



贸易专题分析报告

宏观专题研究报告

证券研究报告

宏观经济组

 分析师：宋雪涛（执业 S1130525030001） 联系人：厉梦颖
 songxuetao@gjzq.com.cn limengying@gjzq.com.cn

IEEPA 被判越权会产生什么影响？

IEEPA 被判不具征税授权，对特朗普政府的冲击主要体现在政治、财政与外交三方面。政治上，关税政策是其执政以来核心政治资产之一，若无法通过替代路径恢复关税压力，其政治影响力和谈判威慑力将明显削弱。财政上，截至 2026 年 2 月 20 日，基于 IEEPA 征收的关税累计规模约 1700 亿美元，关税收入减少及潜在退税支出可能扩大财政赤字，对美元与美债形成阶段性压力。外交上，IEEPA 被否削弱了以关税为执行抓手的贸易框架可信度，虽不直接推翻既有协议文本，但在新的法律基础明确前，贸易伙伴更可能放缓执行或重新评估承诺。

从政策应对看，美国仍具备多种替代关税工具。短期内，122 条款关税可作为过渡措施维持贸易压力，中期则可能通过 301 关税等机制重建更具持续性的合法关税体系。与此同时，退税涉及复杂的司法与行政程序，实际落地周期存在较大不确定性，短期财政冲击或被分散。

市场层面更可能呈现“边际宽松—再收紧”的路径：初期因关税取消预期带来的通胀与盈利改善，风险资产阶段性受益，但随着替代关税方案逐步落地、退税预期被下修，贸易政策宽松逻辑减弱，美元与美债承压的持续性有限。对股出口链而言，这构成一定的边际利好，但更接近阶段性窗口而非趋势性反转——短期表现为订单与估值修复，中期仍取决于美国替代关税工具的落地节奏与力度。若通过 301 等路径重新抬升对华税负，该窗口可能收窄。

风险提示

美国贸易伙伴拒绝承认阶段性贸易谈判成果引发混乱；美国退税节奏超预期；美国新关税方案落地超预期。



2月20日，美国最高院以6比3的投票结果裁定，特朗普政府援引《国际紧急经济权力法》(IEEPA)征收全球对等关税，以及以打击芬太尼走私为名实施的关税，构成越权。这意味着特朗普4月2日公布的全球对等关税以及针对加拿大、墨西哥和中国的芬太尼关税失效。

问：IEEPA被判无效对特朗普政府有哪些影响？

答：影响主要有三类。

第一，政治影响：关税政策是特朗普执政以来核心政治资产之一。若不通过其他合法路径重启关税，特朗普的政治影响力和对外谈判筹码将明显削弱，甚至可能被视为“跛脚鸭”。

第二，经济影响：据估算，截至2026年2月20日，依据IEEPA征收的相关关税累计规模已达约1700亿美元。关税收入减少及潜在大规模退税可能扩大财政赤字，对美元和美债构成压力。

第三，外交影响：IEEPA被认定不具征税授权，会削弱白宫与各个贸易伙伴分别签订的以关税为执行抓手的贸易框架，虽然不会使此前公布的协议文本自动失效，但在新的长期法律机制完全落地之前，贸易伙伴可能放缓执行节奏。

问：特朗普政府将如何应对？

答：在最高院裁定IEEPA越权后，特朗普迅速采取行动，签署行政指令援引122条款征收全球关税（20日提出10%，21日提高到122条款的上限15%），自2月24日生效，有效期最长为150天。

由于第122条关税措施的最长期限仅为150天，如需延长必须获得国会批准，而民主党及部分共和党议员长期对其关税议程持反对态度，因此延期通过的可能性较低。

在这一约束下，美国贸易代表办公室(USTR)将维持第301条和第232条下的既有关税，并计划启动更多贸易调查。同时，大概率将加快推进相关程序，力争在122条款到期前完成新的301调查，形成可落地实施的替代性关税方案，以避免政策出现“断档”。

格里尔表示新一轮301调查将覆盖多数主要贸易伙伴，重点领域包括：工业产能过剩与强迫劳动、药品定价机制、对美国科技公司的歧视及数字服务税、海洋污染与海产品贸易、大米贸易等。

