



贸易专题分析报告

宏观专题研究报告
证券研究报告

宏观经济组

分析师：宋雪涛（执业 S1130525030001）

songxuetao@gjzq.com.cn

四月不重演

当前的局面是误解与情绪、谈判手段与策略等多种因素交织的特殊情况。从实用主义角度来看，关税战进一步升级的可能性极低，因为特朗普政府的当务之急是达成交易（而非无谓升级）。随着双方展开会谈和沟通，关系将趋向和缓。此外，市场也产生了“TACO”学习效应，因此不像 4 月份首次出现贸易摩擦时那样陷入恐慌。

风险提示

中美贸易摩擦升级超预期；美国 AI 泡沫破裂引发金融风险；特朗普情绪化超预期。



10月10日，特朗普在社交媒体 Truth Social 突然发难，声称自11月1日起，将对来自中国的所有产品额外征收100%的关税和对关键软件实施出口管制，以回应北京本周宣布的对稀土矿物的出口管制措施。这引发了市场对贸易战升级的担忧。

事实是，自马德里会谈以来，中美的博弈并未停歇。这种在元首会面前夕采取激进、高压行动的行为，是两个大国为争取谈判优势而进行的“正常操作”。当前态势下的相互施压，本质上是一种展示筹码的方式，为可能出现的交易换取最有利的条件。因此，目前的剑拔弩张并非是关税战升级的信号，而是为推进重大交易完成所做的准备。

中国为即将到来的谈判准备了“胡萝卜”和“大棒”。“胡萝卜”是向美国提供的潜在利好，包括出售 TikTok、采购大豆和飞机等大额订单，以及对美国的巨额投资。而“大棒”则是一系列反制措施，包括对关键资源、技术和商品的出口管制，对海事收费实施对等反制，以及在芯片技术上的重大突破等。

本次贸易摩擦的焦点是供应链安全。

美国 BIS 发布了具有广泛影响的“50%规则”。根据该规则，实体清单、军事最终用户清单以及《出口管理条例》第744.8节中所列的特定受制裁实体直接或间接、单独或合计拥有50%或以上股权的非美国子公司，将自动受到与母公司同等的出口管制限制。此举通过“穿透规则”将美国的制裁能力从被列名的直接实体延伸至其复杂的股权网络。

中国商务部随后于10月9日发布了针对稀土出口的“0.1%长臂管辖”规则，作为对美国 BIS 在节前通过扩大出口管制穿透范围的规则的反制。全球任何企业，即便其出口产品中含有极微量（哪怕是0.1%）的中国生产稀土元素（包括用于芯片制造的产品），都必须申请许可证。同时，若产品使用了中国的开采、加工或磁铁制造技术，也将受到严格的出口管制。值得注意的是，原则上任何与外国军方存在关联的企业将不予颁发此类许可证。**这一重磅举措标志着中美双方在关键资源和高技术供应链管制领域的博弈进一步升级。**

图表1：截止10月14日，中美在西班牙贸易谈判结束后的举措

国家	相关措施	相关日期	具体内容
美国	对中国船舶征收港口费	· 提出日期：2025年4月17日 · 细则公布：2025年10月3日 · 生效日期：2025年10月14日	· 对中国拥有或运营的船舶按每净吨50美元收费（2026年增至80美元，2027年增至110美元，2028年增至140美元）； · 对中国建造的船舶按每净吨18美元或每个集装箱120美元收费，取两者中的较高者收费（2028年分别增至33美元和250美元）； · 对非美国建造的汽车运输船（滚装船）按每净吨14美元收费； · 液化天然气（LNG）运输船舶豁免收费； · 由船舶运营商自行判断是否需要对其挂靠美国港口的船舶提前支付港口费，通过美国财政部官方支付平台 Pay.gov 完成缴费。
		· 提出日期：2025年9月29日 · 生效日期：2025年9月29日，但提供30天豁免期和60天缓冲期	· BIS 将“50%规则”应用于实体清单、军事最终用户清单（MEU List）以及 EAR 第744.8节中所涉及的特定制裁项目下被列入 SDN 清单的实体； · 清单上的实体直接或间接、单独或合计拥有50%或以上股权的非美国子公司，都将自动受到与母公司同等的出口管制限制。
美国	实体清单，增加出口管制对象	· 提出日期：2025年10月8日 · 生效日期：2025年10月8日	· 实体清单新增16家中国大陆企业和3个中国香港地址，包括电子元件分销商，例如美国电子元件分销商 Arrow 的中国大陆和中国香港子公司、丰宝电子的上海和香港子公司。
中国	不可靠实体清单，增加管制对象	· 提出日期：2025年10月9日 · 生效日期：2025年10月9日	· 决定将反无人机技术公司、TechInsights 公司及其分支机构等外国实体列入不可靠实体清单，并采取以下处理措施：禁止上述实体从事与中国有关的进出口活动；禁止上述实体在中国境内新增投资；禁止中国境内的组织、个人与上述实体进行有关交易、合作等活动，特别是向上述实体传输数据、提供敏感信息。
中国	对稀土相关技术实施出口管制	· 提出日期：2025年10月9日 · 生效日期：2025年10月9日	· 以下物项未经许可不得出口：稀土开采、冶炼分离、金属冶炼、磁材制造、稀土二次资源回收利用相关技术及其载体；稀土开采、冶炼分离、金属冶炼、磁材制造、稀土二次资源回收利用相关生产线装配、调试、维护、维修、升级等技术。
中国	对超硬材料相关物项实施出口管制	· 提出日期：2025年10月9日 · 生效日期：2025年11月8日	· 对下列物项实施出口管制：部分人造金刚石微粉、部分人造金刚石单晶、部分人造金刚石线锯、部分人造金刚石砂轮、直流电弧等离子体喷射化学



