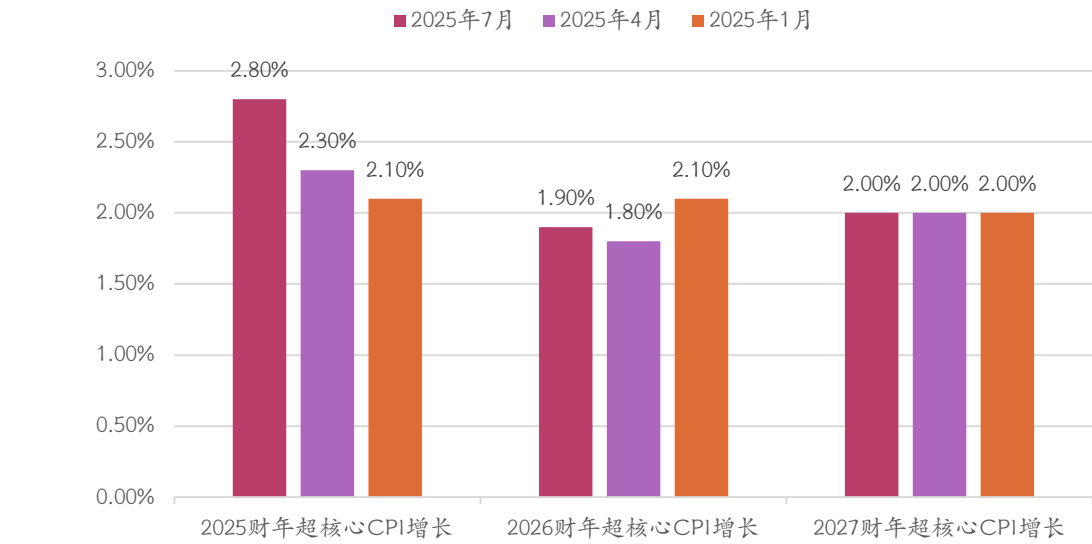
日本：2025 年经济预测偏 “谨慎乐观”

图表：7 月日本央行展望报告谨慎上调经济增长预测（%）



资料来源：BoJ，光大期货研究所

图表：日本央行仍将潜在通胀水平锚定在 2%的水平（%）

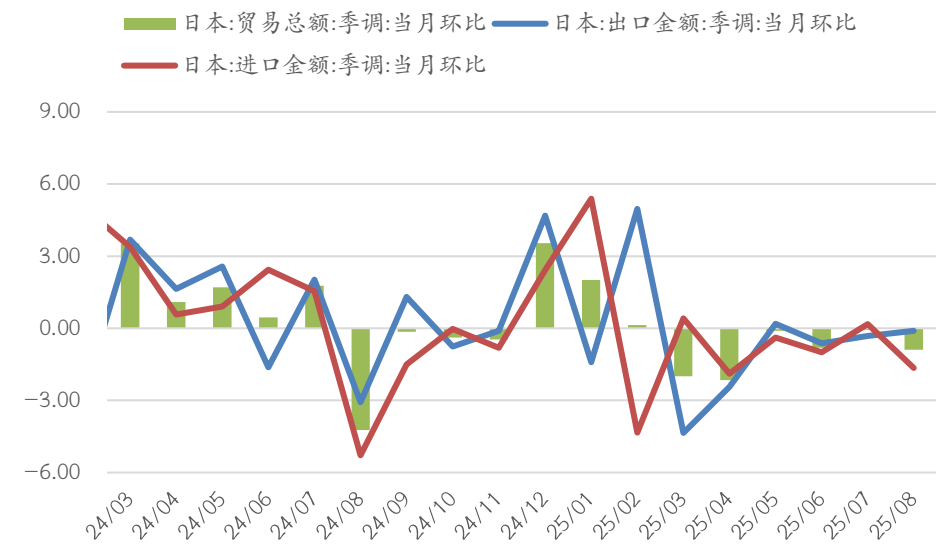


资料来源：BoJ，光大期货研究所

➤ 三季度以来日央行货币政策主线是“等待关税落地”。日本和美国于 7 月达成 15%关税的贸易协议，一定程度上缓解日本经济面临的不确定性。7 月的《展望报告》中，实际 GDP 的中位数预测为 2025 财年增长 0.6%，较 4 月份展望报告上调 0.1%，2026 和 2027 财年保持不变。表明日本央行在评估关税政策落地对 2025 下半年经济的预测偏“谨慎乐观”，仅仅只是微微上调经济增长预期。但从通胀预估来看，日本央行倾向于将本次关税对经济冲击视为一次性影响，日本的中长期通胀水平仍锚定在 2%的水平，或使得日央行加息进程继续放缓。

