

策略日报（2025.09.22）：节前震荡整理

相关研究报告

<<长风破浪会有时>>--2025-09-22

<<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

大类资产跟踪

利率债反弹上行。利率债长端明显弱于短端，三十年期国债期货加权距离年内新低已经很近，预计今年3月份的低点附近的支撑力度较强，做空者可适当止盈。A股在节前胜率不佳，近期走势量价不稳，震荡的概率较大，预计国债也将因此获得喘息。在更长的时间维度上，我们维持此前判断：此次债市下跌将创下年内新低，目标位在去年9月份政策转向的低点（2024年9月30日）附近。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。

股票市场：今日科创板指引指数上涨，但期权市场波动率并未跟随上行，呈现出价波背离的走势，考虑到A股节前胜率不佳，且科技板块筹码结构相对拥挤，需要以时间换空间，预计走势将继续震荡为主，建议投资者规避融资占比较大的板块。统计全A指数本轮上涨起点（6月23日）至今（9月19日）各板块贡献度看，指数上涨18.18%，其中TMT板块贡献度42%，电力设备、机械设备、医药、有色等板块次之，科技是此轮指数上涨的主要贡献者。但当前科技板块面临的不利因素有：1）市场赚钱效应开始下降，市场风险偏好开始整体走弱；本周市场上涨个股比例仅为32%，已至这轮上涨的低位。2）TMT筹码结构开始进入相对拥挤阶段，当前TMT板块占全A成交额比例已至37%，23年以来这一数值达40%后通常会迎来回落，板块迎来阶段性回调。3）创业板指与科创50等两大指数出现量价背离的特征；科技作为本轮牛市的主推手，对应指数上创业板指与科创50表现最优，但当前两大指数都呈现顶背离的技术分析特征。4）国庆节前的“日历效应”显示指数胜率不高，下跌概率更高；统计10年以来，国庆节前五个交易日的累计涨幅，节前指数下跌概率60%，上涨概率40%，国庆节前投资者更倾向于兑现收益以规避节假日的不确定性。美股：预计四季度软着陆和再通胀将重新成为叙事的中心，美股仍是大类资产中最佳选择。在关税战和连续不及预期的非农就业报告下，衰退和降息在过去两个季度占据了叙事主导，然而四季度这一叙事或将面临转折：一是就业数据未来预计将上修且回暖，在当前衰退叙事押注过度的背景下，预期的回摆只需要一份不差的就业报告。非农就业数据已经与中小企业增加就业计划连续3个月背离，考虑到非农就业数据近期质量不佳，后续上修以及未来数据回暖的可能性极大。二是美国经济稳中有升。二季度在关税战的背景下，最新的美国二季度实际经济增长被上修至3.3%，创下2023年四季度以来最高。此外，高频模型对三季度经济增长的预期持续上修，美联储在最新的预测中也对经济增长和通胀进行上调。三是核心通胀粘性较强，四季度再通胀将成为可能。一方面衡量核心通胀广度压力的扩散指标基本回升至2021年的高位，显示通胀压力在各个领域扩散。另一方面超级核心通胀在2023年四季度美联储转向宽松后便已结束了下行趋势，并在远高于疫情前的水平上方企稳回升。随着市场对衰

退和宽松押注，抵押贷款利率大幅下行，MBA 抵押贷款活动申请指数快速上行，可以预见的是未来美国住房市场带来的再通胀压力将回归。

外汇市场：在岸人民币兑美元北京时间 16:00 官方报 7.1116，较前一日收盘下跌 35 个基点。9 月 FOMC 会议后，市场呈现出利多出尽的走势，美债利率大幅上行，美元反弹。目前离岸人民币来到了我们几个月前就画好的支撑位置，欧元也同时呈现出了走弱的迹象。除了四季度对美国过度悲观的预期将迎来修正外，欧元区自身的弱势也是一大原因。一是今年初有关德国将重整欧洲财政的叙事使得欧元走势背离基本面。二是欧元大幅升值导致出口竞争力下降。欧元区有效汇率已来到有数据以来最高（1998 年以来），出口订单信心指数大幅下行。三是交易结构上看，欧元投机性多头已来到历史极限水平区间，而空头已“磨刀霍霍”近一个季度连续加仓。

