

策略日报（2025.10.15）：缩量反弹

相关研究报告

<<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

利率债全线下跌。鲍威尔的发言支撑了全球风险资产的走势，A 股今日缩量上涨，债市下跌，但创业板和港股的走弱较为明显，预计调整的时间和空间仍显不足。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：指数展开强势反弹，但缩量明显，考虑到 TMT 板块吸筹率仍在高位，且中美谈判局势未明，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、核电在今日的下跌行情中都有不错的表现，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 7.1264，较前一日收盘下跌 120 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：文华商品指数下跌-0.07%，贵金属板块表现依旧强势，多晶硅则在供给端更多利好消息可能出台的背景下企稳上行。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。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 月社会融资存量同比增长 8.7%。2) 国家发改委等部门：到 2027 年底 在全国范围内建成 2800 万个充电设施。3) 外交部回应欧盟考虑迫使中国公司向欧洲公司移交技术。

国外：1) 鲍威尔表态缩表即将停止。2) 特朗普威胁不买中国食用油。

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 15 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 15 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

利率债全线下跌。鲍威尔的发言支撑了全球风险资产的走势，A股今日缩量上涨，债市下跌，但创业板和港股的走弱较为明显，预计调整的时间和空间仍显不足。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：债市预计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15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		114.58	-0.16	-0.14%	14	114.57	114.58
2	TL2512	主力	114.58	-0.16	-0.14%	14	114.57	114.58
10年期国债期货								
	代码	.	现价	涨跌	涨跌幅	买量	买价	卖价
1	T9999		108.130	-0.060	-0.06%	11	108.125	108.130
2	T2512	主力	108.130	-0.060	-0.06%	11	108.125	108.130
5年期国债期货								
	代码	.	现价	涨跌	涨跌幅	买量	买价	卖价
1	TF9999		105.730	-0.035	-0.03%	88	105.725	105.730
2	TF2512	主力	105.730	-0.035	-0.03%	88	105.725	105.730
2年期国债期货								
	代码	.	现价	涨跌	涨跌幅	买量	买价	卖价
1	TS9999		102.382	-0.004	-0.00%	19	102.380	102.382
2	TS2512	主力	102.382	-0.004	-0.00%	19	102.380	102.382

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：指数展开强势反弹，但缩量明显，考虑到 TMT 板块吸筹率仍在高位，且中美谈判局势未明，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、核电在今日的下跌行情中都有不错的表现，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：行业板块多数上涨，汽车、机场航运、电网设备等领涨，涨超 3%。仅港口航运、小金属、种业等小幅下跌。

