

策略日报 (2025.09.29): 关注反内卷、商品资源板块

大类资产跟踪

相关研究报告

<<策略日报 (2025.09.26): 节前调整如期而至>>--2025-09-28

<<策略日报 (2025.09.25): 反内卷板块迎来转机>>--2025-09-26

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: 利率债全线下跌, 长端跌幅大于短端。A股今日在大金融板块带动下上涨, 债市延续弱势, 我们维持前期判断: 在更长的时间维度上, 三十年期国债在目前位置震荡整理后将继续下跌, 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。

A股: 市场在大金融板块带动下上涨。今日市场成交额2.17万亿, 较前日缩量, 个股涨多跌少, 超3500只个股上涨。市场今日情绪明显好转, 临近节前, 波动明显放大, 行业轮动加速。考虑到美元指数企稳向上的迹象明显, 将仓位向低位有政策支持的光伏、化工、农业、有色以及高股息代表的银行等板块平衡配置将拥有更好的赔率和胜率。美元指数和美债利率的上行不利于股票市场的估值提升。考虑到科技类股票筹码较为拥挤, TMT板块占全A成交额占比已来到极值区域, 继续追高科技类股票已经不再具有性价比。商品相关的股票受益于美国软着陆和国内反内卷的宏观支持, 一旦科技类暂时“熄火”, 下跌已久的银行也预计会有所表现, 进攻端的科技成长降低部分仓位至高股息、反内卷、商品资源等板块是更好的选择。此外, 考虑到各大股指期货波动率仍不算低, 节前预计波动率进一步降低的可能性较大, 这意味着指数大概率将延续震荡运行, 趋势性行情出现的概率不大。

美股: 纳指涨0.44%, 道琼斯工业指数涨0.65%, 标普500指数涨0.59%。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》。

外汇市场: 在岸人民币兑美元北京时间 16:00 官方报 7.1175, 较前一日收盘下降 170 个基点。近期美元指数的上行与我们周报《长风破浪会有时》中的判断相一致, 预计未来一段时间美元仍将延续强势表现。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》。

商品市场: 文华商品指数跌 0.64%, 苹果、碳酸锂板块领涨, 焦煤、工业硅板块领跌。宏观环境上, 美联储对通胀高容忍, 就业低容忍的态度, 美国经济软着陆的预期表现以及国内反内卷政策的出台皆利好商品价格的整体走强。技术上, 原油有重新走强的趋势, 铜价已经突破区间震荡, 今日盘后化工反内卷政策的出台, 我们维持此前的判断: 9 月 25 日的上涨可视为走强信号, 建议投资者以 9 月 23 日的低点为止损, 积极做多。

重要政策及要闻

国内: 1) 国家发改委: 经济运行仍存挑战, 将适时加力实施宏观政策。 2) 国家发改委: 新型政策性金融工具规模共 5000 亿元。 3) 六部门印发“机械行业稳增长方案”: 2025—2026 年机械行业力争营业收入年均增速达到 3.5% 左右。 4) 中共中央政治局召开会议 讨论拟提请二十届四中全会审议的文件 中共中央总书记习近平主持会议。 5) 中国 8 月规模以上工业企业利润同比大增 20.4%, 扭转 7 月下滑 1.5% 的势头。

国外: 1) 美国 8 月核心 PCE 物价指数环比增 0.2% 符合预期, 消费支出连增三个月。 2) 白宫称特朗普的药品关税不适用于欧日等贸易协议方, 不是 100%, 而是 15%。 3) 特朗普放狠话, 政府关门要关就关、全怪民主党, 众院拟休会到下月。

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: 做多信号出现, 看好止损积极做多。

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	6
(一) 利率债	6
(二) 股市	7
(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	13

图表目录

图表 1: 9月29日国债期货行情	6
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	7
图表 3: 9月29日指数、行业、概念表现	8
图表 4: 非农数据与中小企业增加就业计划连续3个月背离	9
图表 5: 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 6: 离岸人民币在支撑处涨势受阻	10
图表 7: 文华商品指数尾端假突破, 走弱信号较强	11

一、 大类资产跟踪

(一) 利率债

利率债全线下跌，长端跌幅大于短端。A 股今日在大金融板块带动下上涨，债市延续弱势，我们维持前期判断：在更长的时间维度上，三十年期国债在目前位置震荡整理后将继续下跌，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29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	113.72	-0.54	-0.47%	29	113.71	113.72	2
2	TL2512 主力	113.72	-0.54	-0.47%	29	113.71	113.72	2
3	TL2603	113.37	-0.55	-0.48%	14	113.36	113.37	1
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	107.660	-0.010	-0.01%	24	107.655	107.660	16
2	T2512 主力	107.660	-0.010	-0.01%	24	107.655	107.660	16
3	T2603	107.325	+0.000	+0.00%	6	107.305	107.340	15
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	105.485	-0.045	-0.04%	15	105.480	105.485	7
2	TF2512 主力	105.485	-0.045	-0.04%	15	105.480	105.485	7
3	TF2603	105.360	-0.050	-0.05%	1	105.355	105.370	1
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	102.326	-0.018	-0.02%	13	102.326	102.328	19
2	TS2512 主力	102.326	-0.018	-0.02%	13	102.326	102.328	19
3	TS2603	102.240	-0.018	-0.02%	2	102.236	102.240	1

