

在不确定性中静待确定性

【20251013-20251019】

核心观点

➤ 大类资产总览：权益市场回调，债市趁势上攻。

本周，权益市场持续回调，A 股震荡幅度加剧，行情再度分化，科技板块上行乏力，短期出现调整，带动市场整体回落。场内视角来看，节后的结构性分化仍在继续，双创板块前期涨势过热，多个热门板块存在高估，短期回调难以避免，而以煤炭、银行为首的红利板块在此情况下，再度得到市场短线青睐，上证指数表现相对坚挺，双创指数回落明显。而从场外因素看，三季度宏观数据在之前尚未披露，二十届四中全会召开在即，政策导向有望推动新一轮行情机会，后续主线或将出现结构性转向，市场观望情绪显著增强。债市则在权益市场资金量能回落的情况下，快速趁势上攻，小幅回暖。商品市场则仍处于横盘震荡趋势，仅贵金属走出独立上行趋势。

➤ 本周 A 股观点：静待确定性行情出现。

本周 A 股整体表现不佳，双创指数在科技板块大幅回落的背景下，持续调整，延续了上周的回落态势。从国际视角来看，“TACO”政策带来的不确定性影响依然存在，虽然特朗普仍在摇摆，“TACO”政策也一度被人戏称，但伴随着美国政策停摆仍未结束，美国消息面的利空因素对市场的负向影响仍然存在。从国内市场角度来看，一方面，三季报业绩发布在即，市场需对前期涨势过多的双创热门板块业绩进行验证，而另一方面，三季报业绩影响力相对不足，难以像中报更能提振市场情绪。而从国内消息面来看，宏观经济数据的即将发布，和二十届四中全会的召开，均可能影响后续市场走向。在诸多不确定性增加的情况下，短期或更宜维持仓位，静待市场确定性增强。

向后看，市场基本面仍然良好。从国际角度来看，伴随着美股逐步消化美国关于关税等一系列利空消息的影响，并逐步企稳后，场内投资者目光或会更多转向即将到来的议息会议上，降息预期仍将为市场带来正向推动力。从国内市场角度看，在双创板块持续领涨之后，虽存在一定高估情况，但本次回调幅度也相对偏大，待三季报业绩出炉，热门板块有望率先企稳修复。而从国内消息面来看，20 日，三季度宏观数据如期发布，前三季度 GDP 增速达到 5.2%，全年“保 5”

大同证券研究中心

分析师：景剑文

执业证书编号：

S0770523090001

邮箱：jingjw@dtsbc.com.cn

地址：山西太原长治路 111 号

山西世贸中心 A 座 F12、F13

网址：

<http://www.dtsbc.com.cn>

目标完成可能性较大，整体经济稳中有进，不乏亮点；而二十届四中全会也如期召开，后续关于下一个五年规划纲要即将出炉，市场有望在经济数据、政策指引、业绩导向三方共振下，企稳向好。

A 股配置建议：**建议哑铃型策略**，一方面，进攻端或可继续维持现有双创板块仓位，如通信、半导体、创新药等，但不宜追高；另一方面，防守端或可逢低布局红利板块增强配置确定性。

➤ **本周债市观点：股债跷跷板现象凸显。**

本周债券市场有所回暖，在权益市场持续回落，资金量能持续收缩的情况下，股债跷跷板现象出现，债市不断吸收权益市场短期逸散的资金，形成了一定的修复力量。

债市配置建议：整体看，债市当前仍处于弱势区间，虽受益于权益市场波动引发短债走强，但长债端依旧难有表现。

➤ **本周商品观点：贵金属再创新高。**

本周，商品市场再度维持震荡趋势，其中，在地缘政治趋于稳定后，原油价格持续回落，再度拉动商品市场走低，而贵金属价格一骑绝尘，受全球经济悲观预期，叠加美国政策不确定性提升影响，黄金、白银价格悉数走强。避险属性和投资属性双双支撑黄金价格创出新高。向后看，短期以黄金为主的贵金属价格出现滞涨情况，或可能出现短暂回落，但中长期在美元脱钩逻辑下，黄金依然有望持续上行。

