

策略日报 (2025.09.30): 节前平稳收官

相关研究报告

<<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: 利率债全线上涨, 长端涨幅大于短端。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: 市场今日小幅上涨。今日市场成交额 2.19 万亿, 较昨日小幅放量, 个股上涨数量较昨日下降, 超 2500 只个股上涨, 节前最后一个交易日市场整体表现较为平缓。考虑到美元指数企稳向上的迹象明显, 将仓位向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。美元指数和美债利率的上行不利于股票市场的估值提升。考虑到科技类股票筹码较为拥挤, TMT 板块占全 A 成交额占比已来到极值区域, 继续追高科技类股票已经不再具有性价比。商品相关的股票受益于美国软着陆和国内反内卷的宏观支持, 一旦科技类暂时“熄火”, 下跌已久的银行也预计会有所表现, 进攻端的科技成长降低部分仓位至高股息、反内卷、商品资源等板块是更好的选择。此外, 考虑到各大股指期货波动率仍不算低, 节前预计波动率进一步降低的可能性较大, 这意味着指数大概率将延续震荡运行, 趋势性行情出现的概率不大。

美股: 纳指涨 0.48%, 道琼斯工业指数涨 0.15%, 标普 500 指数涨 0.26%。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 7.1214, 较前一日收盘上涨 39 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 0.68%, 贵金属、有色板块领涨, 煤炭、石油板块领跌。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) 国家发改委下达今年第四批 690 亿元超长期特别国债支持消费品以旧换新资金。 2) 首批新型政策性金融工具实现投放。 3) 财政部、商务部: 中央财政对试点城市给予资金补助。 4) 中国 9 月官方制造业 PMI 49.8, 前值: 49.4, 小幅上升。

国外: 1) 特斯拉第三代人形机器人将于 2026 年开始量产。 2) 澳洲联储: 今日的政策决议一致通过。 3) 白宫: 特朗普签署公告调整美国对木材、木料及其加工产品的进口。 4) 美国劳工统计局: 一旦发生政府停摆, 将暂停所有运转, 期间不会发布经济数据。

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: 节前震荡整理。

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	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	12
三、 风险提示	13

图表目录

图表 1: 9 月 30 日国债期货行情	6
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	7
图表 3: 9 月 30 日指数、行业、概念表现	8
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	9
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	9
图表 6: 离岸人民币在支撑处涨势受阻	10
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	11

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。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1：9月30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		113.90	+0.11	+0.10%	23	113.90	113.92	21
2	TL2512	主力	113.90	+0.11	+0.10%	23	113.90	113.92	21
3	TL2603		113.57	+0.13	+0.11%	1	113.56	113.57	2
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		107.845	+0.185	+0.17%	68	107.845	107.850	13
2	T2512	主力	107.845	+0.185	+0.17%	68	107.845	107.850	13
3	T2603		107.530	+0.190	+0.18%	1	107.520	107.550	8
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		105.630	+0.120	+0.11%	19	105.630	105.635	10
2	TF2512	主力	105.630	+0.120	+0.11%	19	105.630	105.635	10
3	TF2603		105.520	+0.125	+0.12%	1	105.515	105.535	5
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		102.372	+0.040	+0.04%	22	102.372	102.374	11
2	TS2512	主力	102.372	+0.040	+0.04%	22	102.372	102.374	11
3	TS2603		102.286	+0.042	+0.04%	1	102.284	102.288	2

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：市场今日小幅上涨。今日市场成交额 2.19 万亿，较昨日小幅放量，个股上涨数量较昨日下降，超 2500 只个股上涨，节前最后一个交易日市场整体表现较为平缓。考虑到美元指数企稳向上的迹象明显，将仓位向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。美元指数和美债利率的上行不利于股票市场的估值提升。考虑到科技类股票筹码较为拥挤，TMT 板块占全 A 成交额占比已来到极值区域，继续追高科技类股票已经不再具有性价比。商品相关的股票受益于美国软着陆和国内反内卷的宏观支持，一旦科技类暂时“熄火”，下跌已久的银行也预计会有所表现，进攻端的科技成长降低部分仓位至高股息、反内卷、商品资源等板块是更好的选择。此外，考虑到各大股指期权波动率仍不算低，节前预计波动率进一步降低的可能性较大，这意味着指数大概率将延续震荡运行，趋势性行情出现的概率不大。

