

策略日报 (2025.09.04): 轮动下的高低切

相关研究报告

<<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>>-2025-09-03

<<策略日报 (2025.09.01): 情绪退
潮, 风格轮动>>-2025-09-01

证券分析师: 张冬冬

电话:

E-MAIL: zhangdd@tpyzq.com

分析师登记编号: S1190522040001

证券分析师: 吴步升

电话:

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。当前股债悄悄板效应明显, 股市延续回调下, 债市在年限附近企稳走强, 但考虑到股市仍处于向上周期, 预计利率债短期震荡后继续下跌的风险依旧较高。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: 市场全天震荡下跌, 创业板指跌超 4%。今日市场成交额 2.58 万亿, 个股呈现普跌态势, 超 2900 只个股下跌, 市场延续调整, 考虑到上证 50 指数仍未突破去年 10 月的高点, 且情绪最为高昂的科创 50ETF 波动率在 8 月 25 日创下阶段性高点后一路回落 (最高点仅次于去年 10 月 8 日创下的记录), 后续风格或将切换至大盘 (我们前几日持续提示勿要追高波动率已经放大的板块, 低位的大盘股更有性价比)。从技术面来看, 文华商品指数收敛接近极致, 贵金属率先走强, 原油紧随其后, 预计商品价格将迎来一波涨势, 可关注低位的石油、化工、光伏、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 JacksonHole 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: 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%。鲍威尔在 JacksonHole 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”。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 7.1397, 较前

一日收盘下跌 69 个基点。JacksonHole 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：文华商品指数跌 0.68%，钢铁、新能源板块领涨，石油、煤炭等板块领跌。目前原油价格有企稳向上的迹象，文华商品指数价格走势收敛，临近变盘时间点。考虑到原油和贵金属已率先走强，预计商品价格向上突破的概率较大，文华商品指数已来到 60 日均线的支撑位，国内定价的商品仍在历史底部，考虑到股市正在面临风格切换，未来商品和相关的股票可能共振上行，投资者可对贵金属、原油以及国内定价的低位品种高看一线。

重要政策及要闻

国内：1) 两部门：坚定不移推动“国货国用”加大对产业链关键企业的政策支持。2) 两部门：开展人工智能芯片与大模型适应性测试。3) 两部门：在破除“内卷式”竞争中实现光伏等领域高质量发展 依法治理光伏等产品低价竞争。4) 两部门：2025-2026 年，规模以上计算机、通信和其他电子设备制造业增加值平均增速在 7% 左右。

国外：1) 印度降低消费税以抵御关税冲击 出口商据悉拟游说央行给予汇率扶持。2) 特朗普重申关税或取代所得税，美被爆以关税要挟，反对联合国航运排放协议。3) 白宫公开露面，特朗普回答“健康问题”：休息两天，他们就怀疑“出了什么问题”。4) 美联储理事沃勒：本月应启动降息，未来 3-6 个月可多次下调，节奏看数据。5) 美国 7 月 JOLTS 职位空缺降至 10 个月低点，为疫情以来罕见之低。

交易策略

债券市场：短期年线附近震荡企稳，后续依旧看跌。

A 股市场：波动率已经如期放大，莫追高，积极参与低位的板块。

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：看好 7 月 10 日低点支撑，逢低做多。

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	14

图表目录

图表 1: 9 月 4 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 4 日指数、行业、概念表现	7
图表 4: 科创 50 期权波动率继续下行, 追涨的赔率较低	8
图表 5: 沪深 300 期权波动率仍处于中值	8
图表 6: 美债市场牛陡暗示强烈的宽松预期	9
图表 7: 中期盈亏通胀跳升暗示未来通胀上行风险	10
图表 8: 离岸人民币重回上涨趋势	11
图表 9: 文华商品指数区间收敛, 临近变盘	12

