

策略日报（2025.09.02）：关注商品市场的变盘机会

大类资产跟踪

相关研究报告

<<策略日报（2025.08.29）缩圈>>--2025-08-29
<<破云>>--2025-07-29
<<窄门2>>--2025-07-25

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

利率债震荡走低，10年期国债加权指数继续在年线附近震荡，走势符合我们此前的判断，考虑到股市的强势，以及商品市场向上变盘的可能性，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下跌。

股票市场：A股：中证1000为代表的小盘股率先下跌，大盘表现出韧性，考虑到上证50指数仍未突破去年10月的高点，且情绪最为高昂的科创50ETF波动率在8月25日创下阶段性高点后一路回落（最高点仅次于去年10月8日创下的记录），后续风格或将切换至大盘（我们前几日持续提示勿要追高波动率已经放大的板块，低位的大盘股更有性价比）。从技术面来看，文华商品指数收敛接近极致，贵金属率先走强，原油紧随其后，预计商品价格将迎来一波涨势，可关注低位的石油、化工、光伏、钢铁等板块。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7.1456，较前一日收盘上涨80个基点。Jackson Hole的鸽派论调使得上周五美元大幅下突破位，目前离岸人民币技术面重回上涨趋势。但是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。

技术面上关注美元指数会否突破 99 这一阻力位, 如若突破代表市场正在纠正此前过于极端的宽松定价, 美元指数可能继续上行。

商品市场: 文华商品指数上涨 0.19%, 贵金属、石油板块领涨, 国内定价的黑色、建材等板块延续弱势。目前原油价格有企稳向上的迹象, 文华商品指数价格走势收敛, 临近变盘时间点。考虑到原油和贵金属已率先走强, 预计商品价格向上突破的概率较大, 文华商品指数已来到 60 日均线的支撑位, 国内定价的商品仍在历史底部, **考虑到股市正在面临风格切换, 未来商品和相关的股票可能共振上行, 投资者可对贵金属、原油以及国内定价的低位品种高看一眼。**

重要政策及要闻

国内: 1) 南向资金年度净买入额超 1 万亿港元, 刷新历史纪录。2) 宇树科技宣布将在四季度提交 IPO 申请。3) 两部门明确划转充实社保基金国有股权及现金收益运作管理的相关税收政策。4) 国务院国资委: 加快发展中央企业生物医药产业 加快打造生物医药领域的国家队。5) 上海: 支持人工智能高性能训练、推理芯片及端侧芯片的研发应用。

国外: 1) 欧洲央行管委 Simkus: 可能会在 10 月份讨论降息。2) 美国国债 30 年期收益率逼近 5%。3) 欧盟回应美方施压 表示将继续执行数字相关立法。

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: 9月2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: 9月2日指数、行业、概念表现	7
图表 4: 科创 50 期权波动率继续下行, 追涨的赔率较低	7
图表 5: 沪深 300 期权波动率仍处于中值	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: 离岸人民币重回涨势	10
图表 9: 文华商品指数区间收敛, 临近变盘	11

一、 大类资产跟踪

(一) 利率债

利率债震荡走低, 10年期国债加权指数继续在年线附近震荡, 走势符合我们此前的判断, 考虑到股市的强势, 以及商品市场向上变盘的可能性, 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: 9月2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	116.68	-0.21	-0.18%	7	116.68	116.69	
2	TL2509	117.00	-0.28	-0.24%	15	117.02	117.20	
10年期国债期货								
	代码	现价	涨跌	涨跌幅	买量	买价	卖价	
1	T9999	107.955	-0.030	-0.03%	5	107.950	107.955	
2	T2509	108.130	-0.070	-0.06%	5	108.135	108.165	
5年期国债期货								
	代码	现价	涨跌	涨跌幅	买量	买价	卖价	
1	TF9999	105.570	-0.020	-0.02%	27	105.570	105.575	
2	TF2509	105.700	+0.000	+0.00%	5	105.665	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	102.412	-0.016	-0.02%	48	102.412	102.416	
2	TS2509	102.354	-0.002	-0.00%	60	102.346	102.358	

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：中证 1000 为代表的小盘股率先下跌，大盘表现出韧性，考虑到上证 50 指数仍未突破去年 10 月的高点，且情绪最为高昂的科创 50ETF 波动率在 8 月 25 日创下阶段性高点后一路回落（最高点仅次于去年 10 月 8 日创下的记录），后续风格或将切换至大盘（我们前几日持续提示勿要追高波动率已经放大的板块，低位的大盘股更有性价比）。从技术面来看，文华商品指数收敛接近极致，贵金属率先走强，原油紧随其后，预计商品价格将迎来一波涨势，可关注低位的石油、化工、光伏、钢铁等板块。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：银行和贵金属板块领涨。TMT 板块大幅下跌，盘面风格切换迹象明显。

