

策略日报（2025.09.26）：节前调整如期而至

相关研究报告

<<策略日报（2025.09.23）：关注银行板块配置机会>>--2025-09-23

<<策略日报（2025.09.22）：节前震荡整理>>--2025-09-22

<<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

利率债小幅上行，各期限国债皆在年内低点附近获得支撑，与我们此前预期的相一致：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。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。

股票市场：A 股：前期表现强势的创业板指大幅调整，这与我们此前预期的节前胜率不佳，融资盘比重较高的板块筹码较为拥挤，需适当获利了结的观点相一致。从板块来看，本周我们提到的银行、农业、化工今日表现亮眼，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。高频数据和模型显示未来美国经济增长以及就业将双双上修，预计后续市场预期将转向软着陆和再通胀。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：**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。

外汇市场：在岸人民币兑美元北京时间 16:00 官方报 7.1340，较前一日收盘上升 2 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。

商品市场：文华商品指数下跌-0.24%，国内定价的煤炭、建材板块表现不佳领跌市场，石油板块表现亮眼，领涨市场。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) 七部门：加快智能驾驶系统、远程驾驶座舱等产品研发，鼓励无人机、全地形车等新装备的研制。2) 六部门：加大力度支持符合条件的优质数创企业上市融资。3) 七部门：严控新增炼油产能，合理确定乙烯、对二甲苯新增产能规模和投放节奏。4) 中国有色金属工业协会：国家有关部门正在加快研究如何加强对铜冶炼产能建设规范化管理具体措施。

国外：1) 特朗普宣布将对进口建材、家具及药品实施高额关税。2) 美国上周首次申领失业救济人数不及预期。

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	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	12
(一) 国内	12
(二) 国外	13
三、 风险提示	13

图表目录

图表 1： 9 月 26 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： 9 月 26 日指数、行业、概念表现	7
图表 4： 科创 50 期权波动率仍处高位，进一步回落的概率较大	7
图表 5： 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 6： 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 7： 离岸人民币在支撑出涨势受阻	10
图表 8： 文华商品指数有重新走强的迹象	11
图表 9： 玻璃上涨趋势并未破坏	11

一、 大类资产跟踪

(一) 利率债

利率债小幅上行，各期限国债皆在年内低点附近获得支撑，与我们此前预期的相一致：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。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 26 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		114.19	+0.23	+0.20%	5	114.18	114.19
2	TL2512	主力	114.19	+0.23	+0.20%	5	114.18	114.19
10年期国债期货								
	代码		现价	涨跌	涨跌幅	买量	买价	卖价
1	T9999		107.680	+0.140	+0.13%	63	107.680	107.685
2	T2512	主力	107.680	+0.140	+0.13%	63	107.680	107.685
5年期国债期货								
	代码		现价	涨跌	涨跌幅	买量	买价	卖价
1	TF9999		105.540	+0.065	+0.06%	46	105.530	105.540
2	TF2512	主力	105.540	+0.065	+0.06%	46	105.530	105.540
2年期国债期货								
	代码		现价	涨跌	涨跌幅	买量	买价	卖价
1	TS9999		102.342	+0.042	+0.04%	24	102.340	102.342
2	TS2512	主力	102.342	+0.042	+0.04%	24	102.340	102.342

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：前期表现强势的创业板指大幅调整，这与我们此前预期的节前胜率不佳，融资盘比重较高的板块筹码较为拥挤，需适当获利了结的观点相一致。从板块来看，本周我们提到的银行、农业、化工今日表现亮眼，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。高频数据和模型显示未来美国经济增长以及就业将双双上修，预计后续市场预期将转向软着陆和再通胀。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。

行业板块：风电设备、化学纤维受益于政策支持表现亮眼，领涨市场。医疗服务、电子通信大幅下跌。

热门概念：AIPC 概念领跌，科技类大幅调整。热门概念中仅大豆、草甘膦等少数概念上涨。

图表 3：9 月 26 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				
大豆 1.02%	摘帽 0.97%	草甘膦 0.94%	人造肉 0.89%	煤化工... 0.80%	风电设备 3.10%	化学纤维 2.38%	农化制品 1.11%	保险 1.06%	种植业... 0.93%	深证 B 指 0.32%	红利指数 0.09%	B 股指数 -0.18%	上证 50 -0.40%	上证收益 -0.64%
可燃冰 0.75%	POE 胶膜 0.75%	医疗废... 0.66%	特色小镇 0.65%	金属铅 0.65%	石油加... 0.87%	油气开... 0.87%	纺织制造 0.81%	军工装备 0.59%	养殖业 0.46%	A 股指数 -0.65%	上证指数 -0.65%	上证 180 -0.73%	上证 380 -0.75%	同花顺... -0.82%
英伟达... -3.34%	光刻机 -3.44%	华为海... -3.48%	MLOp... -3.52%	光纤概念 -3.61%	医疗服务 -2.13%	电子化... -2.23%	通信服务 -2.42%	其他电子 -2.55%	通信设备 -2.72%	北证 50 -1.81%	中小 100 -1.85%	中小 300 -1.93%	科创综指 -1.97%	创价值 -2.29%
共封装... -3.67%	铜缆高... -3.79%	中国 AI... -3.94%	AI PC -4.01%	同花顺... -4.09%	自动化... -2.87%	IT 服务 -2.90%	消费电子 -3.17%	元件 -3.31%	游戏 -3.73%	创业板综 -2.41%	创业板 300 -2.56%	创业板指 -2.60%	创业板... -2.83%	创成长 -2.91%

