

策略日报 (2025. 10. 10): 高低切

相关研究报告

<<策略日报 (2025. 10. 09): 沪指突破 9 月整理平台>>--2025-10-10

<<策略日报 (2025. 09. 30): 节前平稳收官>>--2025-09-30

<<策略日报 (2025. 09. 29): 关注反内卷、商品资源板块>>--2025-09-29

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

大类资产跟踪

债券市场: 利率债全线下跌, 长端跌幅大于短端。我们维持前期判断: 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。大盘突破去年 10 月 8 日高点后, 成交量和波动率同步放大上涨, 短期未看到结束的迹象, 预计大方向上股强债弱将持续, 国债短期在年线位置企稳震荡后仍有下行空间。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后将继续下跌。

A 股: 市场震荡走低, 市场风格高低切, 创业板指大跌 4.55%。今日市场成交额 2.53 万亿, 较昨日小幅缩量, 个股涨多跌少。市场今日回落主要是热门的科技板块下跌造成, 风格明显呈现出高低切的特征, 上涨个股超过下跌数量, 短期科技板块交易过于拥挤, 需要时间换空间, 配置上选择低位有政策支持的光伏、化工、农业、有色以及高股息代表的银行等板块平衡配置将拥有更好的赔率和胜率。

美股: 纳指跌 0.08%, 道琼斯工业指数跌 0.52%, 标普 500 指数跌 0.28%。预计四季度软着陆和再通胀将重新成为叙事的中心, 美股仍是大类资产中最佳选择。在关税战和连续不及预期的非农就业报告下, 衰退和降息在过去两个季度占据了叙事主导, 然而四季度这一叙事或将面临转折: 一是就业数据未来预计将上修且回暖, 在当前衰退叙事押注过度的背景下, 预期的回摆只需要一份不差的就业报告。非农就业数据已经与中小企业增加就业计划连续 3 个月背离, 考虑到非农就业数据近期质量不佳, 后续上修以及未来数据回暖的可能性极大。二是美国经济稳中有升。二季度在关税战的背景下, 最新的美国二季度实际经济增长被上修至 3.3%, 创下 2023 年四季度以来最高。此外, 高频模型对三季度经济增长的预期持续上修, 美联储在最新的预测中也对经济增长和通胀进行上调。三是核心通胀粘性较强, 四季度再通胀将成为可能。一方面衡量核心通胀广度压力的扩散指标基本回升至 2021 年的高位, 显示通胀压力在各个领域扩散。另一方面超级核心通胀在 2023 年四季度美联储转向宽松后便已结束了下行趋势, 并在远高于疫情前的水平上方企稳回升。随着市场对衰退和宽松押注, 抵押贷款利率大幅下行, MBA 抵押贷款活动申请指数快速上行, 可以预见的是未来美国住房市场带来的再通胀压力将回归。详细内容可参考我们周报《长风破浪会有时》。

外汇市场: 在岸人民币兑美元北京时间 16:00 官方报 7.1251, 较前一日收盘跌 22 个基点。近期美元指数的上行与我们周报《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。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: 文华商品指数跌 0.25%, 煤炭、钢铁板块领涨, 石油、贵金属板块领跌。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体走强。技术上, 原油有重新走强的趋势, 铜价已经突破区间震荡, 今日盘后化工反内卷政策的出台, 我们维持此前的判断: 9 月 25 日的上涨可视为走强信号, 建议投资者以 9 月 23 日的低点为止损, 积极做多。

重要政策及要闻

国内: 1) 高通公司涉嫌违反反垄断法, 市场监管总局依法决定立案调查。2) 工信部: 开展卫星物联网业务商用试验, 丰富卫星通信市场供给。3) 交通运输部: 对美船舶收取船舶特别港务费。

国外: 1) 日本公明党表示 日本数十年的执政联盟宣告破裂。2) 美国政府关门难解: 参院七次否决拨款案, 特朗普威胁砍民主党项目, 共和党领袖否认要动“大招”。3) 报道: 美国劳工统计局准备在政府关门期间发布 9 月 CPI 数据。

