

## 策略日报（2025.09.05）：商品如期变盘，拉回皆是买点

### 相关研究报告

<<策略日报（2025.09.04）轮动下的高切低>>--2025-09-04

<<策略日报（2025.09.03）退潮>>--2025-09-03

<<策略日报（2025.09.02）关注商品市场的变盘机会>>--2025-09-02

<<策略日报（2025.09.02）关注商品市场的变盘机会>>--2025-09-02

<<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

利率债全线下跌，10 年期国债加权在年线附近震荡后有开启新一波跌势的迹象，走势完美符合我们此前的判断，考虑到股市的强势，以及商品市场已经向上变盘，预计利率债将跌破震荡区间后继续下跌。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：A 股：**创业板和北证 50 “阳包阴”率先完成强势表态，主要板块中，仅创业板 ETF 今日价波齐升，预计创业板和北证将强者恒强，继续引领指数创下新高。在芯片暂时熄火后（从空间来看已基本回调到位），固态电池接力成为新的热点方向，同时底部的光伏设备、储能等板块也陆续突破。从技术面来看，文华商品指数在跌至 60 日均线后获得支撑，如期反弹，与我们此前提示的商品将在 60 日均线初向上变盘的判断相一致，目前最为强势的多晶硅已经率先向上变盘突破，反内卷相关板块仍在底部，投资者可积极参与低位的光伏、化工、钢铁等板块。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 Jackson Hole 会议上鲍威尔言论鸽派，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：**鲍威尔在 Jackson Hole 全球央行会议上为降息打开大门，全球风险资产共振上行，音乐派对即将进入高潮，尽情享受派对的同时，保持三分清醒，莫要“贪杯喝醉”，关注今晚非农是否会让降息预期达到高潮。从鲍威尔的发言内容来看，就业方面关注下行风险，通胀方面则解读为短暂和单次的，这意味着在美联储的双重目标上，严重关切就业市场可能发生的疲软，对通胀上行的容忍度较高，也即宽松的门槛极低，而收紧的门槛极高，这与我们此前在《调整基石，新高可期》中观点相一致。以交易者的视角来看，这份声明和解读与一份 Fed Put 的保证无异，这将推升市场的风险偏好，并使得未来的通胀和期限溢价有大幅抬升的风险（5 年盈亏平衡通胀率已经上行），但短期来看先享受当下的派对无疑是每个交易员的选择，至于未来通胀的灰犀牛，以后到眼前了再说。

**外汇市场：**在岸人民币兑美元北京时间 16:00 官方报 7.1370，较前一日收盘下跌 44 个基点。Jackson Hole 的鸽派论调使得上周五美元大幅下破位，目前离岸人民币技术面重回上涨趋势。但是考虑到美国基本面

的稳健,以及后续可能的通胀上行风险,我们认为做空美元的性价比较低。技术面上关注美元指数会否突破 99 这一阻力位,如若突破代表市场正在纠正此前过于极端的宽松定价,美元指数可能继续上行。

**商品市场：**文华商品指数上涨 1.04%，**新能源和煤炭板块领涨，涨超 5%，仅贵金属和石油板块小幅下跌。**文华商品指数与我们此前预期的相一致，在 60 日均线得到支撑后上涨，目前价格已来到收敛三角形的上缘，考虑到最强的多晶硅已经向上突破，玻璃、化工等反内卷相关板块已有企稳向上的迹象，预计商品价格将向上突破，考虑到反内卷相关的股市标的仍多在底部，未来商品和相关的股票可能共振上行，投资者可对贵金属、光伏、玻璃、化工等品种积极参与。

### 重要政策及要闻

**国内：**1) 公募销售费用管理新规：鼓励投资者摒弃热衷炒作的“短期行为”。2) 商务部：原产于欧盟的进口相关猪肉及猪副产品存在倾销。3) 扩大服务消费若干政策举措有望近日推出 将着力增加高品质服务供给。4) 《海南自由贸易港旅游条例（草案）》公开征求意见。

**国外：**1) 特朗普称将对未在美建厂芯片企业加征关税。2) 普京：俄将对等实施对华免签政策。3) 特朗普签署行政命令，正式实施美日贸易协定。

### 交易策略

**债券市场：**预计将跌破年线附近的震荡区间，延续跌势。

**A 股市场：**积极关注固态电池、芯片、反内卷相关板块。

**美股市场：**牛市不改，做多。

**外汇市场：**做空美元没有性价比

**商品市场：**向上变盘，预计将突破震荡区间。

### 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 .....     | 12 |
| 三、 风险提示 .....    | 13 |

## 图表目录

|                                        |    |
|----------------------------------------|----|
| 图表 1： 9 月 5 日国债期货行情 .....              | 5  |
| 图表 2： 十年期国债加权在年线附近震荡企稳 .....           | 6  |
| 图表 3： 9 月 5 日指数、行业、概念表现 .....          | 7  |
| 图表 4： 创业板 ETF 今日价波齐升，后续预计将继续强者恒强 ..... | 7  |
| 图表 5： 美债市场牛陡暗示强烈的宽松预期 .....            | 8  |
| 图表 6： 中期盈亏通胀跳升暗示未来通胀上行风险 .....         | 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 |

