

策略日报 (2025.09.18): 回摆

大类资产跟踪

相关研究报告

<<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

<<策略日报 (2025.09.15): 震荡整固>>—2025-09-15

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: 市场冲高回落, 三大指数均跌超 1%。今日市场成交额 3.1 万亿, 较昨日放量, 个股涨少跌多, 上涨个股不足千只, 今日市场午后情绪开始转弱, 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: 美联储如期降息 25 基点, 纳指跌 0.33%, 道琼斯工业指数涨 0.57%, 标普 500 指数跌 0.1%。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 7.1076, 较前一日收盘下跌 15 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 0.85%，玉米、铁合金板块领涨，贵金属、煤炭板块领跌。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) 北京调整住房公积金缴存基数上下限。 2) 全国新能源汽车销量破 4000 万辆。 3) 华为公布未来三年昇腾芯片演进和目标：950PR 明年 Q1 推出。

国外: 1) 美联储今年首次行动，如期降息 25 基点，强调就业下行风险，预计年内还降两次。 2) 美国 SEC 重磅新政：为集体诉讼设限，旨在“让美国 IPO 再次伟大”。 3) 加拿大央行如期降息 25 基点，几乎没有提供未来降息指引，称在风险中谨慎行事。

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 18 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 18 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18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		115.62	-0.20	-0.17%	65	115.61	115.62	3
2	TL2512	主力	115.62	-0.20	-0.17%	65	115.61	115.62	3
3	TL2603		115.31	-0.18	-0.16%	2	115.30	115.31	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		108.080	-0.055	-0.05%	88	108.080	108.090	48
2	T2512	主力	108.080	-0.055	-0.05%	88	108.080	108.090	48
3	T2603		107.750	-0.095	-0.09%	1	107.745	107.755	1
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		105.820	-0.050	-0.05%	78	105.810	105.820	154
2	TF2512	主力	105.820	-0.050	-0.05%	78	105.810	105.820	154
3	TF2603		105.695	-0.035	-0.03%	1	105.690	105.705	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		102.410	-0.040	-0.04%	29	102.410	102.412	143
2	TS2512	主力	102.410	-0.040	-0.04%	29	102.410	102.412	143
3	TS2603		102.340	-0.026	-0.03%	5	102.340	102.346	13

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：市场冲高回落，三大指数均跌超 1%。今日市场成交额 3.1 万亿，较昨日放量，个股涨少跌多，上涨个股不足千只，今日市场午后情绪开始转弱，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：行业涨少跌多，电子、通信、社会服务领涨；有色金属、非银金融、传媒领跌。

