

10月金股组合

股票代码	股票名称
600029.SH	南方航空
600428.SH	中远海特
601233.SH	桐昆股份
002409.SZ	雅克科技
300750.SZ	宁德时代
000524.SZ	岭南控股
688249.SH	晶合集成
002916.SZ	深南电路
002241.SZ	歌尔股份
002609.SZ	捷顺科技

市场指数

指数名称	收盘价	涨跌%
上证综指	3916.23	0.10
深证成指	13086.41	(0.25)
沪深300	4618.42	0.26
中小100	8054.30	(0.65)
创业板指	3037.44	0.38

行业表现（申万一级）

指数名称	涨跌%	指数名称	涨跌%
煤炭	2.35	钢铁	(2.14)
银行	1.35	有色金属	(2.06)
食品饮料	0.97	建筑材料	(1.86)
通信	0.74	基础化工	(1.76)
医药生物	0.20	农林牧渔	(1.56)

资料来源：万得，中银证券

中银晨会聚焦-20251017

■ 重点关注

【宏观经济】前三季度进出口数据点评*陈琦 朱启兵。9月我国出口同比增速延续正增长。东盟、欧盟对9月我国出口同比增速仍有支撑。高技术产品进口仍相对活跃。

【宏观经济】9月通胀点评*张晓娇 朱启兵。9月CPI同比增速低于万得一致预期，PPI同比增速略高于万得一致预期；9月食品价格对CPI同比增速的拖累较明显，能源价格环比下降对CPI环比增速影响较大，贵金属消费价格同比增速继续上行，服务价格受季节性因素和假期错位影响环比走弱；PPI价格受“反内卷”等政策影响，连续两个月同比降幅收窄。

【宏观经济】9月金融数据点评*张晓娇 朱启兵。9月新增社融和M1同比增速好于万得一致预期，新增人民币贷款和M2增速低于万得一致预期；实体经济融资需求仍偏弱；财政支出仍较积极；居民存款搬家的趋势放缓。

【宏观经济】9月PMI数据点评*陈琦 朱启兵。9月制造业产、需环比小幅上升。9月非制造业PMI指数环比小幅下滑。金属制品业、汽车制造业景气度环比明显回升。

【策略研究】策略点评*王君 徐沛东 徐亚 高天然。即使指数震荡，内部也会有主升结构出现，最终占优的仍是“产业趋势”方向。

【固定收益】食品价格继续对冲核心通胀*张鹏 肖成哲。餐饮消费增长斜率放缓，食品低通胀或具有持续性。在股市保持强势的情景下，政策利率降息的难度可能增加。

【交通运输】中美互征港口费点评*王靖添 刘国强。针对10月14日生效的美国贸易代表办公室（USTR）对中国征收的港口费用，中国提出反制措施，宣布对美国相关船舶收取船舶特别港务费。我们认为中美互征港口费，跨太平洋航线运营成本或明显增加，航运港口及货代企业的利润短期或将受到一定影响，关注成本转嫁能力较强的公司，同时未来或将催生经第三国中转的“迂回贸易”，航线网络或将有所重构。

中银国际证券股份有限公司
具备证券投资咨询业务资格

产品组

证券分析师：王军

(8621)20328310

jun.wang_sh@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300511070001

重点关注

【宏观经济】前三季度进出口数据点评——出口同比增速延续正增长

陈琦 朱启兵

9月我国出口同比增速延续正增长。东盟、欧盟对9月我国出口同比增速仍有支撑。高技术产品进口仍相对活跃。

9月我国出口同比增速延续正增长。10月13日，海关总署公布数据显示，以美元计价，前三季度，我国货物贸易出口金额（以下简称：“出口”）同比增长6.1%，延续正增长，且增速较1-8月加快0.2个百分点；货物贸易进口金额（以下简称：“进口”）同比下滑1.1%，降幅较1-8月收窄1.1个百分点；贸易顺差实现8750.8亿美元。以人民币计价，前三季度我国出口同比增长7.1%，增幅较1-8月小幅走扩0.2个百分点；进口同比下滑0.2%，降幅较1-8月收窄1.0个百分点；贸易顺差实现62821.1亿元。

