

如何看待本轮特朗普的关税威胁？

2025 年 10 月 12 日

■ **核心观点：**本周特朗普再度威胁对华加征关税引发市场避险交易，美股美铜美油、美债利率、美元指数均下跌，黄金震荡向上。从影响上看，在经历了 4 月的对等关税冲击后，本轮关税威胁对美国经济和市场的影 响料较为有限，但带来的通胀压力或给未来美联储降息带来更大阻力与不确定性。向前看，需关注双方反制措施及贸易冲突升级向其他关键领域（稀土和芯片等）的扩散情况，同时可关注 APEC 上双方可能的高规格会晤进展。从交易策略来看，未来一周内美股等风险资产在原有的止盈压力、估值偏高下料因关税冲突的再升级而面临加速调整风险。若风险资产的调整引起类似 4 月的流动性风险，令黄金等避险资产下跌，则可优先重仓布局。此后新的关税冲突进入稳定期，流动性风险结束，但避险交易仍主导市场。此时可开始渐进式布局风险资产，指标上可关注沪深 300 ETF 与美股股指的期权交易量。

■ **大类资产：**特朗普关税威胁再度触发避险交易，美股美债利率下行，黄金震荡上行。本周伊始，AMD 与 OpenAI 就 AI 芯片供应达成合作提振市场情绪，美股再创历史新高，但周五特朗普再度宣布将对华加征关税，避险情绪再度主导市场交易，美股大跌，美债利率下行。整体来看，全周（10 月 6 日至 10 月 10 日）10 年期美债利率降 8.70bps 至 4.032%，2 年期美债利率降 7.43bps 至 3.501%，美元指数升 1.28% 至 98.98；标普 500、纳斯达克指数分别收跌 2.43%、2.53%；现货黄金价格收涨 3.38% 至 4017 美元/盎司。

■ **海外经济：**9 月 FOMC 纪要显示美联储内部对未来利率路径仍存在分歧。景气指数方面，美国 10 月密歇根大学消费者信心指数初值 55，预期 54，前值 55.1。通胀预期方面，9 月纽约联储未来 1 年通胀预期录得 3.38%，前值 3.2%；10 月密歇根大学未来 1 年通胀预期录得 4.6%，预期 4.7%，前值 4.7%。货币政策方面，本周公布的 9 月 FOMC 会议纪要显示，对近期美国就业增长放缓的担忧超过了对通胀持续高企的担忧是美联储于 9 月开启降息的原因；大多数官员认为在今年剩余时间内进一步放松货币政策是合适的，但同时纪要显示多数与会者也强调了未来通胀持续上行的风险，且仍有部分与会者认为通胀向 2% 的目标进展停滞，因此不应继续降息，美联储内部对未来的利率路径仍存在分歧。增长方面，截至 10 月 7 日，亚特兰大联储 GDPNow 模型对 25Q3 美国 GDP 最新预测值为+3.8%；截至 10 月 10 日，纽约联储 Nowcast 模型对 25Q3 美国 GDP 预测值为+2.34%。

■ **海外政治：**特朗普再度威胁对华加征关税，未来关注双方相关反制措施和高规格会晤进展。美东时间 10 月 10 日，特朗普在社交媒体上表示因不满稀土管制相关措施，美国将自 11 月 1 日起对华额外加征 100% 关税，并对关键软件实行出口管制。市场因此再度选择避险交易：美股美铜美油、美债利率、美元指数均下跌，黄金震荡向上。从背景上看，本次推动特朗普再度升级关税威胁的原因包括：①外部压力暂时缓解。10 月 9 日巴以双方达成停火协议，美国在外部的地缘政治冲突压力有所缓解，这使得特朗普能够将更多精力转移到中美贸易这一重要外交事务上。②内部矛盾需要转移。当前美国政府仍处于停摆状态，Kalshi 和 Polymarket 等主流博彩机构均预期停摆时长将延续至 10 月 15 日之后。这意味着美国军人的工资将延期发放。因此特朗普需要将内部矛盾转移至外部以缓和国内局势可能迎来的不稳定因素。从影响上看，①经济方面，由于此前对等关税的威胁，中美贸易已在今年 1-9 月完成抢跑，叠加今年 11 月至次年 2 月本就是中美贸易淡季，因此关税对中美贸易与经济的影响较 4 月更有限。②货币政策方面，新的关税威胁将导致美国通胀上行风险再起。截至 10 月 3 日，高频数据显示美国进口商品通胀再度出现抬升，尤其是中国进口商品。叠加 BLS 将于 10 月 24 日将公布美国 9 月 CPI，或给未来美联储降息带来更大阻力与不确定性。③资本市场方面，经历了 4 月对等关税冲击后，市场已经习惯特朗普在关税政策上的“反复无常”。且美联储主席换帅前，特朗普需要避免关税给