商品市场：文华商品指数下跌-0.38%，贵金属板块领涨，涨超 2.5%。新能源板块领跌，跌近 3%。反内卷中的代表多晶硅今日下破位，文华商品指数在收敛三角形末端向上突破后重新下跌，整体呈现出了弱势的结构，走势不如我们预期。考虑到大的方向上股强债弱仍是主旋律，反内卷相关的商品价格仍在历史底部，进一步做空我们认为没有性价比，但短期技术上的弱势需要规避。我们建议商品短期观望为主，待走强信号确认后再进行做多。

重要政策及要闻

国内：1) 何立峰会见美国国会众议员代表团。2) 上交所：更大力度推动中长期资金入市。3) 钢铁行业未来两年目标确定：年均增长 4% 严禁新增产能。4) 潘功胜回应美联储降息。9 月 LPR 报价出炉：5 年期和 1 年期利率均维持不变。

国外：1) 澳大利亚、加拿大、英国宣布承认巴勒斯坦国。2) 特朗普签署法令对 H-1B 签证加收 10 万美元新费用。

交易策略

债券市场：短期在年内新低附近企稳，长期目标为 2024 年 9 月 30 日低点。

A 股市场：节前震荡整理。

美股市场：牛市不改，做多。

外汇市场：美国例外论回归助力美元指数上行。

商品市场：技术上走弱，观望为主。

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	12
(一) 国内	12
(二) 国外	12
三、 风险提示	13

图表目录

图表 1: 9月22日国债期货行情	5
图表 2: 今年3月份的低点附近预计支撑力度较强	6
图表 3: 9月22日指数、行业、概念表现	7
图表 4: A股节前表现普遍不佳	7
图表 5: 非农数据与中小企业增加就业计划连续3个月背离	8
图表 6: 随着美国抵押贷款利率下降, 贷款申请活动指数陡升	9
图表 7: 离岸人民币在支撑出涨势受阻	10
图表 8: 文华商品指数尾端假突破, 走弱信号较强	11
图表 9: “领头羊”多晶硅今日跌破支撑, 技术上面转弱	11

一、 大类资产跟踪

(一) 利率债

利率债反弹上行。利率债长端明显弱于短端，三十年期国债期货加权距离年内新低已经很近，预计今年3月份的低点附近的支撑力度较强，做空者可适当止盈。A股在节前胜率不佳，近期走势量价不稳，震荡的概率较大，预计国债也将因此获得喘息。在更长的时间维度上，我们维持此前判断：此次债市下跌将创下年内新低，目标位在去年9月份政策转向的低点（2024年9月30日）附近。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		115.13	+0.25	+0.22%	4	115.13	115.14
2	TL2512	主力	115.13	+0.25	+0.22%	4	115.13	115.14
10年期国债期货								
	代码		现价	涨跌	涨跌幅	买量	买价	卖价
1	T9999		107.975	+0.220	+0.20%	10	107.965	107.970
2	T2512	主力	107.975	+0.220	+0.20%	10	107.965	107.970
5年期国债期货								
	代码		现价	涨跌	涨跌幅	买量	买价	卖价
1	TF9999		105.770	+0.140	+0.13%	1	105.765	105.775
2	TF2512	主力	105.770	+0.140	+0.13%	1	105.765	105.775
2年期国债期货								
	代码		现价	涨跌	涨跌幅	买量	买价	卖价
1	TS9999		102.398	+0.040	+0.04%	34	102.396	102.400
2	TS2512	主力	102.398	+0.040	+0.04%	34	102.396	102.400