热门概念：题材炒作退潮，数字货币、AI PC 等科技题材领跌，减速器、PEEK 等少数题材上涨。

图表 3：9 月 2 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				
减速器 1.87%	PEEK... 0.80%	工业母机 0.62%	黄金概念 0.34%	中韩自... 0.33%	银行 1.69%	贵金属 0.91%	汽车零... 0.57%	电力 0.56%	种植业... 0.38%	红利指数 0.52%	北证50 0.40%	上证50 0.39%	深证B指 -0.28%	上证180 -0.33%
培育钻石 0.04%	特色小镇 -0.07%	一体化... -0.10%	高股息... -0.12%	农机 -0.18%	港口航运 0.24%	服装家纺 0.20%	汽车服... 0.08%	旅游及... 0.06%	工业金属 0.06%	A股指数 -0.44%	上证收益 -0.45%	上证指数 -0.45%	中证A... -0.48%	B股指数 -0.71%
电子身... -4.68%	数字货币 -4.72%	移动支付 -4.75%	国家大... -4.76%	AI PC -4.79%	通信服务 -3.55%	软件开发 -3.65%	消费电子 -3.74%	IT服务 -3.87%	其他电子 -4.04%	深证成指 -2.14%	中小300 -2.28%	创成长 -2.39%	创价值 -2.39%	中证10... -2.50%
铜缆高... -4.90%	同花顺... -4.99%	共封装... -5.05%	WiFi 6 -5.15%	F5G概念 -5.20%	电子化... -4.34%	半导体 -4.49%	其他电... -4.60%	元件 -5.09%	通信设备 -5.38%	科创综指 -2.71%	创业板综 -2.78%	创业板指 -2.85%	创业板... -2.87%	创业300 -3.00%

资料来源：iFind，太平洋证券整理

图表 4：科创 50 期权波动率继续下行，追涨的赔率较低



资料来源：文华财经，太平洋证券整理

图表 5：沪深 300 期权波动率仍处于中值

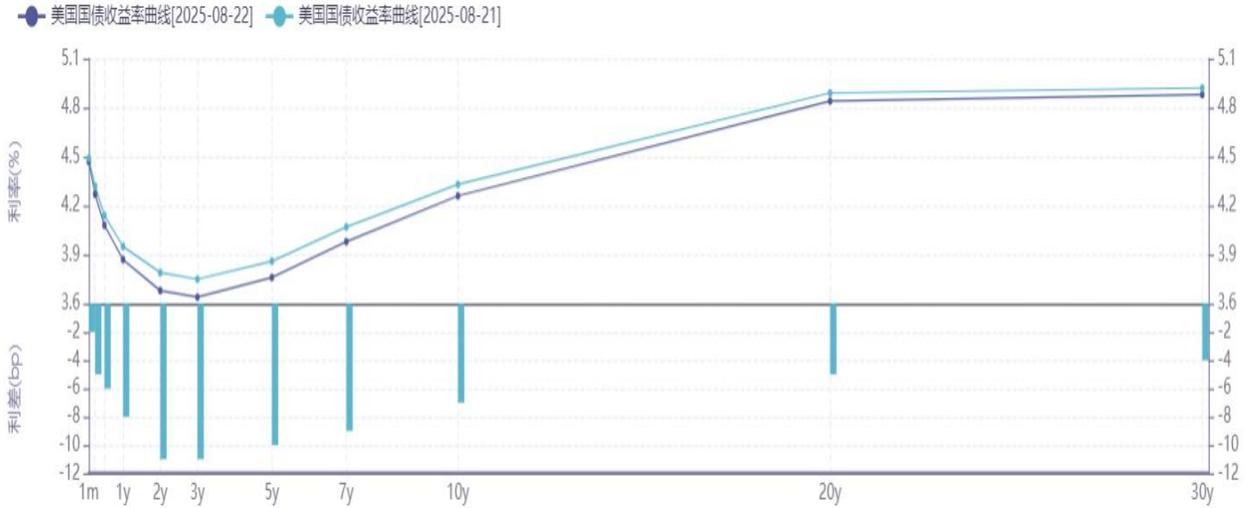


资料来源：文华财经，太平洋证券整理

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 7.1456, 较前一日收盘上涨 80 个基点。Jackson Hole 的鸽派论调使得上周五美元大幅下突破位, 目前离岸人民币技术面重回上涨趋势。但是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。技术面上关注美元指数会否突破 99 这一阻力位, 如若突破代表市场正在纠正此前过于极端的宽松定价, 美元指数可能继续上行。

后续市场研判: 关注美元指数能否突破 99, 做空美元的交易性价比较低。

图表 8: 离岸人民币重回涨势



资料来源: 文华财经, 太平洋证券整理

(四) 商品

文华商品指数上涨 0.19%, 贵金属、石油板块领涨, 国内定价的黑色、建材等板块延续弱势。目前原油价格有企稳向上的迹象, 文华商品指数价格走势收敛, 临近变盘时间点。考虑到原油和贵金属已率先走强, 预计商品价格向上突破的概率较大, 文华商品指数已来到 60 日均线的支撑位, 国内定价的商品仍在历史底部, 考虑到股市正在面临风格切换, 未来商品和相关的股票可能共振上行, 投资者可对贵金属、原油以及国内定价的低位品种高看一线。

