

策略日报（2025.08.26）：轮动

相关研究报告

<<系好安全带，车速会很快>>—2025-08-25

<<破云>>—2025-07-29

<<窄门 2>>—2025-07-25

<<狂飙>>—2025-08-25

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

利率债探底回升，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：在前期表现强势的芯片半导体板块调整的带动下，今日科创板、创业板调整幅度较大，资金有从前期表现强势的芯片、创新药、稀土板块向价格尚在历史底部，板块指数还未突破去年 10 月 8 日高点板块切换的迹象（如今日刚突破的畜牧养殖、细分化工等）。我们昨日提醒波动率放大后追高的交易操作难度较大，电新、化工、钢铁、消费等板块仍有大量的权重标的尚在底部，具有较高的安全边际和配置性价比，今日行情的展开符合我们的判断。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，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 7.1600，较前一日收盘上涨 85 个基点。Jackson Hole 的鸽派论调使得上周五美元大幅下突破位，但昨日美元反弹，关注后续反弹是否收复周五的高点，如若收复需小心美元指数反转的可能性。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-0.56%，，各大板块基本皆录得下跌，仅贵金属和石油板块小幅上涨，昨日领涨的煤炭板块今日领跌，跌超2%。目前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，以及后续反内卷政策不断出台的可能，继续看空商品没有性价比，建议继续以7月10日低点为支撑，逢低做多。

重要政策及要闻

国内：1) 国务院印发《关于深入实施“人工智能+”行动的意见》。2) 公募基金总规模突破35万亿，2024年初以来第十次创历史新高。3) 国家能源局：上半年有10家民营企业参股了5个核电项目持股比例都达到10%以上。4) 新一代中国操作系统银河麒麟V11正式发布。

国外：1) 印度拟调低俄罗斯石油采购量 应对迫在眉睫的美国关税上调。2) 特朗普宣布撤销美联储理事库克职务。

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	13

图表目录

图表 1： 8 月 26 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： 8 月 26 日指数、行业、概念表现	7
图表 4： 期权波动率并不极端，创新高的可能性更大	7
图表 5： 主要指数中仅剩上证 50 距离突破前期高点还有一步之遥	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： 离岸人民币重回下跌趋势	10
图表 9： 商品指数看好支撑	11

一、 大类资产跟踪

(一) 利率债

利率债探底回升，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 1：8 月 26 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		117.27	+0.55	+0.47%	2	117.26	117.27
2	TL2509		117.68	+0.53	+0.45%	59	117.68	117.70
10年期国债期货								
	代码	.	现价	涨跌	涨跌幅	买量	买价	卖价
1	T9999		107.995	+0.070	+0.06%	1	107.990	108.000
2	T2509		108.185	+0.060	+0.06%	3	108.175	108.190
5年期国债期货								
	代码	.	现价	涨跌	涨跌幅	买量	买价	卖价
1	TF9999		105.560	+0.045	+0.04%	26	105.555	105.560
2	TF2509		105.620	+0.045	+0.04%	51	105.620	105.630
2年期国债期货								
	代码	.	现价	涨跌	涨跌幅	买量	买价	卖价
1	TS9999		102.400	+0.010	+0.01%	4	102.396	102.400
2	TS2509		102.328	-0.006	-0.01%	10	102.324	102.328

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: 在前期表现强势的芯片半导体板块调整的带动下, 今日科创板、创业板调整幅度较大, 资金有从前期表现强势的芯片、创新药、稀土板块向价格尚在历史底部, 板块指数还未突破去年 10 月 8 日高点板块切换的迹象 (如今日刚突破的畜牧养殖、细分化工等)。我们昨日提醒波动率放大后追高的交易操作难度较大, 电新、化工、钢铁、消费等板块仍有大量的权重标的尚在底部, 具有较高的安全边际和配置性价比, 今日行情的展开符合我们的判断。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, 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: 游戏、化工、农林牧渔领涨, 前期表现强势的半导体、证券、小金属领跌。