单月数据方面，以美元计价，9月我国出口同比增长8.3%，增速较上月明显加快3.9个百分点；进口同比增长7.4%，增速较上月明显加快6.1个百分点；贸易顺差实现904.5亿美元。且从环比数据看，9月我国出口当月环比回升2.2%。

东盟、欧盟对9月我国出口同比增速仍有支撑。分国别看，9月当月，我国对东盟进出口总额实现901.7亿美元，占比15.9%；其中，出口同比增长15.6%，增幅较上月收窄6.9个百分点；进口同比下滑0.9%，降幅较上月收窄3.0个百分点。9月我国对欧盟进出口总额731.9亿美元，占比12.9%；其中，出口同比上涨14.2%，增速较上月加快3.8个百分点，进口同比增长9.4%，增速转正，明显改善11.3个百分点。对美国进出口总额457.9亿美元，占比8.1%，其中，出口同比下滑27.0%，降幅较上月收窄6.1个百分点；进口同比下滑16.1%，降幅较上月微幅走扩0.1个百分点。

9月东盟和欧盟对出口同比增速仍维持正贡献，对9月出口同比增速的贡献分别实现2.4和2.0个百分点，较8月分别变动-1.0和+0.4个百分点。9月对美出口对我国出口同比增速的拖累为4.2个百分点，负贡献度较8月收窄0.9个百分点。

部分机电产品仍维持出口优势。前三季度，各轻工业品出口金额同比增速低于当期出口同比增速整体水平，服装、鞋靴及家具等产品出口金额较去年同期下滑。前三季度，我国部分机电产品仍能维持出口优势，其中集成电路、通用机械设备及船舶出口金额同比延续较快增长，同比增速分别为23.3%、18.9%和21.4%；此外，同期汽车相关产品出口额在近年出口较高基数的基础上，仍延续正增长，汽车产品出口优势延续。

高技术产品进口仍相对活跃。9月我国进口环比明显增长8.5%。从进口商品的结构看，一方面，高技术产品进口仍相对活跃，前三季度半导体器件、集成电路和自动数据处理设备进口同比增速分别为3.0%、8.8%和27.2%；另一方面，前三季度铜矿砂、铜材等产品进口维持同比正增长，国内制造业、基建投资或正在复苏。

9月我国出口同比增速维持韧性，或在一定程度上受到去年同期较低基数影响。2024年中秋节在当年9月，而今年中秋节在10月，假期错位因素或导致去年9月出口基数相对较低，推高今年9月出口同比增速。

当前海外环境不确定因素仍然较多，掣肘外需表现，四季度扩内需政策仍然值得期待。

风险提示：欧美经济衰退风险加剧；国际局势复杂化。

【宏观经济】9月通胀点评——核心CPI同比增速持续回暖

张晓娇 朱启兵

9月CPI同比增速低于万得一致预期，PPI同比增速略高于万得一致预期；9月食品价格对CPI同比增速的拖累较明显，能源价格环比下降对CPI环比增速影响较大，贵金属消费品价格同比增速继续上行，服务价格受季节性因素和假期错位影响环比走弱；PPI价格受“反内卷”等政策影响，连续两个月同比降幅收窄。

9月CPI环比增长0.1%，较8月上升0.1个百分点，CPI同比下降0.3%，较8月增速上升0.1个百分点，核心CPI同比增长1.0%，较8月上升0.1个百分点，服务价格同比增长0.6%，较8月持平，消费品价格同比下降0.8%，较8月上升0.2个百分点。

从环比看，9月食品价格环比上涨0.7%，涨幅比上月扩大0.2个百分点，影响CPI环比上涨约0.13个百分点，扣除能源的工业消费品价格环比上涨0.5%，影响CPI环比上涨约0.12个百分点，服务价格环比下降0.3%，影响CPI环比下降约0.12个百分点；从同比看，食品价格下降4.4%，降幅比上月扩大0.1个百分点，影响CPI同比下降约0.83个百分点，是影响CPI同比下降的主要因素。

