

策略日报 (2025.07.23): 冲高回落

大类资产跟踪

相关研究报告

<<策略日报 (2025.07.22): 年内新高>>—2025-07-22

<<策略日报 (2025.07.21): 大基建爆发>>—2025-07-22

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: 吴步升

E-MAIL: wubs@tpyzq.com

分析师登记编号: S1190524110002

债券市场: 利率债延续下跌, 长端跌幅大于短端。预计后续将继续弱势调整。稳增长反内卷的政策不断出台带来通胀止跌的期待, 大方向上股债涨跌后续将持续。后续展望: 股市大盘突破, 债市预计高位宽幅震荡。

A 股: 市场冲高回落, 沪指盘中超 3600 点。今日市场冲高回落, 市场成交量维持高位, 全天成交额 1.9 万亿, 整体看, 市场情绪依旧处于积极状态, 预计指数将震荡上行直至上破去年 10 月 8 日的高点, 短线上上证指数在 3420 点附近支持力度较强, 可作为指数短线强弱的参考。中期来看, 是否会构成趋势性下跌仍可参考我们此前提出的三个观察点来进行判断: 一是油价的高点也是地缘风险消退和指数止稳的起点, 因此 6 月 23 日上涨的低点可作为此轮上涨行情是否完全结束的指标, 在低点未跌破的情况下可积极对待。二是成交能否持续且温和放量, 这是指数能否形成牛市的重要基础。三是人民币汇率能否持续升值, 最少要保证不大幅贬值。目前离岸人民币突破了下行的趋势, 且欧元和日元过于极端的投机性多头仓位平仓后带动美元指数上行, 但美方对中美贸易谈判的预期管理好于欧洲和日本, 使得人民币较其余非美货币表现更强, 预计人民币整体震荡运行的概率大。但若离岸人民币有效突破了 6 月 23 日的高点, 则应注重风险管理, 此时如果指数同时跌破支撑, 应及时离场。各大板块百家争鸣, 目前主线有三: 一是政策上反内卷逐步进入落实阶段, 相关板块如光伏、生猪、玻璃等皆走出底部的迹象明显, 目前板块仍处于历史低位, 可积极参与。二是产业方面有重大转折的板块, 如固态电池、创新药等。三是高股息板块, 其中煤炭板块受益于反内卷, 而在没有全球衰退背景下油价较难跌破 40 美元, 也为能源类高股息提供足够的支撑, 银行保险等类债券板块受益于保险资金、公募基金业绩目标改变的资金流入。

美股: 道琼斯指数涨 0.4%, 纳斯达克指数跌 0.39%, 标普 500 指数涨 0.06%。目前美股处于盈利从悲观预期中恢复的阶段, 在美债利率没有明显上行突破临界点的背景下, 美股的上涨预计将持续。美债利率的上行突破临界点可能会由以下事件引起: 一是类似于更换美联储主席的事件使得美元美债失去市场信心。二是通胀数据连续且较大幅度超出市场预期。考虑到特朗普的 TACO 心态, 以及市场目前对通胀和就业数据的极度不对称 (对通胀的容忍度较大, 加息的门槛高, 但对就业数据走弱的反应极其敏感)。目前美国经济数据基本面依旧稳健, 软数据已经再次企稳, 美股上行的趋势预计仍将延续。此外, 美元指数的上行趋势可能将得到延续, 一方面, 近两周美国花旗经济意外指数的修复速度比其余主要经济体更快, 代表美国经济基本面也正更快的修复。另一方面欧元和日元投机性多头的持仓依旧较为极端, 意味着美元指数的上行仍未结束。鉴于此, 我们维持美股美元将跑赢其余资产的判断, 直至美债收益率大幅上行至临界点, 使得金融环境再次收紧, 此时美股的调整或才能顺利开始。

外汇市场: 在岸人民币兑美元北京时间 16:00 官方报 7.1633, 较前一日收盘跌 68 个基点。离岸人民币的走势已突破了下行趋势, 考虑到欧元和日元投机性多头的仓位仍较为极端, 且美国基本面正走出此前悲观的预期, 美元指数的上行可能带动人民币走弱, 但特朗普对中国与美国的贸易谈判的进展表述好于欧洲和日本, 人民币近期走势预计将优于大多数非美货币。

