

策略日报（2025.05.23）：小盘升波已至，静待风险释放

相关研究报告

<<策略日报（2025.05.22）警惕波动率放大>>—2025-05-22

<<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：利率债普遍上涨，今日股跌债涨，符合我们昨日对债券受益于避险需求的判断。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：小盘成长领涨市场，中证1000代表的股指波动率已连续两天放大且伴随着指数的下跌。考虑到当前股指波动率仍在低位，未来风险仍待释放。股跌多涨少，全市场超4200只个股下跌。目前各大指数波动率已至历史低位区间，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：**美债风暴比预想来的更快，美股二次调整已在路上。昨日美股三大指数震荡运行，道琼斯指数上涨0.01%，纳斯达克指数上涨0.28%，标普500下跌0.04%。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并引发衰退预期的形成。最弱的道指期货已出现4小时级别的破位迹象。美股或将伴随美债展开一次最少中等级别的调整，但是否创出新低有待观察。

外汇市场：在岸人民币兑美元北京时间16:00官方报7.1876，较前一日收盘下跌161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0.9%，板块跌多涨少，仅饲料版看小幅上涨。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) 国务院副总理会见美国花旗集团董事长、凯雷投资集团首席执行官。2) 中美外交部互通电话，互换意见，保持沟通。3) 国家主席习近平应约同法国总统马克龙通电话。

国外：1) 美国政府禁止哈佛大学招收国际学生，现有国际生必须转学。2) 美国最高法院认为特朗普罢免机构领导人的裁决不适用于美联储。3) 美国施压欧盟在关税上让步。4) 日本与美国第三轮贸易谈判在即。

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：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 23 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 23 日指数、行业、概念表现	7
图表 4：小盘代表的中证 1000 波动率连续两日上行并伴随指数下跌	7
图表 5：最弱的道琼斯指数期货出现 4 小时级别破位迹象	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

利率债普遍上涨，今日股跌债涨，符合我们昨日对债券受益于避险需求的判断。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 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	成交量	持仓量	日增仓
1	TL9999		119.60	+0.05	+0.04%	60	119.60	119.61	31	88522	88934	+6091
2	TL2506		118.91	-0.12	-0.10%	1	118.92	118.94	2	14802	28398	-4635
10年期国债期货												
	代码	.	现价	涨跌	涨跌幅	买量	买价	卖价	卖量	成交量	持仓量	日增仓
1	T9999		108.850	+0.040	+0.04%	10	108.845	108.850	4	63496	16.40万	+7893
2	T2506		108.585	+0.050	+0.05%	3	108.585	108.590	10	18465	43977	-7591
5年期国债期货												
	代码	.	现价	涨跌	涨跌幅	买量	买价	卖价	卖量	成交量	持仓量	日增仓
1	TF9999		106.050	+0.075	+0.07%	5	106.050	106.060	80	51313	11.89万	+2321
2	TF2506		105.760	+0.045	+0.04%	1	105.755	105.760	17	10683	38153	-5292
2年期国债期货												
	代码	.	现价	涨跌	涨跌幅	买量	买价	卖价	卖量	成交量	持仓量	日增仓
1	TS9999		102.408	+0.046	+0.04%	1	102.406	102.408	12	29550	10.11万	+570
2	TS2506		102.248	-0.004	-0.00%	24	102.248	102.252	8	5540	19757	-2259

资料来源：iFind，太平洋证券整理

图表 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：小盘成长领涨市场，中证 1000 代表的股指波动率已连续两天放大且伴随着指数的下跌。考虑到当前股指波动率仍在低位，未来风险仍待释放。股跌多涨少，全市场超 4200 只个股下跌。目前各大指数波动率已至历史低位区间，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：贵金属、创新药逆势走强，考虑到黄金已处高位且大盘短线有走弱的风险，贵金属和创新药持续走强的可能性不大。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 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				
兵装重...	中韩自...	快手概念	小红书...	财税数...	港口航运	游戏	其他电子	IT服务	零售	创成长	北证50	创业板...	创业300	中证10...
-3.52%	-3.07%	-2.89%	-2.60%	-2.60%	-3.19%	-2.87%	-2.21%	-2.19%	-2.18%	-1.48%	-1.35%	-1.33%	-1.28%	-1.26%
共享单车	云游戏	算力租赁	航运概念	智能音箱	文化传媒	黑色家电	厨卫电器	通信服务	计算机...	创业板指	红利指数	创业板综	科创综指	同花顺...
-2.52%	-2.52%	-2.50%	-2.49%	-2.47%	-2.18%	-2.17%	-2.09%	-2.08%	-2.08%	-1.18%	-1.15%	-1.09%	-1.08%	-1.03%
可控核...	CRO概...	细胞免...	仿制药...	幽门螺...	贵金属	医疗服务	化学制药	橡胶制品	化学纤维	中小综指	中证A...	上证180	深证300	深证100
2.38%	1.51%	1.35%	1.31%	1.28%	1.96%	1.61%	1.48%	0.84%	0.61%	-0.79%	-0.78%	-0.76%	-0.76%	-0.70%
减肥药	创新药	光刻胶	肝炎概念	染料	医药商业	中药	医疗器械	汽车整车	化学制品	创价值	中小300	B股指数	中小100	深证B指
1.27%	0.97%	0.94%	0.89%	0.89%	0.59%	0.46%	0.25%	0.22%	0.19%	-0.70%	-0.66%	0.44%	-0.42%	-0.22%

