

2025 年 10 月 13 日

全球宏观

关税博弈升级，但缓和仍大概率可期

事件：2025 年 10 月 11 日，美国总统特朗普在社交媒体发布长文，借以中国实施稀土等相关物项出口管制为由，宣布从今年 11 月 1 日起美国对华关税税率将额外增加 100%，并威胁对所有关键软件实施对华出口管制。

李少金

Evan.Li@bocomgroup.com

(852) 3766 1849

④ 暗流涌动，中美经贸关系不确定性上升

近期特朗普政府宣布加征关税之举，是中美经贸关系自今年 4 月“对等关税”事件以来，半年来最为迅速的关税升级，市场情绪随即骤然承压，中美股市均出现快速调整。不同于 4 月特朗普“对等关税”一度波及全球，本次关税升级的对象仅限于中美双方。而此前中美双方已历经两轮经贸会谈，且均取得了正向进展。同时，特朗普政府已与欧洲、日本、韩国等主要贸易伙伴达成初步贸易框架，意味着全球贸易的不确定性也呈下降趋势。

然而，尽管 4 月以来中美双方贸易形势走向主要以缓和为主，两轮经贸会谈也为市场带来了正向预期，但期间美方在谈判桌下仍继续施压——包括持续将华企业列入实体清单，及本轮升级的导火索，即美国最新出台的对中国船舶征费措施。

鉴于中美双方领导人即将在 10 月底的韩国 APEC 峰会举行会晤，本轮升级的时点以及随后美方的表态，这更倾向于是双方在正式谈判前各自增加筹码的博弈行为，为即将到来的峰会谈判争取更有利的位置。

④ 峰回路转，美方迅速释放缓和信号

市场的担忧并未持续太久。截至 10 月 13 日，距离特朗普宣布加征关税仅过去两天，美国总统特朗普及副总统万斯便先后公开表态，释放缓和信号，随后态势显著缓和。特朗普在美东时间午后 1 时左右通过社交媒体表示：“对华关系‘一切都会好的’”，语气较此前的强硬表态出现明显转变。几乎同一时间，美国副总统万斯也在电视采访中表示：“如果中方愿意持理性态度，美国也愿意和中方谈判”。

美方态度转变如此迅速，也令此次升级更倾向于是一次谈判前的博弈施压，而非真正意图全面升级双方经贸关系。从特朗普政府的行为模式来看，本次行为似乎仍符合市场相对熟悉“先施压、再释放善意”的 TACO 策略，且已成为其惯用的谈判手法。回顾今年 4 月的“对等关税”事件，特朗普同样在市场恐慌情绪达到顶点后迅速转向，最终推动首轮中美经贸会谈的启动。

综上，我们倾向于认为本轮拟实施的大规模关税加征措施的落地概率并不高。特朗普政府深知，在当前美国经济面临内外挑战的背景下，全面升级对华关税水平，将带来较为显著且充满变数的冲击——不仅会推高美国国内通胀预期，正在进行的降息周期亦有可能因此被打断，进而或影响其 2026 年美国中期选举的选情。此外，当前美国政府亦面临政治和经济多重内部约束（详见下页）。因此，我们认为，后续双方有较大概率会在峰会期间达成缓和安排，从而为经贸关系的进一步稳定创造条件。对于中国资产而言，短期波动应不改中期趋势，调整既是买入机会。

⊙ 后市观察：经贸关系缓和仍是大概率方向

展望后市，我们认为中美双方继续缓和的概率较大，这一判断主要基于美国当前面临的多重约束。

- * **从政治环境看，美国内部正陷入僵局。**当前美国政府正处于停摆阶段，特朗普政府的当务之急，是与民主党就预算案等关键议题达成协议，以恢复政府正常运转。在内部政治资源高度紧张的情况下，美方对外升级关税水平的应对能力和政策协调能力都相当有限，特朗普政府需要集中精力处理国内事务。
- * **美联储正处于降息的关键窗口期。**在当前经济软着陆尚未完全确认的背景下，当前窗口升级关税或将给美方带来双重风险：一方面进一步推高输入性通胀预期，削弱美联储继续降息的空间；另一方面可能冲击本就脆弱的就业市场和消费者预期，加剧美国经济增长的不确定性。若关税升级措施落地，可能迫使美联储重新评估政策路径。
- * **从政治周期看，2026 年中期选举的考量正在逐步主导政策取向。**距离 2026 年美国中期选举仅一年有余，特朗普及共和党的首要任务预计将转向稳定美国国内经济、资本市场、争取选票。历史经验显示，执政党在中期选举前的短暂窗口期内通常会避免采取可能引发经济动荡的激进政策。在此之前，维持相对稳定的对外经贸关系、确保经济数据不出现大幅恶化的优先级将不断提高。因此，我们认为在 2026 年中期选举之前，美国进一步全面升级关税的概率或相当有限。