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: 市场在大金融板块带动下上涨。今日市场成交额 2.17 万亿, 较前日缩量, 个股涨多跌少, 超 3500 只个股上涨。市场今日情绪明显好转, 临近节前, 波动明显放大, 行业轮动加速。考虑到美元指数企稳向上的迹象明显, 将仓位向低位有政策支持的光伏、化工、农业、有色以及高股息代表的银行等板块平衡配置将拥有更好的赔率和胜率。美元指数和美债利率的上行不利于股票市场的估值提升。考虑到科技类股票筹码较为拥挤, TMT 板块占全 A 成交额占比已来到极值区域, 继续追高科技类股票已经不再具有性价比。商品相关的股票受益于美国软着陆和国内反内卷的宏观支持, 一旦科技类暂时“熄火”, 下跌已久的银行也预计会有所表现, 进攻端的科技成长降低部分仓位至高股息、反内卷、商品资源等板块是更好的选择。此外, 考虑到各大股指期权波动率仍不算低, 节前预计波动率进一步降低的可能性较大, 这意味着指数大概率将延续震荡运行, 趋势性行情出现的概率不大。

行业板块: 行业涨多跌少, 非银金融、有色金属、电力设备领涨; 煤炭、银行、社会服务领跌。

热门概念: 金属锌、金属镍、金属铅等概念领涨，猪肉、兵装重工、培育钻石等概念领跌。

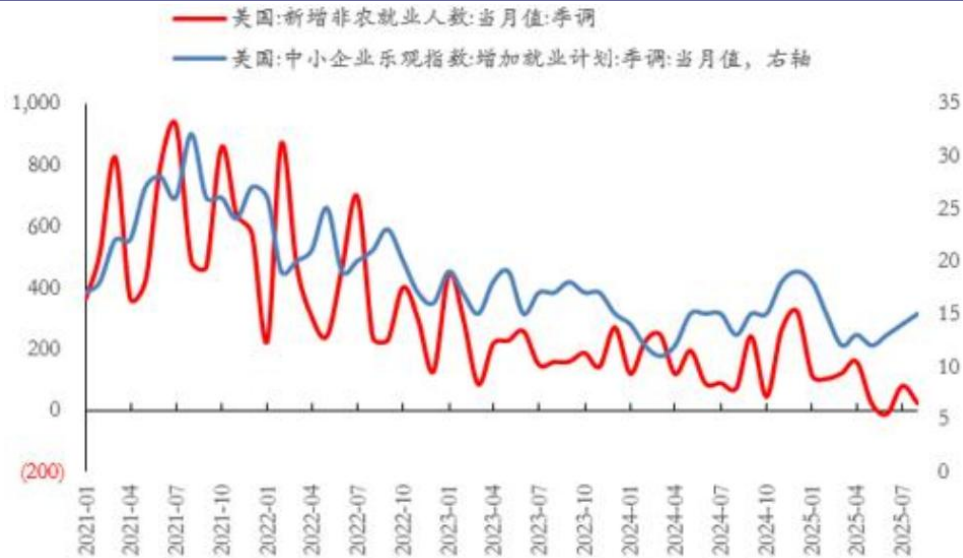
图表3: 9月29日指数、行业、概念表现

同花顺概念					同花顺行业					国内重要指数				
金属锌 3.68%	金属镍 3.65%	金属铅 3.61%	期货概念 3.32%	钠离子... 3.08%	能源金属 4.92%	证券 4.40%	电池 4.22%	贵金属 3.60%	工业金属 2.58%	创业板50 3.09%	创成长 3.04%	创业板指 2.74%	创业板300 2.37%	深证100 2.14%
金属钴 3.02%	固态电池 2.96%	盐湖提锂 2.78%	PVDF... 2.76%	钛白粉... 2.73%	钢铁 2.47%	多元金融 2.20%	光伏设备 2.00%	保险 1.86%	小金属 1.86%	深证300 2.13%	深证成指 2.05%	创价值 1.91%	创业板综 1.86%	中小100 1.85%
宠物经济 -0.11%	玉米 -0.11%	养鸡 -0.12%	乳业 -0.12%	共享单车 -0.14%	化学制药 -0.14%	银行 -0.14%	化学纤维 -0.15%	农产品... -0.34%	军工电子 -0.35%	上证380 1.10%	上证50 1.09%	上证收益 0.90%	A股指数 0.90%	上证指数 0.90%
转基因 -0.17%	维生素 -0.18%	培育钻石 -0.44%	兵装重... -0.52%	猪肉 -0.54%	食品加... -0.38%	煤炭开... -0.56%	互联网... -0.78%	黑色家电 -0.93%	教育 -1.89%	同花顺... 0.90%	北证50 0.69%	深证B指 0.51%	B股指数 0.25%	红利指数 -0.30%

