

策略日报（2025.10.22）：关注红利等防守板块

大类资产跟踪

相关研究报告

<<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：吴步升

电话：

E-MAIL: wubs@tpyzq.com

分析师登记编号：S1190524110002

利率债长端小幅收涨，短端持平。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：市场全天震荡调整，成交额继续缩量。今日市场成交额1.69万亿，较上一交易日缩量，个股跌多涨少。市场今日呈现出情绪走低，量能继续萎缩，维持指数将处于震荡整理区间的判断。**我们维持此前的判断：预计以煤炭、银行、养殖等为代表的“旧”势力的强势不会只是一日行情，未来一个季度“旧”势力或将重新获得市场的关注。**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30%，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：三大指数涨跌不一，道琼斯涨0.47%，标普500持平，纳斯达克跌0.16%。鲍威尔发言为10月降息打开大门，并直言未来几个月将停止缩表，发言刺激了风险资产上涨，但投资者可能对中美贸易谈判的风险有所低估。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7.1177，较前一日收盘下跌53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 0.46%，石油、聚酯、煤炭板块领涨，贵金属、油脂、农产品板块领跌。煤炭进入需求旺季，供给最大时期或已过去，可进行关注。多晶硅本周消息指向更多供给端的利好政策未来即将出台。目前贵金属仍未见明显走弱迹象，但距离长期均线已经过远，调整可能随时到来，原油已大幅下跌并跌破了之前反弹的低点。除个别强势品种外，商品整体仍显弱势，我们此前设置的 9 月 23 日低点作为止损的价格已经跌破，建议投资者设好止损，谨慎做空。

重要政策及要闻

国内：1) 9 月定期存款利率持续小幅下跌。 2) 前三季度我国涉外收支总规模创历史同期新高。

国外：1) 报道：高市早苗政府在最终确定对美采购计划，或包括大豆、皮卡和液化天然气。 2) 日本首相高市早苗正在准备经济刺激举措，预计将超过去年的 13.9 万亿日元。 3) 俄乌进程一波三折：“特普会”筹备遇阻，欧洲首次明确响应特朗普，呼吁“立即停火”。

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。

美股市场：暂时观望，等待 buy the dip 的机会。

外汇市场：美国例外论回归助力美元指数上行。

商品市场：谨慎做空。

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	10
(一) 国内	10
(二) 国外	11
三、 风险提示	11

图表目录

图表 1： 10 月 22 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 22 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： VIX 指数 30 以上时可对美股进行 buy the dip 买入.....	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	10

一、 大类资产跟踪

(一) 利率债

利率债长端小幅收涨，短端持平。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 22 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		115.61	+0.12	+0.10%	2	115.60	115.61
2	TL2512	主力	115.61	+0.12	+0.10%	2	115.60	115.61
3	TL2603		115.31	+0.12	+0.10%	1	115.30	115.31
10年期国债期货								
	代码	.	现价	涨跌	涨跌幅	买量	买价	卖价
1	T9999		108.145	+0.025	+0.02%	47	108.145	108.150
2	T2512	主力	108.145	+0.025	+0.02%	47	108.145	108.150
3	T2603		107.835	+0.025	+0.02%	6	107.830	107.835
5年期国债期货								
	代码	.	现价	涨跌	涨跌幅	买量	买价	卖价
1	TF9999		105.735	+0.040	+0.04%	8	105.725	105.735
2	TF2512	主力	105.735	+0.040	+0.04%	8	105.725	105.735
3	TF2603		105.625	+0.015	+0.01%	3	105.620	105.635
2年期国债期货								
	代码	.	现价	涨跌	涨跌幅	买量	买价	卖价
1	TS9999		102.358	-0.004	-0.00%	49	102.356	102.360
2	TS2512	主力	102.358	-0.004	-0.00%	49	102.356	102.360
3	TS2603		102.278	-0.002	-0.00%	5	102.276	102.282

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：市场全天震荡调整，成交额继续缩量。今日市场成交额 1.69 万亿，较上一交易日缩量，个股跌多涨少。市场今日呈现出情绪走低，量能继续萎缩，维持指数将处于震荡整理区间的判断。维持此前的判断：预计以煤炭、银行、养殖等为代表的“旧”势力的强势不会只是一日行情，未来一个季度“旧”势力或将重新获得市场的关注。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：石油石化、银行、家电领涨，有色金属、电力设备、农林牧渔领跌。

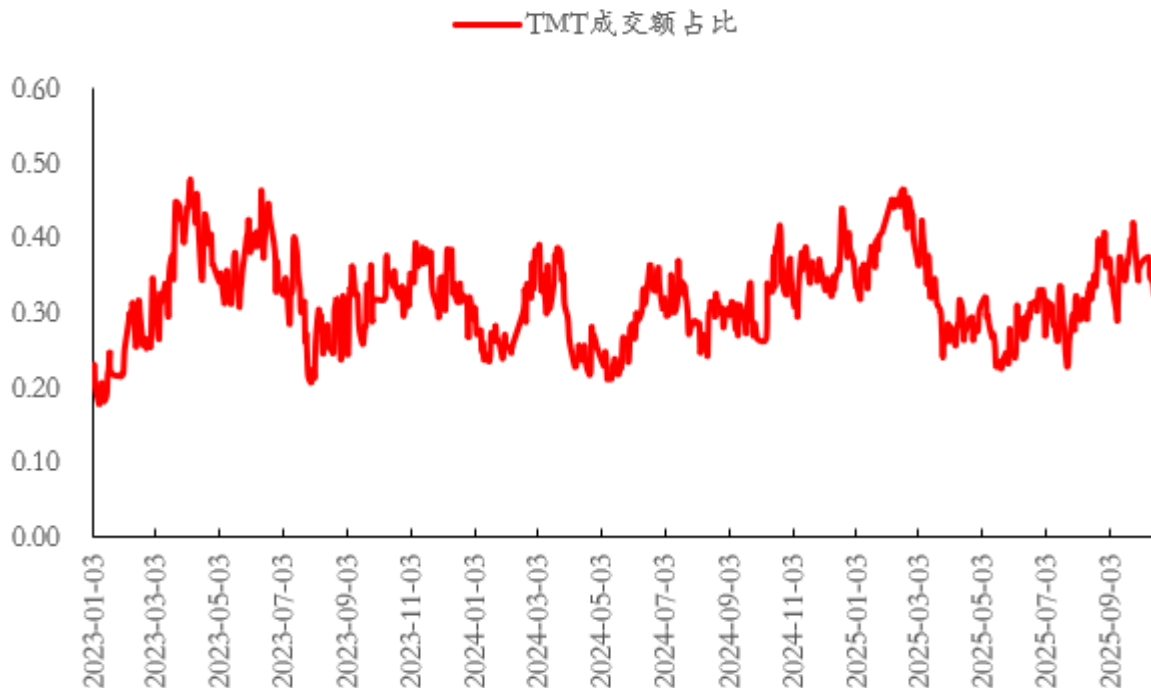
热门概念：可燃冰、页岩气、天津自贸区概念领涨，海南自贸区、石墨电极、黄金等概念领跌。

图表3：10月22日指数、行业、概念表现

同化概念					同化行业					国内主要指数				
可燃冰 4.06%	页岩气 2.29%	天津自... 2.03%	特色小镇 1.95%	人造肉 1.81%	油气开... 3.66%	工程机械 3.03%	风电设备 2.42%	房地产 1.88%	石油加... 1.17%	北证50 0.87%	红利指数 0.15%	上证50 0.09%	上证收益 -0.06%	A股指数 -0.06%
赛马概念 1.40%	租售同权 1.26%	俄乌冲... 1.13%	ST板块 1.03%	NMN... 0.95%	银行 0.99%	医药商业 0.90%	教育 0.86%	专用设备 0.76%	小家电 0.73%	科创50 -0.06%	上证指数 -0.07%	同花顺... -0.12%	科创综指 -0.18%	沪深300 -0.33%
金属锌 -1.32%	氟化工... -1.34%	稀土永磁 -1.37%	钠离子... -1.38%	柔性直... -1.41%	小金属 -0.96%	汽车整车 -0.97%	证券 -1.02%	其他电... -1.06%	港口航运 -1.22%	深证300 -0.62%	中小100 -0.67%	中小300 -0.67%	创业300 -0.73%	创业板... -0.77%
自由贸... -1.53%	金属铅 -1.77%	黄金概念 -1.98%	石墨电极 -2.34%	海南自... -2.61%	金属新... -1.24%	电池 -1.62%	燃气 -1.64%	煤炭开... -1.72%	贵金属 -4.14%	创业板指 -0.79%	中证500 -0.80%	上证380 -0.80%	深证B指 -0.88%	创价值 -0.89%