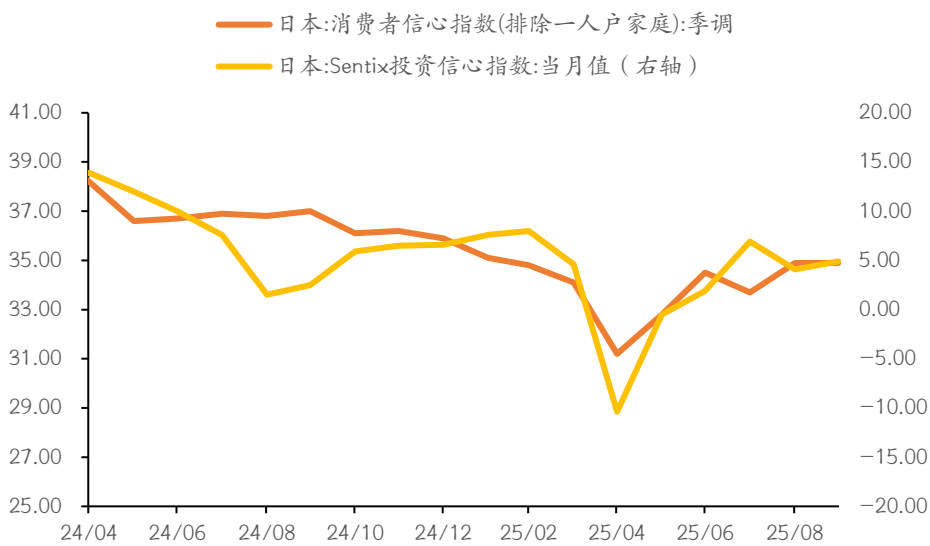
出口与投资增长压力仍然存在

图表：美国全面关税政策冲击日本进出口（%）



资料来源：Bloomberg，光大期货研究所

图表：消费与投资信心受关税扰动影响已逐步修复（%）

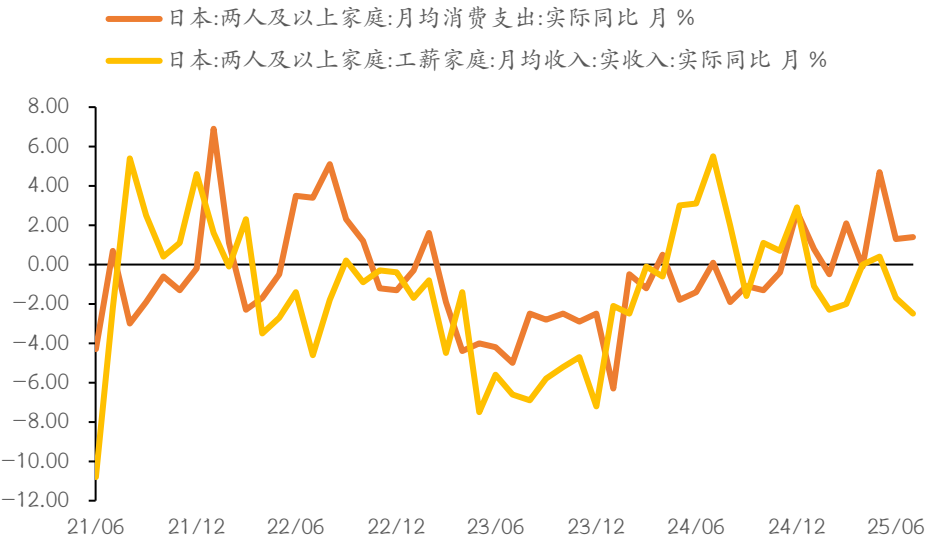


资料来源：Bloomberg，光大期货研究所

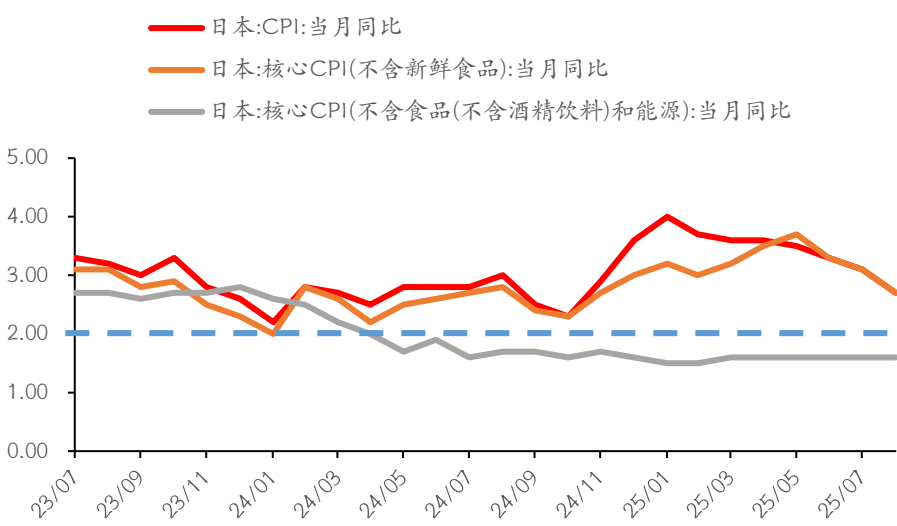
➤ “谨慎乐观”的预期背后是外部经济环境的不确定性。虽然日美谈判达成协议释放了一定的积极信号，但后续各方谈判仍存在高度不确定性，日本的经济增长可能会因出口和生产的下滑而呈现疲软。同时海外经济增长放缓也会导致日本企业利润下降，在这种背景下，企业固定投资的增长率可能会进一步下降。

工资与物价适度上涨的互动存在不确定性

图表：薪资收入受企业利润增长制约（%）



图表：日本核心通胀仍未有效突破2%目标水平（%）



资料来源：Bloomberg，光大期货研究所

资料来源：Bloomberg，光大期货研究所

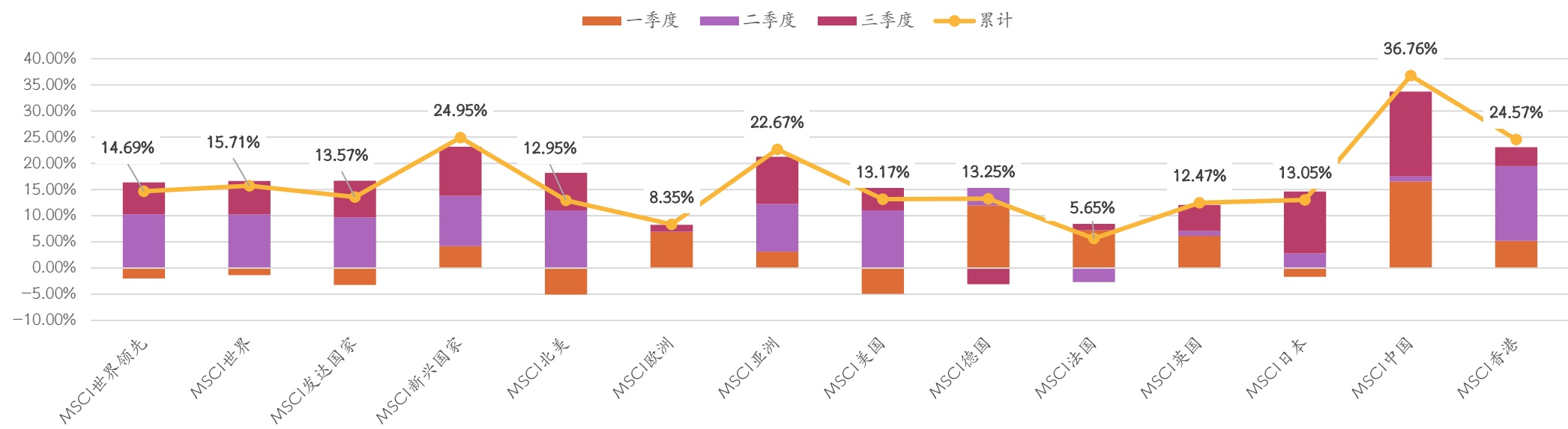
➤ 日本央行认为未来通胀向下的概率高于通胀向上的概率，即使考虑关税对进口价格造成的短期影响，日本央行对日本中长期实现 2%的通胀目标依然持较为谨慎的态度。薪资收入短期内将继续受到企业利润增长制约，依靠工资与物价适度上涨的互动机制目前仍是脆弱的。因而，日本央行后续加息的信心依然略显不足，年内再度加息的概率相对有限。

