

策略日报（2025.09.10）：债市将挑战年内新低

相关研究报告

<<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

利率债破位下跌，三十年期国债期货加权指数距离年内新低仅一步之遥，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股涨势未歇，风险偏好随时会卷土重来，反内卷抗通缩的政策脉络清晰，我们预计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：指数缩量反弹，期权市场显示价波背离，且目前波动率绝对值并不算低，技术上没有明显走弱迹象的背景下，指数短期震荡整理的概率较大。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、创新药等空间调整已基本到位，此前未有参与的投资者可左侧分批买入。固态电池则是近几日主攻的板块，虽然大行情难言结束，但多个领头个股波动率已经较大且价格已来到技术压力位，不建议追高。整体来看，指数向下的空间预计不大，但行情震荡的情况下，板块轮动预计较快，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 7.1214，较前一日收盘上升 5 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：文华商品指数下跌-0.37%，石油板块领涨，反内卷中最为强势的多晶硅领跌，今日价格正好跌至支撑位，关注后续支撑位的有效性。文华商品指数在 60 日和半年均线的交汇处得到支撑后，价格再次回到收敛三角形的下缘，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) 工信部等六部门联合部署开展汽车行业网络乱象专项整治行动。2) 高盛：8 月全球对冲基金对中国股市净买入量创 2024 年 9 月以来新高。3) 农业农村部畜牧兽医局拟于 9 月 16 日召开生猪产能调控企业座谈会。4) 郑州富士康 iPhone 17 港区产线已接近满产。5) 国家统计局：8 月份 PPI 同比降幅收窄，环比由降转平，8 月份居民消费价格同比下降 0.4%，环比持平。

国外：1) 特朗普被爆向欧盟提出对印中施加关税以结束俄乌冲突。2) EIA 略微上调今年油价预期，明年价格预期维持不变。

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	11
二、 重要政策及要闻	12
(一) 国内	12
(二) 国外	13
三、 风险提示	14

图表目录

图表 1： 9 月 10 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 10 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： 美元指数破位下跌，上方压力在 99 附近	10
图表 9： 文华商品指数区间收敛，临近变盘	11
图表 10： “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

利率债破位下跌，三十年期国债期货加权指数距离年内新低仅一步之遥，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股涨势未歇，风险偏好随时会卷土重来，反内卷抗通缩的政策脉络清晰，我们预计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 10 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		114.76	-1.00	-0.86%	26	114.74	114.76
2	TL2509		115.36	-0.95	-0.82%	6	114.95	115.34
10年期国债期货								
	代码		现价	涨跌	涨跌幅	买量	买价	卖价
1	T9999		107.490	-0.295	-0.27%	47	107.485	107.490
2	T2509		107.725	-0.195	-0.18%	5	107.595	107.750
5年期国债期货								
	代码		现价	涨跌	涨跌幅	买量	买价	卖价
1	TF9999		105.425	-0.155	-0.15%	13	105.425	105.430
2	TF2509		105.570	-0.085	-0.08%	5	105.570	105.655
2年期国债期货								
	代码		现价	涨跌	涨跌幅	买量	买价	卖价
1	TS9999		102.350	-0.040	-0.04%	45	102.348	102.350
2	TS2509		102.320	-0.026	-0.03%	5	102.300	102.320

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：指数缩量反弹，期权市场显示价波背离，且目前波动率绝对值并不算低，技术上没有明显走弱迹象的背景下，指数短期震荡整理的概率较大。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、创新药等空间调整已基本到位，此前未有参与的投资者可左侧分批买入。固态电池则是近几日主攻的板块，虽然大行情难言结束，但多个领头个股波动率已经较大且价格已来到技术压力位，不建议追高。整体来看，指数向下的空间预计不大，但行情震荡的情况下，板块轮动预计较快，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：油气开发、影视院线领涨，行业涨超3%。TMT、医药卷土重来，集体翻红。
从空间上看，TMT、医药板块的回调已经到了可以初步介入的阶段，建议之前未持有的投资者可分批进行买入。