资料来源：iFind，太平洋证券整理

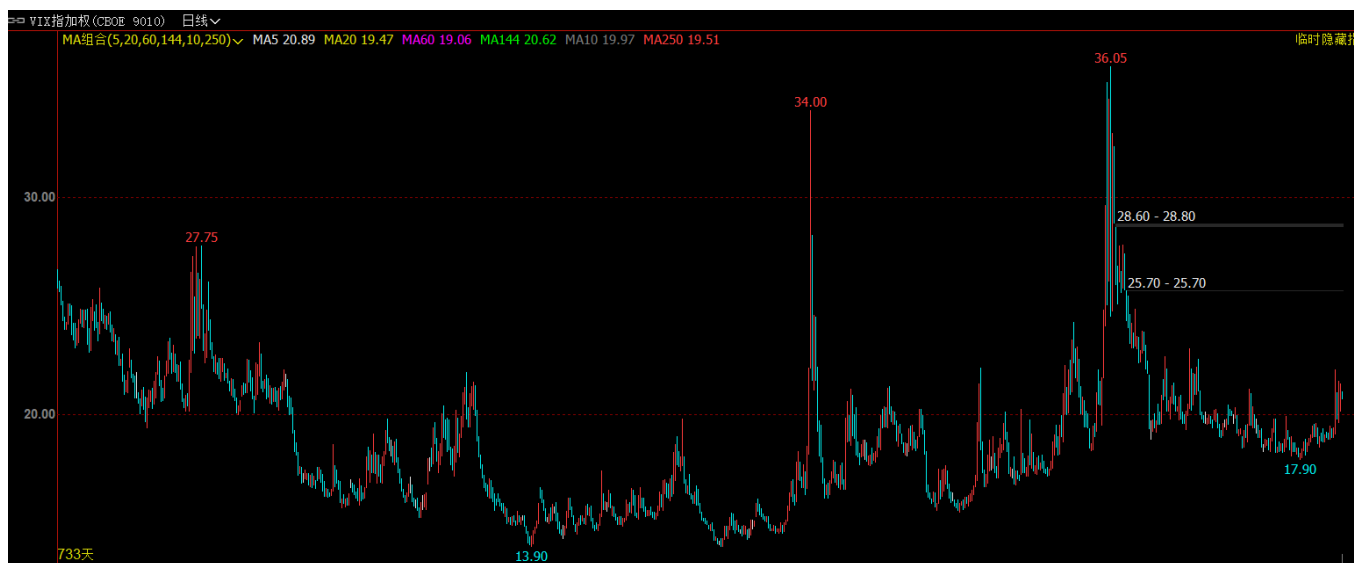
图表4：TMT 吸筹率仍处高位



资料来源：iFind，太平洋证券整理

美股：三大指数涨跌不一，道琼斯涨 0.47%，标普 500 持平，纳斯达克跌 0.16%。鲍威尔发言为 10 月降息打开大门，并直言未来几个月将停止缩表，发言刺激了风险资产上涨，但投资者可能对中美贸易谈判的风险有所低估。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: VIX 指数 30 以上时可对美股进行 buy the dip 买入



资料来源：文华财经，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 7.1237，较前一日收盘涨 60 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 0.46%，石油、聚酯、煤炭板块领涨，贵金属、油脂、农产品板块领跌。煤炭进入需求旺季，供给最大时期或已过去，可进行关注。多晶硅本周消息指向更多供给端的利好政策未来即将出台。目前贵金属仍未见明显走弱迹象，但距离长期均线已经过远，调整可能随时到来，原油已大幅下跌并跌破了之前反弹的低点。除个别强势品种外，商品整体仍显弱势，我们此前设置的 9 月 23 日低点作为止损的价格已经跌破，建议投资者设好止损，谨慎做空。

图表7：商品预计后续弱势运行



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. 9月定期存款利率持续小幅下跌。融 360 统计数据显示，2025 年 9 月，银行整存整

取存款 3 个月期平均利率为 0.944%，6 个月期平均利率为 1.147%，1 年期平均利率为 1.277%，2 年期平均利率为 1.367%，3 年期平均利率为 1.688%，5 年期平均利率为 1.519%。

2. **前三季度我国涉外收支总规模创历史同期新高。** 国家外汇管理局 10 月 22 日发布数据显示，今年前三季度，我国涉外收支总规模 11.6 万亿美元，创历史同期新高。跨境资金净流入 1197 亿美元，银行结售汇顺差 632 亿美元，均高于上年同期水平。今年以来，我国外汇市场运行稳健、预期平稳，表现出较强的韧性和活力。

(二) 国外

1. **报道：高市早苗政府在最终确定对美采购计划，或包括大豆、皮卡和液化天然气。** 路透援引消息人士称，日本首相高市早苗将在会谈中告诉特朗普，日本将购买美国大豆、皮卡和液化天然气。
2. **日本首相高市早苗正在准备经济刺激举措，预计将超过去年的 13.9 万亿日元。** 日本的经济刺激计划将围绕三大支柱展开：对抗通胀的措施、对成长型产业的投资、国家安全。该方案的具体规模仍在最终确定中，最早可能在下个月公布。
3. **俄乌进程一波三折：“特普会”筹备遇阻，欧洲首次明确响应特朗普，呼吁“立即停火”。** 欧洲多国领导人 21 日签署联合声明，支持以当前战线为基础立即停火并启动和谈。但俄外长表示，“立即停火”主张等同于无视冲突根源，且违背了俄美两国总统此前达成的共识。这为原定本周举行的预备会议蒙上阴影，也使特朗普此前宣布的“两周内”将举行“特普会”面临变数。

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。