一旦完成针对主要贸易伙伴的301调查，特朗普在法律上将拥有更大的关税操作空间：301关税并未设定明确的关税税率上限，且可在调查完成后的原框架下通过公告与程序性步骤对税率和覆盖范围进行上调、下调或调整，而不必每次都重新启动一轮新的301调查。

根据USTR官网，目前美国已经完成针对中国、尼加拉瓜、印度、印度尼西亚、英国、巴西以及欧盟等国家或地区的基于不同理由和针对不同主题的301调查。

图表1：截止2026年2月21日，USTR官网公布的已发起的301调查

调查名称	国家/区域	调查启动时间	进展
Section 301 - Korea's Acts, Policies, and Practices Concerning Coupang	韩国	未注明	申诉阶段 (尚未启动调查)
Section 301 - China's Implementation of Commitments Under the Phase One Agreement	中国	2025/10/24	调查中
Section 301 - Brazil's Acts, Policies, and Practices Related to Digital Trade and Electronic Payment Services; Unfair, Preferential Tariffs; Anti-Corruption Enforcement; Intellectual Property Protection; Ethanol Market Access; and Illegal Deforestation	巴西	2025/7/15	调查中
Section 301 - China's Targeting of the Semiconductor Industry for Dominance	中国	2024/12/23	调查完成
Section 301 - Nicaragua Labor Rights, Human Rights, and Rule of Law	尼加拉瓜	2024/12/10	调查完成
Section 301 - China's Targeting the Maritime, Logistics, and Shipbuilding Sectors for Dominance	中国	2024/4/17	调查完成



调查名称	国家/区域	调查启动时间	进展
Section 301 - China Illicit Fentanyl (withdrawn)	中国	未注明	已撤回
Section 301 - Vietnam Currency	越南	2020/10/2	调查完成
Section 301 - Vietnam Timber	越南	2020/10/2	调查完成
Section 301 - Digital Services Taxes in 11 Jurisdictions	11 个司法辖区，包括法国、奥地利、巴西、捷克共和国、欧盟、印度、印度尼西亚、意大利、西班牙、土耳其、英国	2019-07-10; 2020-06-05	调查完成
Section 301 - EU Large Civil Aircraft Dispute	欧盟	2019/4/12	调查完成
Section 301 - China's Forced Technology Transfer Policies and Practices	中国	2017-08-24	调查完成
Section 301 - EU Beef (initiated March 25, 1999)	欧盟	1999-03-25	调查完成

来源：USTR, 国金证券研究所

问：发起诉讼的贸易企业能否获得关税退税？

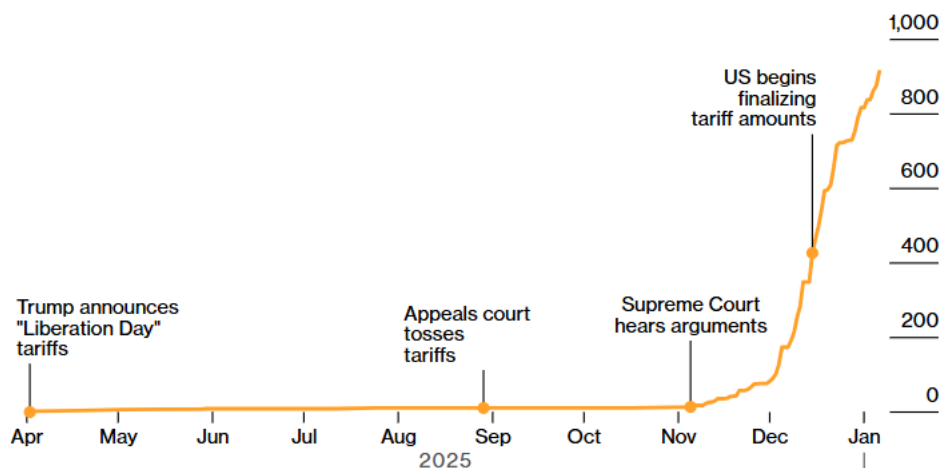
答：自 11 月 5 日听证会上大法官对特朗普标志性贸易政策表达质疑以来，企业诉讼迅速激增，试图追回已缴关税。彭博报道，截至 1 月 6 日，至少累计提起 914 起诉讼，且几乎全部发生在 11 月之后。目前已有 1000 多个法人实体卷入相关案件，其中既包括大型跨国公司的子公司，也包括消费品与工业领域的知名企业，如美国铝业、横滨橡胶、川崎重工、隆基绿能，以及锐步、彪马、Tommy John、GoPro、舒适 (Schick)、倍得适 (Playtex)、露华浓、好市多等品牌。

