

策略日报（2025.10.23）：四中全会确定主线

相关研究报告

<<策略日报（2025.10.22）：关注红利等防守板块>>--2025-10-22

<<策略日报（2025.10.21）：量能未放大是隐忧>>--2025-10-21

<<策略日报（2025.10.20）：量能萎缩，防守为主>>--2025-10-20

<<流动性与仓位周观察——10月第2期：杠杆资金净流出>>--2025-10-21

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

利率债全线下跌。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），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：红利指数领涨，“旧”势力行情延续了强势表现，我们维持10月以来的判断：未来一个季度以煤炭、银行、养殖为代表的“旧”势力会重新吸引市场关注。同时今日四中全会确立了未来围绕AI（产业领域关键词，产业中出现次数最多）为核心的科技板块以及推进统一相关的军工题材会是未来5年的行情主线，一旦科技板块的拥挤度得以释放，科技仍是主旋律。今日行情正如我们此前持续强调的，科技过高的吸筹率和波动率将使得追高极难获得超额收益，仍在低位的煤炭、银行、光伏、养殖、核电预计在四季度会有不错的表现，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）。

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7.1229，较前一日收盘下跌28基点。人民币中间价收复7.1关口，创2024年10月21日以来新高，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。

商品市场：文华商品指数涨 1.11%，石油、和新能源板块领涨。在上周我们提示贵金属距离均线过远的风险后，贵金属随后不久便展开了调整，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，预计短期将带动商品整体震荡偏强。目前看国内多个底部的商品如焦煤、碳酸锂、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) 中美将在马来西亚举行经贸磋商。 2) 四中全会公报中强调推进祖国统一、大力提振消费、扩大有效投资、培育壮大新兴产业和未来产业等。3) 9 月份全社会用电量同比增长 4.5%。

国外：1) 特朗普称中美会在 APEC 峰会上达成贸易协议，但中美元首未必见面。 2) 特朗普称取消与普京在布达佩斯的会面。 3) 欧方称将与中方举行会谈讨论稀土出口管制问题。

交易策略

债券市场：预计未来一个季度将企稳回升，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	11
三、 风险提示	12

图表目录

图表 1: 10 月 23 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 23 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: 商品预计后续弱势运行	错误! 未定义书签。

一、 大类资产跟踪

(一) 利率债

利率债全线下跌。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），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 23 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		115.21	-0.39	-0.34%	51	115.20	115.21
2	TL2512	主力	115.21	-0.39	-0.34%	51	115.20	115.21
10年期国债期货								
	代码	.	现价	涨跌	涨跌幅	买量	买价	卖价
1	T9999		108.035	-0.125	-0.12%	344	108.030	108.035
2	T2512	主力	108.035	-0.125	-0.12%	344	108.030	108.035
5年期国债期货								
	代码	.	现价	涨跌	涨跌幅	买量	买价	卖价
1	TF9999		105.645	-0.070	-0.07%	32	105.645	105.650
2	TF2512	主力	105.645	-0.070	-0.07%	32	105.645	105.650
2年期国债期货								
	代码	.	现价	涨跌	涨跌幅	买量	买价	卖价
1	TS9999		102.336	-0.016	-0.02%	73	102.336	102.338
2	TS2512	主力	102.336	-0.016	-0.02%	73	102.336	102.338

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：红利指数领涨，“旧”势力行情延续了强势表现，我们维持 10 月以来的判断：未来一个季度以煤炭、银行、养殖为代表的“旧”势力会重新吸引市场关注。同时今日四中全会确立了未来围绕 AI（产业领域关键词，产业中出现次数最多）为核心的科技板块以及推进统一相关的军工题材会是未来 5 年的行情主线，一旦科技板块的拥挤度得以释放，科技仍是主旋律。今日行情正如我们此前持续强调的，科技过高的吸筹率和波动率将使得追高极难获得超额收益，仍在低位的煤炭、银行、光伏、养殖、核电预计在四季度会有不错的表现，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）。