核心 CPI 持续回暖。9 月 CPI 同比增速低于万得一致预期，从环比看主要是服务和能源价格拖累，从同比看主要是食品价格和翘尾因素的影响。9 月 CPI 各分项表现出现一定分化：一是国际金价持续大幅上涨，带动贵金属消费价格同比涨幅扩大，二是国际油价下降，影响国内能源价格环比降幅加大，三是食品价格环比上涨同比下降，且食品分项下不同小类产品价格略有分化，猪肉和水产等产品价格环比表现弱于季节性水平，鲜菜价格环比强于季节性水平，后续仍需关注天气因素对产品价格的影响，四是耐用消费品价格同比增速出现持续上行趋势，9 月家用器具和通信工具价格同比增速分别为 5.5% 和 1.5%，五是服务价格受季节性因素影响较大。我们认为四季度在低基数的影响下，CPI 同比增速有望保持上行趋势，上行斜率或取决于传统消费旺季叠加第四批国补下发，对居民消费释放的影响程度。

9 月 PPI 环比持平，其中生产资料环比持平，生活资料环比下降 0.2%。9 月 PPI 同比下降 2.3%，较 8 月增速上升 0.6 个百分点，其中生产资料同比下降 2.4%，较 8 月上升 0.8 个百分点，生活资料同比下降 1.7%，较 8 月持平。PIRM 同比下降 3.1%，较 8 月上升 0.9 个百分点。

9 月 PPI 同比降幅收窄，除受上年同期对比基数走低影响外，我国各项宏观政策效果持续显现，一些行业价格呈现积极变化。一是全国统一大市场建设纵深推进带动相关行业价格同比降幅收窄，煤炭加工、黑色金属冶炼和压延加工业、煤炭开采和洗选业、光伏设备及元器件制造、电池制造、非金属矿物制品 6 个行业对 PPI 同比的下拉影响比上月减少约 0.34 个百分点。二是产业结构升级和消费潜力释放带动相关行业价格同比上涨。

“反内卷”等政策带动下，PPI 同比增速持续回升。我们维持此前观点，认为 PPI 同比已经见底，并且认为在“反内卷”等政策影响下，部分行业供求格局有望持续改善，将成为带动 PPI 同比增速持续上行的主要因素。我们同时提示，PPI 同比增速回正或要等到 2026 年二季度前后。

风险提示：全球通胀二次上行的风险；欧美经济回落速度偏快；国际局势复杂化。

【宏观经济】9 月金融数据点评——期待政策的确定性稳定市场预期

张晓娇 朱启兵

9 月新增社融和 M1 同比增速好于万得一致预期，新增人民币贷款和 M2 增速低于万得一致预期；实体经济融资需求仍偏弱；财政支出仍较积极；居民存款搬家的趋势放缓。

9 月新增社融 3.53 万亿元，较去年同期少增 2297 亿元，较 8 月多增 9670 亿元，超出万得一致预期的 3.27 万亿元。9 月社融存量同比增长 8.7%，较 8 月下降了 0.13 个百分点，略高于万得一致预期的 8.63%。9 月社融口径新增人民币贷款 1.61 万亿元，较去年同期少增 3662 亿元，较 8 月多增 9827 亿元。

9 月汇票融资规模维持高增长。9 月新增社融分项中，政府债券新增融资规模 1.19 万亿元，较去年同期少增 3471 亿元；直接融资规模较去年同期多增，企业债融资和股票融资分别较去年同期多增 2031 亿元和 372 亿元；表外融资较去年同期多增，主要是汇票融资的贡献，9 月新增汇票融资 3235 亿元，较去年同期多增 1923 亿元。我们认为汇票融资连续两个月高增，可能与进口同比增速较强有关。

从社融存量结构来看，2025 年 9 月与 2025 年 8 月相比，占比上升的主要是政府债券（上升 0.11 个百分点），此外汇票融资占比小幅上升 0.07 个百分点，占比下降较多的是人民币贷款（下降 0.11 个百分点）、企业债（下降 0.05 个百分点）和委托贷款（下降 0.02 个百分点）；与去年同期相比，仅有政府债券占比大幅上升，占比下降较多的是人民币贷款、企业债和委托贷款。

