



美国关税，还加吗？

2025年05月29日

- 5月28日，美国国际贸易法院（Court of International Trade, CIT）裁定暂停特朗普政府4月2日宣布的一揽子加征关税政策。法院认定特朗普政府依据《国际紧急经济权力法》（IEEPA）对加拿大、墨西哥、中国及全球其他国家加征的部分关税违法。认为国会将“不受限制的关税权”授予总统是违宪的。而且美国的贸易逆差不符合IEEPA中对“不同寻常和重大威胁”的定义。因此“全球和报复性关税令超出了IEEPA授予总统的通过关税手段监管进口的权力。”。勒令特朗普政府在裁决后10天内取消这些关税。
- **一、美国国际贸易法庭是什么？** 作为美国联邦司法体系中与联邦地区法院同级的专门法院，美国国际贸易法院主要负责审理国际贸易和海关事务案件，是一所 Article III 联邦法院，编制与地方法院、上诉法院和最高法院同级。需要特别指出的是，此次裁决仅针对基于IEEPA加征的特定关税（主要是芬太尼及对等关税）。基于《1962年贸易扩展法》第232条款（国家安全调查）加征的钢铝关税及拟议的汽车关税等，不受本次裁决影响。
- **二、关税何时暂停征收？** 美国国际贸易法院的管辖范围包括美国海关、商务部、国际贸易委员会（ITC）等机构，本次裁决让IEEPA下的“全球/报复/毒品走私”关税立即失去效力，判决发布日即生效，适用全国统一原则；因此理论上美国海关需要立即服从该判决，停止征收关税。不过实际操作上，行政层面流程较多，裁决给予行政部门最多10天时间完成停止征税的行政程序。同时特朗普政府已上诉至位于华盛顿特区的美国联邦巡回上诉法院，并可以最终上诉至美国最高法院。在此过程中，特朗普政府可以向巡回法庭上诉并申请暂缓执行判决，需要证明上诉“高度可能成功”且若停税将造成“无法弥补损害”。一旦裁判暂缓，则关税依然可以继续征收。
- **特朗普可以援引其他法律继续加征关税。** 对于处在总统位置的特朗普，其可以再度援引其他法律，签署行政命令继续关税政策。例如《1974年贸易法》第122条授权总统在“国际收支”出现严重危机时，对进口征收最高15%的附加关税。或1962年《贸易扩展法》第232条允许总统以国家安全为由征收新关税。特朗普今年3月利用该条款扩大了现有的钢铁和铝关税，并对外国汽车进口征收25%的关税。目前美国政府已启动其他几项第232条调查，这些调查可能导致未来对半导体、药品和其他一些产品征收关税。不过，这一进程较为缓慢，需要政府首先进行国家安全审查并征求公众意见，然后才能实行关税措施。
- **三、最高法院会支持特朗普吗？** 尽管最高法院9名大法官中6人为保守派，其中三位甚至由特朗普本人任命，但最高法院判决仍遵循“重大问题原则”（涉及具有重大经济和政治影响的决策时，行政机构必须能够指出国会的明确授权）和“非授权立法原则”（国会不得将其立法职能完全转授给其他机构，尤其是行政机关）。尤其是保守派法官对于限制行政部门权利比自由派更慎。因此最高法院不一定会驳回CIT的判决。
- **四、不同的关税下，美国经济怎么看？**

分析师

张迪

☎: 010-8092-7737

✉: zhangdi_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码: S0130524060001

詹璐

☎: 0755-8345-3719

✉: zhanlu@chinastock.com.cn

分析师登记编码: S0130522110001

于金潼

☎: 186-5320-7096

✉: yujintong_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码: S0130524080003

赵红蕾

☎: 010-8092-7606

✉: zhaohonglei_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码: S0130524060005

研究助理: 铁伟奥

风险提示

1. 国内经济复苏不及预期风险
2. 海外财政政策意外紧缩及经济衰退的风险
3. 美国经济衰退的风险
4. 全球贸易战加剧导致世界经济下行的风险

我们暂时考虑三种情况：（1）美国国际贸易法庭的判决生效，特朗普政府的暂缓判决申请失败，且最终上诉不成功。（2）特朗普政府成功申请到暂缓判决，但最终上诉失败。（3）不仅暂缓判决，特朗普政府在上诉后成功推翻国际贸易法庭判决，并为国际紧急经济权力法案（IEEPA）的使用形成先例。整体上，我们倾向于最高法院不易支持 IEEPA 跳过国会、较为随意的征收普遍性关税的行为，但特朗普政府可能只是会更改关税策略，而非放弃大规模征收，这也意味着短期不确定性退坡后，关税对美国的负面冲击缩小并延后，但并非不复存在。不过短期来看，判决对美元资产和美国经济预期都将有提振。

在（1）的情况下，特朗普政府的现行关税策略基本宣告失败，其需要通过 301 和 232 调查、1974 贸易法的 201 条款（布什政府 2002 年对钢铁使用）或寻找其他紧急关税手段继续推动贸易战¹。考虑到上述手段灵活性和规模都远低于 IEEPA，特朗普在二、三季度恐难以有效大幅提高关税。这可能意味着：（a）美国经济受到的总需求冲击缓和，经济下滑的概率进一步降低。（b）关税通胀对于 CPI 和 PCED 的影响可能在三季度也难以观测到，预测 CPI 的 2025 年内平均增速将在 3% 以内。（c）美联储方面，滞胀风险的改善应当边际利于美联储降低政策利率，美联储 5 月 FOMC 中员工预测衰退为基准情况的假设可能也需要修改，但考虑到劳动市场压力也会相应降低，9 月首次降息依然是较合理的预测。（d）资产方面，美元和美股短期均有继续回升的动力，但考虑的美国经济周期性放缓的压力，美联储确定顺畅降息前其仍难以稳定上涨，震荡概率更高；美债收益率在判决公布后并未降低，如果美国经济短期企稳且赤字进一步扩大，则美债短期可能保持在 4.5% 左右，以财政压力迫使美联储考虑在劳动市场弱化后降息。

