

策略日报 (2025.09.24): 情绪反转

相关研究报告

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

<<策略日报 (2025.09.22): 节前震荡整理>>--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

债券市场: 利率债全线下跌, 利率债跌幅大于短端。三十年期国债期货加权距离年内新低一步之遥, 预计今年 3 月份的低点附近的支撑力度较强, 做空者可适当止盈。在更长的时间维度上, 我们维持此前判断: 此次债市下跌将创下年内新低, 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: 市场全天低开高走, 创业板指领涨。今日市场成交额 2.34 万亿, 个股涨多跌少, 超 4200 只个股上涨。市场今日情绪明显好转, 临近节前, 波动明显放大, 行业轮动加速。考虑到 A 股节前胜率普遍不佳, 融资面临长假风险和利息的双重压力, 建议投资者暂时规避融资占比较大的板块, 同时银行板块底部支撑明显, 可适当关注。统计全 A 指数本轮上涨起点 (6 月 23 日) 至今 (9 月 19 日) 各板块贡献度看, 指数上涨 18.18%, 其中 TMT 板块贡献度 42%, 电力设备、机械设备、医药、有色等板块次之, 科技是此轮指数上涨的主要贡献者。但当前科技板块面临的不利因素有: 1) 市场赚钱效应开始下降, 市场风险偏好开始整体走弱; 本周市场上涨个股比例仅为 32%, 已至这轮上涨的低位。2) TMT 筹码结构开始进入相对拥挤阶段, 当前 TMT 板块占全 A 成交额比例已至 37%, 23 年以来这一数值达 40% 后通常会迎来回落, 板块迎来阶段性回调。3) 创业板指与科创 50 等两大指数出现量价背离的特征; 科技作为本轮牛市的主推手, 对应在指数上创业板指与科创 50 表现最优, 但当前两大指数都呈现顶背离的技术分析特征。4) 国庆节前的“日历效应”显示指数胜率不高, 下跌概率更高; 统计 10 年以来, 国庆节前五个交易日的累计涨幅, 节前指数下跌概率 60%, 上涨概率 40%, 国庆节前投资者更倾向于兑现收益以规避节假日的不确定性。

美股: 纳指跌 0.95%, 道琼斯工业指数跌 0.19%, 标普 500 指数跌 0.55%。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 7.1189, 较前一日收盘上涨 42 个基点。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: 文华商品指数涨 0.55%, 建材、石油板块领涨, 饲料、油脂板块领跌。文华商品指数在收敛三角形末端向上突破后重新下跌, 整体呈现出了弱势的结构, 操作上需等待走强信号明确后再进行试多, 目前看走强信号仍未出现, 建议投资者短期以观望为主。

重要政策及要闻

国内: 1) 商务部等 8 部门: 增加人工智能终端产品有效供给, 开展智能网联汽车准入和上路通行试点。 2) 9 部门发布 13 条政策措施支持服务出口。 3) 阿里吴泳铭: 资本开支会在 3800 亿基础上, 增加更多的投入。

国外: 1) 德国商业前景自 4 月以来首次下跌。 2) 鲍威尔称利率“仍有适度限制性”, 警告没有毫无风险的政策路径、股市被高估。 3) 美联储降息路径分歧加剧: 鲍曼警告已“落后于形势”, 古尔斯比呼吁谨慎行事。 4) 美国 9 月 Markit 制造业、服务业 PMI 回落, 但均扩张, 价格缓和。

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: 技术上走弱, 观望为主。

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 24 日国债期货行情	6
图表 2: 三十年期国债加权指数距离年内新低仅一步之遥	7
图表 3: 9 月 24 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: 离岸人民币在支撑出涨势受阻	10
图表 7: 文华商品指数尾端假突破, 走弱信号较强	11

一、 大类资产跟踪

(一) 利率债

利率债全线下跌，利率债跌幅大于短端。三十年期国债期货加权距离年内新低一步之遥，预计今年3月份的低点附近的支撑力度较强，做空者可适当止盈。在更长的时间维度上，我们维持此前判断：此次债市下跌将创下年内新低，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24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		114.07	-0.47	-0.41%	2	114.06	114.07	67
2	TL2512	主力	114.07	-0.47	-0.41%	2	114.06	114.07	67
3	TL2603		113.69	-0.51	-0.45%	2	113.69	113.73	3
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		107.650	-0.105	-0.10%	11	107.650	107.655	18
2	T2512	主力	107.650	-0.105	-0.10%	11	107.650	107.655	18
3	T2603		107.305	-0.115	-0.11%	5	107.305	107.335	7
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		105.565	-0.080	-0.08%	88	105.560	105.570	79
2	TF2512	主力	105.565	-0.080	-0.08%	88	105.560	105.570	79
3	TF2603		105.445	-0.070	-0.07%	1	105.435	105.445	2
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		102.322	-0.030	-0.03%	41	102.320	102.322	5
2	TS2512	主力	102.322	-0.030	-0.03%	41	102.320	102.322	5
3	TS2603		102.250	-0.030	-0.03%	19	102.248	102.254	1

