



2025 年 09 月 20 日



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：shaoxiang@glms.com.cn

研究助理：武朔

执业证号：S0100125070003

邮箱：wushuo@glms.com.cn

➤ **元首通话对于市场最大的意义是什么？一个关键词“稳定”。**市场关注的元首互访问题虽然被推迟，但昨晚两个多小时通话比 6 月更长、触及的实质性问题也更多，而背后透露的最核心的基调是，至少到明年初之前中美关系还将处于“缓和”+“谈判”的稳定框架内。而在这框架内，市场依旧能够沿着现有的经济和政策逻辑继续走下去，双方的摩擦可能难以避免、但也会是可控的。对于本次通话，有三点我们认为值得关注：

➤ 首先当然是**元首会晤的细节**。10 月底 APEC 峰会上的会面照旧，而市场预期年内互访被“递延”到明年，但相较 6 月特朗普更加明确了时间——2026 年初（后续可能要忙于中期选举）。

➤ 其次是**TikTok 交易的达成**。可能不仅仅是筹码的谈判，也体现出中国希望突破的新方向和思路，在官方接触之外，加强民间交流和合作上——之前是欢迎美企业来华，现在也希望为中国企业进入美国打通障碍。在本次新闻稿和之前马德里谈判的发言中，中方都表示出希望美国放松中国企业对美投资的限制，而 TikTok 交易代表的合作模式（比如合资、技术授权等）可能在未来成为中美经济合作的重要参考。

➤ 第三是年内**中美双方还会就贸易和地缘（比如俄乌）等问题进行谈判**，为来年元首互访做好准备。预计中美双方将在 10 月开展新一轮贸易谈判，对等关税维持现状，芬太尼关税和中国从美国进口将是重点；而本次通话双方在结束俄乌冲突的必要性上取得进展，至于如何结束，将是后续谈判的另一个重要关注点。

➤ **对于中美关系，本次通话的重要性和含金量不言而喻。**中美外长今年首次正式通话以及马德里经贸谈判已做足铺垫，加之历时近三小时的深入交流，充分体现出双方推动中美关系缓和的诚意。中方发布的通稿对中美关系的阐述更为深入，既肯定“美国等反法西斯同盟国向中国抗战提供的宝贵支持”，也强调“中美关系十分重要”、“美方希望同中方保持长期、良好的伟大关系”等核心表述。

➤ **而元首会晤被提上日程，标志着中美关系校准航向取得新进展。**通话后，特朗普表示中美双方将在韩国亚太经合组织（APEC）峰会上举行会晤，并计划于 2026 年初对中国进行国事访问。这一安排不仅标志着中美高层互动机制的重启，更为管控分歧、深化合作提供了关键对话窗口。

➤ **解决 TikTok 问题无疑是本次通话达成的最“明牌”的共识。**中方在维护企业合法权益的同时，也在推动经贸投资合作作为改善中美经贸生态的重要抓手：

➤ **对 TikTok 问题的表态，体现了中方在商业谈判中的务实博弈。**中方强调“尊重企业意愿”，“乐见企业在符合市场规则基础上做好商业谈判，达成符合中国法律法规、利益平衡的解决方案”，既坚守核心利益底线，也为双边关系改善保留了弹性空间。后续预计中美将成立专门协商小组，针对 TikTok 具体商业条款的磋商推进展开工作。

➤ **通稿内容也体现出对美投资的倾向。**中方明确提出“希望美方为中国企业到

相关研究

1. 2025 年 8 月财政数据点评：股市高涨对财政收入影响几何？-2025/09/18

2. 美联储政策观察：9 月美联储：注定“两难”的降息-2025/09/17

3. 2025 年 8 月经济数据点评：8 月经济：逆风破局的政策信号-2025/09/15

4. 宏观经济点评：降息周的市场悬念-2025/09/14

5. 海外市场点评：8 月 CPI：美联储降息的后续棋-2025/09/11

美国投资提供开放、公平、非歧视的营商环境”，这一主张折射出中国通过激发民间交往活力突破双边关系壁垒的深层考量。而以 TikTok 代表的中美合作模式（比如合资、技术授权等）也将为后续两国投资合作提供重要参考。

➤ **后续需重点关注的核心问题：贸易关税、芬太尼以及俄乌问题：**

➤ **贸易和关税问题仍将是下一轮经贸谈判的重点。**随着中美在稀土、TikTok 等领域取得阶段性进展，关税壁垒、出口管制等结构性矛盾将再度成为谈判焦点。此前贝森特曾表示，中美双方计划于 11 月前举行新一轮经贸磋商，届时预计将 24% 的对等关税再次延缓 90 天。此外，近期双方经贸领域制裁与反制措施频次有所上升（尤其是芯片领域），围绕关税和管制的磋商将成为下一阶段双方协调的重点方向。

➤ **值得注意的是，在特朗普的表态中，本次芬太尼脱离于贸易成为单列的议题。**这可能意味着 20% 的芬太尼附加关税有周旋的余地，但最终能否取消则取决于中美双方在芬太尼问题的管控合作上能否取得实质性进展。

➤ **双方就结束俄乌问题的必要性达成原则共识，但在具体解决方案上可能仍存在分歧。**这为后续高层协调预留了对话空间，也为通过务实协商探索共同接受的解决方案奠定基础。