9 月 M2 同比增长 8.4%，较 8 月下降 0.4 个百分点；M1 同比增长 7.2%，较 8 月上升 1.2 个百分点；M0 同比增长 11.5%，较 8 月下降 0.2 个百分点。2025 年 9 月活期存款（M1-M0）环比增长 1.72%，定期存款（M2-M1）环比上升 0.67%。央行 9 月在公开市场净投放资金 7202 亿元，虽然国庆长假前货币拆借利率有所上浮，但货币市场流动性整体保持相对宽松。

存款搬家的趋势放缓。9 月新增存款 2.21 万亿元，其中新增居民存款 2.96 万亿元，新增企业存款 9194 亿元，但财政存款和非银存款均出现较大规模少增。我们认为 9 月居民存款较去年同期多增和非银存款少增的情况，或表明居民存款向资本市场搬家的趋势有所放缓，后续存款变化仍需观察人民币资产价格波动，此外，9 月新增财政存款少增 8400 亿元，较去年同期少增 6042 亿元，叠加 9 月社融分项中新增政府债较去年同期少增，以及 8 月基建投资增速下降，我们认为若年内稳增长仍需基建发力，则四季度或可能提前下达部分新增地方政府债额度。

新增贷款较去年同期少增的情况仍较普遍。9 月金融机构口径新增贷款 1.29 万亿元，较去年同期少增 3000 亿元，新增短贷及票据 4495 亿元，较去年同期少增 3491 亿元，新增中长贷 1.16 万亿元，较去年同期少增 300 亿元；分部门看，9 月新增企业贷 1.22 万亿元，但较去年同期少增 2700 亿元，新增居民贷款 3890 亿元，较去年同期少增 1110 亿元。9 月与去年同期相比多增的仅有企业短贷、金融同业贷和居民中长贷。

期待政策的确定性稳定市场预期。9月新增社融和 M1 同比增速略好于市场预期，但新增人民币贷款和 M2 同比增速偏弱，实体经济新增贷款较去年同期少增的情况比较普遍，且短期融资需求相对更好，一定程度上表明企业对经济中长期稳定增长的信心不足。我们认为，10月海外形势更加复杂严峻，进一步凸显了国内稳增长的重要性，短期关注四季度财政政策放松方面，是否会提前下达部分新增地方政府债额度。

风险提示：全球通胀二次上行；欧美经济回落速度偏快；国际局势复杂化。

【宏观经济】9月 PMI 数据点评—年内扩内需政策或仍值得期待

陈琦 朱启兵

9月制造业产、需环比小幅上升。9月非制造业 PMI 指数环比小幅下滑。金属制品业、汽车制造业景气度环比明显回升。

9月制造业产、需环比小幅上升。9月制造业 PMI 指数为 49.8%，环比（8月，下同）回升 0.4 个百分点；制造业景气度在收缩区间继续回升。着眼重要细分项，9月新订单指数 49.7%，环比小幅上升 0.2 个百分点，其中，新出口订单指数环比上升 0.6 个百分点，实现 47.8%。生产指数实现 51.9%，环比上升 1.1 个百分点；原材料库存指数为 48.5%，环比上升 0.5 个百分点；产成品库存指数为 48.2%，环比上升 1.4 个百分点；从业人员指数为 48.5%，环比上升 0.6 个百分点；供货商配送时间指数为 50.8%，环比上升 0.3 个百分点。企业预期方面，制造业生产经营活动预期指数实现 54.1%，环比上升 0.4 个百分点，制造业经营预期延续回暖。

制造企业采购备货意愿有所回升。9月生产指数环比上升，制造业生产活动维持活跃。从细分指标看，月内采购和原材料库存指数环比分别上升 1.2 和 0.5 个百分点，其中采购指数仍处于扩张区间，制造企业采购备货意愿有所回升。

年内扩内需政策或仍值得期待。从价格表现看，9月制造业价格指数有所下滑，主要原材料购进价格指数和出厂价格指数分别较上月下滑 0.1 和 0.9 个百分点，但主要原材料购进价格指数仍维持在较高景气区间，当月值为 53.2%。