资料来源：iFind, 太平洋证券整理

图表 2: 今年 3 月份的低点附近预计支撑力度较强



资料来源: 文华财经, 太平洋证券整理

(二) 股市

A 股: 今日科创板指引指数上涨, 但期权市场波动率并未跟随上行, 呈现出价波背离的走势, 考虑到 A 股节前胜率不佳, 且科技板块筹码结构相对拥挤, 需要以时间换空间, 预计走势将继续震荡为主, 建议投资者规避融资占比较大的板块。统计全 A 指数本轮上涨起点 (6 月 23 日) 至今 (9 月 19 日) 各板块贡献度看, 指数上涨 18.18%, 其中 TMT 板块贡献度 42%, 电力设备、机械设备、医药、有色等板块次之, 科技是此轮指数上涨的主要贡献者。但当前科技板块面临的不利因素有: 1) 市场赚钱效应开始下降, 市场风险偏好开始整体走弱; 本周市场上涨个股比例仅为 32%, 已至这轮上涨的低位。2) TMT 筹码结构开始进入相对拥挤阶段, 当前 TMT 板块占全 A 成交额比例已至 37%, 23 年以来这一数值达 40% 后通常会迎来回落, 板块迎来阶段性回调。3) 创业板指与科创 50 等两大指数出现量价背离的特征; 科技作为本轮牛市的主推手, 对应指数上创业板指与科创 50 表现最优, 但当前两大指数都呈现顶背离的技术分析特征。4) 国庆节前的“日历效应”显示指数胜率不高, 下跌概率更高; 统计 10 年以来, 国庆节前五个交易日的累计涨幅, 节前指数下跌概率 60%, 上涨概率 40%, 国庆节前投资者更倾向于兑现收益以规避节假日的不确定性。

行业板块: 贵金属板块再次领涨市场, 涨超 6%。消费电子、半导体等表现活跃涨近 3%。

热门概念：AI 手机、富士康概念等表现活跃，免税、乳业等消费板块领跌。

图表 3：9 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				
同花顺... 5.17%	AI手机 4.06%	智能音箱 3.43%	国家大... 3.11%	富士康... 2.83%	贵金属 6.18%	消费电子 2.80%	半导体 2.48%	黑色家电 2.26%	其他电子 1.93%	科创50 3.38%	科创综指 2.21%	中小300 1.26%	中小100 1.18%	中小综指 0.95%
无线耳机 2.81%	AI PC 2.80%	苹果概念 2.57%	AI眼镜 2.52%	存储芯片 2.43%	自动化... 1.83%	电子化... 1.63%	通信服务 1.53%	IT服务 1.52%	元件 1.15%	创业板综 0.78%	中证500 0.76%	北证50 0.71%	创业300 0.70%	中证10... 0.69%
水泥概念 -1.44%	化肥 -1.46%	草甘膦 -1.48%	大豆 -1.50%	特色小镇 -1.53%	光伏设备 -1.40%	贸易 -1.45%	农化制品 -1.60%	种植业... -1.64%	饮料制造 -1.66%	上证50 0.43%	深证B指 0.42%	A股指数 0.22%	上证收益 0.22%	上证指数 0.22%
农村电商 -1.54%	乳业 -1.82%	免税店 -1.90%	高压氧舱 -1.90%	中韩自... -2.51%	白酒 -1.69%	能源金属 -2.16%	造纸 -2.17%	旅游及... -3.30%	影视院线 -3.42%	创成长 0.13%	上证380 0.09%	同花顺... 0.06%	B股指数 -0.06%	红利指数 -0.84%