目 录

2、资产表现回顾与未来展望

权益类：流动性牛市行情延续

图表：MSCI 全球指数涨跌幅（%）

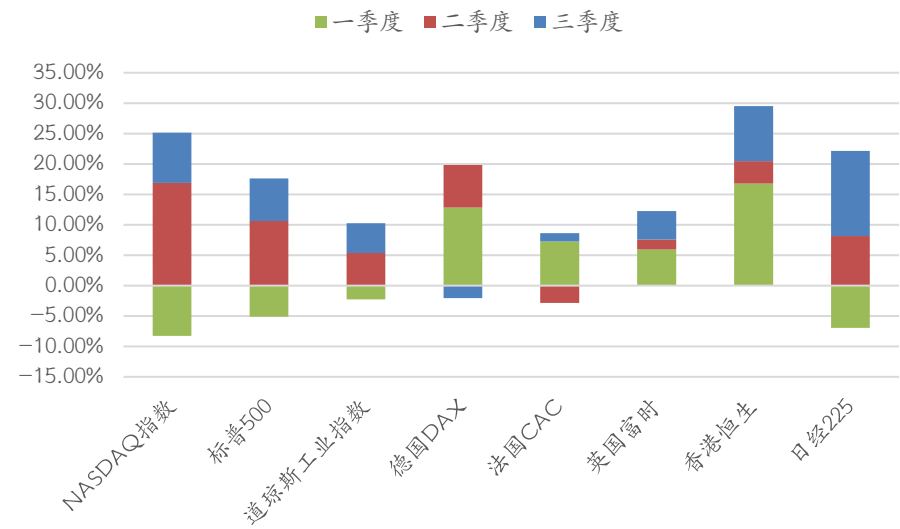


资料来源：Bloomberg，光大期货研究所

➤ 美国方面，在流动性收紧、美债增发、美元贬值等多重不利因素影响下，美股三季度仍延续了二季度以来的科技股驱动下的上涨势头。三大关键因素支撑美股：1）AI发展与消费韧性支撑美国经济基本面；2）日本、英国等美国盟友7月以来大举增持美债，在美元走弱背景下仍为市场提供流动性支撑；3）美联储降息预期带来的流动性宽松预期加持。四季度来看，市场风险偏好将继续改善，但节奏上因利率路径不确定性而有所反复。关注十月、十一月美股财报披露，AI科技盈利能力将受到市场检验。

