

策略日报（2025.10.13）：TACO 再现

相关研究报告

<<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

利率债全线走强，贸易战的担忧增加了避险情绪，各期限国债在我们此前预期的年内低点附近获得支撑。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，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。股市仍未见明显的走弱迹象，考虑到当前量能的稳定以及超十年压力位的突破，即使股市在未来 1-2 个月表现不佳，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：股市大盘突破，商品蓄势待发，债市预计短期在年线附近震荡整理 1-2 个月后将继续下跌。

股票市场：A 股：TACO 交易再现，A 股低开高走，国产替代以及稀土管控表现亮眼，此外贵金属在一系列波动面前表现出了极强的韧性和上涨弹性，成为资金一致性最强的板块。展望后市，虽然芯片和稀土板块依旧表现强势，但鉴于板块拥挤度仍在高位（TMT 吸筹率仍在 30% 上方），波动率较高的情况下，继续追涨获得超额收益的概率较低，仍在底部的核能、经历长时间调整的煤炭有成为下一阶段炒作的可能（AI 需要大量的电力），化工、光伏、养殖等反内卷板块仍在历史底部，可积极关注，有色相比芯片拥挤度更低，同时基本面较好，可作为进攻端的选择，银行在经历了长时间的调整后已达到强支撑位，可作为对冲和降低组合波动的标的持有。Taco 交易在特朗普发推后再次验证了其有效性，但随着科技类股票不断新高，其拥挤度和风险也在上升，相较于追涨高波动率科技股，持有底部的板块在牛市更容易获得超额收益，我们推荐投资者更积极关注有色、核能、煤炭、化工、光伏、养殖板块，同时可持有部分银行股以降低组合波动和风险对冲。

美股：TACO 交易再次验证有效性，美股“金发姑娘”的宏观环境预计仍将持续，上涨未完待续。随着特朗普发推缓和中美冲突的可能性，美股期货已经开始上涨。短期通胀预计仍保持在有粘性但不足使得美联储加息的地步，而就业数据预计将继续保持有韧性但疲弱的境况，这使得美股的叙事仍处在“金发姑娘”的估值盈利带来的戴维斯双击中。就业方面，初请失业金人数继续保持低位，而中小企业增加就业计划连续 3 个月回升，考虑到非农就业数据的低质量和极低的数量与这些数据有所背离，预计后续非农数据被上修的概率较大。经济方面，此前美国二季度的经济增长表现亮眼，虽然花旗经济意外指数显示近 1 个月数据有所不及预期，但整体仍处在扩张区间，且相较于欧元区表现更有韧性，这将支撑美元指数和美股的表现。

外汇市场：在岸人民币兑美元北京时间 16:00 官方报 7.1320，较前一日收盘下降 20 个基点。近期美元指数的上行与报告《长风破浪会有时》中的判断相一致，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。详细内容可参考我们周报《长风破浪会有时》。

商品市场：文华商品指数下跌-1.05%，除贵金属板块外，其余板块皆表现不佳，但随着 Taco 交易的确认，预计后续商品市场的下跌将有所修复，预计供需有矛盾的品种如铜等，后续仍将创下新高，而贵金属仍处于强劲的上漲趋势中，未见有走弱的迹象。宏观环境上，美联储对通胀高容忍，就业低容忍的态度，美国经济软着陆的预期表现以及国内反内卷政策的出台皆利好商品价格的整體走强，但我们此前设置的 9 月 23 日低点作为止损的价格已经跌破，短期建议投资者观望为主，等待走强信号明确后再行介入。

重要政策及要闻

国内：1) 外交部驳斥巴基斯坦利用中国技术向美国赠送稀土。2) 海关总署：前三季度 我国出口工业机器人增长 54.9%。3) 中国移动全面上线 eSIM 手机办理。4) 工信部等七部门：加强新型信息基础设施建设，按需布局算力基础设施，加速算力与行业融合应用。

国外：1) 加拿大地方政府要求取消对中国电动汽车关税。2) 特朗普称“加沙战争已结束”。

交易策略

债券市场：短期在年内新低附近企稳，长期目标为 2024 年 9 月 30 日低点。

A 股市场：积极做多仍在底部的板块。

美股市场：牛市不改，做多。

外汇市场：美国例外论回归助力美元指数上行。

商品市场：观望。

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 13 日国债期货行情	5
图表 2： 三十年国债预计在今年低点附近震荡整理后再开启下跌趋势	6
图表 3： 10 月 13 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： 初请失业金人数和中小企业增加就业计划指向就业市场稳定	8
图表 6： 相较于欧元区美国经济数据韧性更强	9
图表 7： 离岸人民币在支撑处涨势受阻	10
图表 8： 商品需等待新的走强信号	11

