

策略日报（2025.10.16）：重视“旧”势力行情

相关研究报告

<<策略日报（2025.10.15）：缩量反弹>>--2025-10-15

<<策略日报（2025.10.14）：“旧”势力的反击>>--2025-10-14

<<策略日报（2025.10.13）：TACO 再现>>--2025-10-13

<<长风破浪会有时>>--2025-09-22

<<窄门 3>>--2025-09-23

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

大类资产跟踪

利率债长端上涨，短端下跌。今日银行、煤炭板块的上行伴随着债市的上涨，与我们此前预期的相一致。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。

股票市场：A 股：以银行、煤炭代表的“旧”势力今日引领指数上行，但科技代表的“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：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 7.1240，较前一日收盘下跌 22 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：文华商品指数上涨 0.57%，贵金属、煤炭和多晶硅板块皆表现强势。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) 商务部：进一步加强政策储备 适时推出新的稳外贸政策。2) 商务部回应荷兰干预安世半导体的运营。3) 工信部：开展城域“毫秒用算”专项行动。

国外：1) 美联储理事米兰：分歧在于降息速度。2) 美国财长贝森特：美联储应谨慎使用量化宽松政策。

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	11
(一) 国内	11
(二) 国外	12
三、 风险提示	12

图表目录

图表 1： 10 月 16 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 16 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： 比特币摇摇欲坠	9
图表 7： 人民币中间价持续下行	10
图表 8： 商品预计后续弱势运行	11

一、 大类资产跟踪

(一) 利率债

利率债长端上涨，短端下跌。今日银行、煤炭板块的上行伴随着债市的上涨，与我们此前预期的相一致。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 16 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		114.96	+0.48	+0.42%	32	114.96	114.97
2	TL2512	主力	114.96	+0.48	+0.42%	32	114.96	114.97
10年期国债期货								
	代码		现价	涨跌	涨跌幅	买量	买价	卖价
1	T9999		108.165	+0.065	+0.06%	2	108.160	108.165
2	T2512	主力	108.165	+0.065	+0.06%	2	108.160	108.165
5年期国债期货								
	代码		现价	涨跌	涨跌幅	买量	买价	卖价
1	TF9999		105.705	-0.010	-0.01%	11	105.700	105.705
2	TF2512	主力	105.705	-0.010	-0.01%	11	105.700	105.705
2年期国债期货								
	代码		现价	涨跌	涨跌幅	买量	买价	卖价
1	TS9999		102.362	-0.010	-0.01%	139	102.362	102.364
2	TS2512	主力	102.362	-0.010	-0.01%	139	102.362	102.364

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：以银行、煤炭代表的“旧”势力今日引领指数上行，但科技代表的“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：煤炭、保险涨超 2%，引领市场上涨。贵金属、钢铁等领跌。

