

策略日报（2025.10.20）：量能萎缩，防守为主

大类资产跟踪

相关研究报告

<<策略日报（2025.10.17）：市场恐慌，“旧”势力延续强势>>—2025-10-17

<<策略日报（2025.10.16）：重视“旧”势力行情>>—2025-10-16

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

利率债全线下跌，长端跌幅大于短端。当前股债跷跷板效应明显，今日股票市场较周五走强下压制债市表现。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：市场缩量上涨。今日市场成交额 1.75 万亿，较上一交易日继续缩量，个股呈现普涨态势，近 3900 只个股上涨。市场当前持续缩量表明出观望情绪浓厚，风险偏好仍受到压制。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 0.52%，标普 500 涨 0.53%，纳斯达克涨 0.52%。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 7.1230，较前一日收盘下跌 32 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 0.05%，煤炭、生猪和谷物板块领涨，贵金属、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) 中国共产党第二十届中央委员会第四次全体会议在北京开始举行。2) 国家统计局：三季度 GDP 增速回落是多种因素共同作用的结果。3) 国家统计局：1-9 月份，全国房地产开发投资 67706 亿元，同比下降 13.9%。4) 今年前三季度我国 GDP 同比增长 5.2%。

国外：1) 高市早苗当选首相几成定局。2) 特朗普称俄乌应按当前战线“割裂”顿巴斯地区。3) 八个月内三度见泽连斯基，特朗普称希望不考虑供乌“战斧”导弹就结束战争，排除美俄乌三方会。

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	8
(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 20 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 20 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

利率债全线下跌，长端跌幅大于短端。当前股债跷跷板效应明显，今日股票市场较周五走强下压制债市表现。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 20 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		115.30	-0.43	-0.37%	21	115.29 115.30
2	TL2512	主力	115.30	-0.43	-0.37%	21	115.29 115.30
3	TL2603		115.02	-0.39	-0.34%	1	115.02 115.03
10年期国债期货							
	代码		现价	涨跌	涨跌幅	买量	买价 卖价
1	T9999		108.110	-0.155	-0.14%	87	108.105 108.110
2	T2512	主力	108.110	-0.155	-0.14%	87	108.105 108.110
3	T2603		107.810	-0.145	-0.13%	1	107.795 107.805
5年期国债期货							
	代码		现价	涨跌	涨跌幅	买量	买价 卖价
1	TF9999		105.655	-0.120	-0.11%	17	105.655 105.670
2	TF2512	主力	105.655	-0.120	-0.11%	17	105.655 105.670
3	TF2603		105.580	-0.100	-0.09%	2	105.570 105.580
2年期国债期货							
	代码		现价	涨跌	涨跌幅	买量	买价 卖价
1	TS9999		102.334	-0.044	-0.04%	25	102.334 102.338
2	TS2512	主力	102.334	-0.044	-0.04%	25	102.334 102.338
3	TS2603		102.254	-0.036	-0.04%	4	102.252 102.258

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: 市场缩量上涨。今日市场成交额 1.75 万亿, 较上一交易日继续缩量, 个股呈现普涨态势, 近 3900 只个股上涨。市场当前持续缩量表明出观望情绪浓厚, 风险偏好仍受到压制。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)。

行业板块: 通信、煤炭、电力设备领涨, 有色金属、农林牧渔、美容护理领跌。

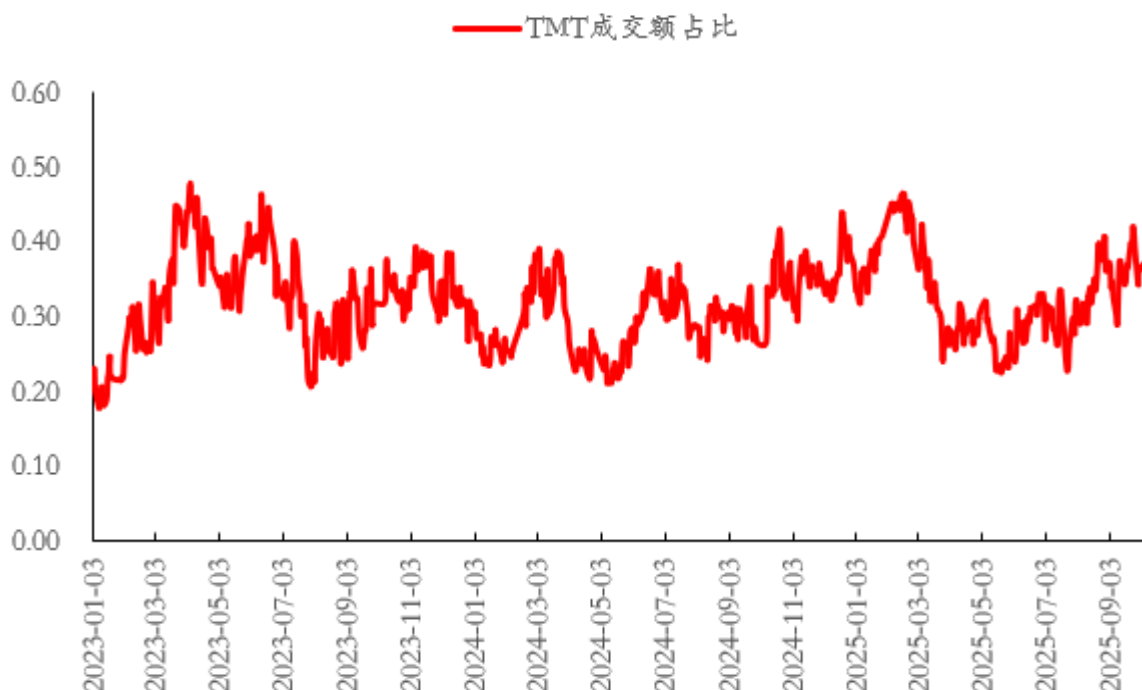
热门概念: 培育钻石、可燃冰、F5G 概念领涨, 黄金、金属锌、金属铅 等概念领跌。

