

美对华征收 100%关税解读

西南观点

1. 宏观观点

叶凡 S1250520060001

- 2025 年 10 月 10 日，美国总统特朗普宣布，美国将从 11 月 1 日起对从中国进口的商品征收 100% 的新关税，此税率为在现有已支付关税基础上额外增加的部分。特朗普还称，将在同一天对“所有关键软件”实施出口管制。若该关税落地，中美贸易摩擦将再度升级。
- 今年上半年，中国企业加快抢出口，同时也加快拓展非美地区客户。以美元计价，1-8 月我国出口同比增长 4.6%，延续正增长，进口同比增长 2.5%。其中，对美直接出口同比下降 15.5%，而对东盟、欧盟、日本等出口保持正增长，分别同比增长 14.6%、7.5% 和 4.7%。若 100% 关税落地，中国出口压力将进一步增大，但对非美地区的出口或形成一定缓冲垫，减轻对国内经济的冲击。
- 从该事件的起因来看，9 月中旬中美在西班牙马德里举行会谈，达成了基本框架共识。然而，9 月末以来美国对中国的贸易制裁不断：例如，当地时间 9 月 29 日，美国商务部工业与安全局（BIS）扩大了《出口管理条例》中“实体清单”与“军事最终用户清单”的适用范围（50% 新规），上千家中国企业被纳入制裁范围；当地时间 10 月 1 日，美国宣布对多类进口产品启动新一轮高额关税征收计划，包括专利及品牌药品、建材、家具、重型卡车等；当地时间 10 月 3 日，美国海关与边境保护局（CBP）宣布将对中国船舶实施新的收费政策，所有与中国相关的船舶将被征收高额费用，意图打击中国的船舶制造业和海洋运输业。在美国一系列打击措施下，10 月 9 日中国商务部连发两则公告，加强了对稀土出口的管制，比如新增 5 种中重稀土纳入出口管制、出口范围涵盖稀土磁材全产业链设备及原辅料、管辖范围拓展至所有境外组织和个人、对高端半导体相关出口严加审批等。这是中国对美方制裁加码的精准反击，也是中国从制度上进行的尝试与突破，首次实施“长臂管辖”。
- 此次中方加强稀土管制更多是作为一种谈判筹码，“以打促谈”的可能性较大，而且中方这次通过“加码反制”的方式，迫使美方坐在谈判桌前，将主动权掌握在自己手中，有利于在谈判过程中争取更多利益。此次特朗普虽然威胁加征 100% 的关税，但同样也是想要“以战促和”，目前特朗普表示并未取消 APEC 会面，意味着在 11 月 1 日之前中美双方仍有谈判空间，尤其在 10 月底 APEC 峰会上。
- 当前谈判局面下，美方面临着来自多方的压力，在谈判中让步的空间或更大。其一，100% 的高额关税势必会进一步增大美国的通胀压力，也将让本就疲弱的就业市场雪上加霜；其二，2026 年美国将举行中期选举，若激进关税导致经济大幅走弱，共和党在选举中将失利；其三，8 月，美国联邦巡回上诉法院裁定，特朗普依据《国际紧急经济权力法》（IEEPA）实施的“对等关税”和“芬太尼关税”违法，随后特朗普政府提出上诉，11 月最高法院将开庭听审，若最终判定违宪，将进一步削弱美方在谈判桌上的筹码。
- 从中长期维度来看，尽管中美相互依存的经济现实决定了在短期内完全“脱钩”并不现实，但贸易摩擦常态化将加速双方的供应链重构。两国的战略博弈也将延伸至规则制定

权、科技主导权等方面。未来中国将进一步多元化布局贸易市场，同时加大科技技术自主攻关的力度。

➤ 风险提示：中美关系进一步恶化，全球经济下行压力增大。

2. 策略观点

程睿智 S1250524050004

➤ 2025年10月10日，美国总统特朗普宣布将对中国进口商品额外征收100%关税，作为对中方稀土出口管制措施的报复性回应。这一举动迅速点燃了中美贸易战的新一轮冲突，全球市场随之剧烈波动。中国方面尚未正式回应，但市场已预期可能引发对等反制措施。

➤ 市场担忧的核心在于本轮贸易冲突，究竟是和4月份一样存在着TACO交易的可能性，亦或者是本年全球资产价格普涨的拐点？这个问题的答案目前来看还需要后续更多信息才能下判断，不过短期不确定性的陡然上升还是有可能招致资产的大幅波动，建议观察市场情绪是否得到足够的出清。我们可以观察期权市场上A股看涨期权和看跌期权的隐含波动率之差，该指标在25年4月份曾创下-4.9%的低位，假若下周隐波来到类似的低位，那么说明市场恐慌情绪得到出清，或是较好的介入机会。

