

海外周报 20251102

最高法院对特朗普 IEEPA 关税案件裁决或将放大市场波动

2025 年 11 月 02 日

证券分析师 芦哲

执业证书: S0600524110003

luzhe@dwzq.com.cn

证券分析师 张佳炜

执业证书: S0600524120013

zhangjw@dwzq.com.cn

证券分析师 韦玮

执业证书: S0600525040002

weiy@dwzq.com.cn

研究助理 王茁

执业证书: S0600124120013

wangzhuo@dwzq.com.cn

■ **核心观点:** 本周意外偏鹰的 FOMC 会议放大了海外资产的波动, 美股走势震荡, 美债利率与美元指数上涨, 黄金继续下挫。11 月 5 日, 美国最高法院将听取特朗普 IEEPA 案件的口头辩论, 存在法院裁定特朗普援引 IEEPA 加征全球关税违法的可能性, 则特朗普政府将面临退回巨额关税、寻求其他条款为关税背书的挑战。短期来看, 裁决的不确定性将放大市场波动。

■ **大类资产:** 本周好于预期的企业财报和意外偏鹰的 FOMC 会议放大了资产的波动, 美股走势震荡, 美债利率与美元指数上涨, 黄金为代表的大宗商品震荡下跌。前半周, Alphabet、亚马逊为代表的美股大型企业财报整体好于预期, 且普遍宣布未来大幅提升资本开支, 带动美股延续上涨; 但后半周, 10 月 FOMC 会议如期降息并宣布 12 月停止缩表, 但 Powell 对 12 月和未来降息指引鹰派, 紧货币交易令美债利率和美元指数上涨。日股则继续受益于政局平稳、美日贸易关系的缓和, 本周再创新高。整体来看, 全周 (10 月 27 日至 10 月 31 日) 10 年期美债利率升 8.7bps 至 4.08%, 2 年期美债利率升 9.4bps 至 3.57%, 美元指数升 0.9% 至 99.8; 标普 500、纳斯达克指数分别收涨 0.7%、2.2%, 日经 225 指数大涨 6.3%, 指数突破 52000; 伦敦现货黄金价格继续下跌 2.7%, 收至 4003 美元/盎司。

■ **海外政治:** 美国最高法院将听取 IEEPA 案件口头辩论, 裁决的不确定性将放大市场波动。当地时间 11 月 5 日, 美国最高法院将听取总统特朗普根据《国际紧急经济权利法》(IEEPA) 征收全球关税权力相关案件进行的口头辩论。从 IEEPA 相关法律程序的进展来看, 8 月底, 美国联邦巡回上诉法院 (CAFC) 合并几家美国小企业的上诉案件, 裁定特朗普援引 IEEPA 征收全球对等关税和“芬太尼”关税的行为违法, 但判决中为特朗普上诉最高法院预留缓冲时间。9 月 9 日, 美国最高法院受理了相关案件, 并给予加速审理, 安排 11 月第一周进行口头辩论。

■ **值得注意的是, 本周美国参议院陆续通过了三项意在否决特朗普关税政策的决议:** ① 10 月 28 日, 参议院以 52-48 的表决结果通过决议, 终止特朗普对巴西商品征收关税的国家紧急状态; ② 10 月 29 日, 参议院以 50-46 的表决结果通过终止对加拿大征税的国家紧急状态; ③ 10 月 30 日, 参议院以 51-47 票通过另一项决议, 意在废除特朗普政府在 4 月 2 日“解放日”宣布全球关税所依据的国家紧急状态。尽管上述提案还需要通过众议院表决通过、总统签署才能正式成为法律, 并且在共和党在众议院占据多数席位的情况下, 最终落地仍面临较大的阻碍, 但近期参议院的一系列行动表明, 立法机构正在越来越多地对特朗普政府“破例”引用 IEEPA 征收全球关税行为发出挑战。