热门概念：短剧、赛马、足球概念涨超2%，热门的AI概念今日筑底反弹。

图表3：9月10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				
短剧游戏	赛马概念	足球概念	云游戏	AI PC	油气开...	影视院线	通信服务	旅游及...	元件	创业板...	创成长	创业板指	科创50	创业300
2.61%	2.40%	2.25%	2.10%	1.95%	3.64%	3.13%	2.71%	2.29%	2.23%	1.49%	1.44%	1.27%	1.09%	0.97%
网络游戏	冰雪产业	Sora概...	手机游戏	6G概念	游戏	通信设备	医疗服务	零售	文化传媒	创业板综	深证300	科创综指	深证成指	上证50
1.93%	1.88%	1.80%	1.76%	1.72%	1.87%	1.52%	1.48%	1.45%	1.25%	0.65%	0.40%	0.39%	0.38%	0.37%
氟化工...	超导概念	两轮车	芬太尼	草甘膦	煤炭开...	白色家电	生物制品	农化制品	小金属	上证收益	A股指数	上证指数	中证10...	中证500
-1.02%	-1.03%	-1.07%	-1.11%	-1.11%	-0.67%	-0.71%	-0.72%	-0.84%	-0.90%	0.13%	0.13%	0.13%	0.06%	0.05%
钠离子...	PEEK...	有机硅...	石墨电极	硅能源	光伏设备	风电设备	电池	能源金属	非金属...	创价值	北证50	B股指数	红利指数	上证380
-1.11%	-1.25%	-1.27%	-1.51%	-1.73%	-1.33%	-1.36%	-1.45%	-1.88%	-1.90%	0.03%	-0.16%	-0.16%	-0.17%	-0.41%

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”

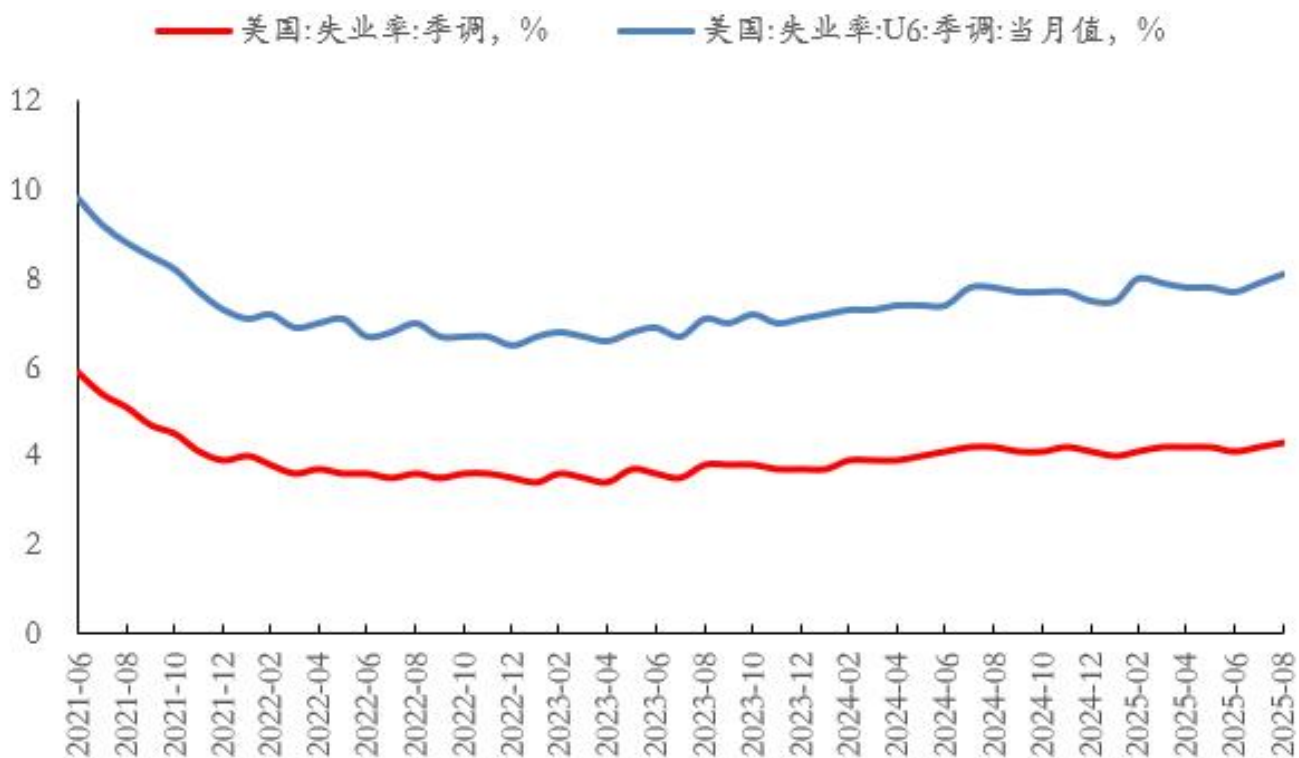


资料来源：文华财经，太平洋证券整理

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 7.1214，较前一日收盘上升 5 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 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

图表 8：美元指数破位下跌，上方压力在 99 附近



资料来源：文华财经，太平洋证券整理

(四) 商品

文华商品指数下跌-0.37%，石油板块领涨，反内卷中最为强势的多晶硅领跌，今日价格正好跌至支撑位，关注后续支撑位的有效性。文华商品指数在 60 日和半年均线的交汇处得到支撑后，价格再次回到收敛三角形的下缘，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。