➤ 行业配置主要观察两条主线：防御性板块+关税下利润冲击较小的细分行业。

1) 4月对等关税宣布，A股日常消费和公用事业等板块表现较为稳定，相对大盘超额收益明显，可以作为短期内对冲不确定性的标的。

2) 我们在2025年策略年度报告中曾经测算过关税冲击下国内细分制造业的利润受损程度，在十多个细分制造业中，乘用车、化学制品、白色家电等细分制造业受益于产能出海，因此在关税冲击下利润相对更加稳健，相关个股标的在本轮不确定性扰动下值得关注。

➤ 风险提示：贸易摩擦超预期升级；地缘政治风险。

3. 固收观点

杨杰峰 S1250523060001

➤ 关税风波再起，中美或从前期经贸摩擦转为战术性博弈。美国总统特朗普于2025年10月10日宣布，美国将对所有进口自中国的商品加征额外100%关税，并实施针对关键软件的出口管制。特朗普政府此次加征关税的导火索在于中国商务部反制性地扩大了对稀土相关物项及技术的出口管制，与4月“对等关税”相比，本次关税风波或已脱离单纯的“贸易逆差”范畴，一定程度上转为中美两国在关键供应链主导权和战略科技领域的战术性博弈。从特朗普政府视角来看，本次加征的高额关税除了可以成为中美博弈的关键筹码，可能也将推动美联储在缺失就业数据的“盲飞”状态下审慎衡量就业市场风险，从而满足特朗普政府强烈的降息诉求。不过，我们参考4月“对等关税”事件始末，考虑到本轮超高关税的威胁本身可能带有一定战术性，后续“取消”或“减免”的可能性依然存在。

➤ 战术性博弈下的冲击可能相对有限。本次关税风波和技术管制对国内资本市场的实质性影响可能相对有限，加征关税潜在的“取消”或“减免”可能性将使其对基本面的长期冲击难以被立即定价，同时考虑到“对等关税”的反复性，情绪催化恐难使债券市场复刻4月2日-7日的极致走势。从10月12日银行间市场的债券走势来看，10年和30年国债的估值收益率分别较10月11日大幅下行2.54BP和5.01BP，明显低于4月“对等关税”冲击下的市场定价幅度。此外，考虑到前三季度国内经济增长目标已基本实现，本次事件对货币政策宽松预期的催化预计也难以强于“对等关税”时期，中国央行为应对外部冲击导致的预期转弱目前仍保留有重启公开市场买卖国债等政策工具，因此，降准降息等总量型工具的使用预期在短期内可能并不会立即快速升温。

- 综合来看，我们维持前期对债券市场四季度或迎来下行空间打开的观点，但仍然建议保持谨慎乐观的态度。我们在 9 月 29 日的报告《四季度债市能否突破震荡走势？》中已就关税冲击以外的其他因素综合分析指出，四季度债市已然具备一定的缓慢下行基础，债券市场对权益市场走强的适应性提升和前期过度交易长久期债券的风气退潮，更为理性的定价逻辑或将重新主导市场，稳固的配置需求将成为利率下行的“压舱石”。而本次关税冲击更类似于“一次性”的定价行为，如果特朗普政府针对中国的关税政策再度反复，长久期资产可能也将面临潜在回调风险，建议将中美元首会晤的最终安排作为重点跟踪指标，进而判断本轮关税政策的落地可能性。投资策略方面，我们提示应当期理性看待加征关税的实质性影响，建议将组合久期定位在中等偏长区间，避免过度拉长组合久期，警惕关税反复的市场回调风险；配置方面，仍然建议优选优质票息资产作为底仓，采取“票息+套息”的收益思路，挖掘 2 年期 AA-/AA 级信用债和 10 年期地方债的配置机会；交易方面，建议可以关注二永债等前期跌幅较大的中等久期品种的交易机会。
- 风险提示：数据统计可能存在误差；宏观经济运行情况超预期风险；政策效果存在不确定性风险；历史数据并不代表未来。