图表2：2025 年 11 月最高法院辩论后关税诉讼激增

Tariff Lawsuits Skyrocket After Supreme Court Arguments

Hundreds of cases filed since hearing, ahead of customs deadline

▲ Total number of tariff lawsuits



Sources: Bloomberg; US court records

注：美国海关与边境保护局于 2025 年 2 月开始征收 IEEPA 关税，2026 财年的数据截止至 2025 年 12 月 14 日。

来源：Bloomberg, 国金证券研究所

尽管美国最高法院已判定利用 IEEPA 征收关税非法，但最高法院并未就进口商是否有权获得退税、以及具体退税额度作出明确裁决，而是将相关问题交由下级法院审理。因此，是否退税、退多少、何时退，均需通过后续司法程序确定。

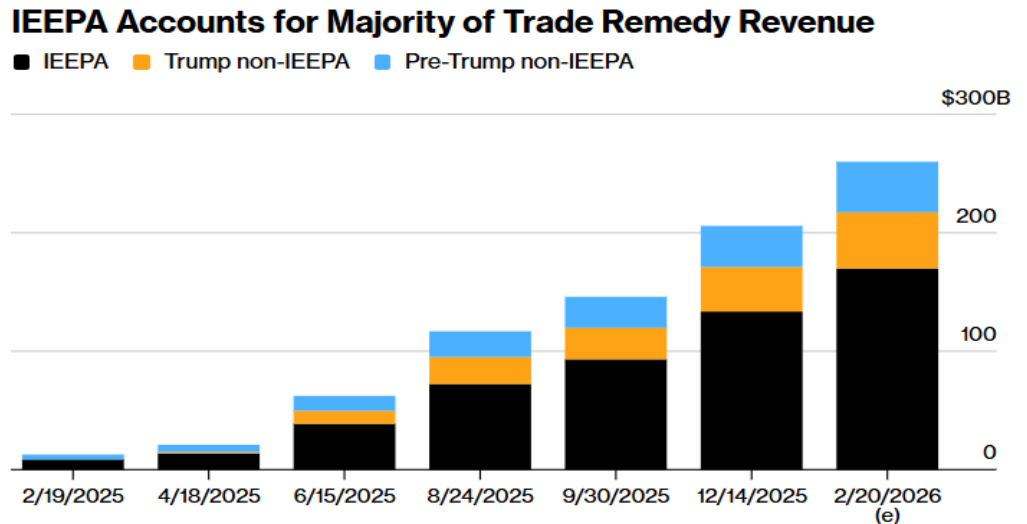
历史上，美国政府确有大规模退款的先例。1998 年，美国最高法院裁定对出口商征收港口维护税 (Harbor Maintenance Tax) 违宪后，美国国际贸易法院 (CIT) 随即建立了专门的索赔与退款程序。该案涉及贸易法院约 4000 起诉讼、已缴税款约 7.5 亿美元。然而，退款并未迅速完成。直到 2003 年 4 月 3 日，行政退款申请仍在排队处理中，当事方甚



至请求法院发布强制令，要求海关增加人手、提高处理速度，显示出大规模退税在现实操作中往往会演变为跨多年推进的行政与司法程序。

对于当前退税的前景，美国政府高层的表态也印证了这一点。特朗普在裁决后表示，相关退税诉讼可能会在法庭上持续五年之久。贝森特亦表示，整个过程可能被拖延数周、数月甚至数年。因此，整体来看，即便法律层面已作出否定性裁决，实际退款路径仍可能漫长且充满不确定性。

图表3: 截止 2026 年 2 月 20 日，美国征收的关税大半通过 IEEPA (单位: 十亿美元)



Source: Customs and Border Protection compiled by Bloomberg Economics
 Note: 2/20/2026 entries are estimates based on duties collected from 9/30/2025-12/14/2025. Does not include MFN, AD/CVD or entry summary reviews. Pre-Trump non-IEEPA includes 201 solar tariffs, 301 China tariffs and 232 steel and aluminum tariffs collected after Jan. 1 2025. New non-IEEPA revenue includes tariffs on autos/trucks and parts, wood products and copper. IEEPA includes reciprocal, fentanyl, and India- and Brazil-specific tariffs.

