

策略日报 (2025.05.22) : 警惕波动率放大

相关研究报告

<<策略日报(2025.05.21)量能不足,维持轮动>>--2025-05-21

<<无所谓有无所谓无>>--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: 利率债短端小幅上涨,长端小幅下跌。后续展望:降息落地后债市小幅调整,短期来看债市技术面量价结构不太稳定,向下补缺口的概率较大,中长期来看,基本面的弱势仍将推动债市续创新高。

股票市场: 前期表现强势的微盘股领跌,北证50跌超6%,创业板指跌近1%,红利体现出韧性。两市全天成交1.1万亿,较上一交易日缩量708亿。正如我们一直所强调的,当前量能不足,便没有持续的上涨行情。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。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。最弱的道指期货已出现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7.2035,较前一日收盘下跌159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。

商品市场: 文华商品指数上涨0.28%,板块涨多跌少,贵金属和饲料板块领涨。消息面上以色列可能袭击伊朗核设施的消息带动了原油和贵金属走强。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,建议投资者观望。

重要政策及要闻

国内: 1) 中国与东盟十国全面完成中国—东盟自贸区3.0版谈判。2) 5月22日下午3时,国新办将举行新闻发布会介绍科技金融政策有关情况。3) 财政数据显示印花税同比快速增长。

国外: 1) 欧委会: 将计划对进入欧盟的小包裹征收2欧元的税。2) 美马斯克承诺在五年内继续担任特斯拉首席执行官,并表示将大幅减少政治开支。

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	9
二、 重要政策及要闻	10
(一) 国内	10
(二) 国外	11
三、 风险提示	11

图表目录

图表 1: 5月21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22日指数、行业、概念表现	7
图表 4: 股指期权波动率处于历史低位, 警惕未来波动率的大幅上行	7
图表 5: 最弱的道琼斯指数期货出现小时级别破位迹象	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

利率债高开低走，全天震荡。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22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	119.52	-0.05	-0.04%	16	119.51	119.53	
2 TL2506	118.99	-0.14	-0.12%	8	118.98	118.99	
10年期国债期货							
代码	现价	涨跌	涨跌幅	买量	买价	卖价	
1 T9999	108.815	+0.010	+0.01%	6	108.805	108.815	
2 T2506	108.555	+0.015	+0.01%	1	108.550	108.555	
5年期国债期货							
代码	现价	涨跌	涨跌幅	买量	买价	卖价	
1 TF9999	105.980	-0.005	-0.00%	1	105.980	105.985	
2 TF2506	105.720	+0.010	+0.01%	45	105.710	105.720	
2年期国债期货							
代码	现价	涨跌	涨跌幅	买量	买价	卖价	
1 TS9999	102.366	-0.004	-0.00%	19	102.366	102.368	
2 TS2506	102.252	+0.002	+0.00%	72	102.250	102.252	

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: 前期表现强势的微盘股领跌, 北证 50 跌超 6%, 创业板指跌近 1%, 红利体现出韧性。两市全天成交 1.1 万亿, 较上一交易日缩量 708 亿。正如我们一直所强调的, 当前量能不足, 便没有持续的上涨行情。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: 红利代表的银行保险体现出逆势的韧性。近日的行情符合我们此前所说的量能不足的背景下, 科技、消费、红利轮动的走势。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: 热门概念普遍回调, 板块仅手机游戏等少数热点小幅上涨。投机情绪明显退潮

