

策略日报 (2025.09.19): 加速轮动

大类资产跟踪

相关研究报告

<<策略日报 (2025.09.18): 回摆>>-
-2025-09-19

<<策略日报 (2025.09.17): 强者恒
强>>-2025-09-17

<<策略日报 (2025.09.16): 蓄势>>-
-2025-09-16

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

债券市场: 利率债全天震荡下跌, 长端跌幅大于短端。A股多头趋势不变, 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: 市场全天横盘震荡, 三大指数小幅下跌。今日市场成交额2.35万亿, 较昨日缩量, 个股涨少跌多, 近3200只个股下跌, 市场当前板块轮动较为频繁, 短期或进入震荡调整阶段。从技术面看, 各指数呈现多头趋势, 从个指标看牛市进程未完。从股相对债的性价比看, 全A ERP目前为4.02%, 08、15、21年的低点分别为-2.34%、0、1.83%, 当前ERP处于自2007年以来35.3%的低位, 较前几轮牛市低点仍有较大下降空间。以A股总市值/GDP(代表一国经济的证券化率)这一指标看, 目前该比值为0.75, 较历史峰值08年1月的1.33、15年6月的1.07分别有77%、43%的距离。从居民资金流入的视角看, 居民存款/A股市值这一比值当前为1.7, 07、15、21年的历史低点分别为0.59、0.83、1.12, 居民存款资金搬家的进程或远未结束。衡量牛市进程的相关指标显示当前A股仍有上涨空间, 操作上坚定牛市的战略思维, 有回调再加仓是更优的选择。

美股: 三大指数齐创新高, 纳指涨0.94%, 道琼斯工业指数涨0.27%, 标普500指数涨0.48%。9月如期降息25bp, 美国经济整体仍表现稳健, 在增长风险只是放缓而非萧条的背景下, FedPut带来的估值提升和远期盈利增长的交易将继续演绎。从8月的非农就业数据来看, 就业市场放缓明显。平均时薪和工时仍保持稳定, 美国二季度实际经济增长上调, 二季度美国企业利润延续了2021年以来的趋势增长, 为后续就业市场的平稳提供了基础。无论如何, 8月的非农数据确定了劳动市场的疲软为联储的鸽派声明提供了基础, 叠加经济增长的稳健、贸易不确定性的消失, 这份非农报告无疑为风险资产的上行进一步“添砖加瓦”。后续市场研判: 投机情绪延续, 美股继续做多。

外汇市场: 在岸人民币兑美元北京时间16:00官方报7.1123, 较前一日收盘上涨47个基点。不及预期的非农数据使得美元大跌, 目前离岸人民币技术面重回上涨趋势, 美元指数技术面也出现向下破位的景象。做空美元的可关注上方99的压力, 未突破前可持有空头头寸。目前美元受到就业走软以及美联储独立性质疑的两大逆风因素, 但从基本面来看, 美国经济的底蕴(居民杠杆率)依旧在全球是独一档, 相较于做空美元, 做多A股、港股等人民币资产或是黄金、白银等贵金属或是更好的选择。

商品市场: 文华商品指数跌 0.12%，煤炭、新能源板块领涨，聚酯、石油板块领跌。文华商品指数在 60 日和半年均线的交汇处得到支撑，由于收敛三角形已接近行至尾端，突破的有效性已经大幅降低，即使后续跌破支撑下缘，考虑到股市走强、债市走弱的组合确定性较强，反内卷相关股市标的已陆续走出底部，我们仍建议商品要以多头思维为主，在控制风险的背景下，以做多为主要方向。

重要政策及要闻

国内: 1) 上海: 优化调整本市个人住房房产税试点有关政策。 2) 淘宝闪购和饿了么做团购，与高德双线作战。 3) 小米汽车科技有限公司召回部分 SU7 标准版 共计 116887 辆。

国外: 1) 日本央行行长植田和男发布会要点总结: 物价正朝着目标取得进展，但尚未实现; 如果经济展望实现，将提高利率。 2) 美国上周首申失业金人数超预期大幅回落至 23.1 万，较前周降 3.2 万，创近四年最大降幅。 3) 美国继续放宽数字资产监管，SEC 大幅降低“数字币 ETF”申请门槛。

