

美国最高法院 IEEPA 关税 裁决点评

美国最高法院裁决推翻了特朗普政府依据《国际紧急权力法》（IEEPA）实施的关税，但特朗普政府仍可依据其他法律征收关税，关税不确定性上升。对对华关税的削减不宜过度乐观，但中国出口具有韧性，关税影响仅构成扰动。美国最高法院裁决对风险资产的利好更多是脉冲影响，不确定性上升利好黄金。

- 当地时间2月20日，美国最高法院裁定，美国总统特朗普援引《国际紧急经济权力法》（IEEPA）所实施的关税政策超出了其法定权限，特朗普第二个任期以来实施的大部分关税措施被推翻。裁决仅限制了特朗普政府依据 IEEPA 征收关税的权力，但并未限制特朗普政府通过其他法律征收关税。
- 特朗普政府仍能依据其他法律征收关税，包括《1962年贸易扩展法》第232条（232条款）、《1974年贸易法》第122条（122条款）、201条（201条款）、301条（301条款）以及《1930年关税法》338条。但相比 IEEPA，其他法律仍有不同程度的限制。
- 特朗普已签署命令，依据《1974年贸易法》第122条（“122条款”），在目前已实施的常规关税基础上，对全球商品额外征收为期150天的10%关税。该关税措施自美国东部标准时间2月24日零时01分生效。
- 考虑到关税政策是特朗普政府经济政策的重要组成部分，我们认为，美国关税壁垒不会消除，后续特朗普政府仍将援引其他法律来维持其关税政策，但考虑到其他法律的实施限制，新关税如何落地仍待观察，关税不确定性再度上升，并将对2026年的全球贸易以及供应链构成扰动。
- 特朗普政府第二个任期以来对中国加征的关税包括芬太尼关税和“对等关税”，均属于本次最高法院裁决的限制范围。鉴于特朗普政府仍可依据其他法律征收关税，对美国对华关税的削减不宜过度乐观。考虑到中国出口对象的变化以及出口产品竞争力的改善，关税对中国出口的整体影响有限，中国出口的韧性值得重视。相较于出口，提振内需仍是2026年中国经济的焦点。
- 短期内，IEEPA 关税的撤回或将利好风险资产；但鉴于后续关税不确定性依然存在，对风险资产的利好更多是脉冲性的。相较于风险资产，市场不确定性的上升对贵金属更为利好。
- **风险提示：**贸易局势不确定性，美联储降息力度不及预期

相关研究报告

《策略深度报告》20260222

《中银量化多策略行业轮动周报 - 20260212》20260213

《重估有色：产业趋势与金融属性双击》20260213

中银国际证券股份有限公司
具备证券投资咨询业务资格

宏观经济

证券分析师：朱启兵

(8610)66229359

Qibing.Zhu@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300516090001

当地时间 2 月 20 日，美国最高法院裁定，美国总统特朗普援引《国际紧急经济权力法》（IEEPA）所实施的关税政策超出了其法定权限，特朗普第二个任期以来实施的大部分关税措施被推翻，包括芬太尼关税以及全球范围内的“对等关税”。

关税不确定性上升

需要指出的是，美国最高法院裁决仅限制了特朗普政府依据 IEEPA 征收关税的权力，但并未限制特朗普政府通过其他法律征收关税。

最高法院裁决出台后，美国总统特朗普在新闻发布会上指出，他仍能依据其他法律征收关税，包括《1962 年贸易扩展法》第 232 条（232 条款）、《1974 年贸易法》第 122 条（122 条款）、201 条（201 条款）、301 条（301 条款）以及《1930 年关税法》338 条。

据白宫公告，特朗普已签署命令，依据《1974 年贸易法》第 122 条（“122 条款”），在目前已实施的常规关税基础上，对全球商品额外征收为期 150 天的 10% 关税。该关税措施自美国东部标准时间 2 月 24 日零时 01 分生效。

美国财政部长贝森特也称，使用 122 条款授权，结合加强版的 232 条款和 301 条款等，将使得 2026 年关税收入基本保持不变。

然而，尽管特朗普仍能依据其他法律征收关税，但相比 IEEPA，其他法律仍有不同程度的限制。如 122 条款的实施前提是，出现“大规模且严重”的国际收支逆差、国际收支失衡或美元面临“迫在眉睫的重大”贬值风险，关税税率最高 15%，最长持续 150 天，期限延长需国会批准。232 条款、201 条款和 301 条款实施程序相对复杂，需要进行调查，201 条款和 301 条款还需要举行听证会。《1930 年关税法》第 338 条款授权总统对被认定实施不合理收费、限制或歧视性行为的国家征收最高 50% 的关税，无需事先调查，期限无限制。然而，该法案被普遍认为加剧了大萧条，启用该条款或将引发更多争议。

考虑到关税政策是特朗普政府经济政策的重要组成，我们认为，美国关税壁垒不会消除，后续特朗普政府仍将援引其他法律来维持其关税政策，但考虑到其他法律的实施限制，新关税如何落地仍待观察，关税不确定性再度上升，并将对 2026 年的全球贸易以及供应链构成扰动。

中国出口韧性不改，内需仍待提振

特朗普政府第二个任期以来对中国加征的关税包括芬太尼关税和“对等关税”，均属于本次最高法院裁决的限制范围。然而，如前文指出的，尽管有程序限制，但特朗普政府仍可依据其他法律征收关税，因此，对美国对华关税的削减不宜过度乐观。

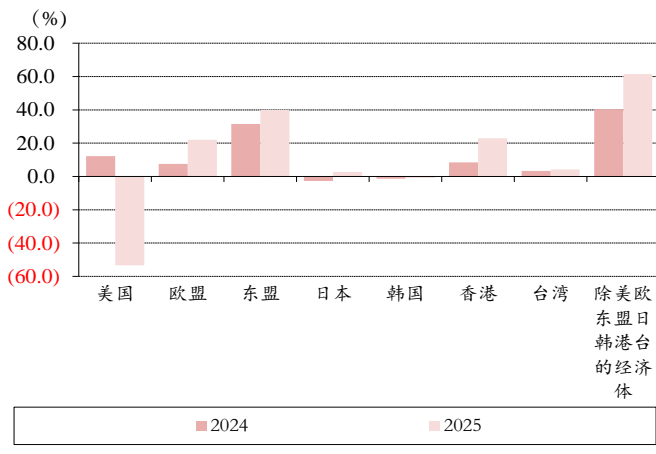
另一方面，正如我们此前多次指出的，事实上，关税对中国出口的整体影响有限，中国出口的韧性值得重视。

2025 年，中国以美元计价的出口同比增长 5.5%，增幅较 2024 年的 5.8% 有所回落。从不同出口对象对中国出口的贡献率看，对美出口下降 20%，拖累出口整体增速超过 2.9 个百分点；对欧出口增长 8.4%，拉动出口整体增速 1.2 个百分点，贡献率超过 22%，较 2024 年的贡献率上升 14.4 个百分点；对东盟出口增长 13.4%，拉动出口整体增速 2.2 个百分点，贡献率近 40%，较 2024 年的贡献率上升 7.9 个百分点；而对美、欧、东盟、日、韩、中国香港、中国台湾之外的经济体出口增长 9.4%，拉动出口整体增速 3.4 个百分点，贡献率超过 60%，较 2024 年的贡献率上升 20.4 个百分点。由此可见，出口对象的多元化有效地支撑了中国出口的韧性。

在出口对象变化的同时，中国出口产品的竞争力亦有明显改善。我们计算了 HS 分类下第十六至十八类的工业品的出口竞争力指数，尽管不同年份仍有波动，但竞争力的上升趋势是明确的，尤其体现在 HS 分类下第十七类：车辆、航空器、船舶及运输设备。在出口竞争力改善的背景下，价格对出口的影响则有所减弱，相应的，作用于出口价格的关税对出口的负面影响也有所下降。这是支撑近年来中国出口韧性的又一重要原因。

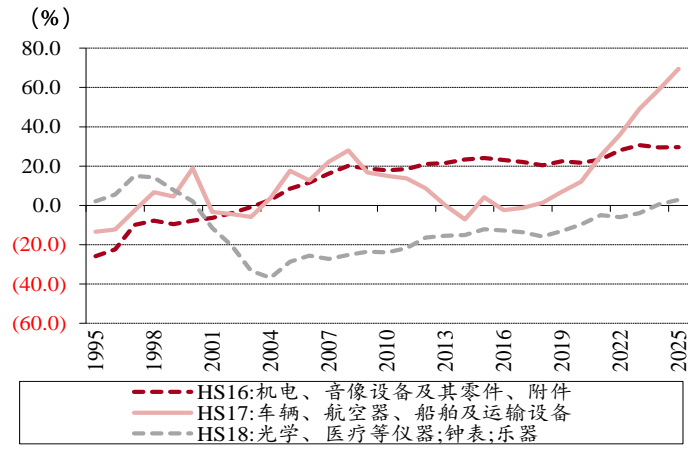
基于上述原因，我们认为，尽管 2026 年的关税仍有不确定性，但中国出口的韧性依然值得重视。

