

策略日报 (2025.09.15): 震荡整固

相关研究报告

<<策略日报 (2025.09.12): 板块轮涨, 静待新高>>—2025-09-14

<<策略日报 (2025.09.11): 回马枪>>—2025-09-11

<<策略日报 (2025.09.10): 债市将挑战年内新低>>—2025-09-11

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: 创业板指领涨三大指数, 宁德时代股价创新高。今日市场成交额 2.3 万亿, 个股涨少跌多, 超 3200 只个股下跌, 市场今日高位震荡, 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: 三大指数涨跌不一, 纳指涨 1.02%, 道琼斯工业指数跌 0.05%, 标普 500 指数涨 0.51%。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 7.1234, 较前一日收盘上涨 25 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：文华商品指数上涨 0.66%，煤炭、建材板块领涨，玉米、生猪板块领跌。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)《求是》杂志发表习近平总书记重要文章《纵深推进全国统一大市场建设》。2) 国家统计局：8 月规上工业发电量同比增长 1.6%。3) 国家统计局：8 月就业形势总体稳定，城镇调查失业率季节性上升。4) 国家统计局：1-8 月份，全国房地产开发投资 60309 亿元，同比下降 12.9%。5) 8 月份，社会消费品零售总额 39668 亿元，同比增长 3.4%，环比增长 0.17%。其中，除汽车以外的消费品零售额 35575 亿元，增长 3.7%。6) 中国 8 月新增社融 2.57 万亿元，新增贷款 5900 亿元，M2-M1 剪刀差创四年新低。

国外：1) 泰国考虑对黄金贸易征税，以减缓泰铢升值。2) 美国政府又面临“关门”，民主党开条件，不满足“9 月底就关门”。

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	10
(一) 国内	10
(二) 国外	11
三、 风险提示	12

图表目录

图表 1: 9 月 15 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 15 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15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		115.40	+0.24	+0.21%	3	115.39	115.40	119
2	TL2509		--	--	--	--	--	--	--
3	TL2512	主力	115.40	+0.24	+0.21%	3	115.39	115.40	119
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		107.805	+0.125	+0.12%	54	107.805	107.810	17
2	T2509		--	--	--	--	--	--	--
3	T2512	主力	107.805	+0.125	+0.12%	54	107.805	107.810	17
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		105.655	+0.075	+0.07%	14	105.650	105.655	51
2	TF2509		--	--	--	--	--	--	--
3	TF2512	主力	105.655	+0.075	+0.07%	14	105.650	105.655	51
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		102.376	+0.012	+0.01%	7	102.376	102.378	17
2	TS2509		--	--	--	--	--	--	--
3	TS2512	主力	102.376	+0.012	+0.01%	7	102.376	102.378	17

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: 创业板指领涨三大指数, 宁德时代股价创新高。今日市场成交额 2.3 万亿, 个股涨少跌多, 超 3200 只个股下跌, 市场今日高位震荡, 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, 电力设备、传媒、农林牧渔领涨; 综合、通信、国防军工领跌。

