

策略日报（2025.09.11）：回马枪

相关研究报告

<<策略日报（2025.09.10）债市将挑战新低>>--2025-09-10

<<策略日报（2025.09.09）美元破位>>--2025-09-09

<<策略日报（2025.09.08）低位行业补涨如期而至>>--2025-09-08

<<策略日报（2025.09.05）商品如期变盘，拉回皆是买点>>--2025-09-05

<<破云>>--2025-07-29

<<窄门 2>>--2025-07-25

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

利率债长端下跌，短端上行，曲线陡峭。三十年期国债期货加权指再创新低，距离年内新低更进一步，此前我们判断国债期货指数将在半年线位置获得支撑，短期震荡整理后将进一步破位下跌，目前走势完美符合我们此前的判断，A股涨势再起，风险偏好再次上行，反内卷抗通缩的政策脉络清晰，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。

股票市场：今日指数大涨，期权市场价波同涨，显示情绪回归，主要指数基本收复此前的跌幅，创业板和北证50指数更是已经创下新高。此次指数整理时间比我们所预估的要更短，显示了当前牛市的背景下，多头方的强势。指数方向选择上维持北证50指数将引领上行的判断，板块方向选择上，化工、农业、钢铁、光伏仍处在历史底部，安全边际更足。芯片半导体、光模块等我们此前就已经提示调整空间已经到位，目前可继续持股待涨，再创新高几无悬念。创新药受特朗普可能制裁的消息影响今日大跌，但创新药指数整体表现除了较强的韧性，对于创新药这种高成长且基本面业绩反转的板块，下跌皆是买入的机会。固态电池今日表现一般，我们此前提示波动率已经较高，不建议追涨，但是大的行情并未结束，产业革命的上涨不会短期走完，若有调整，依旧可重点参与。整体来看，板块轮动较快，无论持有哪个板块，坚持持有或是最佳的选择。中长期的上涨趋势并未打破。一是最近的政策倾向不断透露出未来财政支出的方向正逐步转向居民端发力，这是未来经济恢复潜力的基础。如最新的生育补贴，虽然力度与发达国家仍有差距，但开了先河的意义在于政策方向从投资端向居民端的转变。二是7月的政治局会议对海外风险的定调较4月份更为乐观，中美贸易谈判达成乐观结果仍是大概率事件。三是疲弱的非农数据，为9月降息打开方便之门，全球风险资产的强势并未有结束的迹象，无论是加密货币、海外股市都在贸易缓和、降息预期和强力财政的预期下持续上行，目前并没有走弱的形态和风险事件驱动出现，全球风险偏好的上行将助力A股行过万重山。美股：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，Fed Put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”。

外汇市场：在岸人民币兑美元北京时间 16:00 官方报 7.1252，较前一日收盘上升 45 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 0.41%，煤炭、新能源板块领涨，仅钢铁、煤化工等少数板块小幅下跌。今文华商品指数在 60 日和半年均线的交汇点得到支撑，由于收敛三角形已接近行至末端，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) 商务部召开外贸企业圆桌会：推动解决外贸企业的困难和问题，全力稳住外贸基本盘。2) 国务院批复同意自即日起 2 年内开展北京城市副中心等 10 个要素市场化配置综合改革试点。3) 中汽协：今年 1 至 8 月我国汽车产销量首次双超 2000 万辆。4) 摩根士丹利：美国投资者对中国市场兴趣升至三年高位。

国外：1) OpenAI 与甲骨文的购买协议引爆市场。2) 美国 8 月 PPI 数据不及预期，为降息进一步扫清障碍。

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	10
(四) 商品	11
二、 重要政策及要闻	12
(一) 国内	12
(二) 国外	13
三、 风险提示	13

