

2025 年 10 月 18 日

纠结期或并不长，发令枪响或再突破

策略研究团队

——投资策略周报

韦冀星（分析师）

weijixing@kysec.cn

证书编号：S0790524030002

● 中美关系变化的原因

我们认为，特朗普突然“发难”的核心原因主要为 2：（1）10 月 9 日，我国商务部再度发文收紧稀土出口政策，将在 12 月 1 日开始实行新出口管制，稀土出口管控令美国高端制造“卡脖子”，补库存迫在眉睫；（2）中美关税摩擦缓和期将于 11 月 10 日到期，特朗普提前出手，或意在扰乱中国节奏，与此同时也向第三方国家施压示范，尤其是近期与美国在谈判的国家。

● 中国资本市场向好的核心要素并未被破坏，发令枪响或再突破

（1）中美关系的阶段性波动往往能创造买点。在美国于 2025.4.2 推出“对等关税”之后，上证指数于下一个交易日（2025.4.7）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。

（2）当前位置较 4.7 位置更高，是否更危险？我们认为不要过于担心：①2025.10.10 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。②本轮自 4.7 以来的突破行情的核心驱动力主要来自于国内中微观的积极信号频繁，包括中央汇金带来的底气，政策对资本市场的支持，科技方面的创新，国内增量资金等等。因此海外要素的变化和冲击或仅带来阶段性的波动放大。从上证指数来看，这是市场在前期上涨斜率过快后的一轮“纠结期”，但在行情核心驱动力没有被破坏的情况下，市场仍有望实现后续的继续突破。

（3）科技风格是否会切换，红利是否会接力？当前的切换主要还是出于防守思维下的选择。我们判断在 10 月风险偏好拉扯的过程当中，市场会出现一定的“再平衡”，市场风格阶段性扩散，红利/顺周期可能阶段性占优，但由于牛市的核心驱动力并未遭受显著破坏，我们判断市场在等待下一个发令枪：可能是 4 中全会（十五五）或中美月底的谈判（11 月 10 日是中美关税延缓期的 DDL），当市场经过一定的“再平衡”且风险偏好恢复后，市场或仍会以科技为核心。

● 投资思路——坚定牛市信心，双轮驱动下，科技为先，PPI 交易为辅

科技内部要关注高低切：电池、电网、消费电子、游戏、军工、互联网。操作上：

（1）科技成长+自主可控：电池、电网、液冷、机器人、游戏、互联网、半导体、AI 应用、军工，此外关注与指数共振度较高的金融科技。（2）受益于“PPI 边际改善+部分低位补涨”的顺周期扩散：钢铁、化工、有色金属、建材有望受益，保险、白酒、地产或存估值修复机会。（3）具备反内卷弹性、更“广谱”方向：本轮反内卷的范围已超越传统周期品，光伏、锂电、工程机械、医疗、港股恒生互联网等部分制造与成长方向同样具备中期潜力。（4）出海结构性机会：中欧贸易关系缓和（对欧洲出口占比高品种：汽车、风电等）及小品类出海（如零食等）；（5）底仓配置：稳定型红利、黄金、优化的高股息。

● 风险提示：宏观政策超预期；全球流动性及地缘政治风险；历史不代表未来。

相关研究报告

《关税再起波折，我自巍然不动——投资策略点评》-2025.10.11

《AI 领涨全球，节后聚焦科技扩散——投资策略周报》-2025.10.7

《临近假期，机构调研热度环比下降——机构调研周跟踪》-2025.9.29

目 录

1、 中美关系变化的原因	3
2、 中国资本市场向好的核心要素并未被破坏.....	3
3、 纠结期并不长，发令枪响或再突破	5
4、 坚定牛市信心，双轮驱动下，科技为先，PPI 交易为辅	5
5、 风险提示	5

