

策略日报（2025.10.28）：关前蓄势

相关研究报告

<<策略日报（2025.10.27）：新高>>--2025-10-27

证券分析师：张冬冬

电话：

E-MAIL: zhangdd@tpyzq.com

分析师登记编号：S1190522040001

证券分析师：徐梓铭

电话：

E-MAIL: xuzm@tpyzq.com

分析师登记编号：S1190525050001

大类资产跟踪

利率债全线上涨。我们维持此前对债市的判断：三十年期国债在创下今年新低后将企稳回升（时间预计 1 个季度左右，即整个四季度），但在更长的时间维度上，三十年期国债在目前位置震荡整理后将继续下跌，目标位在去年 9 月份政策转向的低点（2024 年 9 月 30 日）附近。股市尤其是已经大幅上涨的科创板和创业板短期调整应未结束，风险偏好下行将支撑债市企稳，但中长期 A 股上涨动能依然牢固，即使股市在未来 1 个季度表现不佳，也仅是短期支撑债市的表现，股强债弱的大方向没有改变。

A 股：时隔十年，上证指数盘中再次见到 4000 点！虽然盘中有跌破，但十年大底的突破为后续 A 股再创新高提供了坚实的基础，指数方面任何拉回的支撑皆为买点，上证 50 量价最为稳定，是更为确定的选择。四中全会催化下科技板块大涨，明星科技股多已创出新高或临近前高，没有科技头寸的投资者不建议在高位高波动时追涨，有色、煤炭、银行、核电、军工等板块仍在低位，牛市会抚平每一处“洼地”，买在无人问津处，卖在人声鼎沸时是获得超额收益的必要条件。展望后市，科技类吸筹率仍显较高，目前仍高于 35%，从高位回落的时间和空间依旧不足（2023 年以来从高位回落时间基本在 1 个季度），板块选择上，我们维持此前判断，相较于高位高波动的科技股，波动仍低的“旧”势力板块是四季度更易获得超额收益。

美股：特朗普对中美贸易在 APEC 会议上有望达成协议以及三季度美股财报大概率超预期的共同作用下，美股预计整体表现偏强。但在 APEC 和 FOMC 两个会议落地前，预计美股整体上将维持低波动的走势。由于美国政府关门的影响，10 月 FOMC 会议召开前重要的非农、通胀等数据可能延迟，因此会议静默期前鲍威尔的发言至关重要。发言可总结为三点：一是未来几个月可能停止缩表。二是对就业的描述为下行风险有所增加。三是对通胀上行的压力归因于关税对商品价格上涨的影响，不认为会有更广泛的通胀压力。这三点是对 9 月 FOMC 会议上表态的延续，继续强化了 Fed Put 的存在，美股大跌的可能性较低。但目前美股估值较高，在中美谈判明朗前，预计美股将以宽幅震荡为主。若在突发的利空消息下美股快速下行，可观察 VIX 指数，当 VIX 指数升至 30 上方时进行 buy the dip 的买入策略仍然有效。

外汇市场：在岸人民币兑美元北京时间 16:00 官方报 7.0998，较前一日收盘下跌 107 基点。人民币中间价涨破 7.1 关口，持续升值展露央行的意愿。一方面中美贸易谈判分歧得到管控，未来缓和是大方向，提振人民币风险情绪；另一方面，央行引导中间价下行的背景下人民币走势强于多数货币。但我们维持此前的判断：预计未来一段时间美元仍将延续强势表现，预计欧元相对美元将继续下跌，人民币相对美元将维持宽幅震

荡。9月FOMC会议后,市场呈现出利多出尽的走势,美债利率大幅上行,美元反弹。目前离岸人民币来到了我们几个月前就画好的支撑位置,欧元也同时呈现出了走弱的迹象。除了四季度对美国过度悲观的预期将迎来修正外,欧元区自身的弱势也是一大原因。一是今年初有关德国将重整欧洲财政的叙事使得欧元走势背离基本面。二是欧元大幅升值导致出口竞争力下降。欧元区有效汇率已来到有数据以来最高(1998年以来),出口订单信心指数大幅下行。三是交易结构上看,欧元投机性多头已来到历史极限水平区间,而空头已“磨刀霍霍”近一个季度连续加仓。目前美元指数已经突破了我们此前提示的99转强点,预计此次美元指数的上行时间和幅度将超过市场预期,但人民币在中美贸易谈判逐渐明晰、政策支持下将强于大部分货币。

