

策略日报（2025.05.26）：胜兵先胜而后求战

相关研究报告

<<策略日报（2025.05.23）小盘升波已至，静待风险释放>>—2025-05-23
<<无所谓有无无所谓>>—2025-05-06

<<估值与盈利周观察——4月第1期：市场分化，红利上成长下>>—2025-04-07

<<流动性与仓位周观察——4月第1期：杠杆资金加速流出>>—2025-04-07

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

债券市场：利率债小幅上涨，今日股债皆表现出震荡走势，考虑到股市波动率仍在低位，维持债市将受益于避险资金的流入。后续展望：股市波动率可能抬高，资金避险需求或使得债券重拾涨势。

股票市场：指数缩量调整，创业板领跌市场。胜兵先胜而后求战，考虑到当前股指波动率仍在低位，未来风险仍待释放，目前胜率和赔率都不佳，保持谨慎或是更好的选择。沪深两市全天成交额 1.01 万亿，较上个交易日缩量 1456 亿，个股跌多涨少，全市场超 3700 只个股下跌。目前各大指数波动率仍在历史低位区间，需要警惕波动率的持续放大。在目前贸易战尘埃未定，外围债券市场巨震的背景下，指数向下的阻力更小。同时需要注意当下长线资金和政策对股市的支持不同以往，底部的支撑足够强。若指数跌至 3000 点附近，无需更多恐慌。美股：美债仍是悬在各大资产上的达摩克里斯之剑，衰退叙事后的买点或是更佳选择。虽然我们此前多次强调未来市场将会从期限溢价来定价美债市场的风险，并将推动资产的调整，但此交易比我们预想的更快，当下 30 年期美债利率已突破前期高点，而基本面尚看不到利多的方向，参议院共和党人相较众议院更为财政鸽派，后续美债利率随时可能再次突破。此外，从超长期美债持仓来看，多空投机者的持仓都不拥挤，这或意味着一旦美债利率开始上行，将是趋势性的上涨。随着美债利率上行，衰退叙事或在未来某个时刻重新成为市场交易的重点，此时美股波动率若能成功放大，再进行买入或是更佳的选择。

外汇市场：在岸人民币兑美元北京时间 16:00 官方报 7.1833，较前一日收盘上涨 35 个基点。在中美贸易超预期利好的影响下，人民币大幅升值。离岸人民币技术面走强的迹象较为明显，前高 7.42 可能成为本轮人民币贬值的高点。预计人民币有望升至 7.1 附近。值得注意的是此前汇率与股市的正相关性近日并没有显现，这与与升值主要依赖于市场对美国债务问题不信任导致美元疲弱有关。

商品市场：文华商品指数下跌 0.72%，板块跌多涨少，仅贵金属和石油板块小幅上涨。贵金属虽然近日表现强势，又再次趋势上行的迹象，但目前成交量正在减少，建议投资者注意高位风险，观望为主。从技术面来看，文华商品技术面大结构仍在空头趋势，日线预计继续震荡运行。

重要政策及要闻

国内：1) 信用债 ETF 开展质押式回购即将正式实施。2) 《银行保险机构资产管理产品信息披露管理办法（征求意见稿）》公开征求意见。3) 四川：支持生猪屠宰企业兼并重组，扶优培强畜牧龙头企业。

国外：1) 美国与欧盟的关税谈判期限延长至 7 月 9 日。2) 美联储卡什卡利：长期高关税将增加滞胀风险。3) 美日长债收益率飙升，机构相继发出警告。

交易策略

债券市场：避险或致债券重拾涨势。

A股市场：警惕未来波动率放大，红利确定性更强。

美股市场：短期将继续震荡整理，二次调整正在路上。

外汇市场：预计升至 7.1 附近。

商品市场：观望。

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	11
三、 风险提示	12

图表目录

图表 1： 5 月 26 日国债期货行情	5
图表 2： 避险需求可能推动债市重拾涨势	6
图表 3： 5 月 26 日指数、行业、概念表现	7
图表 4： 各大指数波动率有所抬升但仍在低位，风险难言释放	7
图表 5： 并不拥挤的头寸或暗示后续美债将发生趋势性的行情	8
图表 6： 贸易战恐慌缓和，人民币大幅升值	9
图表 7： 文华商品指数大结构空头，预计短期将继续震荡运行	10

一、 大类资产跟踪

(一) 利率债

利率债小幅上涨，今日股债皆表现出震荡走势，考虑到股市波动率仍在低位，维持债市将受益于避险资金的流入。后续展望：股市波动率可能抬高，资金避险需求或使得债券重拾涨势。