■ **需要关注 11 月 5 日最高法院针对相关案件口头辩论后进行的裁决。**(1) 若最高法院维持下级法院裁决, 即判定总统依据 IEEPA 征收全球关税行为违法, 则特朗普政府将面临退回已征收的大额关税, 而同时, 市场对于美国政府信用“滥用”问题的担忧或将得到一定的缓解。此种情形下, 最高法院大概率同时设定一定的暂缓期, 则特朗普政府可能在此期间寻求其他现有贸易法案 (如 122 和 338 条款) 来维持其征收关税行为的合法性。(2) 同时, 最高法院也存在支持行政部门行为、裁定特朗普政府引用 IEEPA 行为合法的可能性, 或引用程序性判决将案件重新发回下级法院, 则特朗普全球关税的不确定性将进一步延长, 但同时市场对美元信用问题的担忧可能进一步发酵, 成为黄金反弹的催化剂。无论何种情形, 我们预计 IEEPA 案件的推进及其裁决的不确定性将在短期内给市场带来更大的波动。

■ **风险提示:** 特朗普政策超预期; 美联储降息幅度过大引发通胀反弹甚至失控; 美联储维持高利率水平时间过长, 引发金融系统流动性危机。

相关研究

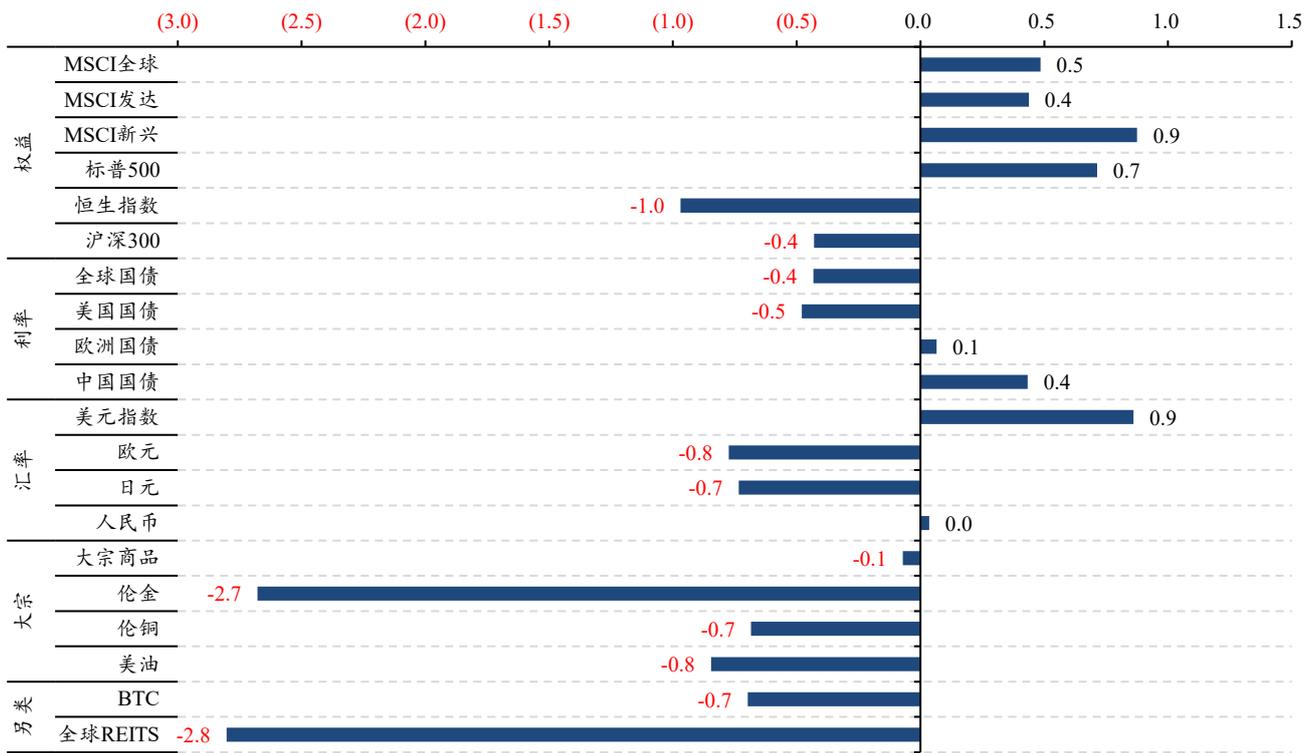
《权益 ETF 系列: 市场短期有调整需求, 但空间相对有限》

2025-11-02

《谁会是下任美联储主席?》

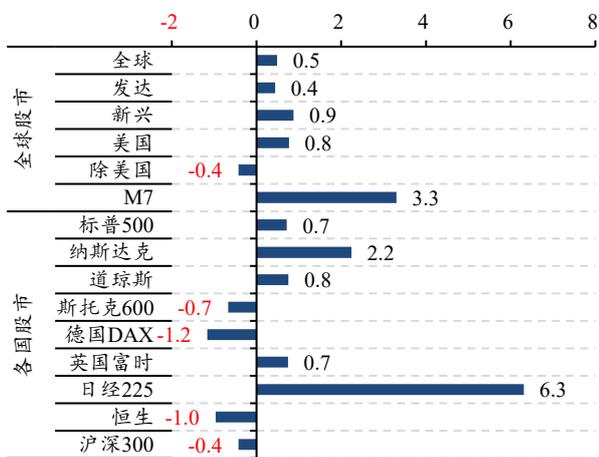
2025-10-31

图1: 过去一周全球大类资产回报率变动



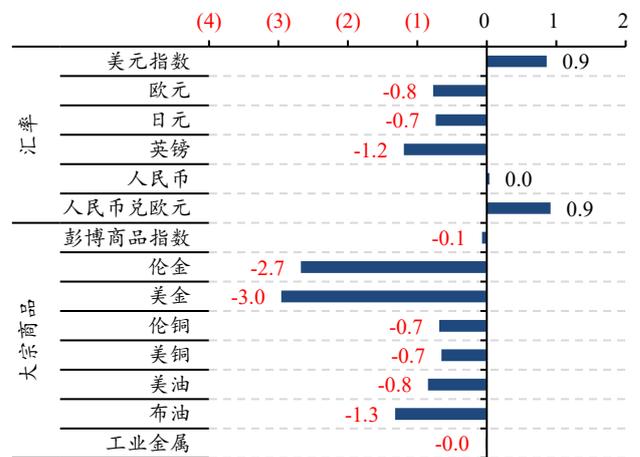
数据来源: 彭博、东吴证券研究所; 单位%, 利率为彭博美债指数, 汇率为对美元升值幅度

