

2025 年 10 月 14 日

美股宏观策略

SDIOSI

宏观策略分析

证券研究报告

中美贸易战再添变数

—— 需警惕短期波动升温

报告内容

贸易战再出变数。美国股市在周五经历了自四月以来最为剧烈的一日抛售，三大主要股指集体重挫，原因直指特朗普宣布对中国商品征收高达 100% 的新关税，这一举动标志着持续多月中美贸易战迎来戏剧性升级，市场恐慌情绪全面爆发。特朗普发文宣布美国将自 11 月 1 日起对中国进口商品加征额外 100% 的关税，使总税率达到约 140%，同时特朗普暗示原定于月底在韩国举行的亚太经济合作组织（APEC）峰会上与中国会晤的计划不再有意义。这番言论一出，立即引发市场强烈反应，此前美股走势强劲，纳斯达克指数甚至曾在盘中创下新高，但随着消息传出，投资者恐慌性抛售涌现。此轮暴跌亦推动波动率指数（VIX）大涨 32%，结束了了一个多月的低波动市况。避险资产表现突出，黄金上涨 0.8%，美国 10 年期国债收益率则显著下降，显示资金流向安全资产。

中国稀土出口管制。特朗普的举措明显是对中国前一日政策行动的直接回应，自中美 9 月马德里经贸会谈以来，美国持续新增出台一系列对华限制措施。中国商务部 10 月 9 日公布加强稀土出口管制，要求凡是含有超过 0.1% 中国来源稀土的产品出口都必须获得政府许可，同时将限制范围覆盖到使用中国稀土技术或生产工艺的企业，对全球科技与制造业供应链影响深远。港股于上周五也出现明显急跌，三大指数延续过去一周的回调势头，这可能是大资金敏感捕捉中美贸易战升级信号后的提前反应。

贸易战可能进入一个动荡新阶段。贸易战的不确定性卷土重来，甚至可能带来更令人望而却步的关税。考虑到美国已经与其他主要经济体达成了贸易协议，现在可以更加专注于中国；而中国随着高端化、智能化加快推进，人工智能、机器人、生物医药等新产业新动能加快培育，多款人工智能大模型位居全球榜单前列，新兴产业的快速发展给予中国对贸易战反制的底气。中美双方都做好了应对升级的准备，随着双方针锋相对的升级措施，达成贸易协议的进程可能变得更加艰巨和漫长，日益加剧的不确定性可能会削弱美国就业市场和消费信心，并可能阻碍股市的反弹。

要为谈判反复作出准备。虽然特朗普其后释放讯号，表示愿意为双方谈判重启休战留出空间，但参考特朗普第一任期内所发起的中美贸易战，当时双方一度看似接近达成协议，但最终在最后一刻破裂。从 2018 年 1 月首次加征关税到 2019 年 12 月达成第一阶段协议，紧张局势花了近两年时间才得以缓和。如果从现在到 11 月之间局势没有缓和，新的关税可能会引发中方的进一步报复，双方都不退缩的话，其影响将波及全球。

可能会出现二次探底。从技术层面来看，标普 500 指数在 2025 年数次创下历史新高后出现快速回调，这一波下跌被市场视为早有预期的技术性修正，相对强弱指数（RSI）与移动平均线指标显示，虽短期存在超买压力，但整体动能并未出现反转迹象，大盘仍具备良好的修复能力。从历史数据来看，当标普 500 自高位出现类似幅度的急跌后，往往在 3 至 12 个月内能重新站上高点。然而，短期波动仍须注意，参考有关市场宽度的麦克连指标（MCL），现在的 MCL 距离过去 10 年的绝对低位还有一段距离，加上美国政府停摆等政治因素，我们预期美股短期走势还会反复走弱，投资者须注意风险。投资者可继续关注黄金 ETF，如 GLD.US 等。

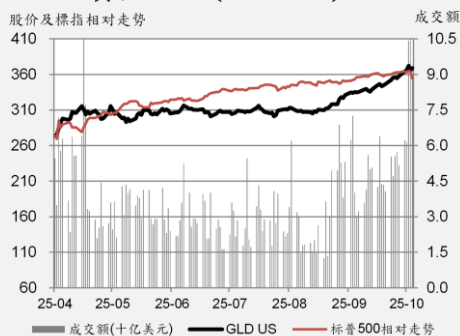
（续下页）

关注股份

SPDR 黄金 ETF (GLD.US)