商品配置建议：黄金短期建议维持仓位，中长期仍需持续观望。

每周一图：股票市场集体回落

股票市场行情概述	区间起始日	2025-09-15	2025-09-22	2025-09-29	2025-10-09	2025-10-13	本周走势
	区间结束日	2025-09-19	2025-09-26	2025-09-30	2025-10-10	2025-10-17	
	周行情特征	震荡回暖	高位震荡	持续震荡	大幅震荡	集体回落	
主要指数区间涨跌幅	上证指数 (%)	-1.30	0.21	1.43	0.37	-1.47	
	深证成指 (%)	1.14	1.06	2.40	-1.26	-4.99	
	创业板指 (%)	2.34	1.96	2.75	-3.86	-5.71	
	科创50 (%)	1.84	6.47	3.06	-2.85	-6.16	
	北证50 (%)	-1.43	-3.11	-0.02	-1.42	-4.91	
	万得全A (%)	-0.18	0.25	1.99	-0.36	-3.45	
市场成交情况	日均成交量 (亿股)	1606	1360	1263	1518	1378	
	日均成交额 (亿元)	25178	23132	21877	26030	21928	
个股涨跌情况	上涨数 (家)	1751	1646	3458	2961	1102	
	下跌数 (家)	3623	3729	1823	3623	4283	

