

策略日报（2025.10.17）：市场恐慌，“旧”势力延续强势

大类资产跟踪

相关研究报告

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

<<策略日报(2025.10.15):缩量反弹>>—2025-10-15

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：徐梓铭

E-MAIL: xuzm@tpyzq.com

分析师登记编号: S1190525050001

利率债全线上涨，长端涨幅大于短端。今日 A 股市场放量下跌，类债券属性的红利板块相对抗跌。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：市场全天低开低走，放量下跌。今日市场成交额 1.95 万亿，较昨日小幅放量，个股呈现普跌态势，超 4500 只个股下跌，市场呈现出明显的悲观情绪。以银行、煤炭等红利板块相对抗跌，科技代表的“新”势力表现不佳，科技小盘集中的中证 1000 弱势明显。**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：三大指数齐跌，道琼斯跌 0.65%，标普 500 跌 0.63%，纳斯达克跌 0.47%。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 7.1262，较前一日收盘上涨 10 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 0.49%，贵金属、煤炭和多晶硅板块延续强势。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) 中国央行：提升金融市场交易效率和流动性，适当整合投资渠道，吸引更多境外机构有序投资境内市场。2) 财政部：近期中央财政从地方政府债务结存限额中安排 5000 亿元下达地方。3) 国家能源局发布关于加快推进煤炭洗选高质量发展的意见。4) 财政部将继续提前下达 2026 年新增地方政府债务限额。5) 财政部等三部门：调整海南离岛旅客免税购物政策。

国外：1) 两银行信用危机触发抛售，盘中美股地区银行指数暴跌近 7%、Jefferies 重挫 11%。2) 美联储降息步伐现分歧：沃勒主张谨慎降息，米兰呼吁 50 基点更大力度降息。3) 美国政府“停摆”持续，参议院第十次否决临时拨款法案。

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	6
（一） 利率债	6
（二） 股市	7
（三） 外汇	10
（四） 商品	11
二、 重要政策及要闻	12
（一） 国内	12
（二） 国外	13
三、 风险提示	14

图表目录

图表 1： 10 月 17 日国债期货行情	6
图表 2： 三十年国债企稳的迹象较为明显	7
图表 3： 10 月 17 日指数、行业、概念表现	8
图表 4： TMT 吸筹率仍处高位	8
图表 5： VIX 指数 30 以上时可对美股进行 buy the dip 买入	9
图表 6： 比特币摇摇欲坠	10
图表 7： 人民币中间价持续下行	11
图表 8： 商品预计后续弱势运行	12

一、 大类资产跟踪

(一) 利率债

利率债全线上涨, 长端涨幅大于短端。今日 A 股市场放量下跌, 类债券属性的红利板块相对抗跌。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 17 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		115.87	+0.85	+0.74%	10	115.86	115.88
2	TL2512	主力	115.87	+0.85	+0.74%	10	115.86	115.88
3	TL2603		115.57	+0.85	+0.74%	6	115.54	115.57
10年期国债期货								
	代码		现价	涨跌	涨跌幅	买量	买价	卖价
1	T9999		108.295	+0.135	+0.12%	2	108.290	108.295
2	T2512	主力	108.295	+0.135	+0.12%	2	108.290	108.295
3	T2603		107.980	+0.115	+0.11%	17	107.970	107.990
5年期国债期货								
	代码		现价	涨跌	涨跌幅	买量	买价	卖价
1	TF9999		105.780	+0.075	+0.07%	2	105.780	105.785
2	TF2512	主力	105.780	+0.075	+0.07%	2	105.780	105.785
3	TF2603		105.695	+0.085	+0.08%	4	105.685	105.695
2年期国债期货								
	代码		现价	涨跌	涨跌幅	买量	买价	卖价
1	TS9999		102.378	+0.010	+0.01%	38	102.376	102.380
2	TS2512	主力	102.378	+0.010	+0.01%	38	102.376	102.380
3	TS2603		102.290	+0.010	+0.01%	2	102.290	102.292