一、 大类资产跟踪

（一）利率债

利率债全线走强，贸易战的担忧增加了避险情绪，各期限国债在我们此前预期的年内低点附近获得支撑。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，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。股市仍未见明显的走弱迹象，考虑到当前量能的稳定以及超十年压力位的突破，即使股市在未来1-2个月表现不佳，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：股市大盘突破，商品蓄势待发，债市预计短期在年线附近震荡整理1-2个月后将继续下跌。

图表 1：10 月 13 日国债期货行情

国债期货		连续合约	自选期货					
30年期国债期货								
	代码	.	现价	涨跌	涨跌幅	买量	买价	卖价
1	TL9999		114.44	+0.42	+0.37%	72	114.44	114.45
2	TL2512	主力	114.44	+0.42	+0.37%	72	114.44	114.45
◀								
10年期国债期货								
	代码	.	现价	涨跌	涨跌幅	买量	买价	卖价
1	T9999		108.065	+0.105	+0.10%	9	108.065	108.070
2	T2512	主力	108.065	+0.105	+0.10%	9	108.065	108.070
◀								
5年期国债期货								
	代码	.	现价	涨跌	涨跌幅	买量	买价	卖价
1	TF9999		105.685	+0.030	+0.03%	1	105.680	105.685
2	TF2512	主力	105.685	+0.030	+0.03%	1	105.680	105.685
◀								
2年期国债期货								
	代码	.	现价	涨跌	涨跌幅	买量	买价	卖价
1	TS9999		102.370	+0.018	+0.02%	4	102.368	102.372
2	TS2512	主力	102.370	+0.018	+0.02%	4	102.368	102.372

资料来源：iFind，太平洋证券整理

图表 2：三十年国债预计在今年低点附近震荡整理后再开启下跌趋势



资料来源：文华财经，太平洋证券整理

（二）股市

A 股：TACO 交易再现，A 股低开高走，国产替代以及稀土管控表现亮眼，此外贵金属在一系列波动面前表现出了极强的韧性和上涨弹性，成为资金一致性最强的板块。展望后市，虽然芯片和稀土板块依旧表现强势，但鉴于板块拥挤度仍在高位（TMT 吸筹率仍在 30% 上方），波动率较高的情况下，继续追涨获得超额收益的概率较低，仍在底部的核能、经历长时间调整的煤炭有成为下一阶段炒作的可能（AI 需要大量的电力），化工、光伏、养殖等反内卷板块仍在历史底部，可积极关注，有色相比芯片拥挤度更低，同时基本面较好，可作为进攻端的选择，银行在经历了长时间的调整后已达到强支撑位，可作为对冲和降低组合波动的标的持有。TACO 交易在特朗普发推后再次验证了其有效性，但随着科技类股票不断新高，其拥挤度和风险也在上升，相较于追涨高波动率科技股，持有底部的板块在牛市更容易获得超额收益，我们推荐投资者更积极关注有色、核能、煤炭、化工、光伏、养殖板块，同时可持有部分银行股以降低组合波动和风险对冲。

行业板块：贵金属、能源金属、半导体领涨，工程机械、医疗服务、元件领跌。

热门概念：稀土永磁概念涨近 7%，兵装重组、光刻机等涨超 3%。

图表 3：10 月 13 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				
稀土永磁	兵装重...	光刻机	国家大...	中芯国...	贵金属	金属新...	小金属	能源金属	半导体	科创50	科创综指	B 股指数	深证 B 指	红利指数
6.92%	3.51%	3.20%	3.18%	3.03%	6.69%	5.12%	3.99%	3.28%	2.17%	1.40%	0.80%	0.44%	0.05%	0.02%
2025...	金属钴	超导概念	金属铅	光刻胶	电子化...	军工装备	军工电子	港口航运	种植业...	上证180	中证10...	上证收益	A 股指数	上证指数
2.98%	2.91%	2.87%	2.83%	2.76%	1.99%	1.88%	1.35%	1.12%	1.03%	-0.12%	-0.19%	-0.19%	-0.19%	-0.19%
青蒿素	POE胶膜	Sora概...	同花顺...	小米汽车	工程机械	元件	医疗服务	汽车服...	文化传媒	中小综指	深证300	创业板指	中小300	创价值
-1.61%	-1.66%	-1.68%	-1.73%	-1.80%	-1.49%	-1.51%	-1.52%	-1.54%	-1.62%	-0.97%	-1.01%	-1.11%	-1.11%	-1.15%
汽车热...	AI PC	减速器	短剧游戏	同花顺...	电机	小家电	消费电子	游戏	汽车零...	中小100	深证100	北证50	创成长	创业板...
-1.86%	-1.89%	-2.01%	-2.02%	-3.67%	-1.66%	-1.79%	-1.80%	-1.96%	-2.13%	-1.25%	-1.29%	-1.29%	-1.31%	-1.47%

