



分析师：陶川

执业证号：S0100524060005

邮箱：taochuan@glms.com.cn

分析师：邵翔

执业证号：S0100524080007

邮箱：shaoliang@glms.com.cn

研究助理：武朔

执业证号：S0100125070003

邮箱：wushuo@glms.com.cn

➤ **随着特朗普关税突临变数，本周末海外风险资产再起波澜，时隔 6 个月，这一次是更像 4 月，还是更像 5 月？**投资者应如何研判潜在关税冲击下的地缘动向，对国内政策以及资本市场的叙事又将产生怎样的影响？

➤ 4 月的剧本是关税不停地加码，最终在市场不堪重负下，美国选择让步；5 月则是首次谈判后，出口管制政策的“针尖对麦芒”，最终以元首会晤为破局。这一次形式上更像 4 月，但其实更像是 5 月的“增强版本”。

➤ **本次关税的升级，之前已有苗头。**9 月元首通话、就 Tiktok 达成初步协议之后，美国依旧“小动作不断”。尤其是 9 月 29 日美国商务部出台史上最严股权 50%穿透管制规则，进一步强化技术封锁。随后中国全面升级了稀土及关键技术的出口管制制度。特朗普关税升级正是在这样的背景下推出的。

➤ 对此我们有三点认知：**首先，越离谱的关税，TACO 的概率越大。**4 月的经验已经证明 100%的关税，同样是美国无法承受之重，而且特朗普把生效时间定在意味深长的 11 月 1 日——因为美东时间 11 月 1 日，对应的是东亚的 11 月 2 日，届时 APEC 峰会已经结束。

➤ 其次，客观而言，**美国内部的一团乱麻会让特朗普的关税政策更加束手束脚。**和之前相比，当前美国政府还在关门中，大规模裁员的风险还在上升，共和党还在和民主党在财政预算问题上“勾心斗角”。

➤ 再者，**和之前相比市场的心态已经发生了很大的变化。**一方面对于特朗普政策的定价更加从容；另一方面，市场对资本市场长期上升的信心也明显增强，尤其是中国股市。

➤ **市场对于此次关税摩擦的反应也不如 4 月剧烈：**相较 4 月贸易摩擦升级时的表现，本次市场更“淡定”了些：尽管美股下跌，但跌幅相对 4 月可控，波动率也处于较低水平，美元美债抛售并不明显。与此同时，周六国债虽然上涨，反映一定的避险情绪，但涨幅相对温和，市场也在一定程度定价特朗普再次“TACO”的预期。

➤ **因此对于下周 A 股市场来说，调整幅度或相对可控。**相较于 4 月的暴跌行情，当前市场与政策层面均积累了更多应对经验，叠加国家资本在关键时点的维稳作用，市场风险偏好有望保持韧性。但港股作为离岸市场，受情绪冲击与资金流动影响更敏感，波动与压力可能更大。

➤ 需要注意的是，当前仍处于中美政策“出牌期”，战术博弈尚未尘埃落定，并且当前相对 4 月，股市所处位置更高，尤其是部分科技股。因此，在政策路径未完全清晰前，**短期不宜急于“抄底”或过度激进定价“TACO”。**