因此，综合来看，我们建议密切关注今年 10 月底即将举行的 APEC 峰会，该会议或成为双方寻求阶段性缓和的重要契机。

⊙ 中国资产：短期波动应不改中期趋势，调整既是买入机会

从基准情形来看，当前全球宏观环境的基本面支撑依然稳固：1) 美国经济韧性尚存，硬着陆风险持续下降，美联储降息周期已然开启并有望延续；2) 与此同时，中国经济在一系列增量政策支持下。正处于复苏轨道，内需逐步企稳、信心逐渐修复。在此背景下，中国资产的中期配置价值不改。地缘因素或贸易形势变化引发的短期调整，或能提供难得的买入窗口。

诚然，经过 9 月底以来的强劲反弹，A 股和港股市场已积累了可观的短期涨幅，部分板块估值修复较为充分，市场本身也存在技术性调整的需求。因而。此次经贸关系升级可能成为触发短期获利回吐的催化剂。特别是在 10 月底 APEC 峰会中美领导人会晤之前，及最新一轮关税升级措施未有大幅缓和迹象的情况下，市场可能会在不确定性中维持谨慎情绪，短期波动或将加大。

但我们认为，这种短期不确定性对中国股市的“慢牛”前景的影响相对有限。其一，如前文所述，本轮升级更倾向于谈判策略而非终局，后续出现缓和的概率较大；其二，中国经济的内生动能正在修复，政策工具箱依然充足，即便外部环境出现扰动，政策仍有足够空间进行对冲；其三，当前市场估值水平尽管有所修复，但相较历史中枢和国际可比市场仍处于合理偏低区间，安全边际依然存在。

我们继续看好中国资产的配置价值，建议围绕以下几条主线：

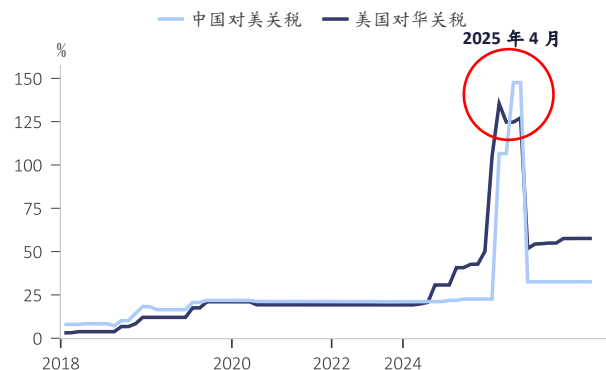
- * **聚焦科技创新主线，把握产业升级红利。**1) 继续重点推荐 AI 相关标的，全球范围来看，AI 投资热度不减，全球科技巨头资本支出，特别是算力投入持续增长，且随着我国大模型应用加速落地、算力基础设施持续完善，相关龙头企业的市场地位将进一步巩固，建议重点关注具备自主创新能力的 AI 硬件厂商、云计算服务商等核心受益标的。2) 地缘因素不确定性背景下，国产替代逻辑持续强化，半导体、工业软件、高端装备等硬科技领域有望迎来加速突破的窗口期。3) 生物医药板块在经历近期调整后，估值合理，而行业创新管线持续推进、集采政策边际改善，叠加流动性宽松环境的支撑，板块兼具成长性与流动性敏感特征，中期配置价值凸显。
- * **美元走弱周期下，大宗商品配置价值上升。**随着美联储降息周期的延续以及美元指数承压，以美元计价的大宗商品将获得估值支撑。具体来看，铜作为“新能源+传统基建”双重需求驱动的核心品种，在近期供给受阻，且全球能源转型加速以及中国稳增长政策发力的背景下，需求格局持续改善，中期价格中枢有望稳步抬升。黄金在地缘不确定性因素、全球央行持续购金、实际利率下行等多重因素支撑下，配置确定性较高，可作为组合的压舱石资产。
- * **以高股息资产作为防守端，增强组合的抗波动能力。**尽管今年年初以来，中国资产风险偏好不断改善，配置风格从防守转向进攻。但在地缘等不确定性扰动，以及近期市场波动有所加大的环境下，高股息板块凭借稳定的现金流、较高的股息率以及较低的估值水平，能够为组合提供安全垫，看好公用事业、电信运营商等板块标的。

