长城财富投研周报

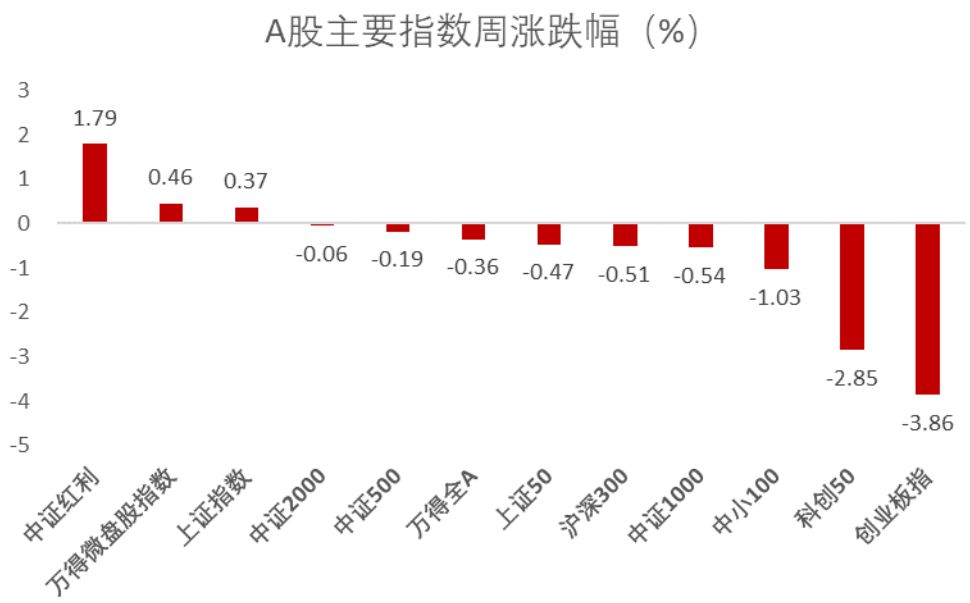
2025 年第 40 周 10 月 13 日星期一

一、 核心观点

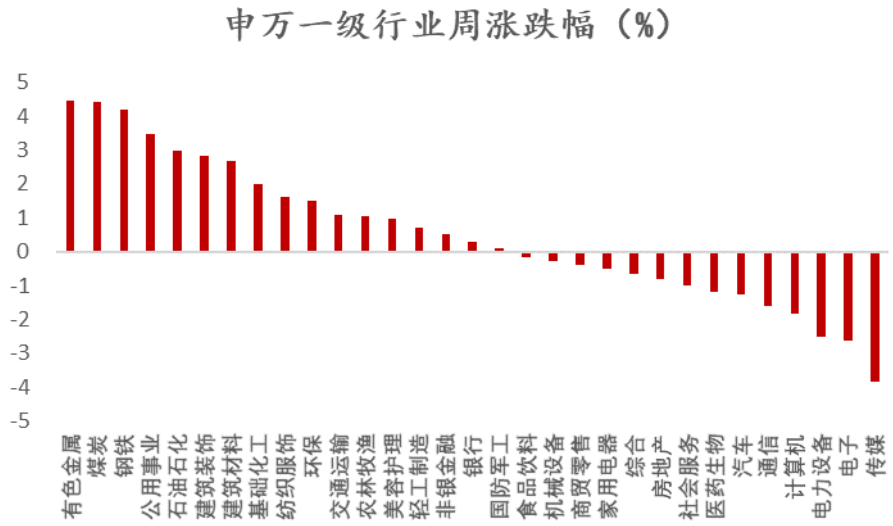
在美国于 2025 年 4 月 2 日推出“对等关税”之后，上证指数于下一个交易日（2025 年 4 月 7 日）下跌 7%，随后本轮 A 股突破行情就此打开，从低点收盘的 3096 点到现在的 3900 附近，当时的恐慌冲击事后看反而造就了年内最具性价比的黄金买入区间，成为行情的启动信号。2025 年 10 月 10 日事件谈判意味更浓，本质上反映中国在稀土等关键资源上的战略主动——这或意味着本次冲击的实质性影响更小。因此，上一轮冲击没有击倒的行情，本次或将延续。当前市场主线不具备全面切换条件，后续核心主线仍是科技，仍建议把握科技+PPI 双轮驱动：（1）切换的时间和空间需谨慎，不会很持续。价值、央国企成为近两日稳定指数的重要部分，但全面切换并不一定。当前处于重要宏观窗口，存在博弈基建、建材等方向的交易是正常现象，且当前确实存在稳定指数的需求，并不代表主线就此形成；（2）当前风格切换反映了市场的再均衡过程；但过去数月间的指数上涨行情中，除了科技外制造类、周期类均有不错的涨幅，整体已较为均衡，可切换方向较窄。（3）缩量调整时谈全面切换，言之尚早。当前的切换或更多出于防守思维。

