



上海证券
SHANGHAI SECURITIES

日期： 2025年10月20日

分析师： 张河生

Tel: 021-53686158

E-mail: zhanghesheng@shzq.com

SAC 编号: S0870523100004

相关报告:

《不确定性仍存，避险情绪提升》

——2025 年 10 月 14 日

《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

中美经贸关系缓和，重要会议护航

——固收&宏观周报（20251013-20251019）

■ 主要观点

美股三大指数上涨，恒生指数下跌。

过去一周（20251013-20251019），纳斯达克、标普 500 指数与道琼斯工业平均指数分别变化 2.14%、1.70%与 1.56%，纳斯达克中国科技股指数变化-7.27%；同时期恒生指数变化-3.97%。

A 股普跌，黄金、银行、煤炭等领涨。

过去一周（20251013-20251019）wind 全 A 指数变化-3.45%，中证 A100、沪深 300、中证 500、中证 1000、中证 2000 与 wind 微盘股分别变化-2.44%、-2.22%、-5.17%、-4.62%、-4.15%与-1.61%。

从板块风格看，沪市中蓝筹、成长均下跌：上证 50 与科创板 50 分别变化-0.24%与-6.16%；深市蓝筹、成长均下跌：深证 100 与创业板指数分别变化-4.48%与-5.71%；北证 50 指数变化-4.91%。

从行业表现看，30 个中信行业 4 个行业上涨，26 个行业下跌。领涨的行业为银行与煤炭，过去一周涨幅大于 4.0%。从 ETF 表现来看，黄金、银行、煤炭 ETF 表现领先，周涨幅在 4%以上。

过去一周国债期货价格上涨，各期限国债收益率有涨有跌。

过去一周（20251013-20251019）10 年期国债期货主力合约较 2025 年 10 月 10 日上涨 0.29%。从现券来看，10 年国债活跃券收益率较 2025 年 10 月 11 日提升 0.40 BP 至 1.8246%；从曲线形态看，各期限品种收益率有涨有跌。

资金价格有所提升，央行公开市场操作净回笼。

资金价格有所提升，截至 2025 年 10 月 17 日 R007 为 1.4685%，较 2025 年 10 月 11 日提升 5.65 BP；DR007 为 1.4085%，提升 1.40 BP，两者利差走阔。

公开市场操作方面（逆回购操作与央票互换），央行过去一周（20251013-20251019）净回笼 2319 亿元。

债市杠杆水平提升。

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 17 日分别为 10.99、34.46 与 72.02 BP。债市杠杆水平提升，银行间质押式回购成交量（5 日均值）由 2025 年 10 月 11 日的 5.61 万亿元变为 2025 年 10 月 17 日

的 8.04 万亿元。

美债收益率下降，曲线整体下移。

过去一周（20251013-20251019）美债收益率下降，截至 2025 年 10 月 17 日，10 年美债收益率较 2025 年 10 月 10 日下降 3 BP 至 4.02%；从曲线形态看，过去一周（20251013-20251019）各期限品种收益率下降，曲线整体下移。

美元贬值，黄金上涨。

过去一周（20251013-20251019）美元指数下降 0.27%，美元兑欧元、英镑与日元分别变化-0.29%、-0.55%与-0.39%。美元兑离岸、在岸人民币有升有降：美元兑离岸人民币汇率下降 0.29%至 7.1269，美元兑在岸人民币汇率提升 0.05%至 7.1265。

过去一周（20251013-20251019）黄金上涨，伦敦金现货价格上涨 6.30%至 4224.75 美元/盎司；COMEX 黄金期货价格上涨 6.24%至 4234.90 美元/盎司。国内黄金价格上涨，上海金现上涨 11.09%至 997.17 元/克，期货上涨 10.91%至 998.20 元/克。

新一轮中美经贸磋商有望缓和中美经贸关系。

10 月 18 日，国务院副总理何立峰与美国财政部长贝森特和贸易代表格里尔举行视频通话，同意尽快举行新一轮中美经贸磋商。我们认为新一轮经贸磋商有望缓和中美经贸关系，有助于提升投资者风险偏好。

重要会议护航，A 股有望回暖。

展望后市，中美经贸关系趋于缓和，叠加二十届四中全会于 10 月 20 日至 23 日在北京召开，我们认为投资者风险偏好有望回暖，A 股有望企稳，结构性机会值得挖掘，我们建议关注黄金、稀土、AI、算力、储能、固态电池、创新药等。

黄金短期波动可能性加大，长期向好态势不变。

对于黄金而言，过于一周内盘黄金涨幅明显高于外盘金，存在超涨现象，我们认为内盘黄金短期可能有所波动，但是长期向上趋势仍未改变。

债市具备配置价值。

债市方面，我们认为债市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 $\pm 5\%$ 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。