图表3：10月20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				
培育钻石 6.69%	可燃冰 3.86%	F5G概念 3.42%	页岩气 3.15%	脑机接口 2.81%	煤炭开... 5.03%	燃气 4.32%	电机 3.16%	非金属... 2.71%	机场航运 2.55%	创成长 3.03%	创业板... 2.35%	创业板指 1.98%	创业300 1.78%	创业板综 1.66%
煤炭概念 2.77%	智慧灯杆 2.71%	6G概念 2.65%	共封装... 2.64%	华为手机 2.64%	通信设备 2.42%	旅游及... 2.33%	电池 2.29%	贸易 2.24%	消费电子 2.23%	同花顺... 1.24%	创价值 1.20%	深证100 1.05%	深证300 1.01%	深证A指 0.98%
猪肉 -0.17%	养鸡 -0.20%	兵装重... -0.28%	转基因 -0.33%	金属钴 -0.42%	中药 0.20%	白酒 0.18%	证券 0.13%	工业金属 0.02%	银行 0.02%	MSCI... 0.60%	中证800 0.59%	沪深300 0.53%	中证A... 0.45%	科创50 0.35%
小金属... -0.55%	金属铜 -0.86%	金属锌 -1.89%	金属铅 -1.99%	黄金概念 -2.09%	农产品... 0.01%	小金属 -0.27%	能源金属 -0.36%	厨卫电器 -1.82%	贵金属 -7.05%	深证B指 0.27%	上证50 0.24%	上证180 0.18%	B股指数 -0.02%	北证50 -0.25%

