



上海证券
SHANGHAI SECURITIES

日期： 2025年10月14日

分析师： 张河生

Tel: 021-53686158

E-mail: zhanghesheng@shzq.com

SAC 编号: S0870523100004

相关报告：

《权益慢牛不息，金价上涨催化延续》

——2025 年 09 月 30 日

《高风险偏好有望维持》

——2025 年 09 月 22 日

《A 股与黄金或横盘震荡，看多债市》

——2025 年 09 月 16 日

不确定性仍存，避险情绪提升

——固收&宏观周报（20250929-20251012）

■ 主要观点

美股三大指数下跌，恒生指数上涨。

过去两周（20250929-20251012），纳斯达克、标普 500 指数与道琼斯工业平均指数分别变化-1.24%、-1.37%与-1.66%，纳斯达克中国科技股指数变化 0.29%；同时期恒生指数变化 0.62%。

A 股多数板块上涨。

过去两周（20250929-20251012）wind 全 A 指数变化 1.63%，中证 A100、沪深 300、中证 500、中证 1000、中证 2000 与 wind 微盘股分别变化 1.60%、1.47%、2.17%、1.84%、1.10%与 2.05%。

从板块风格看，沪市中蓝筹、成长均上涨：上证 50 与科创板 50 分别变化 1.15%与 0.13%；深市蓝筹上涨，成长下跌：深证 100 与创业板指数分别变化 0.52%与-1.21%；北证 50 指数变化-1.44%。

大多数行业上涨，有色、钢铁等领涨。

从行业表现看，30 个中信行业 25 个行业上涨，5 个行业下跌。领涨的行业为有色、钢铁、基础化工与建材，过去两周涨幅大于 4.0%。

过去两周利率债价格上涨，绝大多数期限品种收益率下降。

过去两周（20250929-20251012）10 年期国债期货主力合约较 2025 年 9 月 28 日上涨 0.28%。从现券来看，10 年国债活跃券收益率较 2025 年 9 月 28 日下降 5.75BP 至 1.8206%；从曲线形态看，除 30 年期限外，其余期限品种收益率均下跌，曲线更为陡峭。

资金价格有所下降，央行公开市场操作净回笼。

资金价格有所下降，截至 2025 年 10 月 11 日 R007 为 1.4120%，较 2025 年 9 月 28 日下降 22.60 BP；DR007 为 1.3945%，下降 16.11 BP，两者利差收窄。

公开市场操作方面（逆回购操作与央票互换），央行过去两周（20250929-20251012）净回笼 14464 亿元。

债市杠杆水平下降。

当前 7 天资金成本低于 5 年期限品种国债收益率，5Y、10Y 与 30Y 的国债收益率与 IRS007 的差额截至 2025 年 10 月 11 日分别为 17.94、42.06 与 83.28 BP。债市杠杆水平下降，银行间质押式回购成交量（5 日均值）由 2025 年 9 月 28 日的 6.35 万亿元变为 2025 年 10 月 11 日

的 5.61 万亿元。

美债收益率下降，曲线整体下移。

过去两周（20250929-20251012）美债收益率下降，截至 2025 年 10 月 11 日，10 年美债收益率较 2025 年 9 月 26 日下降 15 BP 至 4.05%；从曲线形态看，过去两周（20250929-20251012）各期限品种收益率下降，曲线下移明显。

美元升值，黄金上涨。

过去两周（20250929-20251012）美元指数提升 0.64%，美元兑欧元、英镑与日元分别变化 0.73%、0.37% 与 1.11%。美元兑离岸、在岸人民币有升有降：美元兑离岸人民币汇率提升 0.09% 至 7.1478，美元兑在岸人民币汇率下降 0.16% 至 7.1232。

过去两周（20250929-20251012）黄金上涨，伦敦金现货价格上涨 5.43% 至 3974.50 美元/盎司；COMEX 黄金期货价格上涨 6.75% 至 3986.20 美元/盎司。国内黄金价格上涨，上海金现上涨 5.23% 至 897.63 元/克，期货上涨 5.56% 至 900.00 元/克。

中国稀土出口管制主要针对军用用途物项，民用用途、合规的物项将被予以许可。

中国商务部 2025 年 10 月 9 日发布两项关于加强稀土相关物项出口管制的公告，对含有中国成分的部分境外稀土相关物项以及稀土相关技术实施出口管制。出台这个公告的原因是部分境外组织和个人将原产中国的稀土管制物项直接或者加工后再转移、提供给有关组织和个人，直接或间接用于军事等敏感领域，对中国国家安全和利益造成重大损害或潜在威胁。

需要注意的是，对于符合相关规定的，中国政府将予以许可；对于最终用途为紧急医疗、应对公共卫生突发事件、自然灾害救助等人道主义救援的出口，将豁免申请许可。此外，考虑到各利益相关方履行既有商业合同及满足合规要求等实际需要，本政策设置了合理的过渡期。

