

策略日报 (2025.09.03): 退潮

大类资产跟踪

相关研究报告

<<策略日报(2025.09.02): 关注商品市场的变盘机会>>--2025-09-03

<<策略日报(2025.09.01): 情绪退潮, 风格轮动>>--2025-09-01

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: 利率债全线震荡上涨, 长端涨幅大于短端。当前股债悄悄板效应明显, 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。

A股: 市场全天震荡下跌, 三大指数分化, 创业板指逆势上涨。今日市场成交额近2.4万亿, 个股呈现普跌态势, 超4300只个股下跌, 呈现出情绪退潮的特点, 中证1000延续调整, 大盘相对韧性, 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JacksonHole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: 三大指数齐涨, 纳指跌0.82%, 道琼斯工业指数跌0.55%, 标普500指数跌0.69%。鲍威尔在JacksonHole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7.1466, 较前一日收盘下跌22个基点。JacksonHole的鸽派论调使得上周五美元大幅

下跌破位,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: 文华商品指数跌0.33%,贵金属、钢铁板块领涨,煤炭、聚酯、玉米等板块延续弱势。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) 乘联分会: 中国8月初步统计新能源车市场零售同比增长5%。 2) 习近平: 加快建设世界一流军队 坚决维护国家主权、统一、领土完整。

国外: 1) 债务风暴再起,政治危机叠加财政黑洞,英德法30年期国债收益率创多年新高。 2) 特朗普对美联储下狠手,黄金涨破3500美元再创新高,白银涨至十四年高位。 3) 特朗普: 将请求最高法院“快速裁决”全球关税案,若胜诉股市会大涨,否则巨震。 4) 美国8月ISM制造业指数48.7,连续第六个月收缩,预期49,前值48。

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	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: 9月3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3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	8
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	10
图表 8: 离岸人民币重回上涨趋势	11
图表 9: 文华商品指数区间收敛, 临近变盘	12

一、 大类资产跟踪

(一) 利率债

利率债全线震荡上涨，长端涨幅大于短端。当前股债悄悄板效应明显，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3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	117.15	+0.54	+0.46%	104	117.15	117.16	24	
2 TL2509	117.56	+0.41	+0.35%	1	117.56	117.65	5	
3 TL2512 主力	117.15	+0.54	+0.46%	104	117.15	117.16	24	
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	108.160	+0.230	+0.21%	39	108.160	108.165	64	
2 T2509	108.290	+0.160	+0.15%	5	108.270	108.300	8	
3 T2512 主力	108.160	+0.230	+0.21%	39	108.160	108.165	64	
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	105.725	+0.175	+0.17%	16	105.720	105.725	70	
2 TF2509	105.790	+0.090	+0.09%	10	105.790	105.835	5	
3 TF2512 主力	105.725	+0.175	+0.17%	16	105.720	105.725	70	
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	102.448	+0.038	+0.04%	39	102.448	102.450	74	
2 TS2509	102.372	+0.022	+0.02%	5	102.360	102.370	20	
3 TS2512 主力	102.448	+0.038	+0.04%	39	102.448	102.450	74	

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: 市场全天震荡下跌, 三大指数分化, 创业板指逆势上涨。今日市场成交额近2.4万亿, 个股呈现普跌态势, 超4300只个股下跌, 呈现出情绪退潮的特点, 中证1000延续调整, 大盘相对韧性, 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：行业涨少跌多，通信、电力设备上涨；国防军工、非银金融、计算机领跌。

热门概念：兵装重工、钠离子电池、石墨电极等概念领涨，智谱 AI、WiFi 6、华为欧拉等概念领跌。

图表3： 9月3日指数、行业、概念表现

国际化概念					国际化行业					国内重要指数				
芬太尼 0.65%	BC电池 0.39%	青蒿素 0.17%	光刻胶 0.10%	重组蛋白 0.03%	光伏设备 1.21%	贵金属 1.15%	游戏 0.51%	电池 0.00%	电子化... -0.05%	创业板50 1.55%	创业板指 0.95%	创业板300 0.25%	创价值 -0.08%	深证100 -0.09%
石墨电极 0.02%	科创次... -0.06%	HJT电池 -0.23%	光刻机 -0.25%	减肥药 -0.27%	影视院线 -0.15%	医疗服务 -0.22%	化学制药 -0.44%	生物制品 -0.53%	风电设备 -0.55%	中证A1... -0.35%	深证B指 -0.51%	深证300 -0.53%	创业板综 -0.65%	深证成指 -0.65%
卫星导航 -3.59%	商业航天 -3.71%	航空发... -3.87%	中船系 -4.07%	大飞机 -4.10%	互联网... -2.81%	通信服务 -2.84%	计算机... -2.88%	种植业... -2.94%	软件开发 -3.05%	中小100 -1.33%	中证500 -1.34%	深证综指 -1.41%	深证A指 -1.42%	中证1000 -1.46%
军民融合 -4.67%	成飞概念 -4.76%	军工信... -4.97%	国产航母 -5.45%	兵装重... -7.44%	多元金融 -3.13%	证券 -3.65%	小金属 -3.82%	军工电子 -5.52%	军工装备 -7.10%	北证50 -1.49%	B股指数 -1.53%	中小综指 -1.56%	科创50 -1.64%	同花顺... -1.86%