（2）的情况对于经济和资产的影响与（1）大致一致，但如果短期关税可以继续征收，则经济在三季度仍有偏高概率出现滞胀姿态，使美联储对于降息更加谨慎，这对美股和美债可能都会形成更久的压制。

而在（3）的情况下，关税可以一直保持 5-12 谈判后的状态，且特朗普未来可能合乎宪法的凌驾于国会并利用 IEEPA 加征关税。这可能意味着（a）美国经济仍面临巨大的不确定性和总需求冲击，维持年内美国经济下滑至 1.5% 或更低的预测。（b）通胀在三季度开始仍可能回升，2025 年 CPI 均值仍在 3.0%-3.5% 的范围，短期滞胀而中期通胀压力反而随经济下行。（c）美联储方面维持硬数据观测态度，最早 9 月可能考虑首次降息。（d）美元继续处于弱势状态，中枢下移，美股在目前依靠估值修复的反弹后可能仍要面临利润下滑的冲击，震荡走弱概率更高；美债方面，长端美债短期仍有收益率回升的风险，但年内随经济下行中枢可能再度向 4% 靠近。

- **五、美国例外论回归了吗？边际为王的交易思路下，基于美国例外论的交易可能阶段性回归，但其基石已出现无法弥合的裂痕。**裁决公布后，黄金快速下跌，美股三大指数期货上涨，美元走强，美债收益率下行。资产表现与美国例外论终结的股债汇三杀形成鲜明对比。这是否意味着美国例外论的回归？首先，我们认为美国例外论将阶段性回归。本次裁决明确划定了 IEEPA 的权力边界，遏制了行政权在贸易领域的扩张，维护了三权分立制衡机制。这有利于渲染美国制度的独特性，分权制衡、法治传统和对自由民主的坚持。这正是美国例外论的内核之一。其次，支撑美国例外论的基石已出现无法弥合的裂痕。美债作为“全球安全资产”的地位正遭遇前所未有的质疑，2011 年标普将美国信用评级从 AAA 下调至 AA+，就在 5 月美国失去了最后一个 AAA 的主权信用评级，美国政府债务不可持续的阴霾始终未曾消散。为了实现 MAGA，美国已走向新重商主义，其试图重构贸易体系、金融体系和安全体系的“海湖庄园协议”，与美国例外论的基石背道而驰。最后，如果出现反复可能加速美

¹ [Fact Sheet: The Presidential Determination on Steel | The American Presidency Project](#)

国例外论的终结。特朗普已表示将上诉至联邦巡回法院，最终可能诉至最高法院。若最高法院支持总统，将反而加速例外论的终结。此外，即使最终证明通过 IEEPA 加征关税的路径无法实现，白宫也可能寻求其他工具实施，政策不确定性并未根除。

分析师承诺及简介

本人承诺以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告，本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告的具体推荐或观点直接或间接相关。

张迪，首席宏观分析师；分析师：詹璐、于金潼、赵红蕾。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券）向其客户提供。银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。若您并非银河证券客户中的专业投资者，为保证服务质量、控制投资风险、应首先联系银河证券机构销售部门或客户经理，完成投资者适当性匹配，并充分了解该项服务的性质、特点、使用的注意事项以及若不当使用可能带来的风险或损失。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户投资咨询建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告而取代自我独立判断。银河证券认为本报告资料来源是可靠的，所载内容及观点客观公正，但不担保其准确性或完整性。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。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。

银河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。银河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。

银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券书面授权许可，任何机构或个人不得以任何形式转发、转载、翻版或传播本报告。特提醒公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告。

本报告版权归银河证券所有并保留最终解释权。

评级标准

评级标准	评级	说明
评级标准为报告发布日后的 6 到 12 个月行业指数（或公司股价）相对市场表现，其中：A 股市场以沪深 300 指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准，北交所市场以北证 50 指数为基准，香港市场以恒生指数为基准。	行业评级	推荐：相对基准指数涨幅 10% 以上
		中性：相对基准指数涨幅在 -5%~10% 之间
		回避：相对基准指数跌幅 5% 以上
公司评级		推荐：相对基准指数涨幅 20% 以上
		谨慎推荐：相对基准指数涨幅在 5%~20% 之间
		中性：相对基准指数涨幅在 -5%~5% 之间
	回避：相对基准指数跌幅 5% 以上	

联系

中国银河证券股份有限公司 研究院

深圳市福田区金田路 3088 号中洲大厦 20 层

上海浦东新区富城路 99 号震旦大厦 31 层

北京市丰台区西营街 8 号院 1 号楼青海金融大厦

公司网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

深广地区：程曦 0755-83471683 chengxi_yj@chinastock.com.cn

苏一耘 0755-83479312 suyiyun_yj@chinastock.com.cn

上海地区：陆韵如 021-60387901 luyunru_yj@chinastock.com.cn

李洋洋 021-20252671 liyangyang_yj@chinastock.com.cn

北京地区：田薇 010-80927721 tianwei@chinastock.com.cn

褚颖 010-80927755 chuying_yj@chinastock.com.cn