行业板块：煤炭、能源金属领涨，创新药领跌。从趋势上看，煤炭大的趋势仍在，创新药未见止跌迹象。

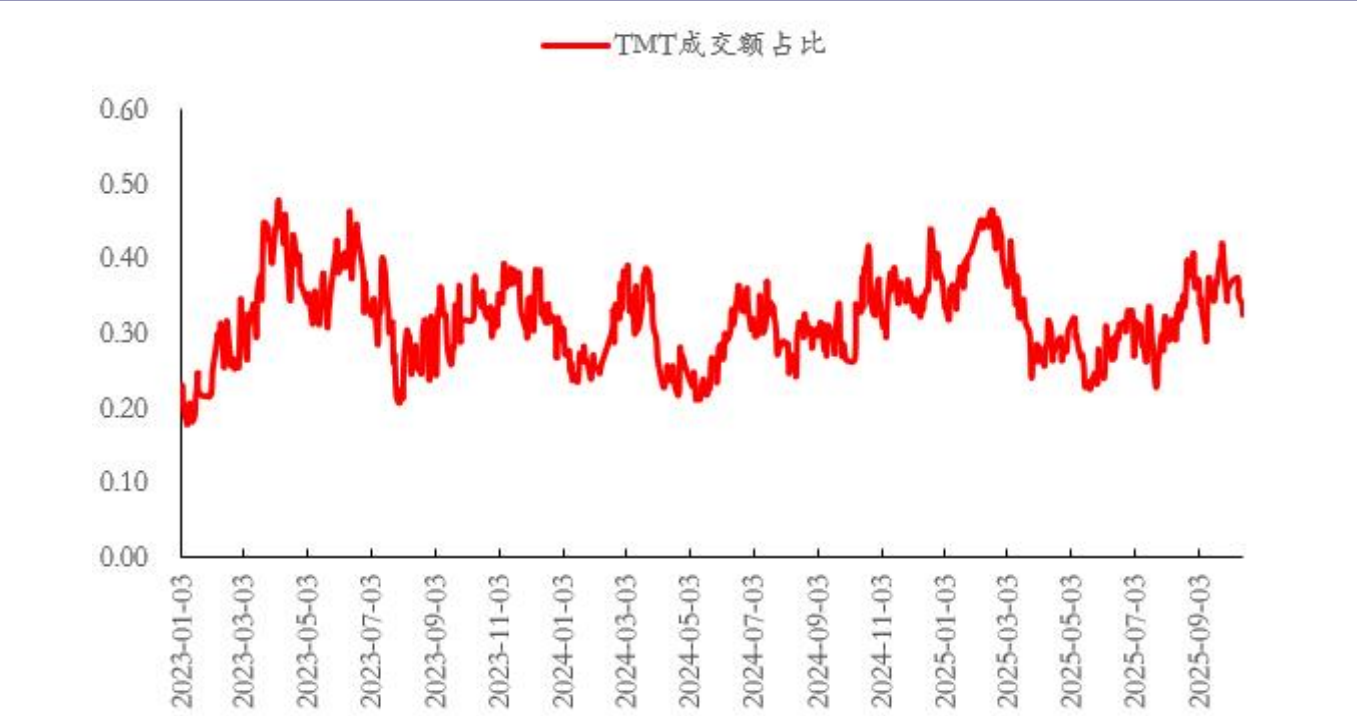
热门概念：消息面上深圳力争 2027 年底境内外上市公司总市值突破 20 万亿的信息催化了深圳国企改革概念板块。培育钻石、创新药概念领跌。