来源: Bloomberg, 国金证券研究所

问: 此前达成的贸易协议是否存在变数?

答: 尽管财政部长贝森特在 20 日呼吁各国遵守既有协议并继续推进合作，但 IEEPA 被认定不具征税授权后，可能带来的结果是执行节奏分化。从执行进程看，已经进入白宫实施轨道的贸易伙伴（如日本、英国、印尼）观望概率相对较低。这类安排不仅有框架或声明，还配套总统行动或实施文件，意味着美方已将其纳入具体执行工程，即便关税工具发生变化，也更可能通过技术性调整继续推进。

相比之下，仅停留在框架层面的伙伴（如欧盟、越南、泰国、瑞士等）缺乏明确的实施闭环，其核心对价难以在短期内获得新的法律支撑，因此更可能在 IEEPA 失效后阶段性放缓，等待美方明确替代路径。

介于两者之间的是已公布协议文本或高强度政治承诺、但尚未出现实施文件的国家（如韩国、印度、马来西亚、柬埔寨等）。此类伙伴预计将采取“分项推进”的策略，即在非敏感领域维持合作，但在核心议题上则视美国新机器的落地成效动态调整节奏。

图表4: 截止 2026 年 2 月 21 日，美国官方公布的与除中国之外的主要贸易伙伴达成的阶段性成果

国家/区域	White House 发布的成果举例	可执行性
欧盟	<ul style="list-style-type: none"> Joint Statement on a United States - European Union Framework on an Agreement on Reciprocal, Fair, and Balanced Trade The United States and European Union Reach Massive Trade Deal 	目前能看到的是框架声明，但未见“Implementing”
英国	<ul style="list-style-type: none"> U.S. -UK Reach Historic Trade Deal Implementing the General Terms of the U.S. -UK Economic Prosperity Deal 	已出现明确“Implementing the General Terms...”的实施叙事，可执行性强
日本	<ul style="list-style-type: none"> President Donald J. Trump Secures Unprecedented U.S. - Japan Strategic Trade and Investment Agreement 	已出现明确“Implementing the General Terms...”的实施叙事，可



国家/区域	White House 发布的成果举例	可执行性
	<ul style="list-style-type: none"> Implementing Certain Tariff-Related Elements of the United States - Japan Agreement 	执行性强
越南	<ul style="list-style-type: none"> Joint Statement on United States - Viet Nam Framework for an Agreement on Reciprocal, Fair, and Balanced Trade 	目前能看到的是框架声明，但未见“Implementing”
瑞士 & 列支敦士登	<ul style="list-style-type: none"> Joint Statement on a Framework for a United States - Switzerland - Liechtenstein Agreement on Fair, Balanced, and Reciprocal Trade The United States, Switzerland, and Liechtenstein Reach a Historic Trade Deal 	目前能看到的是框架声明，但未见“Implementing”
韩国	<ul style="list-style-type: none"> Joint Fact Sheet on President Donald J. Trump's Meeting with President Lee Jae Myung 	公开文本更像“会谈事实清单+关税口径”，未见独立“实施令”型闭环
泰国	<ul style="list-style-type: none"> Joint Statement on a Framework for a United States - Thailand Agreement on Reciprocal Trade 	目前能看到的是框架声明，但未见“Implementing”
柬埔寨	<ul style="list-style-type: none"> Joint Statement on United States - Cambodia Agreement on Reciprocal Trade 	目前能看到的是 Agreement 文本，但未见“Implementing”
马来西亚	<ul style="list-style-type: none"> Joint Statement on United States - Malaysia Agreement on Reciprocal Trade 	目前能看到的是 Agreement 文本，但未见“Implementing”
印尼	<ul style="list-style-type: none"> Joint Statement on Framework for United States - Indonesia Agreement on Reciprocal Trade The United States and Indonesia Reach Historic Trade Deal Implementation of the Agreement Toward a NEW GOLDEN AGE for the U.S.-Indonesian Alliance Trump Administration Finalizes Trade Deal with Indonesia 	少数能看到“finalizes + implementation”组合的伙伴，可执行性强
印度	<ul style="list-style-type: none"> United States-India Joint Statement The United States and India Announce Historic Trade Deal 	目前能看到的是联合声明，但未见“Implementing”