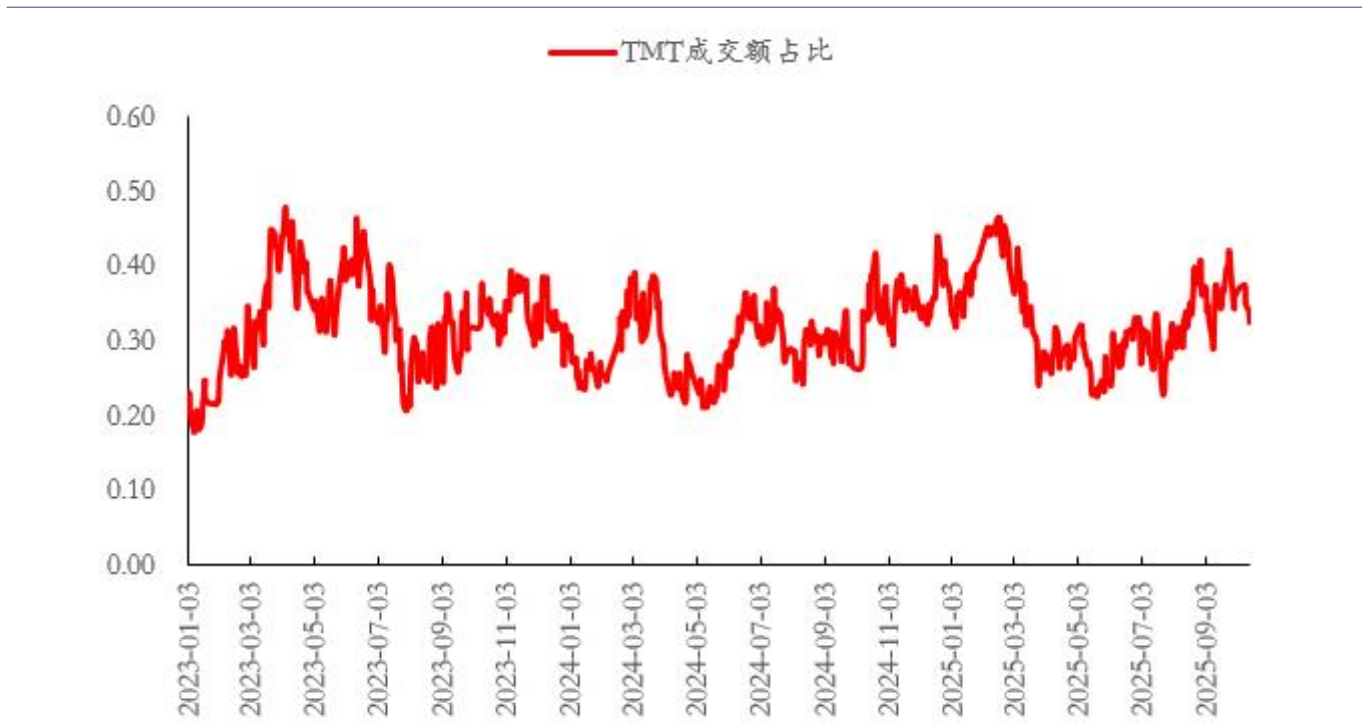
热门概念：海南自贸区涨超 2%，光刻机、稀土永磁等前期强势板块今日领跌。

图表 3：10 月 16 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				
海南自...	兵装重...	培育钻石	自由贸...	ST板块	煤炭开...	保险	港口航运	其他电子	银行	红利指数	创业板...	上证50	创成长	创业板指
2.58%	1.98%	0.91%	0.71%	0.63%	2.84%	2.57%	1.81%	1.46%	1.30%	1.03%	0.65%	0.59%	0.43%	0.38%
赛马概念	存储芯片	网约车	民营医院	航运概念	中药	白酒	教育	公路铁...	化学制药	中证A...	沪深300	深证100	上证收益	A股指数
0.61%	0.38%	0.32%	0.29%	0.20%	0.75%	0.69%	0.57%	0.27%	0.19%	0.33%	0.26%	0.26%	0.11%	0.11%
染料	可控核...	PEEK...	减速器	草甘膦	纺织制造	造纸	化学纤维	橡胶制品	工程机械	中小100	中小300	中小综指	中证500	科创50
-1.88%	-2.00%	-2.00%	-2.11%	-2.22%	-1.79%	-1.80%	-1.80%	-1.94%	-2.35%	-0.65%	-0.73%	-0.76%	-0.86%	-0.94%
稀土永磁	光刻胶	光热发电	光刻机	特钢概念	金属新...	风电设备	贵金属	钢铁	小金属	科创综指	同花顺...	上证380	中证10...	北证50
-2.23%	-2.31%	-2.39%	-2.47%	-2.68%	-2.39%	-2.40%	-2.46%	-2.54%	-2.94%	-0.97%	-1.00%	-1.08%	-1.09%	-1.30%