证券分析师 芦哲

执业证书：S0600524110003

luzhe@dwzq.com.cn

证券分析师 张佳炜

执业证书：S0600524120013

zhangjw@dwzq.com.cn

证券分析师 韦伟

执业证书：S0600525040002

weiy@dwzq.com.cn

研究助理 王茁

执业证书：S0600124120013

wangzhuo@dwzq.com.cn

相关研究

《国庆假期海外市场回顾》

2025-10-07

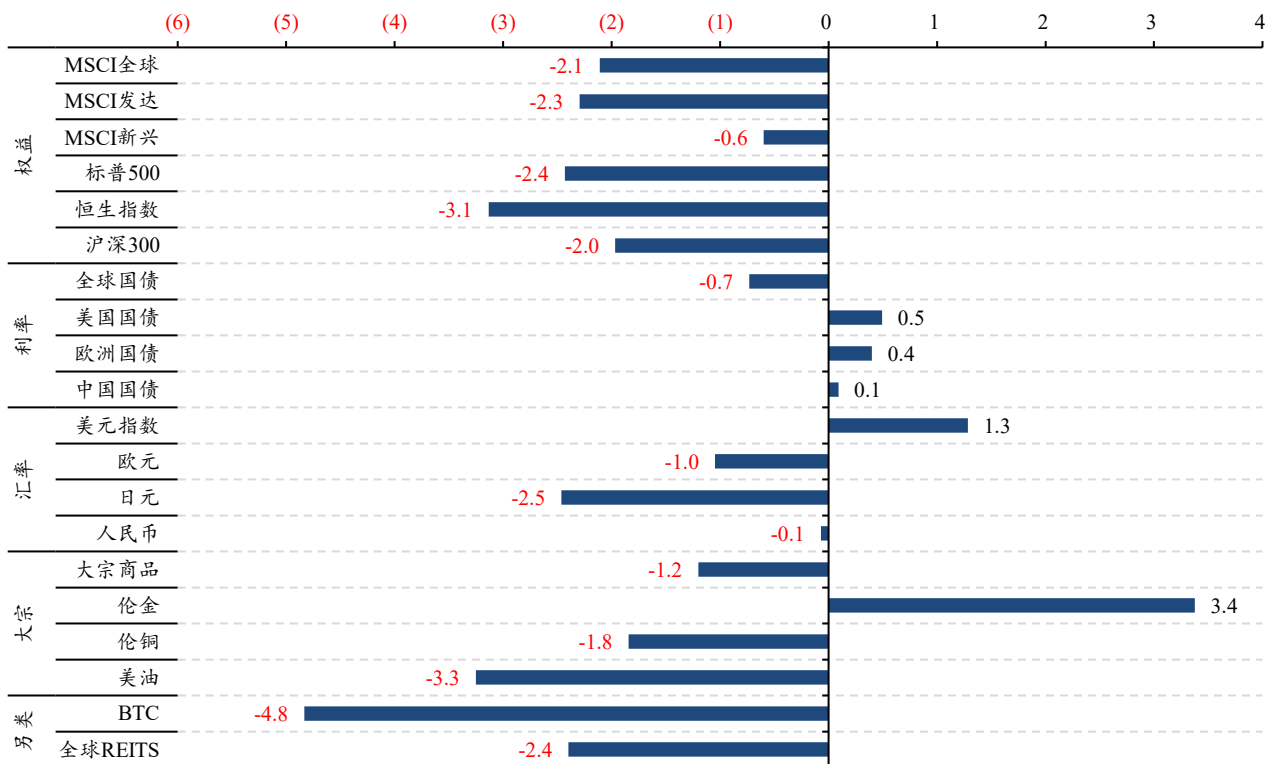
《9 月以来基建实物工作量边际回暖》

2025-09-29

资本市场和美国经济带来过大冲击以应对中期选举，因此 TACO 交易或成为市场主线。向前看，短期内需关注我方对等反制措施及双方贸易冲突升级向其他关键领域（稀土和芯片等）的扩散情况。中期看，美国经济与股债汇的下行压力与特朗普 TACO 概率成正比，避险情绪到达高点料促成 APEC 上的双方领导人的高规格会晤，届时可关注双方进一步的谈判进展。