来源：White House、Federal Register，国金证券研究所

问：IEEPA 被判无效对美国市场有何影响？

答：2月20日美国最高法院裁决公布后，全球金融市场迅速作出反应：标普500指数上涨约0.6%，纳斯达克指数上涨约1%，欧洲汽车股以及在美上市的韩国、印度等国股票亦表现强劲。与此同时，债券市场出现抛售，基准美债收益率上行，10年期美债收益率上升约2个基点至4.096%；美元指数则小幅走弱，下跌约0.2%至97.67。

市场的初始定价逻辑在于：关税可能取消有助于缓解通胀并改善企业盈利预期，从而利好风险资产，但关税收入减少及潜在大规模退税可能扩大财政赤字，对美元和美债构成压力。

不过，这一乐观预期很快受到政策信号修正。特朗普随后宣布依据122条款加征15%的全球性关税，并寻求合法替代此前基于IEEPA的征税路径，表明美国并无意放弃关税工具，而是转向新的法律框架继续维持贸易压力。同时，大规模退税的实际执行高度复杂，涉及诉讼、行政审核与预算安排等多个环节，难以在短期内落地。

综合来看，市场的反应更像是“政策不确定性的再定价”，而非对关税定价的趋势性转向。短期内，风险资产因通胀与盈利预期改善而上行，但随着替代关税方案浮现、退税落地节奏被下修，市场对财政冲击和贸易政策宽松的预期有所回落，美元与美债承压的逻辑也随之弱化。

问：判决对中国的影响如何？

答：根据Penn Wharton Budget Model的测算，截至2025年11月，美国对华有效关税率约为34.7%，其中包括约10%的301关税、10%的对等关税、10%的芬太尼关税，以及232行业关税和最惠国(MFN)关税等。