股价表现

SPDR 黄金 ETF (GLD.US)



数据来源：彭博、国证国际

黄焯伟 stevewong@sdicsi.com.hk

业绩期即将到来，成为资本市场另一焦点。美国第三季度企业业绩展望普遍乐观，根据 Factset 统计，市场预期标普 500 指数成分股将连续第九季录得盈利增长，主要动力来自科技、金融、公用事业及材料等板块。根据预测，第三季度整体盈利同比增长有望达 8%，高于季度初的 7.2%。考虑到过往业绩普遍超出预期，最终增幅甚至可能超过 13%。收入方面，增速预期为 6.3%，有望创下自 2022 年以来第二快纪录。不过，标普 500 预期市盈率已升至 22.8，远高于五年与十年的平均水平，显示市场估值水准偏高，后续盈利成长能否支撑现行价位成为焦点。

风险提示：特朗普贸易战的不确定性；美联储降息路径的不确定性；经济走势、宏观数据的反复引发市场波动。

图 1：近期（10 月 13 至 10 月 31 日）重点美股业绩公布日期

公司	周一 预期 EPS	预期 收入	公司	周二 预期 EPS	预期 收入	公司	周三 预期 EPS	预期 收入	公司	周四 预期 EPS	预期 收入	公司	周五 预期 EPS	预期 收入
	13 日			14 日			15 日			16 日			17 日	
			摩根大通 (JPM)	4.84	45.25B	阿斯麦 (ASML)	6.37	9.06B	嘉信理财 (SCHW)	1.23	5.97B	美国运通 (AXP)	3.99	18.05B
			强生 (JNJ)	2.76	23.75B	美国银行 (BAC)	0.95	27.48B	纽约银行 (BK)	1.77	4.97B	道富银行 (STT)	2.63	3.46B
			富国银行 (WFC)	1.55	21.14B	摩根士丹利 (MS)	2.09	16.66B	合众银行 (USB)	1.12	7.16B			
			高盛 (GS)	11.02	14.13B	联合航空 (UAL)	2.67	15.33B						
			贝莱德 (BLK)	11.30	6.25B									
			花旗集团 (C)	1.75	21.05B									
			达美乐 (DPZ)	3.98	1.14B									
	20 日			21 日			22 日			23 日			24 日	
			Netflix (NFLX)	6.96	11.52B	特斯拉 (TSLA)	0.52	26.07B	亚马逊 (AMZN)	1.56	177.75B	宝洁公司 (PG)	1.90	22.21B
			GE 航空 (GE)	1.44	10.33B	IBM (IBM)	2.44	16.09B	万事达卡 (MA)	4.31	8.53B			
			可口可乐 (KO)	0.78	12.43B	NextEra (NEE)	0.98	8.15B	TMobile (TMUS)	2.42	21.86B			
			菲利普莫 (PM)	2.10	10.63B	GE Vern (GEV)	1.39	--	黑石集团 (BX)	1.24	3.22B			
			RTX (RTX)	1.41	21.27B				英特尔 (INTC)	0.01	13.13B			
			德州仪器 (TXN)	1.49	4.65B				联合太平洋 (UNP)	3.00	6.25B			
			第一资本 (COF)	4.37	15.07B				霍尼韦尔 (HON)	2.56	10.12B			
			洛克希德 (LMT)	6.37	18.5B				美国航空 (AAL)	(0.28)	13.63B			
			3M (MMM)	2.07	6.25B									
	27 日			28 日			29 日			30 日			31 日	
废弃物管 (WM)	2.03	6.51B	Visa A (V)	2.97	10.6B	微软 (MSFT)	3.65	75.39B	苹果 (AAPL)	1.76	101.64B	埃克森美 (XOM)	1.81	85.69B
			联合健康 (UNH)	2.81	113.05B	谷歌 (GOOGL)	2.30	99.73B	礼来 (LLY)	6.33	16.02B	雪佛龙 (CVX)	1.88	46.89B
			Booking (BKNG)	95.36	8.71B	Meta (META)	6.67	49.34B	Shopify (SHOP)	0.33	2.76B			
			联合包裹 (UPS)	1.32	20.88B	ServNo (NOW)	4.25	3.35B	星巴克 (SBUX)	0.57	9.37B			
			PayPal (PYPL)	1.21	8.22B	Verizon (VZ)	1.19	34.2B	Strategy (MSTR)	(0.10)	116.35M			
			DRHort (DHI)	3.27	9.42B	波音 (BA)	(0.46)	21.75B						
			Enphas (ENPH)	0.64	365.29M	Chipotle (CMG)	0.29	3.04B						