国家	相关措施	相关日期	具体内容
	施出口管制		气相沉积（DCPCVD）设备、直流电弧等离子体喷射化学气相沉积（DCPCVD）工艺技术。
中国	对部分稀土设备和原辅料相关物项实施出口管制	- 提出日期：2025 年 10 月 9 日 - 生效日期：2025 年 11 月 8 日	- 对稀土生产加工设备实施出口管制：用于稀土生产加工的离心萃取设备、日处理浸出液量大于等于 5000 m³的离子型稀土矿智能连续除杂沉淀设备、部分稀土用焙烧窑、用于稀土分离提纯的混合室体积 0.5~14.2m³的萃取槽、用于稀土分离提纯的离子吸附设备、反应罐容积 10~50 m³的稀土用沉淀结晶反应罐及其零部件、部分稀土用电阻炉、用于稀土金属电解的设备、部分稀土电解槽、部分真空感应还原炉、部分真空碳管炉、部分提拉法稀土晶体生长炉、部分坩埚下降法稀土晶体生长炉、稀土永磁真空感应铸片炉及其零部件、稀土永磁氢碎炉及其零部件、部分稀土永磁用气流磨、磁感应强度大于等于 1.5T 的含充磁场的稀土永磁成型压机、稀土永磁用自动热压设备、部分稀土永磁用冷等静压压力机、部分稀土永磁真空烧结炉、用于稀土磁材加工的设备、晶界扩散设备、部分用于稀土二次资源回收利用的立窑； - 对稀土原辅料相关物项实施出口管制：稀土矿、含有羟肟酸类或磷酸酯类捕收剂的稀土矿浮选药剂、用于稀土生产的萃取剂。
中国	对部分中重稀土相关物项实施出口管制的决定	- 提出日期：2025 年 10 月 9 日 - 生效日期：2025 年 11 月 8 日	决定对下列物项实施出口管制：钷相关物项、铟相关物项、铪相关物项、铕相关物项、铽相关物项。
中国	对锂电池和人造石墨负极材料相关物项实施出口管制	- 提出日期：2025 年 10 月 9 日 - 生效日期：2025 年 11 月 8 日	- 对锂电池相关物项实施出口管制：重量能量密度大于等于 300 Wh/kg 的可充放电锂离子电池（包含电芯和电池组）以及用于生产上述管制物项的技术、用于制造可充放电锂离子电池的设备； - 对正极材料相关物项实施出口管制：压实密度大于等于 2.5 g/cm³且克容量大于等于 156 mAh/g 的磷酸铁锂正极材料、三元正极材料的前驱体相关物项、富锂锰基正极材料、用于制造可充放电锂离子电池正极材料的设备； - 对石墨负极材料相关物项实施出口管制：人造石墨负极材料、人造石墨和天然石墨混合的负极材料、用于生产石墨负极材料的造粒工艺设备、用于生产石墨负极材料的石墨化设备、用于生产石墨负极材料的包覆改性设备、用于生产石墨负极材料的工艺及技术。
中国	对境外相关稀土物项实施出口管制	- 提出日期：2025 年 10 月 9 日 - 生效日期：（1）和（2）2025 年 12 月 1 日生效、（3）2025 年 10 月 9 日生效	- 境外组织和个人在向中国以外的其他国家和地区出口以下物项前，必须获得中国商务部颁发的两用物项出口许可证件：（1）含有、集成或者混有原产于中国的第一部分所列物项在境外制造的第二部分所列物项，且第一部分所列物项占境外制造的第二部分所列物项的价值比例达到 0.1%及以上的；（2）使用原产于中国的稀土开采、冶炼分离、金属冶炼、磁材制造、稀土二次资源回收利用相关技术在境外生产的所列物项；（3）原产于中国的所列物项。（所列物项第一部分：金属钐、金属铈、金属钆、金属铥、金属镱、金属镨、金属钕、金属钷、钐钆合金、钐铈合金、钐铈钆合金、氧化镨、氧化铈；第二部分：含钐、铈、镨的稀土永磁材料以及相关零部件、部件、组件以及含钐、钆、铈、镨、钷的靶材、镨靶、钕靶） - 对向境外军事用户的出口申请，以及向出口管制管控名单和关注名单所列的进口商和最终用户（包括其控股 50%及以上的子公司、分公司等分支机构）的出口申请，原则上不予许可。