资料来源：iFind，太平洋证券整理

图表 4：小盘代表的中证 1000 波动率连续两日上行并伴随指数下跌



资料来源：文华财经，太平洋证券整理

美股：美债风暴比预想来的更快，美股二次调整已在路上。昨日美股三大指数震荡运行，道琼斯指数上涨 0.01%，纳斯达克指数上涨 0.28%，标普 500 下跌 0.04%。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并引发衰退预期的形成。最弱的道指期货已出现 4 小时级别的破位迹象。美股或将伴随美债展开一次最少中等级别的调整，但是否创出新低有待观察。

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：最弱的道琼斯指数期货出现 4 小时级别破位迹象



资料来源：文华财经，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 7.1876，较前一日收盘下跌 161 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 0.9%，板块跌多涨少，仅饲料版看小幅上涨。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. **国务院副总理会见美国花旗集团董事长、凯雷投资集团首席执行官。**何立峰表示，中国正着力构建全国统一大市场，坚定不移扩大高水平对外开放，持续对标国际高标准经贸规则，不断优化营商环境，大力鼓励外商投资，为跨国公司在华长期稳定发展提供广阔空间。欢迎包括花旗、凯雷在内的外资金融机构来华投资兴业，共同参与中国资本市场建设，深化对华合作，共享发展机遇。花旗董事长表示，花旗将继续深耕中国市场，愿进一步加强对华投资合作，围绕证券、期货、金融衍生品等领域在华积极布局相关新业务。施瓦茨表示，凯雷看好中国经济发展前景，愿致力于对华长期合作，不断扩大在华投资新布局。
2. **中美外交部互通电话，互换意见，保持沟通。**据外交部网站消息，外交部副部长马朝旭 22 日同美国常务副国务卿兰多通电话，就中美关系及共同关心的重要问题交换了意见。双方同意继续保持沟通。
3. **国家主席习近平应约同法国总统马克龙通电话。**习近平指出，双方要加强战略沟通，凝聚共识。抓住机遇，深化投资、航空航天、核能等传统领域合作，拓展数字、绿色、生物医药、银发经济等新兴领域合作。增进人文交流，促进人民友好。

(二) 国外

1. **美国政府禁止哈佛大学招收国际学生，现有国际生必须转学。**特朗普政府通知哈佛大学，禁止其招收国际学生，在此前冻结数十亿美元联邦资金之后，这一决定对哈佛构成重大打击。美国政府已撤销哈佛的“学生与交流访问学者项目”(SEVP) 认证，将使哈佛大学在 2025-2026 学年不得招收任何持 F 类或 J 类非移民身份的外籍学生。此外，现有持 F 类或 J 类非移民身份的学生必须转学至其他高校，否则将无法维持其非移民身份。此举意味着哈佛大学将无法再招收国际学生，现有的外国学生必须转学，否则将失去合法身份。
2. **美国最高法院认为特朗普罢免机构领导人的裁决不适用于美联储。**美国最高法院目前支持特朗普对机构领导人的罢免权，并称对特朗普罢免机构领导人的裁决不适用于美联储。这将打消市场对鲍威尔被罢免，以及美联储独立性的疑虑。

3. **美国施压欧盟在关税上让步。**据媒体报道，美总统特朗普的贸易谈判代表正敦促欧盟单方面降低对美国商品的关税。美国当局还施压道，如果欧盟不做出让步，欧盟将无法在避免额外征收 20%“对等”关税的谈判中取得进展。
4. **日本与美国第三轮贸易谈判在即。**日本首相石破茂与美国总统特朗普进行了一次通话，就美国关税措施等话题进行了讨论。目前日本更倾向于用投资交换关税上的降低。

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。