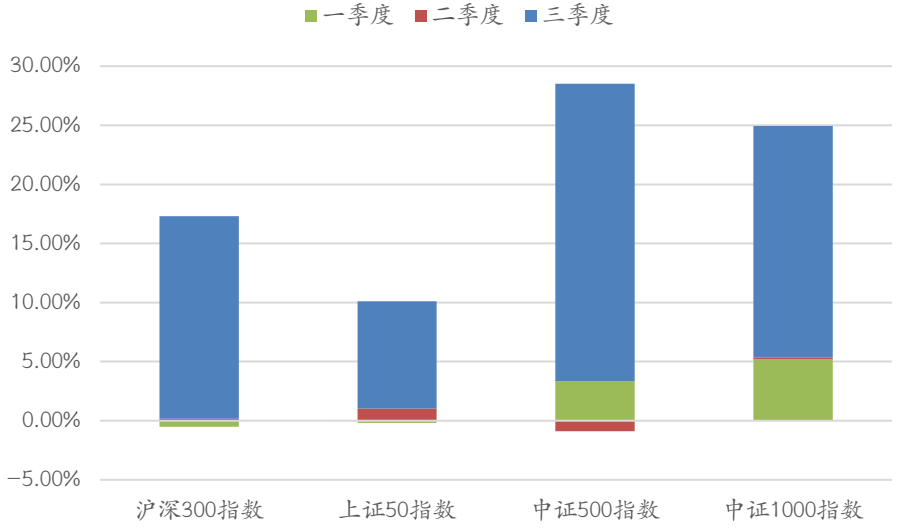
权益类：国内股指震荡概率较高

图表：海（境）外股指表现（%）



资料来源：Bloomberg，光大期货研究所

图表：国内股指表现（%）



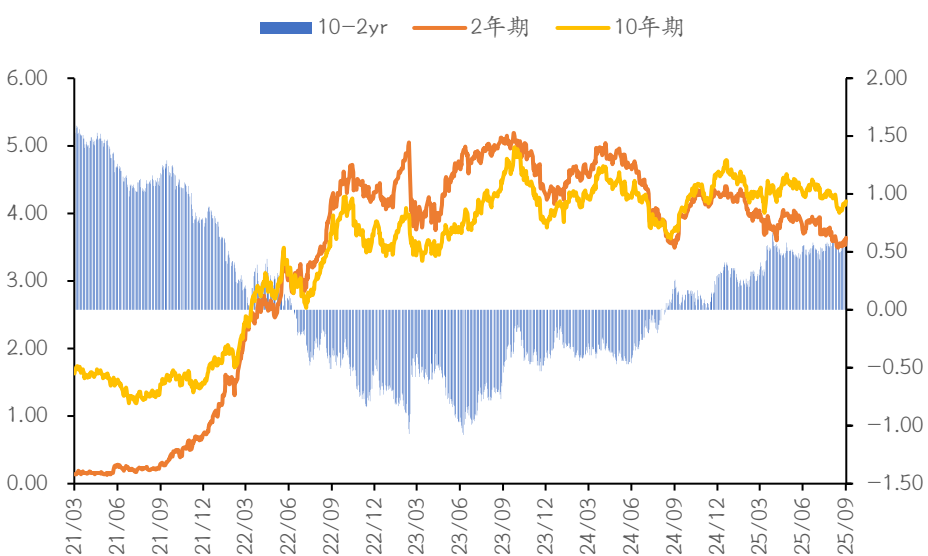
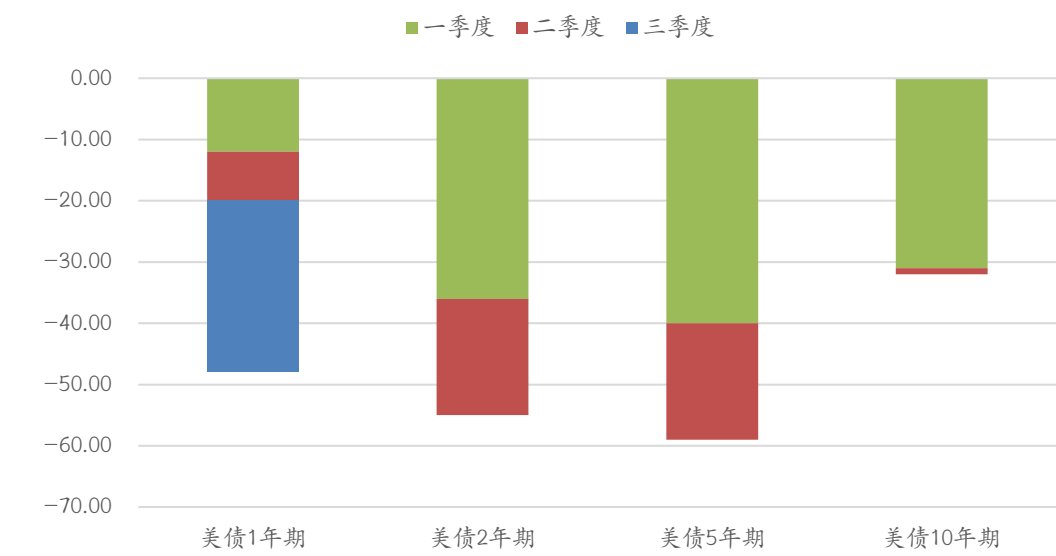
资料来源：Bloomberg，光大期货研究所

国内方面，三季度受到反内卷政策与货币、财政宽松驱动并存，以及美元流动性转松的支撑下，流动性行情驱动国内股指在ROE下行的大背景中逆势上涨。四季度，股指的叙事可能会重新回到基本面上来。主要指数估值目前已经超过过去5年分位数的1倍标准差，流动性行情在10月预期落地后可能暂告一段落。板块题材可能面临切换，由三季度的科创题材向通胀题材切换，大盘成长风格可能收益。指数上年底前后可能会出现沪深300对中证1000的超额收益。需要关注十月底国内重要会议对于财政、货币以及反内卷政策是否有新的表述。

债券类：美元流动性改善难以解决美债长短期错配

图表：美债各期限收益率变化（bp）

图表：美债10/2年期限利差（%，BP）



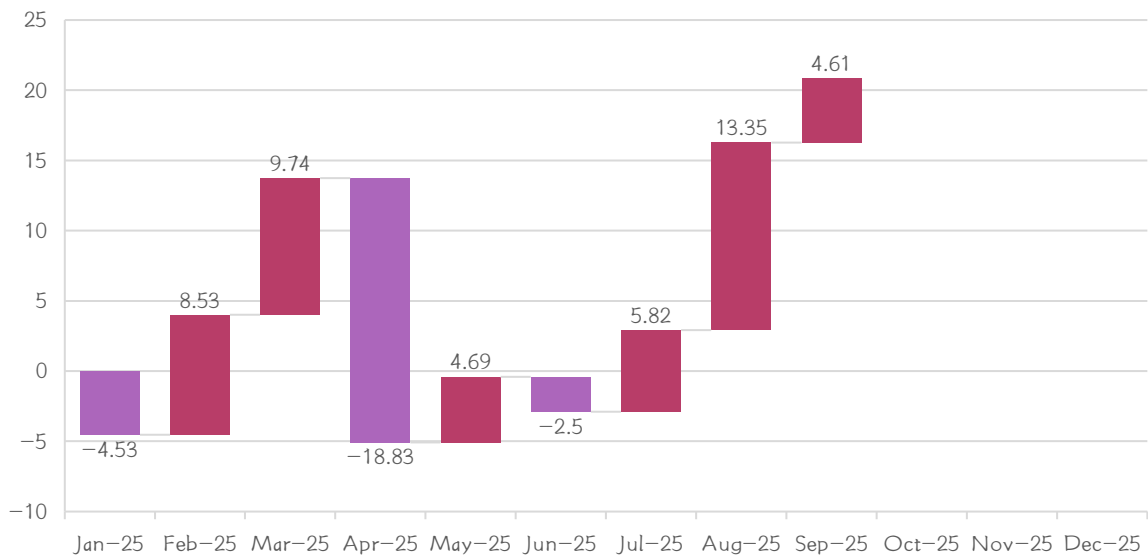
资料来源：Bloomberg，光大期货研究所

资料来源：Bloomberg，光大期货研究所

➤ 美国方面，经济下行风险打开了美联储9月降息之路，缓解了市场流动性紧张，但对美债的长短期结构改善作用有限。美国财政赤字扩张需求强烈，明年年初开始的企业减税计划所带来的财政缺口，或使得美财政部在四季度增加长债供应。此外，若美国经济疲软持续，或使得长债需求不振，供需双弱压力下，美债长短期利差或存在进一步扩大可能。

