

怎么看中美经贸摩擦再次加剧？

宏观点评

9 月 14 日，中美于西班牙马德里进行第四轮经贸会谈，双方贸易关系似有缓和迹象。但是近期美方持续新增出台一系列对华限制措施，我国进行反制，中美经贸摩擦再次加剧。中国对经贸谈判是开放的，主张一直都是“在相互尊重、平等协商基础上，通过对话解决各自关切，妥善管控分歧”，短期内中美经贸关系存在两种可能。

第一种情景，阶段性缓和。当前中国反制措施中，对美国影响最大的是稀土管制，美国及其盟重建稀土产业链需要几年的时间，短期内仍将严重依赖中国出口。10 月 9 日中国公布的出口管制措施是 11 月 8 日生效，美国威胁对中国加征 100% 关税及“所有关键软件”实施出口管制是 11 月 1 日生效，生效日期均在 10 月底 APEC 会议之前。APEC 会议期间中美领导人会谈也未明确是否取消。因此，在 APEC 会议之前或者会议期间，中美双方可能达成阶段性协议，比如近期新增限制措施取消、暂停或放松。不过，即使达成阶段性协议，中国完全取消稀土管制的可能性也不大，更可能是技术上放松出口。

第二种情景，关税摩擦持续升级。之前良好的经贸会谈氛围被打破，美国方面释放的缓和信号，可能是为了安抚美国市场，并不一定是真实意愿。中美双方目前都有筹码，在 APEC 会议之前，经贸摩擦存在持续升级的可能，这将影响会谈氛围，届时中美达成协议的概率将下降，未来中美经贸冲突可能螺旋形升级。此外，即使一方的目的是重新回到谈判桌，也不排除通过短期升级局势的形式来增加谈判筹码。当然，如果会谈基础条件得到破坏，短期内双方将无法回到谈判桌。

资本市场风险与机遇并存。乐观情形下，若中美重回谈判桌、贸易摩擦再次缓和，则市场在政策面与资金面支持下，仍会围绕科技、有色、储能等景气以及反内卷等政策预期方向再次轮动。若年底中央经济工作会议增量政策出台，市场行情有望延续至明年年中。悲观情形下，若中美关税摩擦程度升级，则不排除市场情绪出现较大回落，资金转向红利资产避险，市场等待增量政策出台后再企稳修复。

● **风险提示：中美关税演绎仍存在较大不确定性；全球资本市场波动加大。**

邢曙光（分析师）

xingshuguang@cctgsc.com.cn

登记编号：S0280520050003

钟 山（分析师）

zhongshan01@cctgsc.com.cn

登记编号：S0280525060002

段雅超（分析师）

duanyachao@cctgsc.com.cn

登记编号：S0280525060001

窦 凯（研究助理）

doukai@cctgsc.com.cn

登记编号：S0280124090001

相关报告

《未来中美关税谈判可能情景及应对》

2025-05-13

《美国对等关税：目的、可能演绎及影响》

2025-04-07



目 录

1、中美经贸局势意外升级.....	3
2、未来中美经贸关系如何演绎.....	4
3、中国出口韧性，但有调整压力.....	6
4、资本市场风险与机遇并存.....	7

图表目录

图 1：截至 10 月 14 日部分国家面临美国关税税率.....	4
图 2：特朗普再次上任后关税政策时间轴.....	4
图 3：美国失业率小幅上升.....	6
图 4：美国通胀缓慢上升.....	6
图 5：9 月，出口增速超预期.....	7
图 6：9 月，全球制造业 PMI 50.8%.....	7
图 7：中国对非洲、东盟等地区出口增速较高.....	7
图 8：中国对发达经济体出口占比不断回落.....	7
图 9：5 月以来新增开户数环比回升.....	8
图 10：4 月以来两融余额持续回升.....	8
图 11：截至 10 月 14 日主要宽基指数 PE（TTM）水平.....	8
图 12：4 月以来，科技行业带动 TMT 板块集中度持续攀升，逼近历史高位.....	8