长期看，参考 2018-19 年贸易冲突经验，关税威胁料持续存在且仍易反复。此外 2026 年 5 月美联储将更换主席，在特朗普对美联储独立性掌控加强的背景下（详见报告《特朗普干预美联储独立性的三个途径》），美联储或加大转鸽力度。而此时距离美国中期选举仅半年时间，在更加鸽派的货币政策为美国经济和资本市场“兜底”的背景下，特朗普为赢得选民支持或选择再度升级关税冲突。

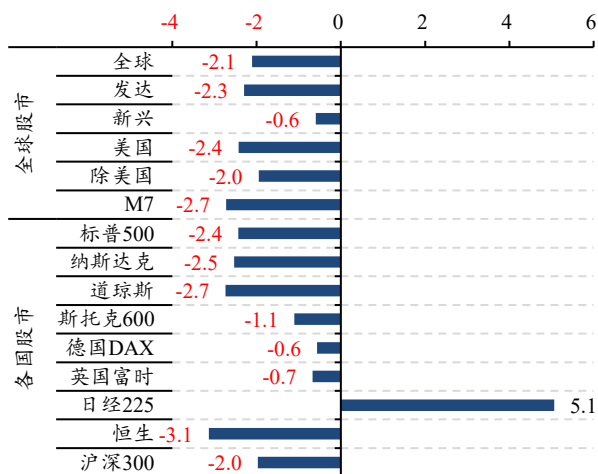
- **风险提示：**特朗普政策超预期；美联储降息幅度过大引发通胀反弹甚至失控；美联储维持高利率水平时间过长，引发金融系统流动性危机。

图1：过去一周全球大类资产回报率变动



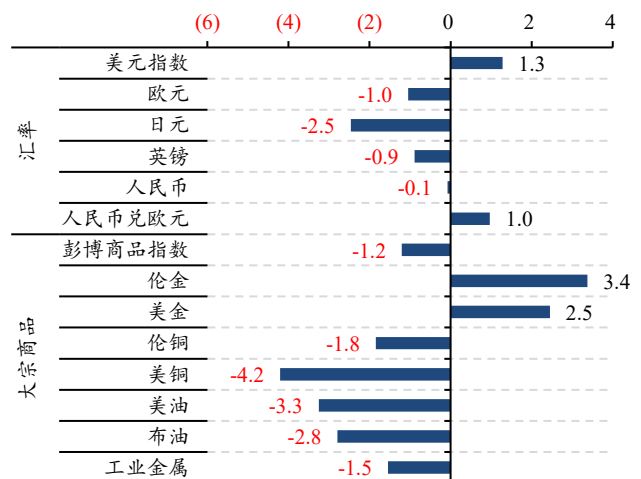
数据来源：彭博、东吴证券研究所；单位%，利率为彭博美债指数，汇率为对美元升值幅度