商品市场: 文华商品指数涨 0.36%, 指数底部已完成突破, 操作上依旧以逢低做多为主。我们此前两周持续强调多个国内定价的品种历史低位, 没有做空性价比, 建议根据反内卷题材看好止损的背景下做多为主, 目前看相关题材的上涨趋势远未结束, 工信部将对 10 大重点行业优化供给的消息预计将继续支撑盘面, 投资者仍需以做多为主。今日各大板块集体上涨, 多头情绪明显。目前原油及相关品种波动率从高位大幅下行, 地缘政治难以预测, 预计后续震荡为主, 建议未参与的投资者观望为主, 管控风险为上。从技术面来看, 文华商品技术面大结构压力明显, 但底部盘整后已经突破, 随着反内卷会议和供给端控量稳价的消息不断传出, 做多的趋势性力量正在累积。

重要政策及要闻

国内: 1) 香港金管局总裁余伟文: 将于下周公布“稳定币发行人发牌制度”的摘要说明。 2) 郑栅洁: 推动整治内卷式竞争、拓展产业链供应链合作。 3) 财政部等三部门发布海南自由贸易港全岛封关货物税收政策。 4) 农业农村部畜牧兽医局拟召开推动生猪产业高质量发展座谈会, 头部猪企等参会。

国外: 1) 英媒: 莫迪将对英国进行国事访问, 双方拟签署具“里程碑意义”自由贸易协定。 2) 美菲总统白宫会晤答问中谈及中国, 特朗普: 可能会在“不久的将来”访华。 3) 美财长称美中第三轮磋商下周举行, 瑞典发声: 将主办美中新一轮会谈。

交易策略

债券市场: 震荡。

A 股市场: 多个指数突破震荡区间, 慢牛不改。短线 3420 点是上证指数重要支撑, 中期趋势上 6 月 23 日低点为重要趋势观察点。

美股市场: 震荡上行, 下跌需等待利率的再次上行。

外汇市场: 非美货币短期将承压, 人民币较多数非美货币更为强势。

商品市场: 文华商品指数突破, 反内卷相关商品做多为主。

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	6
(一) 利率债	6
(二) 股市	7
(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: 7 月 23 日国债期货行情	6
图表 2: 7 月 23 日指数、行业、概念表现.....	8
图表 3: 上证指数前方压力仅剩 10 月 8 日高点.....	8
图表 4: 排除食物能源二手车的通胀环比上行速度较快	9
图表 5: 近两周美国花旗经济意外指数以更快的速度修复	10
图表 6: 离岸人民币突破下跌趋势	11
图表 7: 文华指数底部突破, 积极做多	12

一、 大类资产跟踪

(一) 利率债

利率债延续下跌，长端跌幅大于短端。预计后续将继续弱势调整。稳增长反内卷的政策不断出台带来通胀止跌的期待，大方向上股涨债跌后续将持续。后续展望：股市大盘突破，债市预计高位宽幅震荡。

图表1：7月23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		119.27	-0.25	-0.21%	10	119.27	119.28	2
2	TL2509	主力	119.27	-0.25	-0.21%	10	119.27	119.28	2
3	TL2512		119.10	-0.23	-0.19%	1	119.10	119.11	4
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		108.520	-0.115	-0.11%	15	108.510	108.520	49
2	T2509	主力	108.520	-0.115	-0.11%	15	108.510	108.520	49
3	T2512		108.600	-0.100	-0.09%	11	108.600	108.605	5
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		105.790	-0.095	-0.09%	51	105.790	105.805	48
2	TF2509	主力	105.790	-0.095	-0.09%	51	105.790	105.805	48
3	TF2512		105.875	-0.090	-0.08%	1	105.875	105.885	1
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		102.380	-0.034	-0.03%	13	102.380	102.382	32
2	TS2509	主力	102.380	-0.034	-0.03%	13	102.380	102.382	32
3	TS2512		102.460	-0.030	-0.03%	1	102.458	102.462	2