1、中美经贸局势意外升级

9月14日，中美于西班牙马德里进行第四轮经贸会谈，双方就TikTok出售以及关税暂停措施延期等问题达成共识，双方贸易关系似有缓和迹象。随后9月19日中美领导人举行近3小时电话会谈，通稿称“坦诚深入、务实积极”。9月25日，特朗普签署行政命令，批准了中美先前在马德里达成的框架协议。

但是，近期美方持续新增出台一系列对华限制措施，严重破坏双方经贸会谈氛围。9月29日，美国依据232调查对所有厨柜、浴室盥洗台及相关产品征收50%关税，对软垫木家具征收30%关税，对木材征收10%关税。10月3日，美国海关和边境保护局（CBP）正式发布《第301条款船舶费用》公告，确认将自10月14日起对中国拥有、运营或建造的船舶征收多项新费用，并对所有外国建造的汽车运输船征收额外费用。10月6日，美国依据232调查对中型和重型卡车征收25%的关税。10月7日，美国国会发布报告称，包括欧洲巨头阿斯麦（ASML）在内的五家主要半导体设备制造商，在2024年向中国出售了价值380亿美元的关键技术，其中包括被美国列为国家安全威胁的公司，该报告建议盟友之间加强协调并扩大限制范围。10月9日，美国提议禁止中国航空公司在往返美国的航班中飞越俄罗斯领空。

我国进行反制。10月10日，中国商务部联合海关总署接连发布多项公告，于11月8日起正式对5类中重稀土、超硬材料、稀土设备和原辅料、锂电池和人造石墨负极材料相关物项实施出口管制；将多家外国实体纳入“不可靠实体清单”；市场监管总局对高通公司展开反垄断调查；交通运输部也宣布自10月14日起对涉美船舶收取特别港务费。对美国船舶征收对等港务费更多是象征性的反制，对美国的实质影响有限，但稀土出口管制新规的力度和广度前所未有。新规首次引入了类似于美国“外国直接产品规则”（FDPR）的机制，要求跨国公司销售的商品中，如果含有的中国稀土矿产占产品价值的0.1%或以上，其出口则需要获得我国政府的许可，直接挑战了美国单方面制定全球技术贸易规则的能力，使得跨国科技公司的关键产业链面临挑战。这一稀土出口管制新规较以往更加严格，特朗普也借机威胁全面提高关税。

特朗普强硬回应升级局势。特朗普10月11日在Truth Social上宣布将自11月1日起对中国的所有产品征收100%的关税，同步对“任何及所有关键软件”实施出口管制，并威胁取消APEC会议期间的中美领导人会谈，宣称“现在看来没有理由这样做了”。本轮升级总体上出乎意料，特朗普对稀土管制比预期中更加敏感。但随后特朗普以及美国贸易代表格里尔的表态略显缓和，没有进一步升级局势，表示出仍有谈判可能。10月13日，贝森特表示周末双方之间进行了大量沟通，随着双方缓和和贸易争端紧张局势，中美领导人有望在韩国APEC会议期间会谈。

10月13日，中美进行了工作层会谈，中方敦促美方尽快纠正错误做法，拿出谈的诚意，与中方相向而行，以两国元首通话重要共识为引领，维护好来之不易的磋商成果，继续发挥中美经贸磋商机制作用，通过对话协商解决各自关切，妥善管控分歧，推动中美经贸关系健康、稳定、可持续发展。