## 一、 大类资产跟踪

### (一) 利率债

利率债全线下跌，10年期国债加权在年线附近震荡后有开启新一波跌势的迹象，走势完美符合我们此前的判断，考虑到股市的强势，以及商品市场已经向上变盘，预计利率债将跌破震荡区间后继续下跌。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5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 |   | 116.35  | -1.05  | -0.89% | 56 | 116.35  | 116.37  |
| 2        | TL2509 |   | 116.81  | -1.04  | -0.88% | 2  | 116.69  | 116.81  |
| 10年期国债期货 |        |   |         |        |        |    |         |         |
|          | 代码     | . | 现价      | 涨跌     | 涨跌幅    | 买量 | 买价      | 卖价      |
| 1        | T9999  |   | 107.950 | -0.320 | -0.30% | 85 | 107.945 | 107.955 |
| 2        | T2509  |   | 108.055 | -0.330 | -0.30% | 10 | 108.050 | 108.180 |
| 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 | -0.155 | -0.15% | 6  | 105.585 | 105.590 |
| 2        | TF2509 |   | 105.690 | -0.125 | -0.12% | 5  | 105.620 | 105.715 |
| 2年期国债期货  |        |   |         |        |        |    |         |         |
|          | 代码     | . | 现价      | 涨跌     | 涨跌幅    | 买量 | 买价      | 卖价      |
| 1        | TS9999 |   | 102.394 | -0.046 | -0.04% | 10 | 102.392 | 102.394 |
| 2        | TS2509 |   | 102.354 | -0.004 | -0.00% | 10 | 102.300 | 102.358 |

资料来源：iFind，太平洋证券整理

图表 2：十年期国债加权在年线附近震荡企稳



资料来源：文华财经，太平洋证券整理

## (二) 股市

**A 股：**创业板和北证 50 “阳包阴”率先完成强势表态，主要板块中，仅创业板 ETF 今日价波齐升，预计创业板和北证将强者恒强，继续引领指数创下新高。在芯片暂时熄火后（从空间来看已基本回调到位），固态电池接力成为新的热点方向，同时底部的光伏设备、储能等板块也陆续突破。从技术面来看，文华商品指数在跌至 60 日均线后获得支撑，如期反弹，与我们此前提示的商品将在 60 日均线初向上变盘的判断相一致，目前最为强势的多晶硅已经率先向上变盘突破，反内卷相关板块仍在底部，投资者可积极参与低位的光伏、化工、钢铁等板块。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 Jackson Hole 会议上鲍威尔言论鸽派，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：**电池板块引领市场，涨超 9%。光伏设备、能源金属表现不俗，涨超 6%。贵金属、元件等前期强势板块整体延续了上涨趋势。仅银行保险、饮料制造等少数板块小幅下跌。

**热门概念：**固态电池概念领涨，相关概念皆涨超 5%。仅乳液和兵装重组小幅下跌。

图表 3：9 月 5 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 |       |        |       |        |
|-------|--------|--------|---------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|-------|--------|-------|--------|
| 固态电池  | 钠离子... | PET铜箔  | 钙钛矿...  | 两轮车    | 电池     | 能源金属   | 光伏设备   | 风电设备   | 元件     | 创业板... | 创业板指  | 创业板300 | 创成长   | 北证50   |
| 6.90% | 6.72%  | 5.88%  | 5.67%   | 5.52%  | 9.14%  | 7.69%  | 6.26%  | 5.75%  | 5.22%  | 7.35%  | 6.55% | 5.69%  | 5.59% | 5.15%  |
| BC电池  | 共封装... | 石墨电极   | 宁德时代... | 动力电... | 其他电... | 电子化... | 贵金属    | 其他电子   | 塑料制品   | 创业板综   | 创价值   | 深证300  | 科创综指  | 深证100  |
| 5.50% | 5.35%  | 5.26%  | 5.10%   | 5.08%  | 5.19%  | 4.38%  | 4.18%  | 4.10%  | 3.93%  | 4.73%  | 4.42% | 4.07%  | 3.92% | 3.90%  |
| 猪肉    | 预制菜    | 养鸡     | 高压氧舱    | 啤酒概念   | 种植业... | 农产品... | 公路铁... | 医药商业   | 食品加... | 同花顺... | 沪深300 | 深证B指   | 上证180 | B股指数   |
| 0.56% | 0.52%  | 0.47%  | 0.46%   | 0.45%  | 0.52%  | 0.49%  | 0.48%  | 0.40%  | 0.35%  | 2.44%  | 2.18% | 1.86%  | 1.65% | 1.29%  |
| 粮食概念  | 白酒概念   | 中韩自... | 乳业      | 兵装重... | 零售     | 旅游及... | 保险     | 饮料制造   | 银行     | A股指数   | 上证收益  | 上证指数   | 上证50  | 红利指数   |
| 0.45% | 0.45%  | 0.35%  | -0.51%  | -1.14% | 0.34%  | 0.26%  | -0.05% | -0.51% | -0.88% | 1.24%  | 1.24% | 1.24%  | 1.09% | -0.27% |