4. 医药行业观点

杜向阳 S1250520030002

- 2025 年 10 月 10 日，美国总统特朗普通过社交媒体宣布，若中国不取消稀土出口限制，美国将从 11 月 1 日起对中国商品加征 100% 额外关税，并对“所有关键软件”实施出口管制，医药板块同样在加征范围内。2024 年中国对美国的医药产品出口额为 190 亿美元（+12%），进口额为 151 亿美元（-4.6%），占比约 15~20%。总体来看，中国在医药板块对美依赖度不高，且呈现缓慢下滑的趋势，中国对“一带一路”和欧盟市场出口额更大。中美关税的博弈短期不会对内需和出口贸易造成明显的影响，主要影响部分医药企业的欧美出海布局。
- 分产品看，中美博弈升级主要影响具有美国市场布局的创新药、医疗器械等企业，而血制品、药店、流通、中药等内需为主的板块基本不受影响。1) 药品：此前大部分药品在关税豁免名单内，9 月特朗普对药品实施单独税率宣布，自 2025 年 10 月 1 日起，将对任何品牌或专利的医药产品征收 100% 的关税，除非公司正在美国建立他们的制药工厂。对中国创新药企而言，预计有直接创新药出口无美国建厂且对美国市场依赖度高的企业短期承压；其余通过 BD 出海的企业（如 License-out）受影响较小。2) 医疗器械：2018 年起部分产品（影像设备、注射器、手套等）已单独加征关税，且医疗器械不在对等关税豁免范围，从出口份额看，中美关税对器械子板块的影响为低值耗材>设备>IVD>高值耗材。低值耗材和设备出口份额较高，但部分国产企业已提早在东南亚、墨西哥等海外地区积极设厂，一定程度上减免了美国加征关税对企业出海的不利影响。高值和 MD 美国本土龙头实力强劲，中国正处于美国市场拓展期，出口总额处于低位，出海逻辑短期受到影响。
- 建议关注：1) 内需为主的板块医疗服务、医药商业等。2) 药品：License-out 或将成为创新药出海更加主流路径，并从单一项目授权向平台化合作转变（如恒瑞医药与 GSK），推动 BD 持续升温。创新药竞争回归临床价值本质，FIC、BIC 药物因不可替代性，具备较强议价能力，能有效降低相关政策风险，引导企业研发更有差异性、疗效更好的药品。3) 医疗器械：具有海外本地化布局以及非美市场出海战略的厂商。
- 风险提示：地缘政治风险，研发不及预期风险。

5. 有色金属行业观点

黄腾飞 S1250523070010

- 在中国对美连续稀土方面反制后，特朗普威胁对中国再大幅加征关税，我们认为市场对关税的预期和接受程度要远远大于此前关税政策，故一次性恐慌情绪冲击过后，有色金属作为中长期配置板块机会将进一步凸显。我们建议关注几条主线：

- 1) 全球货币信用下降带来的黄金大周期上行机会，短期回调都是上车机会。
- 2) 全球铜矿供应紧缺和算力等用铜需求潜在增加带来铜价中枢系统性抬升带来的配置机会，尤其是国内铜矿龙头企业的长期配置机会凸显。
- 3) 战略金属在中美博弈扮演的角色愈发重要，六大战略金属的配置机会要重点关注。

➤ 风险提示：贸易战持续升级超预期风险，黑天鹅事件。

6. 计算机行业观点

王湘杰 S1250521120002

- 2025年10月10日，美国总统特朗普宣布从11月1日起，对所有从中国进口的商品加征100%的新关税（在目前所支付关税之上额外加征的税率），并对“所有关键软件”实施出口管制。
- 美国或将限制操作系统、数据库、EDA、CAD、AI框架等领域软件出口。在此背景下，国产替代的紧迫性显著增强，软件自主可控有望进入加速阶段。
- 关键领域梳理：
 - 1) 基础软件（操作系统、数据库、中间件）：国产产品在党政、金融等领域已规模落地，向企业端扩展。
 - 2) 工业软件（CAD、ERP等）：研发设计和制造管理国产替代提速，AI+工业设计成为新方向。
 - 3) 办公与协同软件（信创办公）：文档、协作领域全面替代，信创落地较为成熟，AI协作成为新的推动方向。
 - 4) EDA（电子设计自动化）：若进一步限制Synopsys、Cadence，中国EDA替代将进入加速期。
- 相关标的：华大九天、索辰科技、中望软件、用友网络、金蝶国际、达梦数据、中国软件、金山办公、达梦数据、太极股份等。
- 风险提示：相关开支不及预期风险，技术研发风险、行业竞争加剧风险等。