资料来源：Investing.com、国证国际整理

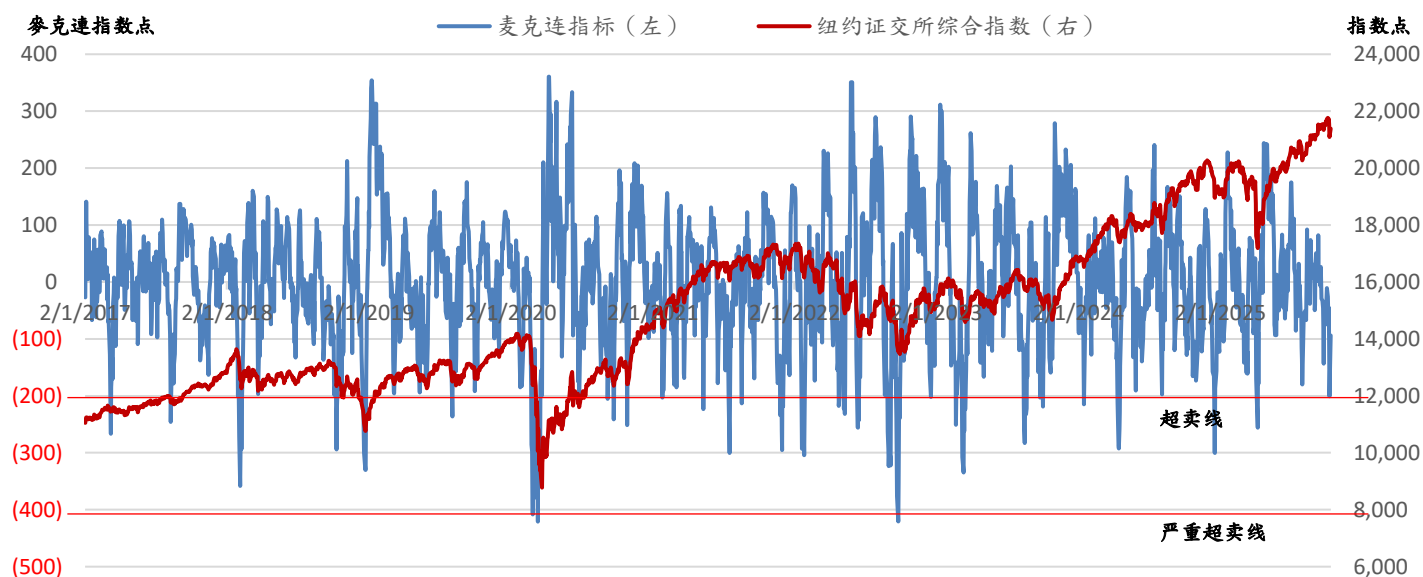
图 2：标普 500 创新高后突然下跌之情况及一段时间后的表现



	指数点	当天表现	1 周后	1 个月	2 个月	3 个月	半年后	1 年后
1986/1/8	207.97	-2.7%	0.1%	3.2%	8.5%	12.3%	17.3%	23.7%
1991/11/15	382.62	-3.7%	-1.7%	0.5%	9.9%	8.1%	8.8%	10.4%
2000/1/4	1,399.42	-3.8%	2.8%	1.8%	0.7%	7.6%	3.9%	-3.7%
2020/9/3	3,455.06	-3.5%	-3.4%	-3.1%	-4.2%	6.2%	12.0%	31.3%
2021/1/27	3,750.77	-2.6%	2.1%	1.6%	6.0%	11.6%	17.9%	15.3%
2025/10/10	6,552.51	-2.7%						