图表 9：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 10：“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. **工信部等六部门联合部署开展汽车行业网络乱象专项整治行动。**工为落实国务院常务会议关于切实规范新能源汽车产业竞争秩序部署要求，工业和信息化部、中央社会工作部、中央网信办、国家发展改革委、公安部、市场监管总局等六部门近日联合印发《关于开展汽车行业网络乱象专项整治行动的通知》（以下简称《通知》），决定在全国范围内开展为期3个月的汽车行业网络乱象专项整治行动。
2. **高盛：8月全球对冲基金对中国股市净买入量创2024年9月以来新高。**高盛研究部最新数据显示，8月，全球对冲基金对中国的净买入创去年9月以来新高；对冲基金对中国的毛头寸达到两年来新高。高盛主经纪商（Prime Services）数据显示，全球对冲基金对亚洲股票市场风险偏好连续4个月高企。8月，全球对冲基金对中国股市（包括A股和港股）的净买入量为自2024年9月以来的新高。高盛主经纪商平台观测到的数据显示，8月，全球对冲基金的中国股票仓位上升76个基点，至两

年来的高点。

3. **农业农村部畜牧兽医局拟于9月16日召开生猪产能调控企业座谈会。**为贯彻今年中央一号文件要求，推动生猪产能调控措施落实落地，农业农村部畜牧兽医局会同国家发展和改革委员会价格司拟于9月16日在北京召开生猪产能调控企业座谈会。会议邀请牧原、温氏、双胞胎、新希望、德康、天邦、中粮、大北农等25家企业参会。会议将分析研判当前生猪生产形势，交流生猪养殖企业落实产能调控要求的措施与成效，研究部署今年下半年及明年生猪产能调控工作。
4. **郑州富士康 iPhone 17 港区产线已接近满产。**目前，富士康郑州港区正处于 iPhone 17 系列产品量产爬坡期，随着投产规模逐步扩大，厂区对人力的需求持续上升。除了返费工之外，小时工是富士康另一类临时用工。在生产车间，近20万名工人实行两班倒制度，拧螺丝、贴膜、组装零件，传送带持续输送成型的 iPhone 17，随后产品进入包装车间，被装入印有苹果 logo 的白色包装盒。不过，这一人数规模并非顶峰。
5. **国家统计局：8月份PPI同比降幅收窄，环比由降转平，8月份居民消费价格同比下降0.4%，环比持平。**全国工业生产者出厂价格同比下降2.9%，降幅比上月收窄0.7个百分点，环比由下降0.2%转为持平。工业生产者购进价格同比下降4.0%，环比持平。1—8月平均，工业生产者出厂价格比上年同期下降2.9%，工业生产者购进价格下降3.3%。全国居民消费价格同比下降0.4%。其中，城市下降0.3%，农村下降0.6%；食品价格下降4.3%，非食品价格上涨0.5%；消费品价格下降1.0%，服务价格上涨0.6%。1—8月平均，全国居民消费价格比上年同期下降0.1%。8月份，全国居民消费价格环比持平。其中，城市持平，农村上涨0.1%；食品价格上涨0.5%，非食品价格下降0.1%；消费品价格上涨0.1%，服务价格持平。

(二) 国外

1. **特朗普被曝向欧盟提出对印中施加关税以结束俄乌冲突。**英国《金融时报》和路透社披露，当地时间周二，在美国与欧盟的高级官员在华盛顿举行的一场意在通过极限施压俄罗斯结束俄乌冲突的会议上，美国总统特朗普提出了一个超乎寻常的要求：他想让欧盟对购买俄罗斯能源的印度和中国这两个大国都加征100%的关税，以施压俄罗斯尽快结束俄乌冲突。两家英国媒体均表示，这一消息得到了多名欧美官方人员的确认。虽然美方在会谈中表示美方也会对印度和中国采取类似的行动，但从两家媒体披露的

情况来看，美方的意图是让欧盟充当“马前卒”，先去对印度和中国这两个大国动手，然后美方才会跟进。

2. **EIA 略微上调今年油价预期，明年价格预期维持不变。**EIA 短期能源展望报告显示，预计 2025 年 WTI 原油价格为 64.16 美元/桶，此前预期为 63.58 美元/桶；预计 2026 年 WTI 原油价格为 47.77 美元/桶，此前预期为 47.77 美元/桶；预计 2025 年布伦特原油价格为 67.80 美元/桶，此前预期为 67.22 美元/桶；预计 2026 年布伦特原油价格为 51.43 美元/桶，此前预期为 51.43 美元/桶。

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。