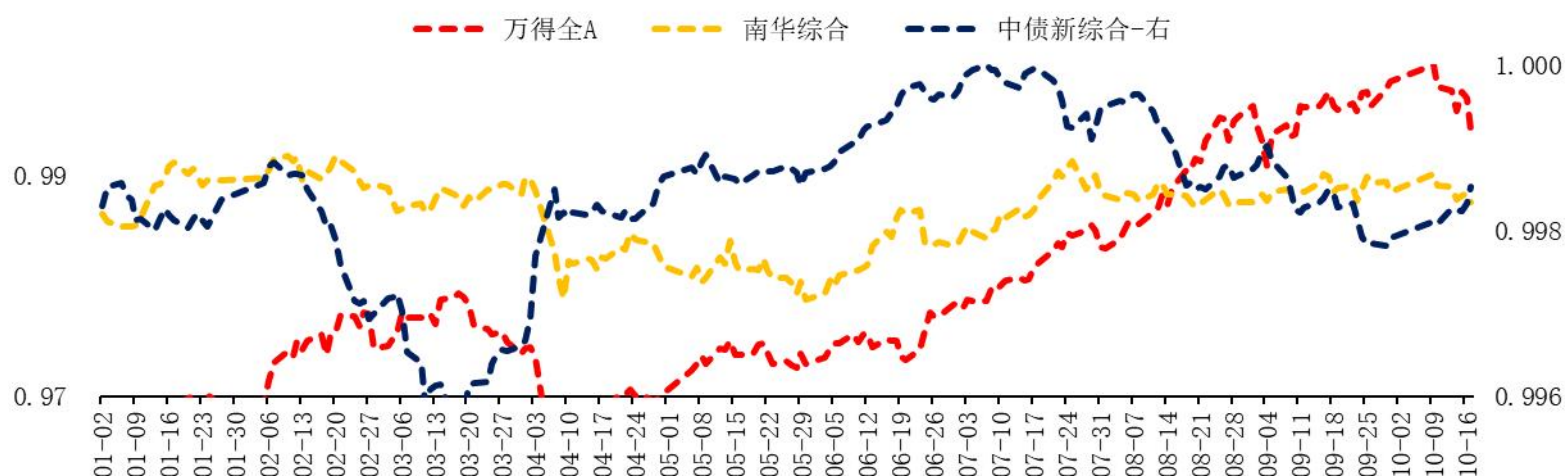
数据来源：Wind，大同证券

风险提示：热门板块突发利空、政策落地不及预期

一、大类资产总体表现：权益市场回调，债市趋势上攻

本周，权益市场持续回调，A 股震荡幅度加剧，行情再度分化，科技板块上行乏力，短期出现调整，带动市场整体回落。场内视角来看，节后的结构性分化仍在继续，双创板块前期涨势过热，多个热门板块存在高估，短期回调难以避免，而以煤炭、银行为首的红利板块在此情况下，再度得到市场短线青睐，上证指数表现相对坚挺，双创指数回落明显。而从场外因素看，三季度宏观数据在之前尚未披露，二十届四中全会召开在即，政策导向有望推动新一轮行情机会，后续主线或将出现结构性转向，市场观望情绪显著增强。债市则在权益市场资金量能回落的情况下，快速趋势上攻，小幅回暖。商品市场则仍处于横盘震荡趋势，仅贵金属走出独立上行趋势。

图表 1：权益市场回落，债市上攻



数据来源：Wind，大同证券

二、权益市场：静待确定性行情出现

(一) 核心观点：本周 A 股整体表现不佳，双创指数在科技板块大幅回落的背景下，持续调整，延续了上周的回落态势。从国际视角来看，“TACO”政策带来的不确定性影响依然存在，虽然特朗普仍在摇摆，“TACO”政策也一度被人戏称，但伴随着美国政策停摆仍未结束，美国消息面的利空因素对市场的负向影响仍然存在。从国内市场角度来看，一方面，三季报业绩发布在即，市场需对前期涨势过多的双创热门板块业绩进行验证，而另一方面，三季报业绩



影响力相对不足，难以像中报更能提振市场情绪。而从国内消息面来看，宏观经济数据的即将发布，和二十届四中全会的召开，均可能影响后续市场走向。在诸多不确定性增加的情况下，短期或更宜维持仓位，静待市场确定性增强。

向后看，市场基本面仍然良好。从国际角度来看，伴随着美股逐步消化美国关于关税等一系列利空消息的影响，并逐步企稳后，场内投资者目光或会更多转向即将到来的议息会议上，降息预期仍将为市场带来正向推动力。从国内市场角度看，在双创板块持续领涨之后，虽存在一定高估情况，但本次回调幅度也相对偏大，待三季报业绩出炉，热门板块有望率先企稳修复。而从国内消息面来看，20 日，三季度宏观数据如期发布，前三季度 GDP 增速达到 5.2%，全年“保 5”目标完成可能性较大，整体经济稳中有进，不乏亮点；而二十届四中全会也如期召开，后续关于下一个五年规划纲要即将出炉，市场有望在经济数据、政策指引、业绩导向三方共振下，企稳向好：

1. 强势板块仍具备关注价值。双创强势板块在近期持续回调的情况下，引发了资金量能的观望，但整体来看，此次回调更多缘于前期双创板块估值偏高，伴随着近期相关板块的持续调整，整体估值处于相对合理水平。且随着三季报的披露，双创板块依然具有业绩确定性+宏大叙事双重优势，只待行情回暖，其修复力度或更强。具体关注板块：通信、半导体、创新药等。

2. 短期红利板块价值凸显。本轮行情红利板块表现遇冷，直到近期，以双创为代表的成长板块不断回落，基本面仍相对良好的红利板块迎来困境反转，在市场主线杂乱的情况下，价值凸显。

因此，我们综合认为，站在当下，市场短期或受不确定性因素影响，叠加热门板块估值偏高，过热回调，出现回落，但中长期基本面向好趋势未变，宏大叙事叠加强业绩性仍是市场关注的重点，强者恒强。

