

2025 年 10 月 12 日

短期贸易摩擦难改 A 股慢牛趋势

事件点评

投资要点

- ◆ **事件：**近日，特朗普表示，将从下个月开始对从中国进口的商品征收 **100%** 的额外关税，**10 月 10 日** 纳指下跌 **3.56%**，纳斯达克中国金龙指数下跌 **6.1%**。
- ◆ **促使特朗普威胁对我国加征关税可能的因素是我国加强稀土出口限制、双方谈判博弈等。**（1）特朗普威胁对我国大幅加征关税可能旨在对我国稀土相关技术实施出口管制的反制。一是商务部发布公告加强稀土相关物项出口管制，目的是更好维护国家安全和利益。二是特朗普政府指责我国发布的稀土出口管制措施“充满敌意”，因此威胁再度加征关税。（2）本次关税威胁可能为中美谈判进程中的正常博弈：如 2019 年 12 月中美达成第一阶段经贸协议，而在 2019 年 8 月和 9 月，美对华的关税政策仍在实施，可见双方谈判过程中实施关税加征可能是谈判中的博弈手段。
- ◆ **长期不改 A 股慢牛趋势，短期对情绪有一定压制。**（1）长期视角下，A 股慢牛趋势不变。一是 A 股盈利结构性回升，信用可能继续修复：首先，当前盈利可能继续结构性回升，盈利的长期趋势仍受我国自身经济和政策影响；其次，信用可能继续修复，估值可能维持偏高水平。二是盈利结构性回升、信用回升期间 A 股偏强，A 股慢牛趋势不变。（2）短期视角下，A 股调整幅度有限，慢牛趋势下调整是逢低布局的机会。一是分子端压力有限，继续弱修复：首先，若关税正式落地，短期对出口有一定冲击，但影响可能明显低于 4 月，主要是抢出口效应过后出口本来就处于回落趋势中，且我国出口结构已明显优化；其次，当前消费、投资等仍具韧性，且盈利也在结构性改善下基本面整体压力小于 4 月；最后，相较于 4 月份加征关税对全球经济的冲击悲观预期，当前仅中美两国博弈，海外企业订单影响可能有限。二是中短期宏观流动性继续宽松，短期微观资金可能存在一定压力：首先，宏观流动性继续宽松，美联储 10 月继续降息是大概率，国内央行也可能加大资金投放力度；其次，中美贸易摩擦反复下对市场情绪有冲击，融资、外资等资金流入可能偏弱。三是短期中美博弈风险上升，但四中全会政策预期较强，风险偏好可能偏中性。
- ◆ **对行业配置的影响：短期风格偏均衡，中长期科技占优风格不变。**（1）科技成长占优的风格短期可能转成均衡，但中长期不变。一是复盘历史，TMT 相对沪深 300 超额收益出现明显回落主要受政策和外部事件偏空、自身基本面转弱、流动性边际收紧、估值情绪过高等因素驱动。二是当前来看，首先，短期中美贸易摩擦风险上升导致外部事件对科技成长有一定压制，同时 TMT 成交额占比和估值历史分位数均偏高，科技成长占优的风格短期可能转向均衡；其次，人工智能、机器人等政策支持和产业上行趋势在中短期均不变，且美联储降息周期下海内外流动性中短期大概率维持宽松，科技成长中长期占优风格不变。（2）短期大金融、稀土、农林牧渔、机器人、创新药、电新等行业可能相对占优。一是复盘历史，2025 年 4 月 2 日美对华加征关税后，消费和大金融表现相对占优。二是若加征关税，反制和避免相关的稀土、农林牧渔、大金融等板块短期可能受益，同时对机器人、创新药、电新等科技成长行业影响相对较小。三是中美摩擦对海外算力、消费电子、半导体等行业情绪上可能有一定的压制。
- ◆ **风险提示：**历史经验未来不一定适用、政策超预期变化、经济修复不及预期。