图2: 过去一周全球股市回报率变动



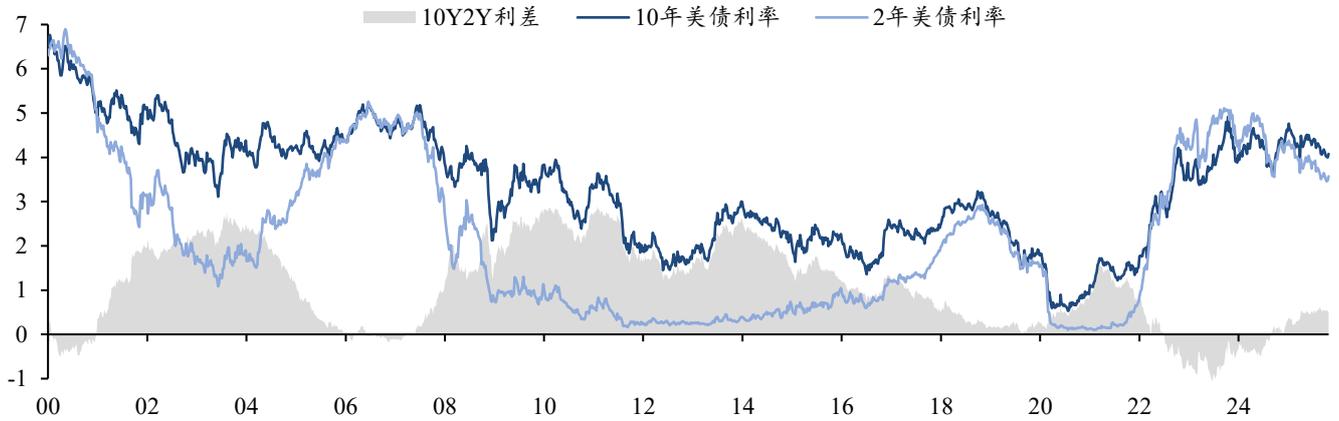
数据来源: 彭博、东吴证券研究所; 单位%

图3: 过去一周汇率与大宗商品回报率变动



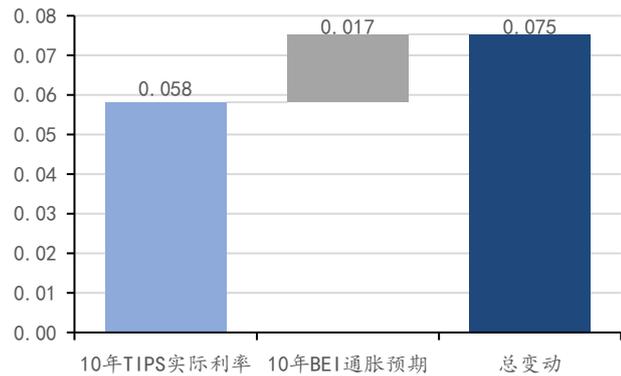
数据来源: 彭博、东吴证券研究所; 单位%

图4: 10年、2年美债利率与利差



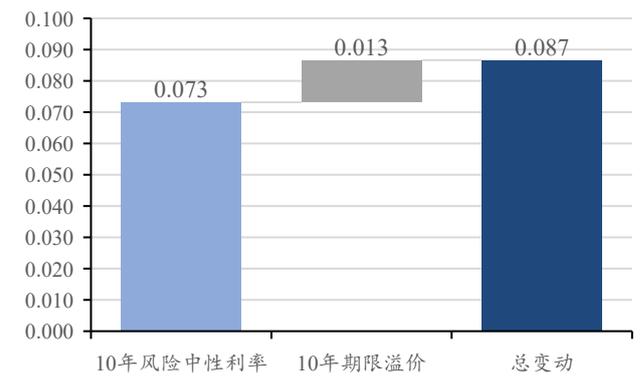
数据来源: 彭博、东吴证券研究所; 横轴单位为年份后两位, 下同; 纵轴单位%

图5: 10年美债利率周度变动及贡献度拆分 (风险中性利率与期限溢价视角)



数据来源: 彭博、东吴证券研究所; 单位%

图6: 10年美债利率周度变动及贡献度拆分 (实际利率与通胀预期视角)