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: 高低切。

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: 做多信号出现, 看好止损积极做多。

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	11
三、 风险提示	12

图表目录

图表 1： 10 月 10 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 10 日指数、行业、概念表现	7
图表 4： 非农数据与中小企业增加就业计划连续 3 个月背离	8
图表 5： 随着美国抵押贷款利率下降，贷款申请活动指数陡升	8
图表 6： 离岸人民币在支撑处涨势受阻	9
图表 7： 关注文华商品指数在支撑线位置能否得到有效支撑	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。我们维持前期判断：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。大盘突破去年10月8日高点后，成交量和波动率同步放大上涨，短期未看到结束的迹象，预计大方向上股强债弱将持续，国债短期在年线位置企稳震荡后仍有下行空间。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后将继续下跌。

图表1：10月10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	卖量
1	TL9999		113.97	-0.56	-0.49%	11	113.96	113.97	32
2	TL2512	主力	113.97	-0.56	-0.49%	11	113.96	113.97	32
3	TL2603		113.64	-0.54	-0.47%	2	113.63	113.65	13
10年期国债期货									
	代码		现价	涨跌	涨跌幅	买量	买价	卖价	卖量
1	T9999		107.980	-0.070	-0.06%	5	107.975	107.980	20
2	T2512	主力	107.980	-0.070	-0.06%	5	107.975	107.980	20
3	T2603		107.690	-0.040	-0.04%	19	107.670	107.690	3
5年期国债期货									
	代码		现价	涨跌	涨跌幅	买量	买价	卖价	卖量
1	TF9999		105.650	-0.100	-0.09%	35	105.650	105.660	5
2	TF2512	主力	105.650	-0.100	-0.09%	35	105.650	105.660	5
3	TF2603		105.550	-0.060	-0.06%	7	105.545	105.560	1
2年期国债期货									
	代码		现价	涨跌	涨跌幅	买量	买价	卖价	卖量
1	TS9999		102.354	-0.056	-0.05%	5	102.352	102.354	1
2	TS2512	主力	102.354	-0.056	-0.05%	5	102.352	102.354	1
3	TS2603		102.270	-0.034	-0.03%	1	102.264	102.272	1

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：市场震荡走低，市场风格高低切，创业板指大跌 4.55%。今日市场成交额 2.53 万亿，较昨日小幅缩量，个股涨多跌少。市场今日回落主要是热门的科技板块下跌造成，风格明显呈现出高低切的特征，上涨个股超过下跌数量，短期科技板块交易过于拥挤，需要时间换空间，配置上选择低位有政策支持的光伏、化工、农业、有色以及高股息代表的银行等板块平衡配置将拥有更好的赔率和胜率。