资料来源：iFind，太平洋证券整理

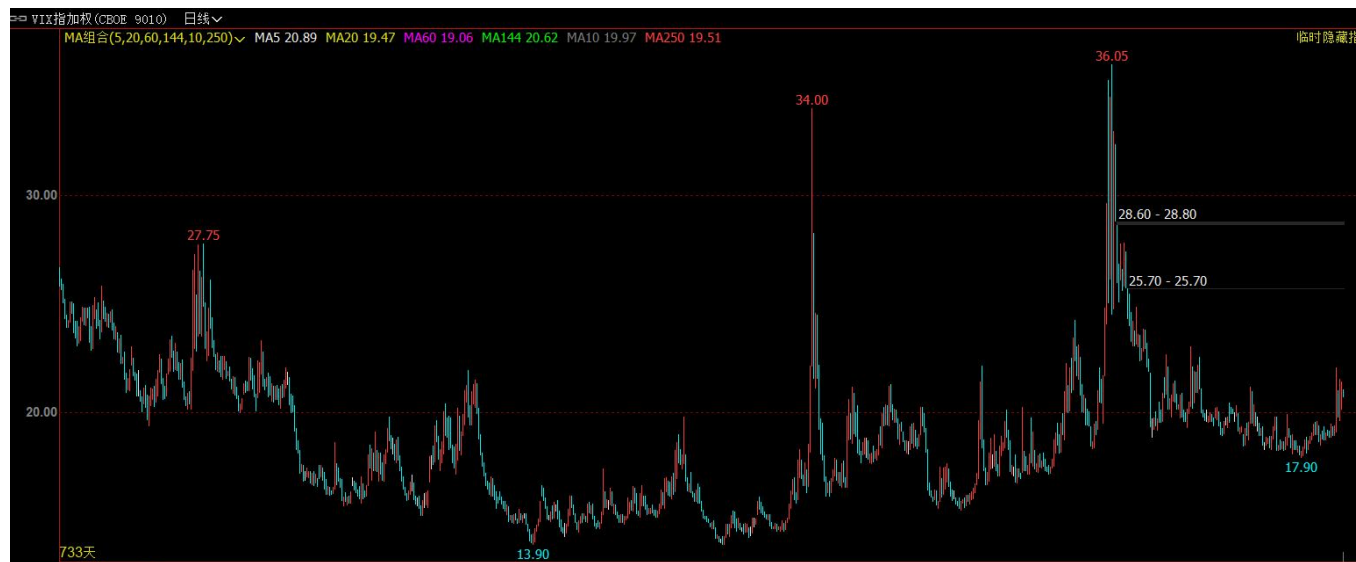
图表 4：TMT 吸筹率仍处高位



资料来源：iFind，太平洋证券整理

美股：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 7.1240，较前一日收盘下跌 22 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

文华商品指数上涨 0.57%，贵金属、煤炭和多晶硅板块皆表现强势。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. **商务部：进一步加强政策储备 适时推出新的稳外贸政策。**商务部新闻发言人何咏前表示，商务部将进一步加强政策储备，适时推出新的稳外贸政策。何咏前指出，今年前三季度，中国外贸承压前行，稳中有进、稳中向好。下一步，商务部将从释放政策效能、开展贸易促进、深化贸易合作等方面开展工作。其中，在释放政策效能方面，要进一步落实好外贸领域各项已出台政策措施，加大对外贸企业金融、就业、便利化等方面的服务保障，做好政策宣传解读，推动涉企政策直达快享，进一步加强政策储备，适时推出新的稳外贸政策。
2. **商务部回应荷兰干预安世半导体的运营。**商务部表示中方关注到有关情况，中方坚决反对荷方泛化国家安全概念，以行政手段直接插手企业内部事务。荷方此举不仅违反契约精神与市场原则，还将严重损害荷兰营商环境，害人害己。中方同时注意到荷兰相关法院 10 月 14 日公开文件显示，荷美双方曾就穿透规则进行过沟通协调，美向荷提出更换安世半导体中方首席执行官及调整治理结构等要求，以免受穿透规则的制裁。荷方此举是美穿透规则损害中国企业正当权益的明显例证。何咏前进一

步表示，美方的穿透规则是加害中企的始作俑者。希望荷方坚持独立自主，能够从维护中荷经贸关系，维护全球半导体供应链稳定出发，尊重客观事实，坚持契约精神和市场原则，纠正错误做法，切实保护中国投资者正当权益，营造公平、透明、可预期的营商环境。中方将采取必要措施，坚决维护中国企业合法权益。

3. **工信部：开展城域“毫秒用算”专项行动。**工业和信息化部办公厅组织开展城域“毫秒用算”专项行动，聚焦算力网络发展，构建高在城域内提供毫秒级算力资源网络通达能力速大容量、确定低时延、泛在广覆盖的城域网络，即面向基础设施实现算力中心毫秒互连（<1 毫秒），面向重点场所实现算力资源毫秒接入（<1 毫秒），面向应用终端实现算力应用毫秒可达（网络时延<10 毫秒）。以专项行动为牵引，带动产业各方聚焦畅通毫秒用算通道，在全国范围内梯次推进毫秒用算网络建设，到 2027 年基本形成全域覆盖、高效畅通的城域毫秒用算网络能力体系。

(二) 国外

1. **美联储理事米兰：分歧在于降息速度。**美联储理事米兰表示，与同事政策观点的分歧更多在于降息的速度，而非最终降息目标；对通胀持更乐观的看法，主要得益于对住房成本的预期；认为没有必要以超过 50 个基点的幅度降息。
2. **美国财长贝森特：美联储应谨慎使用量化宽松政策。**美联储应像使用抗生素一样谨慎使用量化宽松政策，也不主张美联储缩减资产负债表或放弃充足储备体系，量化宽松（QE）改革是下一任美联储主席人选需考虑的重要因素。

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。