分析师

邓利军

 SAC 执业证书编号：S0910523080001
 denglijun@huajinsec.cn

报告联系人

张欣诺

zhangxinnuo@huajinsec.cn

相关报告

十月慢牛趋势不变，风格难改 2025.10.11

节后资金表现或有望略趋活跃，但震荡分化与局部活跃并行或暂时未改-华金证券新股周报 2025.10.7

节后慢牛延续，科技和周期占优不变 2025.10.7

华金研究 10 月金股 2025.9.29

小长假前波动略有加剧，短周期新股板块或延续震荡分化走势-华金证券新股周报 2025.9.28



内容目录

一、本轮中美关税摩擦原因为何？	3
二、A 股慢牛趋势不变，中长期科技占优风格不变	3
（一）市场趋势：长期不改 A 股慢牛趋势，短期对情绪有一定压制	3
（二）行业配置：短期风格偏均衡，中长期科技占优风格不变	4
1、科技成长占优的风格短期可能转成均衡，但中长期不变	5
2、短期大金融、稀土、农林牧渔、机器人、创新药等行业可能相对占优	6
三、风险提示	7

图表目录

图 1：PPI 及其领先指标仍在修复	4
图 2：中长贷增速回升	4
图 3：对美出口金额占比回落	4
图 4：美元指数低位震荡	4
图 5：2011 年以来 TMT 相对沪深 300 超额收益明显回落时点一览	5
图 6：TMT 相对沪深 300 超额收益明显回落时点各指标一览	6
图 7：2025 年 4 月 2 日美对华加征关税后，短期市场表现	7

事件：近日，特朗普表示，将从下个月开始对从中国进口的商品征收 **100%** 的额外关税，**10月10日** 纳指下跌 **3.56%**，纳斯达克中国金龙指数下跌 **6.1%**。

一、本轮中美关税摩擦原因为何？

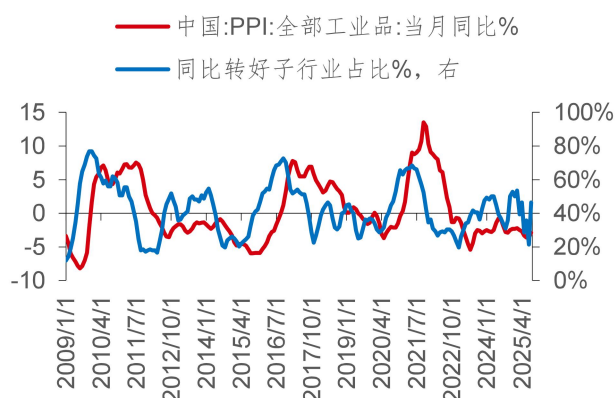
促使特朗普威胁对我国加征关税可能的因素是我国加强稀土出口限制、双方谈判博弈等。(1) 特朗普威胁对我国大幅加征关税可能旨在对我国稀土相关技术实施出口管制的反制。一是据 **10月9日** 商务部发布的公告加强稀土相关物项出口管制，目的是更好维护国家安全和利益，更好履行防扩散等国际义务。二是特朗普政府却指责我国发布的稀土出口管制措施“充满敌意”，因此威胁再度加征关税。(2) 本次关税威胁可能为中美谈判进程中的正常博弈。例如 **2019年12月** 中美达成第一阶段经贸协议，而在 **2019年8月和9月**，美对华的关税政策仍在实施：**8月30日** USTR 通知自美国东部时间 **9月1日凌晨12时01分** 开始，对清单中的 **1250亿美元** 中国输美商品加征关税，在原有 **10%** 的基础上提高至 **15%**；**9月2日** USTR 通知对于 **2019年10月1日** 将要生效的对约 **2500亿美元** 中国输美商品加征关税税率由 **25%** 上调至 **30%** 的行动向公众开始征集意见等，可见双方谈判过程中实施关税加征可能是谈判中的博弈手段。