资料来源：iFind，太平洋证券整理

图表2：三十年期国债加权指数距离年内新低仅一步之遥



资料来源：文华财经，太平洋证券整理

(二) 股市

A 股：市场全天低开高走，创业板指领涨。今日市场成交额 2.34 万亿，个股涨多跌少，超 4200 只个股上涨。市场今日情绪明显好转，临近节前，波动明显放大，行业轮动加速。考虑到 A 股节前胜率普遍不佳，融资面临长假风险和利息的双重压力，建议投资者暂时规避融资占比较大的板块，同时银行板块底部支撑明显，可适当关注。统计全 A 指数本轮上涨起点（6 月 23 日）至今（9 月 19 日）各板块贡献度看，指数上涨 18.18%，其中 TMT 板块贡献度 42%，电力设备、机械设备、医药、有色等板块次之，科技是此轮指数上涨的主要贡献者。但当前科技板块面临的不利因素有：1) 市场赚钱效应开始下降，市场风险偏好开始整体走弱；本周市场上涨个股比例仅为 32%，已至这轮上涨的低位。2) TMT 筹码结构开始进入相对拥挤阶段，当前 TMT 板块占全 A 成交额比例已至 37%，23 年以来这一数值达 40%后通常会迎来回落，板块迎来阶段性回调。3) 创业板指与科创 50 等两大指数出现量价背离的特征；科技作为本轮牛市的主推手，对应在指数上创业板指与科创 50 表现最优，但当前两大指数都呈现顶背离的技术分析特征。4) 国庆节前的“日历效应”显示指数胜率不高，下跌概率更高；统计 10 年以来，国庆节前五个交易日的累计涨幅，节前指数下跌概率 60%，上涨概率 40%，国庆节前投资者更倾向于兑现收益以规避节假日的不确定性。

行业板块：行业涨多跌少，电力设备、电子、传媒领涨；银行、煤炭、通信领跌。

热门概念：中芯国际概念、国家大基金持股、BC 电池等概念领涨，银行、旅游及酒店等概念领跌。

图表3： 9 月 24 日指数、行业、概念表现

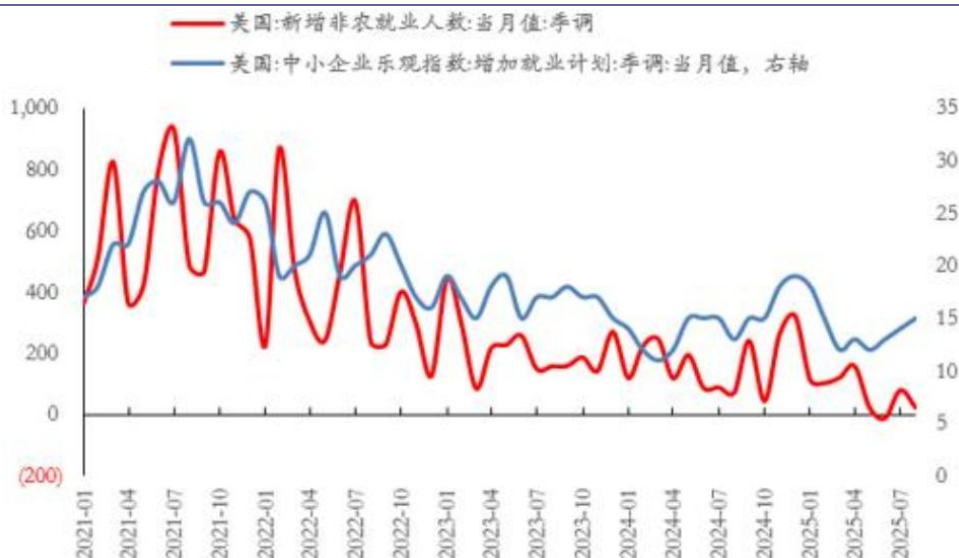
同化顺概念					同化顺行业					国内主要指数				
中芯国... 5.41%	国家大... 4.83%	BC电池 4.30%	存储芯片 4.18%	光刻胶 4.06%	半导体 4.60%	电子化... 4.08%	能源金属 3.39%	环保设备 3.28%	光伏设备 3.24%	科创50 3.49%	科创综指 3.06%	创价值 2.64%	创业板指 2.28%	创业板50 2.22%
科创次... 3.83%	光刻机 3.40%	TOPC... 3.38%	先进封装 3.38%	第三代... 3.35%	游戏 3.23%	电池 2.88%	自动化... 2.67%	软件开发 2.64%	计算机... 2.44%	中小100 2.21%	创业300 2.11%	北证50 2.03%	中证500 1.99%	上证380 1.93%
汽车热... 0.69%	煤炭概念 0.62%	白酒概念 0.62%	冰雪产业 0.58%	网约车 0.55%	汽车零... 0.51%	物流 0.48%	白酒 0.37%	港口航运 0.36%	厨卫电器 0.31%	深证B指 1.05%	沪深300 1.02%	上证收益 0.84%	A股指数 0.83%	上证指数 0.83%
F5G概念 0.48%	钛白粉... 0.40%	同花顺... 0.32%	抽水蓄能 0.12%	中韩自... 0.07%	煤炭开... 0.15%	保险 0.15%	元件 0.11%	银行 -0.04%	旅游及... -0.71%	上证180 0.79%	上证50 0.69%	B股指数 0.65%	创成长 0.49%	红利指数 0.11%