热门概念：养殖概念涨超2%领涨市场，化工表现亮眼，前期表现强势的机器人、创新药、稀土永磁领跌。

图表 3：8 月 26 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				
同花顺...	养鸡	猪肉	数字水印	托育服务	游戏	化学纤维	农产品...	农化制品	养殖业	中小100	中小300	中小综指	上证380	深证300
3.11%	2.87%	2.36%	1.88%	1.87%	2.17%	1.89%	1.85%	1.83%	1.78%	1.56%	1.30%	0.99%	0.33%	0.31%
电子竞技	转基因	空间计算	磷化工	草甘膦	美容护理	消费电子	环保设备	黑色家电	贸易	深证成指	同花顺...	深证100	深证A指	深证综指
1.85%	1.82%	1.78%	1.67%	1.66%	1.69%	1.47%	1.42%	1.41%	1.25%	0.26%	0.24%	0.19%	0.19%	0.18%
人形机...	重组蛋白	国产航母	中船系	细胞免...	其他电...	证券	半导体	生物制品	军工装备	上证180	创业板指	北证50	创业300	创业板...
-0.96%	-0.96%	-0.97%	-1.07%	-1.14%	-0.90%	-0.91%	-0.92%	-0.99%	-1.03%	-0.73%	-0.75%	-0.76%	-0.76%	-0.85%
PEEK...	创新药	减肥药	稀土永磁	CRO概念	化学制药	保险	小金属	金属新...	医疗服务	科创综指	创成长	科创50	深证B指	B股指数
-1.22%	-1.25%	-1.38%	-1.98%	-2.00%	-1.06%	-1.12%	-1.35%	-1.97%	-2.26%	-0.99%	-1.25%	-1.31%	-1.42%	-4.08%

资料来源：iFind，太平洋证券整理

图表 4：期权波动率并不极端，创新高的可能性更大



资料来源：文华财经，太平洋证券整理

图表 5：主要指数中仅剩上证 50 距离突破前期高点还有一步之遥

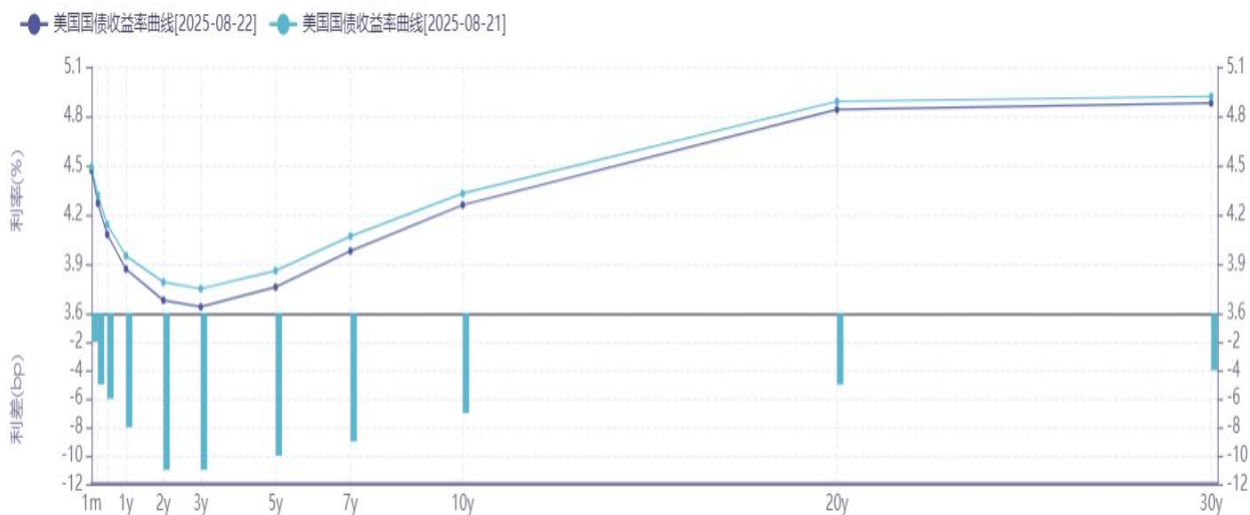


资料来源：文华财经，太平洋证券整理

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 7.1600, 较前一日收盘上涨 85 个基点。Jackson Hole 的鸽派论调使得上周五美元大幅下打破位, 但昨日美元反弹, 关注后续反弹是否收复周五的高点, 如若收复需小心美元指数反转的可能性。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: 离岸人民币重回下跌趋势



资料来源: 文华财经, 太平洋证券整理

(四) 商品

文华商品指数下跌-0.56%, 各大板块基本皆录得下跌, 仅贵金属和石油板块小幅上涨, 昨日领涨的煤炭板块今日领跌, 跌超 2%。目前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, 以及后续反内卷政策不断出台的可能, 继续看空商品没有性价比, 建议继续以 7 月 10 日低点为支撑, 逢低做多。