行业板块：行业涨多跌少，建筑材料、煤炭、纺织服饰领涨；电子、电力设备、计算机领跌。

热门概念：兵装重工、三季报预增、天津自贸港等领涨，国家大基金持股、同花顺果指数、中国 AI50 等概念领跌。

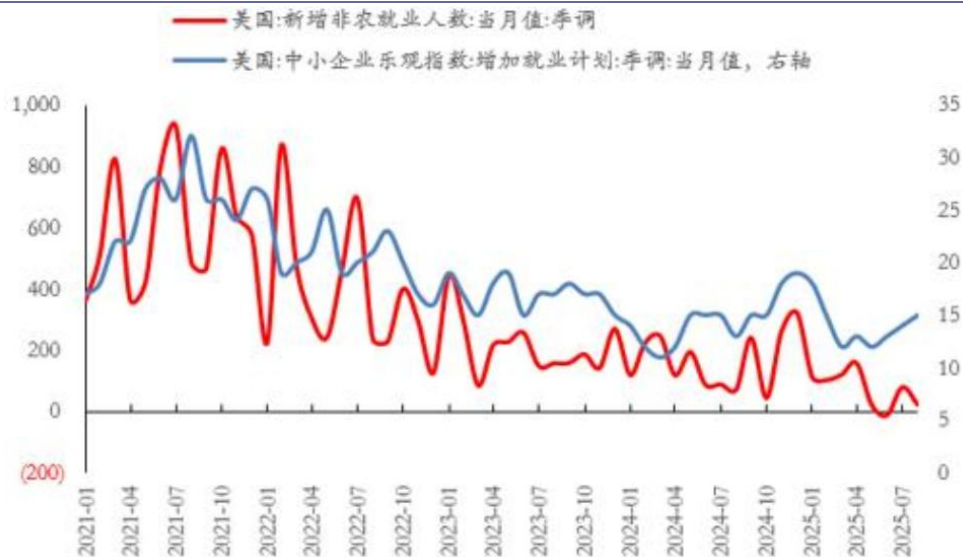
图表3: 10月10日指数、行业、概念表现

同化顺概念					同化顺行业					国内主要指数				
兵装重...	2025三...	天津自...	动物疫苗	草甘膦	燃气	纺织制造	煤炭开...	农产品...	港口航运	红利指数	B股指数	深证B指	同花顺...	上证收益
4.83%	3.44%	2.13%	1.93%	1.92%	2.65%	2.59%	2.22%	1.76%	1.74%	1.14%	0.09%	0.01%	-0.33%	-0.94%
深圳国...	水泥概念	玉米	赛马概念	猪肉	建筑材料	美容护理	电网设备	饮料制造	油气开...	上证指数	A股指数	北证50	上证380	中证1000
1.85%	1.84%	1.71%	1.62%	1.60%	1.71%	1.70%	1.67%	1.65%	1.63%	-0.94%	-0.94%	-1.24%	-1.41%	-1.49%
MLOp...	存储芯片	无线耳机	AI PC	AI手机	消费电子	元件	通信设备	软件开发	小金属	中小100	深证100	创业板综	创成长	创业300
-3.56%	-3.62%	-3.64%	-3.94%	-3.99%	-2.19%	-2.32%	-2.44%	-2.44%	-2.82%	-2.86%	-3.02%	-3.13%	-3.83%	-4.03%
汽车芯片	MCU芯...	中国AI ...	同花顺...	国家大...	光伏设备	贵金属	半导体	电池	能源金属	创价值	科创综指	创业板指	创业板50	科创50
-4.22%	-4.26%	-4.52%	-4.64%	-5.04%	-3.25%	-3.90%	-4.89%	-4.96%	-5.30%	-4.31%	-4.53%	-4.55%	-5.06%	-5.61%

资料来源: iFind, 太平洋证券整理

美股: 纳指跌 0.08%，道琼斯工业指数跌 0.52%，标普 500 指数跌 0.28%。预计四季度软着陆和再通胀将重新成为叙事的中心，美股仍是大类资产中最佳选择。在关税战和连续不及预期的非农就业报告下，衰退和降息在过去两个季度占据了叙事主导，然而四季度这一叙事或将面临转折：一是就业数据未来预计将上修且回暖，在当前衰退叙事押注过度的背景下，预期的回摆只需要一份不差的就业报告。非农就业数据已经与中小企业增加就业计划连续 3 个月背离，考虑到非农就业数据近期质量不佳，后续上修以及未来数据回暖的可能性极大。二是美国经济稳中有升。二季度在关税战的背景下，最新的美国二季度实际经济增长被上修至 3.3%，创下 2023 年四季度以来最高。此外，高频模型对三季度经济增长的预期持续上修，美联储在最新的预测中也对经济增长和通胀进行上调。三是核心通胀粘性较强，四季度再通胀将成为可能。一方面衡量核心通胀广度压力的扩散指标基本回升至 2021 年的高位，显示通胀压力在各个领域扩散。另一方面超级核心通胀在 2023 年四季度美联储转向宽松后便已结束了下行趋势，并在远高于疫情前的水平上方企稳回升。随着市场对衰退和宽松押注，抵押贷款利率大幅下行，MBA 抵押贷款活动申请指数快速上行，可以预见的是未来美国住房市场带来的再通胀压力将回归。详细内容可参考我们周报《长风破浪会有时》。