“反内卷”政策对部分制造业子行业价格表现仍有提振：一方面，“反内卷”政策仍对部分中游设备制造业出厂价格有所支撑，9月电气机械及通用设备制造业出厂价格指数均处于荣枯线以上水平，其中，专用设备制造业出厂价格指数环比上升 2.2 个百分点。另一方面，“反内卷”政策对部分原材料加工业的购进、出厂价格指数也有支撑，9月黑色金属、非金属矿物制品业原材料购进价格指数均仍处于荣枯线以上水平；9月黑色金属冶炼及压延加工业出厂价格指数环比明显上升，“反内卷”政策或带动当月行业盈利改善。

需求不振或将对制造业产业链整体表现有所掣肘。9月，尽管部分中游设备制造业出厂价格指数仍在扩张区间，但当月电气机械及通用设备制造业产成品库存及新订单指数环比均有下滑，国内需求仍待修复，年内扩内需政策或仍值得期待。

9月非制造业 PMI 指数环比小幅下滑。9月非制造业 PMI（商务活动）指数实现 50.0%，环比下滑 0.3 个百分点，持平于荣枯线水平。从需求端看，9月新订单指数为 46.0%，环比下滑 0.6 个百分点。外需方面，新出口订单指数实现 49.8%，环比回升 1.0 个百分点。9月非制造业从业人员指数实现 45.0%，环比下滑 0.6 个百分点，仍处于收缩区间。供应商配送时间指数实现 51.1%，环比下降 0.2 个百分点。

风险提示：海外通胀韧性超预期；地缘关系的不确定性。

【策略研究】策略点评—贸易摩擦与宏观政策的情景假设

王君 徐沛东 徐亚 高天然

即使指数震荡，内部也会有主升结构出现，最终占优的仍是“产业趋势”方向。

2025年10月，中美两国贸易摩擦有所加剧。相关事件对于 A 股后续的影响，本文更倾向于用“情景假设”的方式，建立应对象限，而非直接判断后续潜在结果。

乐观情形：典型“TACO”交易。“TACO”交易顺利的特点是主要宽基指数在下跌后，迅速修复跌幅，并持续创新高。从修复速度来看，“含自主可控量”高的科创指数最快修复冲击导致的跌幅。市场经历了从内需消费到红利再到科技和高端制造的行业轮动。

中性情形：非标准“TACO”交易。非标准“TACO”交易，此处特指“退缩但不彻底”。在此背景下，A股市场虽短期承压，但整体风险可控，市场重心有望回归国内基本面。政策层面或将继续加快“自主可控+内循环”体系建设。进一步而言，上文基于“TACO”交易的一维分析，或不能有效满足后续复杂环境下的交易需求。在非标准“TACO”交易成为基准假设情形的背景下，还需要进一步考虑国内基本面、政策面的演进情况，特别是考虑后续系列重要会议即将召开，如10月下旬的“四中全会”、12月初的中央经济工作会议等。因此，我们将国内宏观逆周期政策强度纳入讨论范围，形成后续可参考的“四象限投资图谱”。

悲观情形：非“TACO”交易。在“非TACO”的悲观情形下，全球贸易环境或将骤然收紧，市场避险情绪急剧上升。宏观层面，外部冲击可能会加剧经济下行压力，但政策应对空间依然存在。如果出现上述情况，我们预计财政扩张与结构性货币政策有望加快落地，主要以稳增长、稳就业、稳预期为主要目标。全球金融市场的动荡与外部不确定性，将使A股市场的风险溢价阶段性走高，投资者偏好迅速转向防御资产。在此情形下，A股市场风格或将转向“红利+稳定”主导。避险情绪升温有望推动高股息、低估值、现金流稳定的板块成为主流资产配置方向。

值得参考的“调整经验”。在中性情形假设下，进一步需要考虑的是主线宽基或风格行业潜在的回撤空间或下限是多少？以中信成长风格指数为基准参考指数，从最大回撤幅度观察而言，15%幅度或为值得参考的一个“阈值”。而对于止跌信号角度而言，英伟达“止跌信号”对于A股科技成长指数的映射效应正在增强。另一方面，双方贸易谈判的进程依然是值得关注的方向。