➤ **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：中美通话内容一览

2025年以来中美元首通话主要内容				
时间	形式	通话时长	中方表态	美方表态
2025/9/19	通话	约2-3小时	● 中美关系十分重要。中美完全可以相互成就、共同繁荣，造福两国、惠及世界。 ● 双方团队最近的磋商体现了平等尊重和互惠的精神，可继续妥善处理两国关系中的突出问题，争取实现双赢的结果。 ● 美方应避免采取单方面贸易限制措施，防止冲击双方通过多轮磋商取得的成果。 ● 中方在TikTok问题上的立场是清楚的，中国政府尊重企业意愿，乐见企业在符合市场规则基础上做好商业谈判，达成符合中国法律法规、利益平衡的解决方案。 ● 希望美方为中国企业到美国投资提供开放、公平、非歧视的营商环境。 ● 特朗普表示，中美关系是世界上最重要的双边关系，两国合作可以做成很多有利于世界和平稳定的大事，美方希望同中方保持长期、良好的伟大关系。 ● 美方希望促进两国经贸合作，将支持双方团队磋商，妥善解决TikTok问题。	● 双方在许多非常重要的问题上取得了进展，包括贸易、芬太尼、结束俄乌问题的必要性以及TikTok协议的批准。 ● 与习近平主席商定，双方将在韩国亚太经合组织峰会上会面。 ● 特朗普表示将在明年初访问中国，习主席也将在适当的时候访问美国。
2025/6/5	通话	1个半小时	● 日内瓦会谈之后，中方严肃认真执行了协议：美方应实事求是看待取得的进展，撤销对中国实施的消极举措；双方应增进外交、经贸、军队、执法等各领域交流，增进共识、减少误解、加强合作。 ● 特朗普表示中美关系十分重要，美方乐见中国经济保持强劲增长，美中合作可以做成很多好事。 ● 两国日内瓦经贸会谈很成功，达成了好的协议，美方愿同中方共同努力落实协议；美方欢迎中国留学生来美学习。 ● 习近平欢迎特朗普再次访华，两国元首同意双方团队继续落实好日内瓦共识，尽快举行新一轮会谈。	● 讨论了关于近期达成并签署的贸易协议中的若干复杂细节。关于稀土产品的复杂性问题，现在不应再有任何疑问。 ● 各自团队将于近期在待定地点举行会议，美国将由财政部长斯科特·贝森特、商务部长霍华德·卢特尼克以及美国贸易代表、大使格雷尔代表出席。 ● 在对话中，习近平主席邀请特朗普访问中国。 ● 对话几乎完全集中在贸易问题上，没有讨论涉及俄乌或伊朗的问题。
2025/1/17	通话	--	● 希望中美关系在美国总统新任期有一个好的开始，愿推动中美关系在新的起点上取得更大进展。 ● 中美经贸关系的本质是互利共赢，对抗冲突不应是我们的选择。 ● 特朗普表示很珍视同习主席的伟大关系，希望继续保持对话沟通，期待尽快同习主席见面。 ● 两国元首就乌克兰危机、巴以冲突等共同关心的重大国际和地区问题交换意见。 ● 两国元首同意建立战略沟通渠道，就两国共同关心的重大问题保持经常性联系。	● 这次通话对中美双方来说都是一次非常好的通话。 ● 期望双方能一起解决很多问题而且马上开始。双方讨论了贸易、芬太尼、TikTok和其他话题。

资料来源：外交部，GovInfo，民生证券研究院

图2：中美通话前重要外交活动一览

今年以来中美元首接触前重要外交互动		
时间	形式	外交互动
2025/9/19	国家主席习近平同美国总统特朗普普通电话	● 2025年9月15日，国务院副总理何立峰与美国财政部长贝森特以及贸易代表格里尔在西班牙马德里举行会谈。 ● 2025年9月10日，中共中央政治局委员、外交部长王毅同美国国务卿鲁比奥通电话。 ● 2025年9月9日，国防部长董军应约同美国国防部长赫格塞思视频通话。
2025/6/5	国家主席习近平同美国总统特朗普普通电话。	● 2025年6月5日，国家副主席韩正在北京会见中美高级别二轨对话美方代表团。 ● 2025年6月3日，中共中央政治局委员、外交部长王毅在京会见美国新任驻华大使卢德伟。 ● 2025年5月22日，外交部副部长马朝旭同美国常务副国务卿兰多通电话。 ● 2025年5月20日，外交部副部长马朝旭会见美国新任驻华大使卢德伟。
2025/1/17	国家主席习近平应约同美国总统特朗普普通电话。	● 2025年1月16日，外交部副部长马朝旭会见美国驻华使馆临时代办莎兰。

资料来源：外交部，国防部等，民生证券研究院

图3：中美 TikTok 磋商时间线



资料来源：新华网，央视新闻等，民生证券研究院

图4：9月以来中美制裁与反制措施上升

9月以来中美博弈措施		
	时间	措施
美方	9月12日	美国商务部工业与安全局以“违反美国国家安全或外交政策利益”为由，宣布 将23家中国实体列入出口管制实体清单，涉及芯片研发、生物技术、航天信息等。
	9月12日	美国财政部呼吁七国集团和欧盟盟友 对来自中国的进口商品征收关税。
	9月11日	美方对也门胡塞武装实施制裁，其中 涉及1名中国个人和8家中国企业。
中方	9月15日	国家市场监管总局 宣布英伟达公司违反垄断法 ，依法决定对其实施进一步调查。
	9月13日	商务部对原产于美国的进口相关 模拟芯片发起反倾销立案调查。
	9月13日	商务部就美国对华 集成电路领域相关措施发起反歧视立案调查。

资料来源：商务部，中国新闻网等，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客户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