国家	相关措施	相关日期	具体内容
			- 用于或者可能用于以下最终用途的出口申请，原则上不予许可：设计、开发、生产、使用大规模杀伤性武器及其运载工具；恐怖主义目的；军事用途或者提升军事潜力。 - 最终用途为研发、生产 14 纳米及以下逻辑芯片或者 256 层及以上存储芯片，以及制造上述制程半导体的生产设备、测试设备和材料，或者研发具有潜在军事用途的人工智能的出口申请，逐案审批。
美国	关税与出口管制	- 提出日期：2025 年 10 月 10 日 - 生效日期：2025 年 11 月 1 日	特朗普称将对中国输美商品加征 100%关税，并对“所有关键软件”实施出口管制。（白宫未发布相关文件）
中国	对美国船舶征收港口费	- 提出日期：2025 年 10 月 10 日 - 生效日期：2025 年 10 月 14 日	- 对美国的企业、其他组织和个人拥有船舶所有权的船舶；美国的企业、其他组织和个人运营的船舶；美国的企业、其他组织和个人直接或间接持有 25%及以上股权（表决权、董事会席位）的企业、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，由船舶挂靠港口所在地海事管理机构负责收取船舶特别港务费。由中国建造的船舶免于缴纳。 - 具体收取标准如下（不足 1 净吨的按 1 净吨计）：自 2025 年 10 月 14 日起靠泊中国港口的，按每净吨 400 元人民币计收；自 2026 年 4 月 17 日起靠泊中国港口的，按每净吨 640 元人民币计收；自 2027 年 4 月 17 日起靠泊中国港口的，按每净吨 880 元人民币计收；自 2028 年 4 月 17 日起靠泊中国港口的，按每净吨 1120 元人民币计收； - 同一艘船舶，一年内收取船舶特别港务费不超过 5 个航次。每年 4 月 17 日为年度计费周期起始日。
中国	反制美国对中国采取海事、物流和造船业 301 调查	- 提出日期：2025 年 10 月 14 日 - 生效日期：2025 年 10 月 14 日	为反制美国对中国采取海事、物流和造船业 301 调查措施，将韩华海洋株式会社 5 家美国相关子公司 Hanwha Shipping LLC、Hanwha Philly Shipyard Inc.、Hanwha Ocean USA International LLC、Hanwha Shipping Holdings LLC 和 HS USA Holdings Corp. 列入反制清单，并采取以下反制措施：禁止我国境内的组织、个人与其进行有关交易、合作等活动。

来源：中国商务部、中国交通运输部、证券时报网、金杜律师事务所、信德海事网、国际电子商情、新浪财经等，国金证券研究所

既然中国的举措只是反制，为何特朗普反应如此激烈？

导致特朗普情绪波动的原因，可能是诺贝尔和平奖最终颁发给了委内瑞拉反对派政治家玛丽亚·科里纳·马查多。此前，特朗普曾多次宣传自己应获得该奖项，理由是他成功促成了多场战争的停战协议。在这种错失大奖的情绪波动影响下，又看到中国节后集中发布的出口管制措施，难免情绪失控，随后发表了针对中国的威胁性言论。