行业板块：行业涨多跌少，有色金属、国防军工、房地产领涨；通信、非银金融、环保领跌。

热门概念：金属锌、金属铅、金属钴等概念领涨，信托、中韩自贸区、生物质能发电等概念领跌。

图表3： 9月30日指数、行业、概念表现

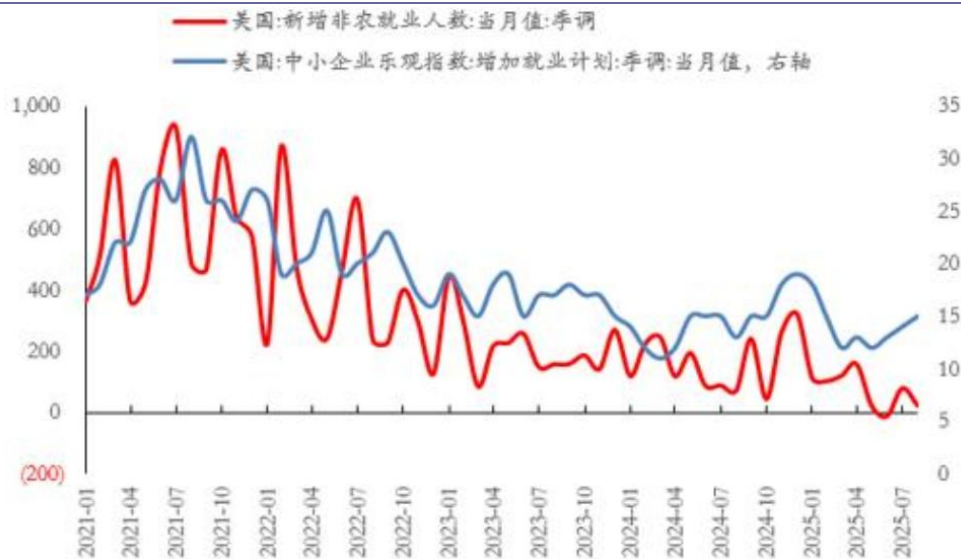
国际化概念					国际化行业					国内重要指数				
金属锌 3.62%	金属铅 3.61%	金属钴 3.49%	金属铜 3.34%	金属镍 3.25%	能源金属 4.65%	工业金属 2.66%	小金属 2.66%	半导体 2.44%	军工电子 2.33%	科创50 1.69%	科创综指 1.55%	上证380 1.15%	上证180 1.04%	中证1000 1.03%
科创次... 2.84%	存储芯片 2.80%	国家大... 2.79%	小金属... 2.58%	Sora概... 2.45%	军工装备 2.30%	电池 2.02%	其他电... 1.82%	互联网... 1.81%	汽车整车 1.52%	中证500 0.84%	中证A1... 0.81%	创价值 0.75%	中证A5... 0.71%	中小100 0.62%
MicroL... -0.44%	猪肉 -0.45%	人造肉 -0.47%	超级品牌 -0.48%	白酒概念 -0.50%	医药商业 -0.53%	纺织制造 -0.57%	证券 -0.59%	风电设备 -0.61%	多元金融 -0.69%	深证300 0.31%	创业300 0.30%	B股指数 0.12%	深证100 0.11%	创业板指 0.00%
汽车热... -0.53%	F5G概念 -0.68%	生物质... -0.70%	中韩自... -0.91%	信托概念 -0.97%	旅游及... -0.70%	化学纤维 -0.82%	保险 -0.94%	银行 -0.96%	白酒 -1.14%	创业板50 -0.15%	红利指数 -0.27%	北证50 -0.70%	深证B指 -0.75%	创成长 -1.66%