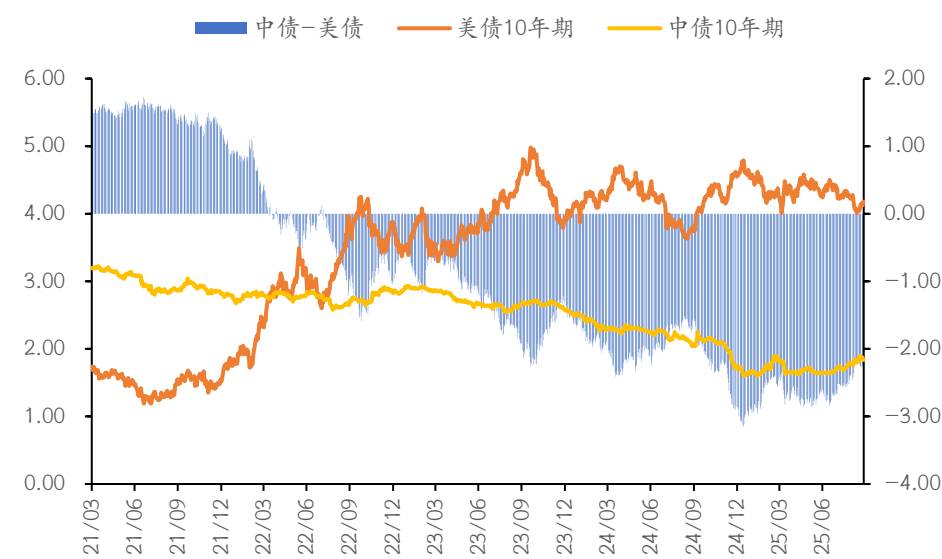
债券类：国内流动性等待降息支持

图表：中国国债十年期收益率变化（bp）



资料来源：Bloomberg，光大期货研究所

图表：中债10年期收益率（%，BP）

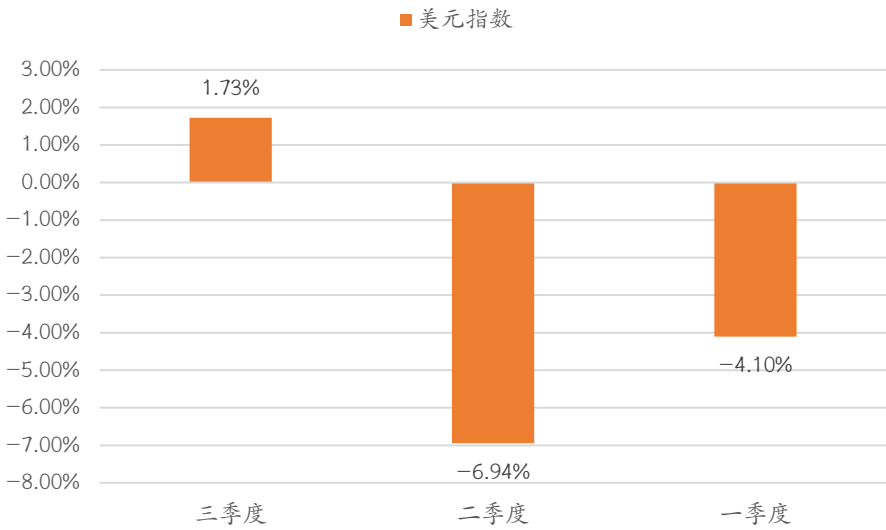


资料来源：Bloomberg，光大期货研究所

国内方面，三季度在反内卷政策推动并初见成效，风险偏好回升导致股强债弱格局明显，债市显著回调，10年期国债收益率较二季度末上行23BP至1.88%。展望四季度，债市市场存一定修复预期。一是伴随着此轮调整，国债收益率曲线回归常态。二是股市阶段性上涨，债券相比于股市性价比逐步回升。三是经济基本面弱修复预期延续，美联储降息背景下，四季度货币政策降息预期仍存。

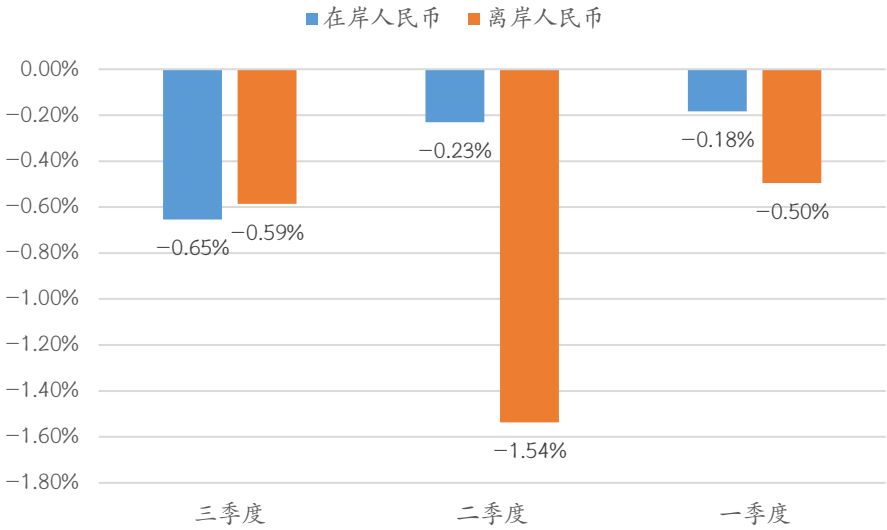
全球汇率：美元延续震荡偏弱的格局

图表：美元指数涨跌幅（%）



资料来源：Bloomberg，光大期货研究所

图表：美元兑人民币汇率变化（%）

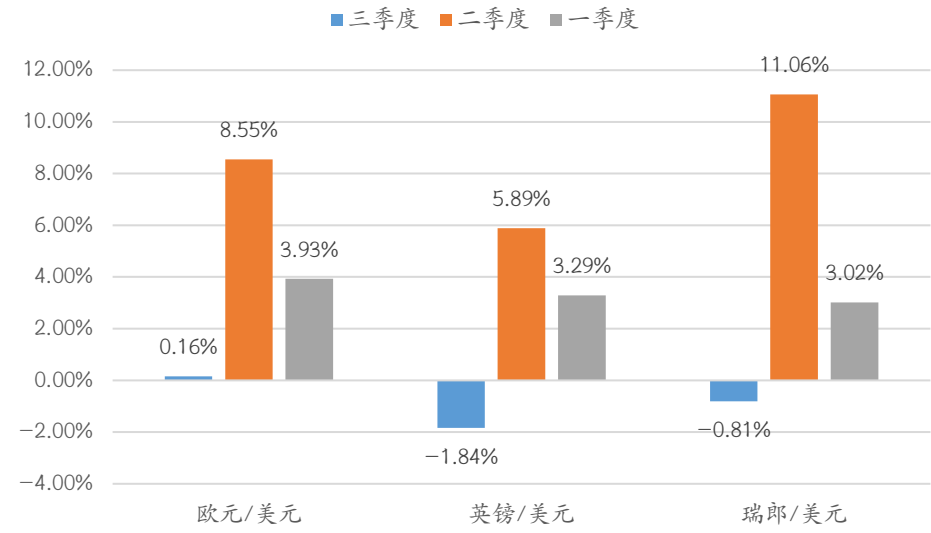


资料来源：Bloomberg，光大期货研究所

- 海外方面，随着美联储重启降息周期预期落地，美元指数在经历了偏弱震荡后有所企稳。若四季度美国经济延续走弱态势，可能使得美元的利差优势逐步走弱，强化市场对美元走弱的担忧情绪以及对冲需求的进一步上升，叠加美联储独立性担忧扰动，美元指数可能会面临额外的下行压力。如果美国经济企稳反弹，美元指数则存在反转上行的风险。预计美元指数在四季度仍将延续震荡偏弱的格局，其运行区间可能在95 - 102。
- 国内方面，在全球“去美元”逻辑下，四季度人民币升值仍有支撑，但整体受制于出口压力显现以及国内经济基本面的弱复苏格局，升值空间较为有限。