然而，值得注意的是，这些威胁并未转化为实际政策，白宫内部也未发布任何官方公告，包括贝森特在内的政府官员们也尽力平息总统的情绪。特朗普之后也重申了将按原计划继续推进既定的高层会晤安排。

当前的局势与 2025 年 4 月贸易战升级时的状态有显著不同，关税战进一步升级的可能性极低。

一方面，美国对华加征关税的谈判价值正在减弱。即使在高关税壁垒下，中国的出口也未受到实质性影响，反而通过积极开拓新市场和优化产品结构来分散风险。中国 9 月出口同比增长 8.3%，这一增速快于彭博对经济学家调查的 6.6% 预估中值。对美国而言，关税作为迫使中国让步的谈判筹码已失去效力。

另一方面，与 4 月份之前在贸易和关税议题上缺乏沟通相比，当前中美双方保持着高频率的沟通渠道，并且已在 TikTok 出售和芯片等关键领域形成了初步的交易意向，这种持续和务实的对话大大降低了因误判而导致冲突升级的风险。

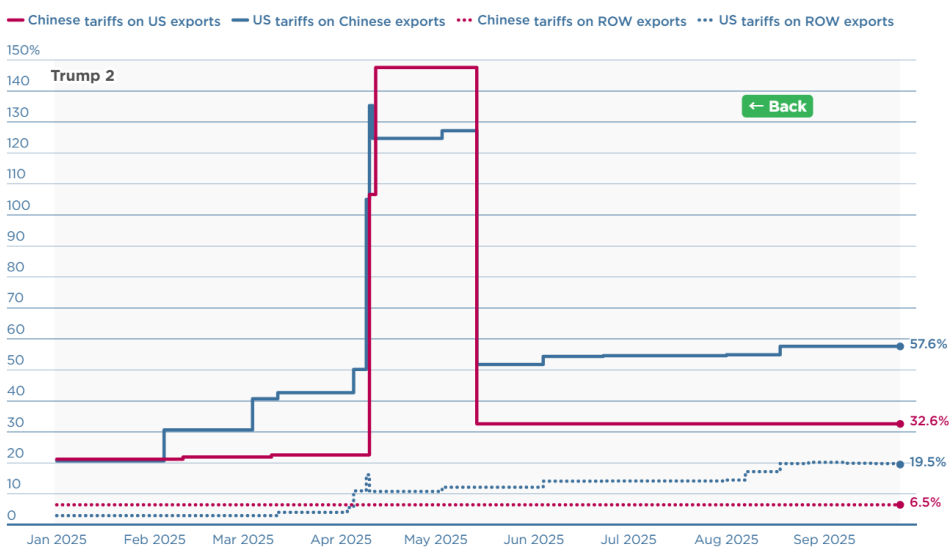


图表2: 特朗普上任以来, 中美双方互征关税情况

US-China trade war tariffs: An up-to-date chart

Last updated September 25, 2025

a. US-China tariff rates toward each other and rest of world (ROW)



