

## 策略日报（2025.09.01）：情绪退潮，风格轮动

## 相关研究报告

<<策略日报（2025.08.29）>> 缩圈>>—2025-08-29  
<<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

利率债低开高走，在年线附近企稳符合我们此前的判断，但考虑到股市的强势，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。

股票市场：A 股：科创板 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），寒武纪、中芯国际等指数权重股短期涨幅过大，斜率过陡，预计短期将进入盘整阶段。前期我们提示的波动率已经大幅上行的标的和板块没有追涨的性价比，建议关注低位的电新、化工、光伏、消费等。近几日电新中的低位权重股大涨，斜率和波动率同样大幅上行，不建议继续追涨，化工、光伏和消费仍可继续关注。往后看，指数的上涨应未结束，短期震荡整理后继续创新高的可能性更大，科创版的波动率虽然已经较为极端，但沪深 300、上证 50 等指数波动率仍在中值，风格轮换的可能性较大，对于调整的板块可按照 5 日、10 日、20 日均线分批加仓或为更好的选择。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 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”。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 7.1339，较前一日收盘上涨 34 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。

**商品市场：**文华商品指数下跌-0.07%，国内定价的黑色、建材等领跌，贵金属、有色等全球大宗板块在美联储降息的交易预期下上行。多晶硅、工业硅、锂代表的新能源板块有重回上行趋势的迹象。目前文华商品指数回调至 60 日均线，国内定价的商品仍在历史底部，考虑到股市风险资产的乐观情绪，风格切换的可能性，建议投资者在控制风险的同时，尝试做多。

#### 重要政策及要闻

**国内：**1) 聚焦 6 大行动重点行业领域 “人工智能+” 配套细则将出。2) 沪深京三市融资余额创十年新高。3) 中央汇金大举加仓股票 ETF，持仓市值达 1.28 万亿元。

**国外：**1) 美上诉法院裁定美政府大部分全球关税政策非法。2) 乌官员：乌愿与俄在领导人层面直接对话。

#### 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 .....     | 10 |
| 二、 重要政策及要闻 ..... | 11 |
| (一) 国内 .....     | 11 |
| (二) 国外 .....     | 12 |
| 三、 风险提示 .....    | 12 |

## 图表目录

|                                       |    |
|---------------------------------------|----|
| 图表 1： 9 月 1 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 1 日指数、行业、概念表现 .....         | 7  |
| 图表 4： 科创 50 期权波动率已经过于极端，追涨的赔率较低 ..... | 7  |
| 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 .....        | 9  |
| 图表 8： 离岸人民币重回涨势 .....                 | 10 |
| 图表 9： 文华商品指数回调至 60 日均线附近 .....        | 11 |

## 一、 大类资产跟踪

### (一) 利率债

利率债低开高走，在年线附近企稳符合我们此前的判断，但考虑到股市的强势，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1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 |   | 116.91  | +0.35  | +0.30% | 15 | 116.90  | 116.91  |
| 2        | TL2509 |   | 117.32  | +0.30  | +0.26% | 10 | 117.30  | 117.38  |
| 10年期国债期货 |        |   |         |        |        |    |         |         |
|          | 代码     | . | 现价      | 涨跌     | 涨跌幅    | 买量 | 买价      | 卖价      |
| 1        | T9999  |   | 108.000 | +0.180 | +0.17% | 7  | 108.000 | 108.005 |
| 2        | T2509  |   | 108.300 | +0.245 | +0.23% | 5  | 108.175 | 108.300 |
| 5年期国债期货  |        |   |         |        |        |    |         |         |
|          | 代码     | . | 现价      | 涨跌     | 涨跌幅    | 买量 | 买价      | 卖价      |
| 1        | TF9999 |   | 105.595 | +0.080 | +0.08% | 26 | 105.595 | 105.600 |
| 2        | TF2509 |   | 105.700 | +0.045 | +0.04% | 2  | 105.695 | 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 |   | 102.436 | +0.016 | +0.02% | 2  | 102.436 | 102.438 |
| 2        | TS2509 |   | 102.356 | +0.008 | +0.01% | 4  | 102.358 | 102.366 |