二、 上周市场复盘

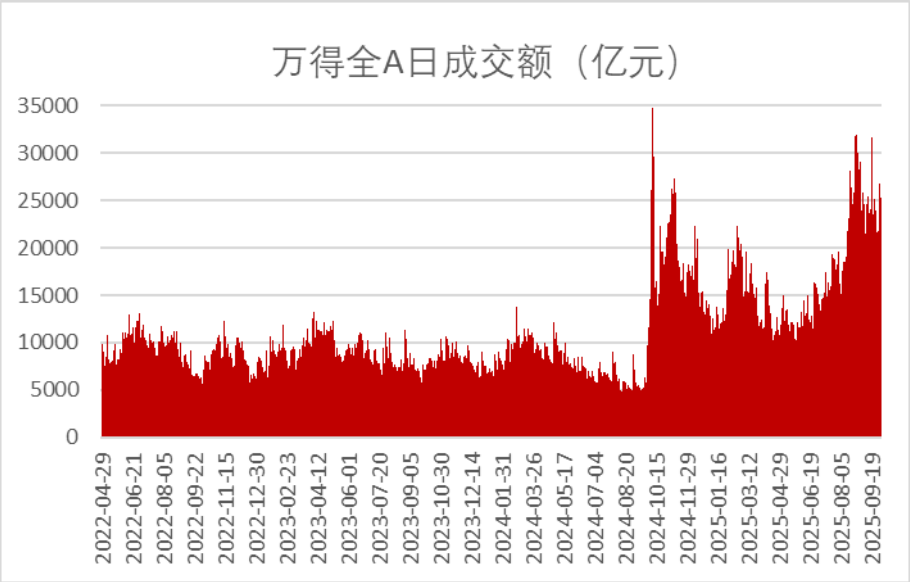
节后首周 A 股主要宽幅多数下跌，上证指数涨 0.37%收报 3897.03 点，科创 50 跌 2.85%、创业板指跌 3.86%跌幅较大，中证 1000 涨 1.79%、微盘股涨 0.46%领涨。



分行业看，上周一级行业涨跌互现，有色金属、煤炭、钢铁等周期板块涨幅超 4%领涨，电力设备、电子、传媒跌幅较大。



节后首周市场情绪大幅上行，万得全 A 日均成交额为 26029.82 亿元，环比增加 4152.89 亿元。



三、 宏观及主要新闻事件

上周重要新闻、事件：

10 月 6 日，**AI|OpenAI 在周一的开发者日上宣布 ChatGPT 开始内置第三方应用程序**，开发者即日开始可以使用新版 Apps SDK 来构建这些应用。OpenAI 首席执行官奥尔特曼也在发布会透露，目前 ChatGPT 周活跃用户数已达 8 亿。此外，OpenAI 公布了应用程序接口（API）的多项更新，包括**推出最新语言模型 GPT-5 Pro 以及全新视频生成模型 Sora 2。OpenAI 和 AMD 宣布达成一项价值数百亿美元的合作协议，共同开发基于 AMD 处理器的 AI 数据中心**，这是迄今为止对行业领军企业英伟达构成的最直接挑战。根据协议，AMD 将在为期四年的协议中，向 OpenAI 提供数十万块人工智能芯片，后者