图表 1：5 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		119.76	+0.16	+0.13%	32	119.75	119.76
2	TL2506		118.98	+0.06	+0.05%	11	118.98	119.00
10年期国债期货								
	代码	.	现价	涨跌	涨跌幅	买量	买价	卖价
1	T9999		108.855	+0.000	+0.00%	22	108.850	108.855
2	T2506		108.575	+0.000	+0.00%	9	108.575	108.600
5年期国债期货								
	代码	.	现价	涨跌	涨跌幅	买量	买价	卖价
1	TF9999		106.060	+0.015	+0.01%	25	106.060	106.065
2	TF2506		105.755	+0.010	+0.01%	13	105.750	105.765
2年期国债期货								
	代码	.	现价	涨跌	涨跌幅	买量	买价	卖价
1	TS9999		102.430	+0.028	+0.03%	6	102.428	102.430
2	TS2506		102.234	-0.012	-0.01%	3	102.230	102.236

资料来源：iFind，太平洋证券整理

图 2：避险需求可能推动债市重拾涨势



资料来源：文华财经，太平洋证券整理

(二) 股市

A 股：指数缩量调整，创业板领跌市场。胜兵先胜而后求战，考虑到当前股指波动率仍在低位，未来风险仍待释放，目前胜率和赔率都不佳，保持谨慎或是更好的选择。沪深两市全天成交额 1.01 万亿，较上个交易日缩量 1456 亿，个股跌多涨少，全市场超 3700 只个股下跌。目前各大指数波动率仍在历史低位区间，需要警惕波动率的持续放大。在目前贸易战尘埃未定，外围债券市场巨震的背景下，指数向下的阻力更小。同时需要注意当下长线资金和政策对股市的支持不同以往，底部的支撑足够强。若指数跌至 3000 点附近，无需更多恐慌。

行业板块：TMT 行业领涨，但考虑到整体量能不足，预计持续性不强。后续要注意波动率放大下的短期流动性风险，过于拥挤的板块可能跌幅更大。红利的确定性相对更强。

热门概念：可控核聚变领涨市场，消息面上美国总统特朗普支持核电并反对光伏等清洁能源。

建议：红利确定性相对更强，规避过于拥挤的板块。

图表 3：5 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				
可控核... 5.14%	电子竞技 3.30%	超导概念 3.12%	核电 3.03%	云游戏 2.69%	游戏 3.68%	其他电... 2.71%	其他电子 2.63%	饮料制造 2.35%	通信服务 2.34%	北证50 1.94%	创业板... -1.07%	深证100 -1.02%	同花顺... 1.01%	创价值 -0.96%
人脸识别 2.67%	电子身... 2.60%	拼多多... 2.47%	移动支付 2.41%	Web3.0 2.41%	计算机... 2.31%	包装印刷 2.24%	影视院线 2.23%	机场航运 2.14%	电网设备 2.13%	B 股指数 -0.94%	创业板指 -0.80%	中证A... -0.73%	中证10... 0.65%	中小100 -0.63%
仿制药... -1.55%	重组蛋白 -1.53%	创新药 -1.53%	猴痘概念 -1.36%	肝炎概念 -1.36%	化学制药 -1.54%	汽车整车 -1.30%	中药 -1.13%	银行 -0.78%	能源金属 -0.72%	沪深300 -0.57%	深证300 -0.57%	红利指数 -0.54%	科创综指 0.40%	中证500 0.29%
减肥药 -1.26%	流感 -1.26%	CRO概... -1.16%	阿尔茨... -1.10%	细胞免... -1.02%	生物制品 -0.64%	医疗服务 -0.55%	纺织制造 -0.28%	综合 -0.27%	港口航运 -0.21%	创业板综 0.28%	中小综指 0.20%	深证A 指 0.17%	深证综指 0.17%	科创50 0.17%

资料来源：iFind，太平洋证券整理

图表 4：各大指数波动率有所抬升但仍在低位，风险难言释放



资料来源：文华财经，太平洋证券整理

美股：美债仍是悬在各大资产上的达摩克里斯之剑，衰退叙事后的买点或是更佳选择。

虽然我们此前多次强调未来市场将会从期限溢价来定价美债市场的风险，并将推动资产的调整，但此交易比我们预想的更快，当下 30 年期美债利率已突破前期高点，而基本面尚看不到利多的方向，参议院共和党人相较众议院更为财政鸽派，后续美债利率随时可能再次突破。此外，从超长期美债持仓来看，多空投机者的持仓都不拥挤，这或意味着一旦美债利率开始上行，将是趋势性的上涨。随着美债利率上行，衰退叙事或在未来某个时刻重新成为市场交易的重点，此时美股波动率若能成功放大，再进行买入或是更佳的选择。