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：市场全天低开低走，放量下跌。今日市场成交额 1.95 万亿，较昨日小幅放量，个股呈现普跌态势，超 4500 只个股下跌，市场呈现出明显的悲观情绪。以银行、煤炭等红利板块相对抗跌，科技代表的“新”势力表现不佳，科技小盘集中的中证 1000 弱势明显。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：全行业下跌，银行、交运相对抗跌，电力设备、电子、机械设备领跌。

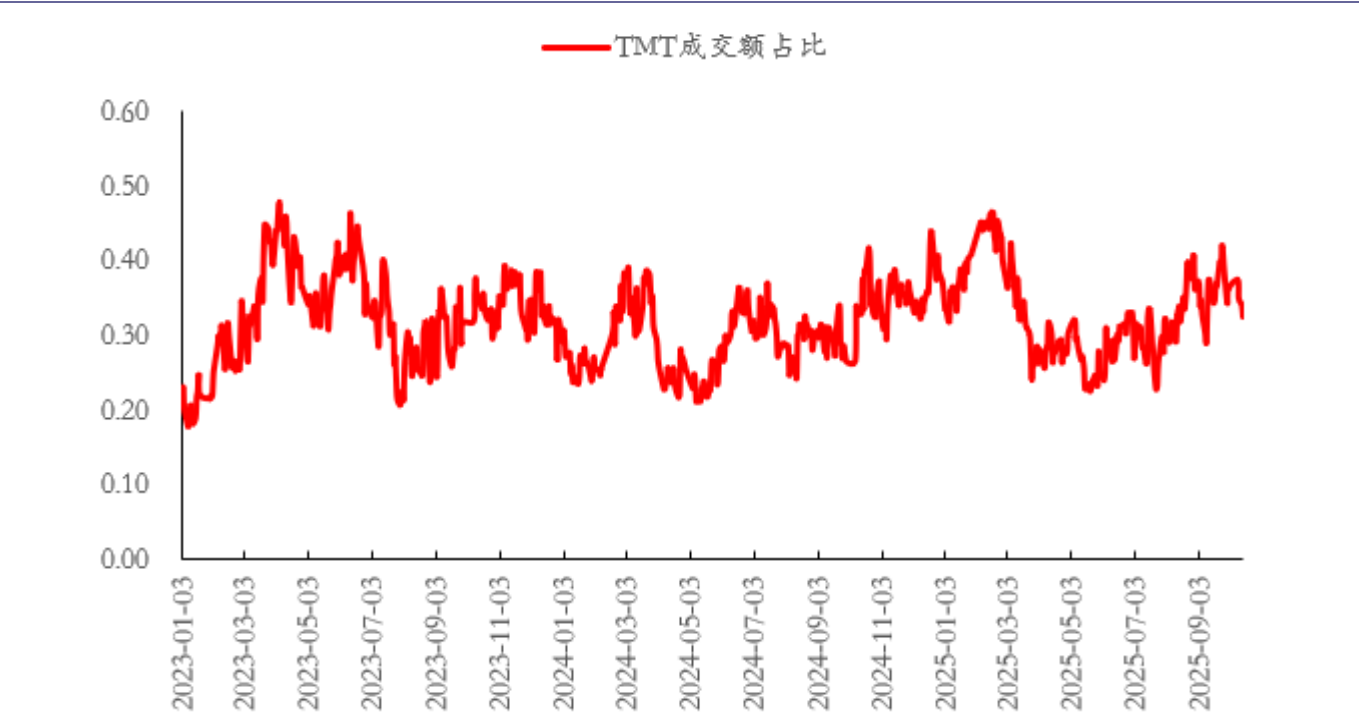
热门概念：赛马概念领涨，兵装重工、培育钻石、高压快充等概念领跌。

图表3：10月17日指数、行业、概念表现

国际化概念					国际化行业					国内重要指数				
赛马概念 1.04%	免税店 -0.13%	海南自... -0.16%	禽流感 -0.24%	土地流转 -0.32%	贵金属 1.33%	燃气 0.96%	机场航运 0.82%	油气开... 0.76%	港口航运 0.07%	红利指数 -0.34%	B股指数 -1.22%	深证B指 -1.35%	上证50 -1.70%	上证收益 -1.93%
粮食概念 -0.34%	大豆 -0.42%	自由贸... -0.43%	转基因 -0.47%	页岩气 -0.48%	银行 -0.08%	公路铁... -0.14%	钢铁 -0.22%	种植业... -0.24%	煤炭开... -0.25%	上证指数 -1.95%	A股指数 -1.95%	上证180 -2.12%	沪深300 -2.26%	同花顺... -2.26%