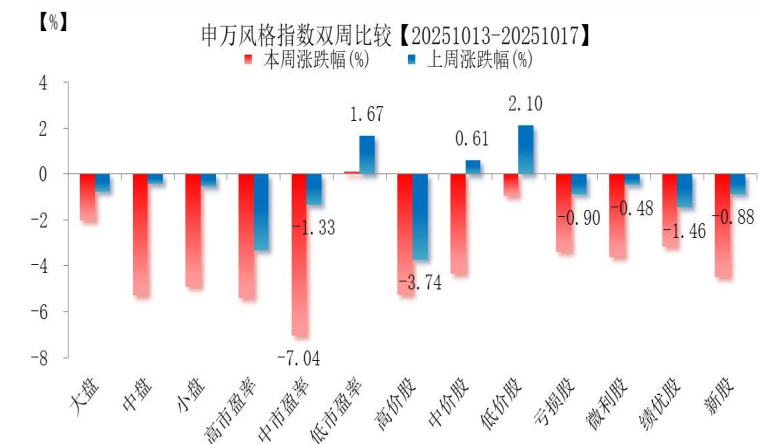
（二）配置建议：建议哑铃型策略，一方面，进攻端或可继续维持现有双创板块仓位，如通信、半导体、创新药等，但不宜追高；另一方面，防守端或可逢低布局红利板块增强配置确定性。