后续来看，中国政府将依法依规开展许可审查，对符合规定的申请予以许可，同时，积极考虑适用通用许可、许可豁免等多种便利化措施，有效促进合规贸易。中国的出口管制不是禁止出口，只要是用于民用用途的、合规的出口申请，都可以获得批准，相关企业无须担心。

美国威胁加征 100% 关税，中国商务部回应。

美东时间 10 月 10 日，美方宣布，针对中方采取的稀土等相关物项出口管制，将对中方加征 100% 关税，并对所有关键软件实施出口管制。

中国商务部就此事件也做出回应，表示“对于关税战，中方的立场是一贯的，我们不愿打，但也不怕打”、“如果美方一意孤行，中方也必将坚决采取相应措施，维护自身正当权益”。

我们认为美国后续是否真的加征 100% 关税尚有不确定性，如果 100% 关税落地中国，中国可能进行反制。

加征关税尚有不不确定性，对 A 股冲击或不及 4 月初。

与 4 月初对等关税不一样的是当时是直接加征关税，中美相互升级，目前并未正式实施。我们认为 100% 关税未必会正式落地，因此此次事件对市场的冲击不如 4 月初。

由于当时美国股市正在交易中，价格已经反映此次事件冲击，10 月 10 日美股三大指数跌幅在 1.90-3.60% 之间，而 4 月 3 至 4 日，美股三大指数跌幅在 9.40-11.80% 之间。

对于 A 股来说，4 月初那次 A 股下跌主要发生在中美相互加征关税不断升级态势阶段：4 月 7 日，上证指数下跌 7.34%，wind 全 A 指数下跌 9.26%。而此次美国尚未正式加征关税我们认为也可能对 A 股产生一定的负面冲击，但是幅度也会小于 4 月初那次。

我们认为 A 股短期可能有所波动，但是结构性机会仍然存在，我们建议关注黄金、稀土、AI、算力、储能、固态电池、创新药等。

黄金继续看多，债市转多。

对于黄金而言，4 月初外盘黄金一度大跌，我们认为可能是部分投资者被迫卖出黄金换取流动性。但是考虑到此次美股跌幅有限，外盘黄金并没有大量被迫卖出的情形，价格并未大跌，我们认为内盘黄金大概率继续上涨。

债市方面，我们认为避险情绪提升对于债市是利好，尤其是当前绝对收益率处于近期的高位，例如 10 年国债收益率位于 1.80% 以上，具备较好的配置价值。

■ 风险提示

稳增长政策不及预期；
中美贸易冲突加剧；
中东地缘冲突存在大幅升级的可能；

国内降息落空或者时间点滞后。

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资格或相当的专业胜任能力，以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告，并保证报告采用的信息均来自合规渠道，力求清晰、准确地反映作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响。此外，作者薪酬的任何部分不与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

公司业务资格说明

本公司具备证券投资咨询业务资格。

投资评级体系与评级定义

股票投资评级：	分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据公司基本面及（或）估值预期以报告日起 6 个月内公司股价相对于同期市场基准指数表现的看法。	
	买入	股价表现将强于基准指数 20% 以上
	增持	股价表现将强于基准指数 5-20%
	中性	股价表现将介于基准指数±5%之间
	减持	股价表现将弱于基准指数 5% 以上
	无评级	由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级
行业投资评级：	分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据行业历史基本面及（或）估值对所研究行业以报告日起 12 个月内的基本面和行业指数相对于同期市场基准指数表现的看法。	
	增持	行业基本面看好，相对表现优于同期基准指数
	中性	行业基本面稳定，相对表现与同期基准指数持平
	减持	行业基本面看淡，相对表现弱于同期基准指数

相关证券市场基准指数说明：A 股市场以沪深 300 指数为基准；港股市场以恒生指数为基准；美股市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。

投资评级说明：

不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准，投资者应区分不同机构在相同评级名称下的定义差异。本评级体系采用的是相对评级体系。投资者买卖证券的决定取决于个人的实际情况。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，投资者不应以分析师的投资评级取代个人的分析与判断。

免责声明

本报告仅供上海证券有限责任公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告版权归本公司所有，本公司对本报告保留一切权利。未经书面授权，任何机构和个人均不得对本报告进行任何形式的发布、复制、引用或转载。如经过本公司同意引用、刊发的，须注明出处为上海证券有限责任公司研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

在法律许可的情况下，本公司或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券或期权并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供多种金融服务。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见和推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值或投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见或推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告中的内容和意见仅供参考，并不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负责，投资者据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或关联机构无关。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为投资决策的唯一参考因素，也不应当认为本报告可以取代自己的判断。