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。当前股债悄悄板效应明显，股市延续回调下，债市在年限附近企稳走强，但考虑到股市仍处于向上周期，预计利率债短期震荡后继续下跌的风险依旧较高。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4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		117.33	+0.30	+0.26%	32	117.32	117.33	14
2	TL2509		117.85	+0.62	+0.53%	5	117.66	117.86	5
3	TL2512	主力	117.33	+0.30	+0.26%	32	117.32	117.33	14
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		108.260	+0.140	+0.13%	55	108.255	108.260	1
2	T2509		108.350	+0.065	+0.06%	10	108.330	108.390	5
3	T2512	主力	108.260	+0.140	+0.13%	55	108.255	108.260	1
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		105.755	+0.065	+0.06%	28	105.740	105.755	21
2	TF2509		105.815	+0.020	+0.02%	5	105.775	105.835	10
3	TF2512	主力	105.755	+0.065	+0.06%	28	105.740	105.755	21
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		102.432	-0.008	-0.01%	25	102.430	102.432	2
2	TS2509		102.366	-0.002	-0.00%	5	102.352	102.370	5
3	TS2512	主力	102.432	-0.008	-0.01%	25	102.430	102.432	2

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: 市场全天震荡下跌, 创业板指跌超 4%。今日市场成交额 2.58 万亿, 个股呈现普跌态势, 超 2900 只个股下跌, 市场延续调整, 考虑到上证 50 指数仍未突破去年 10 月的高点, 且情绪最为高昂的科创 50ETF 波动率在 8 月 25 日创下阶段性高点后一路回落(最高点仅次于去年 10 月 8 日创下的记录), 后续风格或将切换至大盘(我们前几日持续提示勿要追高波动率已经放大的板块, 低位的大盘股更有性价比)。从技术面来看, 文华商品指数收敛接近极致, 贵金属率先走强, 原油紧随其后, 预计商品价格将迎来一波涨势, 可关注低位的石油、化工、光伏、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 JacksonHole 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：行业涨少跌多，商贸零售、美容护理、银行上涨；通信、电子、有色金属领跌。

热门概念：乳业、免税店、预制菜等概念领涨，国家大基金持股、CP0、光刻机等概念领跌。

图表3： 9月4日指数、行业、概念表现

热门概念					热门行业					国内重要指数				
乳业 2.95%	免税店 2.57%	预制菜 2.36%	冰雪产业 1.93%	养鸡 1.89%	零售 2.89%	美容护理 2.52%	饮料制造 2.42%	食品加... 2.41%	旅游及... 2.37%	红利指数 0.55%	深证B指 0.08%	B股指数 -0.05%	同花顺... -0.75%	北证50 -0.80%
网红经济 1.84%	广东自... 1.68%	人造肉 1.67%	猪肉 1.33%	供销社 1.22%	造纸 1.69%	农产品... 1.61%	非金属... 1.28%	服装家纺 1.15%	小家电 1.10%	上证收益 -1.23%	上证指数 -1.25%	A股指数 -1.25%	上证50 -1.71%	中小综指 -1.75%
光纤概念 -3.98%	先进封装 -4.09%	汽车芯片 -4.24%	中芯国... -4.40%	存储芯片 -4.61%	自动化... -2.43%	工业金属 -2.51%	其他电子 -2.70%	小金属 -3.01%	军工电子 -3.01%	深证成指 -2.83%	深证300 -2.88%	深证100 -2.90%	创业板综 -2.93%	创成长 -3.36%
F5G概念 -4.87%	中国AI ... -5.11%	光刻机 -5.37%	共封装... -5.74%	国家大... -5.84%	军工装备 -3.52%	电子化... -3.56%	元件 -3.91%	通信设备 -4.10%	半导体 -5.38%	创业300 -3.83%	创业板指 -4.25%	创业板50 -4.80%	科创综指 -5.19%	科创50 -6.09%