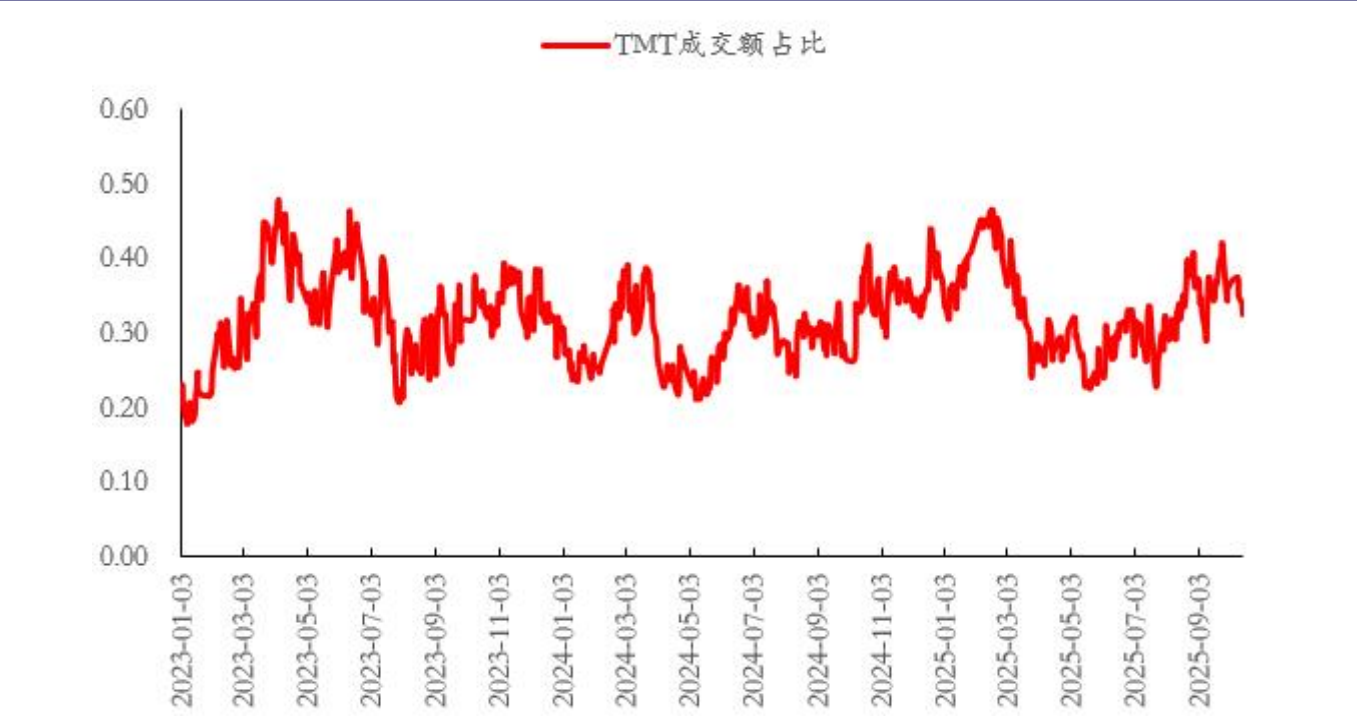
热门概念：汽车和医药相关概念领涨，中船系、稀土永磁小幅下跌。

图表 3：10 月 15 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				
同花顺...	细胞免...	PEEK...	高压快充	小米汽车	汽车整车	机场航运	电网设备	元件	化学制药	创成长	创业板...	创业板指	创业300	创价值
3.40%	3.18%	3.06%	2.72%	2.68%	3.46%	3.35%	3.16%	2.85%	2.81%	2.67%	2.66%	2.36%	2.23%	2.15%
汽车热...	重组蛋白	减速器	换电概念	CRO概念	医疗服务	工程机械	汽车零...	其他电...	电机	创业板综	科创综指	深证100	中小300	深证300
2.67%	2.66%	2.61%	2.58%	2.56%	2.81%	2.77%	2.67%	2.59%	2.56%	2.06%	1.86%	1.84%	1.81%	1.78%
中船系	航运概念	稀土永磁	光刻胶	大豆	煤炭开...	公路铁...	农化制品	厨卫电器	军工装备	上证180	中证500	上证50	上证380	B股指数
-0.16%	-0.20%	-0.24%	-0.37%	-0.47%	0.21%	0.19%	0.15%	0.09%	-0.01%	1.39%	1.38%	1.36%	1.29%	1.26%
玉米	光刻机	深圳国...	转基因	兵装重...	燃气	油气开...	种植业...	小金属	港口航运	上证收益	上证指数	A股指数	深证B指	红利指数
-0.54%	-0.73%	-0.78%	-1.07%	-1.88%	-0.05%	-0.26%	-0.60%	-0.73%	-1.43%	1.22%	1.22%	1.21%	0.87%	0.11%

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 7.1264, 较前一日收盘下跌 120 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

文华商品指数下跌-0.07%，贵金属板块表现依旧强势，多晶硅则在供给端更多利好消息可能出台的背景下企稳上行。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。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. **9月社会融资存量同比增长8.7%。**2025年9月末社会融资规模存量为437.08万亿元，同比增长8.7%。其中，对实体经济发放的人民币贷款余额为267.03万亿元，同比增长6.4%。值得关注的是，2025年前三季度，社会融资规模增量强劲，累计为30.09万亿元，同比多增4.42万亿元。贷款方面，9月末，本外币贷款余额274.33万亿元，同比增长6.5%。9月末，人民币贷款余额270.39万亿元，同比增长6.6%。从结构上看，普惠小微贷款余额为36.09万亿元，同比增长12.2%，制造业中长期贷款余额为15.02万亿元，同比增长8.2%，以上贷款增速均高于同期各项贷款增速。
2. **国家发改委等部门：到2027年底 在全国范围内建成2800万个充电设施。**国家发展改革委等部门印发《电动汽车充电设施服务能力“三年倍增”行动方案（2025—2027年）》的通知，到2027年底，在全国范围内建成2800万个充电设施，提供超3亿千瓦的公共充电容量，满足超过8000万辆电动汽车充电需求，实现充电服务能力的翻倍增长。
3. **外交部回应欧盟考虑迫使中国公司向欧洲公司移交技术。**在例行记者会上外交部发

言人对此表示，作为原则，中方支持中欧企业基于市场原则开展贸易投资合作，实现互利共赢，反对违反世贸组织规则，强制技术转让，反对干预企业的正常生产经营活动，反对以提升竞争力为名，采取保护主义歧视性做法。

(二) 国外

1. **鲍威尔表态缩表即将停止**。在全美商业经济协会上鲍威尔充分肯定了当前充足准备金框架，并认为当准备金略高于充足准备金水平时停止缩减资产负债表，时间上其表示未来几个月可能接近这一点。
2. **特朗普威胁不买中国食用油**。美国总统特朗普指责中方故意停止进口美国大豆，并表示作为报复措施，将停止从中国进口食用油。中方对此回应中方在处理中美经贸问题上的立场是一贯的、明确的，贸易战、关税战没有赢家，不符合任何一方利益，双方应在平等、尊重、互惠的基础上协商解决有关问题

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。