资料来源：iFind，太平洋证券整理

美股：纳指涨 0.48%，道琼斯工业指数涨 0.15%，标普 500 指数涨 0.26%。**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 7.1214, 较前一日收盘上涨 39 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》。

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

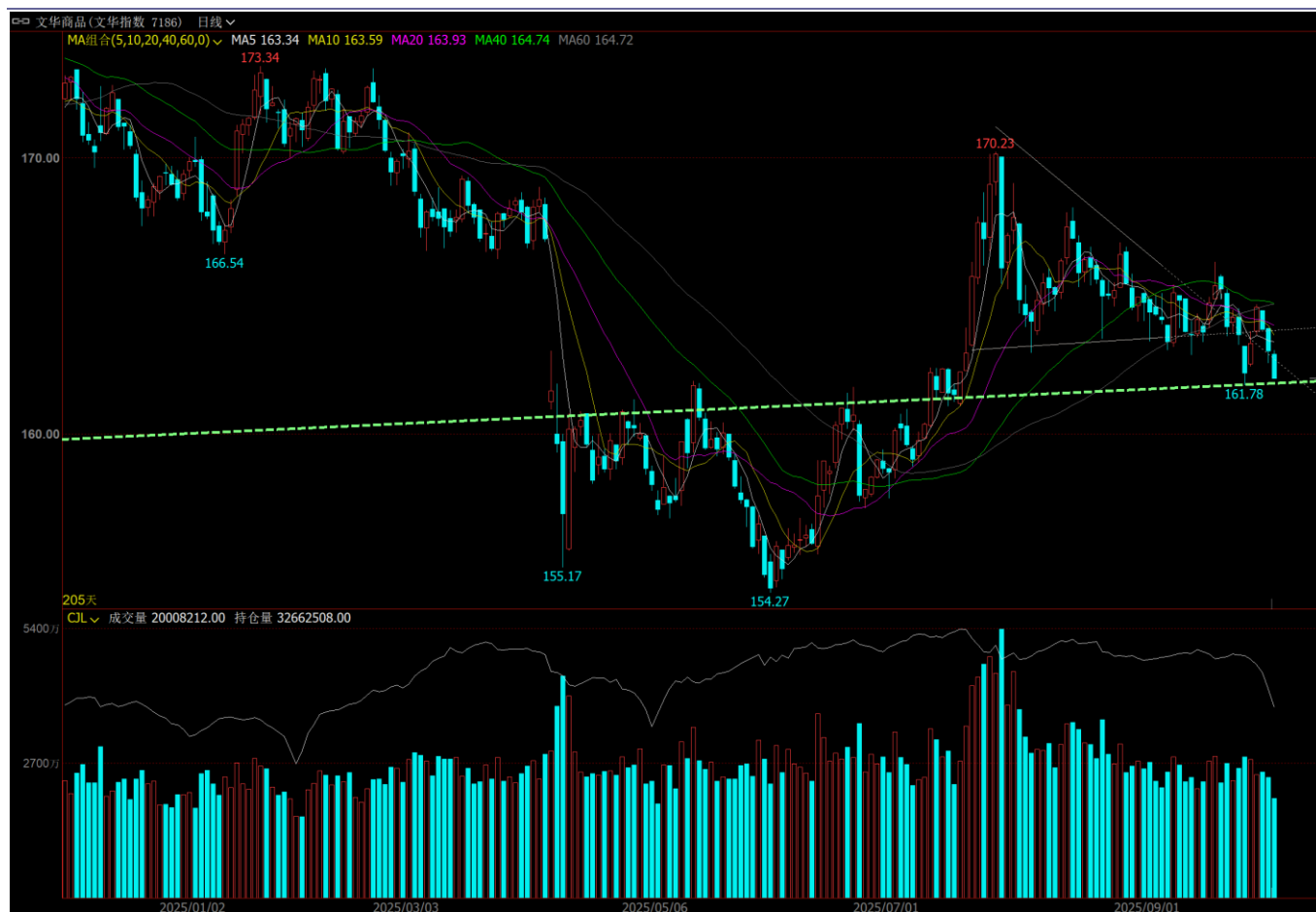


资料来源: 文华财经, 太平洋证券整理

(四) 商品

文华商品指数跌 0.68%，贵金属、有色板块领涨，煤炭、石油板块领跌。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，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。

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. **国家发改委下达今年第四批 690 亿元超长期特别国债支持消费品以旧换新资金。** 近日，国家发展改革委已会同财政部，向地方下达了今年第四批 690 亿元超长期特别国债支持消费品以旧换新资金，至此，全年 3000 亿元中央资金已全部下达。下一步，各有关部门将进一步组织地方合理把握工作节奏，完善资金使用计划，均衡有序支出补贴资金，加强产品质量和价格监管，严厉打击骗补套补等违法违规行为，平稳有序实施消费品以旧换新政策，推动补贴资金用到实处、见到实效。
2. **首批新型政策性金融工具实现投放。** 据无锡发改，9 月 29 日，全国首批、全省首单新型政策性金融工具（基金）项目正式签约落地无锡市。无锡至宜兴城际轨道交通工程此次获批新型政策性金融工具资金 31.99 亿元（其中一期 14.33 亿元、二期 17.66 亿元），为全省获批额度最大项目。9 月 29 日，国开行江苏省分行向无锡地铁集团一次性投放工具资金 17.66 亿元，专项用于无锡至宜兴城际轨道交通二期工程项目资本金，该投放为新型政策性金融工具设立后全国首批投放项目。