二、A股慢牛趋势不变，中长期科技占优风格不变

(一) 市场趋势：长期不改A股慢牛趋势，短期对情绪有一定压制

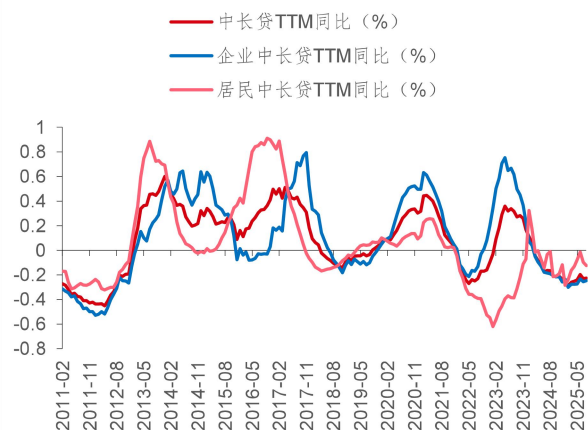
长期视角下，A股慢牛趋势不变。(1) A股盈利结构性回升，信用可能继续修复。一是当前盈利可能继续结构性回升：首先，盈利的长期趋势仍受我国自身经济和政策影响，当下反内卷和发展新质生产力政策基调正在导致盈利结构发生转变，周期类工业企业盈利增速与整体盈利增速契合度更高，而科技类工业企业盈利增速具备前瞻属性；其次，领先指标来看，PPI 领先指标当前仍在修复，此外 TMT 盈利预测趋势指数在 **2020年** 以后基本领先 TMT 盈利增速 **1-1.5年** 左右，当前预测指数在 **2024年9月** 见顶，显示今年三、四季度 A股科技行业盈利增速可能继续回升，盈利周期可能筑顶。二是信用可能继续修复，估值可能维持偏高水平：首先，信用周期来看，历史上一轮中长贷增速下行和上行周期均持续 **11-23个月** 左右，上一轮中长贷增速在 **2023年7月** 见顶，至今年年中大概率见底，当前已经出现一定回升趋势，后续可能继续处于回升周期中；其次，信用结构看，企业中长贷与基建投资相关性较强，居民中长贷与房贷相关性较强，而当前石油沥青装置、螺纹钢等开工率维持高位，个人购房贷款余额同比增速明显回升下，中长贷增速可能继续企稳有所回升。(2) 盈利结构性回升、信用回升期间 A股偏强，A股慢牛趋势不变。一是 **2010年** 以来科技盈利和信用周期基本同步，但科技盈利增速上升周期略长于信用上升周期，两者从底部回升共有 **4段**：**2012/4-2013/12**、**2016/2-2017/4**、**2018/11-2021/3**、**2022/5-2023/5**。二是科技盈利和信用周期底部回升期间上证表现可能偏强，**4段** 中上证综指上涨 **3次**，平均上涨 **9.5%**，因此盈利结构性回升，信用回升期间市场表现偏强，A股慢牛趋势不变。