资料来源：iFind，太平洋证券整理

(二) 股市

A 股：市场冲高回落，沪指盘中超 3600 点。今日市场冲高回落，市场成交量维持高位，全天成交额 1.9 万亿，整体看，市场情绪依旧处于积极状态，预计指数将震荡上行直至上破去年 10 月 8 日的高点，短线上上证指数在 3420 点附近支持力度较强，可作为指数短线强弱的参考。中期来看，是否会构成趋势性下跌仍可参考我们此前提出的三个观察点来进行判断：一是油价的高点也是地缘风险消退和指数止稳的起点，因此 6 月 23 日上涨的低点可作为此轮上涨行情是否完全结束的指标，在低点未跌破的情况下可积极对待。二是成交能否持续且温和放量，这是指数能否形成牛市的重要基础。三是人民币汇率能否持续升值，最少要保证不大幅贬值。目前离岸人民币突破了下行的趋势，且欧元和日元过于极端的投机性多头仓位平仓后带动美元指数上行，但美方对中美贸易谈判的预期管理好于欧洲和日本，使得人民币较其余非美货币表现更强，预计人民币整体震荡运行的概率大。但若离岸人民币有效突破了 6 月 23 日的高点，则应注重风险管理，此时如果指数同时跌破支撑，应及时离场。各大板块百家争鸣，目前主线有三：一是政策上反内卷逐步进入落实阶段，相关板块如光伏、生猪、玻璃等皆走出底部的迹象明显，目前板块仍处于历史低位，可积极参与。二是产业方面有重大转折的板块，如固态电池、创新药等。三是高股息板块，其中煤炭板块受益于反内卷，而在没有全球衰退背景下油价较难跌破 40 美元，也为能源类高股息提供足够的支撑，银行保险等类债券板块受益于保险资金、公募基金业绩目标改变的资金流入。

行业板块：行业涨少跌多，非银、美容护理、家用电器领涨；建材、军工、机械领跌。

热门概念：雅下水电、高压氧仓、互联网保险等概念领涨，兵装重工、海南自贸区等概念领跌。

建议：煤炭、反内卷、固态电池、创新药等板块积极参与。

图表2：7月23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				
雅下水... 4.15%	高压氧舱 1.55%	互联网... 0.56%	细胞免... 0.56%	基因测序 0.44%	美容护理 1.64%	医疗服务 1.27%	保险 1.10%	厨卫电器 0.69%	金属新... 0.58%	科创50 0.45%	深证B指 0.40%	上证50 0.32%	科创综指 0.31%	B股指数 0.16%
CRO概念 0.43%	国家大... 0.33%	MLOp... 0.33%	科创次... 0.33%	智谱AI 0.33%	证券 0.52%	机场航运 0.36%	小金属 0.33%	半导体 0.32%	软件开发 0.31%	创成长 0.06%	中证A1... 0.06%	创业板50 0.06%	上证180 0.05%	沪深300 0.02%
军民融合 -1.80%	房屋检测 -1.83%	国产航母 -2.11%	水泥概念 -2.21%	柔性直... -2.30%	能源金属 -1.40%	电机 -1.41%	化学原料 -1.44%	建筑材料 -1.58%	光伏设备 -1.69%	深证成指 -0.37%	创业板综 -0.44%	中证10... -0.45%	中小300 -0.45%	中小100 -0.46%
特高压 -2.38%	成飞概念 -2.50%	中船系 -2.76%	海南自... -4.19%	兵装重... -4.64%	其他社... -1.81%	电池 -1.94%	橡胶制品 -2.05%	军工装备 -2.43%	电网设备 -2.53%	中小综指 -0.49%	深证综指 -0.54%	深证A指 -0.54%	同花顺... -0.70%	北证50 -1.58%

资料来源：iFind，太平洋证券整理

图表3：上证指数前方压力仅剩10月8日高点



资料来源：iFind，太平洋证券整理

美股：道琼斯指数涨 0.4%，纳斯达克指数跌 0.39%，标普 500 指数涨 0.06%。目前美股处于盈利从悲观预期中恢复的阶段，在美债利率没有明显上行突破临界点的背景下，美股的上涨预计将持续。美债利率的上行突破临界点可能会由以下事件引起：一是类似于更换美联储主席的事件使得美元美债失去市场信心。二是通胀数据连续且较大幅度超出市场预期。考虑到特朗普的 TACO 心态，以及市场目前对通胀和就业数据的极度不对称（对通胀的容忍度较大，加息的门槛高，但对就业数据走弱的反应极其敏感）。目前美国经济数据基本面依旧稳健，软数据已经再次企稳，美股上行的趋势预计仍将延续。此外，美元指数上行趋势可能将得到延续，一方面，近两周美国花旗经济意外指数的修复速度比其余主要经济体更快，代表美国经济基本面也正更快的修复。另一方面欧元和日元投机性多头的持仓依旧较为极端，意味着美元指数的上行仍未结束。鉴于此，我们维持美股美元将跑赢其余资产的判断，直至美债收益率大幅上行至临界点，使得金融环境再次收紧，此时美股的调整或才能顺利开始。