资料来源：iFind，太平洋证券整理

图表 4：创业板 ETF 今日价波齐升，后续预计将继续强者恒强



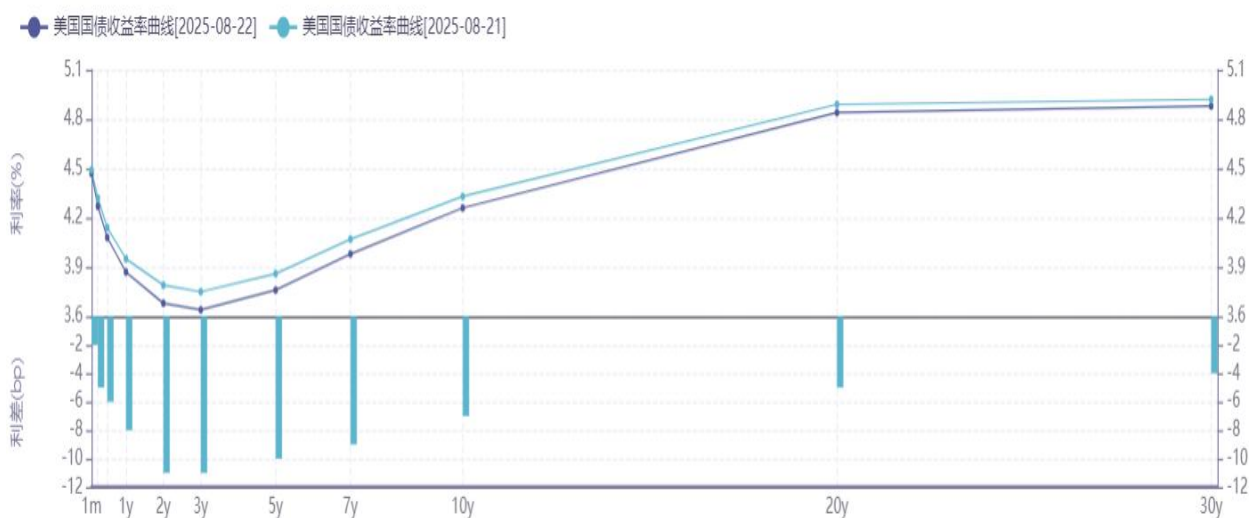
资料来源：文华财经，太平洋证券整理

美股：鲍威尔在 Jackson Hole 全球央行会议上为降息打开大门，全球风险资产共振上行，音乐派对即将进入高潮，尽情享受派对的同时，保持三分清醒，莫要“贪杯喝醉”，关注今晚非农是否会让降息预期达到高潮。从鲍威尔的发言内容来看，就业方面关注下行风险，通胀方面则解读为短暂和单次的，这意味着在美联储的双重目标上，严重关切就业市场可能发生的疲软，对通胀上行的容忍度较高，也即宽松的门槛极低，而收紧的门槛极高，这与我们此前在《调整基石，新高可期》中观点相一致。

以交易者的视角来看，这份声明和解读与一份 Fed Put 的保证无异，这将推升市场的风险偏好，并使得未来的通胀和期限溢价有大幅抬升的风险（5 年盈亏平衡通胀率已经上行），但短期来看先享受当下的派对无疑是每个交易员的选择，至于未来通胀的灰犀牛，以后到眼前了再说。

详细内容可参考报告《系好安全带，车速会很快》。后续市场研判：投机情绪回归，美股预计将挑战新高。

图表 5：美债市场牛陡暗示强烈的宽松预期



资料来源：iFind，太平洋证券整理

图表 6：中期盈亏通胀跳升暗示未来通胀上行风险



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 7.1370, 较前一日收盘下跌 44 个基点。Jackson Hole 的鸽派论调使得上周五美元大幅下突破位, 目前离岸人民币技术面重回上涨趋势。但是考虑到美国基本面的稳健, 以及后续可能的通胀上行风险, 我们认为做空美元的性价比较低。技术面上关注美元指数会否突破 99 这一阻力位, 如若突破代表市场正在纠正此前过于极端的宽松定价, 美元指数可能继续上行。

后续市场研判：关注美元指数能否突破 99, 做空美元的交易性价比较低。

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 1.04%，新能源和煤炭板块领涨，涨超 5%，仅贵金属和石油板块小幅下跌。文华商品指数与我们此前预期的相一致，在 60 日均线得到支撑后上涨，目前价格已来到收敛三角形的上缘，考虑到最强的多晶硅已经向上突破，玻璃、化工等反内卷相关板块已有企稳向上的迹象，预计商品价格将向上突破，考虑到反内卷相关的股市标的仍多在底部，未来商品和相关的股票可能共振上行，投资者可对贵金属、光伏、玻璃、化工等品种积极参与。

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

## 二、重要政策及要闻

### (一) 国内

1. **公募销售费用管理新规：鼓励投资者摒弃热衷炒作的“短期行为”。**公募销售费用管理新规出台，新规突出“投资者利益为核心”，鼓励坚持长期投资、价值投资理念，鼓励投资者摒弃热衷炒作的“短期行为”。此次《公开募集证券投资基金销售费用管理规定》修订，通过赎回费全额计入基金资产，简化并统一赎回费率设置，刚性提高投资者短期炒作成本；同时，通过规范优化销售服务费收取模式，对于持续持有期限超过一年的股票型基金、混合型基金、债券型基金不得继续收取销售服务费，有效降低投资者长期投资成本双措并举，引导投资者积极践行长期投资、价值投资理念。
2. **商务部：原产于欧盟的进口相关猪肉及猪副产品存在倾销。**商务部公布对原产于欧盟的进口相关猪肉及猪副产品反倾销调查的初步裁定。调查机关初步认定，原产于欧盟的进口相关猪肉及猪副产品存在倾销，国内产业受到实质损害，而且倾销与实质损害之间存在因果关系。根据《反倾销条例》第二十八条和第二十九条的规定，调查机关决定采用保证金形式实施临时反倾销措施。自 2025 年 9 月 10 日起，进口

经营者在进口被调查产品时，应依据本初裁决定所确定的各公司的保证金比率向中华人民共和国海关提供相应的保证金。

3. **扩大服务消费若干政策举措有望近日推出 将着力增加高品质服务供给。**为顺应居民消费结构升级的趋势，新政策举措将着力增加高品质服务供给，包括扩大入境消费，推出更多优质入境旅游线路和服务；推动互联网、文化等领域有序开放；推动将露营、民宿、物业服务、“互联网+医疗”等服务消费条目纳入鼓励外商投资产业目录等。
4. **《海南自由贸易港旅游条例（草案）》公开征求意见。**其中提到，海南自由贸易港实施更大范围的旅游免签入境政策。经国务院特别批准的国家的公民，可以免办签证从海南自由贸易港对外开放口岸入境，在规定期限内海南自由贸易港旅游。符合条件的外国人可以免办签证，从海南自由贸易港内实施过境免办签证政策的城市口岸入境，在规定期限内海南自由贸易港旅游。与中国建交国家的公民到香港、澳门后，经在香港、澳门合法注册的旅行社组团从海南自由贸易港对外开放口岸入境，可以免办签证，在规定期限内海南自由贸易港旅游。外国旅游团乘坐邮轮从海南自由贸易港邮轮口岸入境的，可以免办签证。

## (二) 国外

1. **特朗普称将对未在美建厂芯片企业加征关税。**美国总统特朗普当地时间9月4日宣布，美政府将对未将生产转移至美国的半导体企业进口产品征收关税。他强调，若企业在美国投资或有建厂计划，则可豁免关税。特朗普称关税幅度将“相当可观，但不会过高”，并点名表示苹果CEO库克“不错”，因苹果已承诺未来四年在美投资6000亿美元。此前，台积电、三星与SK海力士均已宣布在美建厂。
2. **普京：俄将对等实施对华免签政策。**当地时间9月5日，俄罗斯总统普京在东方经济论坛全会上表示，俄罗斯相应也将对等实施对华免签政策，作为对中方这一友好措施的回应。普京称，这是两国友好的证明，俄方非常珍视与中国的友谊。这毫无疑问也将极大促进两国间的人员往来，为商贸交流创造有利环境，拉近两国关系。中国外交部9月2日宣布，中方决定扩大免签国家范围，自2025年9月15日至2026年9月14日，对俄罗斯持普通护照人员试行免签政策。
3. **特朗普签署行政命令，正式实施美日贸易协定。**白宫表示，美国总统特朗普签署行政命令，正式实施美日贸易协定。据悉，该行政令将明确关税调整措施，确保此前已征

收较高关税的日本进口产品不会被双重征税，而此前税率低于 15% 的商品将调整至新税率。此外，白宫表示，日本正致力于加快落实将美国大米采购量增加 75% 的计划。

### 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。