交易策略

债券市场: 将挑战年内新低，目标为 2024 年 9 月 30 日低点。

A 股市场: 指数北证 50 更佳，板块上反内卷相关标的仍在底部，具有较高安全边际。芯片、光模块、创新药等调整空间基本到位，左侧买入。

美股市场: 牛市不改，做多。

外汇市场: 以美元指数 99 为止损做空美元。

商品市场: 以做多思路为主。

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	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: 9 月 19 日国债期货行情	5
图表 2: 三十年期国债加权指数距离年内新低仅一步之遥	6
图表 3: 9 月 19 日指数、行业、概念表现.....	7
图表 4: 美国失业率创下 2021 年 11 月以来最高	8
图表 5: 美国二季度实际 GDP 增长创下 2023 年四季度以来新高	8
图表 6: 离岸人民币重回上涨趋势	9
图表 7: 文华商品指数区间收敛, 临近变盘	10

一、 大类资产跟踪

(一) 利率债

利率债全天震荡下跌，长端跌幅大于短端。A股多头趋势不变，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19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		114.80	-0.88	-0.76%	32	114.78	114.80	10
2	TL2512	主力	114.80	-0.88	-0.76%	32	114.78	114.80	10
3	TL2603		114.48	-0.88	-0.76%	2	114.47	114.50	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		107.835	-0.230	-0.21%	4	107.830	107.835	50
2	T2512	主力	107.835	-0.230	-0.21%	4	107.830	107.835	50
3	T2603		107.490	-0.245	-0.23%	1	107.485	107.495	33
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		105.675	-0.140	-0.13%	41	105.665	105.680	77
2	TF2512	主力	105.675	-0.140	-0.13%	41	105.665	105.680	77
3	TF2603		105.550	-0.135	-0.13%	1	105.530	105.550	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		102.364	-0.050	-0.05%	40	102.364	102.370	29
2	TS2512	主力	102.364	-0.050	-0.05%	40	102.364	102.370	29
3	TS2603		102.290	-0.050	-0.05%	10	102.288	102.296	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：市场全天横盘震荡，三大指数小幅下跌。今日市场成交额 2.35 万亿，较昨日缩量，个股涨少跌多，近 3200 只个股下跌，市场当前板块轮动较为频繁，短期或进入震荡调整阶段。从技术面看，各指数呈现多头趋势，从个指标看牛市进程未完。从股相对债的性价比看，全 A ERP 目前为 4.02%，08、15、21 年的低点分别为 -2.34%、0、1.83%，当前 ERP 处于自 2007 年以来 35.3% 的低位，较前几轮牛市低点仍有较大下降空间。以 A 股总市值/GDP（代表一国经济的证券化率）这一指标看，目前该比值为 0.75，较历史峰值 08 年 1 月的 1.33、15 年 6 月的 1.07 分别有 77%、43% 的距离。从居民资金流入的视角看，居民存款/A 股市值这一比值当前为 1.7，07、15、21 年的历史低点分别为 0.59、0.83、1.12，居民存款资金搬家的进程或远未结束。衡量牛市进程的相关指标显示当前 A 股仍有上涨空间，操作上坚定牛市的战略思维，有回调再加仓是更优的选择。