对本轮短期行情的判断。本轮市场短期走势并非简单的“风险偏好事件冲击”，相较4月7日更多叠加了一层“止盈交易”属性。在10月13日较4月7日，主要宽基指数年内累计涨幅与估值分位水平存在明显差异。因此，1)即使“TACO”交易向乐观情景假设演绎，指数短期也难以重复4月7日后“V型修复”节奏。2)从重要时间节点来看，若干中美经贸重要时间的时间节点主要集中在11月，市场短期难以“迅速计价”后期“尾部风险”，因此指数短期“震荡”概率或大于指数重复4月7日后“V型修复”的概率。

中长期展望。尽管近期贸易摩擦担忧、美政府停摆等风险因素有所升温，以及短期“涨速”偏快，一定程度上抑制了市场风险偏好水平。但更长视角下，支撑本轮A股走牛的长期逻辑并未发生破坏，当前阶段更类似于牛市上升阶段的一次突发事件，并不影响牛市趋势。即使非标准“TACO”交易以及其他压制因素导致短期宽基呈现“震荡”走势，但其内部也会有主升结构出现。2018-2019年中美贸易摩擦后期以及今年4月7日后的A股经验表明，无论过程坎坷，最终占优的仍是“产业趋势”方向。

风险提示：1)中美贸易沟通不及预期或打破目前假设的“中性”或“乐观”情景。2)经济修复力度、逆周期调节政策的节奏和力度不及预期，可能影响市场基本面支撑。3)外部冲击若加剧，可能引发全球避险情绪升温，导致A股市场风险溢价阶段性走高。

【固定收益】食品价格继续对冲核心通胀—9月通胀数据点评

张鹏 肖成哲

餐饮消费增长斜率放缓，食品低通胀或具有持续性。在股市保持强势的情景下，政策利率降息的难度可能增加。

从CPI来看，9月核心CPI延续趋势性企稳，同比涨幅已达到1.0%，但食品价格继续发挥对冲核心通胀的作用，使CPI整体保持同比微幅下降。

食品价格上行受阻可能是餐饮消费增长放缓的结果，且具有一定持续性。以往我国餐饮消费增长有人口增长和人均消费需求增长两个驱动因素，但随着我国总人口趋于稳定，餐饮消费需求转为仅由人均消费需求增长驱动，所以餐饮消费增长放缓可能有一定持续性。同时，我国食用农产品供给充裕，从而使食品价格持续对通胀产生抑制作用。

从PPI来看，环比持平、同比继续企稳。但10月前两周国际油价走低，可能传导至国内油价，对10月PPI产生压力。

综合9月通胀数据来看，鉴于PPI和核心CPI同比指标继续改善，我们认为政策利率降息的迫切性有限，且商业银行净息差收窄可能仍是政策利率降息的掣肘因素。前期由于股市走强，商业银行定期及其他存款同比增速下降。后续在股市保持强势的假设情景下，商业银行继续调降存款利率的难度可能增加，为避免政策降息加剧银行净息差收窄，政策利率降息的难度可能也会相应增加。

风险提示：国内外实体经济出现超预期变化；国内政策超预期收紧；国际地缘政治紧张局势升级等。

【交通运输】中美互征港口费点评—跨太平洋航线运营成本或明显增加，“中转贸易”增加航线网络或将重构

王靖添 刘国强

针对 10 月 14 日生效的美国贸易代表办公室（USTR）对中国征收的港口费用，中国提出反制措施，宣布对美国相关船舶收取船舶特别港务费。我们认为中美互征港口费，跨太平洋航线运营成本或明显增加，航运港口及货代企业的利润短期或将受到一定影响，关注成本转嫁能力较强的公司，同时未来或将催生经第三国中转的“迂回贸易”，航线网络或将有所重构。

