

2025 年 10 月 11 日

关税再起波折，我自巍然不动

策略研究团队

——投资策略点评

韦冀星（分析师）

耿驰政（联系人）

weijixing@kysec.cn

gengchizheng@kysec.cn

证书编号：S0790524030002

证书编号：S0790125050007

事件：10 月 10 日，特朗普通过“Truth”平台表示正考虑对中国大幅提高关税，称“中国敌意愈发浓重”。随后中国金龙指数、富时 A50 期货大跌，VIX 恐慌指数大幅上行

● 特朗普突然“发难”的核心原因

（1）稀土出口管控令美国高端制造“卡脖子”，补库存迫在眉睫；（2）中美关税摩擦缓和期将于 11 月 10 日到期，特朗普提前出手，或意在扰乱中国节奏，也向第三方国家施压示范。

● 中国资产的牛市并不会戛然而止

在美国于 2025 年 4 月 2 日推出“对等关税”之后，上证指数于下一个交易日（2025 年 4 月 7 日）下跌 7%，随后本轮 A 股突破行情就此打开，从低点收盘的 3096 点到现在的 3900 附近，当时的恐慌冲击事后看反而造就了年内最具性价比的黄金买入区间，成为行情的启动信号。2025 年 10 月 10 日事件谈判意味更浓，本质上反映中国在稀土等关键资源上的战略主动——这或意味着本次冲击的实质性影响更小。因此，上一轮冲击没有击倒的行情，本次或将延续。空间上，我们建议参考于 2025 年 8 月 22 日发布的报告《证券化率看牛市》中提到的证券化率在达到 1 倍之前（即总市值达到 GDP），市场仍有估值抬升的空间。

● 结构切勿盲目切换

我们于近期的研报中指出当前不具备全面切换条件，后续核心主线仍是科技，仍建议把握科技+PPI 双轮驱动，同时明确提出 3 点：（1）切换的时间和空间需谨慎，不会很持续。价值、央国企成为近两日稳定指数的重要部分，但全面切换并不一定。其实 6 月底加速至今，尽管成长的超额显著，不过 7 月中下旬面临雅江以及反内卷催化，成长也一度跑输过，最终月底政治局会议结束后，反而造就了成长的再加速。当前处于重要宏观窗口，存在博弈基建、建材等方向的交易是正常现象，且当前确实存在稳定指数的需求，并不代表主线就此形成；（2）当前风格切换反映了市场的再均衡过程；但过去数月间的指数上涨行情中，除了科技外制造类、周期类均有不错的涨幅，整体已较为均衡，可切换方向较窄。（3）缩量调整时谈全面切换，言之尚早。当前的切换或更多出于防守思维。

● 科技+PPI 仍为最优解

我们仍建议把握科技+PPI 双轮驱动，此外军工与券商/金融科技板块历来是风险偏好的放大器，在经历 9 月的调整后，目前已经出现较为显著的修复迹象；此外自主可控、稀土、黄金（有色）仍是当下重点。

● **风险提示：**地缘政治不可预测性；美方持续关税施压；历史不代表未来

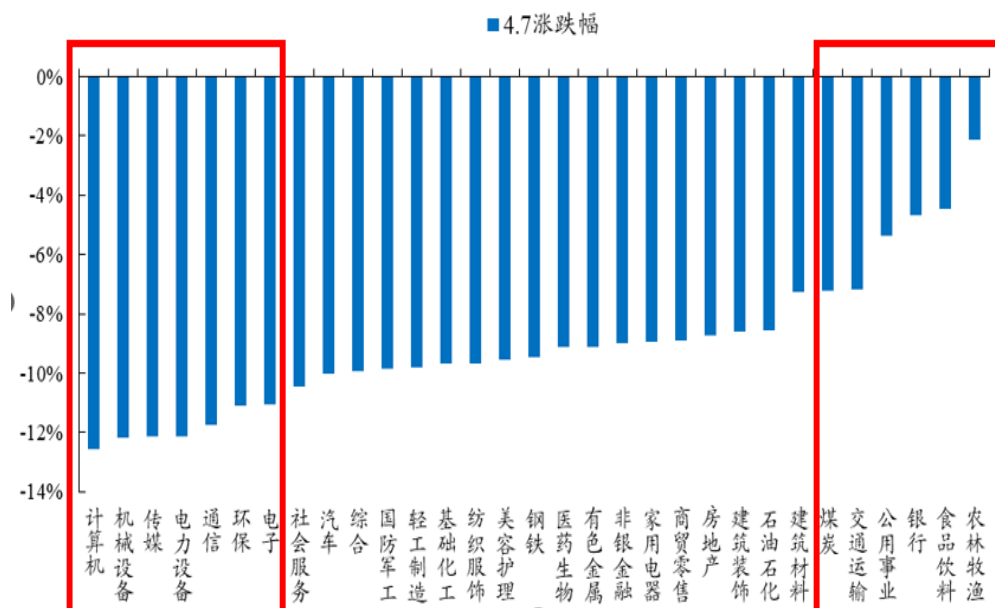
相关研究报告

《AI 领涨全球，节后聚焦科技扩散——投资策略周报》-2025.10.7

《临近假期，机构调研热度环比下降——机构调研周跟踪》-2025.9.29

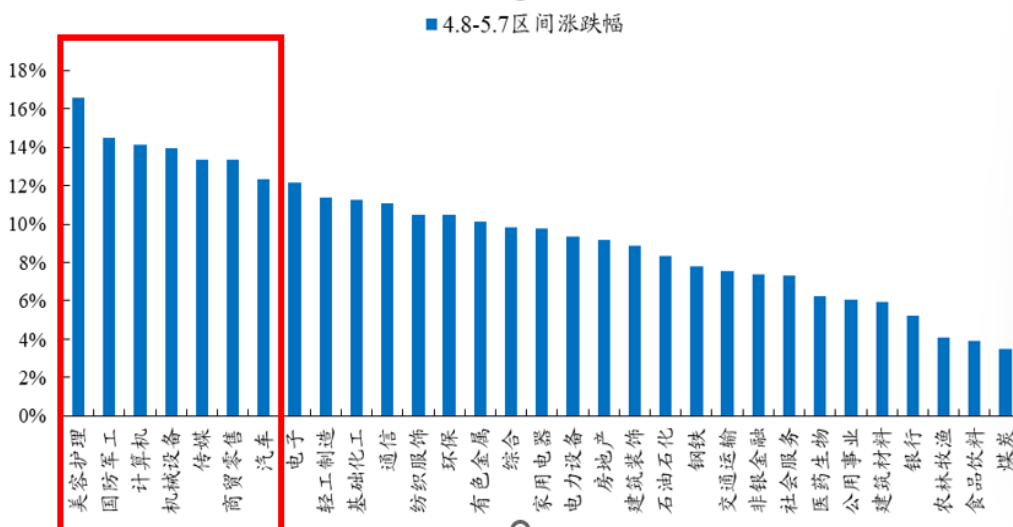
《开源金股，10 月推荐——投资策略专题》-2025.9.28

附图1：4月7日，TMT、新能源、机械跌幅较大，消费、红利跌幅较小



数据来源：Wind、开源证券研究所

附图2：4月7日后一个月，美容、军工、计算机修复力度较强



数据来源：Wind、开源证券研究所

特别声明

《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）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其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。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将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。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、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）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。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取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

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。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。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、价值及投资收入可能会波动。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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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。在任何情况下，本公司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。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，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。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，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。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼3层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn