

策略日报 (2025.09.17): 强者恒强

相关研究报告

<<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

大类资产跟踪

债券市场: 利率债全天震荡上涨, 长端涨幅大于短端。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: 市场全天震荡走高, 创业板指领涨三大指数, 续创年内新高。今日市场成交额 2.4 万亿, 个股涨少跌多, 超 2600 只个股下跌, 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: 美联储重磅决议前, 美股涨势暂歇, 纳指跌 0.07%, 道琼斯工业指数跌 0.27%, 标普 500 指数跌 0.13%。一份疲软的就业数据奠定了 9 月降息的格局, 但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, 使得 9 月降息已成定局, 但市场目前已开始对 9 月 50bp 降息开始定价, 该定价有些过度乐观。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。无论从数据端还是美联储自身意愿来看, 9 月 50bp 的定价已经有些过头。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 7.1091, 较前一日收盘下跌 60 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 0.24%，石油、铁合金板块领涨，饲料、贵金属板块领跌。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) 财政部：1-8 月，全国一般公共预算收入同比增长 0.3%，支出增长 3.1%。2) 商务部：将在约 50 城开展消费新业态、新模式、新场景试点建设。3) 生猪产能调控企业座谈会召开 会上谈及控制母猪产能等内容。

国外：1) 特朗普第四次延长 TikTok 禁令宽限期。2) 美众院共和党人提出短期支出议案避免政府关门，但无视民主党的医保要求。3) 美国 8 月零售销售环比增 0.6%，连续三个月超预期增长，实际零售销售连续 11 个月增长。

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 17 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 17 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

利率债全天震荡上涨，长端涨幅大于短端。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17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		115.88	+0.36	+0.31%	3	115.87	115.88	35
2	TL2512	主力	115.88	+0.36	+0.31%	3	115.87	115.88	35
3	TL2603		115.54	+0.36	+0.31%	2	115.54	115.56	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		108.155	+0.145	+0.13%	2	108.155	108.160	46
2	T2512	主力	108.155	+0.145	+0.13%	2	108.155	108.160	46
3	T2603		107.855	+0.170	+0.16%	6	107.850	107.860	5
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		105.890	+0.110	+0.10%	3	105.880	105.890	25
2	TF2512	主力	105.890	+0.110	+0.10%	3	105.880	105.890	25
3	TF2603		105.760	+0.110	+0.10%	1	105.750	105.760	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		102.456	+0.046	+0.04%	15	102.456	102.460	244
2	TS2512	主力	102.456	+0.046	+0.04%	15	102.456	102.460	244
3	TS2603		102.372	+0.026	+0.03%	6	102.372	102.376	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：市场全天震荡走高，创业板指领涨三大指数，续创年内新高。今日市场成交额 2.4 万亿，个股涨少跌多，超 2600 只个股下跌，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，电力设备、汽车、家用电器领涨；农林牧渔、商贸零售、社会

服务领跌。

热门概念：光刻机、同花顺果指数、铜缆高速连接等概念领涨，免税店、猪肉、预制菜等概念领跌。

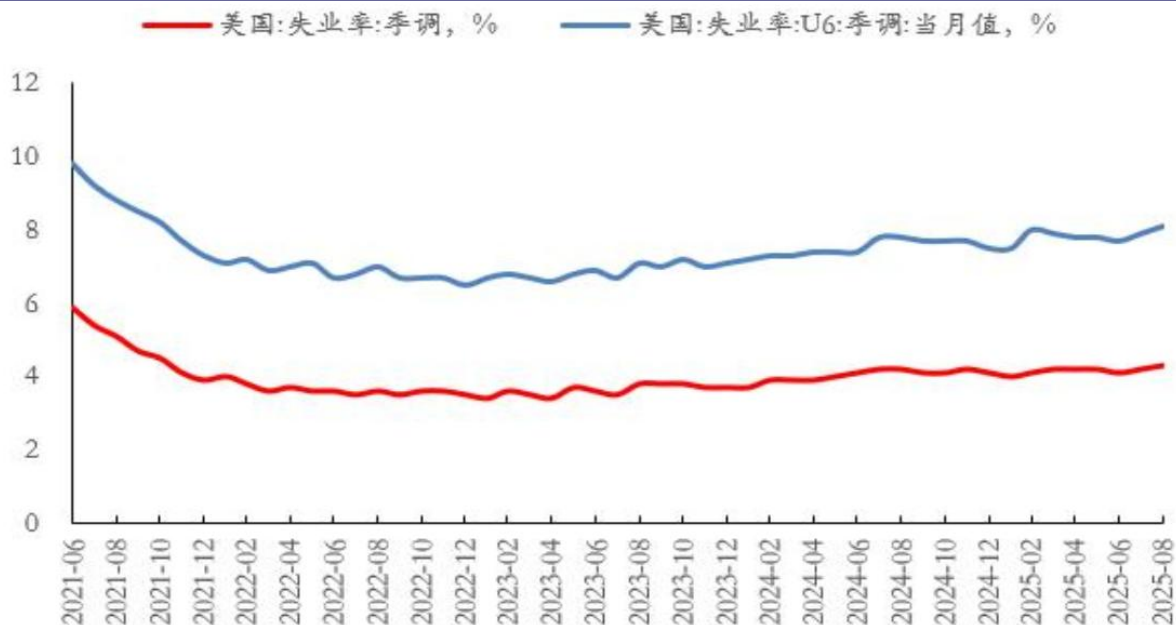
图表3： 9月17日指数、行业、概念表现

同化顺概念					同化顺行业					国内主要指数				
光刻机 3.30%	同花顺... 2.32%	铜缆高... 2.18%	柔性屏(... 2.13%	国家大... 1.99%	多元金融 2.87%	风电设备 2.66%	橡胶制品 2.19%	电机 2.13%	消费电子 1.84%	创价值 2.41%	创业板50 2.14%	创业板指 1.95%	创业板300 1.61%	创业板综 1.38%
信托概念 1.92%	华为汽车 1.90%	人形机... 1.82%	光刻胶 1.80%	工业母机 1.78%	工程机械 1.68%	光学光... 1.65%	电子化... 1.64%	机场航运 1.57%	厨卫电器 1.56%	创成长 1.38%	深证100 1.25%	深证300 1.18%	深证成指 1.16%	中小100 0.99%
广东自... -0.90%	生态农业 -0.96%	统一大... -0.97%	毛发医疗 -1.05%	养鸡 -1.16%	农产品... -0.96%	饮料制造 -0.97%	食品加... -1.00%	农化制品 -1.07%	零售 -1.08%	上证180 0.45%	上证收益 0.43%	上证指数 0.37%	同花顺... 0.37%	A股指数 0.37%
白酒概念 -1.19%	乳业 -1.30%	预制菜 -1.36%	猪肉 -1.40%	免税店 -1.60%	养殖业 -1.08%	物流 -1.12%	白酒 -1.29%	旅游及... -1.63%	贵金属 -2.57%	红利指数 0.35%	上证50 0.17%	B股指数 0.11%	深证B指 0.11%	北证50 -0.60%

资料来源：iFind，太平洋证券整理

美股：美联储重磅决议前，美股涨势暂歇，纳指跌 0.07%，道琼斯工业指数跌 0.27%，标普 500 指数跌 0.13%。一份疲软的就业数据奠定了 9 月降息的格局，但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，使得 9 月降息已成定局，但市场目前已开始对 9 月 50bp 降息开始定价，该定价有些过度乐观。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。无论从数据端还是美联储自身意愿来看，9 月 50bp 的定价已经有些过头。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 7.1091, 较前一日收盘下跌 60 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 0.24%，石油、铁合金板块领涨，饲料、贵金属板块领跌。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. **财政部：1-8月，全国一般公共预算收入同比增长0.3%，支出增长3.1%。** 财政部：1-8月，全国一般公共预算收入148198亿元，同比增长0.3%。其中，全国税收收入121085亿元，同比微增0.02%；非税收入27113亿元，同比增长1.5%。分中央和地方看，中央一般公共预算收入64268亿元，同比下降1.7%；地方一般公共预算本级收入83930亿元，同比增长1.8%。主要税收收入项目中：印花税2844亿元，同比增长27.4%。其中，证券交易印花税1187亿元，同比增长81.7%。
2. **商务部：将在约50城开展消费新业态、新模式、新场景试点建设。** 国务院新闻办举行新闻发布会，介绍《关于扩大服务消费的若干政策措施》的主要内容及亮点。商务部有关负责人表示，《政策措施》提出要开展消费新业态、新模式、新场景试点城市建设，是顺应当前消费升级趋势，着眼于解决优质供给不足短板，更好满足人民群众美好生活需要作出的决策部署。我国将重点支持健全首发经济服务体系、创新多元化服务消费场景、推进优质消费资源与知名IP跨界联名。
3. **生猪产能调控企业座谈会召开 会上谈及控制母猪产能等内容。** 从多方了解到，生猪产能调控企业座谈会9月16日在北京召开，一参会企业总裁透露，会上谈起了猪企控制能繁母猪产能的任务。据悉，有牧原股份、温氏股份等多家企业参会，会上还提到了落实生猪出栏称重等内容。据报道，有关部门之前已召开“生猪生产调度会”，计划将全国能繁母猪存栏量在现有基础上调减100万头左右，即降至约3950万头。

(二) 国外

1. **特朗普第四次延长TikTok禁令宽限期。** 当地时间9月16日，美国总统特朗普签署行政令，第四次延长对TikTok的禁令执行宽限期，本次延迟三个月至12月16日。
2. **美众院共和党人提出短期支出法案避免政府关门，但无视民主党的医保要求。** 该议

案将维持美联邦政府运转至 11 月 21 日，并为立法者、司法部门和行政官员的安全提供合计 8800 万美元，已有四名共和党议员反对议案，计划周五前在众院投票。民主党坚持要求延长《平价医疗法案》(ACA) 补贴，威胁不将此纳入议案就拒绝支持，而共和党主张先通过不含医保政策的支出议案，将问题留到 12 月讨论。

3. **美国 8 月零售销售环比增 0.6%，连续三个月超预期增长，实际零售销售连续 11 个月增长。**8 月零售销售增长势头主要得益于返校购物，在线零售、服装和体育用品销售表现突出。尽管经济面临挑战，但在薪资增长和股市财富效应支撑下，美国消费者支出依然强劲，或将为美联储的降息决策带来新的考量。

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。