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：**科创板 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），寒武纪、中芯国际等指数权重股短期涨幅过大，斜率过陡，预计短期将进入盘整阶段。前期我们提示的波动率已经大幅上行的标的和板块没有追涨的性价比，建议关注低位的电新、化工、光伏、消费等。近几日电新中的低位权重股大涨，斜率和波动率同样大幅上行，不建议继续追涨，化工、光伏和消费仍可继续关注。往后看，指数的上涨应未结束，短期震荡整理后续创新高的可能性更大，科创版的波动率虽然已经较为极端，但沪深 300、上证 50 等指数波动率仍在中值，风格轮换的可能性较大，对于调整的板块可按照 5 日、10 日、20 日均线分批加仓或为更好的选择。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 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：**贵金属板块领涨，板块涨近 9%。医药、能源金属、工业金属、半导体涨超 2%。  
盘面交易美联储降息的逻辑较为清晰。

**热门概念：**黄金、锌、铜等贵金属和有色概念大涨，CRO、创新药概念情绪回暖。银行、兵装重组概念领跌。

图表 3：9 月 1 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 |       |        |        |        |
|--------|--------|---------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|-------|--------|--------|--------|
| 金属锌    | 金属铅    | 黄金概念    | 金属镍    | 金属铜    | 贵金属    | 能源金属   | 生物制品   | 小金属    | 工业金属   | 创业板... | 创业板指  | 创业板300 | 科创综指   | 创业板综   |
| 4.95%  | 4.94%  | 4.39%   | 3.58%  | 3.09%  | 8.82%  | 3.36%  | 3.19%  | 2.63%  | 2.61%  | 2.58%  | 2.29% | 1.88%  | 1.57%  | 1.53%  |
| 金属钴    | 减肥药    | CRO概... | 共封装... | 横琴新区   | 影视院线   | 医疗服务   | 化学制药   | 包装印刷   | 半导体    | 科创50   | 深证300 | 深证100  | 深证成指   | 同花顺... |
| 3.05%  | 2.99%  | 2.88%   | 2.87%  | 2.83%  | 2.51%  | 2.46%  | 2.44%  | 2.20%  | 2.08%  | 1.18%  | 1.12% | 1.08%  | 1.05%  | 0.96%  |
| 军民融合   | 超级品牌   | 电子竞技    | 深圳国... | 期货概念   | 多元金融   | 小家电    | 其他社... | 游戏     | 风电设备   | 上证指数   | 中小综指  | 创成长    | 中小300  | 上证50   |
| -0.15% | -0.17% | -0.24%  | -0.25% | -0.34% | -0.06% | -0.20% | -0.25% | -0.43% | -0.57% | 0.46%  | 0.36% | 0.29%  | 0.26%  | 0.16%  |
| 华为盘古   | 成飞概念   | 国产航母    | 互联网... | 兵装重... | 银行     | 证券     | 军工装备   | 机场航运   | 保险     | 中小100  | B股指数  | 深证B指   | 北证50   | 红利指数   |
| -0.52% | -0.61% | -0.68%  | -0.69% | -1.36% | -0.75% | -0.85% | -0.86% | -0.87% | -2.58% | 0.06%  | 0.05% | -0.17% | -0.36% | -0.48% |