图表4: 非农数据与中小企业增加就业计划连续3个月背离



资料来源: iFind, 太平洋证券整理

图表5: 随着美国抵押贷款利率下降, 贷款申请活动指数陡升



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 7.1251, 较前一日收盘跌 22 个基点。近期美元指数上行与我们周报《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。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6: 离岸人民币在支撑处涨势受阻

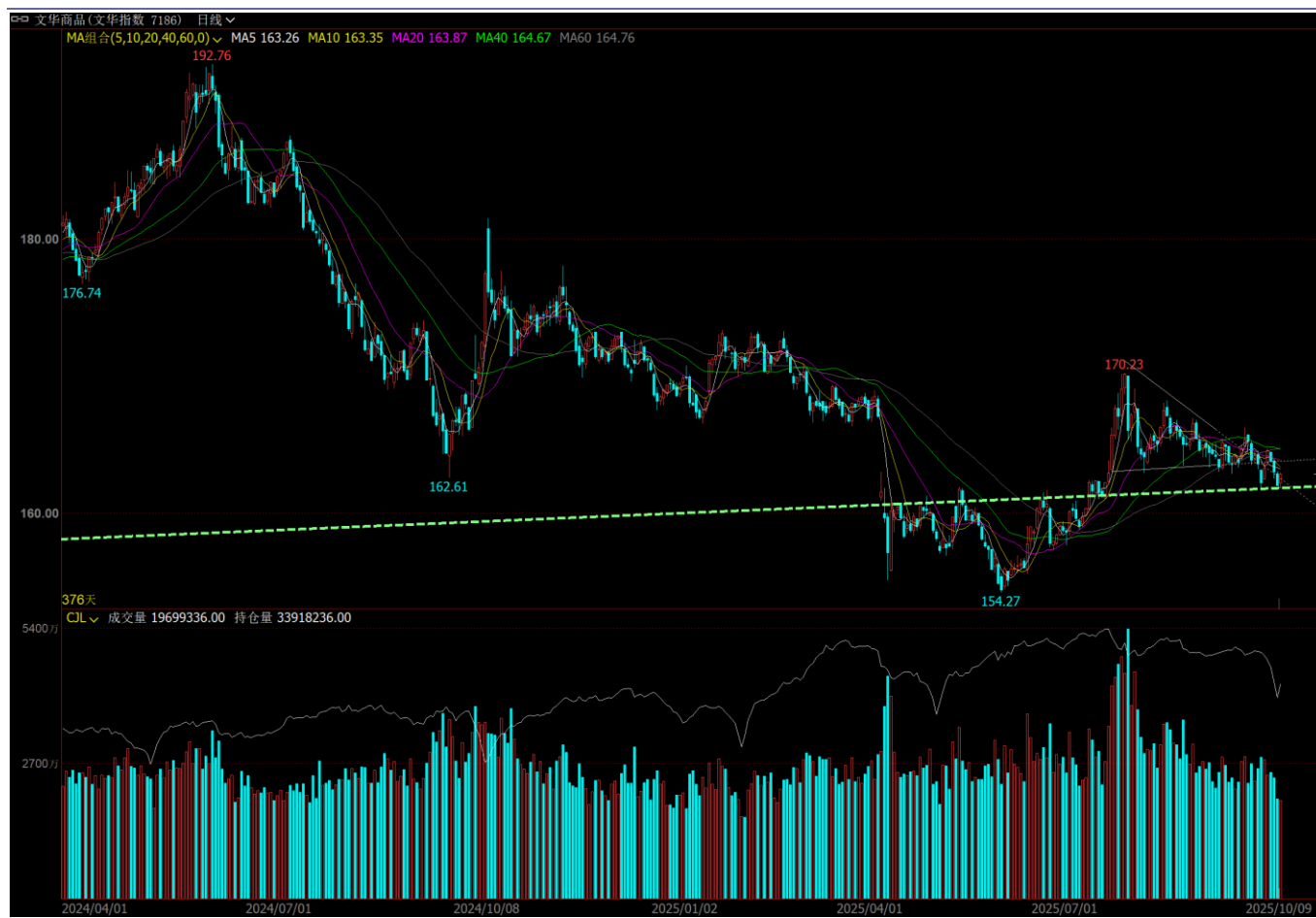


资料来源: 文华财经, 太平洋证券整理

(四) 商品

文华商品指数跌 0.25%，煤炭、钢铁板块领涨，石油、贵金属板块领跌。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体走强。技术上，铜价已经突破区间震荡，我们维持此前的判断：9 月 25 日的上涨可视作为走强信号，建议投资者以 9 月 23 日的低点为止损，积极做多。