资料来源：iFind，太平洋证券整理

图表 4：A 股节前表现普遍不佳

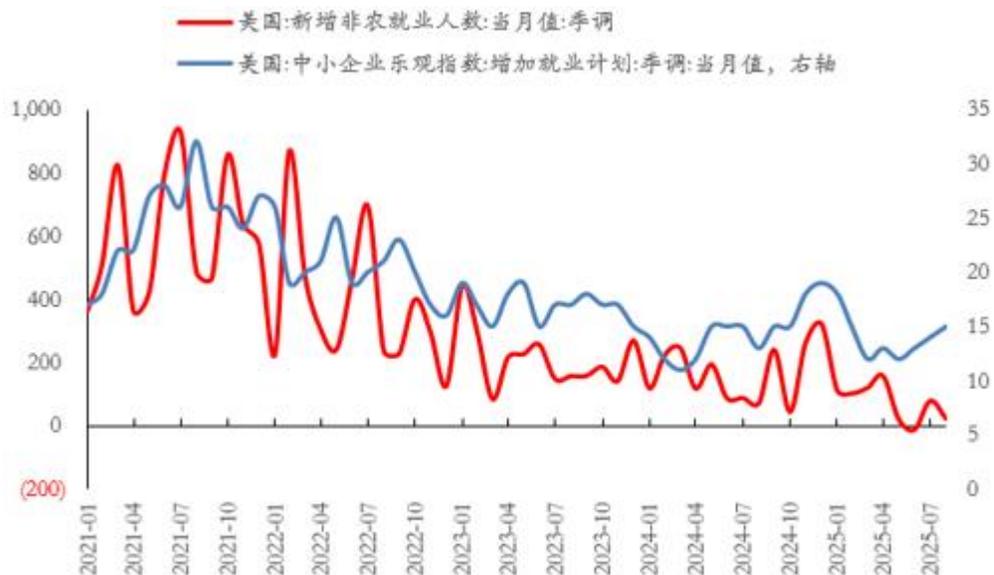
上证综合指数



资料来源：文华财经，太平洋证券整理

美股：预计四季度软着陆和再通胀将重新成为叙事的中心，美股仍是大类资产中最佳选择。在关税战和连续不及预期的非农就业报告下，衰退和降息在过去两个季度占据了叙事主导，然而四季度这一叙事或将面临转折：一是就业数据未来预计将上修且回暖，在当前衰退叙事押注过度的背景下，预期的回摆只需要一份不差的就业报告。非农就业数据已经与中小企业增加就业计划连续3个月背离，考虑到非农就业数据近期质量不佳，后续上修以及未来数据回暖的可能性极大。二是美国经济稳中有升。二季度在关税战的背景下，最新的美国二季度实际经济增长被上修至3.3%，创下2023年四季度以来最高。此外，高频模型对三季度经济增长的预期持续上修，美联储在最新的预测中也对经济增长和通胀进行上调。三是核心通胀粘性较强，四季度再通胀将成为可能。一方面衡量核心通胀广度压力的扩散指标基本回升至2021年的高位，显示通胀压力在各个领域扩散。另一方面超级核心通胀在2023年四季度美联储转向宽松后便已结束了下行趋势，并在远高于疫情前的水平上方企稳回升。随着市场对衰退和宽松押注，抵押贷款利率大幅下行，MBA抵押贷款活动申请指数快速上行，可以预见的是未来美国住房市场带来的再通胀压力将回归。详细内容可参考我们周报《长风破浪会有时》

图表5：非农数据与中小企业增加就业计划连续3个月背离



资料来源: iFind, 太平洋证券整理

图表 6: 随着美国抵押贷款利率下降, 贷款申请活动指数陡升



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 7.1116, 较前一日收盘下跌 35 个基点。9 月 FOMC 会议后, 市场呈现出利多出尽的走势, 美债利率大幅上行, 美元反弹。目前离岸人民币来到了我们几个月前就画好的支撑位置, 欧元也同时呈现出了走弱的迹象。除了四季度对美国过度悲观的预期将迎来修正外, 欧元区自身的弱势也是一大原因。一是今年初有关德国将重整欧洲财政的叙事使得欧元走势背离基本面。二是欧元大幅升值导致出口竞争力下降。欧元区有效汇率已来到有数据以来最高 (1998 年以来), 出口订单信心指数大幅下行。三是交易结构上看, 欧元投机性多头已来到历史极限水平区间, 而空头已“磨刀霍霍”近一个季度连续加仓。详细内容可参考我们周报《长风破浪会有时》