图表 2：本周重要指数集体回落



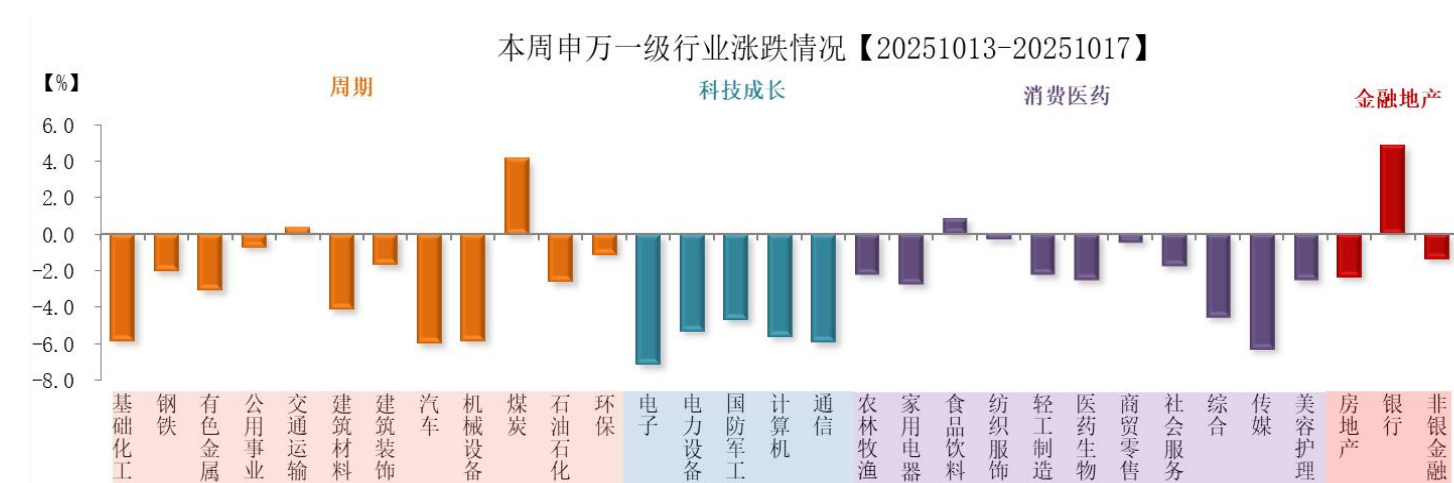
数据来源：Wind, 大同证券

图表 4：本周仅低估值股表现平稳



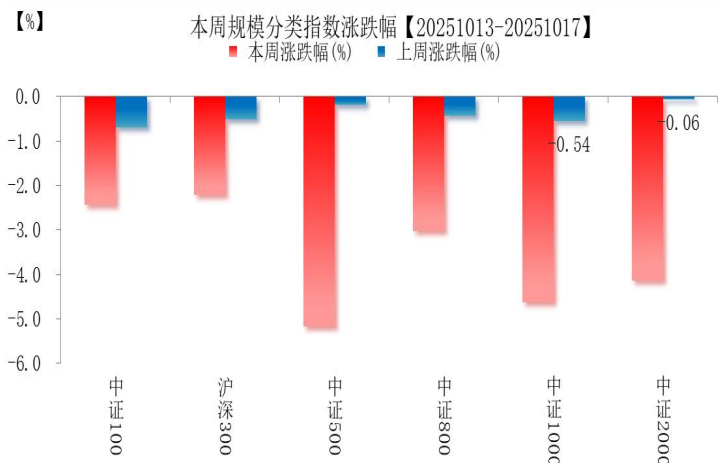
数据来源：Wind, 大同证券

图表 6：本周仅红利板块表现较好



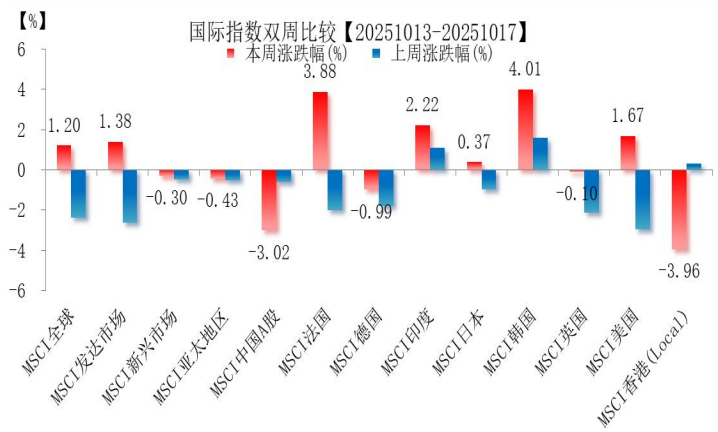
数据来源：Wind, 大同证券

图表 3：本周规模指数表现均回落



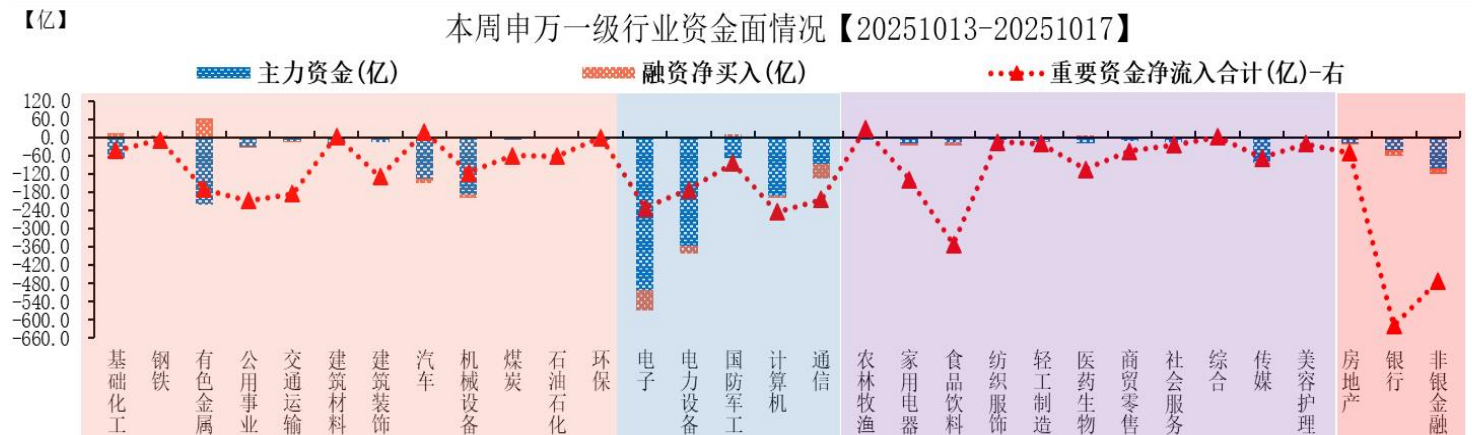
数据来源：Wind, 大同证券

图表 5：本周 A 股、港股指数表现较弱



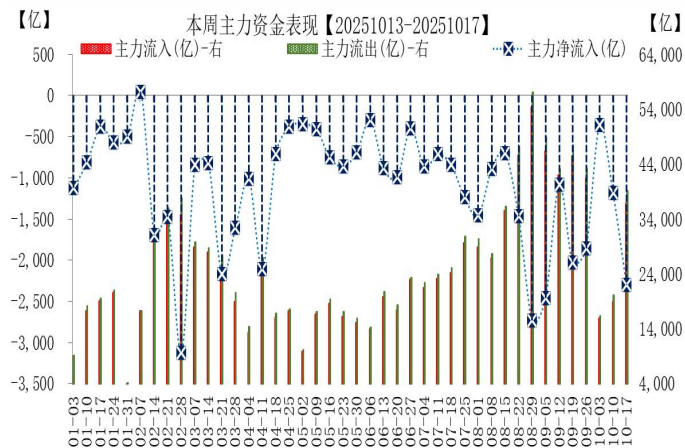
数据来源：Wind, 大同证券

图表 7：本周多数板块资金净流出



