

策略日报（2025.09.23）：关注银行板块的配置机会

相关研究报告

<<策略日报（2025.09.22）：节前震荡整理>>--2025-09-22
<<长风破浪会有时>>--2025-09-22
<<窄门3>>--2025-09-23

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

利率债全线下跌，利率债长端明显弱于短端，三十年期国债期货加权今日再创新低，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：红利指数在下跌中呈现出韧性，银行板块在跌至年线附近后企稳回升，考虑到科技板块筹码结构相对拥挤，需要以时间换空间，长期整理后的银行板块技术面来到大级别支撑，股息率较国债收益率仍有明显优势，且长线的保险等资金除银行外并无太多选择，银行板块底部支撑明显，预计在科技等板块的“熄火”调整期银行板块将有更好表现。此外，A股节前胜率普遍不佳，融资面临长假风险和利息的双重压力，建议投资者暂时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，科技是本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%，已至本轮上涨的低位。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，对应在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 7.1126，较前一日收盘下跌 14 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-1.03%，贵金属板块延续强势表现，涨近 2%。新能源和油脂板块领跌，跌超-2%。昨日我们提示反内卷中的代表多晶硅已经下破位，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，操作上需等待走强信号明确后再进行试多，目前看走强信号仍未出现，建议投资者短期以观望为主。

重要政策及要闻

国内：1) 我国月度用电量连续两个月破万亿千瓦时。2) 工信部：“十五五”时期要开辟人形机器人、脑机接口、元宇宙、量子信息等新赛道 创建一批未来产业先导区。

国外：1) 经合组织预测 2025 年全球经济增速为 3.2%，2026 年将放缓至 2.9%。2) 美联储理事米兰：在大幅降息之后 预计 2026 年和 2027 年将进一步小幅降息。3) OpenAI 与英伟达宣布合作伙伴关系意向书。

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23日国债期货行情	5
图表 2: 三十年国债预计在今年低点附近震荡整理后再开启下跌趋势	6
图表 3: 9月23日指数、行业、概念表现	7
图表 4: 中证银行指数调整至支撑位	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

利率债全线下跌，利率债长端明显弱于短端，三十年期国债期货加权今日再创新低，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
1	TL9999		114.32	-0.77	-0.67%	40	114.32	114.33
2	TL2512	主力	114.32	-0.77	-0.67%	40	114.32	114.33
10年期国债期货								
	代码		现价	涨跌	涨跌幅	买量	买价	卖价
1	T9999		107.715	-0.230	-0.21%	6	107.715	107.720
2	T2512	主力	107.715	-0.230	-0.21%	6	107.715	107.720
5年期国债期货								
	代码		现价	涨跌	涨跌幅	买量	买价	卖价
1	TF9999		105.625	-0.135	-0.13%	29	105.625	105.630
2	TF2512	主力	105.625	-0.135	-0.13%	29	105.625	105.630
2年期国债期货								
	代码		现价	涨跌	涨跌幅	买量	买价	卖价
1	TS9999		102.346	-0.050	-0.05%	66	102.344	102.346
2	TS2512	主力	102.346	-0.050	-0.05%	66	102.344	102.346

资料来源: iFind, 太平洋证券整理

图表 2: 三十年国债预计在今年低点附近震荡整理后再开启下跌趋势



资料来源: 文华财经, 太平洋证券整理

(二) 股市

A 股: 红利指数在下跌中呈现出韧性, 银行板块在跌至年线附近后企稳回升, 考虑到科技板块筹码结构相对拥挤, 需要以时间换空间, 长期整理后的银行板块技术面来到大级别支撑, 股息率较国债收益率仍有明显优势, 且长线的保险等资金除银行外并无太多选择, 银行板块底部支撑明显, 预计在科技等板块的“熄火”调整期银行板块将有更好表现。此外, A 股节前胜率普遍不佳, 融资面临长假风险和利息的双重压力, 建议投资者暂时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, 科技是本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, 对应在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: 银行板块涨超 1%，半导体板块探底回升，房地产、计算机、软件开发、医疗服务等下跌超 2%。