图表目录

图表 1： 9 月 11 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 11 日指数、行业、概念表现	7
图表 4： 北证 50 指数率先突破或将成为下一轮上涨“领头羊”	7
图表 5： 美国失业率创下 2021 年 11 月以来最高	8
图表 6： 美国二季度实际 GDP 增长创下 2023 年四季度以来新高	9
图表 7： 离岸人民币重回涨势	10
图表 8： 文华商品指数区间收敛，临近变盘	11
图表 9： “领头羊”多晶硅今日跌至支撑，观察支撑有效性	12

一、 大类资产跟踪

(一) 利率债

利率债长端下跌，短端上行，曲线陡峭。三十年期国债期货加权指再创新低，距离年内新低更进一步，此前我们判断国债期货指数将在半年线位置获得支撑，短期震荡整理后将进一步破位下跌，目前走势完美符合我们此前的判断，A股涨势再起，风险偏好再次上行，反内卷抗通缩的政策脉络清晰，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 11 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
1	TL9999		114.74	-0.13	-0.11%	26	114.74	114.75
2	TL2509		115.18	-0.06	-0.05%	5	114.90	115.20
10年期国债期货								
	代码	.	现价	涨跌	涨跌幅	买量	买价	卖价
1	T9999		107.580	+0.075	+0.07%	8	107.575	107.585
2	T2509		107.880	+0.155	+0.14%	1	107.945	108.120
5年期国债期货								
	代码	.	现价	涨跌	涨跌幅	买量	买价	卖价
1	TF9999		105.590	+0.145	+0.14%	10	105.585	105.595
2	TF2509		105.770	+0.150	+0.14%	10	105.630	105.790
2年期国债期货								
	代码	.	现价	涨跌	涨跌幅	买量	买价	卖价
1	TS9999		102.410	+0.062	+0.06%	6	102.406	102.412
2	TS2509		102.352	+0.042	+0.04%	10	102.260	102.330

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: 今日指数大涨, 期权市场价波同涨, 显示情绪回归, 主要指数基本收复此前的跌幅, 创业板和北证 50 指数更是已经创下新高。此次指数整理时间比我们所预估的要更短, 显示了当前牛市的背景下, 多头方的强势。指数方向选择上维持北证 50 指数将引领上行的判断, 板块方向选择上, 化工、农业、钢铁、光伏仍处在历史底部, 安全边际更足。芯片半导体、光模块等我们此前就已经提示调整空间已经到位, 目前可继续持股待涨, 再创新高几无悬念。创新药受特朗普可能制裁的消息影响今日大跌, 但创新药指数整体表现除了较强的韧性, 对于创新药这种高成长且基本面业绩反转的板块, 下跌皆是买入的机会。固态电池今日表现一般, 我们此前提示波动率已经较高, 不建议追涨, 但是大的行情并未结束, 产业革命的上涨不会短期走完, 若有调整, 依旧可重点参与。整体来看, 板块轮动较快, 无论持有哪个板块, 坚持持有或是最佳的选择。中长期的上涨趋势并未打破。一是最近的政策倾向不断透露出未来财政支出的方向正逐步转向居民端发力, 这是未来经济恢复潜力的基础。如最新的生育补贴, 虽然力度与发达国家仍有差距, 但开了先河的意义在于政策方向从投资端向居民端的转变。二是 7 月的政治局会议对海外风险的定调较 4 月份更为乐观, 中美贸易谈判达成乐观结果仍是大概率事件。三是疲弱的非农数据, 为 9 月降息打开方便之门, 全球风险资产的强势

并未有结束的迹象，无论是加密货币、海外股市都在贸易缓和、降息预期和强力财政的预期下持续上行，目前并没有走弱的形态和风险事件驱动出现，全球风险偏好的上行将助力 A 股行过万重山。