数据来源：Wind，大同证券

图表 8：主力资金净流出额度大幅抬升



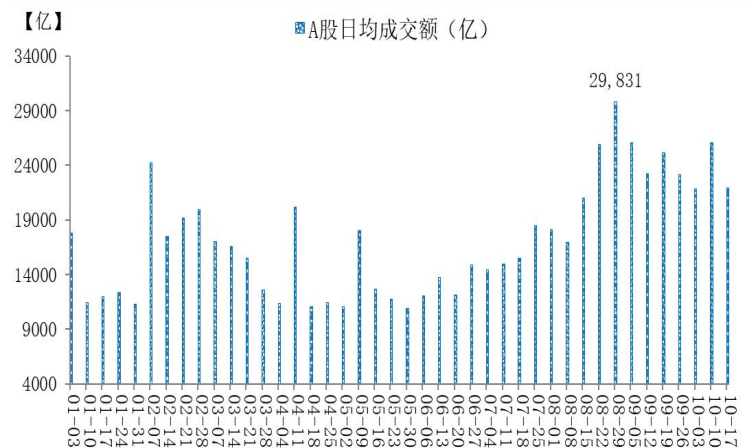
数据来源：Wind，大同证券（以上市日为统计标准）

图表 10：融资净买入回落



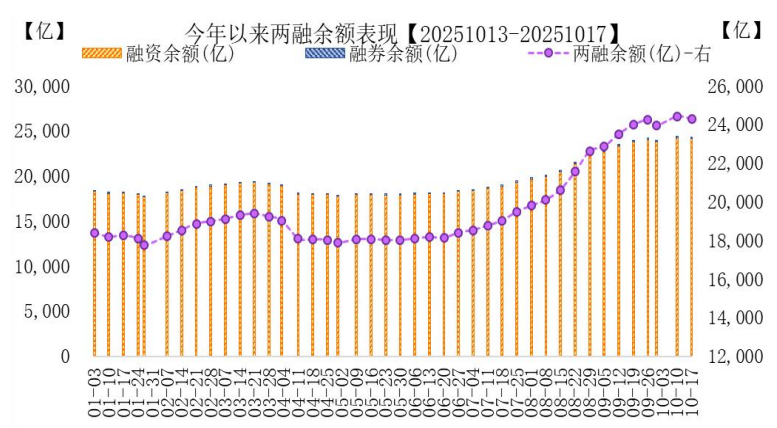
数据来源：Wind，大同证券

图表 9：日均 A 股成交额回落



数据来源：Wind，大同证券

图表 11：两融余额回落



数据来源：Wind，大同证券

三、债券市场跟踪：债市出现回暖修复

（一）核心观点：股债跷跷板现象展现

本周债券市场有所回暖，在权益市场持续回落，资金量能持续收缩的情况下，股债跷跷板现象出现，债市不断吸收权益市场短期逸散的资金，形成了一定的修复力量。

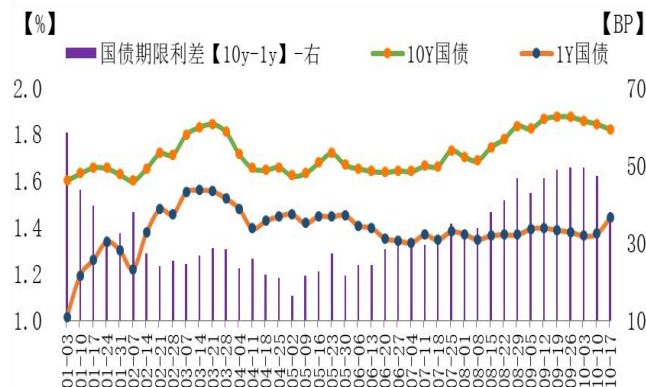