热门概念: 芯片相关概念显现出韧性，但考虑到筹码较为拥挤，建议适当获利了结，并增配高股息概念。

图表 3: 9 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				
科创次... 1.29%	中芯国... 1.22%	国家大... 1.08%	光刻机 0.72%	超导概念 -0.68%	港口航运 1.43%	银行 1.28%	半导体 1.04%	贵金属 0.73%	电机 0.43%	红利指数 0.71%	创业板... 0.55%	创业板指 0.21%	创成长 0.16%	深证100 0.12%
抽水蓄能 0.45%	中韩自... 0.28%	航运概念 0.12%	高股息... 0.03%	光刻胶 -0.08%	风电设备 0.40%	其他电... 0.22%	保险 0.18%	煤炭开... 0.07%	汽车零... -0.09%	中证A... -0.03%	沪深300 -0.06%	上证50 -0.09%	科创50 -0.10%	上证收益 -0.17%
海南自... -2.66%	数字货币 -2.66%	培育钻石 -2.67%	华为昇腾 -2.67%	CRO概念 -2.69%	计算机... -2.44%	教育 -2.54%	房地产 -2.56%	IT服务 -2.56%	软件开发 -2.59%	深证B指 -0.58%	中小综指 -0.61%	中证500 -0.61%	创业板综 -0.70%	科创综指 -0.77%
细胞免... -2.75%	冰雪产业 -2.76%	财税数... -3.00%	MLOp... -3.31%	华为盘古 -3.69%	生物制品 -2.59%	互联网... -2.62%	小金属 -2.66%	医疗服务 -3.08%	旅游及... -5.28%	深证综指 -0.78%	深证A指 -0.78%	中证10... -1.09%	同花顺... -1.30%	北证50 -2.63%