资料来源：iFind，太平洋证券整理

美股：纳指跌 0.95%，道琼斯工业指数跌 0.19%，标普 500 指数跌 0.55%。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 7.1189，较前一日收盘上涨 42 个基点。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：离岸人民币在支撑出涨势受阻

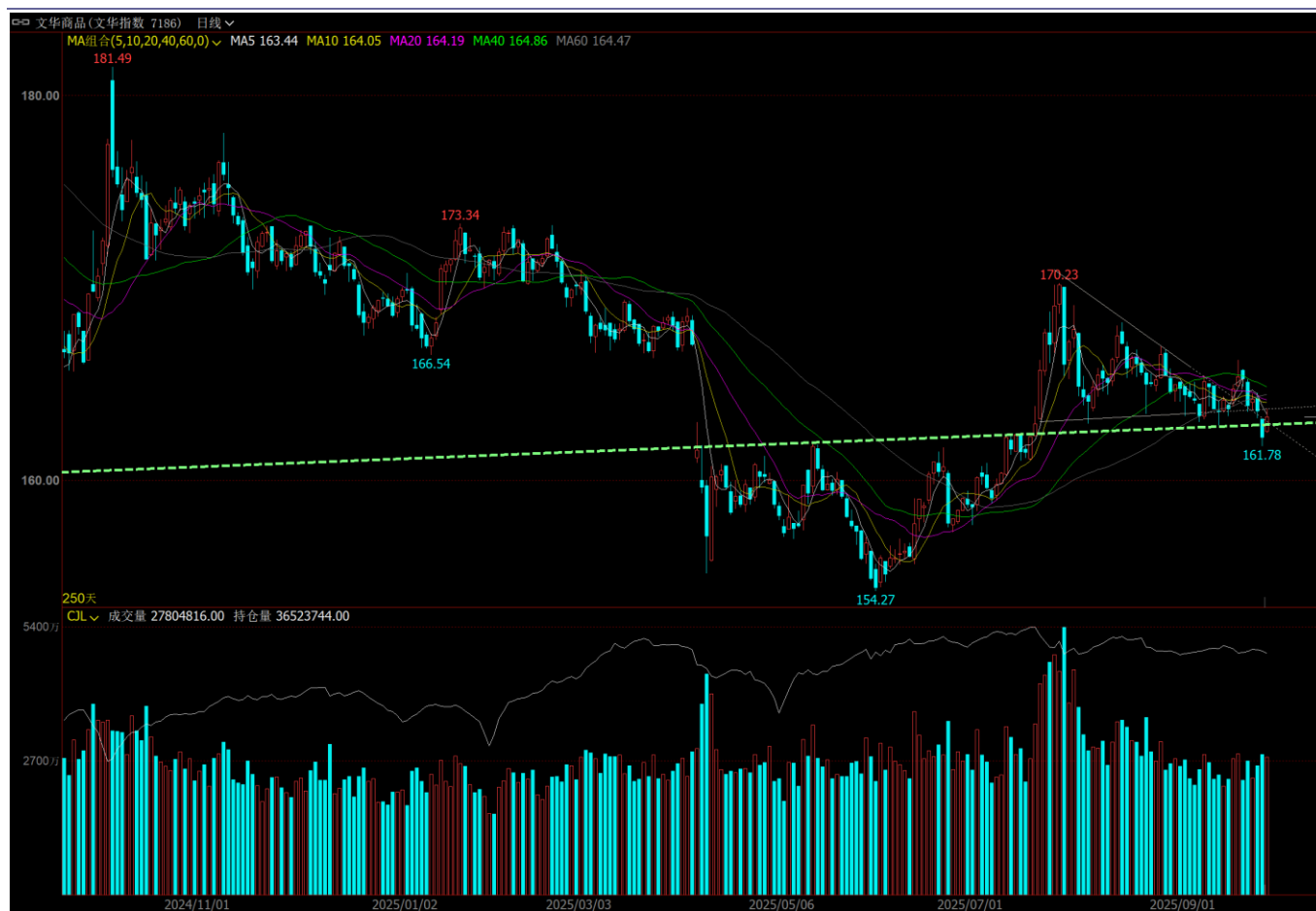


资料来源：文华财经，太平洋证券整理

(四) 商品

文华商品指数涨 0.55%，建材、石油板块领涨，饲料、油脂板块领跌。文华商品指数在收敛三角形末端向上突破后重新下跌，整体呈现出了弱势的结构，操作上需等待走强信号明确后再进行试多，目前看走强信号仍未出现，建议投资者短期以观望为主。