支撑评级的要点

中美互征港口费，跨太平洋航线运营成本或明显增加。根据 USTR 正式公布的细则，自 2025 年 10 月 14 日起，所有“由中国企业拥有或运营”的船舶，每次赴美航次将被征收每净吨（NT）50 美元的固定费用。而“非中国企业运营但由中国船厂建造”的船舶，则需以每净吨 18 美元或按装载能力每标准箱 120 美元两种标准中择高收取。交通运输部于同日公布的《对美船舶收取船舶特别港务费实施办法》中则提到，对美国的企业、其他组织和个人所有或运营的船舶以及直接或间接持有 25% 及以上股权的美国企业、其他组织拥有或运营的船舶；悬挂美国旗的船舶；在美国建造的船舶，分别自 2025 年 10 月 14 日/2026 年 4 月 17 日/2027 年 4 月 17 日/2028 年 4 月 17 日起，按每净吨 400/640/880/1120 元计收船舶特别港务费。我们认为额外征收的港口费会直接推高航线运营成本。船公司或将尝试通过征收附加费将部分成本转嫁给货主，中长期看，高成本将抑制贸易需求，这或将导致跨太平洋航线货量出现下降，部分低附加值、对成本敏感的商品贸易受到的影响或更为明显。

超 3000 多艘“美国船舶”受特别港务费影响，而赴美船队在 USTR 细则下明年或被征收超 30 亿美元的额外费用。根据克拉克森研究统计，目前约 430 艘悬挂美国船旗或美国建造的船舶从事国际运输。根据船东或船舶运营商记录为美国公司来统计，在第一类 430 艘船的基础上还有约 1273 艘国际航行船舶可能受到影响。若将所有在美股上市的航运公司纳入计算，则受影响的船舶将额外增加 1417 艘。受影响船舶若在前往中国途中继续选择停靠中国港口，将面临巨额额外费用，克拉克森预计，自下周起，受影响船舶在中国停靠的平均费用将达近 200 万美元。赴美船队方面，根据 Alphaliner 以当前全球前十大班轮公司赴美船队数据为基础进行推算。若 2026 年仍维持目前部署，则共有八家主要航运公司将被征收额外费用，总额高达 32 亿美元。其中，中远海运集团受影响最深，其在美航线全部使用中资拥有或运营船舶，预计征费高达 15.27 亿美元，占总体近半。

第三国中转的“迂回贸易”或将增加，航线网络或将有所重构。为规避额外费用，货主可能选择“迂回运输”，将货物先运至越南、马来西亚等东南亚国家，简单加工后再以“非中国原产”身份出口至美国。这或将催生新的次级航线需求，但同时也可能削弱中美直达主干航线的地位。

主要对美港口货物吞吐量或将受到一定影响，内贸港口受影响较小。一方面，国内的上海港、宁波舟山港、青岛港等主要对美港口，作为中美贸易的主要枢纽，后续由于直接贸易量下滑或导致集装箱吞吐量有所承压。另一方面，若“迂回贸易”兴起，这些大港可能作为区域枢纽，承接来自东南亚的中转货物，部分抵消直航货量的损失，国内类似于唐山港这样的内贸港口受到的影响则相对较小。