➤ **结构上，短期市场风格或阶段性切换，但主线逻辑清晰：**短期看，资金出于避险需求可能流入红利等防御性板块；但从中长期视角，中美“战术性放缓、战

## 相关研究

1.经济动态点评：十一假期消费“打几星”？

-2025/10/08

2.海外市场点评：10 幅图“速通”假期风云-

2025/10/06

3.海外市场点评：美国政府关门：财政博弈的序曲-2025/10/03

4.2025 年 9 月 PMI 数据点评：9 月 PMI：两连升成色几何？-2025/09/30

5.2025 年 8 月工业企业利润点评：8 月工业企业利润：缘何强势反弹？-2025/09/27

略性收紧”的大背景下，稀土、国产替代、军工仍是核心主线，具备持续配置价值。至于内需等周期性板块，其修复节奏更依赖后续国内稳增长政策的具体落地情况，不必操之过急。

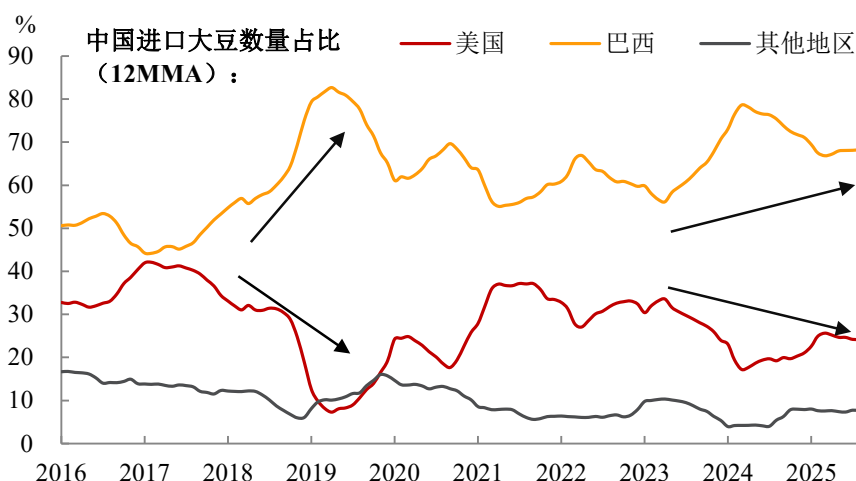
➤ **风险提示：**美国经贸政策大幅变动；关税扩散超预期，导致全球经济超预期放缓、市场调整幅度加大。

图1：中美贸易摩擦升温

| 近期中美关税和制裁表态及举措                                                                                                                          |                                                                                               |
|-----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|-----------------------------------------------------------------------------------------------|
| 美方                                                                                                                                      | 中方                                                                                            |
| 9月29日，美国商务部工业与安全局公布了史上最严格的股权50%穿透规则：被美国商务部列入出口管制实体清单的公司，其持股50%及以上的子公司也将受到出口限制。                                                          | 10月9日，中国商务部宣布 <b>对境外相关稀土物项、稀土相关技术实施出口管制</b> ，以保护国家安全和战略利益，即日起实施。                              |
| 10月1日，特朗普表示，中国为了月底创造谈判筹码，拒绝购买美国大豆，与习近平主席会面时将重点讨论这个议题。                                                                                   | 10月9日，商务部、海关总署联合发布公告， <b>对超硬材料、稀土设备和原辅料、钨等5种中重稀土、锂电池和人造石墨负极材料相关物项实施出口管制</b> ，将于11月8日正式实施。     |
| 10月2日，贝森特接受 CNBC 访问时指出，中美元首本月底到韩国出席APEC领导人峰会期间将举行会晤，他也将与中国副总理何立峰进行第五轮贸易谈判，应该会取得相当大的突破。                                                  | 10月9日，商务部发布公告， <b>将反无人机技术公司、TechInsights公司及其分支机构等14家外国实体被正式列入不可靠实体清单</b> 。其中，12家实体来自美国，即日起实施。 |
| 10月8日，美国商务部工业与安全局修订《出口管理条例》，以违反国安或外交政策利益为由，将中国、土耳其、阿拉伯联合大公国的 26 个实体及 3 个地址新增至实体清单， <b>其中16 家中国大陆实体及 3 个中国香港地址因涉及电子零件分销及无人机贸易被重点列入</b> 。 | 10月10日，针对美国4月对中国海事、物流和造船领域发起的301调查，经国务院批准，交通运输部自2025年10月14日起， <b>对涉美船舶收取船舶特别港务费</b> 。         |
| 10月10日，特朗普在社交媒体称，鉴于中国的稀土出口管制等，自2025年11月1日起， <b>美国将对中国征收100%的关税，并对所有关键软件实施出口管制</b> 。此外，威胁可能取消原定在韩国APEC峰会上的会晤。                            | 10月10日，因高通公司收购Autotalks公司未依法申报经营者集中，涉嫌违反《中华人民共和国反垄断法》，市场监管总局 <b>依法对高通公司开展立案调查</b> 。           |