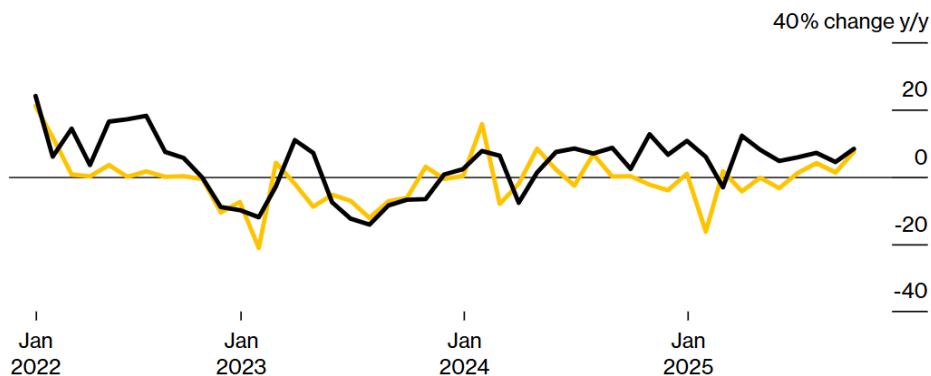
来源: PIIE, 国金证券研究所

图表3: 中国出口增速超预期

Chinese Export Growth Exceeds Forecasts

Shipments abroad surge as trade war with US escalates

Exports in dollars Imports in dollars



Source: China's Customs General Administration

来源: Bloomberg, 国金证券研究所

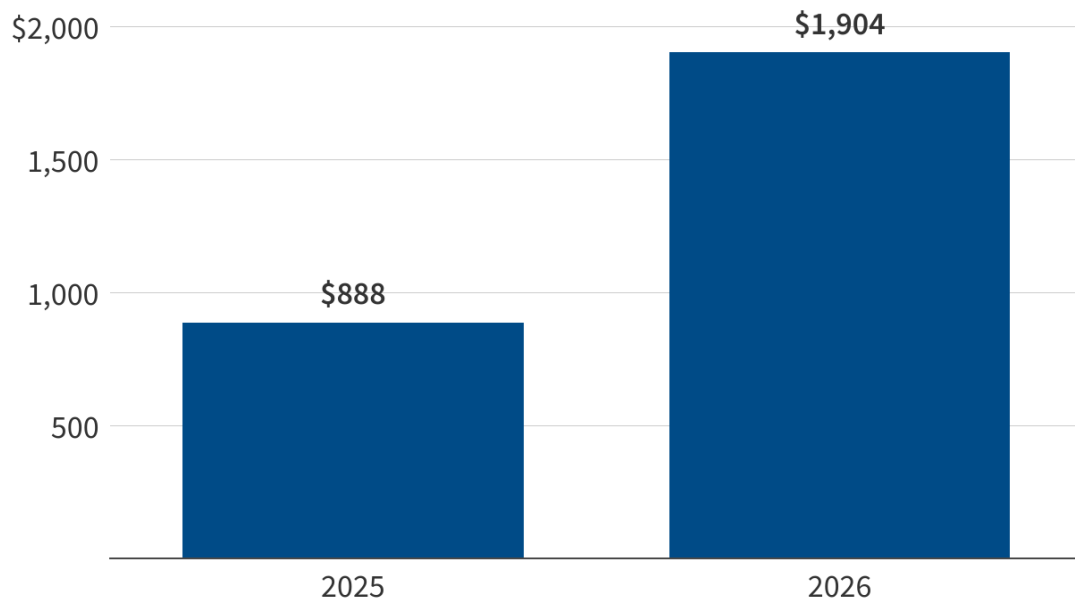
当前, 美国正处于国内政治矛盾的集中爆发期。

联邦政府因临时拨款法案难产而陷入停摆, 其主要争议点在于是否延长《平价医疗法案》(即奥巴马医改) 即将到期的医疗补贴。一旦补贴到期, 受助者的保费将飙升 114% 给中低收入人群带来沉重负担, 还可能在 11 月 1 日医保年度开放投保期之前引发程序混乱。



图表4: 如果《平价医疗法案》的增强型保费税收抵免到期, 2026 年的保费支付额将增加一倍以上

Annual Out-of-Pocket Premium Payments for Affordable Care Act Marketplace Enrollees, 2025 and 2026



Note: The average premium payment is among people currently receiving a tax credit in 2025. The 2026 average premium payment assumes gross premiums increase of 18% for those who lose tax credit eligibility.

Source: KFF analysis of 2024 and 2025 Open Enrollment Period State-Level Public Use File and 2024 Open Enrollment Report

KFF

来源: KFF, 国金证券研究所

同时, 特朗普趁势宣布启动大规模联邦工作人员裁员程序, 借机实现永久性“瘦身华盛顿”的行政目标。裁员行动被认为目标直指那些被视为具有浓厚意识形态或“非必要”的政府部门, 其中卫生部和教育部尤其受到冲击。

这些迫在眉睫的国内冲突——如财政安全、医疗保障和官僚机构精简等, 已占据了美国当局的重心。对总统而言, 解决政府停摆和推动内部改革的政治优先级, 明显高于拜登政府单穿规则升级所引发的外部贸易争端。美国的内部政治压力和中美双方已将谈判筹码明牌的现状, 推动谈判走向务实解决。贸易战的发展方向并非升级, 反而可能朝着贸易战降级、关税下调、达成结构性协议的方向演变。

与今年4月首次出现贸易摩擦时的市场恐慌相比, 当前的市场氛围已显著缓和。

四月市场对中美关税冲突反应过度, A股一度出现“千股跌停”的局面, 当时不少人预测中国出口将转为负增长并明显拖累经济。然而事态发展并未如部分人所预期。这一次市场普遍认为关税战对中国的威胁力正在减弱, 中国也有能力对美国威胁做出有效反制。在TACO的“学习效应”下, 10月13日的市场反应明显好于4月7日, 低开后高走, 没有重演千股跌停。