资料来源：彭博、国证国际整理

图 3：纽约证交所综合指数表现及其麦克连指标



资料来源：彭博、国证国际整理

客户服务热线

香港：2213 1888

国内：40086 95517

免责声明

此报告只提供给阁下作参考用途，并非作为或被视为出售或购买或认购证券的邀请或向任何特定人士作出邀请。此报告内所提到的证券可能在某些地区不能出售。此报告所载的资料由国证国际证券(香港)有限公司（国证国际）编写。此报告所载资料的来源皆被国证国际认为可靠。此报告所载的见解，分析，预测，推断和期望都是以这些可靠数据为基础，只是代表观点的表达。国证国际，其母公司和/或附属公司或任何个人不能担保其准确性或完整性。此报告所载的资料、意见及推测反映国证国际于最初发此报告日期当日的判断，可随时更改而毋须另行通知。国证国际，其母公司或任何其附属公司不会对因使用此报告内之材料而引致任何人士的直接或间接或相关之损失负上任何责任。

此报告内所提到的任何投资都可能涉及相当大的风险，若干投资可能不易变卖，而且也可能不适合所有的投资者。此报告中所提到的投资价值或从中获得的收入可能会受汇率影响而波动。过去的表现不能代表未来的业绩。此报告没有把任何投资者的投资目标，财务状况或特殊需求考虑进去。投资者不应仅依靠此报告，而应按照自己的判断作出投资决定。投资者依据此报告的建议而作出任何投资行动前，应咨询专业意见。

国证国际及其高级职员、董事、员工，可能不时地，在相关的法律、规则或规定的许可下 (1)持有或买卖此报告中所提到的公司的证券，(2)进行与此报告内容相异的仓盘买卖，(3)与此报告所提到的任何公司存在顾问，投资银行，或其他金融服务业务关系，(4)又或可能已经向此报告所提到的公司提供了大量的建议或投资服务。投资银行或资产管理可能作出与此报告相反投资决定或持有与此报告不同或相反意见。此报告的意见亦可能与销售人员、交易员或其他集团成员专业人员的意见不同或相反。国证国际，其母公司和/或附属公司的一位或多位董事，高级职员和/或员工可能是此报告提到的证券发行人的董事或高级人员。(5)可能涉及此报告所提到的公司的证券进行自营或庄家活动。

此报告对于收件人来说是完全机密的文件。此报告的全部或任何部分均严禁以任何方式再分发予任何人士，尤其（但不限于）此报告及其任何副本均不可被带往或传送至日本、加拿大或美国，或直接或间接分发至美国或任何美国人士（根据 1933 年美国证券法 S 规则的解释），国证国际也没有任何意图派发此报告给那些居住在法律或政策不允许派发或发布此报告的地方的人。

收件人应注意国证国际可能会与本报告所提及的股票发行人进行业务往来或不时自行及/或代表其客户持有该等股票的权益。因此，投资者应注意国证国际可能存在影响本报告客观性的利益冲突，而国证国际将不会因此而负上任何责任。

此报告受到版权和资料全面保护。除非获得国证国际的授权，任何人不得以任何目的复制，派发或出版此报告。国证国际保留一切权利。

规范性披露

- 本研究报告的分析员或其有联系者（参照证监会持牌人守则中的定义）并未担任此报告提到的上市公司的董事或高级职员。
- 本研究报告的分析员或其有联系者（参照证监会持牌人守则中的定义）并未拥有此报告提到的上市公司有关的任何财务权益。
- 国证国际拥有此报告提到的上市公司的财务权益少于 1%或完全不拥有该上市公司的财务权益。

公司评级体系

收益评级：

- 买入 — 预期未来 6 个月的投资收益率为 15%以上；
- 增持 — 预期未来 6 个月的投资收益率为 5%至 15%；
- 中性 — 预期未来 6 个月的投资收益率为 -5%至 5%；
- 减持 — 预期未来 6 个月的投资收益率为 -5%至-15%；
- 卖出 — 预期未来 6 个月的投资收益率为 -15%以下。

国证国际证券（香港）有限公司

地址：香港中环交易广场第一座三十九楼

电话：+852-2213 1000

传真：+852-2213 1010