从明年开始将首先购买 MI450 芯片。此外，OpenAI 获得 AMD 认股权证，允许其以每股 1 美分的价格收购这家晶片制造商最多 10%的股份。AMD 首席执行官苏姿丰表示，这笔交易将在未来五年内为这家芯片公司带来数百亿美元的新收入。

10 月 8 日，**海外|美联储公布 9 月会议纪要显示，美联储官员在上个月的政策会议上表现出今年进一步降息的意愿，不过多位官员因通胀担忧而持谨慎态度。**多数与会者认为，在今年余下时间进一步放宽政策可能是合适的。不过，会议纪要也显示，大多数官员强调其通胀预期面临上行风险。与会者普遍预计，在适当货币政策下，短期内通胀将保持在较高水平，随后逐步回落至 2%。

10 月 9 日，**稀土|商务部发布公告，宣布对境外相关稀土物项和稀土相关技术实施出口管制**，并将反无人机技术公司等 14 家外国实体列入不可靠实体清单。商务部还会同海关总署连发 4 则公告，宣布对超硬材料、部分稀土设备和原辅料、部分中重稀土、锂电池和人造石墨负极材料等相关物项实施出口管制。

10 月 10 日，**贸易战|中方宣布针对美对华造船等行业 301 调查限制措施实施反制，决定将于 10 月 14 日起对涉美船舶收取船舶特别港务费。**中方强调，相关反制措施旨在维护国际航运和造船市场的公平竞争环境，是“正当防卫”行为。敦促美方立即纠正错误做法，停止对中国海运业的无理打压。

10 月 12 日，**芯片|闻泰科技发表声明称，荷兰政府以莫须有的“国家安全”为由，对安世半导体实施全球运营冻结**，是基于地缘政治偏见的过度干预，而非基于事实的风险评估。安世半导体个别外籍管理层试图通过法律程序强行改变安世半导体股权结构，其诉求与荷兰政府指令高度联动，本质是借政治压力剥夺股东权利、颠覆公司合法治理结构。公司对此类以“合规”为名、行夺权之实的行为予以谴责。此前荷兰政府要求闻泰科技的控股子公司安世不得对资产、知识产权等进行调整，为期一年。

上周主要经济金融数据及事件：

国家外汇管理局公布，中国 9 月末外汇储备 33386.58 亿美元，较 8 月末上升 165 亿美元；9 月末黄金储备为 7406 万盎司，环比增加 4 万盎司，连续第 11 个月增持黄金。

国庆中秋假期国内出游总花费 8090.06 亿元，较 2024 年国庆节假日 7 天增加 1081.89 亿元。全国消费相关行业日均销售收入同比增长 4.5%。其中，商品消费和服务消费同比分别增长 3.9%和 7.6%，数码产品、汽车消费增长较快。

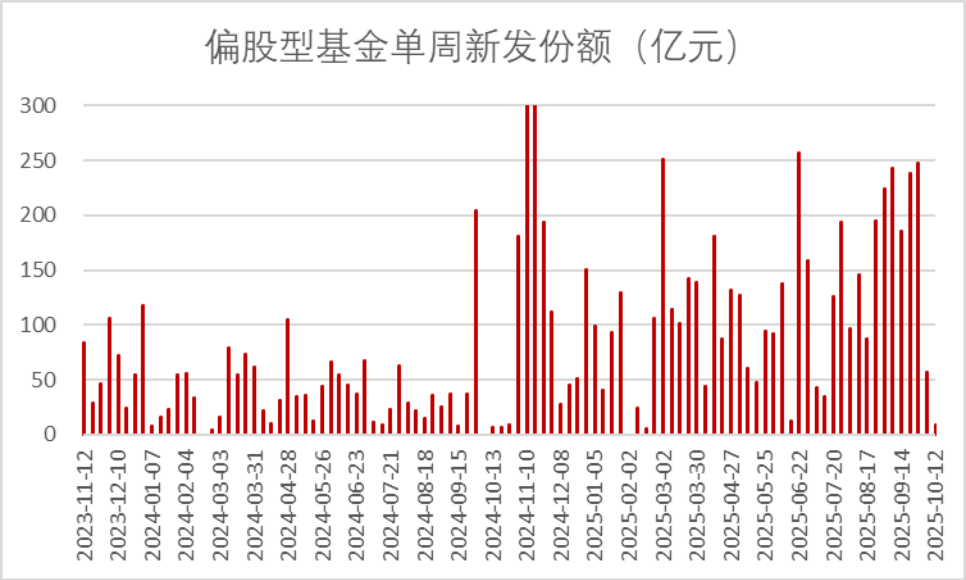
COMEX 黄金结算价从 10 月 9 日的 3,972.60 美元/盎司升至 10 月 10 日的 4,000.40 美元/盎司；伦敦现货黄金价格从 10 月 9 日的 4,019.25 美元/盎司降至 10 月 10 日的 3,974.50 美元/盎司