资料来源: iFind, 太平洋证券整理

美股: 纳指涨 0.44%，道琼斯工业指数涨 0.65%，标普 500 指数涨 0.59%。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4: 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5: 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 7.1175, 较前一日收盘下降 170 个基点。近期美元指数的上行与我们周报《长风破浪会有时》中的判断相一致, 预计未来一段时间美元仍将延续强势表现。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6: 离岸人民币在支撑处涨势受阻

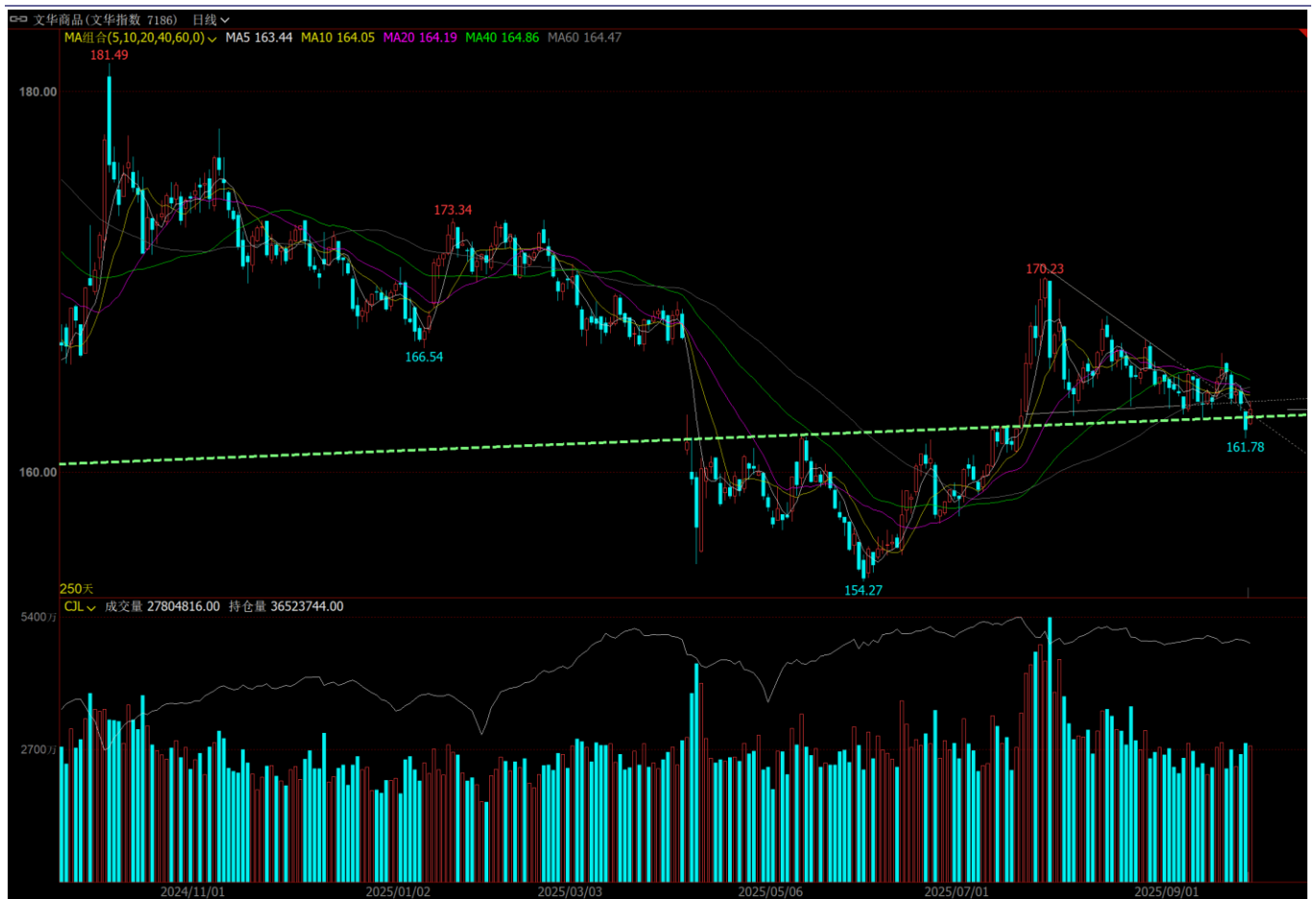


资料来源: 文华财经, 太平洋证券整理

(四) 商品

文华商品指数跌 0.64%，苹果、碳酸锂板块领涨，焦煤、工业硅板块领跌。宏观环境上，美联储对通胀高容忍，就业低容忍的态度，美国经济软着陆的预期表现以及国内反内卷政策的出台皆利好商品价格的整体走强。技术上，原油有重新走强的趋势，铜价已经突破区间震荡，今日盘后化工反内卷政策的出台，我们维持此前的判断：9月25日的上涨可视为走强信号，建议投资者以9月23日的低点为止损，积极做多。