资料来源：iFind，太平洋证券整理

图表 4：科创 50 期权波动率已经过于极端，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

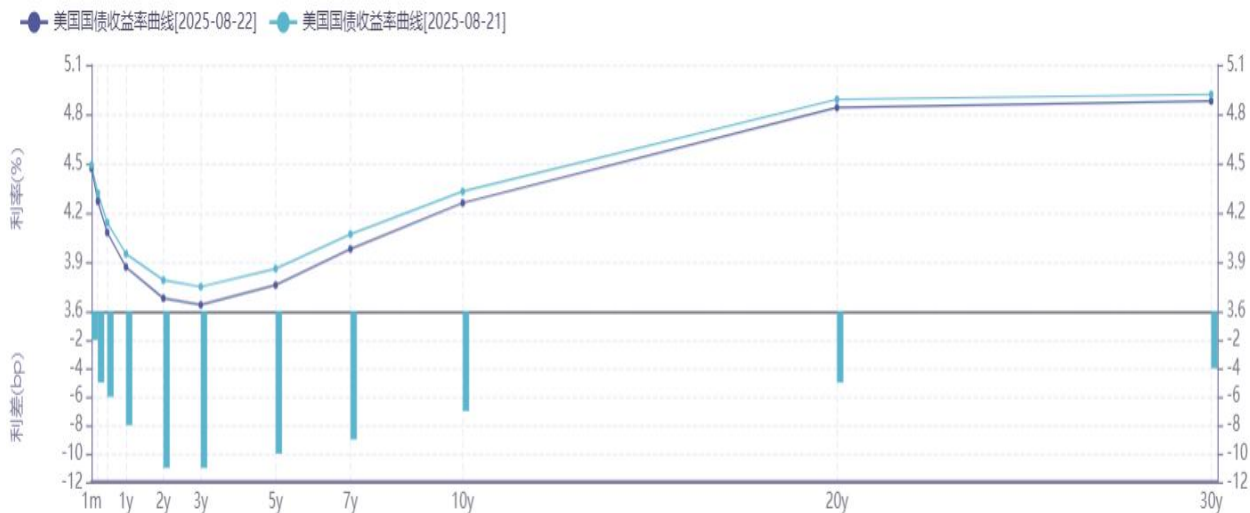


资料来源：文华财经，太平洋证券整理

**美股：**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”。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 7.1339, 较前一日收盘上涨 34 个基点。Jackson Hole 的鸽派论调使得上周五美元大幅下打破位，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。

后续市场研判：预计短期美元震荡偏弱，但做空美元的交易性价比较低。

图表 8：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

文华商品指数下跌-0.07%，国内定价的黑色、建材等领跌，贵金属、有色等全球大宗板块在美联储降息的交易预期下上行。多晶硅、工业硅、锂代表的新能源板块有重回上行趋势的迹象。目前文华商品指数回调至 60 日均线，国内定价的商品仍在历史底部，考虑到股市风险资产的乐观情绪，风格切换的可能性，建议投资者在控制风险的同时，尝试做多。

图表 9：文华商品指数回调至 60 日均线附近



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. **聚焦 6 大行动重点行业领域 “人工智能+” 配套细则将出。**围绕《关于深入实施“人工智能+”行动的意见》，相关部门将制定出台一系列配套文件。其中，围绕《意见》提出的 6 大行动若干重点行业领域，将分别制定“人工智能+”具体实施方案，进一步细化各行业目标任务、重点方向和工作举措；分层、分行业加快标准制订，促进行业内、领域间语料数据、模型和智能体协议等标准化发展。
2. **沪深京三市融资余额创十年新高。**近期，A 股融资余额规模继续攀升，据财联社盯盘数据显示，截至 8 月 29 日，沪深京三市目前已达 22454.72 亿元，续创近十年新高，同时距离历史最高纪录仅差 211.63 亿元。其年内融资净买额升至 3913 亿元，是去年全年净买额的 1.42 倍。其中，深市目前融资余额 10971.74 亿元，已为历史

最高纪录。

3. **中央汇金大举加仓股票 ETF，持仓市值达 1.28 万亿元。**今年上半年，中央汇金首次明确其类“平准基金”定位，大举增持 ETF，极大地提振了市场信心。随着公募基金 2025 年半年报披露完毕，中央汇金持仓的 ETF 明细全部出炉。Wind 统计显示，截至 6 月末，中央汇金投资有限责任公司及其子公司中央汇金资产管理有限责任公司等“国家队”合计持有股票 ETF 市值 1.28 万亿元，较去年底增加近 23%。上半年中央汇金投资基本“按兵不动”，但中央汇金资产大举加仓股票 ETF，6 月末持有的股票 ETF 数量是去年底的 1.58 倍，多只宽基 ETF 获得 10 亿份级别以上的增持。

## (二) 国外

1. **美上诉法院裁定美政府大部分全球关税政策非法。**当地时间 8 月 29 日，美国上诉法院裁定美国总统特朗普实施的大部分全球关税政策非法，并认为特朗普实施这些关税超越了其职权范围。
2. **乌官员：乌愿与俄在领导人层面直接对话。**当地时间 8 月 29 日，乌克兰总统办公室主任叶尔马克发文称，他当天与乌克兰外交部第一副部长基斯利察在纽约会见了美国中东问题特使威特科夫。叶尔马克表示，乌方愿意与俄罗斯在领导人层面进行直接对话。叶尔马克当天在社交媒体上表示，重要的是推动真正的外交，并落实乌美领导人 18 日达成的所有协议。他说，乌克兰积极看待美国提出的所有和平提议，乌方愿意与俄罗斯在领导人层面进行直接对话。

## 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。