后续市场研判：投机情绪回归，美股预计将挑战新高。

图表4：排除食物能源二手车的通胀环比上行速度较快

美国:CPI:商品:不含食物、能源、二手车和卡车:季调:当月环比



数据来源：同花顺iFinD

资料来源：iFind，太平洋证券整理

图表5: 近两周美国花旗经济意外指数以更快的速度修复



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 7.1633, 较前一日收盘跌 68 个基点。离岸人民币的走势已突破了下行趋势, 考虑到欧元和日元投机性多头的仓位仍较为极端, 且美国基本面正走出此前悲观的预期, 美元指数的上行可能带动人民币走弱, 但特朗普对中国与美国的贸易谈判的进展表述好于欧洲和日本, 人民币近期走势预计将优于大多数非美货币。

图表6: 离岸人民币突破下跌趋势

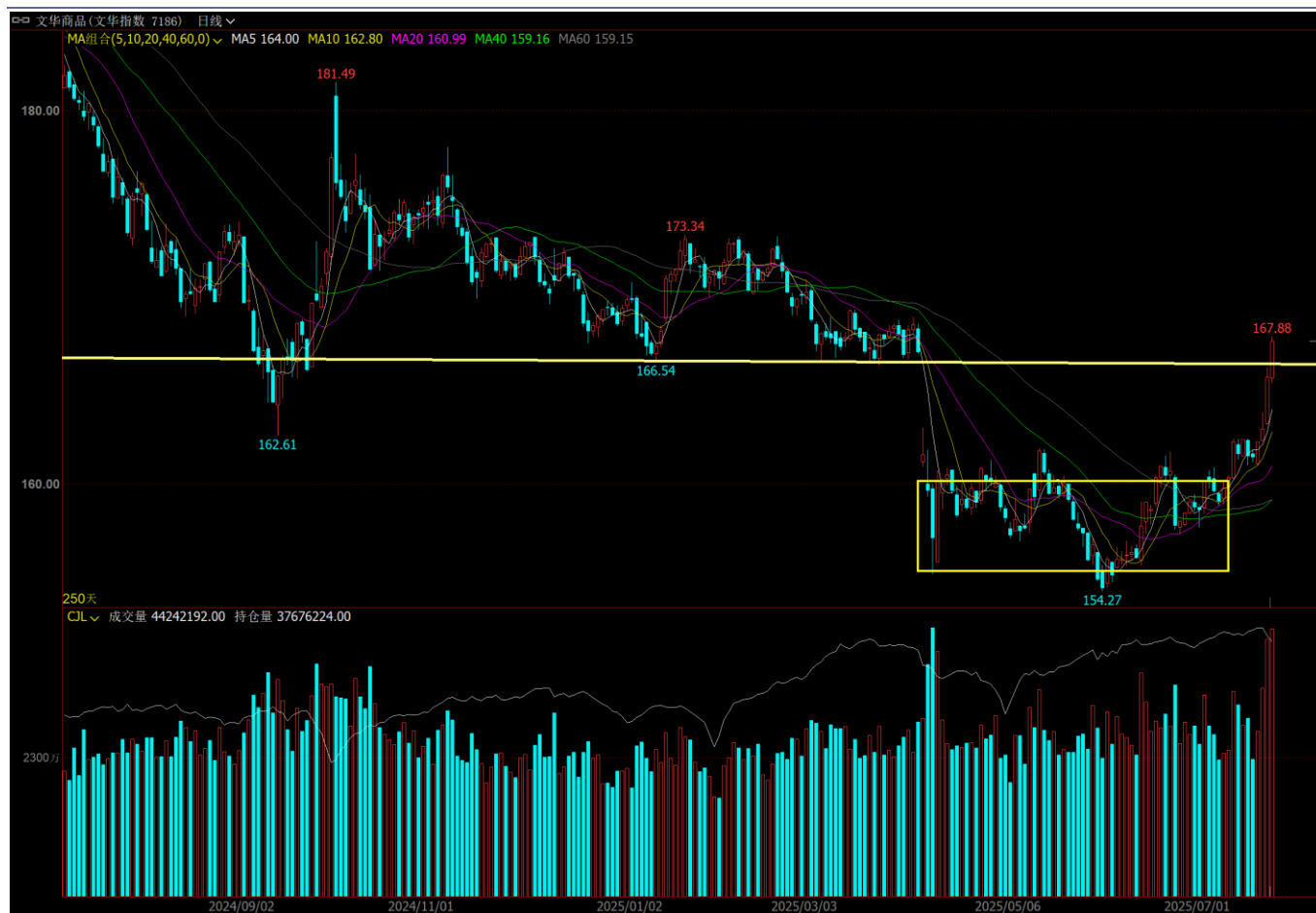


资料来源: 文华财经, 太平洋证券整理

(四) 商品

文华商品指数涨 0.36%，指数底部已完成突破，操作上依旧以逢低做多为主。我们此前两周持续强调多个国内定价的品种历史低位，没有做空性价比，建议根据反内卷题材看好止损的背景下做多为主，目前看相关题材的上涨趋势远未结束，工信部将对 10 大重点行业优化供给的消息预计将继续支撑盘面，投资者仍需以做多为主。今日各大板块集体上涨，多头情绪明显。目前原油及相关品种波动率从高位大幅下行，地缘政治难以预测，预计后续震荡为主，建议未参与的投资者观望为主，管控风险为上。从技术面来看，文华商品技术面大结构压力明显，但底部盘整后已经突破，随着反内卷会议和供给端控量稳价的消息不断传出，做多的趋势性力量正在累积。