资料来源：iFind，太平洋证券整理

图表4: 科创 50 期权波动率继续下行, 追涨的赔率较低



资料来源: 文华财经, 太平洋证券整理

图表5: 沪深 300 期权波动率仍处于中值

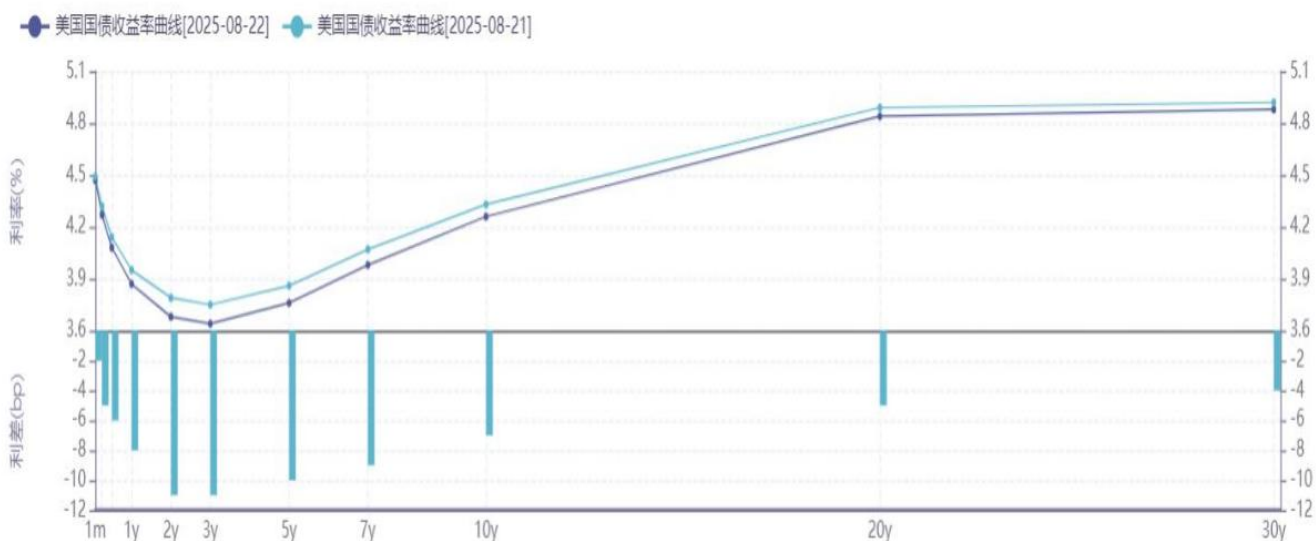


资料来源: 文华财经, 太平洋证券整理

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%。鲍威尔在 JacksonHole 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”。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6：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7: 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 7.1397, 较前一日收盘下跌 69 个基点。
JacksonHole 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8: 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 0.68%，钢铁、新能源板块领涨，石油、煤炭等板块领跌。目前原油价格有企稳向上的迹象，文华商品指数价格走势收敛，临近变盘时间点。考虑到原油和贵金属已率先走强，预计商品价格向上突破的概率较大，文华商品指数已来到 60 日均线的支撑位，国内定价的商品仍在历史底部，考虑到股市正在面临风格切换，未来商品和相关的股票可能共振上行，投资者可对贵金属、原油以及国内定价的低位品种高看一线。

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

二、重要政策及要闻

(一) 国内

1. **两部门: 坚定不移推动“国货国用” 加大对产业链关键企业的政策支持。** 工业和信息化部、市场监督管理总局发布关于印发《电子信息制造业 2025-2026 年稳增长行动方案》的通知。方案指出, 坚定不移推动“国货国用”, 持续推动短板产业补链、优势产业延链、传统产业升链、新兴产业建链, 加大对产业链关键企业的政策支持, 提高企业根植性, 强化关键核心技术攻关, 提升重点产业链供应链韧性和安全水平。