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

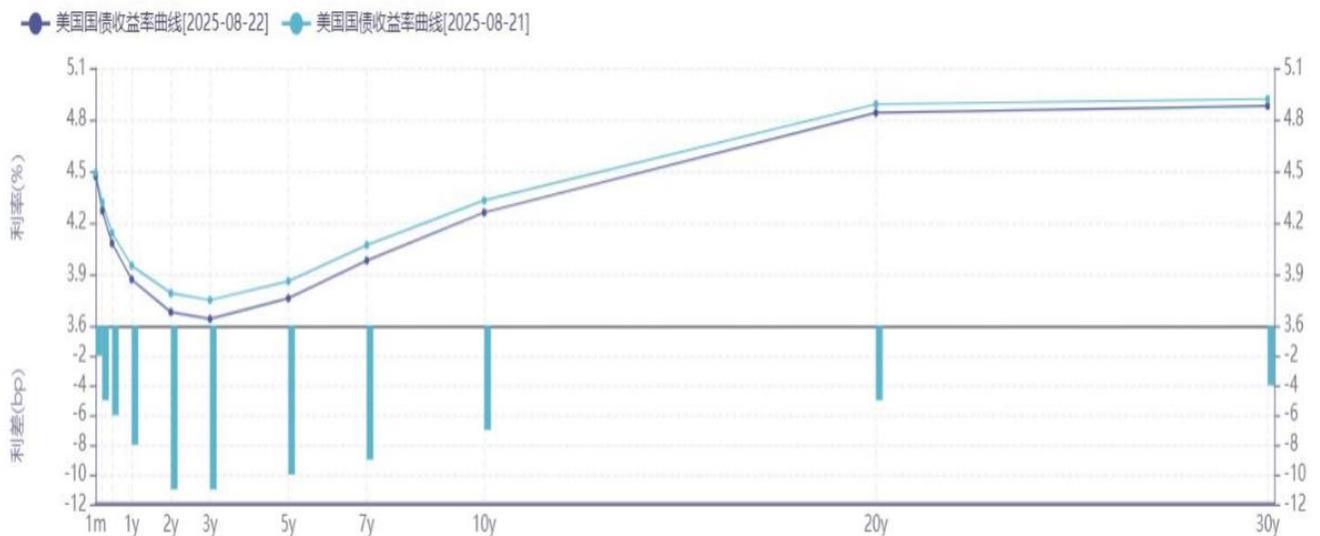


资料来源: 文华财经, 太平洋证券整理

美股: 三大指数齐涨, 纳指跌 0.82%, 道琼斯工业指数跌 0.55%, 标普 500 指数跌 0.69%。
鲍威尔在 JacksonHole 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 7.1466, 较前一日收盘下跌 22 个基点。JacksonHole 的鸽派论调使得上周五美元大幅下跌破位, 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比较低。

图表8: 离岸人民币重回上涨趋势



资料来源: 文华财经, 太平洋证券整理

(四) 商品

文华商品指数跌 0.33%，贵金属、钢铁板块领涨，煤炭、聚酯、玉米等板块延续弱势。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. **乘联分会: 中国8月初步统计新能源车市场零售同比增长5%。** 乘联分会: 8月1-31日, 全国乘用车新能源市场零售107.9万辆, 同比去年同期增长5%, 较上月增长9%, 全国新能源市场零售渗透率55.3%, 今年以来累计零售753.5万辆, 同比增长25%; 8月1-31日, 全国乘用车厂商新能源批发129.2万辆, 同比去年同期增长23%, 较上月增长9%, 新能源厂商批发渗透率53.6%, 今年以来累计批发892.6万辆, 同

比增长 33%。

2. **习近平：加快建设世界一流军队 坚决维护国家主权、统一、领土完整。** 9月3日上午，纪念中国人民抗日战争暨世界反法西斯战争胜利80周年大会在北京天安门广场隆重举行。中共中央总书记、国家主席、中央军委主席习近平发表重要讲话。习近平表示，中国人民解放军始终是党和人民完全可以信赖的英雄军队。全军将士要忠实履行神圣职责，加快建设世界一流军队，坚决维护国家主权、统一、领土完整，为实现中华民族伟大复兴提供战略支撑，为世界和平与发展作出更大贡献！

(二) 国外

1. **债务风暴再起，政治危机叠加财政黑洞，英德法 30 年期国债收益率创多年新高。** 周二，英国 30 年期国债收益率升至 1998 年以来最高，德法同期债券收益率分别升至 2011 年和 2009 年以来最高水平。分析人士警告，当前的“恶性循环”——债务担忧推高收益率，反过来又加重财政负担——可能对欧洲经济复苏和金融稳定构成实质性威胁。
2. **特朗普对美联储下狠手，黄金涨破 3500 美元再创新高，白银涨至十四年高位。** 美国总统特朗普对美联储的持续施压，不断侵蚀市场对美联储独立性的信心，市场避险情绪急剧升温，直接将黄金和白银价格推向创纪录高位。现货黄金涨破 3500 美元关口，创历史新高。同时，白银价格也飙升至每盎司 40.76 美元的 14 年高位。
3. **特朗普：将请求最高法院“快速裁决”全球关税案，若胜诉股市会大涨，否则巨震。** 特朗普称，若上诉到最高法院，他仍败诉，将造成“一种也许前所未见的震荡”，若胜诉，股市将会“直冲云霄”；不确定性造成股市下跌，周二美股下跌就是因为上周五上诉法院的全球关税违法裁决；若取消关税，美国“最终可能会成为第三世界国家”。
4. **美国 8 月 ISM 制造业指数 48.7，连续第六个月收缩，预期 49，前值 48。** 新订单指数自今年年初以来首次扩张；价格指数创 2 月以来的最低水平，表明关税引发的价格波动正在减退；产出下降。

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。