资料来源：iFind，太平洋证券整理

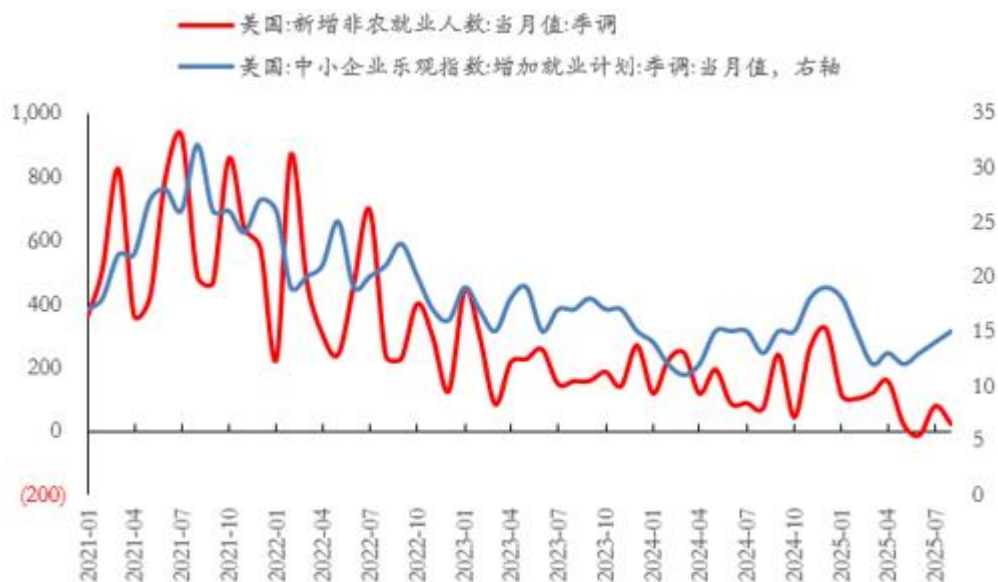
图表 4：科创 50 期权波动率仍处高位，进一步回落的概率较大



资料来源：文华财经，太平洋证券整理

美股：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 5：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 6：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 7.1340，较前一日收盘上升 2 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 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-0.24%，国内定价的煤炭、建材板块表现不佳领跌市场，石油板块表现亮眼，领涨市场。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。

图表 8：文华商品指数有重新走强的迹象



资料来源：文华财经，太平洋证券整理

图表 9：玻璃上涨趋势并未破坏



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. **七部门：加快智能驾驶系统、远程驾驶座舱等产品研发 鼓励无人机、全地形车等新装备的研制。**交通运输部、国家发展改革委、工业和信息化部、国家数据局、国家铁路局、中国民用航空局、国家邮政局发布关于“人工智能+交通运输”的实施意见，加快智能产品创新。加快智能驾驶系统、远程驾驶座舱等产品研发。强化公路高性能夜视监控、结构检测等新技术、新装备研发应用。鼓励无人机、全地形车等新装备的研制。推动智慧列车装备、智慧重载、新一代通信信号装备、列车智能调度系统等铁路装备升级。加强智能船用设备、智能船舶和海上智能搜救装备研发。积极开展智能摊铺和压实机、造塔机、造桥机、智能巡检机器人等施工和维养装备研发。推进智能搬运装卸、仓储配送、智能安检等设施设备研发。
2. **六部门：加大力度支持符合条件的优质数创企业上市融资。**国家发展改革委等六部门联合印发《关于加强数字经济创新型企业培育的若干措施》。其中提出，鼓励金融机构结合数创企业投融资需求，按照市场化原则提供金融服务。强化创投资金引导，优化完善国有创业投资考核评价机制，探索将培育数字经济瞪羚企业、独角兽企业情况纳入考核机制。鼓励地方完善经营主体信用评价服务体系，鼓励有条件的金融机构构建符合数创企业特点的信用评价模型，完善风险评价机制，优化金融产品和服务模式，切实加大数创企业金融支持力度。在依法合规、风险可控前提下，规范银行与投资机构的合作，为数创企业提供多元化金融服务。促进银企对接，向金融机构推荐优质数创企业项目。加大力度支持符合条件的优质数创企业上市融资。
3. **七部门：严控新增炼油产能 合理确定乙烯、对二甲苯新增产能规模和投放节奏。**工业和信息化部等7部门印发《石化化工行业稳增长工作方案（2025-2026年）》。其中提出，科学调控重大项目建设。加强重大石化、现代煤化工项目规划布局引导，严控新增炼油产能，合理确定乙烯、对二甲苯新增产能规模和投放节奏，防范煤制甲醇行业产能过剩风险。石化领域严格执行新建炼油项目产能减量置换要求，重点支持石化老旧装置改造、新技术产业化示范以及现有炼化企业“减油增化”项目；现代煤化工领域重点依托煤水资源相对丰富、环境容量较好地区，适度布局煤制油气、煤制化学品项目，开展煤化工与新能源耦合、先进材料、技术装备、工业操作

系统等产业化应用示范，以及二氧化碳捕集、利用及封存工程示范。加快天然气提氮、海水提钾等项目实施。

(二) 国外

1. **特朗普宣布将对进口建材、家具及药品实施高额关税。**当地时间9月25日，美国总统特朗普在其社交媒体“真实社交”宣布，自10月1日起，美国将对多类进口产品实施新一轮高额关税。措施包括对厨房橱柜、浴室洗手台及相关建材征收50%关税，对进口家具征收30%关税，并对专利及品牌药品加征100%关税。
2. **美国上周首次申领失业救济人数不及预期。**美国上周首次申领失业救济人数为21.8万人，预估为23.3万人，前值为23.1万人。首次申领失业救济的人数持续低位表明了美国就业市场并不像市场所预期的那样差，后续就业数据上修的可能较大。

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。