

宏观点评 20250902

每周宏观经济和资产配置研判—20250902

2025 年 09 月 02 日

■ 国内宏观观点:

- 6-7 月内需连续走弱，预计下半年经济小幅承压的趋势不会改变，但全年 5% 目标仍能顺利实现。
- 国内经济关注 4 方面风险的演变：一是出口何时转负，目前看 8 月高频数据显示出口仍然强韧，新对等关税落地并未对我国出口造成明显扰动；二是消费同比增速承压，9-12 月以旧换新高基数下，消费同比增速压力可能比 6-7 月更大；三是房地产投资累计同比增速逐月小幅扩大降幅的趋势没有改变，下半年对经济的影响会大于上半年；四是基建和制造业投资增速放缓风险。
- 但在 4 方面风险下，经济仍有一定支撑：一是 5000 亿政策性金融工具待出台，二是生育补贴和消费贷贴息等政策将在下半年集中生效，三是餐饮同比增速预计逐月回升。整体来看，上半年 5.3% 的高增长给下半年留出了充足空间，全年 5% 目标无虞，稳增长政策在年内或难加码，关注反内卷和四中全会带来的国内经济政策变化。

■ 海外宏观观点:

- 9 月 5 日到 16 日美国将有密集的经济数据公布。不同于往年，今年 9 月公布美国经济数据的两个鲜明特征：①密度更大，除了非农与 CPI，以往不太受关注的美国 PPI、非农年度初值校准在本次也需格外关注；②由于数据质量不断下降，我们预期 9 月数据大幅偏离预期的概率将增大。参考过去 30 年季节性，9 月是美国回报率最差的月份，同时伴随着非常高的波动率。
- 策略上，我们建议：①做多 VIX；②美国经济仍有韧性，美股回调即加仓机会；③美股波动可能外溢至 AH 股，关注潜在风险。

■ 权益市场观点:

- 大势：市场本周经历 4 月 7 日以来较大幅度的调整，前期调整较少，短期资金存在止盈需求，调整相对较为健康。在进一步看到增量资金到来之前，市场已经形成了结构性牛市的氛围，突破整数关口附近可能会有波折，但调整的时间预计不会太久，场外资金承接力度较强，仍然看好结构性慢牛趋势。产业层面利好持续释放，汇率下行吸引资金持续流入市场，海外降息概率提升，流动性驱动的市场上行趋势有望持续，但斜率可能适当放缓。
- 资金：交易型外资在汇率持续下行过程中加速布局，长期配置型外资关注度提升。ETF 配置资金和两融余额持续增长，保险资金举牌加速，但散户、基金申购和存款向股市搬家现象暂不明显，成交额持续维持在 2.5 万亿附近，市场仍然以结构化牛市的趋势演进。
- 风格：7 月中旬银行板块见顶后，8 月微盘在市场快速涨势下的空头保护作用失效，微盘涨势告一段落，市场风格从“哑铃”向大盘切换。
- 行业风格：TMT+金融形成新的主线。市场情绪仍然偏强，在市场情绪持续向好、增量资金持续入场和科技创新持续突破的背景下，市场风格大概率沿着长线资金偏好的科技板块内部轮动（硬软轮换、国产海外轮换）和金融板块预期业绩提升的方向（券商、金融科技）布局，低位板块消费、地产、周期跟随指数补涨反弹为副线和主题的趋势。

■ 债券市场观点

- 曲线形态或分“三步走”。随着资金对股票市场回调的分歧加大，以及 8 月份利率期限利差因“股债跷跷板”显著走扩，近期利率来到修复性做多的窗口期，并由短端利率下行带动曲线形态陡峭化，我们认为未来利率曲线形态或呈“三步走”：

证券分析师 芦哲

执业证书：S0600524110003

luzhe@dwzq.com.cn

相关研究

《补贴与竞争：哪些地区和行业内卷更严重？——统一大市场系列研究之一》

2025-09-01

《去年 9 月“以旧换新”密集落地，后续商品零售增速或将承压》

2025-08-31

- (1) 关注货币政策在 9 月至 10 月的信号引导，若货币政策层面有确切性的利好，短端利率下行的态势被确认，较陡的曲线将为长端利率提供做多的安全边际，关注 9 月至 10 月降息预期或重启国债买卖预期发展；
 - (2) 若市场的宽松预期落空，短端利率或重新面临抬升压力，并依次传导到长端利率，10 年期利率或再度开始挑战 1.80% 以上、30 年期利率或拉高至 2.10% 上方；
 - (3) 若宽松预期得以兑现，短端利率稳定或将推动“牛陡”向“牛平”演化，基于当前 >40bp 的期限利差将吸引资金做多长端利率，10 年期利率重回 1.70% 左右。从股市与利率的联动性来看，尽管当前资金预期股市回调而做多利率债进行对冲，但是股市回调后恢复上涨或继续施压债券。当前 10 年期利率应重点关注 8 月 18 日跳空缺口，预计短期 1.80% 仍有较强的阻力，而下破 1.75% 还需要更多利多信号确认。
- 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>