四月以来, 市场(无论是A股还是美股)的走势与贸易战的关联度实际上已经大为减弱, 市场的主要驱动力是美国财政扩张、美联储降息预期, 以及AI的新叙事。因此, 贸易战本身对后续市场的涨跌影响已变得有限。

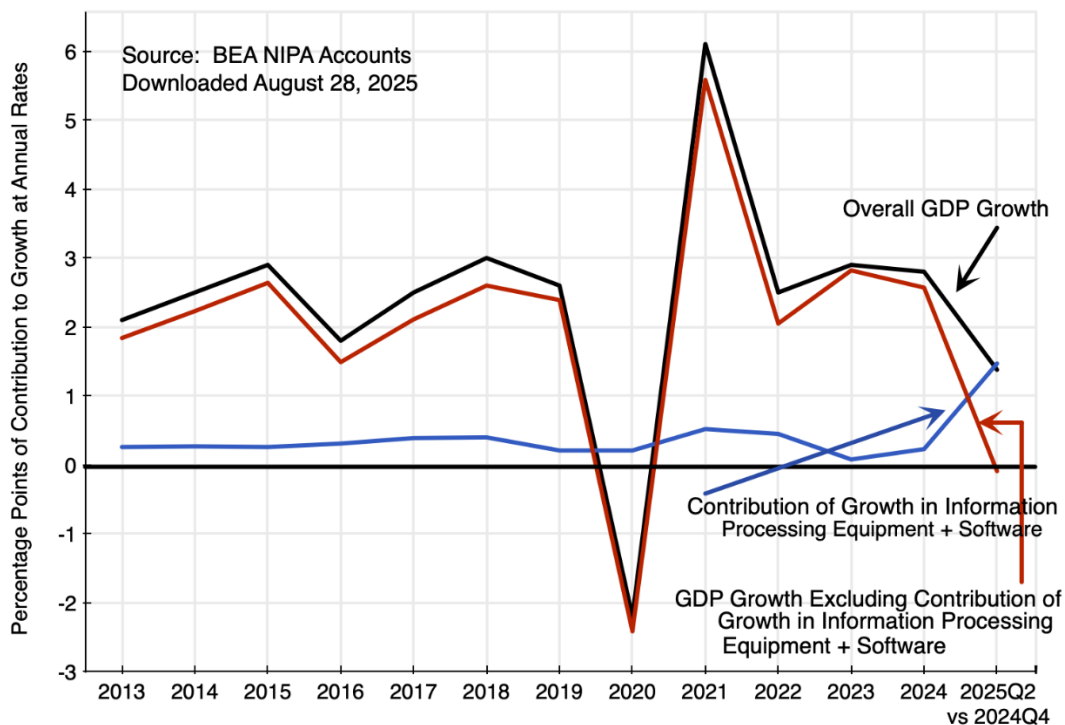
鉴于目前的 market 环境和贸易战升级的可能性较低, 市场的关注点也将回到基本面、增量政策、外部流动性、监管态度和科技叙事等驱动因素上来。

尽管中美之间的贸易冲突风险下降, 但美国经济系统内部的脆弱性, 特别是经济和金融对AI算力投资的依赖正在显著增加。2025年上半年, 按年率计算, GDP的全部增长完全归功于私人对信息处理设备和软件的投资增长, 该项投资自身以惊人的28.3%年化率增长, 为GDP贡献了正向的1.5个百分点。与此同时, GDP中其他所有部分的增长合计略微负增长, 若单看这部分, 将导致同期GDP下降0.1%。二季度, 软件投资的年化增长率就达到了惊人的198%, 主要由企业对数字化转型和AI相关能力的需求推动。



图表5: 美国 2025 年上半年的 GDP 增长: 全部来自于 AI 投资热潮

GDP Growth: Contribution of Information Processing Equipment + Software
2013 to 2025Q2