热门概念：猪肉、云游戏、电子竞技等概念领涨，军工信息化、太赫兹、铜缆高速连接等概念领跌。

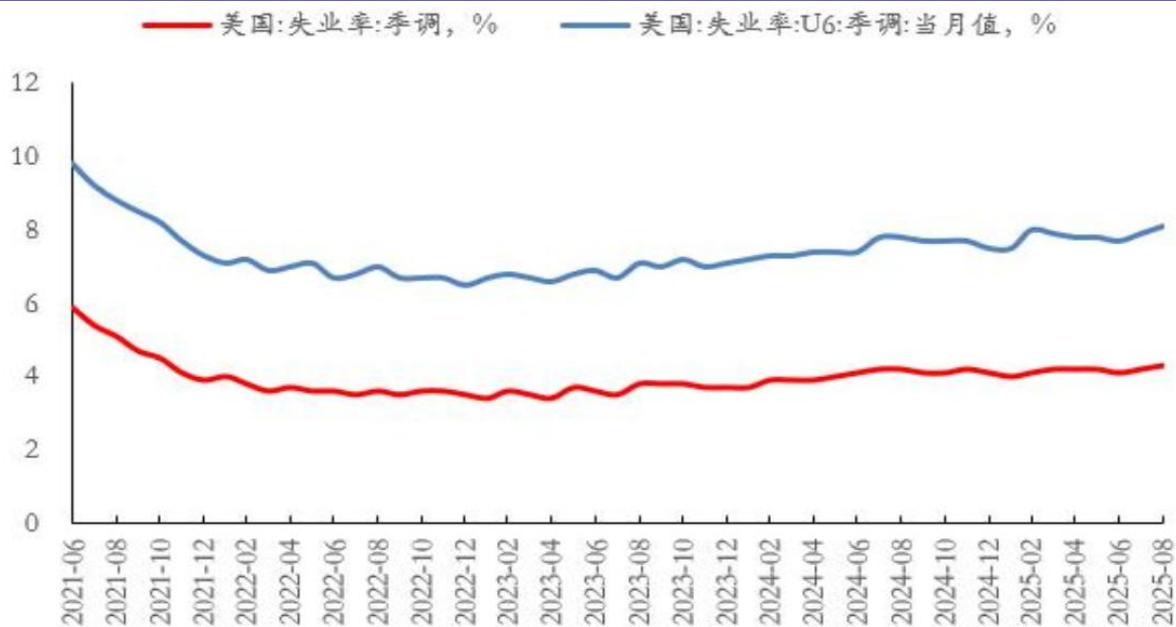
图表3： 9月15日指数、行业、概念表现

热门概念					热门行业					国内主要指数				
猪肉 2.82%	云游戏 2.63%	电子竞技 2.53%	手机游戏 1.88%	养鸡 1.80%	游戏 3.65%	养殖业 1.48%	影视院线 1.48%	汽车整车 1.45%	互联网... 1.26%	创价值 1.98%	创业板50 1.67%	创业板指 1.52%	深证100 1.10%	创业板300 1.02%
网约车 1.57%	网络游戏 1.55%	CRO概念 1.44%	动物疫苗 1.30%	EDR概念 1.28%	汽车零... 1.10%	电机 1.08%	煤炭开... 1.04%	医疗服务 1.00%	油气开... 0.94%	创业板综 0.85%	深证300 0.77%	中小100 0.76%	深证成指 0.63%	中小300 0.54%
金属钴 -1.04%	智谱AI -1.05%	无人零售 -1.11%	光纤概念 -1.16%	超导概念 -1.19%	橡胶制品 -0.91%	工业金属 -0.93%	元件 -1.04%	非金属... -1.06%	保险 -1.07%	中证10... -0.10%	科创综指 -0.13%	中证500 -0.15%	上证50 -0.20%	上证收益 -0.26%
数据确权 -1.26%	国产航母 -1.29%	铜缆高... -1.30%	太赫兹 -1.34%	军工信... -1.35%	军工装备 -1.25%	军工电子 -1.46%	文化传媒 -1.46%	贵金属 -1.74%	小金属 -2.10%	A股指... -0.26%	上证指数 -0.26%	上证380 -0.37%	红利指数 -0.42%	深证B指 -0.67%

资料来源：iFind，太平洋证券整理

美股：三大指数涨跌不一，纳指涨 0.44%，道琼斯工业指数跌 0.59%，标普 500 指数跌 0.05%。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 7.1234, 较前一日收盘上涨 25 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

文华商品指数上涨 0.66%，煤炭、建材板块领涨，玉米、生猪板块领跌。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. 《求是》杂志发表习近平总书记重要文章《纵深推进全国统一大市场建设》。据新

华社, 9月16日出版的第18期《求是》杂志将发表中共中央总书记、国家主席、中央军委主席习近平的重要文章《纵深推进全国统一大市场建设》。

2. **国家统计局: 8月规上工业发电量同比增长1.6%。** 8月份, 规上工业发电量9363亿千瓦时, 同比增长1.6%; 日均发电首次突破300亿千瓦时, 达302.0亿千瓦时。1—8月份, 规上工业发电量64193亿千瓦时, 同比增长1.5%, 扣除天数原因, 日均发电量同比增长1.9%。
3. **国家统计局: 8月就业形势总体稳定, 城镇调查失业率季节性上升。** 1—8月份, 全国城镇调查失业率平均值为5.2%。8月份, 全国城镇调查失业率为5.3%, 比上月上升0.1个百分点, 与上年同月持平。本地户籍劳动力调查失业率为5.4%; 外来户籍劳动力调查失业率为5.0%, 其中外来农业户籍劳动力调查失业率为4.7%。31个大城市城镇调查失业率为5.3%, 比上月上升0.1个百分点, 比上年同月下降0.1个百分点。全国企业就业人员周平均工作时间为48.5小时。
4. **国家统计局: 1—8月份, 全国房地产开发投资60309亿元, 同比下降12.9%。** 国家统计局: 1—8月份, 房地产开发企业房屋施工面积643109万平方米, 同比下降9.3%。其中, 住宅施工面积448460万平方米, 下降9.6%。房屋新开工面积39801万平方米, 下降19.5%。其中, 住宅新开工面积29304万平方米, 下降18.3%。
5. **8月份, 社会消费品零售总额39668亿元, 同比增长3.4%, 环比增长0.17%。** 其中, 除汽车以外的消费品零售额35575亿元, 增长3.7%。
6. **中国8月新增社融2.57万亿元, 新增贷款5900亿元, M2-M1剪刀差创四年新低。** 中国8月社融规模增量为2.57万亿元, 社融存量为2.4万亿元。人民币贷款增加5900亿元, 人民币存款增加2.06万亿元。8月企业新发放贷款利率保持历史低位。前八个月人民币存款增加20.5万亿元。M2-M1剪刀差较上月缩小了0.4个百分点。

(二) 国外

1. **泰国考虑对黄金贸易征税, 以减缓泰铢升值。** 泰国当局正考虑对实物黄金交易征税, 旨在放缓该国货币的升值势头——此前持续走强的泰铢已危及出口与旅游业。据知情人士透露, 该项税收或将豁免以美元计价的交易、期货市场交易及金店购买行为。其目标是减少黄金出口量, 并提高泰国民众持有贵金属的成本。新内阁就职后才会

做出最终决策，财政部和央行计划进一步磋商，该税种可能以“特种营业税”形式推出。

2. 美国政府又面临“关门”，民主党开条件，不满足“9月底就关门”。因民主党要求在政府拨款法案中加入《平价医疗法案》补贴延期，美国政府再次面临“关门”危机。若补贴到期，约 2240 万美国人的医保保费将大幅上涨，引发政治反弹。尽管共和党面临中期选举压力，部分议员倾向妥协，但党内强硬派坚持削减开支，使得两党难以达成一致。

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。