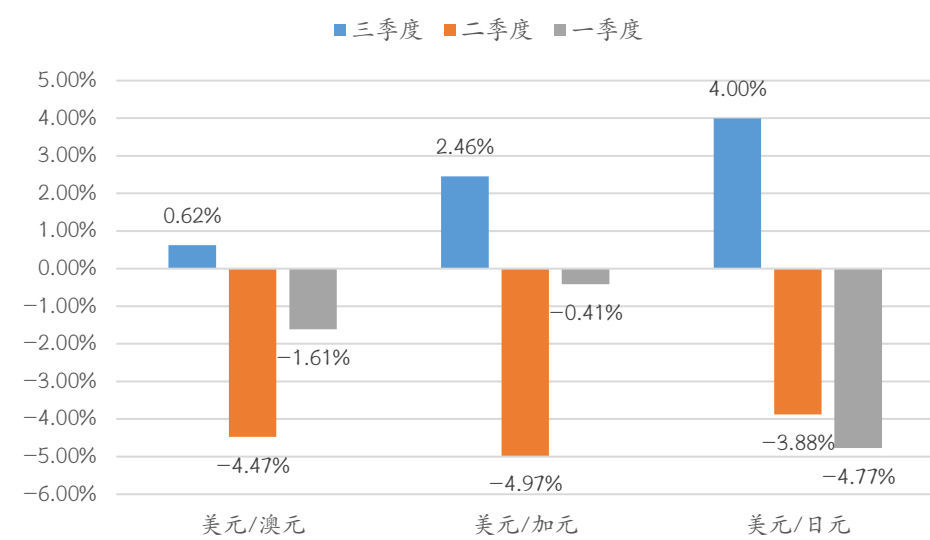
全球汇率：美元中长期定价估值仍有走弱空间

图表：欧元、英镑、瑞士法郎兑美元（%）



资料来源：Bloomberg，光大期货研究所

图表：澳元、加币、日元兑美元（%）

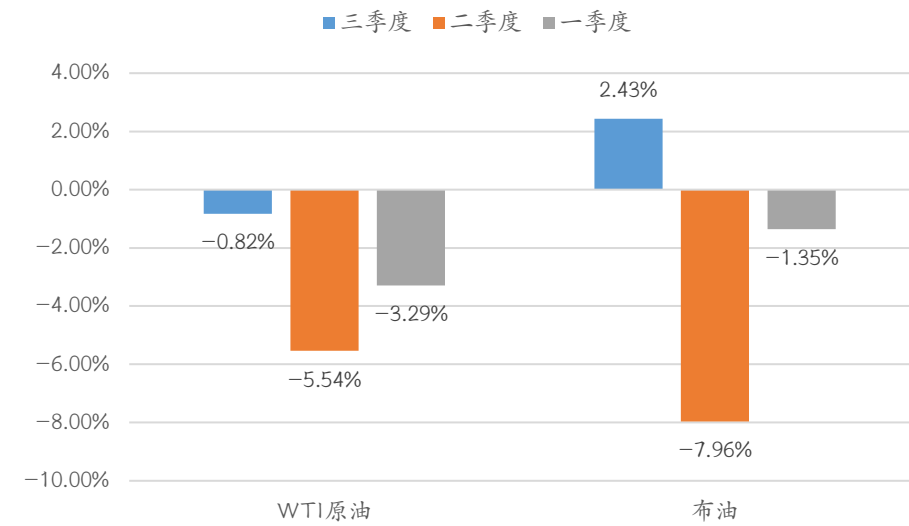


资料来源：Bloomberg，光大期货研究所

- 全球主要央行货币政策进一步分化，重点关注欧央行与日本央行动态：
- 得益于欧央行在降息进度上的领先优势，欧洲经济在关税压力下表现出惊人的韧性。预计欧央行四季度或延续暂停降息，在通胀处于目标的背景下，观望经济下行与主权债务双重风险演绎。
- 日本央行的加息进程可能会继续因为出口压力激增、通胀与薪资螺旋断链而被推迟，加息时点可能会进一步延后至2026年。