7. 电子行业观点

白加一 S1250524070004

- 我们认为半导体国产化存在其必然性，是外部环境的倒逼、内部市场的需求牵引、国家意志决心共同推动了国产化的必然，中美贸易摩擦背景下加速了这一过程。投资维度来看，最大的结构性机遇存在于那些过去对外依存度最高、技术壁垒最强的卡脖子环节，我们将从产业链三个核心环节来具体分析：
 - 1) 半导体设备领域。在去胶、清洗、刻蚀、薄膜沉积等环节，国产设备厂商已经取得了显著突破，部分产品已进入国内主流晶圆厂的生产线，实现了从“0到1”的跨越。虽然在最尖端的光刻机领域仍有巨大差距，但在成熟制程产线中，国产设备的可用性和性价比正在逐步得到验证，国产化率有望从目前的10%-15%开始快速提升。
 - 2) 软件层面，可以重视EDA国产软件的突破。目前EDA这是国内半导体产业最薄弱的环节之一，长期由美国三巨头垄断。本次中美贸易摩擦，尤其美国政府宣称加强对软件的管制，也催生了机遇。目前，国产EDA在部分环节上的“点工具”上已具备竞争力，并开始向全流程工具链发展。下游设计公司出于供应链安全考虑，也开始积极与国产EDA厂商合作、验证。
 - 3) 晶圆制造：成熟制程方面，国内晶圆厂正在加速扩产，这部分产能用于满足国内汽车电子、功率半导体、物联网设备等本土市场的需求，这将为上游的国产设备和材料公司提供宝贵的验证平台和出货渠道；其次先进制程方面，尽管光刻机受限，但国内仍通过多重曝光等工艺

取得了不错进展，我们认为当前先进制程工艺伴随工艺提升和良率改善，已可以初步满足部分手机 SOC 和 AI 芯片的需求。

- 整体上看，中美科技博弈的本质，是重塑了中国半导体产业的发展逻辑，贸易摩擦关上了我们过去依赖全球化分工获取技术的大门，地缘政治竞争加剧后，内循环和自主创新成为未来产业链的新路径。
- 风险提示：美国加剧技术制裁、AI 发展不及预期、半导体制程发展慢于预期、宏观需求走弱导致供给过剩等风险。

分析师承诺

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注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

投资评级说明

报告中投资建议所涉及的评级分为公司评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 个月内的相对市场表现，即：以报告发布日后 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A 股市场以沪深 300 指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 20% 以上
	持有：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 10% 与 20% 之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -10% 与 10% 之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -20% 与 -10% 之间
	卖出：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 -20% 以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于同期相关证券市场代表性指数 5% 以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于同期相关证券市场代表性指数 -5% 与 5% 之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于同期相关证券市场代表性指数 -5% 以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司签约客户使用，若您并非本公司签约客户，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告

须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究院

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴 21 世纪大厦 10 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 A 座 8 楼

邮编：100033

深圳

地址：深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 22 楼

邮编：518038

重庆

地址：重庆市江北区金沙门路 32 号西南证券总部大楼 21 楼

邮编：400025

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	院长助理、研究销售部经理、 上海销售主管	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	崔露文	销售岗	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	李煜	销售岗	18801732511	18801732511	yfliyu@swsc.com.cn
	汪艺	销售岗	13127920536	13127920536	wyyf@swsc.com.cn
	戴剑箫	销售岗	13524484975	13524484975	daijx@swsc.com.cn
	李嘉隆	销售岗	15800507223	15800507223	ljlong@swsc.com.cn
	欧若诗	销售岗	18223769969	18223769969	ors@swsc.com.cn
	蒋宇洁	销售岗	15905851569	15905851569	jjy@swsc.com.c
	贾文婷	销售岗	13621609568	13621609568	jiawent@swsc.com.cn
	张嘉诚	销售岗	18656199319	18656199319	zhangjc@swsc.com.cn
	毛玮琳	销售岗	18721786793	18721786793	mwl@swsc.com.cn
北京	李杨	北京销售主管	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	销售岗	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	杨薇	销售岗	15652285702	15652285702	yangwei@swsc.com.cn
	姚航	销售岗	15652026677	15652026677	yhang@swsc.com.cn
	张鑫	销售岗	15981953220	15981953220	zhxin@swsc.com.cn
	王一菲	销售岗	18040060359	18040060359	wyf@swsc.com.cn

	王宇飞	销售岗	18500981866	18500981866	wangyuf@swsc.com
	马冰竹	销售岗	13126590325	13126590325	mbz@swsc.com.cn
	龚之涵	销售岗	15808001926	15808001926	gongzh@swsc.com.cn
	杨举	销售岗	13668255142	13668255142	yangju@swsc.com.cn
广深	唐茜露	销售岗	18680348593	18680348593	tdl@swsc.com.cn
	文柳茜	销售岗	13750028702	13750028702	wlq@swsc.com.cn
	林哲睿	销售岗	15602268757	15602268757	lzh@swsc.com.cn