图表 1: 2025 年初至今中美主要贸易措施一览

日期	发起方	措施	描述
2025/2/1	美国	关税宣布	特朗普签署第 14195 号行政令，以芬太尼问题为由对所有中国商品加征 10% 关税，于 2 月 4 日生效
2025/2/4	中国	反制关税	对原产于美国的煤炭、液化天然气加征 15% 关税；对原油、农机、大排量汽车、皮卡加征 10% 关税
2025/3/3	美国	关税加码	宣布在原 10% 基础上再对中国商品加征 10% 关税（总计 20% 芬太尼关税），于 3 月 4 日生效
2025/3/4	中国	反制关税	对美国鸡肉、小麦、玉米、棉花加征 15% 关税；对高粱、大豆、猪肉、牛肉等加征 10% 关税，3 月 10 日生效
2025/3/25	美国	实体清单	BIS 将 54 家中国企业（包括北京智源 AI 研究院、浪潮信息等）列入实体清单，涉及 AI、超算、量子技术
2025/3/26	美国	Section 232 关税	对进口汽车加征 25% 关税（4 月 3 日生效），对汽车零部件加征 25% 关税（5 月 3 日前生效）
2025/4/2	美国	对等关税	签署对等关税行政令：对所有国家征收 10% 基准关税，对中国额外征收 34% 对等关税
2025/4/4	中国	反制关税	对原产于美国的全部商品在现行税率基础上加征 34% 关税
2025/4/4	中国	出口管制	对部分中重稀土相关物项实施出口管制
2025/4/4	中国	不可靠实体清单	将 11 家美国企业列入不可靠实体清单
2025/4/9	美国	关税升级	将对中国对等关税从 34% 提高到 84%（4 月 8 日），再提高到 125%（4 月 9 日）
2025/4/8	中国	不可靠实体清单	再将 6 家美国企业列入不可靠实体清单
2025/4/10	中国	关税同步	同步将对美关税从 34% 提高到 84% 和 125%
2025/5/12	中美双方	关税缓和	发布联合声明，双方同意将对等关税降至 10%，有效期 90 天（5 月 14 日起）
2025/5/12	美国	小额免税调整	取消对华小额免税，对 ≤800 美元中国货物征收 120% 或每件 100 美元关税
2025/8/12	中美双方	关税延期	延长 90 天关税暂缓期至 11 月 10 日，维持对中国商品 30% 关税上限
2025/9/15	中美双方	马德里谈判	在马德里举行第四轮经贸谈判，讨论关税、TikTok 等问题
2025/9/15	中美双方	TikTok 框架协议	就 TikTok 所有权问题达成“框架性”协议，允许中国保留算法授权但转移美国业务控制权
2025/10/9	中国	出口管制扩大	扩大稀土等关键矿物出口管制，包括含 0.1% 稀土成分的境外产品，11 月 8 日部分生效
2025/10/9	中国	不可靠实体清单	新增多家美国防务科技企业至不可靠实体清单
2025/10/10	美国	船舶关税	对中国港口起重机和集装箱底盘/部件征收 100% 关税，11 月 9 日生效
2025/10/10	中国	船舶反制	对美国船舶征收港口费用（约每吨 56 美元），10 月 15 日生效
2025/10/11	美国	关税威胁	拟 11 月 1 日起对中国加征额外 100% 关税，并拟对关键软件实施出口管制