3. **财政部、商务部：中央财政对试点城市给予资金补助。** 财政部、商务部发布开展国际化消费环境建设工作的通知，中央财政对试点城市给予资金补助。实施期内，国际消费中心城市每个城市合计补助 2 亿元，其他城市每个城市合计补助 1 亿元。补助资金分两批下达。试点启动第一年先下达部分资金，剩余资金根据绩效评价情况下达。试点城市可按照市场化原则，对符合条件的经营主体，按规定采取补助、奖励等方式予以支持。
4. **中国 9 月官方制造业 PMI 49.8，前值：49.4，小幅上升。**

(二) 国外

1. **特斯拉第三代人形机器人将于 2026 年开始量产。** 特斯拉发文称，特斯拉正在努力扩大人形机器人的规模，计划 2025 年底推出第三代，并在 2026 年开始量产。马斯

克预计 2030 年前将年产 100 万台。

2. **澳洲联储：今日的政策决议一致通过。**劳动力市场状态大体稳定。核心通胀的下降趋势已经放缓。通胀因为国内外因素而存在不确定性。国内经济活动正在复苏，但前景仍不确定。贸易政策发展仍预计将对全球经济增长产生不利影响。
3. **白宫：特朗普签署公告调整美国对木材、木料及其加工产品的进口。**软木木材和板材需缴纳 10% 的从价税。对部分软垫木制品征收 25% 的从价税。进口厨柜和盥洗台适用 25% 从价税。特朗普打算确保对受本公告约束的欧盟和日本原产木制品征收的关税税率不超过 15%。关税将于 10 月 14 日生效。
4. **美国劳工统计局：一旦发生政府停摆，将暂停所有运转，期间不会发布经济数据。**一些可能受影响的重要即将发布的报告包括：本周五的非农就业报告。美国劳工部还会在每周四发布首次申请失业金人数数据。此外，10 月 15 日将发布消费者价格指数 (CPI)，这是关键的通胀指标，也是美联储在 10 月 28-29 日召开会议前获得的最后一份相关数据。

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。