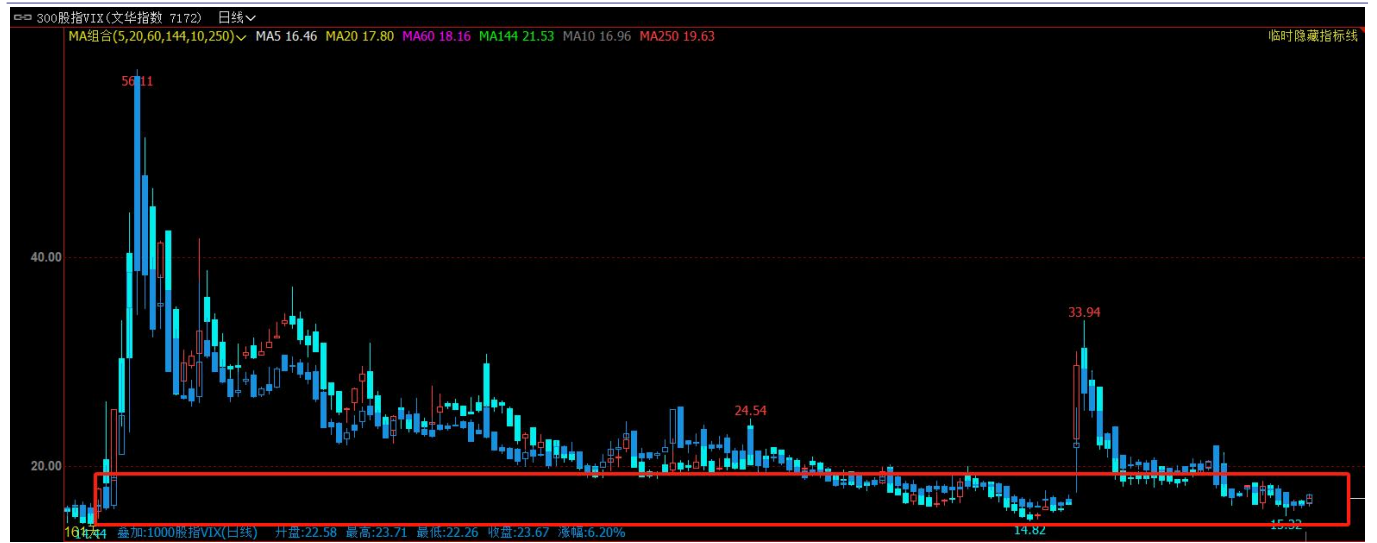
建议: 红利确定性相对更强, 规避过于拥挤的板块。

图表 3: 5月22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				
环氧丙烷	石墨电极	代糖概念	钠离子...	转基因	非金属...	电池	美容护理	橡胶制品	化学原料	北证50	同花顺...	创成长	创业板综	中证10...
-3.41%	-2.91%	-2.86%	-2.83%	-2.81%	-4.90%	-3.35%	-3.07%	-2.70%	-2.26%	-6.15%	-1.33%	-1.31%	-1.15%	-1.08%
光刻胶	草甘膦	固态电池	宠物经济	供销社	化学纤维	旅游及...	养殖业	其他社...	电子化...	创业300	创价值	创业板指	中证500	深证A指
-2.76%	-2.73%	-2.55%	-2.49%	-2.43%	-2.24%	-2.19%	-2.18%	-2.18%	-2.18%	-1.06%	-1.02%	-0.96%	-0.95%	-0.95%
手机游戏	太赫兹	Sora概...	智能音箱	网络游戏	银行	游戏	军工电子	保险	厨卫电器	A股指数	上证指数	上证收益	上证50	中证A...
0.33%	0.32%	0.31%	0.18%	-0.16%	1.24%	1.08%	0.73%	0.43%	-0.30%	-0.22%	-0.22%	-0.21%	0.19%	-0.16%
网约车	军工信...	无线充电	语音技术	多模态AI	军工装备	其他电...	服装家纺	公路铁...	机场航运	红利指数	深证B指	沪深300	B股指数	上证180
-0.15%	0.14%	0.11%	0.11%	-0.04%	-0.29%	-0.21%	-0.14%	0.09%	-0.05%	0.11%	-0.08%	-0.06%	-0.04%	0.01%

资料来源: iFind, 太平洋证券整理

图表 4: 股指期权波动率处于历史低位, 警惕未来波动率的大幅上行



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。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。最弱的道指期货已出现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 7.2048, 较前一日收盘上涨 29 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。

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 0.4%, 板块跌多涨少, 贵金属和铁合金板块领涨。贵金属虽然昨日表现强势, 但今日收盘后已大幅下跌, 目前成交量正在减少, 建议投资者注意风险, 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. **金融监管总局: 最近将批复第三批保险资金长期投资改革试点。**金融监管总局新闻发言人、政策研究司司长郭武平 22 日在国新办新闻发布会上表示, 保险资金长期投资改革试点的首批试点规模是 500 亿元, 第二批试点是 1120 亿元, 最近还要做第三批 600 亿元的批复, 规模合计是 2220 亿元。这部分长线资金将是 A 股恐慌时的重要买盘, 也是大盘和红利指数底部有支撑的资金逻辑所在。
2. **商务部再回应美国对人工智能芯片出口管制。**商务部 5 月 22 日下午召开例行新闻发布会, 有记者就美国对人工智能芯片出口管制一事提问。商务部新闻发言人表示: 中方已多次阐明立场。美方滥用出口管制, 对中国进行遏制打压, 违反国际法和国际关系基本准则, 严重损害中国企业正当权益, 危害中国发展利益。中方对此坚决反对, 将密切关注美方后续情况, 并采取坚决措施维护自身正当权益
3. **证监会: 稳妥实施科创板第五套上市标准 推动新的典型案例落地。**证监会在国新办新闻发布会上表示证监会将持续优化科技企业境内上市的环境, 会实施更加灵活精准的新股发行逆周期调节机制, 把握好新股发行的节奏。健全投融资相协调机制,

进一步增强制度的包容性和适应性，继续发挥好创新试点的相关制度，支持优质红筹科技企业回归境内上市。

(二) 国外

1. **欧佩克+讨论7月再增产41.1万桶/日。**欧佩克+成员国正在讨论是否在6月1日的会议上同意另一次超大规模的增产，这可能是该组织连续第三个月向市场增加额外的石油产量。代表们表示，7月份日产量增加41.1万桶/日是正在讨论的选项之一，但尚未达成最终协议。
2. **海外市场掀起“债券风暴”，美债、日债大跌。**30年期美债收益率升至2023年以来新高，日本长债买家缺失。海外国家财政的失序使得债券期限溢价大幅上涨推升长债利率的上行，这或成为未来一段时间大类资产调整的重要推手。
3. **欧元区5月PMI意外萎缩。**欧元区5月综合PMI从4月的50.4降至49.5，服务业表现跌至16个月以来最差水平，制造业的小幅改善被服务业的下跌所抵消。法国经济活动已连续9个月萎缩，德法服务业活动均出现下跌。欧元的大涨以及欧债利率的上行，以及贸易战的持续都将加速欧洲经济未来衰退的风险。市场对欧洲的乐观情绪或许已经过度。

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。