后续市场研判：调整已在路上，建议投资者短期规避，静待买点出现。

图表 5：并不拥挤的头寸或暗示后续美债将发生趋势性的行情

— 美国:CBOT:超国债:期货:需报告成员:非商业交易者:多头持仓:持仓数量:当周值
— 美国:CBOT:超国债:期货:需报告成员:非商业交易者:空头持仓:持仓数量:当周值



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 7.1833，较前一日收盘上涨 35 个基点。在中美贸易超预期利好的影响下，人民币大幅升值。离岸人民币技术面走强的迹象较为明显，前高 7.42 可能成为本轮人民币贬值的高点。预计人民币有望升至 7.1 附近。值得注意的是此前汇率与股市的正相关性近日并没有显现，这或与升值主要依赖于市场对美国债务问题不信任导致美元疲弱有关。

图表 6：贸易战恐慌缓和，人民币大幅升值



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 0.72%，板块跌多涨少，仅贵金属和石油板块小幅上涨。贵金属虽然近日表现强势，又再次趋势上行的迹象，但目前成交量正在减少，建议投资者注意高位风险，观望为主。从技术面来看，文华商品技术面大结构仍在空头趋势，日线预计继续震荡运行。

图表 7：文华商品指数大结构空头，预计短期将继续震荡运行



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. **信用债 ETF 开展质押式回购即将正式实施。**信用债 ETF 试点开展交易所债券通用质押式回购业务拟于近日正式实施，多家公募机构此前申报的信用债 ETF 符合条件，将被正式纳入回购质押库。3 月 21 日，中国证券登记结算有限责任公司发布《中国结算关于信用债券交易型开放式指数基金产品试点开展通用质押式回购业务有关事项的通知》，允许符合一定条件的信用债 ETF 产品试点开展交易所债券通用质押式回购业务。随后，多家公募机构启动了旗下信用债 ETF 作为通用质押式回购担保品的申请。
2. **《银行保险机构资产管理产品信息披露管理办法（征求意见稿）》公开征求意见。**意见稿提出，资产管理产品可以不披露业绩比较基准。产品披露业绩比较基准的，应当以醒目文字提醒投资者“业绩比较基准不是预期收益率，不代表产品的未来表现和实际收益，不构成对产品收益的承诺”。
3. **四川：支持生猪屠宰企业兼并重组，扶优培强畜牧龙头企业。**四川省近日起草了《关于促进畜牧业高质量发展的十条措施（征求意见稿）》。其中提到，扶优培强畜牧龙头企业。培育壮大一批链条长、实力强、机制新，能引领产业发展的畜牧业龙头企业，带动产业提质增效。支持符合条件的养殖龙头企业参与建设万亿畜牧产业培育、现代农业产业园、畜牧产业集群、农业产业强镇等项目，提升其带动养殖场（户）发展能力。加快推进生猪屠宰转型升级，支持生猪屠宰企业兼并重组，对在 2025 年 12 月 31 日前通过《生猪屠宰质量管理规范》首次检查的重组企业，各地可给予适当补助。四川上市的生猪养殖企业有新希望、巨星农牧等。

(二) 国外

1. **美国与欧盟的关税谈判期限延长至 7 月 9 日。**美国总统特朗普当地时间 25 日表示，欧盟请求将关税谈判期限延长至 7 月 9 日，他已同意这一请求。特朗普称，本次与欧盟就关税问题的谈话“非常愉快”。特朗普 23 日在社交媒体发文称，他建议从 6 月 1 日开始对来自欧盟的商品征收 50% 的关税。他表示，欧盟成立的主要目的就是“在贸易上占美国的便宜”，美国与欧盟的谈判“毫无进展”。因此，他建议从 2025 年 6

月 1 日起对来自欧盟的商品征收 50% 的关税。如果商品在美国制造或生产，则无需缴纳关税。

2. **美联储卡什卡利：长期高关税将增加滞胀风险。**美国明尼阿波利斯联储主席卡什卡利（2026 年 FOMC 票委）：不确定性是占据美联储和美国企业心头的最大问题。我们确实处于观望模式。关税冲击产生滞胀影响，长期高关税将增加滞胀风险，现在的问题是滞胀的程度。投资者正在重新评估全球资金投向。
3. **美日长债收益率飙升，机构相继发出警告。**全球长债收益率继续飙升。上周（5 月 19 日~23 日），美债和日债接连出现问题，20 年期日债和美债拍卖同时遇冷，让美国和日本的长债收益率持续刷新高点。多家机构警告，发达国家的长期债券市场面临脆弱性，债券供给在增加，买家却在减少。这种局面短期内不太可能快速改善，因此长期国债的收益率仍可能继续冲高。

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。