图表 3：10 月 23 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				
深圳国...	赛马概念	MLOp...	超导概念	煤炭概念	煤炭开...	能源金属	影视院线	文化传媒	其他社...	红利指数	上证50	中证A...	沪深300	上证180
6.62%	2.45%	2.41%	2.03%	1.97%	3.99%	2.97%	2.55%	1.50%	1.50%	0.81%	0.56%	0.43%	0.30%	0.30%
量子科技	盐湖提锂	短剧游戏	共享单车	注册制...	港口航运	工业金属	软件开发	证券	多元金融	中证A...	中证800	B 股指数	MSCI...	深证300
1.96%	1.79%	1.77%	1.58%	1.55%	1.42%	1.40%	1.12%	1.12%	1.09%	0.29%	0.27%	0.27%	0.26%	0.23%
稀土永磁	仿制药...	华为手机	同花顺...	创新药	电机	厨卫电器	半导体	金属新...	其他电...	中小综指	创价值	创业300	创业板综	中证10...
-0.95%	-0.97%	-0.99%	-1.00%	-1.04%	-0.53%	-0.56%	-0.89%	-0.98%	-1.01%	0.08%	0.07%	0.03%	0.02%	-0.06%
细胞免...	重组蛋白	铜缆高...	共封装...	培育钻石	化学制药	生物制品	油气开...	非金属...	工程机械	深证 B 指	科创50	创成长	科创综指	北证50
-1.05%	-1.15%	-1.24%	-1.32%	-2.94%	-1.12%	-1.29%	-2.23%	-2.31%	-2.72%	-0.12%	-0.30%	-0.51%	-0.66%	-1.07%

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 7.1229, 较前一日收盘下跌 28 基点。人民币中间价收复 7.1 关口, 创 2024 年 10 月 21 日以来新高, 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。

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

文华商品指数涨 1.11%，石油、和新能源板块领涨。在上周我们提示贵金属距离均线过远的风险后，贵金属随后不久便展开了调整，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，预计短期将带动商品整体震荡偏强。目前看国内多个底部的商品如焦煤、碳酸锂、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：原油带动商品走强



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. **中美将在马来西亚举行经贸磋商。** 商务部新闻发言人就中美经贸磋商有关问题答记者问上确认“经中美双方商定，中共中央政治局委员、国务院副总理何立峰将于 10 月 24 日至 27 日率团赴马来西亚与美方举行经贸磋商。双方将按照今年以来两国元首历次通话重要共识，就中美经贸关系中的重要问题进行磋商。”
2. **四中全会公报中强调推进祖国统一、大力提振消费、扩大有效投资、培育壮大新兴产业和未来产业等。** 全会提出建设现代化产业体系，巩固壮大实体经济根基。要优化提升传统产业，培育壮大新兴产业和未来产业，促进服务业优质高效发展，构建现代化基础设施体系。建设强大国内市场，加快构建新发展格局。坚持扩大内需这个战略基点，坚持惠民生和促消费、投资于物和投资于人紧密结合，以新需求引领新供给，以新供给创造新需求，促进消费和投资、供给和需求良性互动，增强国内大循环内生动力和可靠性。要大力提振消费，扩大有效投资，坚决破除阻碍全国统一大市场建设卡点堵点。全会强调要坚持和加强党中央集中统一领导，推进社会主义民主法治建设，充分调动全社会投身中国式现代化建设的积极性主动性创造性。促进香港、澳门长期繁荣稳定，推动两岸关系和平发展、推进祖国统一大业，推动构建人类命运共同体。
3. **9 月份全社会用电量同比增长 4.5%。** 国家能源局今天（10 月 23 日）发布用电量数据显示，9 月份，全社会用电量 8886 亿千瓦时，同比增长 4.5%。从分产业用电看，第一产业用电量 129 亿千瓦时，同比增长 7.3%；第二产业用电量 5705 亿千瓦时，同比增长 5.7%；第三产业用电量 1765 亿千瓦时，同比增长 6.3%；城乡居民生活用电量 1287 亿千瓦时，同比下降 2.6%。1—9 月，全社会用电量累计 77675 亿千瓦时，同比增长 4.6%。

(二) 国外

1. **特朗普称中美会在 APEC 峰会上达成贸易协议，但中美元首未必见面。** 对此外交部回应道元首外交对中美关系发挥着不可替代的战略引领作用，中美两国元首保持着密切

的交往和沟通。

2. **特朗普称取消与普京在布达佩斯的会面。**当地时间 10 月 22 日，美国总统特朗普表示，他认为与俄罗斯总统普京会面“不合适”，所以取消了和普京在布达佩斯的会面。特朗普表示，他认为是时候对俄罗斯实施制裁了，他希望制裁不会持续太久。
3. **欧方称将与中方举行会谈讨论稀土出口管制问题。**欧盟委员会官员表示，欧盟和中国官员已同意在布鲁塞尔会面，就中国稀土出口管制问题进行紧急会谈。

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。