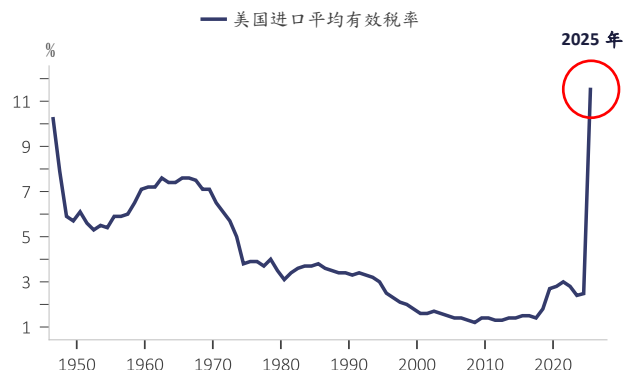
资料来源: 公开资料整理, 交银国际

图表 2: 中美最新关税水平



资料来源: Macrobond, 交银国际

图表 3: 美国当前进口平均有效税率



资料来源: Macrobond, 交银国际

图表 4: 美国经济政策不确定性指数已大幅回落



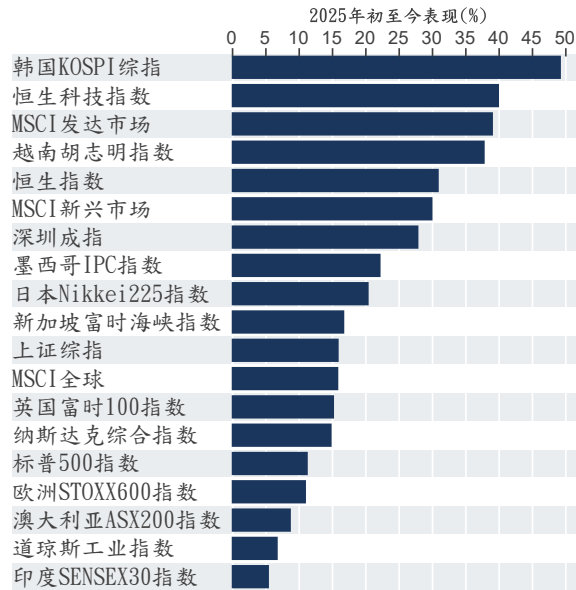
资料来源: Macrobond, 交银国际

图表 5: 当前 VIX 波动仍明显低于今年 4 月“对等关税”期间



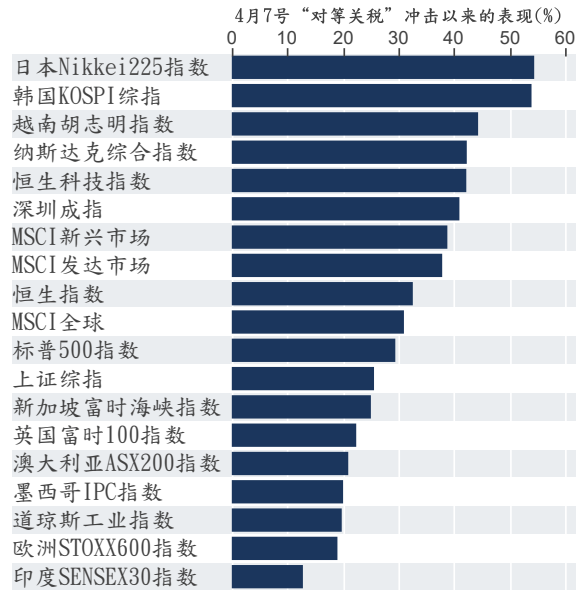
资料来源: Macrobond, 交银国际

图表 6: 全球主要股指年初至今表现



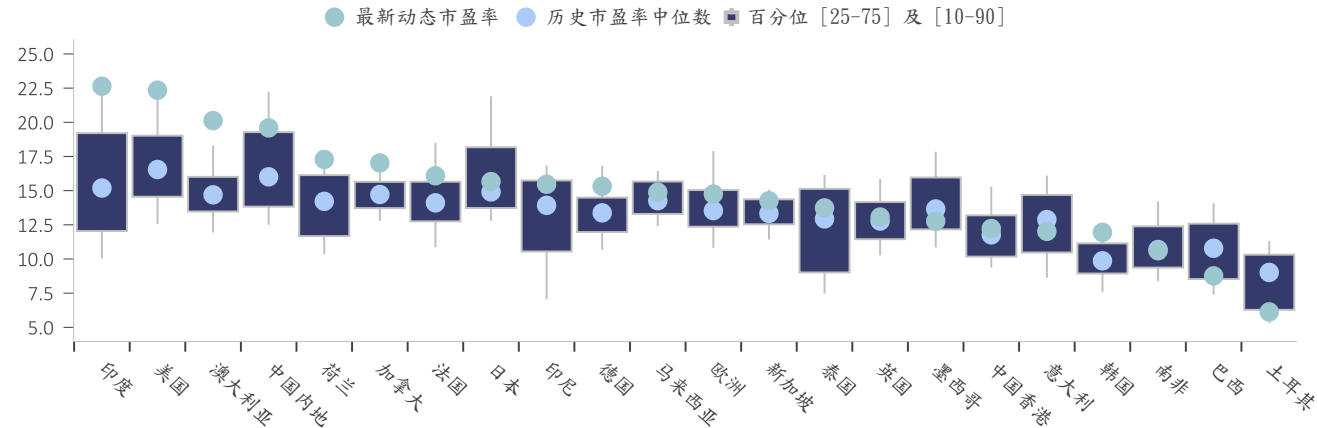
资料来源: Macrobond, 交银国际 截至 2025 年 10 月 10 日

图表 7: “对等关税”以来全球主要股指表现



资料来源: Macrobond, 交银国际 截至 2025 年 10 月 10 日

图表 8: 中国资产，特别是港股估值仍具有较好的安全边际



资料来源: Macrobond, 交银国际 截至 2025 年 10 月 10 日

交銀國際

香港中环德辅道中 68 号万宜大厦 9 楼
总机: (852) 3766 1899 传真: (852) 2107 4662

评级定义

分析员个股评级定义：

买入：预期个股未来12个月的总回报**高于**相关行业。

中性：预期个股未来12个月的总回报与相关行业**一致**。

沽出：预期个股未来12个月的总回报**低于**相关行业