资料来源：iFind，太平洋证券整理

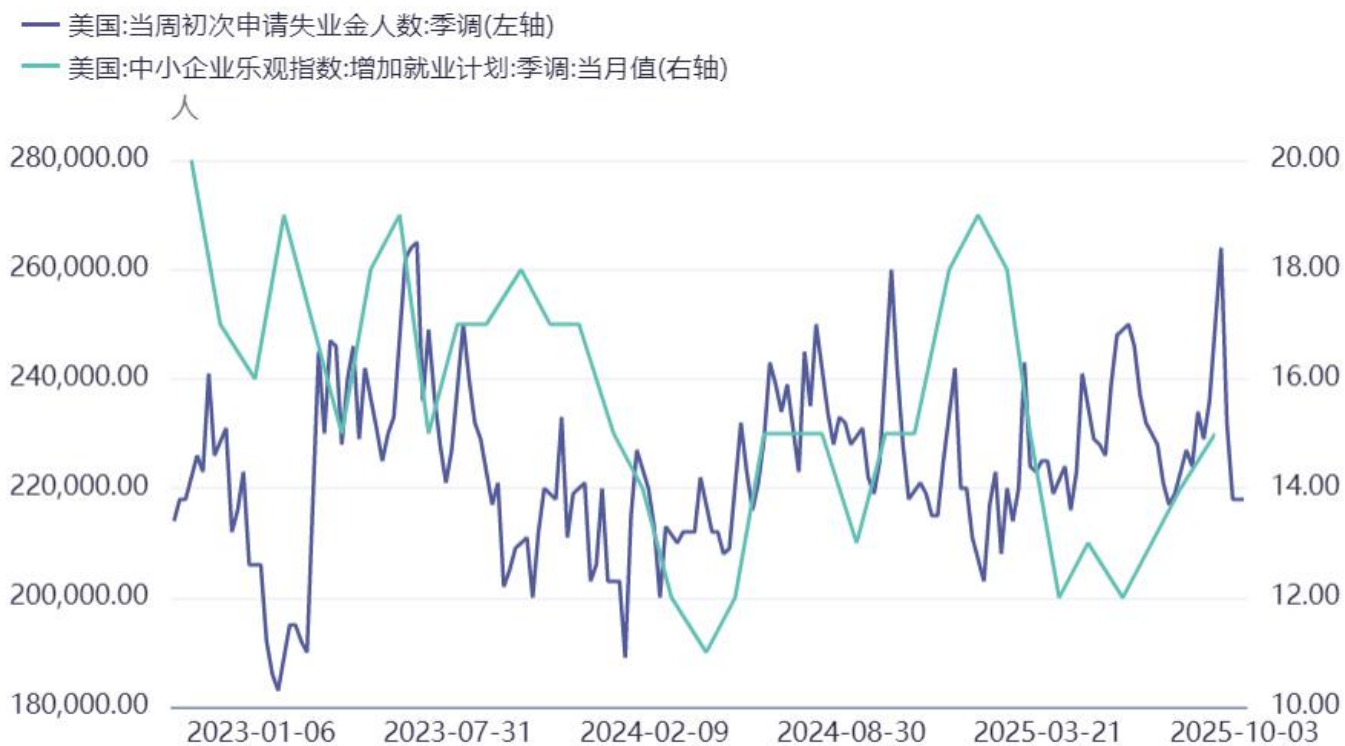
图表 4：TMT 吸筹率仍处高位



资料来源：文华财经，太平洋证券整理

美股：TACO 交易再次验证有效性，美股“金发姑娘”的宏观环境预计仍将持续，上涨未完待续。随着特朗普发推缓和中美冲突的可能性，美股期货已经开始上涨。短期通胀预计仍保持在有粘性但不足使得美联储加息的地步，而就业数据预计将继续保持有韧性但疲弱的境况，这使得美股的叙事仍处在“金发姑娘”的估值盈利带来的戴维斯双击中。就业方面，初请失业金人数继续保持低位，而中小企业增加就业计划连续 3 个月回升，考虑到非农就业数据的低质量和极低的数量与这些数据有所背离，预计后续非农数据被上修的概率较大。经济方面，此前美国二季度的经济增长表现亮眼，虽然花旗经济意外指数显示近 1 个月数据有所不及预期，但整体仍处在扩张区间，且相较于欧元区表现更有韧性，这将支撑美元指数和美股的表现。