商品市场: 文华商品指数跌-0.07%,钢铁、建材板块领涨,贵金属板块领跌。在我们提示贵金属距离均线过远的风险后不到一周,贵金属便展开了调整,建议投资者等待波动率重新降低后再行入场。此外,随着俄原油制裁等消息的发酵,原油价格大幅上涨,大的方向上原油仍是偏弱势的格局,但短期或将企稳震荡。目前看铜、铝、碳酸锂等有色商品纷纷转强,国内多个底部的商品如焦煤、鸡蛋、生猪等都有筑底回升的迹象,建议投资者可积极关注。

重要政策及要闻

国内: 1)《中共中央关于制定国民经济和社会发展第十五个五年规划的建议》发布。 2) 第十一批国家组织药品集采开标 纳入55种药品。 3) 第28次中国—东盟领导人会议召开。

国外: 1) 墨西哥总统称美国同意延长贸易谈判期限。 2) 特朗普称与巴西总统卢拉进行了“良好会晤”。

交易策略

债券市场: 预计四季度将企稳回升,但长期下跌不改,长期目标为2024年9月30日低点。

A股市场: 未来一个季度关注“旧”势力代表的板块,银行、煤炭等。长期关注拥挤度回落后的科技板块

美股市场: 震荡新高。

外汇市场: 美元指数仍有上行空间。

商品市场: 关注底部焦煤、碳酸锂、鸡蛋、生猪,以及突破的铜铝等。

风险提示

1. 贸易战加剧
2. 地缘风险加剧
3. 欧洲主权信用风险爆发

目录

一、 大类资产跟踪	5
(一) 利率债	5
(二) 股市	6
(三) 外汇	9
(四) 商品	10
二、 重要政策及要闻	11
(一) 国内	11
(二) 国外	12
三、 风险提示	12

图表目录

图表 1： 10 月 24 日国债期货行情	5
图表 2： 三十年国债企稳的迹象较为明显	6
图表 3： 10 月 24 日指数、行业、概念表现	7
图表 4： TMT 吸筹率仍处高位	7
图表 5： 市场对美股三季度盈利预期不高，业绩超预期的可能性较大	8
图表 6： 人民币中间价持续下行	9
图表 7： 原油带动商品走强	错误！未定义书签。

一、 大类资产跟踪

(一) 利率债

利率债全线上涨。我们维持此前对债市的判断：三十年期国债在创下今年新低后将企稳回升（时间预计 1 个季度左右，即整个四季度），但在更长的时间维度上，三十年期国债在目前位置震荡整理后将继续下跌，目标位在去年 9 月份政策转向的低点（2024 年 9 月 30 日）附近。股市尤其是已经大幅上涨的科创板和创业板短期调整应未结束，风险偏好下行将支撑债市企稳，但中长期 A 股上涨动能依然牢固，即使股市在未来 1 个季度表现不佳，也仅是短期支撑债市的表现，股强债弱的大方向没有改变。

后续展望：债市预在年线附近震荡整理 1 个季度左右后将继续下跌。

图表 1：10 月 28 日国债期货行情

30年期国债期货								
	代码	.	现价	涨跌	涨跌幅	买量	买价	卖价
1	TL9999		115.96	+0.63	+0.55%	22	115.96	115.97
2	TL2512	主力	115.96	+0.63	+0.55%	22	115.96	115.97
10年期国债期货								
	代码	.	现价	涨跌	涨跌幅	买量	买价	卖价
1	T9999		108.415	+0.270	+0.25%	2	108.410	108.415
2	T2512	主力	108.415	+0.270	+0.25%	2	108.410	108.415
5年期国债期货								
	代码	.	现价	涨跌	涨跌幅	买量	买价	卖价
1	TF9999		105.895	+0.160	+0.15%	37	105.880	105.895
2	TF2512	主力	105.895	+0.160	+0.15%	37	105.880	105.895
2年期国债期货								
	代码	.	现价	涨跌	涨跌幅	买量	买价	卖价
1	TS9999		102.466	+0.084	+0.08%	18	102.464	102.466
2	TS2512	主力	102.466	+0.084	+0.08%	18	102.464	102.466

