



分析师：陶川

执业证号：S0100524060005

邮箱：taochuan@glms.com.cn

分析师：邵翔

执业证号：S0100524080007

邮箱：shaoliang@glms.com.cn

➤ **今天在韩国进行的高层会晤，让市场跌宕起伏，但是最终的结果是好的。**用一句话概括本次的会晤，即让缓和的时间更长一点，让风险发生的门槛更高一点，用一年的时间尽量达成中美全面贸易协议。从结果和详讯来看，中美会谈的结果是建设性的，而对于面临美国焦头烂额局面（政府关门、司法挑战和游行不断）的特朗普而言，也急需处理好与中国的关系，缓解美国国内面临的压力。

➤ **对市场而言，今天的波动很大。**开始时因为双方会谈时间偏短，暂时无新闻发布会、无联合声明，市场情绪由乐观转向悲观；后续随着协议的内容逐步浮出水面，并且基本符合预期，市场开始反转；不过整体而言，由于前期过于乐观的预期以及“卖事实”的交易习惯，风险资产整体还是走低的。

➤ 那么今天的协议究竟如何？

➤ **整体而言中国主动的色彩可能更浓一些。**会谈达成了为期一年的缓和协议，这本身就耐人寻味：不是之前的 90 天一续，而是延期 1 年，和明年美国中期选举基本重合，这样能避免选举年双方紧张的关系延伸到经贸问题上。具体而言，在这一年里：

➤ **首先，**中国将暂缓 10 月出台的稀土等物项的出口管制新规，相应的美方暂停 9 月 29 日出台的出口管制 50% 股权穿透性规则，这一点上是有些超预期的。

➤ **其次，**非常重要的一点在于美国对中国芬太尼关税下调了 10%，而中方也表态将相应调整针对美方上述关税的反制措施——包括取消今年对美国大豆加征的 10% 的关税，为大规模进口美国大豆创造条件。

➤ **最后，**特朗普期待明年早些时候访华（可能在明年 4 月，基本符合预期），并且邀请习近平主席访问美国。

➤ **除此之外，**中美双方暂停相互之间额外航运费的征收，继续暂缓 24% 的对等关税，以及妥善推进 TikTok 交易，这些基本都是意料之中的内容。

➤ **而美国单方面还透露一些谈判的细节：**例如市场比较关注的芯片问题，双方也有所讨论，但不涉及 Blackwell 等高端芯片，这一点不及市场乐观预期；例如中国进口美国大豆的规模问题，根据美国财长贝森特透露，今年可能有 1200 万吨，未来三年每年或达到 2500 万吨。

➤ 如何去看待高层会晤的标志性意义？

➤ 首先，虽然最终达成了关税和管制的暂缓，但无论如何，**暂缓不等于解决，只是缓和了当前的主要矛盾，把问题交给时间；**

➤ 其次，这是两国领导人在这一任期内的第一次会晤，第一次往往份量会更足，这意味着**中美之间缓和期的时间会更长些；**有了基本的共识框架，**解决相关问题的摩擦会更小些；**