图表 9：商品指数看好支撑



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. **国务院印发《关于深入实施“人工智能+”行动的意见》。**《意见》提出加快实施6大重点行动。一是“人工智能+”科学技术，加速科学发现进程，驱动技术研发模式创新和效能提升，创新哲学社会科学研究方法。二是“人工智能+”产业发展，培育智能原生新模式新业态，推进工业全要素智能化发展，加快农业数智化转型升级，创新服务业发展新模式。三是“人工智能+”消费提质，拓展服务消费新场景，培育产品消费新业态。四是“人工智能+”民生福祉，创造更加智能的工作方式，推行更富成效的学习方式，打造更有品质的美好生活。五是“人工智能+”治理能力，开创社会治理人机共生新图景，打造安全治理多元共治新格局，共绘美丽中国生态治理新画卷。六是“人工智能+”全球合作，推动人工智能普惠共享，共建人工智能全球治理体系。
2. **公募基金总规模突破 35 万亿 2024 年初以来第十次创历史新高。**中基协最新发布的公募基金市场数据显示，截至 2025 年 7 月底，我国公募基金总规模为 35.08 万亿元。

这是我国公募基金总规模自 2024 年初以来第十次创下历史新高。分类型来看,今年 7 月货币基金规模增长超 3800 亿元,股票基金规模增长超 1900 亿元,混合基金规模增长超 1300 亿元,而债券基金规模下降超 460 亿元。

3. **国家能源局:上半年有 10 家民营企业参股了 5 个核电项目持股比例都达到 10%以上。**
国家能源局副局长万劲松在发布会上表示,近年来,国家能源局持续降低投资门槛、提升服务水平,引导能源领域民营经济做大做强,能源重点项目民营企业年均投资保持两位数增长。我国民营企业深度参与能源领域国家科技项目,前四批能源领域首台套重大技术装备研发中有半数项目引入了民营企业参与。民营经济为新能源产业培育壮大贡献了不可或缺的力量。电力设施建设领域民营企业占比超过 85%、年均增长超过 15%,规模以上的充电运营服务商中民营企业占比超过 80%,今年上半年有 10 家民营企业参股了 5 个核电项目,持股比例都达到 10%以上,最高的达到 20%。
4. **新一代中国操作系统银河麒麟 V11 正式发布。**全新一代中国操作系统——银河麒麟操作系统 V11 今天在 2025 中国操作系统产业大会正式发布。这款系统使用了全新磐石架构,操作体验、安全性和生态丰富度大幅提升。作为首个突破百万生态的国产操作系统,银河麒麟的生态成熟度国内领先,与国产主流 CPU、GPU 及板卡实现全面兼容,构建起完整的国产化生态体系。已在嫦娥探月、天问探火等国家重大工程中发挥支撑作用,在政务领域保持较高覆盖率,同时在金融、能源、教育、医疗等行业实现长期规模化应用。目前,银河麒麟操作系统已部署超 1600 万套。

(二) 国外

1. **印度拟调低俄罗斯石油采购量 应对迫在眉睫的美国关税上调。**作为俄罗斯原油重量级买家的印度炼油企业计划在未来几周内削减采购量,这是在美国即将提高关税之前做出的温和让步,同时也表明印度无意切断与莫斯科的关系。知情人士表示,国有炼油企业以及信实工业等私营炼油企业预计将采购日均 140 万至 160 万桶 10 月及以后船期的石油。相比之下,印度今年上半年日均进口 180 万桶俄罗斯原油。
2. **特朗普宣布撤销美联储理事库克职务。**当地时间 8 月 25 日,美国总统特朗普在其社交媒体“真实社交”上公开了一封致美联储理事丽莎·库克的信件,宣布即刻将其免职。信中援引美国宪法第二条及 1913 年颁布的《联邦储备法》相关条款,特朗普表示已认定存在足够理由撤销库克职务。信中提及一份 8 月 15 日由联邦住房金融局提交的刑事移交材料,认为库克涉嫌在抵押贷款文件中作出虚假陈述。例如,她先在密歇根州一

份文件上声明该物业为其主要住所，随后又在佐治亚州另一份文件中作出同样声明。特朗普称此举“不可想象”，质疑其诚信与作为金融监管者的胜任力。特朗普指责库克在金融事务中存在“欺诈性和潜在犯罪性行为”，并称此类行为已动摇其作为监管者的可信度。

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。