图表7：文华商品指数尾端假突破，走弱信号较强



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. **商务部等 8 部门：增加人工智能终端产品有效供给，开展智能网联汽车准入和上路通行试点。** 商务部等 8 部门联合印发《关于大力发展数字消费共创数字时代美好生活的指导意见》。扩大数字产品消费。鼓励企业加速研发创新，增加人工智能终端产品有效供给，释放人工智能手机、电脑、智能机器人、可穿戴设备、桌面级 3D 打印设备等新产品消费潜力。加快智能家电、智能安防、视频照护系统等研发及互联互通。开展智能网联汽车准入和上路通行试点。培育建设新消费品牌，推动数字国潮等品牌创新发展。
2. **9 部门发布 13 条政策措施支持服务出口。** 今天（24 日），商务部会同中央网信办、财政部等 8 部门印发了《关于促进服务出口的若干政策措施》，包含 13 项具体措施，为服务出口提供全面政策支持。其中包括用好用足中央和地方现有资金渠道积极支持服务出口，增强服务贸易创新发展引导基金撬动作用，优化服务出口零税率申报程序，加大出口信用保险支持力度，提高出口信用保险政策精准度，完善保税监管制度，便利人员跨境往来和入境消费，优化跨境资金流动管理，提升服务贸易跨境资金结算便利化水平，鼓励知识产权转化交易，促进和规范数据跨境流动，加快发展国际数据服务业务，支持企业开拓国际市场等。
3. **阿里吴泳铭：资本开支会在 3800 亿基础上，增加更多的投入。** 9 月 24 日，阿里巴巴集团 CEO、阿里云智能集团董事长兼 CEO 吴泳铭在云栖大会演讲中表示，目前阿里正积极推进 3800 亿的 AI 基础设施建设，并计划追加更大的投入。为了迎接 ASI 时代的到来，对比 2022 年这个 GenAI 的元年，到 2032 年阿里云全球数据中心的能耗规模将提升 10 倍。这意味着阿里云算力投入将指数级提升。

(二) 国外

1. **德国商业前景自 4 月以来首次下跌。** 德国企业信心意外下跌，凸显出总理默茨恢复欧洲最大经济体增长计划的脆弱性。经过四个月的增长后，Ifo 研究所的一项预期

指数从8月修正后的91.4降至9月的89.7。分析师曾预测,该指数将升至92。一项衡量当前状况的指标也出现下滑。“企业对当前情况不太满意,而他们的预期明显蒙阴,”Ifo 总裁 Clemens Fuest 周三在一份声明中表示,“经济复苏前景遭遇挫折。”

2. **鲍威尔称利率“仍有适度限制性”,警告没有毫无风险的政策路径、股市被高估。**鲍威尔称,面临通胀上行和就业下行的两面风险,就业风险增加促使上周降息;重申合理预期是关税一次性推升价格,称要确保关税不会持续影响;未暗示下月会否支持降息。问答环节他说从许多指标看股票估值“相当高”,三大股指刷新日低,纳指跌超1%。“新美联储通讯社”:鲍威尔的利率判断显示对降息敞开大门,他间接回应贝森特批评,称金融危机和新冠后美国经济仍稳健。
3. **美联储降息路径分歧加剧:鲍曼警告已“落后于形势”,古尔斯比呼吁谨慎行事。**鲍曼在接受采访时表示,劳动力市场正在恶化,她支持年内进行三次各25个基点的降息,并曾敦促同僚们从6月会议起就开始行动。古尔斯比在另一场采访中表示,鉴于通胀率高于目标且呈上升趋势,美联储在进一步降息方面应保持谨慎。
4. **美国9月Markit制造业、服务业PMI回落,但均扩张,价格缓和。**美国9月Markit制造业PMI初值创两个月新低,服务业PMI初值和综合PMI初值均创三个月新低,但均位于50荣枯线上方。从月度走势来看,增长已从7月份的近期峰值放缓,9月份企业也缩减了招聘规模。需求趋软的迹象越来越多,这也削弱了企业的定价能力,这暗示利润空间受到挤压,同时有利于通胀趋于缓和。

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。