行业板块：TMT 王者回归，我们此前两持续提示 TMT 调整已经到位，可逐步进行买入，目前看再创新高已经几无悬念。

热门概念：AI 相关概念领涨市场，涨超 5%。投机情绪回归，热门概念跟随趋势积极参与。

图表 3：9 月 11 日指数、行业、概念表现

同花顺概念					同花顺行业					国内重要指数				
共封装...	铜缆高...	AI PC	中国AI...	F5G概念	元件	半导体	通信设备	其他电子	电子化...	创业板...	科创50	创业板指	创成长	创业300
6.64%	5.89%	5.20%	5.15%	5.10%	7.12%	4.59%	4.45%	3.76%	3.40%	5.70%	5.32%	5.15%	4.78%	4.53%
PCB概念	光纤概念	同花顺...	光刻机	6G概念	其他电...	证券	消费电子	软件开发	金属新...	科创综指	创业板综	深证300	深证100	深证成指
4.91%	4.67%	4.66%	4.47%	4.44%	3.23%	3.11%	3.10%	2.89%	2.87%	4.40%	3.58%	3.53%	3.51%	3.36%
免税店	高压氧舱	露营经济	中韩自...	ST板块	汽车服...	食品加...	互联网...	服装家纺	医疗服务	上证180	上证收益	A股指数	上证指数	北证50
0.22%	0.16%	0.09%	0.07%	0.04%	0.14%	0.08%	-0.04%	-0.05%	-0.05%	1.79%	1.66%	1.66%	1.65%	1.59%
CRO概...	冰雪产业	赛马概念	足球概念	乳业	贸易	旅游及...	影视院线	油气开...	贵金属	同花顺...	上证50	B股指数	深证B指	红利指数
0.00%	-0.05%	-0.07%	-0.10%	-0.11%	-0.19%	-0.52%	-0.81%	-1.12%	-1.54%	1.51%	1.48%	0.76%	0.31%	0.26%

资料来源：iFind，太平洋证券整理

图表 4：北证 50 指数率先突破或将成为下一轮上涨“领头羊”

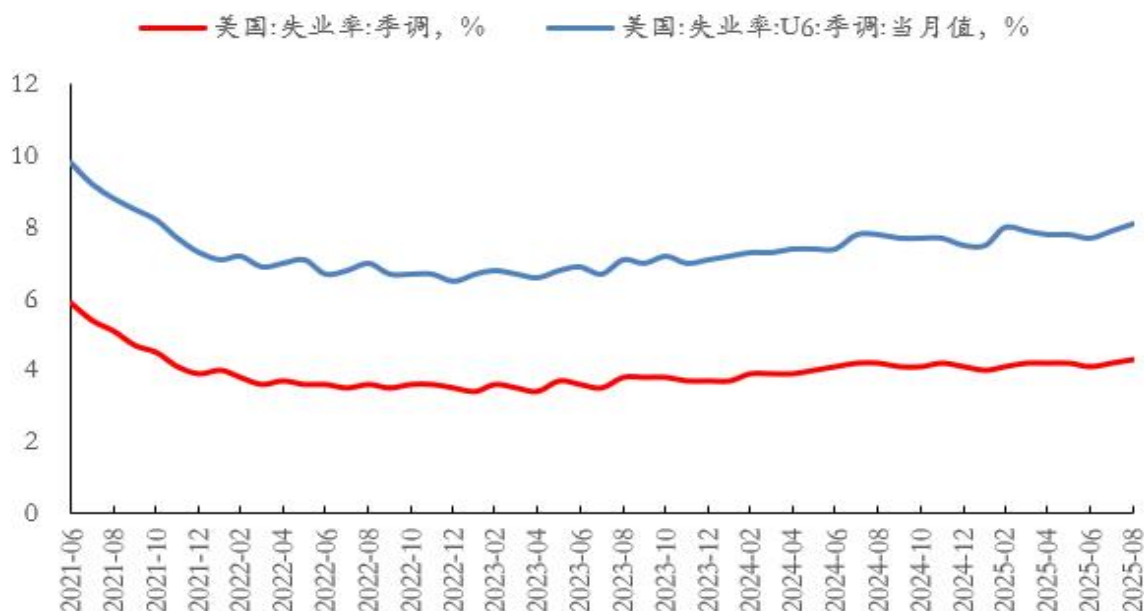


资料来源：文华财经，太平洋证券整理

美股：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，Fed Put 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 5：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 6: 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 7.1252，较前一日收盘上升 45 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顺风因素，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 7：离岸人民币重回涨势