图表7: 文华指数底部突破, 积极做多



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. 香港金管局总裁余伟文: 将于下周公布“稳定币发行人发牌制度”的摘要说明。香港金融管理局总裁余伟文发文表示, 注意到最近已经出现了借推销数码资产和稳定币进行的诈骗行径, 令民众蒙受损失。《稳定币条例》8月1日生效, 按照条例规定, 自生效日起, 向香港公众宣传推广任何无牌稳定币, 均属违法。余伟文还表示, 注

意到近期市场上对申请程序有不少的传言，金管局将于下周公布“稳定币发行人发牌制度”的摘要说明，文件会阐述金管局接受和处理牌照申请的安排，有兴趣的人士请保持关注。

2. **郑栅洁：推动整治内卷式竞争、拓展产业链供应链合作。** 7月23日，国家发展改革委主任郑栅洁主持召开企业座谈会，围绕科学编制“十五五”规划，听取关于国企民企协同发展的意见建议。郑栅洁主任表示，企业作为微观主体，对宏观经济的感受最直接、反应最灵敏。上半年，我国经济运行稳中有进，离不开广大企业的拼搏努力与积极贡献。面对当前内外部形势变化，企业创新突破要抢抓机遇和发展空间，为推动高质量发展多作贡献。参会企业关于未来发展的意见建议对编制“十五五”规划具有重要参考价值。
3. **财政部等三部门发布海南自由贸易港全岛封关货物税收政策。** 政策规定，海南自由贸易港与中华人民共和国关境外其他国家和地区之间设立“一线”，海南自由贸易港与中华人民共和国关境内的其他地区之间设立“二线”。一是在海南自由贸易港登记的独立法人企业，自由贸易港内符合条件的事业单位及民办非企业单位（以下简称享惠主体）经“一线”进口征税商品目录以外的货物（以下简称“零关税”货物）免征进口税收（包括进口关税、进口环节增值税和消费税）。二是“零关税”货物及其加工制成品在岛内享惠主体间流通时免于补缴进口税收。
4. **农业农村部畜牧兽医局拟召开推动生猪产业高质量发展座谈会，头部猪企等参会。** 从上市猪企获悉，为加快推进生猪产业转型升级，提升全产业链协同发展水平，农业农村部畜牧兽医局拟于7月23日在北京召开推动生猪产业高质量发展座谈会。会议不仅邀请牧原、新希望等头部生猪养殖企业，也邀请了双汇、金锣等大型屠宰加工企业。会议将分析研判生猪生产形势，围绕全产业链高质量发展，听取企业、主产省份、专家和行业协会意见，提出推动产业高质量发展的措施建议。

(二) 国外

1. **英媒：莫迪将对英国进行国事访问，双方拟签署具“里程碑意义”自由贸易协定。** 据英国路透社、《卫报》等媒体报道，印度总理莫迪将于当地时间23日起对英国进行为期两天的国事访问，双方拟于24日签署一项具有“里程碑意义”的自由贸易协

定。《卫报》称，根据印度政府声明，这是莫迪担任印度总理以来第四次访问英国。

2. **美菲总统白宫会晤答问中谈及中国，特朗普：可能会在“不远的将来”访华。** 环球网援引路透社、美联社报道，美国总统特朗普当地时间周二（22日）表示，他“可能在不远的将来”访问中国。报道称，他当天在白宫椭圆形办公室会见来访的菲律宾总统马科斯时作出相关表态。
3. **美财长称美中第三轮磋商下周举行，瑞典发声：将主办美中新一轮会谈。** 据环球时报援引雅虎财经报道，美国财政部长贝森特当地时间22日在接受福克斯新闻采访时宣布，第三轮中美贸易谈判将于下周一、周二在瑞典斯德哥尔摩举行。此前双方在日内瓦和伦敦举行了两次会谈。报道称，8月12日是中美暂停加征关税截止日，新一轮谈判旨在推迟这一最后期限。

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。