无评级：对于个股未来12个月的总回报与相关行业的比较，分析员**并无确信观点**。

分析员行业评级定义：

领先：分析员预期所覆盖行业未来12个月的表现相对于大盘标杆指数**具吸引力**。

同步：分析员预期所覆盖行业未来12个月的表现与大盘标杆指数**一致**。

落后：分析员预期所覆盖行业未来12个月的表现相对于大盘标杆指数**不具吸引力**。

香港市场的标杆指数为**恒生综合指数**，A股市场的标杆指数为**MSCI 中国A股指数**，美国上市中概股的标杆指数为**标普美国中概股50（美元）指数**

分析员披露

本研究报告之作者，兹作以下声明：i) 发表于本报告之观点准确地反映有关于他们个人对所提及的证券或其发行者之观点；及ii) 他们之薪酬与发表于报告上之建议/观点并无直接或间接关系；iii) 对于提及的证券或其发行者，他们并无接收到可影响他们的建议的内幕消息/非公开股价敏感消息。

本报告之作者进一步确认：i) 他们及他们之相关有联系者【按香港证券及期货监察委员会之操守准则的相关定义】并没有于发表本报告之30个日历日前交易或买卖本报告内涉及其所评论的任何公司的证券；ii) 他们及他们之相关有联系者并没有担任本报告内涉及其评论的任何公司的高级人员（包括就房地产基金而言，担任该房地产基金的管理公司的高级人员；及就任何其他实体而言，在该实体中担任负责管理该等公司的高级人员或其同级人员）；iii) 他们及他们之相关有联系者并没拥有于本报告内涉及其评论的任何公司的证券之任何财务利益。根据证监会持牌人或注册人操守准则第16.2段，“有联系者”指：i) 分析员的配偶、亲生或领养的未成年子女，或未成年继子女；ii) 某信托的受托人，而分析员、其配偶、其亲生或领养的未成年子女或其未成年继子女是该信托的受益人或酌情对象；或iii) 惯于或有义务按照分析员的指示或指令行事的另一人。