COMEX 白银结算价从 10 月 9 日的 47.16 美元/盎司升至 10 月 10 日的 47.25 美元/盎司；伦敦现货白银价格从 10 月 9 日的 4,970.50 美元/盎司升至 10 月 10 日的 5,076.00 美元/盎司。

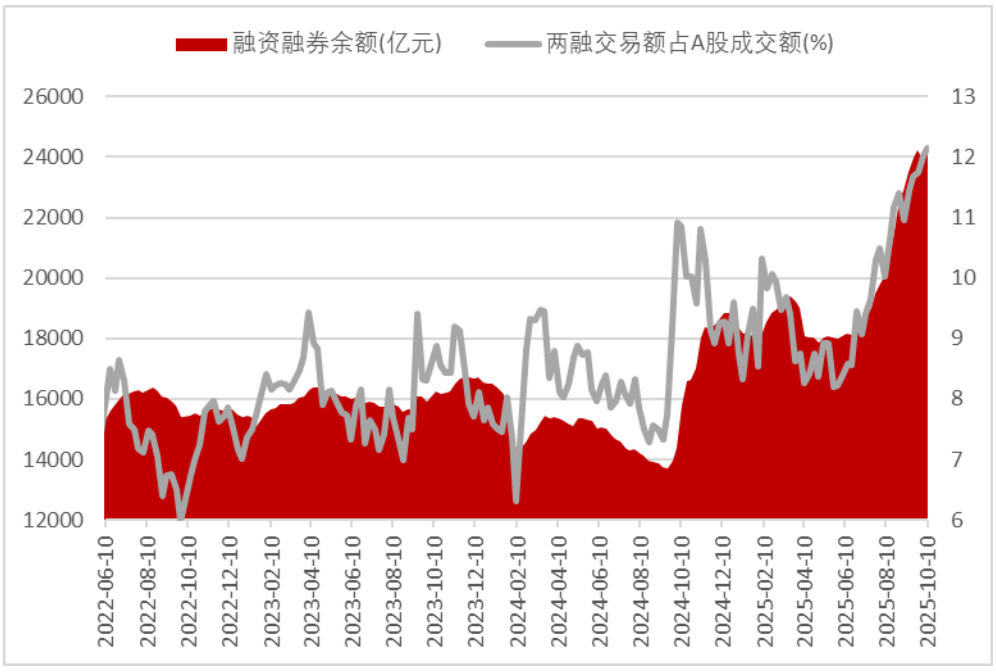
四、 市场流动性

银行间市场流动性：上周央行公开市场共开展了 11370 亿元逆回购操作，累计净回笼 15263 亿元。资金价格同步回落，隔夜回购加权利率下行 21.57 个 bp 至 1.3174%，10 年国债到期收益率下行 3.99 个 bp 至 1.8206%。

新发偏股公募基金：上周新成立偏股型公募基金新发规模为 8.68 亿元，环比减少 48.85 亿元。



融资融券：上周两融余额环比多增 476.18 亿元至 24417.76 亿元，创历史新高。两融周成交额 6319.01 亿元，占期间 A 股成交额比为 12.14%，创 20 年 7 月以来新高，环比提高 0.11 个百分点。



五、 估值性价比跟踪

风险溢价率：上周沪深 300 市盈率环比上行、十年期国债收益率小幅下降，风险溢价率指标（1/沪深 300 市盈率 - 十年期国债收益率）环比持平，处于历史均值-2 标准差卖点上方位置。