图表 1. 不同经济体对中国出口的贡献



资料来源: Wind, 中银证券

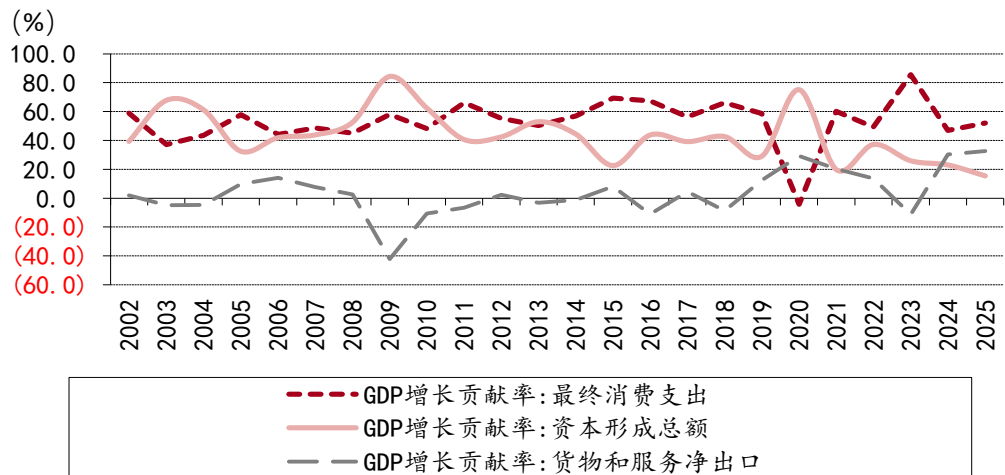
图表 2. 出口竞争力指数显示中国商品的出口竞争力提升



资料来源: Wind, 中银证券

相较于出口, 提振内需仍是 2026 年中国经济的焦点。2025 年, 中国经济增长 5.0%, 成功实现了 5% 左右的增长目标。然而, 在 5% 的增长中, 货物与服务净出口贡献了 1.64 个百分点, 贡献率达 32.7%, 为 2002 年以来最高水平。相应的, 最终消费支出和资本形成总额贡献率偏低。面对着外部环境的不确定性, 尽管中国出口仍具韧性, 但内需的提振仍是经济增长的关键。2025 年底中央经济工作会议将“坚持内需主导, 建设强大国内市场”列在 2026 年重点工作的首位, 也意味着 2026 年的宏观政策仍将聚焦内需的提振。

图表 3. 2025 年内需对中国经济增长贡献偏低



资料来源: World Gold Council, 中银证券

不确定性上升利好贵金属

综上所述, 尽管美国最高法院裁决限制了特朗普政府依据 IEEPA 征收关税的权力, 但关税不确定性并未消除。特朗普政府仍可能依据其他法律征收关税。鉴于相关法律程序受各种因素影响, 某种程度上, 市场不确定性反而有所上升。对中国经济而言, 尽管 2025 年以来加征的芬太尼关税以及“对等关税”均在本次限制之列, 但后续如何演变仍待观察。不过, 关税的扰动对中国出口整体影响有限, 中国经济的焦点仍在如何提振内需。

从对资产价格的影响看, 短期内, IEEPA 关税的撤回或将利好风险资产。2 月 20 日美股三大指数均收涨。但鉴于后续关税不确定性依然存在, 我们认为, 美国最高法院裁决对风险资产的利好更多是脉冲性的。相较于风险资产, 市场不确定性的上升对贵金属更为利好。

风险提示: 贸易局势不确定性, 美联储降息力度不及预期

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券股份有限公司同时声明，将通过公司网站披露本公司授权公众媒体及其他机构刊载或者转发证券研究报告有关情况。如有投资者于未经授权的公众媒体看到或从其他机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券股份有限公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

评级体系说明

以报告发布日后公司股价/行业指数涨跌幅相对同期相关市场指数的涨跌幅的表现为基准：

公司投资评级：

- 买入：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 20% 以上；
- 增持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 10%-20%；
- 中性：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数变动幅度在 -10%-10% 之间；
- 减持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数跌幅在 10% 以上；
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

行业投资评级：

- 强于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现强于基准指数；
- 中性：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现基本与基准指数持平；
- 弱于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现弱于基准指数；
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

沪深市场基准指数为沪深 300 指数；新三板市场基准指数为三板成指或三板做市指数；香港市场基准指数为恒生指数或恒生中国企业指数；美股市场基准指数为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券股份有限公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券股份有限公司的机构客户；2) 中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券股份有限公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券股份有限公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券股份有限公司不承担任何由此产生的任何责任及损失等。

本报告期内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自转载或转发的，中银国际证券股份有限公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券股份有限公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券股份有限公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券股份有限公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券股份有限公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券股份有限公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构:

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065
新加坡客户请拨打: 800 852 3392
传真: (852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
传真: (852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
西单北大街 110 号 8 层
邮编: 100032
电话: (8610) 8326 2000
传真: (8610) 8326 2291

中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury
London EC2R 7DB
United Kingdom
电话: (4420) 3651 8888
传真: (4420) 3651 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约市美国大道 1045 号
7 Bryant Park 15 楼
NY 10018
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6692 6829 / 6534 5587
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371