（二）债市配置建议：整体看，债市当前仍处于弱势区间，虽受益于权益市场波动引发短债走强，但长债端依旧难有表现。

图表 12：债市收益率持续回落



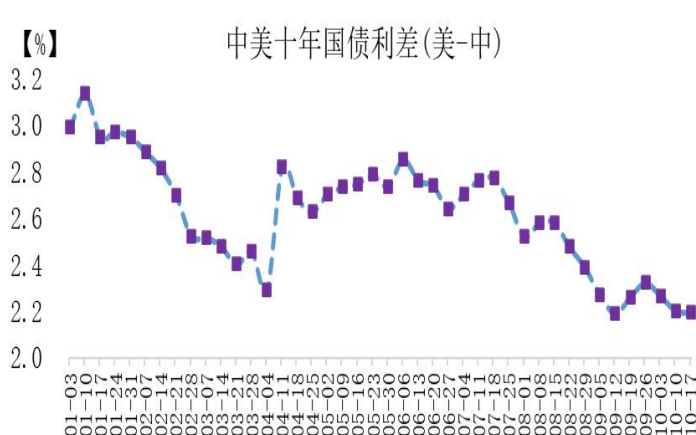
数据来源：Wind，大同证券

图表 14：国债长短期利差缩窄



数据来源：Wind，大同证券

图表 13：中美利差（10 年）回落



数据来源：Wind，大同证券

图表 15：国开债期限利差本周缩窄



数据来源：Wind，大同证券

四、商品市场跟踪：商品市场维持震荡

（一）核心观点：贵金属再创新高

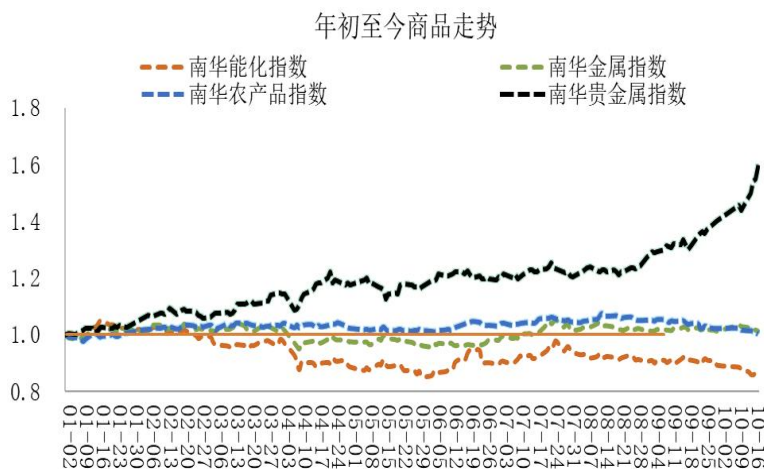
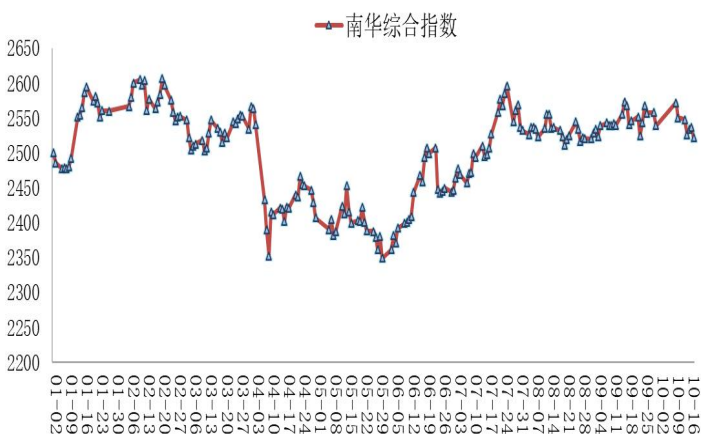
本周，商品市场再度维持震荡趋势，其中，在地缘政治趋于稳定后，原油价