图2：过去一周全球股市回报率变动



数据来源：彭博、东吴证券研究所；单位%

图3：过去一周汇率与大宗商品回报率变动



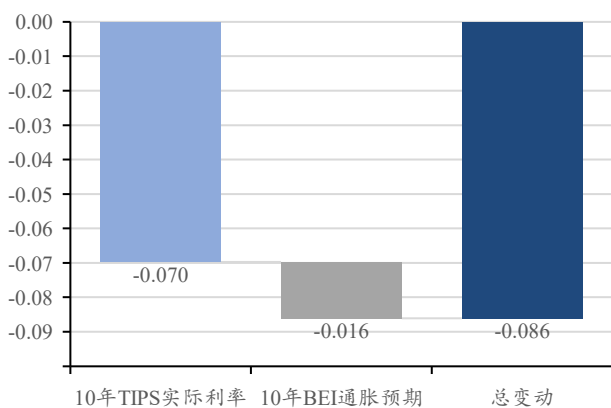
数据来源：彭博、东吴证券研究所；单位%

图4: 10年、2年美债利率与利差



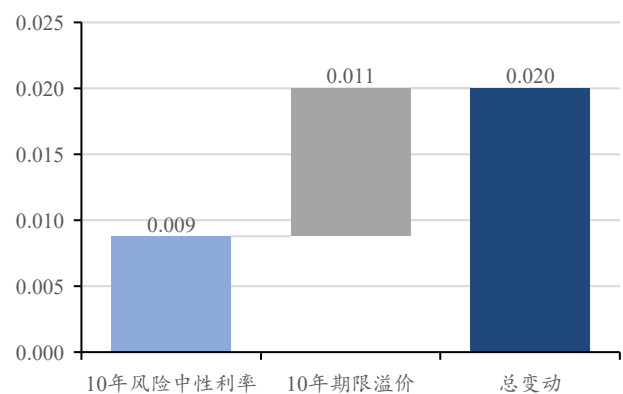
数据来源: 彭博、东吴证券研究所; 横轴单位为年份后两位, 下同; 纵轴单位%

图5: 10年美债利率周度变动及贡献度拆分(风险中性利率与期限溢价视角)



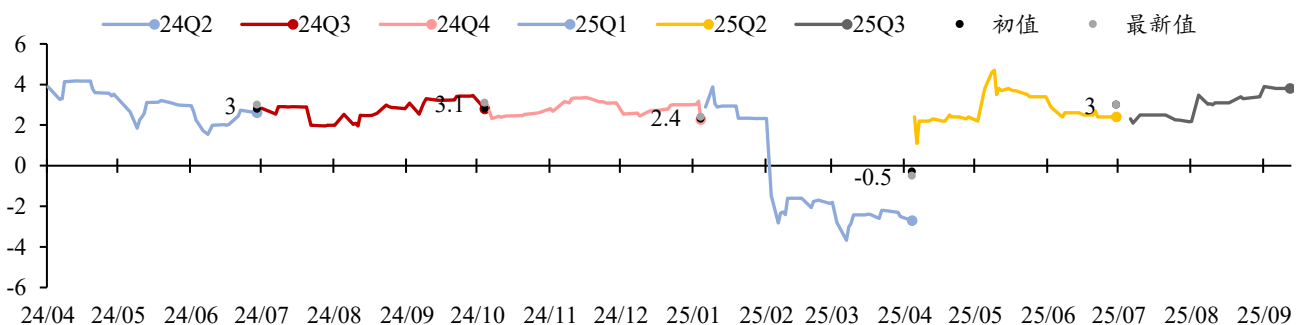
数据来源: 彭博、东吴证券研究所; 单位%

图6: 10年美债利率周度变动及贡献度拆分(实际利率与通胀预期视角)