在IEEPA关税失效后，美国改以122条款实施15%的临时附加税替代原先约20%的IEEPA关税，理论上整体税负较此前下降约5个百分点。

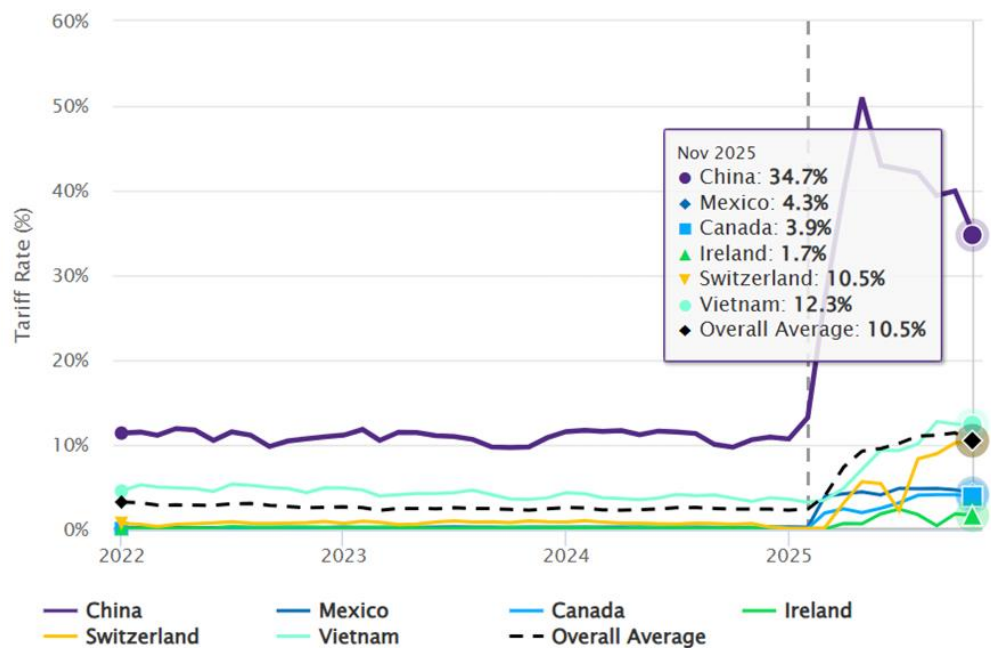


不过，名义税率的变化并不会完全等比例传导至“有效关税率”，因为后者取决于进口商品结构、适用关税范围以及企业规避行为等因素。因此，在进口结构尚未发生显著调整的情况下，美国对华有效关税率预计仍在约 30%左右，虽较此前有所回落，但仍明显高于多数东南亚国家及日韩等盟友，对华关税压力依然处于高位。

此外，美国已对中国绝大多数商品完成 301 调查，若政策转向，提高对华关税具有较强的可操作性和较短的实施周期。但考虑到特朗普可能于 3 月 31 日至 4 月 2 日访华，短期内关税政策大幅调整的政治动机有限，维持现有关税水平的概率较高。

综合而言，对 A 股出口链构成一定“边际利好”，短期表现为预期修复的阶段性反弹窗口，中期则取决于 4 月特朗普访华的潜在交易空间；若美国通过 301 或其他渠道重新抬升税负，该窗口也可能迅速收窄。

图表5: Penn Wharton Budget Model 显示截止 2025 年 11 月美国的主要贸易伙伴被征收的关税



注：有效税率（Effective Tariff Rate）计算方式为关税总额占进口总值的百分比。Penn Wharton Budget Model 根据 U. S. International Trade Commission 的实时数据。