行业板块: 行业涨多跌少, 煤炭、有色金属、建筑材料领涨; 汽车、医药生物、计算机领跌。

热门概念: 光刻机、民爆概念、盐湖提锂等概念领涨, 减速器、PEEK 材料、人形机器人等概念领跌。

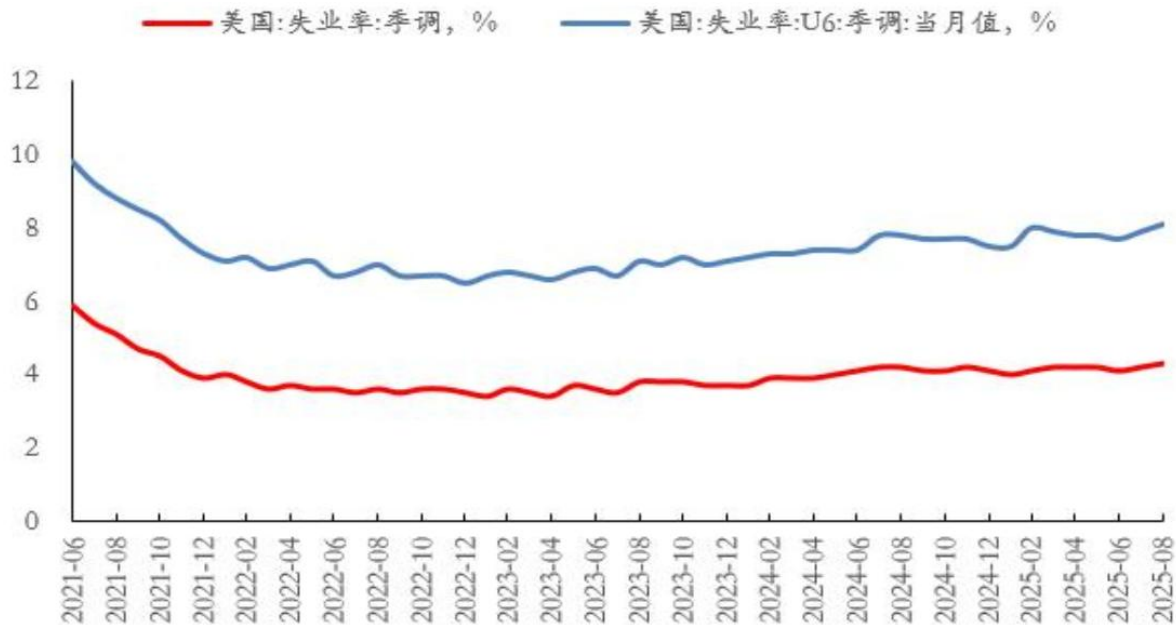
图表3: 9月19日指数、行业、概念表现

同化顺概念					同化顺行业					国内主要指数				
光刻机 2.09%	民爆概念 1.70%	盐湖提锂 1.10%	雅下水... 1.01%	金属钴 0.93%	能源金属 3.23%	教育 2.08%	旅游及... 2.08%	煤炭开... 1.82%	工程机械 1.51%	红利指数 0.69%	深证100 0.31%	中小100 0.20%	中证A1... 0.20%	深证300 0.11%
航运概念 0.83%	赛马概念 0.82%	新疆振兴 0.78%	光刻胶 0.77%	俄乌冲... 0.76%	燃气 1.33%	影视院线 1.30%	物流 1.28%	非金属... 1.07%	建筑材料 1.03%	沪深300 0.08%	创成长 0.05%	上证380 0.02%	中证A5... -0.01%	MSCIA... -0.02%
阿尔茨... -1.74%	华为汽车 -1.87%	汽车拆... -1.87%	天津自... -1.87%	汽车热... -1.88%	通用设备 -1.59%	多元金融 -1.68%	自动化... -1.71%	造纸 -1.72%	生物制品 -1.89%	创价值 -0.41%	创业300 -0.42%	中证10... -0.51%	创业板综 -0.52%	同花顺... -0.53%
特斯拉... -1.94%	工业母机 -2.11%	人形机... -2.17%	PEEK材... -2.65%	减速器 -2.68%	汽车零... -1.90%	医药商业 -2.31%	汽车服... -2.61%	橡胶制品 -2.78%	电机 -3.78%	北证50 -0.83%	深证B指 -1.05%	科创综指 -1.25%	科创50 -1.28%	B股指数 -1.29%

资料来源: iFind, 太平洋证券整理

美股: 三大指数齐创新高, 纳指涨 0.94%, 道琼斯工业指数涨 0.27%, 标普 500 指数涨 0.48%。9月如期降息 25bp, 美国经济整体仍表现稳健, 在增长风险只是放缓而非萧条的背景下, FedPut 带来的估值提升和远期盈利增长的交易将继续演绎。从8月的非农就业数据来看, 就业市场放缓明显。平均时薪和工时仍保持稳定, 美国二季度实际经济增长上调, 二季度美国企业利润延续了 2021 年以来的趋势增长, 为后续就业市场的平稳提供了基础。无论如何, 8月的非农数据确定了劳动市场的疲软为联储的鸽派声明提供了基础, 叠加经济增长的稳健、贸易不确定性的消失, 这份非农报告无疑为风险资产的上行进一步“添砖加瓦”。后续市场研判: 投机情绪延续, 美股继续做多。