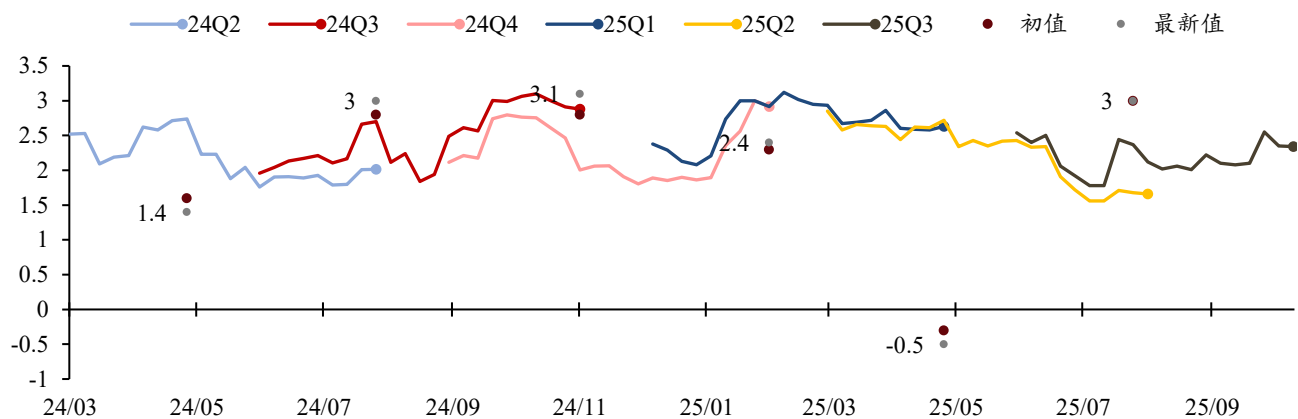
数据来源: 彭博、东吴证券研究所; 单位%

图7: 亚特兰大联储 GDPNow 模型对最近 6 个季度美国 GDP 实时预测值 vs 实际值



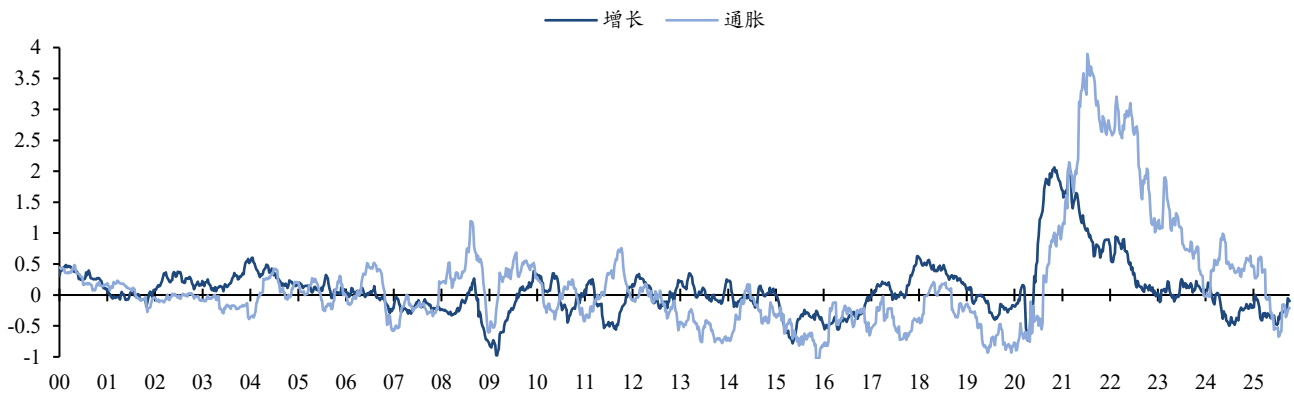
数据来源: 彭博、东吴证券研究所; 纵轴单位%, 季调环比年率

图8: 纽约联储 Nowcasting 模型对最近五个季度美国 GDP 实时预测值 vs 实际值



数据来源：彭博、东吴证券研究所；纵轴单位%，季调环比年率

图9: 美国经济意外指数增长与通胀分项



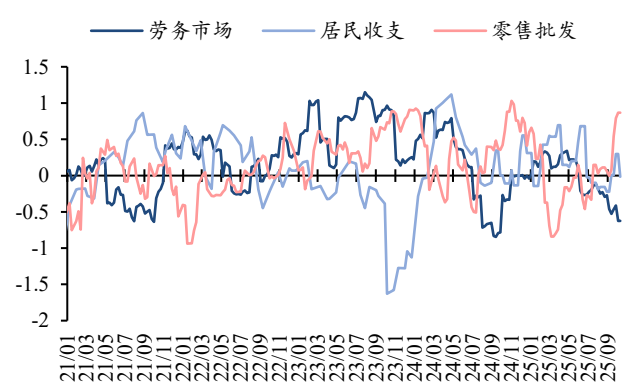
数据来源：彭博、东吴证券研究所；纵轴单位%，季调环比年率

图10: 美国经济意外指数企业部门分项



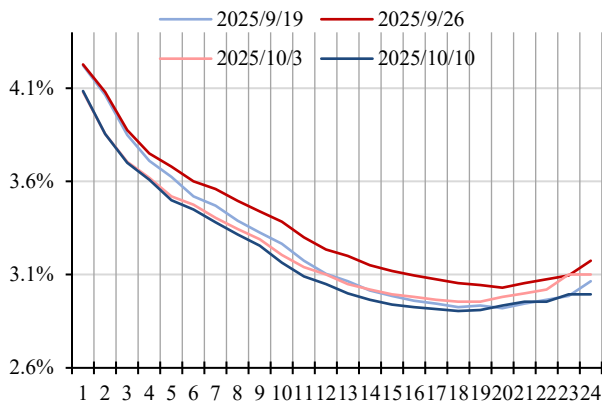
数据来源：彭博、东吴证券研究所

图11: 美国经济意外指数家庭部门分项



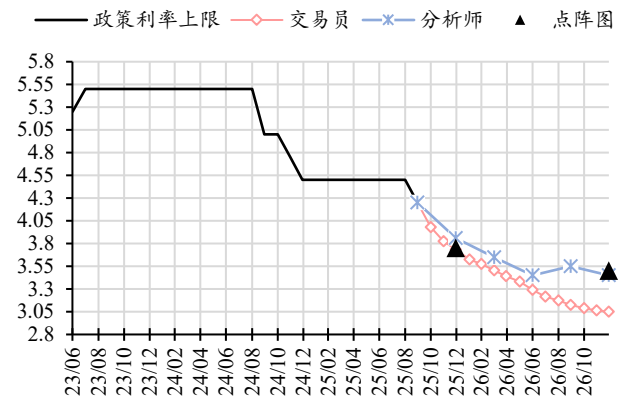
数据来源：彭博、东吴证券研究所

图12: 联邦基金期货隐含未来24个月政策利率



数据来源: 彭博、东吴证券研究所

图13: 各方对美国政策利率路径预测



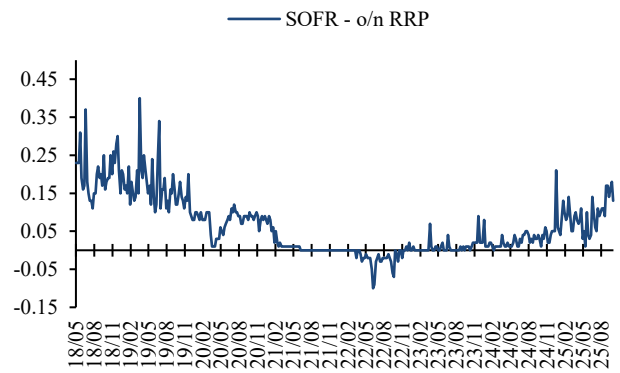
数据来源: 彭博、东吴证券研究所; 单位%

图14: 纽约联储每日回购情况



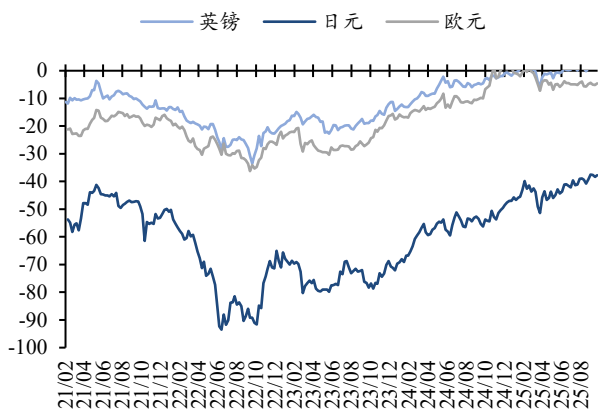
数据来源: 彭博、东吴证券研究所; 单位十亿美元