图表 5：初请失业金人数和中小企业增加就业计划指向就业市场稳定



资料来源：iFind，太平洋证券整理

图表 6：相较于欧元区美国经济数据韧性更强



数据来源：同花顺iFinD

资料来源：iFind，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 7.1320，较前一日收盘下降 20 个基点。近期美元指数的上行与报告《长风破浪会有时》中的判断相一致，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。详细内容可参考我们周报《长风破浪会有时》。

后续市场研判：以美元指数预计企稳上行，技术上面突破 99 则确认中期走强。

图表 7：离岸人民币在支撑处涨势受阻



资料来源：文华财经，太平洋证券整理

(四) 商品

文华商品指数下跌-1.05%，除贵金属板块外，其余板块皆表现不佳，但随着 Taco 交易的确认，预计后续商品市场的下跌将有所修复，预计供需有矛盾的品种如铜等，后续仍将创下新高，而贵金属仍处于强劲的上漲趨勢中，未见有走弱的迹象。宏观环境上，美联储对通胀高容忍，就业低容忍的态度，美国经济软着陆的预期表现以及国内反内卷政策的出台皆利好商品价格的整體走強，但我们此前设置的 9 月 23 日低点作为止损的价格已经跌破，短期建议投资者观望为主，等待走強信号明确后再行介入。

图表 8：商品需等待新的走强信号



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. **外交部驳斥巴基斯坦利用中国技术向美国赠送稀土。**外交部对巴基斯坦向美国出口稀土表态：中国和巴基斯坦是全天候战略合作伙伴，两国的“铁杆友谊”历久弥坚。双方始终保持高度的战略互信，在事关双方共同利益的重大问题上密切沟通。“据我所知，关于巴美矿产合作的事宜，中巴双方有沟通。”外交部林剑指出，巴方强调，巴方与美方的交往绝不会损害中方利益和中巴合作，巴方领导人向美方领导人展示和赠送的矿石，是工作人员购买的巴宝石的原矿样品。“你刚才提到的相关报道，或是不了解实情，或是捕风捉影，甚至是挑拨离间，是缺乏根据的。”林剑说。林剑强调，中方日前发布的关于稀土等相关物项的出口管制措施，与巴基斯坦没有任何关联，这是中国政府依据法律法规完善自身出口管制体系的正当做法，旨在更好地维护世界和平与地区稳定，履行防扩散等国际义务。
2. **海关总署：前三季度 我国出口工业机器人增长 54.9%。**随着新质生产力不断发展，重点产业提质升级，我国出口产品的结构不断优化创新。我国制造的机器人应用场景更加丰富，不断走俏国际市场，前三季度，我国出口工业机器人增长 54.9%。风

电出海跑出了“加速度”，出口风力发电机组及零件增长了 23.9%。此外，我国出口的龙舟、木雕、剪纸等非遗产品加入了当代的潮流元素，“老手艺”焕发了新活力，在海外广受欢迎。

3. **中国移动全面上线 eSIM 手机办理。**中国移动官微显示：中国移动正式获得开展 eSIM 手机运营服务商用试验的批复，用户可前往中国移动营业厅办理 eSIM 手机业务。
4. **工信部等七部门：加强新型信息基础设施建设，按需布局算力基础设施，加速算力与行业融合应用。**工信部等七部门印发《深入推动服务型制造创新发展实施方案（2025—2028 年）》，加强新型信息基础设施建设，深化“5G+工业互联网”融合创新和规模化应用，按需布局算力基础设施，加速算力与行业融合应用。

（二）国外

1. **加拿大地方政府要求取消对中国电动汽车关税。**当地时间 11 日，加拿大马尼托巴省省长基纽致信加拿大总理卡尼，要求联邦政府取消对中国电动汽车征收的 100%关税。基纽在信中表示，加拿大对中国电动汽车征收关税的做法“引发了双边贸易战，对加拿大西部地区的影响尤为严重”。中国对加拿大的反制措施已导致加拿大油菜籽价格大幅下跌，猪肉生产行业遭受重创。基纽称，目前加中关系处于“关键时刻”，他敦促卡尼政府“抓住机遇”。此前，萨斯喀彻温省省长莫伊也公开表示，他希望取消对中国电动汽车关税。数据显示，萨斯喀彻温省 8 月份对华油菜籽出口同比下降了 76%。
2. **特朗普称“加沙战争已结束”。**当地时间 10 月 13 日上午，美国总统特朗普抵达耶路撒冷的以色列议会。在议会发表演讲前，特朗普对媒体称，“加沙战争已经结束，哈马斯将解除武装”。

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。