图 1: PPI 及其领先指标仍在修复



资料来源：华金证券研究所，wind

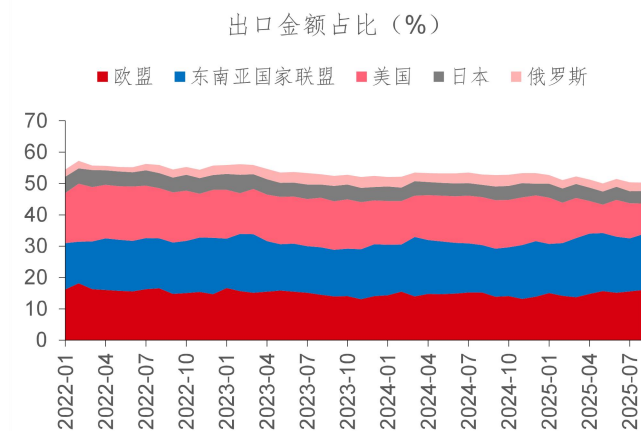
图 2: 中长贷增速回升



资料来源：华金证券研究所，wind

短期视角下，A 股调整幅度有限，慢牛趋势下调整是逢低布局的机会。（1）分子端压力有限，继续弱修复。一是若关税正式落地，短期对出口有一定冲击，但影响可能明显低于 4 月，主要是抢出口效应过后出口本来就处于回落趋势中，且我国出口结构已明显优化，订单转移至东盟、欧盟等地，出口风险难以持续。二是当前消费、投资等仍具韧性，且盈利也在结构性改善下基本面整体压力小于 4 月。三是相较于 4 月份加征关税对全球经济的冲击悲观预期，当前仅中美两国博弈，海外企业订单影响可能有限。（2）中短期宏观流动性继续宽松，短期微观资金可能存在一定压力。一是宏观流动性继续宽松：首先，美国偏弱的就业和经济数据均指向降息周期未完，美联储 10 月继续降息是大概率，海外流动性维持宽松预期，美元指数仍在低位震荡下对国内流动性的压力也减轻；其次，国内方面，国内央行也可能加大资金投放力度。二是中美贸易摩擦反复下对市场情绪有冲击，融资、外资等资金流入可能偏弱。（3）短期中美博弈风险上升，但四中全会政策预期较强，风险偏好可能偏中性。一是中美博弈对短期市场情绪有一定冲击，但相较四月可能更温和。二是四中全会即将召开，“十五五”规划下政策落地预期较强，届时可能提振市场情绪。

图 3: 对美出口金额占比回落



资料来源：华金证券研究所，wind

图 4: 美元指数低位震荡



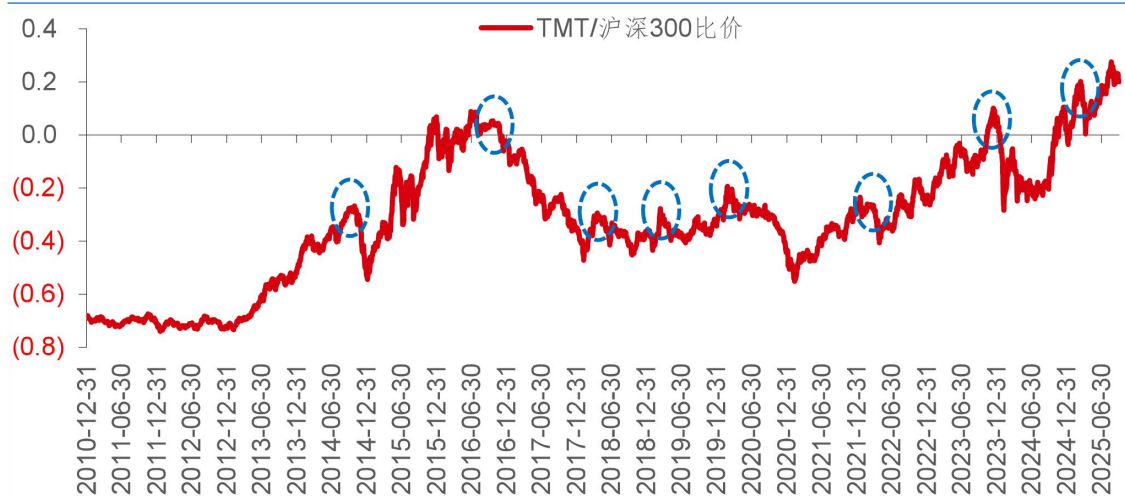
资料来源：华金证券研究所，wind

（二）行业配置：短期风格偏均衡，中长期科技占优风格不变

1、科技成长占优的风格短期可能转成均衡，但中长期不变

科技成长占优的风格短期可能转成均衡，但中长期不变。（1）复盘历史，TMT 相对沪深 300 超额收益出现明显回落主要受政策和外部事件偏空、自身基本面转弱、流动性边际收紧、估值情绪过高等因素驱动。一是政策和外部事件偏空是 TMT 相对沪深 300 走弱的核心驱动因素：如 2016 年 11 月《中华人民共和国网络安全法》经全国人大常委会表决通过、特朗普当选美国总统，2018 年 3 月美国对中国 500 亿美元商品加征关税、4 月美国宣布禁止中兴通讯从美国采购敏感产品，2022 年 3 月中共中央办公厅及国务院办公厅印发《关于加强科技伦理治理的意见》、俄乌地缘政治冲突持续等，政策和外部事件偏空下一个月内 TMT 超额收益开始收窄。二是产业趋势或基本面转弱也是导致 TMT 相对沪深 300 走弱的核心因素：TMT 相对走弱时，其盈利同比增速大多相对上季度降低或处低位。三是流动性边际收紧也可能对 TMT 相对沪深 300 走弱有明显影响：如 2014 年 10 月 30 日美联储宣布结束第三轮量化宽松，2016 年 12 月美联储加息，2019 年 4 月央行强调“把好货币供应总闸门”，海内外流动性预期相对紧缩下 TMT 行情开始回落。四是估值情绪过高也可能导致 TMT 相对沪深 300 走弱：2011 年以来 TMT 相对沪深 300 走弱时其成交额占比历史分位数多位于 80% 以上，估值历史分位数多位于 60% 以上。（2）当前来看，首先，短期中美贸易摩擦风险上升导致外部事件对科技成长有一定压制，同时 TMT 成交额占比和估值历史分位数均偏高（截至 10 月 10 日 TMT 成交额占比历史分位数为 85.9%，估值历史分位数为 87.5%），科技成长占优的风格短期可能转向均衡；其次，人工智能、机器人等政策支持和产业上行趋势在中短期均不变，且美联储降息周期下海内外流动性中短期大概率维持宽松，科技成长中长期占优风格不变。