图表4: 美国失业率创下 2021 年 11 月以来最高



资料来源: iFind, 太平洋证券整理

图表5: 美国二季度实际 GDP 增长创下 2023 年四季度以来新高



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 7.1123, 较前一日收盘上涨 47 个基点。不及预期的非农数据使得美元大跌, 目前离岸人民币技术面重回上涨趋势, 美元指数技术面也出现向下破位的景象。做空美元的可关注上方 99 的压力, 未突破前可持有空头头寸。目前美元受到就业走软以及美联储独立性质疑的两大逆风因素, 但从基本面来看, 美国经济的底蕴 (居民杠杆率) 依旧在全球是独一档, 相较于做空美元, 做多 A 股、港股等人民币资产或是黄金、白银等贵金属或是更好的选择。

后续市场研判: 以美元指数 99 为止损, 做空美元。但与做空美元相比, 做多 A 股、港股、黄金、白银等或是更好的选择。

图表6: 离岸人民币重回上涨趋势

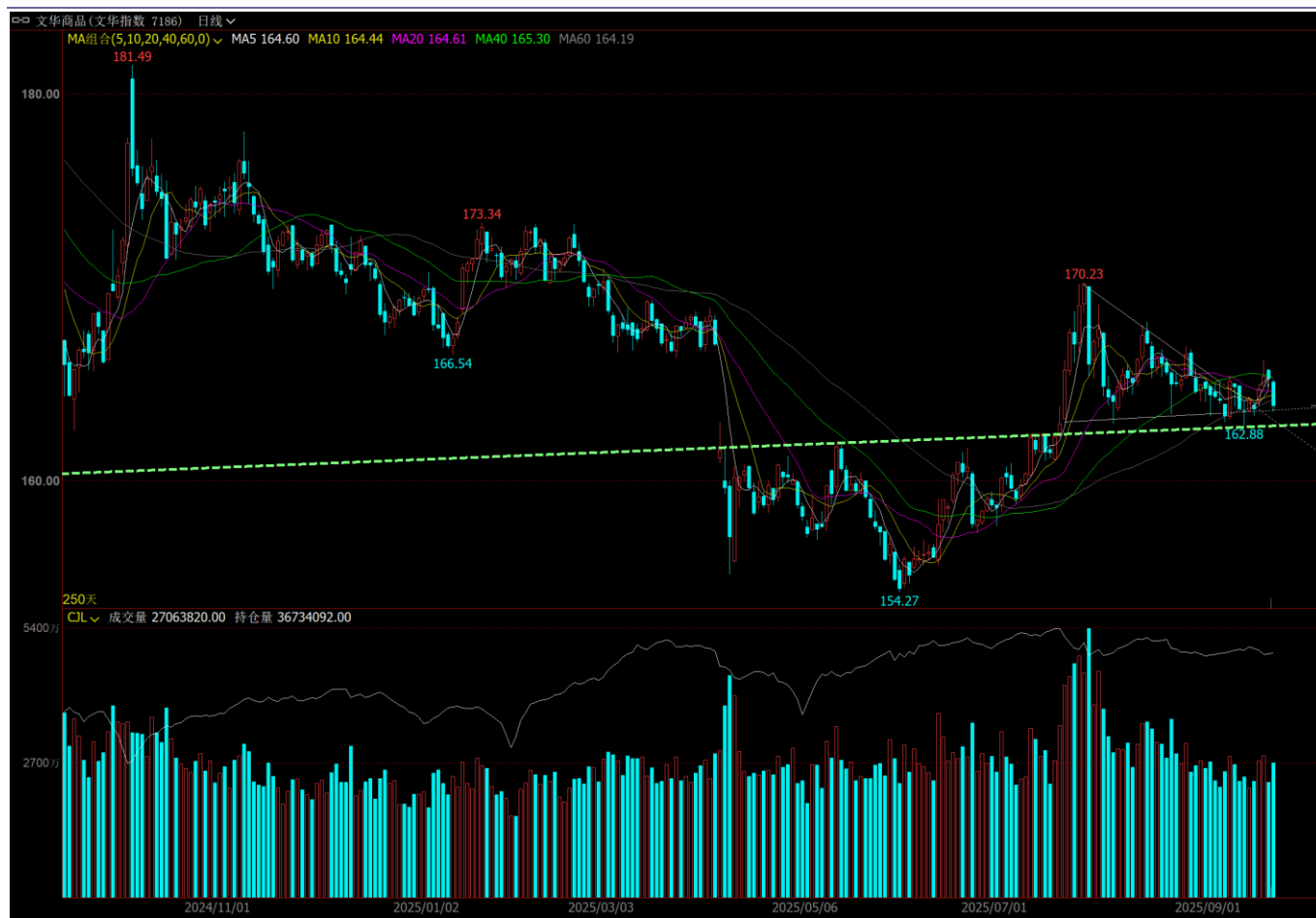


资料来源: 文华财经, 太平洋证券整理

(四) 商品

文华商品指数跌 0.12%，煤炭、新能源板块领涨，聚酯、石油板块领跌。文华商品指数在 60 日和半年均线的交汇处得到支撑，由于收敛三角形已接近行至尾端，突破的有效性已经大幅降低，即使后续跌破支撑下缘，考虑到股市走强、债市走弱的组合确定性较强，反内卷相关股市标的已陆续走出底部，我们仍建议商品要以多头思维为主，在控制风险的背景下，以做多为主要方向。

图表7：文华商品指数区间收敛，临近变盘



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. **上海：优化调整本市个人住房房产税试点有关政策。** 一、持有本市居住证并在本市工作生活的符合国家和本市有关规定引进的高层次人才、重点产业紧缺急需人才，和持有本市居住证满3年并在本市工作生活的购房人：（一）在本市新购住房，且该住房属于家庭第一套住房的，暂免征收房产税。（二）在本市新购且属于家庭第二套及以上住房的，合并计算的家庭全部住房面积（指住房建筑面积，下同）人均不超过60平方米（即免税住房面积，含60平方米）的，新购的住房暂免征收房产税；人均超过60平方米的，对属新购住房超出部分的面积，按暂行办法的规定计算征收房产税。