格持续回落，再度拉动商品市场走低，而贵金属价格一骑绝尘，受全球经济悲观预期，叠加美国政策不确定性提升影响，黄金、白银价格悉数走强。避险属性和投资属性双双支撑黄金价格创出新高。向后看，短期以黄金为主的贵金属价格出现滞涨情况，或可能出现短暂回落，但中长期在美元脱钩逻辑下，黄金依然有望持续上行。

(二) 商品配置建议：黄金短期建议维持仓位，中长期仍需持续观望。

图表 16：商品市场维持震荡

图表 17：贵金属再创新高



数据来源：Wind，大同证券

数据来源：Wind，大同证券

五、风险提示

热门板块突发利空、政策落地不及预期

大同证券投资评级的类别、级别定义：

类别	级别	定义
股票评级	强烈推荐	预计未来 6~12 个月内，股价表现优于市场基准指数 20% 以上
	谨慎推荐	预计未来 6~12 个月内，股价表现优于市场基准指数 10%~20%
	中性	预计未来 6~12 个月内，股价波动相对市场基准指数 -10%~+10%
	回避	预计未来 6~12 个月内，股价表现弱于市场基准指数 10% 以上
	“+” 表示市场表现好于基准，“-” 表示市场表现落后基准	

类别	级别	定义
行业评级	看好	预计未来 6~12 个月内，行业指数表现强于市场基准指数
	中性	预计未来 6~12 个月内，行业指数表现跟随市场基准指数
	看淡	预计未来 6~12 个月内，行业指数表现弱于市场基准指数

注 1：公司所处行业以交易所公告信息为准

注 2：行业指数以交易所发布的行业指数为主

注 3：基准指数为沪深 300 指数

分析师声明：

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为注册分析师，保证报告所采用的相关资料及数据均为公开信息。

本报告准确客观反映了作者本人的研究观点，结论不受第三方授意或影响。在研究人员所知情的范围内本公司、作者以及财产上的利害关系人与所评价或推荐的证券不存在利害关系。本报告采用的研究方法均为定性、定量相结合的方法，本报告所依据的相关资料及数据均为市场公开信息及资料（包括但不限于：Wind/同花顺 iFind/国家统计局/公司官网等），做出的研究结论与判断仅代表报告发布日前的观点，具备一定局限性。

免责声明：

本报告由大同证券有限责任公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告所载资料的来源及观点皆为公开信息，但大同证券不能保证其准确性和完整性，因此大同证券不对因使用此报告的所载资料而引致的损失负任何责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

市场有风险，投资需谨慎。此报告仅作参考，并不能依靠此报告以取代独立判断。本报告仅反映研究员的不同设想，见解及分析方法，并不代表大同证券有限责任公司。

特别提示：

- 1、投资者应自主做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。
- 2、未经允许投资者不得将证券研究报告转发给他人。
- 3 投资者需慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

版权声明：

本报告版权为大同证券有限责任公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用需注明出处为大同证券研究部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

分析师承诺：

本人、本人配偶及本人的利害关系人与报告内容所涉标的公司不涉及利益冲突。