后续市场研判: 以美元指数预计企稳上行, 技术上面突破 99 则确认中期走强。

图表 7：离岸人民币在支撑出涨势受阻



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-0.38%，贵金属板块领涨，涨超2.5%。新能源板块领跌，跌近3%。反内卷中的代表多晶硅今日下破位，文华商品指数在收敛三角形末端向上突破后重新下跌，整体呈现出了弱势的结构，走势不如我们预期。考虑到大的方向上股强债弱仍是主旋律，反内卷相关的商品价格仍在历史底部，进一步做空我们认为没有性价比，但短期技术上的弱势需要规避。我们建议商品短期观望为主，待走强信号确认后再进行做多。

图表 8: 文华商品指数尾端假突破, 走弱信号较强



资料来源: 文华财经, 太平洋证券整理

图表 9: “领头羊”多晶硅今日跌破支撑, 技术上面转弱



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. **何立峰会见美国国会众议员代表团。**中共中央政治局委员、国务院副总理何立峰9月22日下午在人民大会堂会见美国国会众议员代表团史密斯一行。何立峰表示，9月19日，习近平主席与特朗普总统通话，达成重要共识，为下一阶段中美关系稳定发展作出战略指引。中美双方拥有广阔的合作空间和广泛的共同利益，希望美方同中方按照相互尊重、和平共处、合作共赢的原则坦诚沟通、增信释疑，推动中美经贸关系稳定、健康、可持续发展。希望美国国会议员积极搭建沟通渠道，加强对话交流，为两国共同发展发挥积极作用。
2. **上交所：更大力度推动中长期资金入市。**持续稳定和活跃资本市场。中共上海证券交易所委员会发布关于二十届中央第三轮巡视整改进展情况的通报，下一步，上交所党委将一体推进防风险、强监管、促高质量发展工作。做好金融“五篇大文章”，更大力度推动中长期资金入市，持续稳定和活跃资本市场，更好服务新质生产力和广大投资者。
3. **钢铁行业未来两年目标确定：年均增长4% 严禁新增产能。**今天，工业和信息化部等部门联合印发《钢铁行业稳增长工作方案（2025—2026年）》，明确未来两年钢铁行业增加值年均增长目标设定在4%左右。该方案以“稳增长、防内卷”为核心，为中国钢铁行业的结构性调整与高质量发展指明实施路径。
4. **潘功胜回应美联储降息。**中国人民银行行长潘功胜回应美联储降息时表示，中国货币政策坚持以我为主、兼顾内外平衡，往后看，我们将根据宏观经济运行情况和形势变化，综合应用多种货币政策工具保证流动性充裕。
5. **9月LPR报价出炉：5年期和1年期利率均维持不变。**5年期以上LPR为3.5%，上月为3.5%。1年期LPR为3%，上月为3%。

（二）国外

1. **澳大利亚、加拿大、英国宣布承认巴勒斯坦国。**澳大利亚、加拿大、英国宣布承认巴勒斯坦国。多年来，巴勒斯坦建国进程受阻，但巴勒斯坦作为一个国家已得到广泛承

认。自 2023 年 10 月 7 日新一轮巴以冲突爆发以来，以色列在加沙地带的军事行动已造成超过 6 万名巴勒斯坦人死亡，加沙地带陷入严重人道主义危机。在这一过程中，以色列获得美国支持，但在国际上日益陷入孤立。自 7 月下旬以来，法国、加拿大、澳大利亚、葡萄牙等国家陆续表示计划或准备在近期承认巴勒斯坦国。国际社会要求落实“两国方案”的呼声进一步加强。

2. **特朗普签署法令对 H-1B 签证加收 10 万美元新费用。**美国总统特朗普签署行政令，大幅改革 H-1B 签证项目，要求申请人缴纳每年 10 万美元费用，否则不得入境。新规将把企业为 H-1B 申请人支付的费用提高至每年 10 万美元，确保引进的外籍劳工“真正具备高度技能，不可替代”。白宫强调，这项新规将促使企业优先培训本土人才。H-1B 签证允许美国公司雇佣外籍专业技术人员，以填补国内难以找到合适人才的专业职位空缺，主要被美国科技企业用于吸纳高学历技术移民。

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。