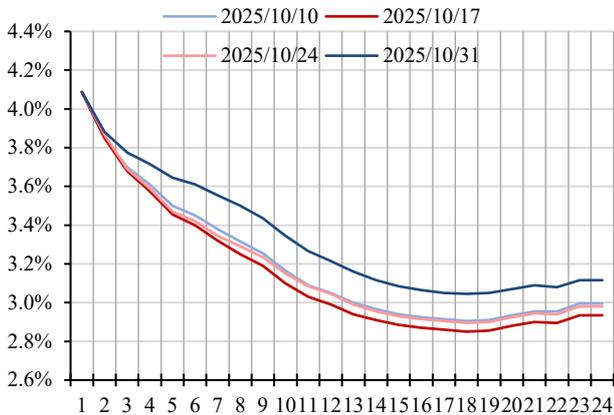
数据来源: 彭博、东吴证券研究所; 单位%

图7: 美国经济意外指数增长与通胀分项



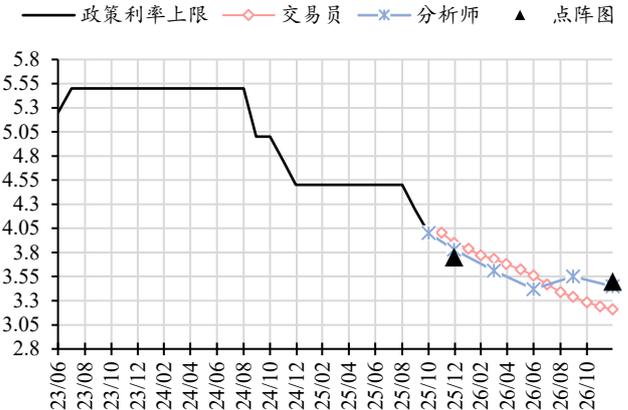
数据来源: 彭博、东吴证券研究所; 纵轴单位%, 季调环比年率

图8: 联邦基金期货隐含未来 24 个月政策利率



数据来源: 彭博、东吴证券研究所

图9: 各方对美国政策利率路径预测



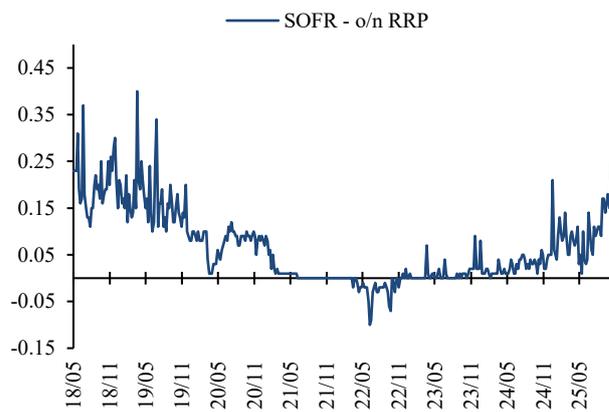
数据来源: 彭博、东吴证券研究所; 单位%

图10: 纽约联储每日回购情况



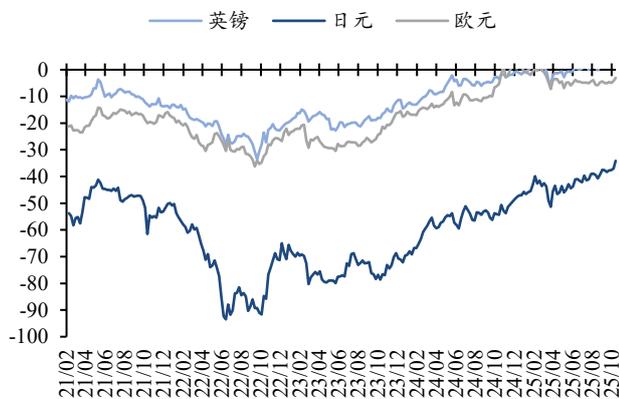
数据来源: 彭博、东吴证券研究所; 单位十亿美元

图11: 美国 SOFR 与 o/n RRP 利差



数据来源: 彭博、东吴证券研究所; 单位 bps

图12: 主要货币互换掉期点差



数据来源: 彭博、东吴证券研究所; 单位 bps

图13: 彭博金融条件指数



数据来源: 彭博、东吴证券研究所

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。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。

在法律许可的情况下，东吴证券及其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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 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），北交所基准指数为北证 50 指数），具体如下：

公司投资评级：

- 买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15%以上；
- 增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5%与 15%之间；
- 中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-5%与 5%之间；
- 减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-15%与-5%之间；
- 卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在-15%以下。

行业投资评级：

- 增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于基准 5%以上；
- 中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对基准-5%与 5%；
- 减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于基准 5%以上。

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应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号
邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>