图 5：2011 年以来 TMT 相对沪深 300 超额收益明显回落时点一览



资料来源：wind，华金证券研究所

图 6：TMT 相对沪深 300 超额收益明显回落时点各指标一览

切换时间	近两季度 TMT指数盈 利同比增 速 (%)	TMT指数成 交额占比历 史分位数 (%)	TMT指数估 值历史分 位数 (%)	流动性	政策/外部事件
2014/11/19	21.2→36.4	93.5%	66.6%	10 月 30 日美联储 宣布结束第三轮量化 宽松	
2016/11/23	36.6→23.9	81.0%	63.6%	12 月美联储加息	11 月 7 日《中华人民共和国网络安全法》经全国人大常委会表决通过；11 月 8 日特朗普当选美国总统
2018/4/18	18.2→-5.4	47.6%	21.4%		3月22日美国对中国500亿美元商品加征关税；4月16日美国宣布禁止中兴通讯从美国采购敏感产品
2019/3/13	-58.3→13.4	87.1%	83.5%	4 月央行强调 “把 好货币供应总闸门	
2020/3/19	15.4→-41.1	82.4%	91.5%	3月美元流动性危机 爆发	疫情蔓延，半导体等行业的生产制造环节 面临停工停产
2022/3/26	56.2→0.6	62.2%	7.8%		中共中央办公厅、国务院办公厅印发《关于 加强科技伦理治理的意见》；俄乌地缘 政治冲突持续
2023/12/13	-3.8→-7.4	41.5%	22.9%		12月5日开展“清朗·整治短视频信息内 容导向不良问题”专项行动
2025/3/12	-20.7→2.5	91.1%	70.4%		美国宣布3月4日起对华关税再加码10%

资料来源：wind，华金证券研究所

2、短期大金融、稀土、农林牧渔、机器人、创新药等行业可能相对占优

加征关税后，短期消费和大金融表现相对占优。一是复盘历史，2025 年 4 月 2 日美对华加征关税后，消费和大金融表现相对占优，如 T+5 涨幅前三的农林牧渔、食品饮料和银行，T+10 前三的农林牧渔、商贸零售和美容护理，T+15 涨幅前二的商贸零售和农林牧渔，T+20 涨幅前三的美容护理、银行和商贸零售，T+25 涨幅前三的美容护理、商贸零售和农林牧渔，T+30 涨幅前二的美容护理和银行。二是当前来看，短期消费和大金融表现相对占优：首先，A 股 10 月 9 日创近 10 年新高，美对华加征关税后，短期风险偏好或有冲击。其次，避险属性的消费和大金融在美对华加征关税后短期表现相对占优。