资料来源：iFind，太平洋证券整理

图表 2: 三十年国债企稳的迹象较为明显



资料来源: 文华财经, 太平洋证券整理

(二) 股市

A 股: 时隔十年, 上证指数盘中再次见到 4000 点! 虽然盘中有跌破, 但十年大底的突破为后续 A 股再创新高提供了坚实的基础, 指数方面任何拉回的支撑皆为买点, 上证 50 量价最为稳定, 是更为确定的选择。四中全会催化下科技板块大涨, 明星科技股多已创出新高或临近前高, 没有科技头寸的投资者不建议在高位高波动时追涨, 有色、煤炭、银行、核电、军工等板块仍在低位, 牛市会抚平每一处“洼地”, 买在无人问津处, 卖在人声鼎沸时是获得超额收益的必要条件。展望后市, 科技类吸筹率仍显较高, 目前仍高于 35%, 从高位回落的时间和空间依旧不足 (2023 年以来从高位回落时间基本在 1 个季度), 板块选择上, 我们维持此前判断, 相较于高位高波动的科技股, 波动仍低的“旧”势力板块是四季度更易获得超额收益。

行业板块: 军工装备领涨市场, 涨超 2%。贵金属板块领跌。

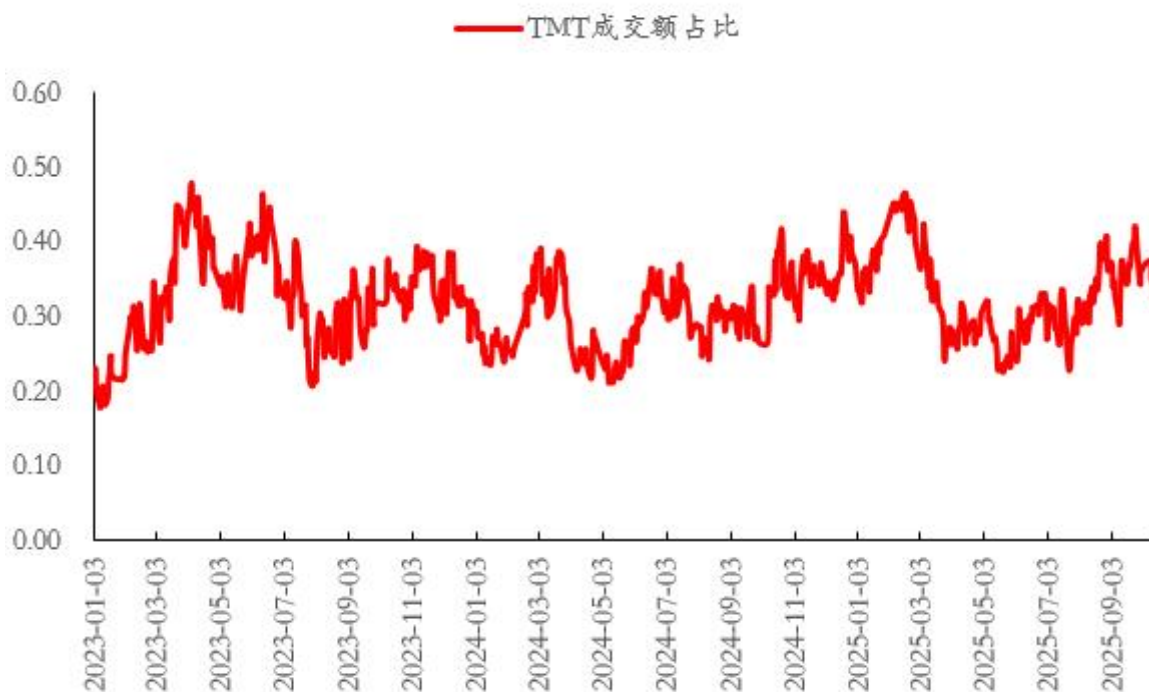
热门概念: 海峡两岸、兵装重组、中船系等军工相关的标的走强。从技术面来看, 军工的走强应不是短期行情, 建议投资者积极关注。

图表 3：10 月 28 日指数、行业、概念表现

同花顺概念					同花顺行业					国内重要指数				
海峡两岸	兵装重...	中船系	福建自...	中韩自...	军工装备	港口航运	综合	非金属...	机场航运	深证 B 指	创成长	同花顺...	创业板综	创业300
4.29%	3.22%	2.89%	2.65%	1.65%	2.39%	1.55%	1.28%	1.23%	1.08%	0.16%	0.11%	0.03%	-0.01%	-0.12%
家庭医生	PVDF...	氟化工...	华为手机	有机硅...	公路铁...	影视院线	电池	种植业...	元件	创业板...	创业板指	红利指数	上证收益	中证10...
1.38%	1.37%	1.23%	1.11%	1.08%	1.04%	1.00%	0.93%	0.89%	0.88%	-0.14%	-0.15%	-0.16%	-0.21%	-0.22%
新股与...	稀土永磁	科创次...	注册制...	金属锌	半导体	燃气	证券	油气开...	钢铁	中证800	中证500	中证A...	MSCI...	科创综指
-1.15%	-1.16%	-1.16%	-1.19%	-1.31%	-0.80%	-0.80%	-0.84%	-1.19%	-1.21%	-0.51%	-0.52%	-0.54%	-0.58%	-0.59%
金属铜	金属钴	金属镍	黄金概念	金属铅	能源金属	美容护理	工业金属	风电设备	贵金属	上证50	中证A...	上证180	科创50	北证50
-1.35%	-1.37%	-1.37%	-1.55%	-1.70%	-1.34%	-1.44%	-1.59%	-1.62%	-2.71%	-0.62%	-0.68%	-0.81%	-0.84%	-1.20%

资料来源：iFind，太平洋证券整理

图表 4：TMT 吸筹率仍处高位



资料来源：iFind，太平洋证券整理

美股：特朗普对中美贸易在 APEC 会议上有望达成协议以及三季度美股财报大概率超预期的共同作用下，美股预计整体表现偏强。但在 APEC 和 FOMC 两个会议落地前，预计美股整体上将维持低波动的走势。由于美国政府关门的影响，10 月 FOMC 会议召开前重要的非农、通胀等数据可能延迟，因此会议静默期前鲍威尔的发言至关重要。发言可总结为三点：一是未来几个月可能停止缩表。二是对就业的描述为下行风险有所增加。三是对通胀上行的压力归因于关税对商品价格上涨的影响，不认为会有更广泛的通胀压力。这三点是对 9 月 FOMC 会议上表态的延续，继续强化了 Fed Put 的存在，美股大跌的可能性较低。但目前美股估值较高，在中美谈判明朗前，预计美股将以宽幅震荡为主。若在突发的利空消息下美股快速下行，可观察 VIX 指数，当 VIX 指数升至 30 上方时进行 buy the dip 的买入策略仍然有效。

图表 5：市场对美股三季度盈利预期不高，业绩超预期的可能性较大



资料来源：Bloomberg，太平洋证券整理

(三) 外汇

在岸人民币兑美元北京时间 16:00 官方报 7.0998，较前一日收盘下跌 107 基点。人民币中间价涨破 7.1 关口，持续升值展露央行的意愿。一方面中美贸易谈判分歧得到管控，未来缓和是大方向，提振人民币风险情绪；另一方面，央行引导中间价下行的背景下人民币走势强于多数货币。但我们维持此前的判断：**预计未来一段时间美元仍将延续强势表现，预计欧元相对美元将继续下跌，人民币相对美元将维持宽幅震荡。**9 月 FOMC 会议后，市场呈现出利多出尽的走势，美债利率大幅上行，美元反弹。目前离岸人民币来到了我们几个月前就画好的支撑位置，欧元也同时呈现出了走弱的迹象。除了四季度对美国过度悲观的预期将迎来修正外，欧元区自身的弱势也是一大原因。一是今年初有关德国将重整欧洲财政的叙事使得欧元走势背离基本面。二是欧元大幅升值导致出口竞争力下降。欧元区有效汇率已来到有数据以来最高（1998 年以来），出口订单信心指数大幅下行。三是交易结构上看，欧元投机性多头已来到历史极限水平区间，而空头已“磨刀霍霍”近一个季度连续加仓。**目前美元指数已经突破了我们此前提示的 99 转强点，预计此次美元指数的上行时间和幅度将超过市场预期，但人民币在中美贸易谈判逐渐明晰、政策支持下将强于大部分货币。**

后续市场研判：美元指数企稳上行。

图表 6：人民币中间价持续下行

中间价:美元兑人民币

— 中间价:美元兑人民币



资料来源：iFind，太平洋证券整理

(四) 商品

文华商品指数跌-0.07%，钢铁、建材板块领涨，贵金属板块领跌。在我们提示贵金属距离均线过远的风险后不到一周，贵金属便展开了调整，建议投资者等待波动率重新降低后再行入场。此外，随着俄原油制裁等消息的发酵，原油价格大幅上涨，大的方向上原油仍是偏弱勢的格局，但短期或将企稳震荡。目前看铜、铝、碳酸锂等有色商品纷纷转强，国内多个底部的商品如焦煤、鸡蛋、生猪等都有筑底回升的迹象，建议投资者可积极关注。