评级面临的主要风险

贸易摩擦反复、“转运”贸易需求较弱、油价大幅上升。

中银证券研究部

首席经济学家

徐高 S1300519050002 gao.xu@bocichina.com

全球首席经济学家

管涛 S1300520100001 tao.guan@bocichina.com

宏观研究团队

朱启兵 S1300516090001 qibing.zhu@bocichina.com

张晓娇 S1300514010002 xiaojiao.zhang@bocichina.com

刘立品 S1300521080001 lipin.liu@bocichina.com

陈琦 S1300521110003 qi.chen@bocichina.com

郭军 S1300519070001 Jun.guo@bocichina.com

李晨希 S1300525010002 chenxi.li@bocichina.com

固收研究团队

肖成哲 S1300520060005 chengzhe.xiao@bocichina.com

张鹏 S1300520090001 peng.zhang_bj@bocichina.com

策略研究团队

王君 S1300519060003 jun.wang@bocichina.com

徐沛东 S1300518020001 peidong.xu@bocichina.com

郭晓希 S1300521110001 xiaoxi.guo@bocichina.com

徐亚 S1300521070003 ya.xu@bocichina.com

高天然 S1300522100001 tianran.gao@bocichina.com

金融工程研究团队

郭策 S1300522080002 ce.guo@bocichina.com

李腾 S1300522080001 tengli@bocichina.com

宋坤笛 S1300123070004 kundi.song@bocichina.com

非银金融研究团队

张天愉 S1300521100002 tianyu.zhang@bocichina.com

医药生物研究团队

刘思阳 S1300523090004 enyang.liu@bocichina.com

地产研究团队

夏亦丰 S1300521070005 yifeng.xia@bocichina.com

许佳璐 S1300521110002 jialu.xu@bocichina.com

电新研究团队

武佳雄 S1300523070001 jiexiong.wu@bocichina.com

李扬 S1300523080002 yang.li@bocichina.com

顾真 S1300525040003 zhen.gu@bocichina.com

机械研究团队

陶波 S1300520060002 bo.tao@bocichina.com

曹鸿生 S1300523070002 hongsheng.cao@bocichina.com

化工研究团队

余嫿嫿 S1300517050002 yuanyuan.yu@bocichina.com

徐中良 S1300524050001 zhongliang.xu@bocichina.com

范琦岩 S1300525040001 qiyan.fan@bocichina.com

赵泰 S1300123070003 tai.zhao@bocichina.com

食品饮料研究团队

邓天娇 S1300519080002 tianjiao.deng@bocichina.com

社会服务团队

李小民 S1300522090001 xiaomin.li@bocichina.com

宋环翔 S1300524080001 huanxiang.song@bocichina.com

纠泰民 S1300524040001 taimin.jiu@bocichina.com

计算机研究团队

杨思睿 S1300518090001 sirui.yang@bocichina.com

郑静文 S1300525010001 jingwen.zheng@bocichina.com

电子研究团队

苏凌瑶 S1300522080003 lingyao.su@bocichina.com

李圣宣 S1300123050020 shengxuan.li@bocichina.com

茅珈恺 S1300123050016 jiakai.mao@bocichina.com

通信研究团队

庄宇 S1300520060004 yu.zhuang@bocichina.com

吕然 S1300521050001 ran.lv@bocichina.com

交通运输研究团队

王靖添 S1300522030004 jingtian.wang@bocichina.com

刘国强 S1300524070002 guoqiang.liu_01@bocichina.com

银行研究团队

何贯嘉 S1300525040002 guanjia.he@bocichina.com

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券股份有限公司同时声明，将通过公司网站披露本公司授权公众媒体及其他机构刊载或者转发证券研究报告有关情况。如有投资者于未经授权的公众媒体看到或从其他机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券股份有限公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

评级体系说明

以报告发布日后公司股价/行业指数涨跌幅相对同期相关市场指数的涨跌幅的表现为基准：

公司投资评级：

买 入：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 20%以上；

增 持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 10%-20%；

中 性：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数变动幅度在-10%-10%之间；

减 持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数跌幅在 10%以上；

未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

行业投资评级：

强于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现强于基准指数；

中 性：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现基本与基准指数持平；

弱于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现弱于基准指数；

未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

沪深市场基准指数为沪深 300 指数；新三板市场基准指数为三板成指或三板做市指数；香港市场基准指数为恒生指数或恒生中国企业指数；美股市场基准指数为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券股份有限公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券股份有限公司的机构客户；2) 中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券股份有限公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券股份有限公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券股份有限公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券股份有限公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券股份有限公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券股份有限公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券股份有限公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券股份有限公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券股份有限公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话：（8621）68604866
传真：（8621）58883554

相关关联机构：

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话：（852）39886333
致电香港免费电话：
中国网通 10 省市客户请拨打：108008521065
中国电信 21 省市客户请拨打：108001521065
新加坡客户请拨打：8008523392
传真：（852）21479513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话：（852）39886333
传真：（852）21479513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
西单北大街 110 号 8 层
邮编：100032
电话：（8610）83262000
传真：（8610）83262291

中银国际（英国）有限公司

2/F, 1Lothbury
London EC2R 7DB
United Kingdom
电话：（4420）36518888
传真：（4420）36518877

中银国际（美国）有限公司

美国纽约市美国大道 1045 号
7BryantPark 15 楼
NY 10018
电话：（1）2122590888
传真：（1）2122590889

中银国际（新加坡）有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼（049908）
电话：（65）66926829/65345587
传真：（65）65343996/65323371