资料来源：iFind，太平洋证券整理

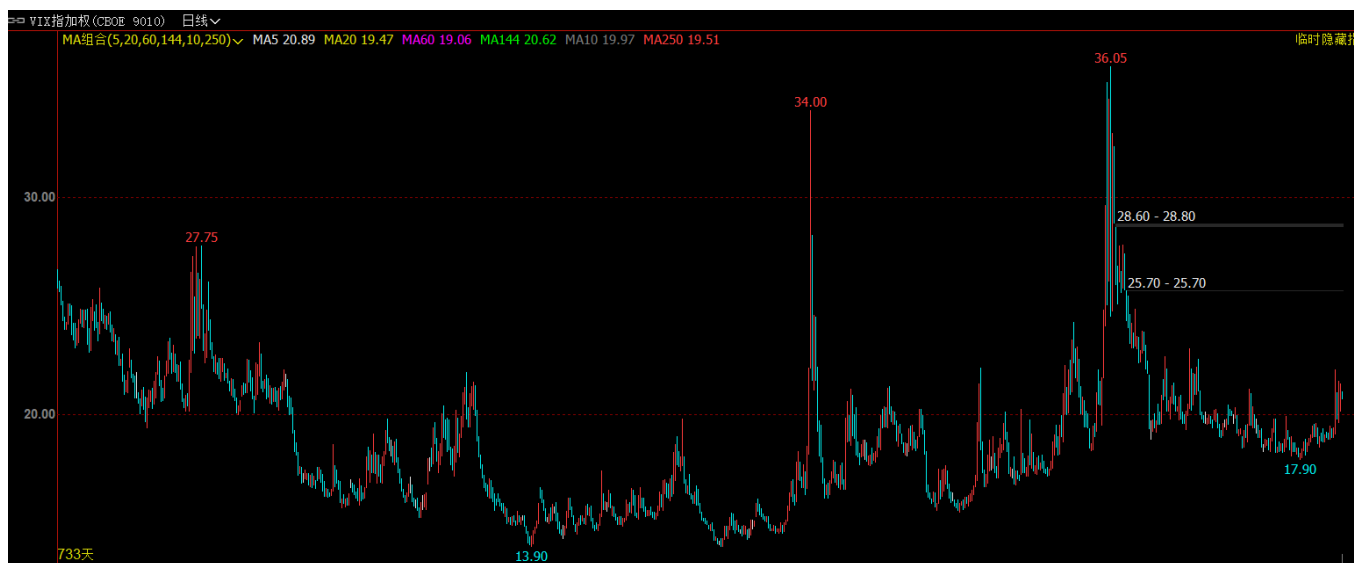
图表4：TMT 吸筹率仍处高位



资料来源：iFind，太平洋证券整理

美股：三大指数齐涨，道琼斯涨 0.52%，标普 500 涨 0.53%，纳斯达克涨 0.52%。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 7.1230，较前一日收盘下跌 32 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



资料来源：iFind，太平洋证券整理

(四) 商品

文华商品指数跌 0.05%，煤炭、生猪和谷物板块领涨，贵金属、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. 中国共产党第二十届中央委员会第四次全体会议在北京开始举行。中国共产党第二十届中央委员会第四次全体会议 20 日上午在北京开始举行。中央委员会总书记习近平代表中央政治局向全会作工作报告，并就《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（讨论稿）》向全会作了说明。

2. **国家统计局: 三季度 GDP 增速回落是多种因素共同作用的结果。** 国家统计局称, 初步核算, 三季度 GDP 同比增长 4.8%, 增速比二季度回落 0.4 个百分点。这主要是外部环境复杂严峻、国内结构调整压力较大等因素共同作用的结果。
3. **国家统计局: 1-9 月份, 全国房地产开发投资 67706 亿元, 同比下降 13.9%。** 国家统计局: 1-9 月份, 新建商品房销售面积 65835 万平方米, 同比下降 5.5%; 其中住宅销售面积下降 5.6%。1-9 月份, 新建商品房销售额 63040 亿元, 下降 7.9%; 其中住宅销售额下降 7.6%。1-9 月份, 房地产开发企业房屋施工面积 648580 万平方米, 同比下降 9.4%。其中, 住宅施工面积 452165 万平方米, 下降 9.7%。房屋新开工面积 45399 万平方米, 下降 18.9%。9 月末, 商品房待售面积 75928 万平方米, 比 8 月末减少 241 万平方米。其中, 住宅待售面积减少 292 万平方米。
4. **今年前三季度我国 GDP 同比增长 5.2%。** 国家统计局今天发布, 初步核算, 前三季度国内生产总值 1015036 亿元, 按不变价格计算, 同比增长 5.2%。分产业看, 第一产业增加值 58061 亿元, 同比增长 3.8%; 第二产业增加值 364020 亿元, 增长 4.9%; 第三产业增加值 592955 亿元, 增长 5.4%。分季度看, 一季度国内生产总值同比增长 5.4%, 二季度增长 5.2%, 三季度增长 4.8%。从环比看, 三季度国内生产总值增长 1.1%。

(二) 国外

1. **高市早苗当选首相几成定局。** 据日本广播协会 (NHK) 报道, 为推进与执政的自民党联合执政, 日本维新会今天 (10 月 20 日) 下午召开紧急国会议员会议。对于维新会代表吉村洋文今早与自民党总裁高市早苗在通话中就联合执政问题达成实质性共识, 维新会参众两院议员“没有提出重大异议”, 并通过了在明天 (10 月 21 日) 的首相指名选举中投票给高市早苗的方针。预计今晚些时候, 吉村将与高市举行党首会谈, 并签署相关文件, 正式联合执政。
2. **特朗普称俄乌应按当前战线“割裂”顿巴斯地区。** 美国总统特朗普 19 日表示, 俄罗斯和乌克兰两国应按当前战线“割裂”顿巴斯地区, 划界停火、各自撤兵。美国媒体解读, 按照特朗普的方案, 顿巴斯地区大部分土地将交由俄罗斯控制。
3. **八个月内三度见泽连斯基, 特朗普称希望不考虑供乌“战斧”导弹就结束战争, 排除美**

俄乌三方会。特朗普承认，向乌克兰提供“战斧”将导致局势“升级”。按特朗普的设想，计划在匈牙利举行的是他与普京的“双边会晤”、而不是美俄乌领导人三方会谈，届时他将与泽连斯基保持沟通。泽连斯基表示愿意谈判，但需强有力安全保障，北约成员资格仍是理想选择。

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。