热门概念：F5G 概念、CP0、铜缆高速连接等概念领涨，金属铅、锌、黄金等概念领跌。

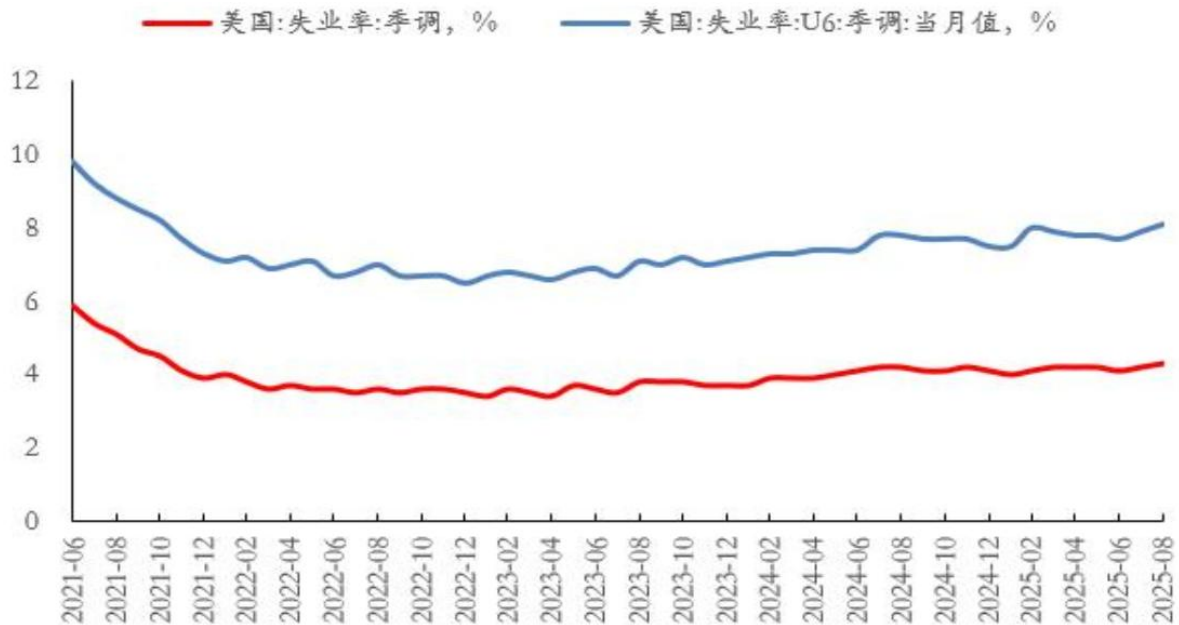
图表3： 9月18日指数、行业、概念表现

同化顺概念					同化顺行业					国内主要指数				
F5G概念 1.45%	共封装... 1.35%	铜缆高... 1.27%	国家大... 1.26%	AI PC 1.05%	旅游及... 2.19%	汽车服... 2.14%	橡胶制品 1.64%	医药商业 0.78%	风电设备 0.58%	科创50 0.72%	科创综指 0.26%	中小100 -0.27%	深证B指 -0.34%	B股指数 -0.42%
光刻机 0.83%	光纤概念 0.74%	同花顺... 0.69%	先进封装 0.69%	液冷服... 0.60%	半导体 0.50%	元件 0.37%	电子化... 0.09%	通信设备 0.02%	军工电子 -0.17%	中小300 -0.44%	中小综指 -0.67%	上证380 -0.83%	中证500 -0.83%	深证100 -0.95%
猪肉 -2.63%	金属铜 -2.63%	金属钴 -2.70%	互联网... -2.71%	小金属... -2.73%	互联网... -2.41%	煤炭开... -2.50%	影视院线 -2.56%	贸易 -2.62%	能源金属 -2.90%	深证A指 -1.21%	同花顺... -1.31%	上证50 -1.35%	创业300 -1.51%	创业板综 -1.53%
稀土永磁 -2.94%	期货概念 -3.05%	黄金概念 -3.08%	金属锌 -3.88%	金属铅 -3.94%	多元金融 -3.00%	证券 -3.13%	小金属 -3.61%	工业金属 -3.93%	贵金属 -4.81%	创业板指 -1.64%	创成长 -1.64%	创价值 -1.67%	创业板50 -1.76%	红利指数 -1.79%

资料来源：iFind，太平洋证券整理

美股：美联储如期降息 25 基点，纳指跌 0.33%，道琼斯工业指数涨 0.57%，标普 500 指数跌 0.1%。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 7.1076, 较前一日收盘下跌 15 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 0.85%，玉米、铁合金板块领涨，贵金属、煤炭板块领跌。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. **北京调整住房公积金缴存基数上下限。** 今日，北京住房公积金管理中心发布《关于2025 住房公积金年度缴存有关问题的通知》，调整住房公积金缴存基数上下限。2025 住房公积金年度继续执行 5%至 12%的缴存比例政策。缴存单位可根据自身情况在规定的范围内自主确定具体缴存比例，在办理职工住房公积金年度缴存基数申报时进行缴存比例的调整。
2. **全国新能源汽车销量破 4000 万辆。** 据介绍，全国新能源汽车累计销售突破 4000 万辆，产销量连续 10 年保持全球第一，为全球减碳目标作出中国贡献。
3. **华为公布未来三年昇腾芯片演进和目标：950PR 明年 Q1 推出。** 9 月 18 日，华为轮值董事长徐直军在华为全联接大会上首次公布了昇腾芯片演进和目标。他表示，未来三年，华为已经规划了昇腾多款芯片，包括 950PR，950DT 以及昇腾 960 和 970。其中 950PR2026 年第一季度对外推出，该芯片采取了华为自研 HBM。

(二) 国外

1. **美联储今年首次行动，如期降息 25 基点，强调就业下行风险，预计年内还降两次。** 美联储 9 月声明对经济前景的表述较 7 月会议有一定变化：承认就业增长放缓，提及失业率小幅上升但仍维持在低位，删除“劳动力市场状况仍然稳健”的表述，并判断就业下行风险有所上升；认为通胀水平有所上升，依然略高。
2. **美国 SEC 重磅新政：为集体诉讼设限，旨在“让美国 IPO 再次伟大”。** 美国证券交易委员会(SEC)推翻了一项沿用数十年的政策，允许上市公司禁止股东发起集体诉讼，为企业提供了限制股东诉讼的强有力新工具。SEC 主席 Paul Atkins 表示此举是为了减轻企业的合规负担。然而，这一政策转向立即引发了市场对投资者保护的担忧。
3. **加拿大央行如期降息 25 基点，几乎没有提供未来降息指引，称在风险中谨慎行事。** 加拿大央行周三降息，将基准隔夜利率下调 0.25 个百分点至 2.5%，这是自 3 月以

来的首次降息。声明几乎没有提供未来降息指引，并删除了7月会议中提到的“可能需要进一步降息”的表述，官员们表示未来的货币宽松将谨慎推进。隔夜掉期交易员继续完全计入加拿大本轮周期内再次降息的可能，并认为10月再次降息的概率约为五五开。

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。