图表7：关注文华商品指数在支撑线位置能否得到有效支撑



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. **高通公司涉嫌违反反垄断法，市场监管总局依法决定立案调查。** 据央视新闻，因高通公司收购 Autotalks 公司未依法申报经营者集中，涉嫌违反《中华人民共和国反垄断法》，市场监管总局依法对高通公司开展立案调查。
2. **工信部：开展卫星物联网业务商用试验，丰富卫星通信市场供给。** 工信部公开征求对《工业和信息化部关于组织开展卫星物联网业务商用试验的通知（征求意见稿）》的意见。意见提出，通过开展卫星物联网业务商用试验，丰富卫星通信市场供给，激发市场主体活力，提升行业服务能力，建立安全监管体系，形成可复制可推广的经验和模式，支撑商业航天、低空经济等新兴产业安全健康发展，服务构建新发展格局。
3. **交通运输部：对美船舶收取船舶特别港务费。** 据交通运输部网站，2025 年 4 月 17 日，美国贸易代表办公室发布关于对中国海事、物流及造船业 301 调查措施，自 2025 年 10 月 14 日起，将对中国企业拥有或经营的船舶、中国籍船舶及中国造船船加收港口服务费，严重违背了国际贸易相关原则和中美海运协定，对中美间海运贸易造成严重破坏。（根据《中华人民共和国国际海运条例》等法律法规和国际法基本原则，经国务院批准，自 2025 年 10 月 14 日起，对美国的企业、其他组织和个人拥有船舶所有权的船舶；美国的企业、其他组织和个人运营的船舶；美国的企业、其他组织和个人直接或间接持有 25% 及以上股权（表决权、董事会席位）的企业、其他组织拥有或运营的船舶；悬挂美国旗的船舶；在美国建造的船舶，由船舶挂靠港口所在地海事管理机构负责收取船舶特别港务费。）

(二) 国外

1. **日本公明党表示 日本数十年的执政联盟宣告破裂。** 据日本公明党领导人表示，日本的执政联盟已经瓦解，此前该党与高市早苗领导的日本自民党未能就政治资金监管问题消除分歧。周五，高市早苗与公明党党首齐藤铁夫的谈判未能达成一致，从

而对这位尚未就任首相的新任自民党领导人来说是一个重大挫折。在过去 25 年的大部分时间里,这一执政联盟一直为自民党政府维持着政治稳定。齐藤铁夫告诉记者,两党已不再是执政联盟,意味着公明党不会在即将到来的首相选举中投票给高市早苗。他的政党也不会建议成员投票给自民党议员,或在选举中与他们一起竞选。齐藤铁夫表示,他的政党仍计划在一些问题上与自民党进行合作。

2. **美国政府关门难解：参院七次否决拨款案，特朗普威胁砍民主党项目，共和党领袖否认要动“大招”。**特朗普称，被砍掉的将是“非常受民主党欢迎但共和党并不支持的项目”，且削减将是“永久性的”。参院共和党领袖明确否认考虑利用所谓“核选项”、让临时拨款议案获批无需达到 60 票门槛，未确认下周议程安排。众议院仍在休会，众议长维持“48 小时通知”状态，但未承诺下周恢复会期。
3. **报道：美国劳工统计局准备在政府关门期间发布 9 月 CPI 数据。**据媒体援引一位知情的美国劳工部官员称，美国劳工统计局 (BLS) 已召回部分员工，以准备发布关键的 9 月 CPI 通胀报告。该报告对计算明年美国社会保障金 (Social Security) 发放额度至关重要。美国 9 月 CPI 报告很可能无法在原定的 10 月 15 日发布；不过，仍有望赶在美联储 10 月 28 日至 29 日的 FOMC 政策会议前发布。

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。