资料来源：中国商务部，新浪、腾讯等，民生证券研究院

图2：中国对美国大豆进口占比下降



资料来源：ifind，民生证券研究院

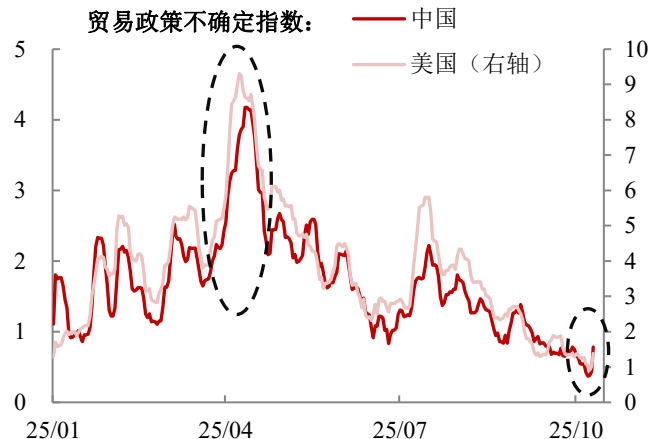
图3：相较4月，美股波动率涨幅偏弱



资料来源：Bloomberg，民生证券研究院

注：数据截止至2025年10月10日。

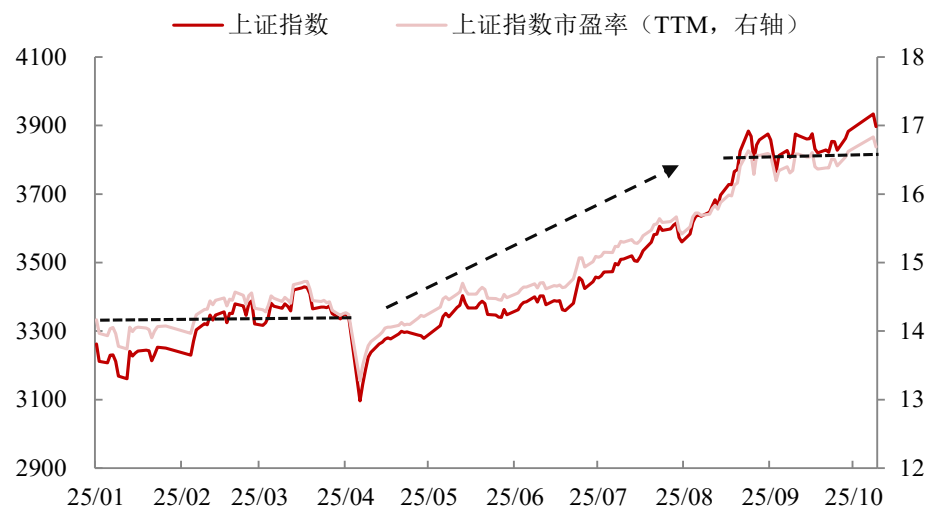
图4：贸易不确定指数保持相对较低水平



资料来源：Bloomberg，民生证券研究院

注：数据截止至2025年10月10日。

图5：A股相较4月市场位置更高



资料来源：ifind，民生证券研究院

## 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登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、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收到任何形式的补偿。

## 评级说明

| 投资建议评级标准                                                                                                              |      | 评级   | 说明                  |
|-----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|------|------|---------------------|
| 以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。 | 公司评级 | 推荐   | 相对基准指数涨幅 15%以上      |
|                                                                                                                       |      | 谨慎推荐 | 相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间 |
|                                                                                                                       |      | 中性   | 相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间  |
|                                                                                                                       |      | 回避   | 相对基准指数跌幅 5%以上       |
|                                                                                                                       | 行业评级 | 推荐   | 相对基准指数涨幅 5%以上       |
|                                                                                                                       |      | 中性   | 相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间  |
|                                                                                                                       |      | 回避   | 相对基准指数跌幅 5%以上       |

## 免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑获取本报告的机构及个人的具体投资目的、财务状况、特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，进行独立评估，并应同时考量自身的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代自身的独立判断。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而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，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、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

## 民生证券研究院：

上海：上海市虹口区杨树浦路 188 号星立方大厦 7 层； 200082

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：深圳市福田区中心四路 1 号嘉里建设广场 1 座 10 层 01 室； 518048