通过集成应用牵引,提高系统整体能力,提升元器件、零部件等产品可靠性、安全性。强化计算等领域芯片、零部件、整机系统等研发应用和配套适配。

2. **两部门:开展人工智能芯片与大模型适应性测试。**工业和信息化部、市场监督管理总局发布关于印发《电子信息制造业 2025-2026 年稳增长行动方案》的通知。方案指出,加力推进电子信息制造业大规模设备更新、重大工程和重大项目开工建设,充分发挥重大项目撬动牵引作用,推动产业高端化、智能化、绿色化发展。编制完善产业链图谱,有序推动先进计算、新型显示、服务器、通信设备、智能硬件等重点领域重大项目布局。
3. **两部门:在破除“内卷式”竞争中实现光伏等领域高质量发展 依法治理光伏等产品低价竞争。**工业和信息化部、市场监督管理总局印发《电子信息制造业 2025—2026 年稳增长行动方案》,方案指出,在破除“内卷式”竞争中实现光伏等领域高质量发展,依法治理光伏等产品低价竞争。引导地方有序布局光伏、锂电池产业,指导地方梳理产能情况。实施光伏组件、锂电池产品质量管理,深入落实《光伏制造行业规范条件》等文件,强化与投资、金融、安全等政策联动,推动行业技术进步。加快研究以强制性国家标准为基础的储能电池产品安全推荐目录。支持协会商会建立行业自律机制,加强重点行业监测预警和风险提示,有序调整产业规模。
4. **两部门:2025-2026 年,规模以上计算机、通信和其他电子设备制造业增加值平均增速在 7%左右。**工业和信息化部、市场监督管理总局印发《电子信息制造业 2025—2026 年稳增长行动方案》,2025-2026 年,主要预期目标是:规模以上计算机、通信和其他电子设备制造业增加值平均增速在 7%左右,加上锂电池、光伏及元器件制造等相关领域后电子信息制造业年均营收增速达到 5%以上。到 2026 年,预期实现营收规模和出口比例在 41 个工业大类中保持首位,5 个省份的电子信息制造业营收过万亿,服务器产业规模超过 4000 亿元,75 英寸及以上彩色电视机国内市场渗透率超过 40%,个人计算机、手机向智能化、高端化迈进。

(二) 国外

1. **印度降低消费税以抵御关税冲击 出口商据悉拟游说央行给予汇率扶持。**随着美国加征关税令印度经济风险激增,印度决策者决定降低全国消费税以大力刺激国内需

求，另据悉出口商也寻求向印度央行提出汇兑支持建议。由联邦以及各邦财政负责人组成的小组周三决定降低消费税，适用于大多数日常用品、保险费以及车辆等。

不过，该小组将香烟、嚼烟和部分豪华汽车等商品的税率提高至 40%。

2. **特朗普重申关税或取代所得税，美被爆以关税要挟，反对联合国航运排放协议。**特朗普称关税对美国取得成功“至关重要”。媒体称，美国已要求其他国家拒绝联合国一项削减航运燃料排放的协议，否则将面临关税、签证限制和港口费用；美国近日已联系国际海事组织成员国，警告其不要采纳所谓的“净零框架”，荷兰称收到了美国代表的口头警告。
3. **白宫公开露面，特朗普回答“健康问题”：休息两天，他们就怀疑“出了什么问题”。**在上周二举行了一场长时间的内阁会议后，特朗普有近一周时间没有公开露面，也未与媒体进行互动，这在社交媒体上引发大量讨论，引发了对其是否健康恶化甚至死亡的多种猜测，其手上有瘀伤的照片更是进一步助长了此类谣言。
4. **美联储理事沃勒：本月应启动降息，未来 3-6 个月可多次下调，节奏看数据。**美联储理事沃勒表示，美联储应在本月开始降息，并在未来数月内进行多次下调，但他对降息的具体节奏持开放态度，认为这将取决于未来的经济数据。他透露，过去曾与贝森特有过交流，但目前并未就美联储主席一职进行过面试，也没有安排相关面试。
5. **美国 7 月 JOLTS 职位空缺降至 10 个月低点，为疫情以来罕见之低。**美国 7 月 JOLTS 职位空缺 718.1 万人，创 2024 年 9 月以来的最低，也是自 2020 年底以来第二次低于 720 万的水平。今年以来就业增长的重要驱动力——医疗保健行业的职位空缺，降至自 2021 年以来最低。招聘数量从一年低点反弹，裁员人数创去年 9 月以来的最高。数据强化了美联储 9 月降息的预期。

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。