图 7：2025 年 4 月 2 日美对华加征关税后，短期市场表现

行业排名	T+5	涨跌幅 (%)	T+10	涨跌幅 (%)	T+15	涨跌幅 (%)
1	农林牧渔	7.5	农林牧渔	5.4	商贸零售	6.6
2	食品饮料	-0.3	商贸零售	4.5	农林牧渔	4.2
3	银行	-1.9	美容护理	3.1	房地产	2.9
4	公用事业	-2.6	食品饮料	1.2	银行	1.5
5	煤炭	-4.2	银行	0.2	美容护理	1.4
6	交通运输	-4.4	公用事业	-0.5	食品饮料	0.7
7	建筑材料	-5.0	社会服务	-0.8	公用事业	-0.2
8	商贸零售	-5.2	交通运输	-1.4	交通运输	-0.3
9	美容护理	-5.4	房地产	-1.5	建筑材料	-0.8
10	建筑装饰	-5.7	纺织服饰	-1.9	建筑装饰	-1.0
行业排名	T+20	涨跌幅 (%)	T+25	涨跌幅 (%)	T+30	涨跌幅 (%)
1	美容护理	5.2	美容护理	6.0	美容护理	8.6
2	银行	2.3	商贸零售	3.3	银行	5.8
3	商贸零售	2.1	农林牧渔	3.0	国防军工	3.8
4	农林牧渔	2.1	传媒	0.8	商贸零售	3.7
5	公用事业	0.4	公用事业	0.6	农林牧渔	2.8
6	食品饮料	-0.6	银行	0.0	公用事业	2.0
7	交通运输	-1.4	食品饮料	-0.2	纺织服饰	1.6
8	建筑装饰	-1.8	纺织服饰	-0.4	食品饮料	1.3
9	房地产	-2.4	计算机	-0.4	建筑装饰	1.3
10	建筑材料	-3.1	建筑装饰	-0.6	交通运输	1.2

资料来源：wind，华金证券研究所

若加征关税，反制和避险相关的稀土、农林牧渔、大金融等板块短期可能受益。（1）稀土：美国机器人、新能源等产业高度依赖中国稀土加工品，关税反制背景下稀土出口议价权进一步提升，短期价格与企业盈利有望改善，板块短期防御属性凸显。（2）农林牧渔：农林牧渔板块可能受益于进口替代，且估值处于历史中枢以下，短期可能成为资金避险的重要选择。（3）大金融：受益于高股息与低估值属性，在市场风险偏好下降时易吸引防御型资金。

加征关税对机器人、创新药、电新等科技成长行业影响相对较小。（1）机器人：机器人对美出口占比偏低，且工业机器人国产占比较高，同时谐波减速器、精密轴承等核心零部件国产化率已显著提升，受关税影响相对较小。（2）创新药：加征关税对创新药行业影响相对较小，且国内创新药审评审批加速与医保目录扩容持续打开内需空间，可对冲出口端潜在压力。（3）电新：动力电池、光伏逆变器等核心产品虽面临关税压力，但行业已形成全球化产能布局，叠加国内新型电力系统建设需求旺盛，支撑行业基本面稳定。

中美摩擦对海外算力、消费电子、半导体等行业情绪上可能有一定的压制。（1）海外算力：加征 100% 关税将大幅提升服务器整机生产成本，而美国若同步限制算力调度软件、AI 训练框架等出口，将直接影响国内算力集群的搭建与优化。（2）消费电子：美国是中国消费电子企业重要的出海目的地，加征 100% 关税将导致出口产品价格竞争力减弱。（3）半导体：国内半导体产业仍依赖部分美国上游设备，关税将推高设备与材料成本，影响半导体产业供应链的稳定。

三、风险提示

- 1.历史经验未来不一定适用：文中相关复盘具有历史局限性，不同时期的市场条件、行业趋势和全球经济环境的变化会对投资产生不同的影响，过去的表现仅供参考。
- 2.政策超预期变化：经济政策受宏观环境、突发事件、国际关系的影响可能超预期或者不及预期，从而影响当下分析框架下的投资决策。
- 3.经济修复不及预期：受外部干扰、贸易争端、自然灾害或其他不可预测的因素，经济修复进程可能有所波动，从而影响当下分析框架下的投资决策。

分析师声明

邓利军声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

免责声明：

本报告仅供华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息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。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准。

在法律许可的情况下，本公司及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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发、篡改或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华金证券股份有限公司研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华金证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

风险提示：

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。投资者对其投资行为负完全责任，我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

华金证券股份有限公司

办公地址：

上海市浦东新区杨高南路 759 号陆家嘴世纪金融广场 30 层

北京市朝阳区建国路 108 号横琴人寿大厦 17 层

深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 10 楼 05 单元

电话：021-20655588

网址： www.huajinsc.cn