来源：Penn Wharton Budget Model，国金证券研究所

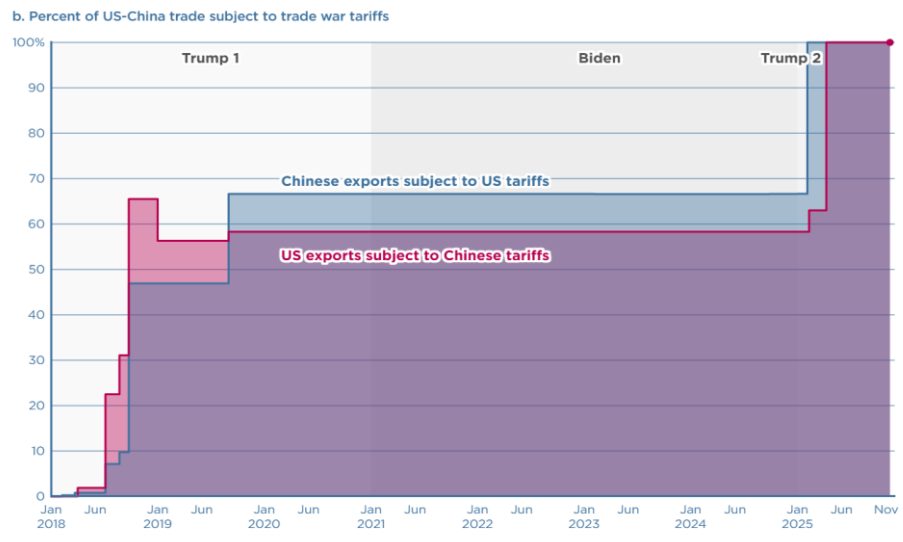


图表6: 122 关税取代 IEEPA 下的对等关税和芬太尼关税后, 美国主要贸易伙伴关税税率变化

区域	国家/地区	IEEPA 下对等关税	IEEPA 下芬太尼关税	合计加征的关税	122 条款关税	采用 122 条款关税后变化
东南亚	柬埔寨	19%		19%	15%	-4%
	老挝	40%		40%	15%	-25%
	缅甸	40%		40%	15%	-25%
	泰国	19%		19%	15%	-4%
	印度尼西亚	19%		19%	15%	-4%
	马来西亚	19%		19%	15%	-4%
	文莱	25%		25%	15%	-10%
东北亚	菲律宾	19%		19%	15%	-4%
	韩国	15%		15%	15%	0%
	日本	15%		15%	15%	0%
南亚	中国	10% (另24%暂停)	10%	20%	15%	-5%
	斯里兰卡	20%		20%	15%	-5%
	巴基斯坦	19%		19%	15%	-4%
	孟加拉国	20%		20%	15%	-5%
	印度	18%		18%	15%	-3%
中亚	哈萨克斯坦	25%		25%	15%	-10%
	伊拉克	35%		35%	15%	-20%
	以色列	15%		15%	15%	0%
西亚/中东	约旦	15%		15%	15%	0%
	叙利亚	41%		41%	15%	-26%
	土耳其	15%		15%	15%	0%
	塞尔维亚	35%		35%	15%	-20%
	摩尔多瓦	25%		25%	15%	-10%
欧洲	波斯尼亚和黑塞哥维那	30%		30%	15%	-15%
	欧盟	15%		15%	15%	0%
	英国	10%		10%	15%	5%
	巴西	10%		10%	15%	5%
南美	委内瑞拉	15%		15%	15%	0%
	玻利维亚	15%		15%	15%	0%
	加拿大	暂未被征收对等关税	35% (USMCA商品豁免, 部分商品加征10%)	35% (USMCA商品豁免, 部分商品加征10%)	15% (USMCA商品豁免)	-20% (USMCA商品豁免)
北美	墨西哥	暂未被征收对等关税	25% (USMCA商品豁免, 部分商品加征10%)	25% (USMCA商品豁免, 部分商品加征10%)	15% (USMCA商品豁免)	-10% (USMCA商品豁免)
	非洲	南非	30%		30%	15%
阿尔及利亚		30%		30%	15%	-15%
利比亚		30%		30%	15%	-15%
突尼斯		25%		25%	15%	-10%
赞比亚		15%		15%	15%	0%
津巴布韦		15%		15%	15%	0%
大洋洲	澳大利亚	10%		10%	15%	5%

来源: White House、新华网, 国金证券研究所

图表7: PIIE 数据显示, 在实施 IEEPA 芬太尼相关关税之前, 中国对美出口商品中约 66.6% 已处于被加征关税状态



注: PIIE 的计算以中美 2017 年的贸易数据为基础; 目前在对华已经进行的 301 调查中, 美国尚未对 List 4B 清单 (价值约 1600 亿美元) 采取加征关税的措施。如果考虑 List 4B 以及美国对中国采取的其他 301 调查, 包括海事、半导体等, 基本覆盖大部分中国对美出口商品。在特朗普征收 IEEPA 的芬太尼关税之前, 对华关税以 301 关税为主, 还涉及小部分 232 关税和 201 关税。

来源: PIIE, 国金证券研究所



风险提示

美国贸易伙伴拒绝承认阶段性贸易谈判成果引发混乱：合作伙伴（如欧盟、越南）或以 IEEPA 授权失效为由，单方面推翻 Framework 或承诺文本中的非对等义务，导致前期外交成果倒退，引发全球供应链合规与法律追溯的集体波动。

美国退税节奏超预期：若美国政府迫于压力加速偿付非法征收的数百亿关税，将导致美国财政赤字短期内脉冲式扩张，迫使美债发行放量并推升长端收益率，对全球大类资产定价造成显著扰动。

美国新关税方案落地超预期：若白宫迅速实现关税方案的“无缝平移”且税率超标，将直接对冲最高法院裁决的利好，导致进口成本与通胀预期再度上行。



特别声明：

国金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。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于C3级（含C3级）的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海	北京	深圳
电话：021-80234211	电话：010-85950438	电话：0755-86695353
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	邮编：100005	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路1088号 紫竹国际大厦5楼	地址：北京市东城区建国内大街26号 新闻大厦8层南侧	地址：深圳市福田区金田路2028号皇岗商务中心 18楼1806



【小程序】
国金证券研究服务



【公众号】
国金证券研究