资料来源: iFind, 太平洋证券整理

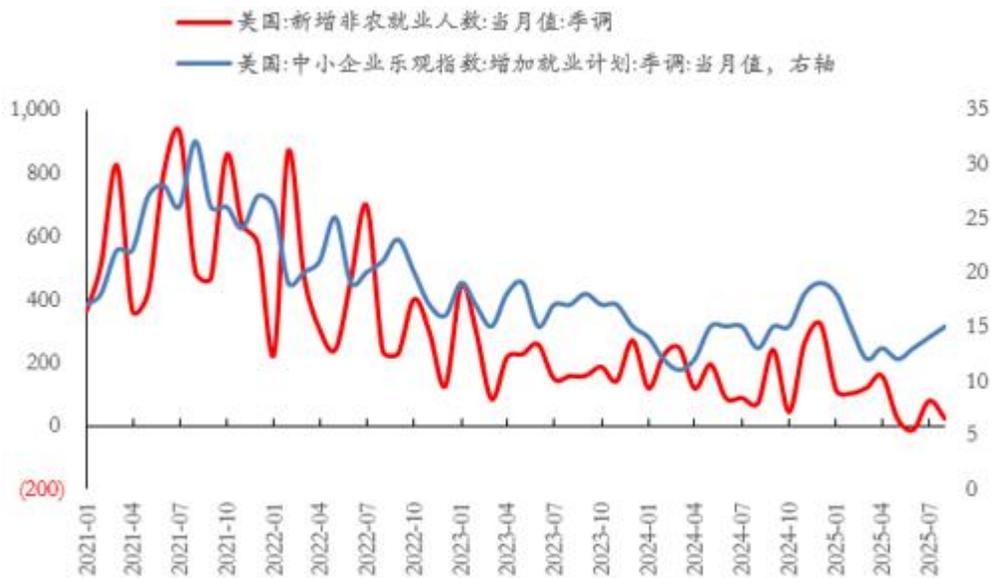
图表 4: 中证银行指数调整至支撑位



资料来源: iFind, 太平洋证券整理

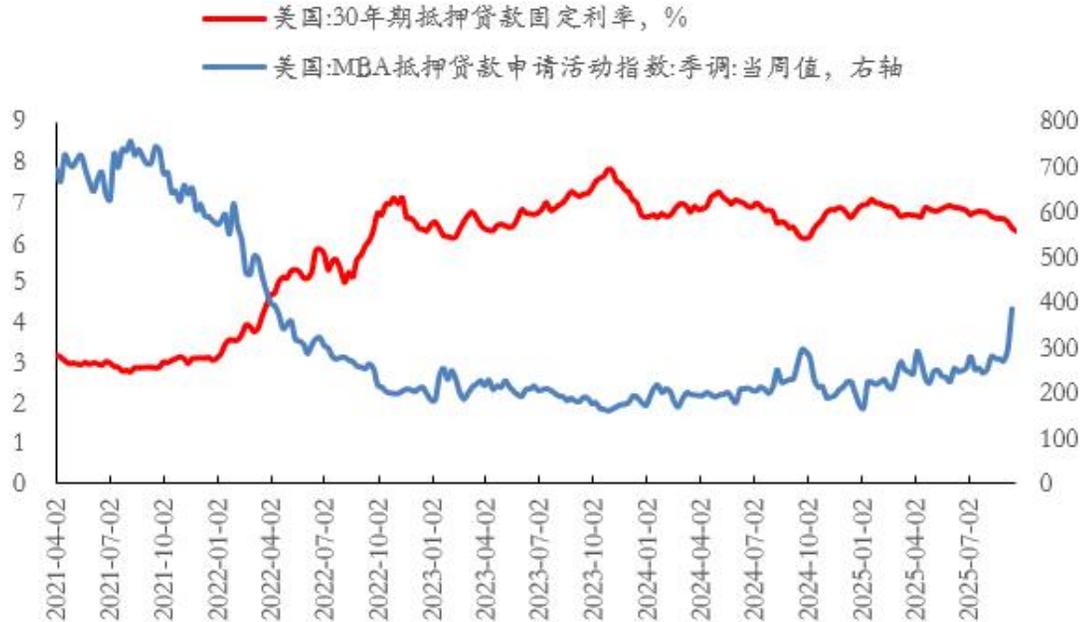
美股：预计四季度软着陆和再通胀将重新成为叙事的中心，美股仍是大类资产中最佳选择。在关税战和连续不及预期的非农就业报告下，衰退和降息在过去两个季度占据了叙事主导，然而四季度这一叙事或将面临转折：一是就业数据未来预计将上修且回暖，在当前衰退叙事押注过度的背景下，预期的回摆只需要一份不差的就业报告。非农就业数据已经与中小企业增加就业计划连续3个月背离，考虑到非农就业数据近期质量不佳，后续上修以及未来数据回暖的可能性极大。二是美国经济稳中有升。二季度在关税战的背景下，最新的美国二季度实际经济增长被上修至3.3%，创下2023年四季度以来最高。此外，高频模型对三季度经济增长的预期持续上修，美联储在最新的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 7.1126, 较前一日收盘下跌 14 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-1.03%，贵金属板块延续强势表现，涨近 2%。新能源和油脂板块领跌，跌超-2%。昨日我们提示反内卷中的代表多晶硅已经下跌破位，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，操作上需等待走强信号明确后再进行试多，目前看走强信号仍未出现，建议投资者短期以观望为主。

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. **我国月度用电量连续两个月破万亿千瓦时。**今天国家能源局对外发布8月全社会用电量数据，达到10154亿千瓦时，同比增长5.0%。7、8月份连续两个月全社会用电量超万亿千瓦时，这在全球也是首次。用电量如此之高首先与夏季高温天气直接相关，7-8月，多轮高温过境我国，高温高湿天气来得早、持续久，第三产业和居民空调等用电快速攀升，8月份这两项加起来就接近4000亿千瓦时，占比近四成。更加值得关注的是，在国家“两新”“两重”促消费以及“反内卷”稳工业增长等一系列政策拉动下，宏观经济保持回暖态势，各行业产能持续释放。8月当月，工业用电量达到5909亿千瓦时，占比近6成，全国制造业用电量同比增长5.5%，为今年以来最高，其中，钢铁、建材、有色、化工等原材料行业用电量复苏势头明显。
2. **工信部：“十五五”时期要开辟人形机器人、脑机接口、元宇宙、量子信息等新赛道 创建一批未来产业先导区。**工业和信息化部部长李乐成9月23日在第25届中国国际工业博览会开幕式上致辞表示，“十五五”时期，工业和信息化部将牢牢锚定实现新型工业化这个关键任务，以推动高质量发展为主题，以发展新质生产力为重点，以推动科技创新和产业创新深度融合为关键路径，以改革创新为根本动力，加快建设以先进制造业为骨干的现代化产业体系，不断筑牢中国式现代化的物质技术基础。

(二) 国外

1. **经合组织预测2025年全球经济增速为3.2%，2026年将放缓至2.9%。**经济合作与发展组织（经合组织）23日发布中期经济展望报告，预计2025年全球经济增速为3.2%，较今年6月预测值上调0.3个百分点；2026年全球经济增速将放缓至2.9%，与6月预测值相同。
2. **美联储理事米兰：在大幅降息之后 预计2026年和2027年将进一步小幅降息。**美联储理事米兰表示，最好迅速将政策调整至中性水平，但对当前政策状况并不“恐慌”；50个基点的系列降息将“重新调整”政策。在大幅降息之后，预计2026年和2027

年将进一步小幅降息。

3. **OpenAI 与英伟达宣布合作伙伴关系意向书。** OpenAI、英伟达宣布建立合作伙伴关系的意向书。英伟达有意将逐步向 OpenAI 投资至多 1000 亿美元，用于支持数据中心及相关基础设施建设。双方合作将为 OpenAI 的下一代人工智能基础设施部署至少 10 吉瓦的英伟达系统，首批吉瓦级英伟达系统将于 2026 年下半年部署。两家公司将于未来数周内敲定合作细节。

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。