➤ 第三，**元首会晤也开启了下一轮中美周期——**从现在到明年早些时候特朗普

相关研究

1. 美联储政策观察：10 月议息：降息外的宽松信号-2025/10/29

2. “十五五”规划系列报告（七）：提高消费率：愿景路径各几何？-2025/10/29

3. “十五五”规划《建议》点评：“十五五”建议稿：哪些新热度？-2025/10/28

4. 2025 年 9 月工业企业利润点评：利润高增可持续性几何？-2025/10/27

5. 中美贸易谈判点评：马来西亚谈判的微妙信号-2025/10/26

可能访华。

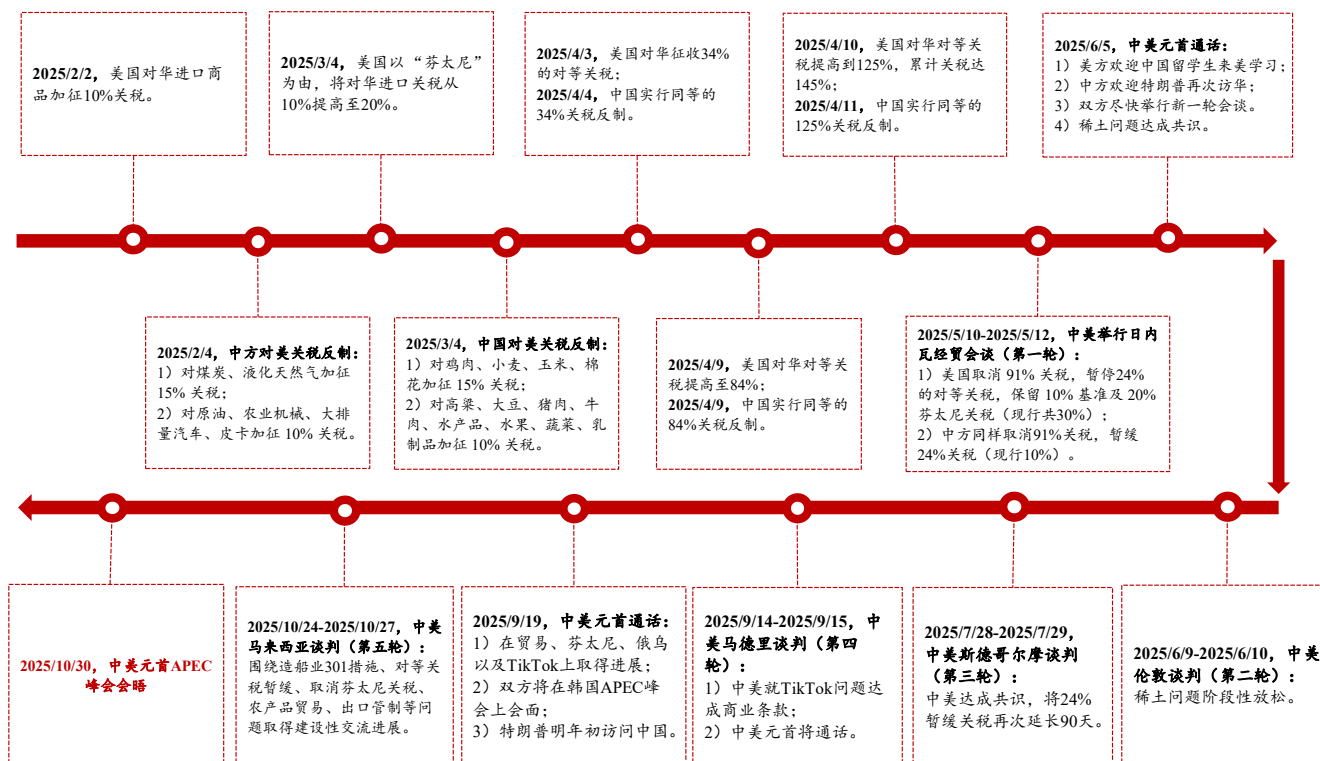
➤ 综上，中美博弈的前半段以大豆进口和芬太尼关税为抓手，双方能保持基本的缓和，着手解决问题；后半段则以特朗普访华、全面贸易协议为目标，双方可能展开新一轮博弈。

➤ **最后，总结今年以来的教训**，从市场角度，特朗普除了“TACO 交易”，还有“反向 TACO 交易”：事先渲染和宣传很积极，结果却往往不尽人意。

➤ 从资产角度，短期内以美股为代表的权益资产需要挤出前期对超预期内容的乐观定价，消化美联储的宽松分歧，或助力贵金属在本轮调整中筑底。

➤ **风险提示：**美国经贸政策大幅变动；关税扩散超预期，导致全球经济超预期放缓、市场调整幅度加大。

图1：中美关系发展重要时间点



资料来源：财政部，商务部，央视网，新浪等，民生证券研究院总结绘制

图2：中美制裁措施放缓

中美制裁和反制措施一览			
时间	美国政策	当前状态	中国反制政策
2017/3/4	征收20%芬太尼关税	10%生效, 10%取消	对部分能源、农产品征收10-15%的反制关税; 将美国实体列入出口管制名单和不可靠实体清单
2017/4/10	征收125%对等关税	91%取消, 24%暂缓, 10%生效	征收125%全面反制关税; 将美国实体列入出口管制名单; 加强稀土出口管制; 对美医用CT球管等反倾销调查
2017/4/17	对中国船舶加收港口服务费	暂缓	对美船舶收取船舶特别港务费; 反制韩国造船企业5家美国子公司
2017/9/29	发布出口管制50%股权穿透规则	暂缓	对稀土等材料加强出口管制

资料来源：商务部，交通运输部，腾讯等，民生证券研究院整理

图3：中美谈了哪些内容？

中美谈了什么内容	
类别	内容
对等关税	双方暂缓24%的对等关税一年（符合预期）
芬太尼	美国对华芬太尼关税降低10%（符合预期）
出口管制	中方将暂停实施10月9日公布的相关出口管制等措施一年（符合预期）；美方将暂停9月29日公布的出口管制50%穿透性规则一年（超预期）
造船调查	美方暂停对华海事、物流和造船业301调查措施一年，中方也将相应暂停实施针对美方的反制措施（符合预期）
Tiktok和投资	美方在投资等领域作出积极承诺，中方将与美方妥善解决Tiktok相关问题（符合预期）
芯片贸易	双方讨论了芯片出口问题，但不涉及Blackwell等高端芯片（不及市场乐观预期）
俄乌问题	双方将合作推进俄乌问题（符合预期）
高层互访	特朗普期待明年早些时候访华（符合预期），并邀请总书记访美（符合预期）

资料来源：新华社，路透，腾讯等，民生证券研究院整理

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、不因、也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

评级说明

投资建议评级标准		评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	公司评级	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
		谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
		中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
		回避	相对基准指数跌幅 5%以上
	行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
		中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
		回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑获取本报告的机构及个人的具体投资目的、财务状况、特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，进行独立评估，并应同时考量自身的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代自身的独立判断。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市虹口区杨树浦路 188 号星立方大厦 7 层； 200082

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：深圳市福田区中心四路 1 号嘉里建设广场 1 座 10 层 01 室； 518048