图表 9：文华商品指数区间收敛，临近变盘



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. **南向资金年度净买入额超 1 万亿港元，刷新历史纪录。**截至 9 月 2 日，南向资金净买入 92.81 亿港元，年度净买入额超 1 万亿港元，创下互联互通机制开通以来的最高纪录。截至目前，南向资金累计净买入港股市场的金额接近 4.7 万亿港元。
2. **宇树科技宣布将在四季度提交 IPO 申请。**宇树科技在社交媒体上发帖称，预计将在 2025 年 10 月至 12 月期间向证券交易所提交上市申请文件，届时公司的相关运营数据将正式披露。宇树科技表示，以 2024 年为例，四足机器人、人形机器人和组件产品的销售额分别占约 65%、30%和 5%。其中，约 80%的四足机器人被应用于研究、教育和消费领域，而剩余的 20%则被用于工业领域，如检查与消防。人形机器人完全用于研究、教育和消费领域。
3. **两部门明确划转充实社保基金国有股权及现金收益运作管理的相关税收政策。**相关税收政策通知如下：1) 对承接主体在运用划转的国有股权和现金收益投资过程中，贷款服务取得的全部利息及利息性质的收入和金融商品转让收入，免征增值税。2) 将转让划转的国有股权及现金收益投资取得的收入，作为企业所得税不征税收入。3)

承接主体转让划转的非上市公司国有股权，免征承接主体应缴纳的印花税。4) 对承接主体转让划转的上市公司国有股权，以及运用现金收益买卖证券应缴纳的证券交易印花税，实行先征后返。5) 本通知所称承接主体是指《国务院关于印发划转部分国有资本充实社保基金实施方案的通知》（国发〔2017〕49号）规定的负责国有股权及现金收益运作管理的主体，包括：全国社会保障基金理事会以及由各省、自治区、直辖市人民政府设立的负责集中持有、管理和运营划转国有股权的国有独资公司或受托对划转国有股权实行专户管理的具有国有资本投资运营功能的公司等。6) 本通知自2024年4月1日起执行。通知发布前已缴纳的税款，符合本通知规定的，可予以退还。

4. **国务院国资委：加快发展中央企业生物医药产业 加快打造生物医药领域的国家队。**据国务院国资委2日消息，8月27日至30日，国务院国资委与中国科学院联合举办中央企业生物科技产业高级研修班。国务院国资委副主任谭作钧出席开班式和结业式并讲话，他强调，要围绕服务健康中国建设，加快发展中央企业生物医药产业，坚持创新驱动发展、长周期发展、差异化发展，通过深度学习、思想碰撞、头脑风暴，更加清晰研判生物医药产业发展大势，更加精准把握中央企业发展重点方向及实施路径，更加积极推动与中科院院所的产学研用协同创新，加快打造生物医药领域的国家队，推动我国生物医药产业高质量发展。
5. **上海：支持人工智能高性能训练、推理芯片及端侧芯片的研发应用。**上海市经济信息化委发布关于贯彻落实国家“人工智能+”行动 组织开展2025年度上海市“人工智能+”行动项目申报工作的通知。其中指出，加强智能算力供给服务能力。支持人工智能高性能训练、推理芯片及端侧芯片的研发应用，支持建设人工智能基础软硬件系统，支持适配异构芯片训练、推理协同优化和加速技术，加快超大规模智算集群技术突破和组网应用。

(二) 国外

1. **欧洲央行管委 Simkus：可能会在10月份讨论降息。**欧洲央行管委 Simkus 表示，经济面临的一些风险正在成为现实，认为现在没有理由调整利率，可能会在10月份讨论降息，再次降息的可能性较大，通胀与经济增长风险偏向下行。
2. **美国国债30年期收益率逼近5%。**美国10年期国债收益率涨5个基点至4.28%，30年期国债收益率涨4个基点至4.97%。英国30年期国债收益率涨5个基点至5.69%，为

1998 年以来最高水平；英国债务管理办公室 (DMO) 正通过银行发行新的 10 年期债券。德国 30 年期国债收益率涨 4 个基点至 3.40%；德国将发行 2 年期国债。法国 30 年期国债收益率涨 5 个基点，自 2011 年以来首次升破 4.50%。

3. **欧盟回应美方施压 表示将继续执行数字相关立法。** 欧盟委员会负责技术主权等事务的执行副主席汉娜·维尔库宁 1 日在社交媒体上表示，《数字服务法》和《数字市场法》是欧盟的“主权立法”，欧盟将继续执行这些数字法。维尔库宁说，相关数字法具有非歧视性，适用于所有在欧盟运营的在线平台。维尔库宁当天还致信美国国会众议院司法委员会主席吉姆·乔丹重申，欧盟数字立法不具有域外效力，但只要企业的相关服务在欧盟境内提供，无论其总部设在何处，相关服务便会受到欧盟监管。

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。