来源: An Economic Sense, 国金证券研究所

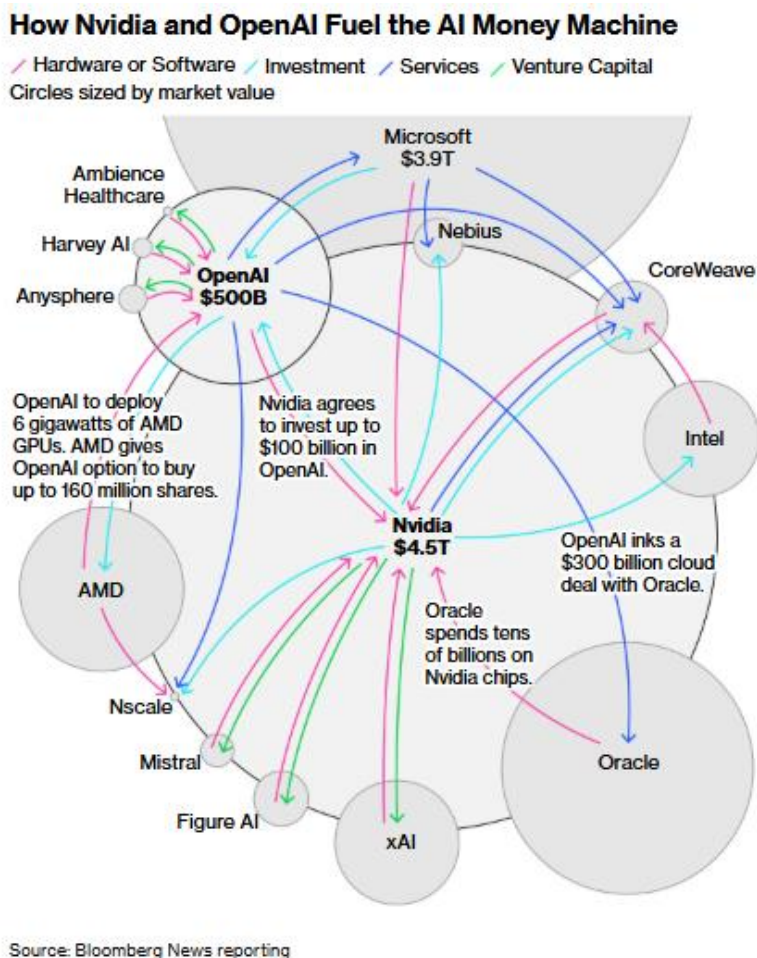
AI 的繁荣已超越股票市场, 开始向信贷和债券市场蔓延, 科技巨头正通过发行债券 (如甲骨文)、寻求股权融资甚至私募信贷来支持高昂的资本支出。

AI 叙事也不再是单纯的股市现象, 而正在向债券市场和银行信贷体系传导。虽然贸易战不太可能再发生, 也不会造成四月冲击, 但美股和美国经济的脆弱性 (即 AI 泡沫和高位浮盈) 在大幅增加, 这是不同于四月的新问题。

后续的市场焦点应是新一轮 AI 叙事的持续性、即将公布的科技公司三季报、美联储降息路径和美国的财政可持续性, 这些因素可能引发美股的剧烈震荡, 并影响国内科技板块的映射。A 股在保持长期乐观的同时, 仍需审慎平衡红利股和科技股的配置比例。



图表6: 英伟达和 OpenAI 如何助推 AI 烧钱机器运转



来源: Bloomberg, 国金证券研究所

风险提示

中美贸易摩擦升级超预期风险: 如果双方谈判破裂, 或者美国国内政治压力导致特朗普为转移矛盾而采取更强硬的贸易举措, 可能导致关税战二次升级, 从而对全球供应链和市场情绪造成巨大冲击。

美国 AI 泡沫破裂引发系统性金融风险: 当前美股和美国经济增长对 AI 投资的依赖已达到极高水平。一旦 AI 叙事出现重大挫折, 可能导致科技股的高位浮盈迅速崩塌。由于 AI 相关的资本开支已通过债券和私募信贷传导至金融体系, 泡沫破裂可能触发信贷违约, 将股市风险转化为系统性金融危机。

特朗普情绪化超预期风险: 特朗普政府的决策往往受政治需求和个人情绪影响。如果国内的政府停摆和财政预算问题久拖不决, 可能促使他采取非理性、情绪化的政策行动。



特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员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。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海	北京	深圳
电话：021-80234211	电话：010-85950438	电话：0755-86695353
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	邮编：100005	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号 紫竹国际大厦 5 楼	地址：北京市东城区建国门内大街 26 号 新闻大厦 8 层南侧	地址：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心 18 楼 1806



【小程序】
国金证券研究服务



【公众号】
国金证券研究