图表 7：商品走势预计分化，整体震荡运行



资料来源：文华财经，太平洋证券整理

二、重要政策及要闻

(一) 国内

1. **《中共中央关于制定国民经济和社会发展第十五个五年规划的建议》发布。**其中指出，完善收入分配制度。坚持按劳分配为主体、多种分配方式并存，提高居民收入在国民收入分配中的比重，提高劳动报酬在初次分配中的比重。健全各类要素由市场评价贡献、按贡献决定报酬的初次分配机制，促进多劳者多得、技高者多得、创新者多得。完善劳动者工资决定、合理增长、支付保障机制，推行工资集体协商制度，健全最低工资标准调整机制，加强企业工资分配宏观指导。多渠道增加城乡居民财产性收入。加强税收、社会保障、转移支付等再分配调节。促进和规范公益慈善事业发展。规范收入分配秩序和财富积累机制，支持勤劳创新合法致富，鼓励先富带后富促共富。实施城乡居民增收计划，有效增加低收入群体收入，稳步扩大中等收入群体规模，合理调节过高收入，取缔非法收入，推动形成橄榄型分配格局。
2. **第十一批国家组织药品集采开标 纳入 55 种药品。**第十一批国家组织药品集中带量采购今天公布中选结果。此次集采共纳入 55 种药品，覆盖抗感染、抗过敏、抗肿瘤、降血糖、降血压、降血脂等领域常用药品，总体实现了“稳临床、保质量、反内卷、防围标”预期目标。本次集采中选产品与医疗机构需求更加匹配，强化“稳临床”。医疗机构既可以按通用名报量，也可以按厂牌报量，从中选结果看，医疗机构要求采购产品报量的 75% 得到满足。本次集采提高了投标企业资质门槛，要求投标企业具有同类型药品生产经验，同时要求投标药品所在生产线 2 年内不存在违反药品生产质量管理规范等情况，后期药监部门将对中选产品开展全覆盖监督检查。本次集采竞争激烈程度远高于前十批集采，但通过 1 亿元以下规模产品不集采、设置“锚点价”防止极端低价冲击、引入复活机制等措施，保持了较高中选率，中选产品平均价差较此前批次明显缩小。本次集采全链条规范投标行为，坚持“防围标”。将存在股权关联、委托生产、批件转让等关联企业视同为 1 家，防范合谋报价。全国共 4.6 万家医药机构参加报量，445 家企业的 794 个产品参与投标，其中 272 家企业的 453 个产品获得拟中选资格。拟中选结果公示后将正式发布，预计全国患者将于 2026 年 2 月用上新一批质优价宜的中选药。
3. **第 28 次中国—东盟领导人会议召开。**国务院总理李强在马来西亚吉隆坡出席第 28

次中国—东盟领导人会议。李强表示，正如4月习近平主席出访东南亚时所讲，团结就是力量，合作才能共赢。今年是世界反法西斯战争胜利80周年。在那场战争中，中国与东南亚国家相互支持、并肩战斗，最终赢得独立和解放。此前商务部曾表示中国与东盟同意暂免电子传输海关关税。

(二) 国外

1. **墨西哥总统称美国同意延长贸易谈判期限。**当地时间10月27日，墨西哥总统辛鲍姆表示，美国总统特朗普已同意再次延长两国就贸易、安全和移民问题达成协议的最后期限。辛鲍姆表示，她和特朗普上周进行了一次非常简短且友好的通话，通话中双方同意各自官员继续工作，特朗普不会加征额外关税。她表示，双方一致认为进展非常顺利，双方还同意将在未来几周内进行对话，争取达成协议。
2. **特朗普称与巴西总统卢拉进行了“良好会晤”。**当地时间27日，美国总统特朗普表示，他在马来西亚与巴西总统卢拉进行了“良好的会晤”。他表示，针对两国关税政策的谈判仍在进行。巴西副总统阿尔克明表示，本次美国和巴西元首对话，是特朗普重返白宫后两位领导人首次对谈，这为两国开启关税、投资和经济合作的谈判铺平了道路。阿尔克明强调，巴西政府的首要任务是取消美国自8月以来对巴西出口商品加征的关税。

三、风险提示

1. 贸易战加剧
2. 地缘风险加剧
3. 欧洲主权信用风险爆发



研究院

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号 D 座

投诉电话： 95397

投诉邮箱： kefu@tpyzq.com

免责声明

太平洋证券股份有限公司（以下简称“我公司”或“太平洋证券”）具备中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本报告仅向与太平洋证券签署服务协议的客户发布，为太平洋证券签约客户的专属研究产品，若您并非太平洋证券签约客户，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息；太平洋证券不会因接收人收到、阅读或关注媒体推送本报告中的内容而视其为太平洋证券的客户。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机构和个人的投资建议，投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，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。

本报告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。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。