图15: 美国 SOFR 与 o/n RRP 利差



数据来源: 彭博、东吴证券研究所; 单位 bps

图16: 主要货币互换掉期点差



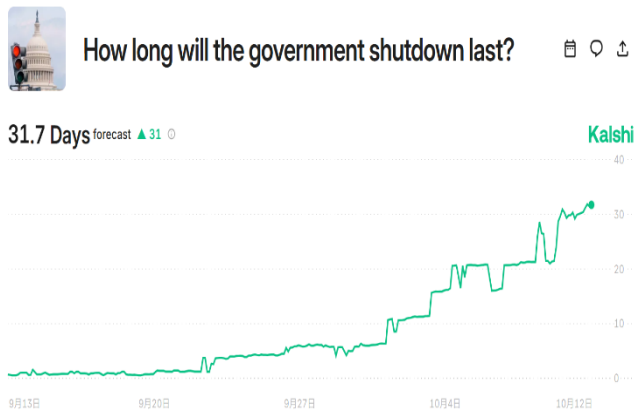
数据来源: 彭博、东吴证券研究所; 单位 bps

图17: 彭博金融条件指数



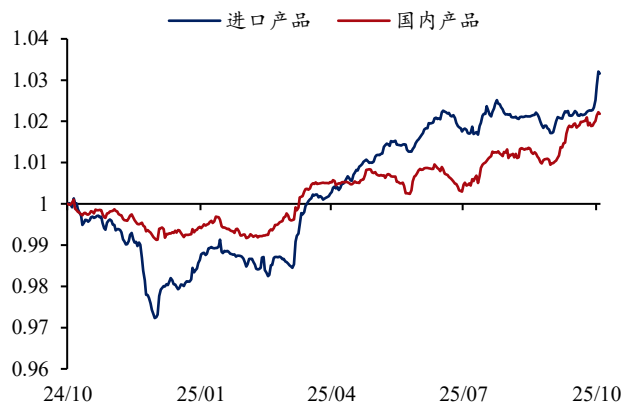
数据来源: 彭博、东吴证券研究所

图18: 市场预期美国政府停摆持续天数



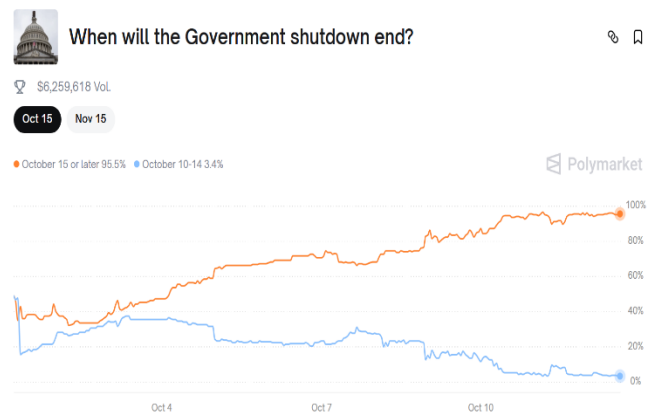
数据来源: Kalshi、东吴证券研究所

图20: 美国零售价格指数变化(按国内/进口种类划分)



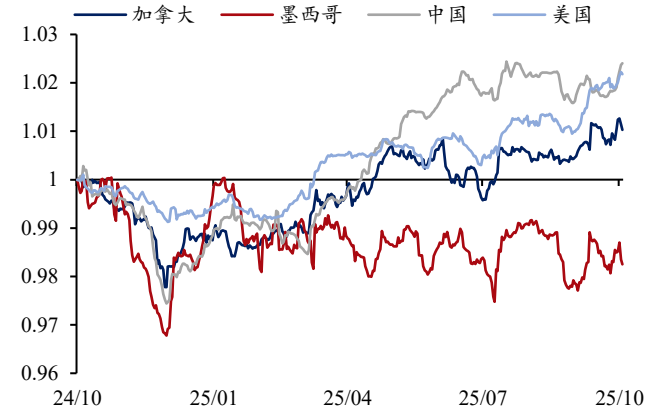
数据来源: Harvard Business School、东吴证券研究所

图19: 市场预期美国政府停摆结束时间



数据来源: Polymarket、东吴证券研究所

图21: 美国零售价格指数变化(按原产地划分)



数据来源: Harvard Business School、东吴证券研究所

免责声明

东吴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。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

在法律许可的情况下，东吴证券及其所属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投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的），北交所基准指数为北证 50 指数），具体如下：

公司投资评级：

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15%以上；

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5%与 15%之间；

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-5%与 5%之间；

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-15%与-5%之间；

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在-15%以下。

行业投资评级：

增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于基准 5%以上；

中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对基准-5%与 5%；

减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于基准 5%以上。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议。投资者买入或者卖出证券的决定应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号
邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>