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 0.41%，煤炭、新能源板块领涨，仅钢铁、煤化工等少数板块小幅下跌。今文华商品指数在 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 8：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

图表 9：“领头羊”多晶硅今日跌至支撑，观察支撑有效性



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. **商务部召开外贸企业圆桌会：推动解决外贸企业的困难和问题，全力稳住外贸基本盘。**商务部国际贸易谈判代表兼副部长李成钢 9 月 9 日主持召开外贸企业圆桌会。12 家外贸企业、6 家进出口商会代表及上海财经大学有关专家参会，就当前国际经贸斗争形势、支持外贸企业发展等议题进行交流。李成钢表示，党中央高度重视外贸工作。今年以来，面对复杂严峻的外部形势，我国外贸顶住压力，总体实现稳中有进。过去几个月，在中美两国元首重要共识指引下，双方经贸团队在日内瓦、伦敦、斯德哥尔摩举行经贸会谈，达成积极共识并抓紧落实有关成果，稳定两国经贸关系。下一步，商务部将会同相关方面认真落实稳外贸政策措施，推动解决外贸企业的困难和问题，努力为企业开拓国际市场营造良好的外部环境，培育外贸发展新动能，全力稳住外贸基本盘。
2. **国务院批复同意自即日起 2 年内开展北京城市副中心等 10 个要素市场化配置综合**

改革试点。国务院同意自即日起 2 年内开展北京城市副中心、苏南重点城市、杭甬温、合肥都市圈、福厦泉、郑州市、长株潭、粤港澳大湾区内地九市、重庆市、成都市等 10 个要素市场化配置综合改革试点，原则同意有关实施方案。

3. **中汽协：今年 1 至 8 月我国汽车产销量首次双超 2000 万辆。**据中国汽车工业协会 11 日发布数据显示，今年 1 至 8 月份，我国汽车产销量首次双超 2000 万辆。数据显示，今年 1 至 8 月份，我国汽车产销量分别完成 2105.1 万辆和 2112.8 万辆，同比分别增长 12.7% 和 12.6%。其中，新能源汽车产销量分别完成 962.5 万辆和 962 万辆，同比分别增长 37.3% 和 36.7%，新能源汽车新车销量达到汽车新车总销量的 45.5%。在出口方面，1 至 8 月份，汽车出口 429.2 万辆，同比增长 13.7%。其中，新能源汽车出口 153.2 万辆，同比增长 87.3%。
4. **摩根士丹利：美国投资者对中国市场兴趣升至三年高位。**随着市场氛围回暖，国际投行对中国资产的兴趣显著升温。摩根士丹利在最新报告中表示，美国投资者对中国市场的关注度已升至 2021 年以来的最高水平。摩根士丹利研究团队认为，无论在指数投资还是在主题性机会方面，投资者的兴趣都维持在高位。近期与该行交流的投资者中，超过九成明确表示愿意增加对中国市场的敞口，这是自 2021 年初以来未曾出现的比例。

(二) 国外

1. **OpenAI 与甲骨文的购买协议引爆市场。**OpenAI 据悉已签署一项协议，将在大约五年内向甲骨文购买价值 3000 亿美元的算力。这笔交易是有史以来规模最大的云服务合同之一。该合同将需要 4.5 吉瓦的电力容量。甲骨文收盘大涨 36% 创纪录新高，市值单日暴增约 2500 亿美元。
2. **美国 8 月 PPI 数据不及预期，为降息进一步扫清障碍。**美国 8 月 PPI 同比增长 2.6%，预期增长 3.3%；环比下降 0.1%，预期增长 0.3%。

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。