第三代... -4.33%	先进封装 -4.34%	无线充电 -4.42%	同花顺... -4.45%	中芯国... -4.45%	电池 -3.73%	非金属... -3.76%	电机 -3.82%	电子化... -3.86%	风电设备 -4.27%	深证300 -3.04%	深证成指 -3.04%	创业板综 -3.07%	创业板指 -3.36%	创业300 -3.36%
AI PC -4.54%	国家大... -4.60%	高压快充 -4.62%	培育钻石 -4.62%	兵装重... -5.36%	半导体 -4.33%	元件 -4.60%	光伏设备 -4.60%	电网设备 -4.96%	其他电... -5.58%	创业板... -3.45%	创价值 -3.64%	北证50 -3.75%	科创50 -3.77%	科创综指 -3.78%

资料来源：iFind，太平洋证券整理

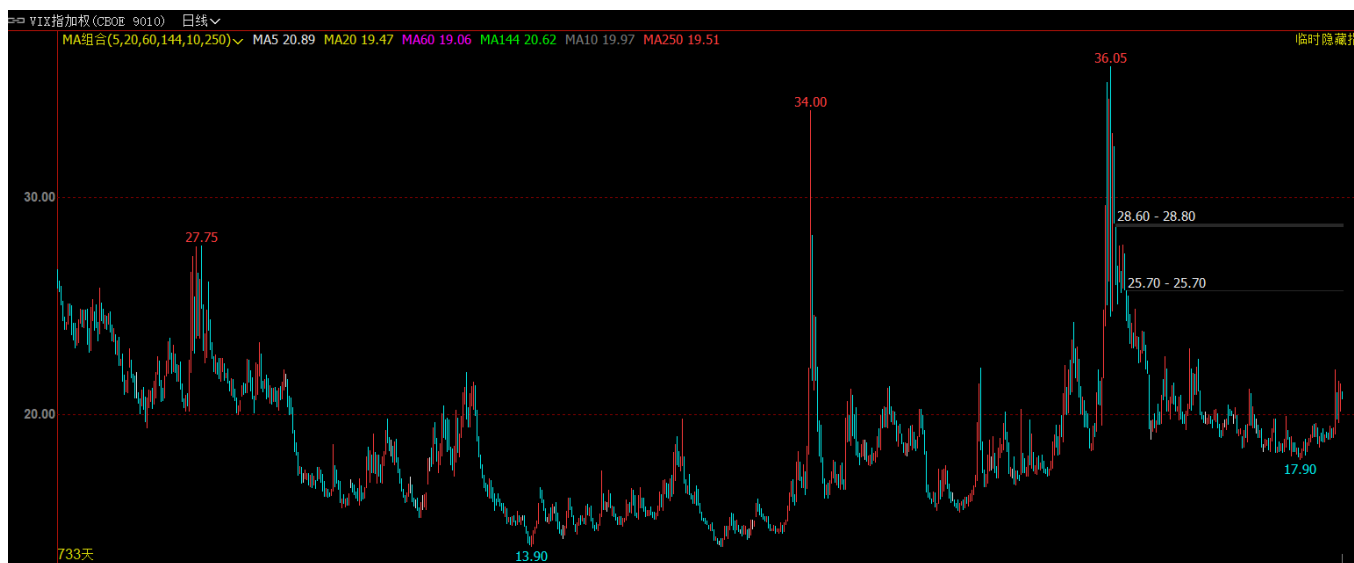
图表4：TMT 吸筹率仍处高位



资料来源：iFind，太平洋证券整理

美股：三大指数齐跌，道琼斯跌 0.65%，标普 500 跌 0.63%，纳斯达克跌 0.47%。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