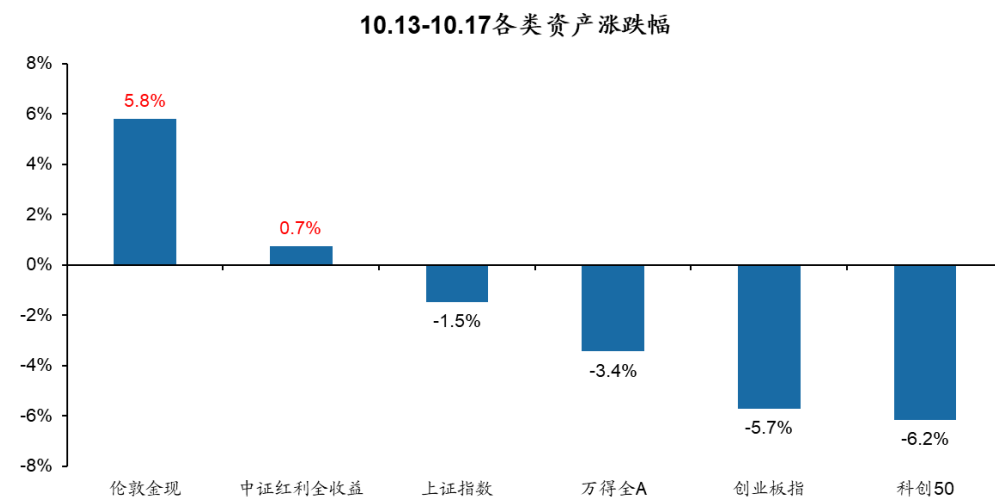
图表目录

图 1： 10.13-10.17，市场呈现出显著的“避险”特征	3
---------------------------------------	---

1、中美关系变化的原因

10月10日，特朗普通过“Truth”平台表示正考虑对中国大幅提高关税，称“中国敌意愈发浓重”。随后中国金龙指数、富时A50期货大跌，VIX恐慌指数大幅上行；万得全A于10.13-10.17一周内下跌3.4%，双创指数下跌均超5%，但黄金、红利股均上涨，市场呈现出显著的“避险”特征。

图1：10.13-10.17，市场呈现出显著的“避险”特征



数据来源：Wind、开源证券研究所

我们认为，特朗普突然“发难”的核心原因主要就两个：（1）10月9日，我国商务部再度发文收紧稀土出口政策，将在12月1日开始实行新出口管制，稀土出口管控令美国高端制造“卡脖子”，补库存迫在眉睫；（2）中美关税摩擦缓和期将于11月10日到期，特朗普提前出手，或意在扰乱中国节奏，与此同时也向第三方国家施压示范，尤其是近期与美国在谈判的国家。

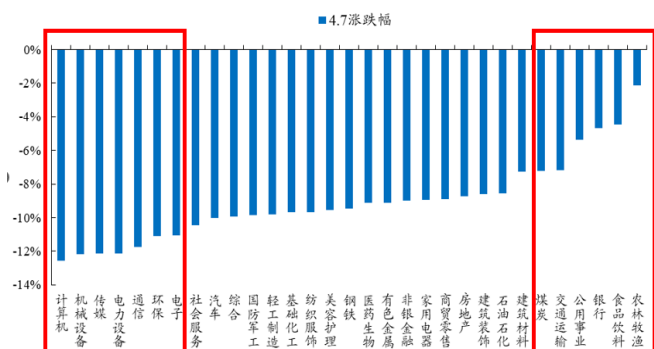
当然这件事也有另外的情绪化解读：特朗普刚刚错失了诺贝尔和平奖，以此作为撒气手段。我们认为这并不是本轮贸易关系变化的核心原因，不建议投资者在这方面进行过度解读。

2、中国资本市场向好的核心要素并未被破坏

（1）中美关系的阶段性波动往往能创造买点

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。

图2：4月7日，TMT、新能源、机械跌幅较大，消费、红利跌幅较小



数据来源：Wind、开源证券研究所

图3：4月7日后一个月，美容、军工、计算机修复力度较强



数据来源：Wind、开源证券研究所

(2) 有投资者担忧，10.10 事件发生时，上证指数的位置相较于 4.7 收盘时高了近 800 点，已累计一定涨幅，更容易受到外部冲击。我们认为不要过于担心，基于两点：

①2025 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。主动权在我，把握性更大：我们对外有更笃定的手段，对内还有中央汇金等经验丰富的国家队稳定资本市场。

