

策略日报（2025.10.21）：量能未放大是隐忧

相关研究报告

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

证券分析师：张冬冬

E-MAIL: zhangdd@tpyzq.com

分析师登记编号：S1190522040001

证券分析师：吴步升

E-MAIL: wubs@tpyzq.com

分析师登记编号：S1190524110002

大类资产跟踪

利率债日内呈V型走势，收盘小幅上涨，长端涨幅大于短端。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：市场全天震荡走高，沪指重回3900。今日市场成交额1.89万亿，较上一交易日小幅放量，个股呈现普涨态势，近4400只个股上涨。市场今日呈现出情绪企稳好转态势，但量能未明显走强，我仍然认为将处于震荡整理区间。**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：三大指数齐涨，道琼斯涨1.12%，标普500涨1.07%，纳斯达克涨1.37%。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: 文华商品指数跌 0.1%, 贵金属、玉米、生猪板块领涨, 煤炭、建材、新能源板块领跌。。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) 2025 年前三季度国内居民出游人次 49.98 亿。 2) 广东: 鼓励地市设立“模型券”, 支持企业购买工业模型服务。 3) DeepSeek-OCR 上线超算互联网 免费在线推理。 4) 浙江: 拟将智能体产品与服务依法纳入政府采购支持创新产品范围。

国外: 1) 报道: 日本央行官员认为下周没必要急于加息。 2) 高市早苗当选日本首相。 3) 白宫经济顾问哈塞特: 美国政府关门“可能在本周某个时候结束”。 4) 澳总理访白宫送“礼包”, 和特朗普签 85 亿美元关键矿物项目协议, 还买军火。

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	12

图表目录

图表 1： 10 月 21 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 21 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

利率债日内呈 V 型走势，收盘小幅上涨，长端涨幅大于短端。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版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 21 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		115.59	+0.18	+0.16%	36	115.58 115.59
2	TL2512	主力	115.59	+0.18	+0.16%	36	115.58 115.59
3	TL2603		115.30	+0.17	+0.15%	2	115.29 115.31
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	+0.055	+0.05%	9	108.140 108.145
2	T2512	主力	108.145	+0.055	+0.05%	9	108.140 108.145
3	T2603		107.825	+0.025	+0.02%	2	107.810 107.830
5年期国债期货							
	代码		现价	涨跌	涨跌幅	买量	买价 卖价
1	TF9999		105.715	+0.055	+0.05%	18	105.710 105.720
2	TF2512	主力	105.715	+0.055	+0.05%	18	105.710 105.720
3	TF2603		105.615	+0.035	+0.03%	7	105.615 105.625
2年期国债期货							
	代码		现价	涨跌	涨跌幅	买量	买价 卖价
1	TS9999		102.372	+0.036	+0.04%	22	102.368 102.370
2	TS2512	主力	102.372	+0.036	+0.04%	22	102.368 102.370
3	TS2603		102.290	+0.034	+0.03%	1	102.286 102.290

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：市场全天震荡走高，沪指重回 3900。今日市场成交额 1.89 万亿，较上一交易日小幅放量，个股呈现普涨态势，近 4400 只个股上涨。市场今日呈现出情绪企稳好转态势，但量能未明显走强，我仍然认为将处于震荡整理区间。**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 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：通信，电子、建筑装饰领涨，煤炭领跌。

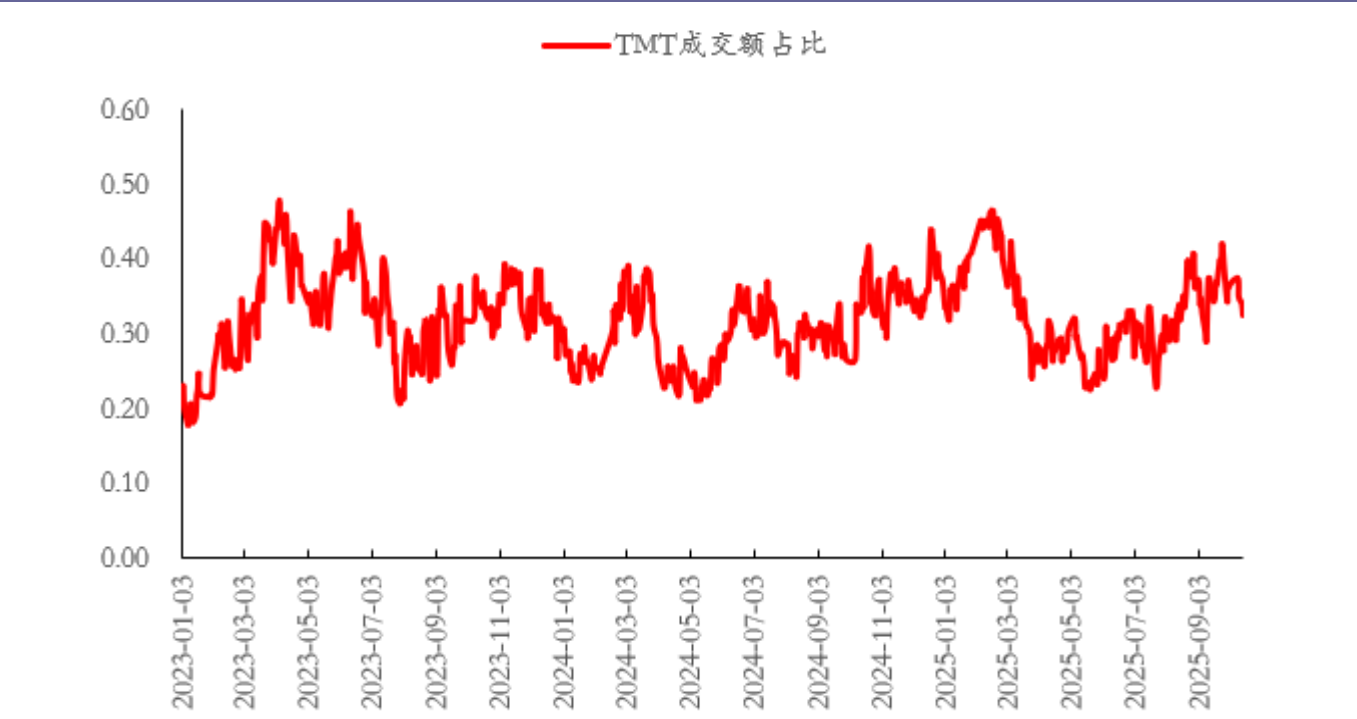
热门概念：可燃冰、同花顺果指数、页岩气概念领涨，贵金属、燃气等概念领跌。

图表3：10月21日指数、行业、概念表现

同化顺概念					同化顺行业					国内主要指数				
可燃冰 5.51%	同花顺... 4.63%	页岩气 4.33%	培育钻石 4.13%	共封装... 3.81%	工程机械 4.10%	元件 3.52%	橡胶制品 3.39%	其他电子 3.28%	房地产 3.17%	创成长 4.95%	创业板... 3.42%	创业板指 3.02%	科创50 2.81%	创业300 2.65%
光纤概念 3.29%	F5G概念 3.11%	Micro... 3.03%	PCB概念 3.00%	苹果概念 2.97%	油气开... 2.97%	消费电子 2.94%	贸易 2.80%	专用设备 2.50%	多元金融 2.49%	科创综指 2.55%	深证100 2.34%	创业板综 2.28%	深证300 2.18%	中小100 2.13%
POE胶膜 0.77%	草甘膦 0.64%	转基因 0.63%	煤炭概念 0.63%	大豆 0.58%	饮料制造 0.80%	电机 0.77%	港口航运 0.49%	白酒 0.45%	银行 0.19%	中证10... 1.45%	上证收益 1.36%	A股指数 1.36%	上证指数 1.36%	上证180 1.32%
动物疫苗 0.56%	毛发医疗 0.46%	有机硅... 0.45%	超级品牌 0.43%	赛马概念 0.18%	互联网... 0.19%	机场航运 0.12%	贵金属 -0.10%	燃气 -0.42%	煤炭开... -0.75%	上证380 1.28%	上证50 1.09%	深证B指 0.94%	B股指数 0.57%	红利指数 -0.20%

资料来源：iFind，太平洋证券整理

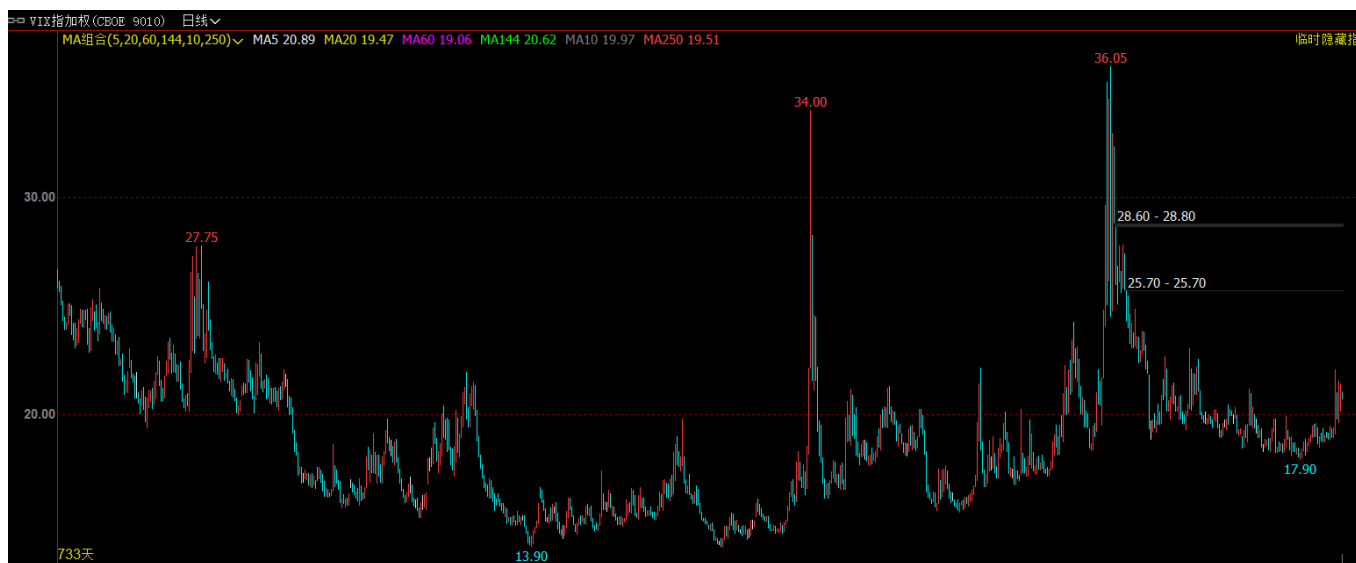
图表4：TMT 吸筹率仍处高位



资料来源：iFind，太平洋证券整理

美股：三大指数齐涨，道琼斯涨 1.12%，标普 500 涨 1.07%，纳斯达克涨 1.37%。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 7.1177，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。**

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 0.1%，贵金属、玉米、生猪板块领涨，煤炭、建材、新能源板块领跌。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. 2025 年前三季度国内居民出游人次 49.98 亿。文化和旅游部今天发布 2025 年前三

季度国内旅游市场数据情况。根据国内居民出游抽样调查统计结果，2025 年前三季度，国内居民出游人次 49.98 亿，比上年同期增加 7.61 亿，同比增长 18.0%。其中，城镇居民国内出游人次 37.89 亿，同比增长 15.9%；农村居民国内出游人次 12.09 亿，同比增长 25.0%。

2. **广东：鼓励地市设立“模型券”，支持企业购买工业模型服务。** 广东省人民政府办公厅印发《广东省人工智能赋能制造业高质量发展行动方案（2025—2027 年）》，方案提出，推动工业模型创新发展。以“百行千模”为牵引，聚焦电子信息、智能家电、汽车、机器人等重点行业，支持工业企业、人工智能企业培育一批适应制造业复杂任务环境、具备跨模态数据处理能力的垂直领域大模型，研制一批质量检测、工艺优化、设备运维等场景专用小模型，对于符合条件的工业模型项目择优予以资金支持。鼓励地市设立“模型券”，支持企业购买工业模型服务。依托专业机构建立工业模型评测体系，评估工业模型综合能力。
3. **DeepSeek-OCR 上线超算互联网 免费在线推理。** DeepSeek-OCR 模型上线超算互联网 AI 社区，企业和开发者均可下载模型文件进行快速部署开发。除提供模型文件外，依托超算互联网平台的超智融合算力、安全可信的环境，平台支持 DeepSeek-OCR 免费在线推理服务，实现云端开箱即用。
4. **浙江：拟将智能体产品与服务依法纳入政府采购支持创新产品范围。** 《浙江省推动智能体创新应用的行动方案（公开征求意见稿）》公开征求意见。其中提到，研究制定政务智能体接入、使用与管理规范，开放政务场景，推进数字政府 2.0 建设。将智能体产品与服务依法纳入政府采购支持创新产品范围，列入向社会力量购买服务指导性目录。鼓励国资国企带头，建立促进智能体开发应用的激励制度，提升核心业务和管理决策的智能化水平。

(二) 国外

1. **报道：日本央行官员认为下周没必要急于加息。** 据知情人士透露，尽管日本经济在实现其物价目标方面正在取得进展，日本央行官员们认为，下周没有必要急于提高基准利率。知情人士称，随着经济和通胀的发展大致符合日本央行的预期，实现其展望的可能性一直在逐渐增加。虽然日本央行不排除在今年年底前再次加息的可能性，但到目前为

止，还没有决定性的因素让他们相信必须在下周（10月30日）制定政策时提高基准利率。

2. **高市早苗当选日本首相。** 10月21日，在日本众议院首相指名选举第一轮投票中，自民党总裁高市早苗获胜，当选日本新一任首相。
3. **白宫经济顾问哈塞特：美国政府关门“可能在本周某个时候结束”。** 白宫首席经济顾问哈塞特将此次政府关门归咎于参议院民主党领袖查克·舒默。他表示，如果停摆继续，白宫将考虑实施“更强有力的措施”，不过并未具体说明这些措施可能包括什么。
4. **澳总理访白宫送“礼包”，和特朗普签 85 亿美元关键矿物项目协议，还买军火。** 白宫称，未来六个月内两国将对关键矿物项目投资超 30 亿美元；美国国防部将帮助出资在西澳建一座年产 100 公吨的高端镓精炼厂；澳大利亚将向美购买水下无人机和阿帕奇直升机。特朗普要求澳方将国防开支提高至 GDP 的 3.5%，但澳方尚未同意。特朗普同时表示，不太可能为澳大利亚提供关税减免。

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签约客户发布，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。