图表7：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

二、重要政策及要闻

(一) 国内

- 国家发改委：经济运行仍存挑战，将适时加力实施宏观政策。** 9月29日，国家发展改革委政策研究室副主任、新闻发言人李超表示，8月份，在宏观政策持续发力等因素的带动之下，我国经济运行总体平稳。不过，当前经济运行当中依然面临着不少的风险和挑战，外部环境仍然严峻复杂，经济回升向好的基础仍需进一步巩固。下一步，国家发展改革委将持续发力，适时加力实施宏观政策。同时国家发展改革委也将持续加强经济的监测、预测、预警，做好政策预研储备，根据形势变化及时推出。
- 国家发改委：新型政策性金融工具规模共5000亿元。** 国家发展改革委政策研究室副主任、新闻发言人李超在新闻发布会上表示，为贯彻落实党中央、国务院决策部署，促进金融更好服务实体经济，推动扩大有效投资，国家发展改革委会同有关方面积极推进新型政策性金融工具有关工作。新型政策性金融工具规模共5000亿元，全部用于补充项目资本金。我们正在会同有关方面，抓紧将新型政策性金融工具资金投放到具体项目，后续将督促各地方推动项目加快开工建设，尽快形成更多实物工作量，推动扩大有效投资，促进经济平稳健康发展。
- 六部门印发“机械行业稳增长方案”：2025—2026年机械行业力争营业收入年均增速达到3.5%左右。** 工业和信息化部等六部门发布关于印发《机械行业稳增长工作方案（2025—2026年）》的通知，2025—2026年，机械行业运行保持平稳向好态势，重点产业链供应链韧性和安全水平持续提升，发展质量效益迈上新台阶，力争营业收入年均增速达到3.5%左右，营业收入突破10万亿元。重点细分行业规模稳中有升，新质生产力加快培育，企业竞争力进一步增强，优质装备供给能力显著提高，培育一批具有竞争力的中小企业特色产业集群和具有国际竞争力的产业集群。
- 中共中央政治局召开会议 讨论拟提请二十届四中全会审议的文件 中共中央总书记习近平主持会议。** 据新华社，中共中央政治局9月29日召开会议，研究制定国民经济和社会发展第十五个五年规划重大问题。中共中央总书记习近平主持会议。会议决定，中国共产党第二十届中央委员会第四次全体会议于10月20日至23日在北京召开。

5. **中国 8 月规模以上工业企业利润同比大增 20.4%，扭转 7 月下滑 1.5% 的势头。**1-8 月规模以上装备制造业利润增长 7.2%，拉动全部规模以上工业企业利润增长 2.5 个百分点，是拉动作用最强的板块之一；原材料制造业利润同比增长 22.1%，较 1-7 月加快 10.0 个百分点；消费品制造业利润由降转增，由 1-7 月下降 2.2% 转为增长 1.4%。

(二) 国外

1. **美国 8 月核心 PCE 物价指数环比增 0.2% 符合预期，消费支出连增三个月。**美国 8 月消费支出经通胀调整后增长 0.4%，超出预期的 0.2%，显示出消费者的韧性。与此同时，美联储青睐的核心 PCE 物价指数（剔除食品和能源）环比上涨 0.2%，但同比涨幅仍维持在 2.9% 的高位，远超美联储 2% 的目标。
2. **白宫称特朗普的药品关税不适用于欧日等贸易协议方，不是 100%，而是 15%。**白宫官员称，特朗普宣布的 100% 药品进口关税将不适用于与美国达成贸易协议的国家。根据欧美框架协议，欧盟出口美国药品的关税上限为 15%。美日联合声明规定，美国对日本药品和半导体的关税税率不应超过对其他国家适用的税率。
3. **特朗普放狠话，政府关门要关就关、全怪民主党，众院拟休会到下月。**距离政府关门起始日 10 月 1 日只剩四天，特朗普取消了与民主党领袖的预定会面，周五直接离开华盛顿，周末大部分时间都花在高尔夫球赛事上，没有参与调解两党矛盾的迹象。众议院甚至计划到 10 月 1 日才恢复会期。参议院共和党领袖周五坚持民主党必须“收回”医疗保健要求。

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。