图表6: 比特币摇摇欲坠



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 7.1262, 较前一日收盘上涨 10 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7：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 0.49%，贵金属、煤炭和多晶硅板块延续强势。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8: 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. **中国央行: 提升金融市场交易效率和流动性, 适当整合投资渠道, 吸引更多境外机构有序投资境内市场。** 中国人民银行宏观审慎管理局负责人在接受采访时表示, 中国人民银行将按照党中央、国务院部署, 继续为境内外主体持有、使用人民币营造更加良好的环境。重点是要做好以下几项工作: 一是更好地服务实体经济, 促进贸易投资便利化。二是深化人民币融资货币功能。继续完善各项人民币融资支持政策和工具, 更好发挥央行间货币互换机制支持人民币跨境使用的作用, 完善银行跨境同业人民币融资管理, 鼓励和支持更多符合条件的境外机构在境内发行熊猫债。
2. **财政部: 近期中央财政从地方政府债务结存限额中安排 5000 亿元下达地方。** 财政部预算司一级巡视员、政府债务研究和评估中心主任李大伟 10 月 17 日在财政部新闻发布会上表示, 近期, 为贯彻落实党中央国务院决策部署, 结合当前财政经济运行情况, 中央财政从地方政府债务结存限额中安排 5000 亿元下达地方。
3. **国家能源局发布关于加快推进煤炭洗选高质量发展的意见。** 其中提到, 以减污降碳和绿色发展为主线, 以科技进步和自主创新为动力, 以政策支持和标准引领为保障,

坚持系统推进、分类施策, 发展煤炭洗选先进产能、淘汰落后产能, 推进智能绿色洗选, 加强洗选废弃物综合利用, 提升煤炭开发综合效益。到“十五五”末, 煤炭洗选设施高水平满足原煤入选需要, 洗选产能结构持续优化, 智能化选煤厂建设取得重要进展, 干法选煤技术逐步推广应用, 原煤入选率稳步提高, 煤炭产品上下游衔接更加顺畅, 为促进煤炭清洁高效利用提供重要支撑。

4. **财政部将继续提前下达 2026 年新增地方政府债务限额。** 财政部预算司一级巡视员、政府债务研究和评估中心主任李大伟表示, 今年, 财政部将继续提前下达 2026 年新增地方政府债务限额。主要有三方面考虑: 一是在工作进度上抓紧履行有关程序, 尽快下达限额; 二是项目安排上, 提前下达的限额重点支持党中央、国务院确定的重大战略项目; 三是在使用方向上, 提前下达的限额除用于符合条件的项目建设外, 还继续支持各地按规定化解存量隐性债务和解决政府拖欠企业账款, 推动地方财政平稳运行。
5. **财政部等三部门: 调整海南离岛旅客免税购物政策。** 财政部、海关总署、税务总局联合印发《关于调整海南离岛旅客免税购物政策的公告》, 定于 11 月 1 日起实施。财政部称, 一是扩大离岛免税商品范围, 增加宠物用品、可随身携带的乐器、微型无人机、小家电等商品。优化后的离岛免税商品由 45 大类提高至 47 大类。

(二) 国外

1. **两银行信用危机触发抛售, 盘中美股地区银行指数暴跌近 7%、Jefferies 重挫 11%。** 两家美国地区银行 Zions 与 Western Alliance 披露贷款欺诈和坏账问题, 引发投资者对信贷质量的广泛担忧, 地区银行指数周四收跌 6.2%, 金融股全面走弱。拥有此前破产的汽车零部件供应商 First Brands 风险敞口的投行 Jefferies 股价收跌 10.62%。虽然部分分析师认为风险仍属个别事件, 但市场情绪明显趋于谨慎, 担忧更大范围的信用危机正在酝酿。
2. **美联储降息步伐现分歧: 沃勒主张谨慎降息, 米兰呼吁 50 基点更大力度降息。** 沃勒主张维持每次 25 个基点的谨慎降息步伐以应对疲软的劳动力市场, 而临时担任美联储理事的米兰则呼吁采取更激进的 50 个基点降息, 米兰担心在外部冲击下过度紧缩的政策会放大负面后果。
3. **美国政府“停摆”持续, 参议院第十次否决临时拨款法案。** 当地时间 10 月 16 日, 美国

国会参议院以 51 票对 45 票的投票结果再次未能推进共和党的临时拨款法案。

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。