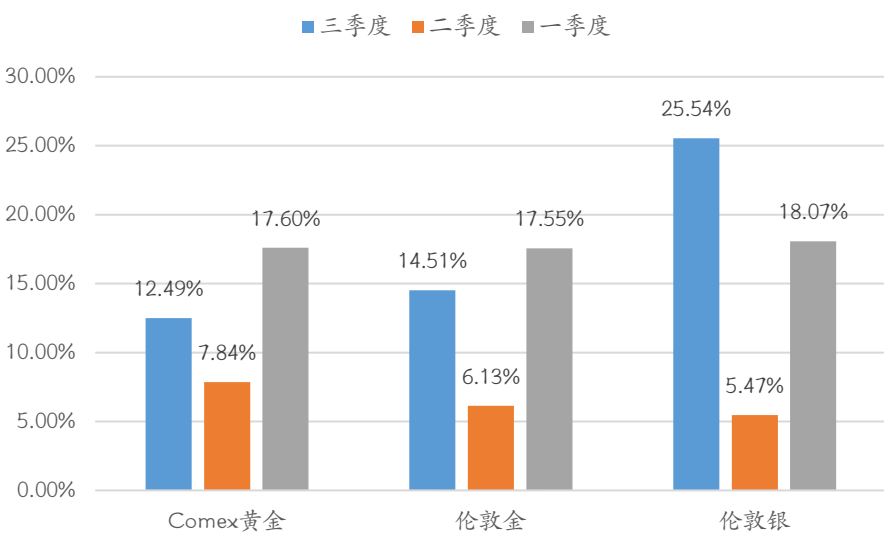
大宗商品：基本面交易与政策预期调整

图表：原油期货价格变化（%）



资料来源：Bloomberg，光大期货研究所

图表：贵金属期货与现货价格变化（%）



资料来源：Bloomberg，光大期货研究所

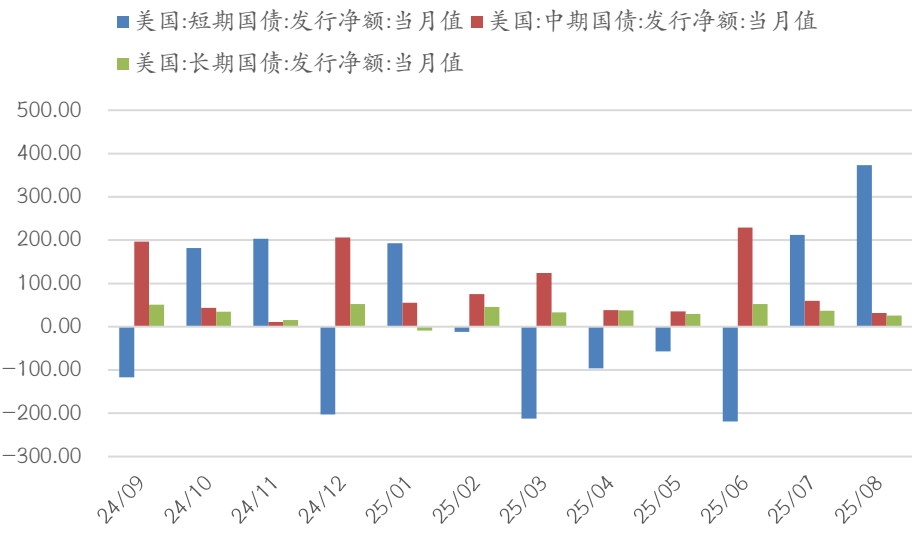
- 能源方面，三季度原油价格持续震荡，关税谈判预期转好及地缘风险溢价带来的支撑抵消了OPEC增产的供应压力。但进入四季度后，市场需求转入淡季，叠加供应增产压力和海外库存的累积，对油价的指向仍相对偏空。
- 贵金属方面，三季度驱动金价破位上行的核心逻辑主要在于避险需求以及美联储货币政策预期的强化，但美联储9月声明表示后续降息的节奏和幅度仍存在变数。企业将关税负担转嫁给消费者的具体程度，以及关税影响下消费者信心与就业是否会持续走弱，将引领美联储接下来的利率走向。在方向并不明确的情况下，前期的宽松定价已接近充分，或使得金价在四季度再度进入高位震荡区间。

目 录

3、风险提示

风险提示 1：过度依赖短债或增加美债流动性风险

图表：三季度短债净发行量激增（十亿美元）



资料来源：Bloomberg，光大期货研究所

图表：中长期再融资规模会否上调（十亿美元）

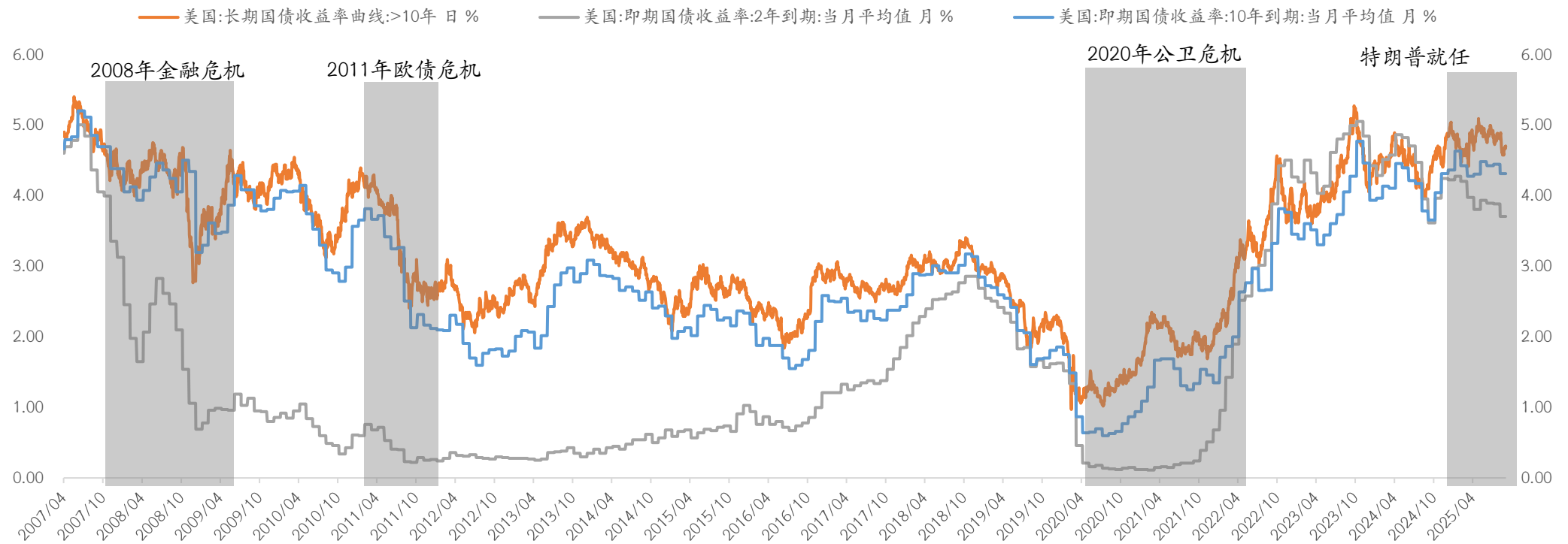
	11月	12月	1月	2月	3月	4月
2年期	69	69	69	69	69	69
3年期	58	58	58	58	58	58
5年期	70	70	70	70	70	70
7年期	44	44	44	44	44	44
10年期	42	39	39	42	39	39
20年期	16	13	13	16	13	13
30年期	25	22	22	25	22	22
FRN	28	28	30	28	28	30
TIPS	17	22	20	10	18	25
月度总计	369	365	365	362	361	370