2. **淘宝闪购和饿了么做团购，与高德双线作战。** 据了解，在高德发布扫街榜10天后，淘宝闪购和饿了么将上线到店的商家团购业务，优先做餐饮团购。9月20日，淘宝闪购的团购业务将在上海、深圳、嘉兴三城多个核心商圈率先启动试点，此后陆续上线全国一二线城市。当天是周六——淘宝闪购即时配送到家业务一周里的订单高峰日，也能赶上十一黄金周的客流高峰，与美团和大众点评的团购竞争。
3. **小米汽车科技有限公司召回部分SU7标准版 共计116887辆。** 日前，小米汽车科技有限公司根据《缺陷汽车产品召回管理条例》和《缺陷汽车产品召回管理条例实施办法》的要求，向国家市场监督管理总局备案了召回计划。决定自即日起，召回2024年2月6日至2025年8月30日生产的部分SU7标准版电动汽车，共计116887辆。

(二) 国外

1. **日本央行行长植田和男发布会要点总结：**物价正朝着目标取得进展，但尚未实现；如果经济展望实现，将提高利率。市场出现暂时波动时，可能会调整ETF出售；要卖掉所持ETF将需要100多年时间；今天的ETF决策并未将股票价格因素纳入考量。

美日贸易协定减少了不确定性，仍然需要关注美国关税政策的高度不确定性。不对国内政治进展置评，将适时回应新政府将出台的政策措施。

2. 美国上周首申失业金人数超预期大幅回落至 23.1 万，较前周降 3.2 万，创近四年最大降幅。回落主要反映了德州地区异常数据的正常化，德州上周从申请人数增幅最大的州转为降幅最大的州。
3. 美国继续放宽数字资产监管，SEC 大幅降低“数字币 ETF”申请门槛。新规推翻了自 2013 年以来的逐案审查方式，资产管理公司可根据统一标准申请，大幅简化数字币 ETF 审批流程，审批时间从 240 天缩短至最多 75 天。市场预期首批受益的产品将是追踪 Solana 和 XRP 的 ETF。分析认为，这是美国数字资产监管方法的分水岭时刻，首批产品预计最快 10 月上市。

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面许可任何机构和任何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。