有关商务关系及财务权益之披露

交银国际证券有限公司及/或其有关联公司在过去十二个月内与交通银行股份有限公司、国联证券股份有限公司、交银国际控股有限公司、四川能投发展股份有限公司、光年控股有限公司、七牛智能科技有限公司、武汉有机控股有限公司、上海小南国控股有限公司、Sincere Watch (Hong Kong) Limited、地平线、多点数智有限公司、草姬集团控股有限公司、安徽海螺材料科技股份有限公司、北京赛目科技股份有限公司、滴普科技股份有限公司、Mirxes Holding Company Limited、山东快驴科技发展有限公司、佛山市海天调味食品股份有限公司、药捷安康（南京）科技股份有限公司、周六福珠宝股份有限公司、捷康视云制药有限公司、富卫集团有限公司、宜搜科技控股有限公司、广州银诺医药集团股份有限公司、劲方医药科技（上海）股份有限公司、长风药业股份有限公司、武汉艾米森生命科技股份有限公司、上海挚达科技发展有限公司以及上海森亿医疗科技股份有限公司有投资银行业务关系。

交银国际证券有限公司及/或其集团公司现持有东方证券股份有限公司、光大证券股份有限公司及七牛智能科技有限公司的已发行股本逾1%。

免责声明

本报告之收取者透过接受本报告（包括任何有关的附件），表示并保证其根据下述的条件下有权获得本报告，并且同意受此中包含的限制条件所约束。任何没有遵循这些限制的情况可能构成法律之违反。

本报告为高度机密，并且只以非公开形式供交银国际证券的客户阅览。本报告只在基于能被保密的情况下提供给阁下。未经交银国际证券事先以书面同意，本报告及其中所载的资料不得以任何形式(i) 复制、复印或储存，或者(ii) 直接或者间接分发或者转交予任何其它人作任何用途。

交银国际证券、其附属公司、关联公司、董事、关联方及/或雇员，可能持有在本报告内所述或有关公司之证券、并可能不时进行买卖、或对其有兴趣。此外，交银国际证券、其附属公司及关联公司可能与本报告内所述或有关的公司不时进行业务往来，或为其担任市场庄家，或被委任替其证券进行承销，或可能以受托人身份替客户买入或沽售其证券，或可能为其担当或争取担当并提供投资银行、顾问、包销、融资或其它服务，或替其从其它实体寻求同类型之服务。投资者在阅读本报告时，应该留意任何或所有上述的情况，均可能导致真正或潜在的利益冲突。

本报告内的资料来自交银国际证券在报告发行时相信为正确及可靠的来源，惟本报告并非旨在包含投资者所需要的所有信息，并可能受送递延误、阻碍或拦截等因子所影响。交银国际证券不明示或暗示地保证或表示任何该等数据或意见的足够性、准确性、完整性、可靠性或公平性。因此，交银国际证券及其集团或有关的成员均不会就由于任何第三方在依赖本报告的内容时所作的行为而导致的任何类型的损失（包括但不限于任何直接的、间接的、随之而发生的损失）而负上任何责任。

本报告只为一般性提供数据之性质，旨在供交银国际证券之客户作一般阅览之用，而非非考虑任何某特定收取者的特定投资目标、财务状况或任何特别需要。本报告内的任何资料或意见均不构成或被视为集团的任何成员作出提议、建议或征求购入或出售任何证券、有关投资或其它金融证券。

本报告之观点、推荐、建议和意见均不一定反映交银国际证券或其集团的立场，亦可在没有提供通知的情况下随时更改，交银国际证券亦无责任提供任何有关资料或意见之更新。

交银国际证券建议投资者应独立地评估本报告内的资料，考虑其本身的特定投资目标、财务状况及需要，在参与有关报告内所述公司之证券的交易前，委任其认为必须的法律、商业、财务、税务或其它方面的专业顾问。惟报告内所述的公司之证券未必能在所有司法管辖区或国家或供所有类别的投资者买卖。

对部分的司法管辖区或国家而言，分发、发行或使用本报告会抵触当地法律、法则、规定、或其它注册或发牌的规例。本报告不是旨在向该等司法管辖区或国家的任何人或实体分发或由其使用。本报告的发送对象不包括身处中国内地的投资人。如知悉收取或发送本报告有可能构成当地法律、法则或其他规定之违反，本报告的收取者承诺尽快通知交银国际证券。

本免责声明以中英文书写，两种文本具同等效力。若两种文本有矛盾之处，则应以英文版本为准。

交银国际证券有限公司是交通银行股份有限公司的附属公司。