资料来源：Bloomberg，光大期货研究所

- 今年7月，特朗普推动的“大而美”法案在美参议院、众议院获得通过。该法案将美国债务上限一次性提高5万亿美元，美债发行也由此“解禁”。市场开始担忧三季度美国国债供给是否会大幅增加，长期美债需求明显走弱。为避免再度出现2023年第三季度的美债供给放量所带来的信用风险冲击，美国财政选择以增加短债供应的方式来弥补中长期融资需求。
- 但这一做法也带来了美债信用风险的担忧，大量资金积聚于对利率高度敏感的短端。若年内美联储降息预期回调，或中长期再融资规模放量，长端债券风险溢价上升或吸引短端美债资金加持，可能带来美债流动性冲击，需要谨慎对待。

风险提示 1：美债供应失衡下的信用风险

图表：风险溢价攀升背后反映的是长短期美债定价逻辑的不同（%）

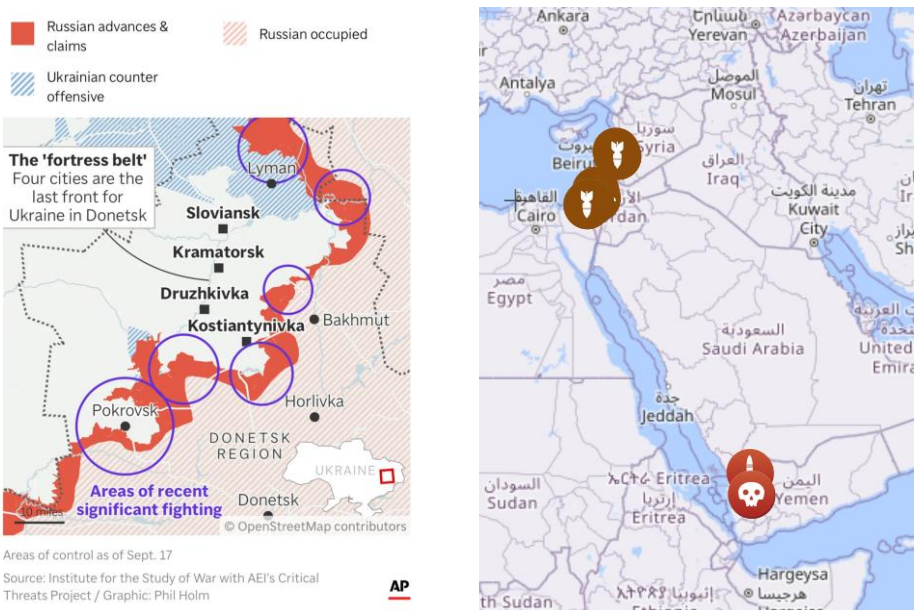


资料来源：Bloomberg，光大期货研究所

- 受经济数据走弱、美联储降息预期升温等影响，美债收益率近期整体震荡下行。其中，对货币政策变化更为敏感的短期美债收益率下行幅度较大，而长期美债收益率受供应增加和长期通胀维持高位的预期约束，下行幅度有限，美债收益率曲线也因期限利差走阔而“陡峭化”。

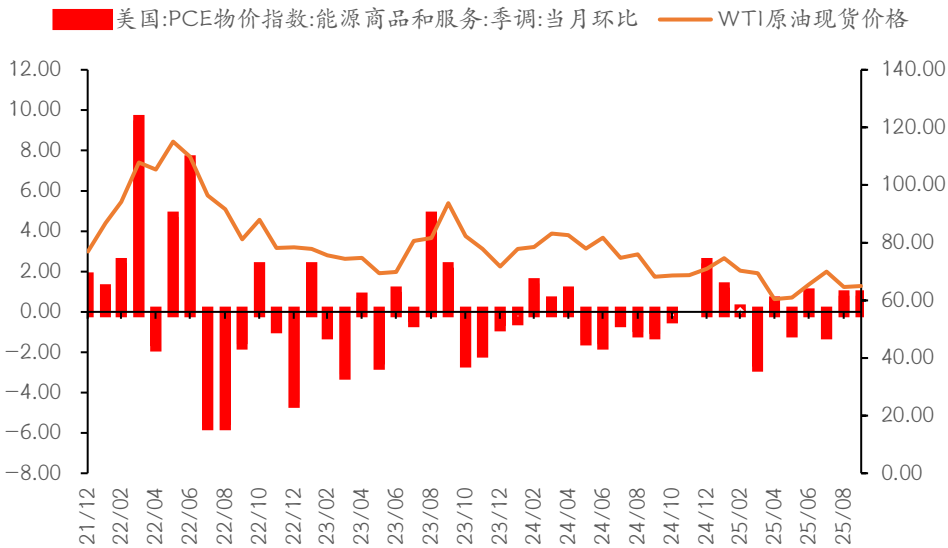
风险提示 2：地缘风险加剧或美国滞胀风险

图表：地缘政治风险的确较明显升温



资料来源：AP, liveuamap, 光大期货研究所

图表：能源价格上涨或带来滞胀压力（单位：%、美元）



资料来源：Bloomberg, 光大期货研究所

- 地缘风险加剧或美国滞胀风险：最近地缘政治风险的确较前期明显升温，避险情绪对金价有一定支撑。7月以来，俄乌冲突再度加剧，中东局势再度失衡等扰动持续，不仅使得全球投资者的避险投资情绪再度升温，而且油价重心也有所上移。
- 原油价格上涨，一方面，会使得市场对美国通胀预期再度被推升，美债收益率存在上行压力，美国财政状况或进一步恶化。另一方面，油价持续飙升也会对美国经济前景和劳动力市场造成威胁，美国经济出现“滞胀”的风险大幅上升。

研究员简介

- 赵复初，英国杜伦大学金融学博士，英国苏塞克斯大学管理学硕士，现任光大期货研究所金融期货分析师。负责海外宏观与大类资产配置相关研究，在期货日报、华夏时报等主流媒体发表多篇文章。期货从业资格号：F03107639；期货交易咨询资格号：Z0021469。

联系我们

公司地址：中国（上海）自由贸易试验区杨高南路729号陆家嘴世纪金融广场1号楼6楼

公司电话：021-80212222 传真：021-80212200

客服热线：400-700-7979 邮编：200127

免责声明

本报告的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品种的操作依据，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。