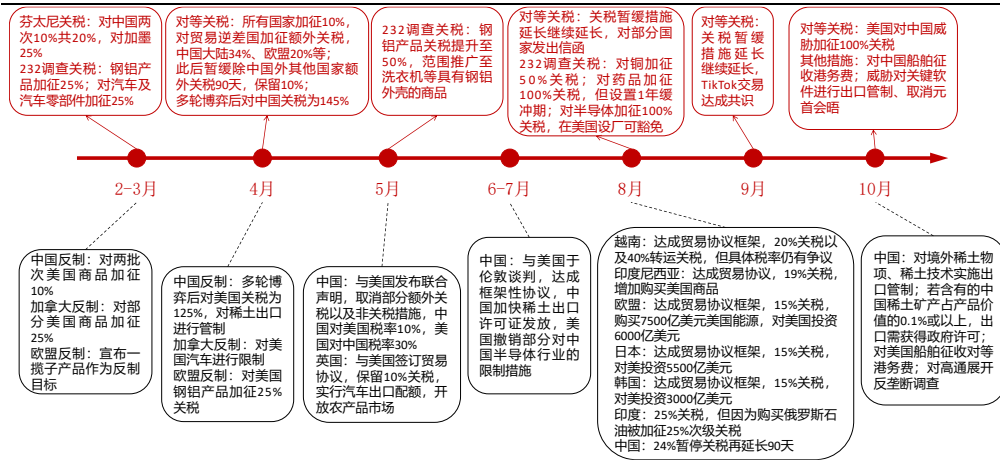
10月14日，为反制美国对中国采取海事、物流和造船业301调查措施，中国对韩华海洋株式会社5家美国相关子公司采取反制措施。

图1：截至10月14日部分国家面临美国关税税率

国家或地区	现税率	原税率	最新变动时间	对美贸易逆差（亿美元）	备注
中国	30%+20%	54%+20%	7月31日	2954.0	多轮谈判结束，目前关税暂停至11月10日到期
欧盟	15%	20%	7月27日	2355.7	已达成贸易协议框架，以行政命令形式签署
墨西哥	30%	0%	7月12日	1718.1	USMCA商品仍免税（占对美贸易额80%以上），暂缓90天
越南	20%	46%	7月2日	1234.6	
中国台湾	20%	32%	7月31日	739.3	
日本	15%	24%	7月22日	684.7	已达成贸易协议框架，以行政命令形式签署
韩国	15%	25%	7月31日	660.1	已达成贸易协议框架，以行政命令形式签署
加拿大	35%	0%	7月10日	633.3	USMCA商品仍免税（占对美贸易额80%以上），立即生效
印度	50%	27%	8月5日	456.6	因俄罗斯购买石油被加征25%关税
泰国	19%	36%	7月31日	456.1	
马来西亚	19%	24%	7月31日	248.3	
印度尼西亚	19%	32%	7月22日	178.8	
柬埔寨	19%	49%	7月31日	123.4	
南非	30%	30%	7月7日	88.4	
孟加拉国	20%	37%	7月31日	61.5	
伊拉克	35%	39%	7月31日	57.6	
菲律宾	19%	20%	7月22日	48.8	
斯里兰卡	20%	44%	7月31日	26.5	
阿尔及利亚	30%	29%	7月9日	14.5	
哈萨克斯坦	25%	27%	7月7日	12.5	
利比亚	30%	31%	7月9日	9.0	
老挝	40%	48%	7月7日	7.6	
突尼斯	25%	28%	7月7日	6.2	
塞尔维亚	35%	37%	7月7日	6.0	
缅甸	40%	44%	7月31日	5.8	
波黑	30%	35%	7月7日	1.3	
文莱	25%	23%	7月9日	1.1	
摩尔多瓦	25%	30%	7月9日	0.8	
巴西	50%	10%	7月9日	-73.5	
英国	10%	10%	5月8日	-118.6	已达成贸易协议并公开

资料来源：美国白宫，美国商务部，诚通证券研究所

图2：特朗普再次上任后关税政策时间轴



资料来源：美国白宫，美国商务部，中国商务部，中国政府网，诚通证券研究所

2、未来中美经贸关系如何演绎

美国在谈判前凭空“造牌”是惯用手段，随着 APEC 会议临近，美国“小动作”不断。中国进行反制的目的，一方面迫使美国认真对待之前的谈判成果，另一方面增加谈判筹码。未来中美经贸关系如何演绎，取决于双方的目的、筹码及约束。和5月中美日内瓦经贸会谈时相比，目前中美经济环境、筹码都发生了一些变化。

美国方面，有利条件有：其一，关税对美国通胀的影响没有预期那么快、那么强。截至9月，美国CPI、PCE物价同比增速分别为2.9%、2.7%，分别较4月份上升0.6、0.4个百分点。当然，物价尚未完全反映关税的影响，通胀可能继续

上升。**其二，美国经济韧性。**虽然对等关税导致美国一季度 GDP 季调环比折年下降 0.6%，但二季度又增长 3.8%，市场预期三季度继续增长 3.8%，那么前三季度 GDP 环比增速均值约为 2.3%，接近 2024 年的 2.4%。**其三，美国、欧盟、日本、韩国、东盟等经济体达成或初步达成关税协定，进口产业链得到一定程度的分散。**

美国面临的约束有：其一，短期内美国无法重建稀土产业链，仍严重依赖中国进口。**其二，美国劳动力市场降温。**美国失业率从年初的 4% 小幅上升至 4.3%。虽然失业率仍处于低位，但劳动力供给增速下滑是重要原因，后续不排除失业率非线性上升的可能。**其三，资本市场风险加大。**美国股市不断上涨，存在调整风险，中美关税摩擦升级可能触发美国资本市场调整。金融条件的恶化也将进一步拖累美国经济。**其四，美国中期选举。**离 2026 年 11 月美国中期选举还有一年，如果未来中美经贸摩擦持续，美国通胀和失业率大幅上升，共和党可能失去对国会的控制。**其五，中美就 TikTok 达成了初步协议，但中国尚未批准，交易仍未完成。**

中国方面，有利条件有：其一，稀土，尤其是重稀土是中国的一张“王牌”，美国建立稀土产业链可能需要几年时间。**其二，**中国对美出口占中国总出口比重下降到 10% 左右，美国加征关税对中国出口影响减弱。**其三，**中国前三季度出口同比增长 6.1%，在此拉动下，全年完成经济目标的压力减轻。

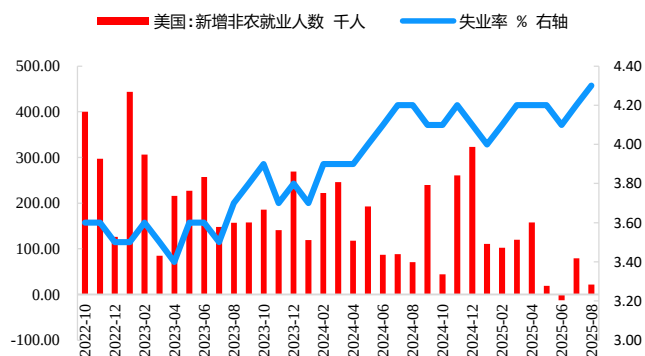
当然，中国也面临一些约束，但没有美国面临的约束那么急迫。比如，高端芯片、高端材料、高端设备等仍受限；如果美国联合盟友对中国加征关税并进行高科技出口管制，中国发展经济的外部环境将恶化。

中国对经贸谈判是开放的，主张一直都是“在相互尊重、平等协商基础上，通过对话解决各自关切，妥善管控分歧”，短期内中美经贸关系存在两种可能。

第一种情景，阶段性缓和。当前中国反制措施中，对美国影响最大的是稀土管制，美国及其盟重建稀土产业链需要几年的时间，短期内仍将严重依赖中国出口。10 月 9 日中国公布的出口管制措施是 11 月 8 日生效，美国威胁对中国加征 100% 关税及“所有关键软件”实施出口管制是 11 月 1 日生效，生效日期均在 10 月底 APEC 会议之前。APEC 会议期间中美领导人会谈也未明确是否取消。因此，在 APEC 会议之前或者会议期间，中美双方可能达成阶段性协议，比如近期新增限制措施取消、暂停或放松。不过，即使达成阶段性协议，中国完全取消稀土管制的可能性也不大，更可能是技术上放松出口。

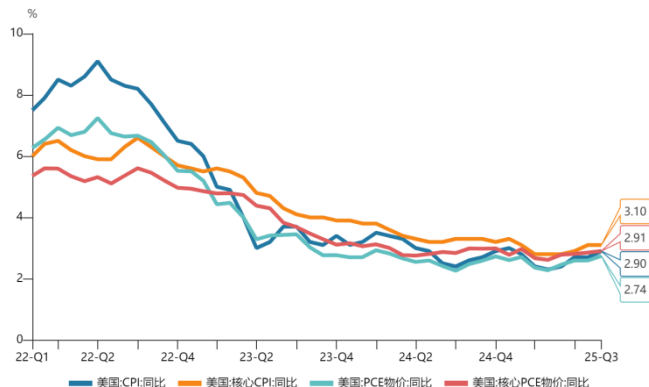
第二种情景，关税摩擦持续升级。之前良好的经贸会谈氛围被打破，美国方面释放的缓和信号，可能是为了安抚美国市场，并不一定是真实意愿。中美双方目前都有筹码，在 APEC 会议之前，经贸摩擦存在持续升级的可能，这将影响会谈氛围，届时中美达成协议的概率将下降，未来中美经贸冲突可能螺旋形升级。此外，即使一方的目的是重新回到谈判桌，也不排除通过短期升级局势的形式来增加谈判筹码。当然，如果会谈基础条件得到破坏，短期内双方将无法回到谈判桌。

图3： 美国失业率小幅上升



资料来源：Wind，诚通证券研究所

图4： 美国通胀缓慢上升



资料来源：Wind，诚通证券研究所

3、 中国出口韧性，但有调整压力

9月份，中国出口金额3285.7亿美元，同比增长8.3%，增速好于市场5.7%的预期，以及上月同比4.4%的增速，为年初以来第二高增速。这部分因为低基数，去年9月出口环比下降1.6%，同比增速仅为2.3%。前9月，出口同比增长6.1%，高于2024年的5.8%。

分区域看，中国对美、欧、非洲地区出口提速。9月份，我国对美国出口增速同比下滑27%，降幅较上月收窄6.1个百分点，为6月以来首次降幅收窄，可能受近期制造业景气度回升以及圣诞节前补货的影响。我国对欧盟出口增速同比增长14.2%，增速较上月提升3.8个百分点，6月以来增速持续提升。特别是中国对非洲出口继续大幅提升，9月达223.7亿美元，同比增速达56.4%，成为9月份出口超预期的重要原因之一，未来仍有较大的增长潜力。

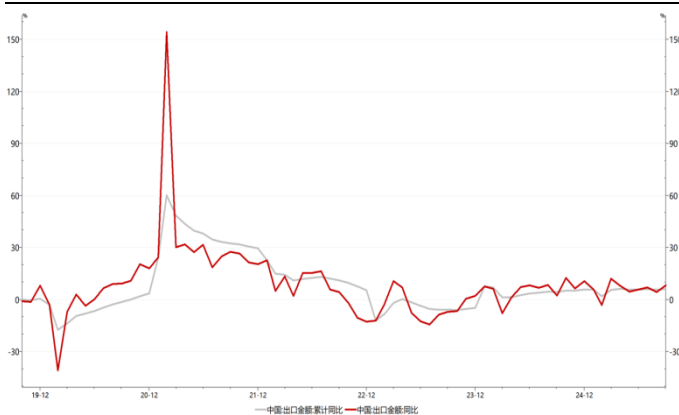
从具体出口品类看，出口景气度相对分化，集成电路、通用机械设备、手机出口表现相对较好。而家用电器、汽车等产品出口增速回落。9月份，集成电路出口同比增速为32.7%，维持高速增长。通用机械设备出口同比增长24.9%，增速较上月提升20.5个百分点。手机出口进入旺季，出口大幅上行，同比增速较上月提升近17个百分点。而汽车出口同比增速由上月的17.3%回落至10.9%，家用电器出口降幅也由上月6.6%扩大至9.7%。

整体看，我国前三季度出口维持良好走势，特别是二季度中美贸易摩擦以来，我国出口表现出较强韧性，这既有“抢出口”“抢转口”的作用，也受到欧盟经济持续好转、东盟产业链重构的影响。不过，即使不考虑中美关税的不确定性，未来中国出口也可能面临调整。

其一，不管是“抢转口”还是“抢出口”都受到美国经济主体支出总额的制约，在总量确定情况下，出口前置意味着后续出口或将回落。其二，年初以来，在持续降息、加大政府支出作用下，欧洲经济不断改善，带动了中国对欧洲出口的持续增长。但受法国政局动荡等因素影响，9月欧元区PMI从50.7%下降至49.8%，停止了上升势头。其三，长期来看，中国对美国出口份额下降的同时，对东盟等地区出口份额不断上升，同时中国贸易顺差不断创新高，未来中国和东盟

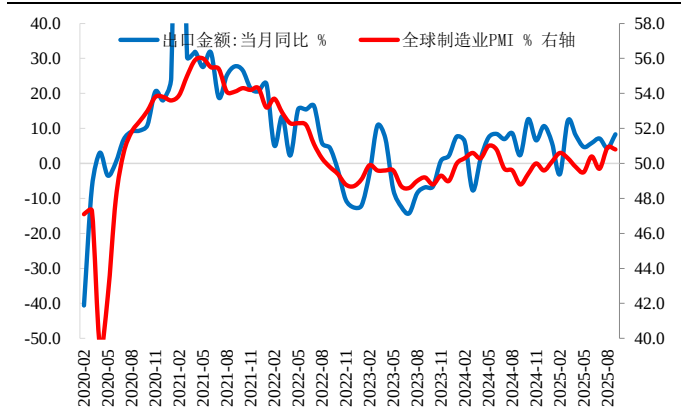
等经济体的贸易摩擦可能加剧。其四，去年四季度美国大选，出于对加征关税的担忧，当时便开始“抢出口”，这将对未来中国出口形成高基数。

图5： 9月，出口增速超预期



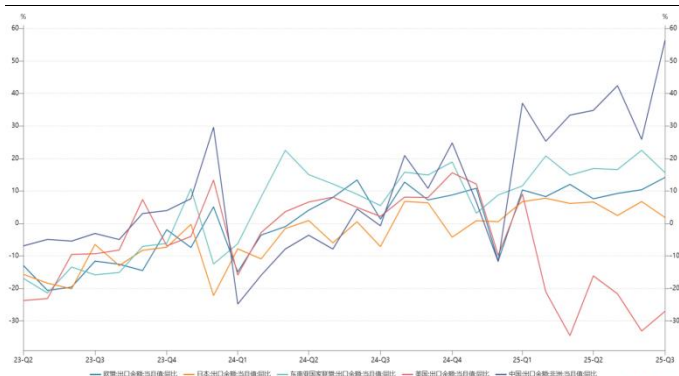
资料来源：Wind，诚通证券研究所

图6： 9月，全球制造业 PMI 50.8%



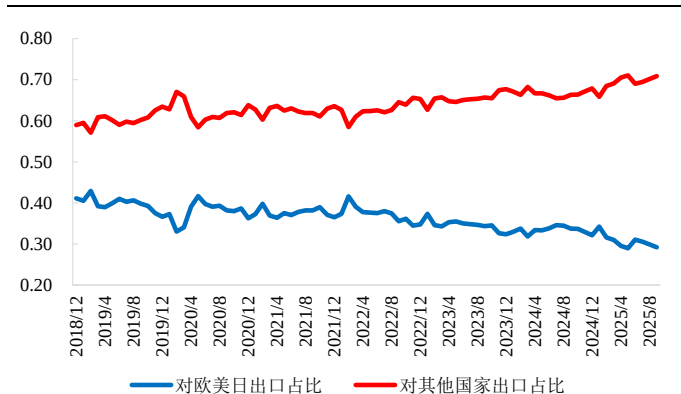
资料来源：Wind，诚通证券研究所

图7： 中国对非洲、东盟等地区出口增速较高



资料来源：Wind，诚通证券研究所

图8： 中国对发达经济体出口占比不断回落



资料来源：Wind，诚通证券研究所

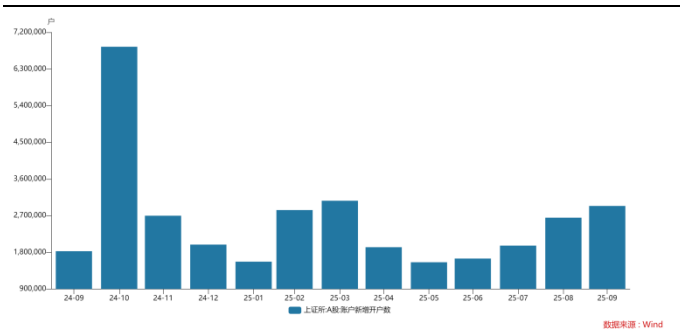
4、资本市场风险与机遇并存

对比4月，基本面回落压力显现，政策面出台及流动性支撑仍在。当前经济数据逐季回落压力逐步显现。贸易摩擦对出口负面拖累或逐渐显现，消费、地产相对疲软，均对经济增速形成压制。截至10月13日，三季度GDP同比增速一致预期4.81%，四季度GDP同比增速一致预期4.45%，均显著低于二季度的5.2%。政策面，年底前重要会议密集，经济数据回落预期下，政策面博弈增量出台的预期相对4月更为乐观。4月经济数据尚未回落，政策托底意愿并不强烈。当前经济数据走弱情况下，10月政治局会议、12月中央经济工作会议将召开，总量政策方面出台概率更大。三季度以来，产业政策密集出台。机械、汽车、电子、钢铁行业稳增长方案陆续发布，地产行业一线城市外围限购松绑，年底产业政策与财政政策仍有增量空间。流动性方面，新增开户数、两融余额持续回升。4月国家队救市预期下，如果双方谈判最终无法达成有效结果，国家队再次出手托底预期仍在。

但从估值与集中度角度来看，对比4月，指数上涨之后市场存在一定脆弱性。宽基指数估值接近历史中上水位。上证指数目前处于历史71%分位，沪深300指数位于86%分位。行业方面科技、人形机器人主线涨幅大、估值高，TMT行业市场集中度较高，需要更多行业利好与业绩利好催化，否则有资金兑现压力。截至10月13日，TMT行业集中度达到36%，虽然距离历史高位40%-45%仍有距离，但已经相对高位。

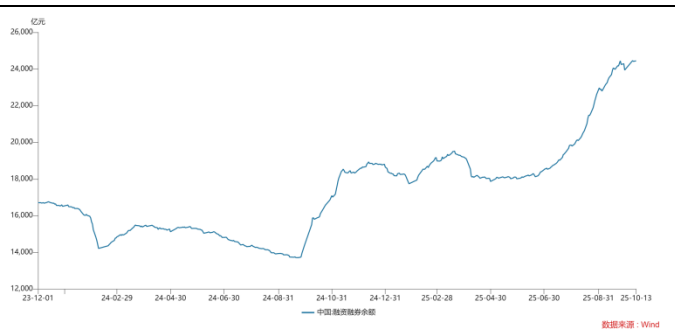
后市来看，乐观情形下，若中美重回谈判桌、贸易摩擦再次缓和，则市场在政策面与资金面支持下，仍会围绕科技、有色、储能等景气以及反内卷等政策预期方向再次轮动。若年底中央经济工作会议增量政策出台，市场行情有望延续至明年年中。悲观情形下，若中美关税摩擦程度升级，则不排除市场情绪出现较大回落，资金转向红利资产避险，市场等待增量政策出台后再企稳修复。

图9：5月以来新增开户数环比回升



资料来源：Wind，诚通证券研究所

图10：4月以来两融余额持续回升



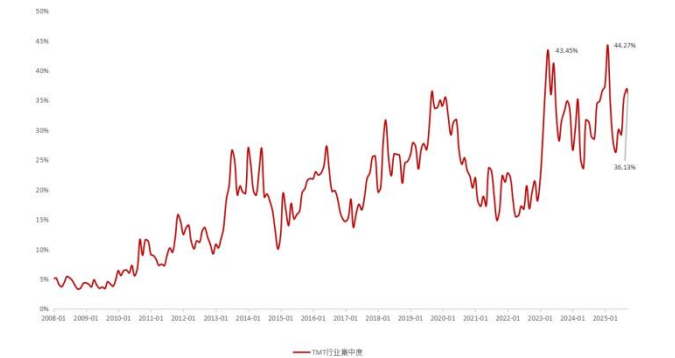
资料来源：Wind，诚通证券研究所

图11：截至10月14日主要宽基指数PE（TTM）水平

	上证指数	深证成指	创业板指	科创50	沪深300	中证500	中证1000
最新	17	31	43	189	14	35	48
历史分位	71%	81%	49%	100%	86%	84%	76%
10分位	11	14	30	41	10	21	29
25分位	13	17	37	43	12	24	33
50分位	14	24	49	64	13	29	39
75分位	17	29	59	87	15	43	54
90分位	28	35	67	103	26	63	78

资料来源：Wind，诚通证券研究所

图12：4月以来，科技行业带动TMT板块集中度持续攀升，逼近历史高位



资料来源：Wind，诚通证券研究所

特别声明

根据《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）》规定，诚通证券评定此研报的风险等级为 R3（中风险），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。若您为非专业投资者及风险承受能力低于 C3 的普通投资者，请勿阅读、收藏、接收或使用本研报中的任何信息。

若因适当性不匹配，给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师声明

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，认真审慎、专业严谨、独立客观的出具本报告并对报告内容和观点负责。

分析师的薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来均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。

投资评级说明

诚通证券行业评级体系：推荐、中性、回避

推荐： 未来6—12个月，预计该行业指数表现强于同期市场基准指数。

中性： 未来6—12个月，预计该行业指数表现基本与同期市场基准指数持平。

回避： 未来6—12个月，预计该行业指数表现弱于同期市场基准指数。

市场基准指数为沪深 300 指数。

诚通证券公司评级体系：强烈推荐、推荐、中性、回避

强烈推荐： 未来6—12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数涨幅在20%以上。该评级由分析师给出。

推荐： 未来6—12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数涨幅介于5%—20%。该评级由分析师给出。

中性： 未来6—12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数变动幅度介于-5%—5%。该评级由分析师给出。

回避： 未来6—12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数跌幅在5%以上。该评级由分析师给出。

市场基准指数为沪深 300 指数。

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。

免责声明

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

本报告由诚通证券股份有限公司（以下简称诚通证券）供其机构或个人客户（以下简称客户）使用，诚通证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给诚通证券客户的，属于机密材料，只有诚通证券客户才能参考或使用，如接收人并非诚通证券客户，请及时退回并删除。

本报告所载的全部内容只供客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。诚通证券根据公开资料或信息客观、公正地撰写本报告，但不保证该公开资料或信息内容的准确性或完整性。客户请勿将本报告视为投资决策的唯一依据而取代个人的独立判断。诚通证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。诚通证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告所载内容反映的是诚通证券在发表本报告当日的判断，诚通证券可能发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但诚通证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。诚通证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

对于浏览过程中可能涉及的诚通证券网站以外的地址或超级链接，诚通证券不对其内容负责。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。

除非另有说明，所有本报告的版权属于诚通证券。未经诚通证券事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式更改、复制、传播本报告中的任何材料，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。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，均为诚通证券的商标、服务标识及标记。诚通证券版权所有并保留一切权利。

联系我们

诚通证券股份有限公司 研究所
北京市朝阳区东三环北路27号楼12层
公司网址：<http://www.cctgsc.com.cn>

邮编：100020