②本轮自 4.7 以来的突破行情的核心驱动力主要来自于国内中微观的积极信号频繁，包括中央汇金带来的底气，政策对资本市场的支持，科技方面的创新，国内增量资金等等。因此海外要素的变化和冲击或仅带来阶段性的波动放大，但本轮行情的核心驱动力并未遭到破坏下，不能说本轮行情就此结束。

(3) 科技风格是否会切换，红利是否会接力？

近期红利占优的原因是：①外部冲击的避险需求；②科技斜率过高后催化剂的钝化。当前的切换主要还是出于防守思维下的选择。我们判断在 10 月风险偏好拉扯的过程当中，市场会出现一定的“再平衡”，市场风格阶段性扩散，红利/顺周期可能阶段性占优，但由于牛市的核心驱动力并未遭受显著破坏，我们判断市场在等待下一个发令枪：可能是 4 中全会（十五五）或中美月底的谈判（11 月 10 日是中美关税延缓期的 DDL），当市场经过一定阶段的“再平衡”且风险偏好恢复后，我们认为市场仍会以科技为核心。

对于科技的中期占优行情，我们认为本轮行情当中，科技呈现了 3 大中长期占优的因素：(1) 科技品种的相对盈利再度占优，这是中期风格占优的充分条件。类似的情况，在 2013 年、2015 年、2020-2021 年均出现过，而这三轮科技风格均实现了中期的显著占优。(2) 海外映射是本轮科技的重要支撑。(3) 全球半导体周期再次共振向上，科技大类的机会层出不穷。不同于上轮由消费电子（蓝牙耳机、汽车电子）带动，本轮新增 AI 这一高增量需求，抬高了需求天花板、延长周期、扩大受益范围。

3、纠结期或并不长，发令枪响或再突破

当前市场在“相对高位”+“不确定性提升”+“前期催化剂钝化”组合下，呈现出的是“纠结期”下的缩量观望，“农行+黄金”再创新高体现出当前市场主要是在走避险逻辑而非切换逻辑。10月已经是相对前几个月来说较为难以操作的一个月，但依然不要悲观，大趋势上，我们建议参考于2025年8月22日发布的报告《证券化率看牛市》中提到的证券化率在达到1倍之前（即总市值达到GDP），市场仍有估值抬升的空间。从上证指数来看，这是市场在前期上涨斜率过快后的一轮“纠结期”，但在行情核心驱动力没有被破坏的情况下，市场仍有望实现后续的继续突破。

4、坚定牛市信心，双轮驱动下，科技为先，PPI交易为辅

大势研判上，即便关税再起波折，我自巍然不动，从证券化率指标来看，本轮A股估值仍有上行空间。结构上，我们坚持【双轮驱动】，科技为先，PPI交易为辅。虽然市场进行全面高低切的窗口尚未到来，但我们认为科技内部需要关注高低切，关注：电池、电网、消费电子、游戏、军工、互联网。

行业配置“4+1”建议：

（1）科技成长+自主可控：电池、电网、液冷、机器人、游戏、互联网、半导体、AI应用、军工，此外关注与指数共振度较高的金融科技。

（2）受益于“PPI边际改善预期+部分低位补涨”的顺周期品种扩散：钢铁、化工、有色金属、建材有望受益，保险、白酒、地产或存估值修复机会。

（3）具备反内卷弹性、更“广谱”方向：本轮反内卷的范围已超越传统周期品，光伏、锂电、工程机械、医疗、港股恒生互联网等部分制造与成长方向同样具备中期潜力。

（4）出海结构性机会：中欧贸易关系缓和（对欧洲出口占比高品种：汽车、风电等）及小品类出海（如零食等）；

（5）底仓配置：稳定型红利、黄金、优化的高股息。

5、风险提示

宏观政策超预期变动放大市场波动。

全球流动性及地缘政治恶化风险。

测算的定价模型基于历史数据，不能代表未来。

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，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、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及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、价值及投资收入可能会波动。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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。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所引致的任何损失负任何责任。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。投资者应自主作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。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼3层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn