

证券研究报告

宏观研究

专题报告

解运亮 宏观首席分析师
执业编号：S1500521040002
联系电话：010-83326858
邮箱：xieyunliang@cindasc.com

麦麟玥 宏观分析师
执业编号：S1500524070002
邮箱：mailinyue@cindasc.com

信达证券股份有限公司
CINDA SECURITIES CO., LTD
北京市西城区宣武门西大街甲127号
金隅大厦B座
邮编：100031

开年以来的两个变化

2026年2月27日

- **海外：IEEPA 关税失效，但不宜过度乐观。**在春节假期期间，海外发生的重要变化之一在于美国最高法院判定 IEEPA 相关一揽子关税无效。从特朗普政府的执政逻辑来看，我们认为，特朗普政府放弃关税这一核心政策工具的可能性较小。更为关键的是，IEEPA 关税失效，但并未削弱特朗普政府的贸易施压能力。特朗普政府的关税工具箱中，仍有多个可用工具。我们认为，特朗普政府的关税政策组合大概率是短期依赖急救条款保收入，长期推进常用工具扩覆盖。
- **国内：假期消费创新高，地产成交创阶段新低。**从2026年春节假期高频数据来看，消费市场呈现量增价减的修复特征，春节假期出游人次与消费总规模双双创历史新高，居民出行消费意愿显著提升，但人均花费同比有所回落。与之形成对比的是，地产成交延续低迷，春节假期成交规模创近五年同期新低，反映地产终端需求依旧疲软。地产链的持续低迷不仅成为实体经济复苏的拖累，或也对建材、家电等后周期消费品类形成传导压制，与消费市场的修复态势形成反差。
- **短期内 A 股或以震荡和结构性机会为主。**海外层面，IEEPA 关税失效或给国内出口链条带来阶段性利好，但不宜过度乐观，下半年特朗普政府可能通过其他关税工具来填补 IEEPA 关税失效后的政策空白，实际贸易压力未必会持续减轻。国内层面，消费端量增价减的特征可能决定了消费复苏节奏仍缓慢，消费端的量增与地产链的持续低迷对冲，短期内 A 股或以震荡和结构性机会为主。
- **风险因素：**国内需求恢复不及预期，全球经济复苏乏力等风险。

目录

一、海外：IEEPA 关税失效，但不宜过度乐观	3
二、国内：假期消费创新高，地产成交创阶段新低	5
风险因素	8

表目录

表 1：关税案后，中美间的增量关税有所下调	3
表 2：特朗普关税政策工具箱众多	4
表 3：三大常用的关税工具，从调查到发起关税往往需要 8 个月以上	5

图目录

图 1：2026 年春节期间出游和总花费创新高	6
图 2：2026 年春节假期的出游人均花费在下降	6
图 3：2026 年春节假期期间商品房成交面积为近五年新低	7

一、海外：IEEPA 关税失效，但不宜过度乐观

在春节假期期间，海外发生的重要变化之一在于美国最高法院判定 IEEPA 相关一揽子关税无效。

当地时间 2 月 20 日，美国联邦最高法院以 6:3 的投票结果裁定，特朗普政府援引《国际紧急经济权力法》(IEEPA) 征收的全球关税无效。根据裁决前后的关税生效情况对比来看，IEEPA 关税失效后将缓解约 10% 的对等关税压力（表 1），这一变化对中国而言是阶段性利好，但结合特朗普政府的执政逻辑与政策储备，市场不宜高估关税失效带来的红利。

从特朗普政府的执政逻辑来看，我们认为，特朗普政府放弃关税这一核心政策工具的可能性较小。

首先，特朗普政府坚持关税手段的背后存在政治动机。一方面，特朗普政府的“美国优先”理念以保护主义为核心，关税被视为实现这一目标的直接工具，这一理念不仅贯穿其首个任期，在第二任期仍在持续强化。另一方面，制造业集中的“铁锈地带”是特朗普的核心支持区域，关税政策被其包装成保护就业的关键承诺，为巩固票仓提供重要支撑。

再者，关税的收入规模决定了特朗普很难放弃关税手段。从规模影响来看，宾夕法尼亚大学测算此前依据 IEEPA 征收的关税已超 1750 亿美元，对于推进减税法案的特朗普政府而言，关税收入规模至关重要，这也决定了其不会轻易放弃关税这一核心政策工具，而是不断寻找新的关税来替代旧的关税。

表 1：关税案后，中美间的增量关税有所下调

美国对华关税措施	税率 增量 变化	汇总	2025 年 5 月会谈成果		2025 年 10 月会谈成果		2026 年 2 月关税案		
			日内瓦经贸 会议	汇总	吉隆坡经贸 会议	汇总	裁决前	裁决后	
2025 年 2 月 1 日，特朗普签署行政令，以“芬太尼问题”为由对中国商品加征 10% 关税。	10%	20% 芬太尼关税	不变	20% 芬太尼 关税	变化： 取消 10%	10% 芬太尼关税	44% (20%生效)	122 条款 10%关税 生效 150 天 (2.24-7.23)	
2025 年 3 月 3 日，美国以“中国未履行贸易协议”为由，再次对中国商品加征 10% 关税。	10%		不变						
2025 年 4 月 2 日，特朗普政府启动“对等关税”政策，对中国输美商品加征 34% 关税。	34%	125% 对等关税	变化： 34%→24% 暂停+10% 保留	34% 对等关税 (10%生效)	不变： 24%暂停延 期一年 +10%保留	34% 对等关税 (10%生效)			
2025 年 4 月 9 日，美国政府宣布对中国输美商品征收“对等关税”的税率由 34% 提高至 84%	50%		变化： 50%→取消						0%
2025 年 4 月 10 日，美国政府宣布对中国输美商品征收“对等关税”的税率进一步提高至 125%	41%		变化： 41%→取消						0%

资料来源：财政部，人民日报，上海证券报，财联社，白宫，信达证券研发中心

更为关键的是，IEEPA 关税失效，但并未削弱特朗普政府的贸易施压能力。特朗普政府的关税工具箱中，仍有多
 个可用工具，包括贸易法下的 5 大核心条款（122 条款、201 条款、301 条款、232 条款、338 条款）以及涉及贸易
 关系的最惠国待遇。事实上，裁决公布后，特朗普政府已迅速采取行动，援引《1974 年贸易法》第 122 条加征
 10% 的全球临时关税，该关税于 2 月 24 日正式生效，成为替代 IEEPA 关税的方案。

耗时最短、阻力最小的 122 和 338 条款存在关税上限。关税阻力最小、生效快的条款有两个：《1974 年美国贸易
 法》第 122 条和《1930 年关税法》第 338 条，但缺点是二者均存在关税上限。122 条款的上限是 15%，338 条
 款的上限是 50%。虽然目前 122 条款成为替代 IEEPA 的选择，但 122 条款存在双重限制（税率上限低于原 IEEPA
 关税、150 天存续期），难以支撑长期施压，其他关税工具仍有可能成为补充、替代的选择。

特朗普最常用的三大工具虽落地周期长，但政策延续性强，或仍是长期施压的核心依托。早在特朗普政府第一任
 期内，其就根据三项权力——《1974 年贸易法》的第 201 条、第 301 条以及《1962 年贸易扩展法》第 232 条—
 一宣布上调关税，这三个已是特朗普关税工具箱里的常用工具。而它们的共同特性在于，均需要美国各机构配合
 调查后方可实施，且调查期往往需要数月（表 3）。虽落地周期长，但覆盖范围广、政策延续性强，我们认为这
 三大工具仍作为特朗普政府长期施压的核心手段。

表 2：特朗普关税政策工具箱众多

路径	条款	可援引情境	生效前耗时	生效条件	最高关税上限	关税时长限制
贸易法	《1974 年美国贸易法》 第 122 条	以出现严重国际收支赤字 为由，施加关税	可立即生效	总统直接宣布	最高 15%	最长 150 天
	《1974 年美国贸易法》 第 201 条	当美国行业因此遭受伤害 或威胁时，可实施临时关 税和其他贸易措施	180 天内出 调查报告， 总统 60 天内 实施	需美国国际贸 易委员会调查	最高 50%	初始 4 年，最 长累计 8 年
	《1974 年美国贸易法》 第 301 条	当贸易伙伴违反贸易协定 或存在歧视性、不合理的 做法时，可暂停贸易协定 优惠或进口限制	数月	需美国贸易代 表调查	无明确上限	四年自动终 止，可发起延 期
	《1962 年贸易扩展法》 第 232 条	当进口危害美国国家安全 时，可调整进口	数月	需商务部调查	无明确上限	调查阶段 (270+90 天)，实施后 无固定期限
	《1930 年关税法》 第 338 条	当其他国家存在歧视美国 产品时	可立即生效	总统直接宣布	最高 50%	实施后无明确 终止机制
贸易关系	取消最惠国 (PNTR)	/	数月	国会立法	/	无

资料来源: CRS, RBC, 信达证券研发中心

表 3：三大常用的关税工具，从调查到发起关税往往需要 8 个月以上

条款	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
Section 122									
Section 201	2017.5 (光伏产品调查)	2018.1 (太阳能电池等光伏产品)				(太阳能电池和模块)到期延长			
Section 301	2017.8 (301 调查)	2018.4 发起关税		2020.1 (第一阶段经贸协议) 2020.5 (起重机调查)				2024.4 (造船业) 2024.12 (半导体调查)	2025.4 (造船业)
Section 232	2017.4 (钢铝调查)	2018.3 (钢铁 25%和铝 10%) 2018.5 (汽车调查)							(钢铁和铝 25%)、 (汽车和零部件 25%)、 (半导体)、(制药业) (铜)、(重卡)、 (关键矿物)、 (飞机发动机及零件)
Section 338									

资料来源：中国能源网，Congress.gov，信达证券研发中心，红色字体表示美国发起 232、201 或 301 调查

我们认为，特朗普政府的关税政策组合大概率是短期依赖急救条款保收入，长期推进常用工具扩覆盖。鉴于三大常用工具（201、232、301）难以快速落地，若不启用 122 等急救条款，将导致关税收入出现阶段性缺口，这与特朗普想通过关税 2.0 来最大化获取关税收入的行为逻辑不相符。基于此，我们认为其更可能采取双重替代方案——先通过 122 条款维持短期关税收入，再同步启动 301 等常规条款的调查程序，形成政策衔接。

综上，特朗普政府启动第 122 条临时关税，对原关税高于 15% 的国家而言是利好，中美间的增量关税也有所下调，但需要注意的是当前市场的利好仅为阶段性窗口期，基于特朗普政府的执政逻辑、政策工具箱储备及已采取的行动，后续关税层面或仍有动作。

二、国内：假期消费创新高，地产成交创阶段新低

由于 1-2 月国内实体经济统计数据暂未发布，市场对经济运行观测往往存在阶段性滞后，此时高频数据成为重要的抓手。从 2026 年春节假期高频数据来看，消费市场呈现量增价减的修复特征，地产成交则延续低迷态势，实体经济表现仍有显著分化。

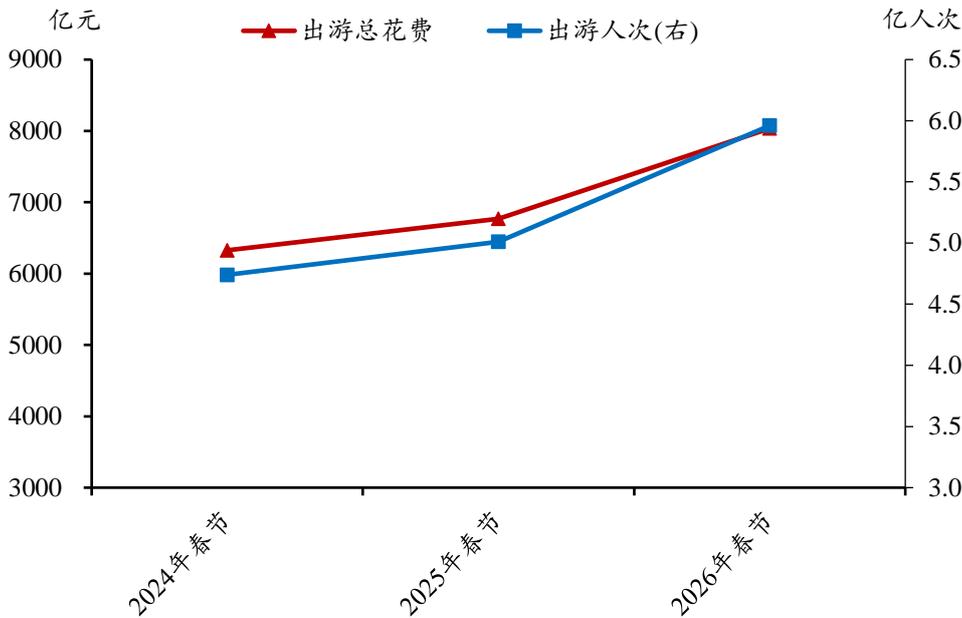
春节假期消费规模创历史新高，居民出行消费意愿显著提升。2026 年春节国内旅游出游人次接近 6.0 亿人次，较 2025 年同比增长约 19%，较 2024 年增长约 25.7%，创历史新高，直观反映居民出行意愿持续回暖，消费场景参与度显著提升。不仅如此，2026 年春节国内旅游总花费超 8000 亿元，较 2025 年同比增长约 18.7%、较 2024 年增长约 27%，消费市场整体规模持续扩张。

消费市场呈现典型量增价减特征，人均消费同比回落。2026 年春节 9 天假期，出游人次与消费总规模双双创历

历史新高，但人均花费同比有所回落，消费市场呈现鲜明的量增价减特征。从人均消费来看，2026年春节假期人均出游花费1348.1元/人次，较2025年同比下降，较2024年同比回升。2026年春节自驾出行占比达86%，本地游、周边游成为假期出行主流，我们认为此轮人均消费同比回落主要系出行结构变化主导。

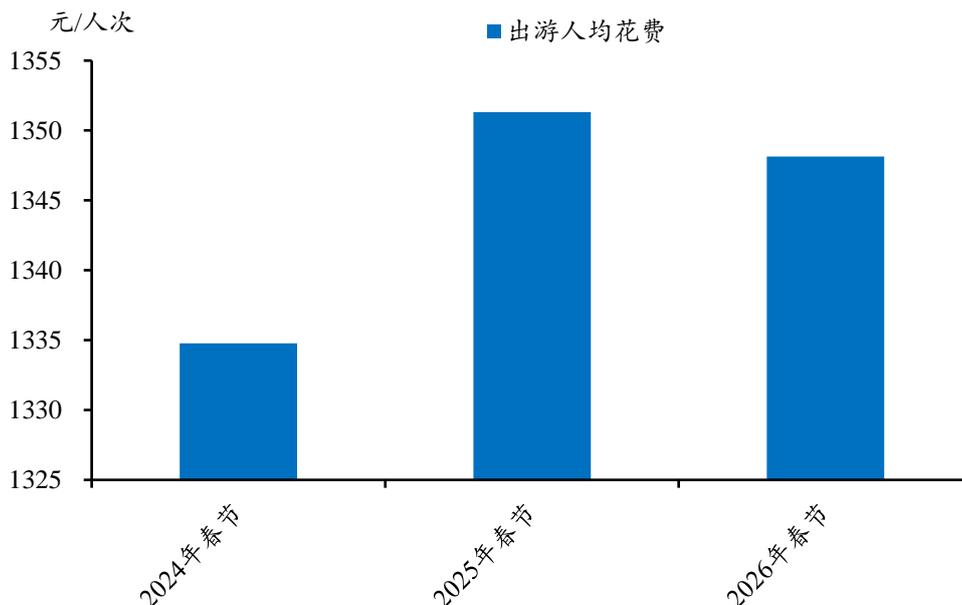
地产成交延续低迷，春节假期成交规模创近五年同期新低。2026年春节假期期间商品房成交数据尚未见边际改善，30大中城市商品房成交面积创近五年新低，即便剔除春节假期时间错位的季节性扰动，春节期间的成交规模仍远低于历史正常水平，反映地产终端需求依旧疲软。地产链的持续低迷不仅成为实体经济复苏的拖累，或也对建材、家电等后周期消费品类形成传导压制，与消费市场的修复态势形成反差。

图 1：2026 年春节假期出游和总花费创新高



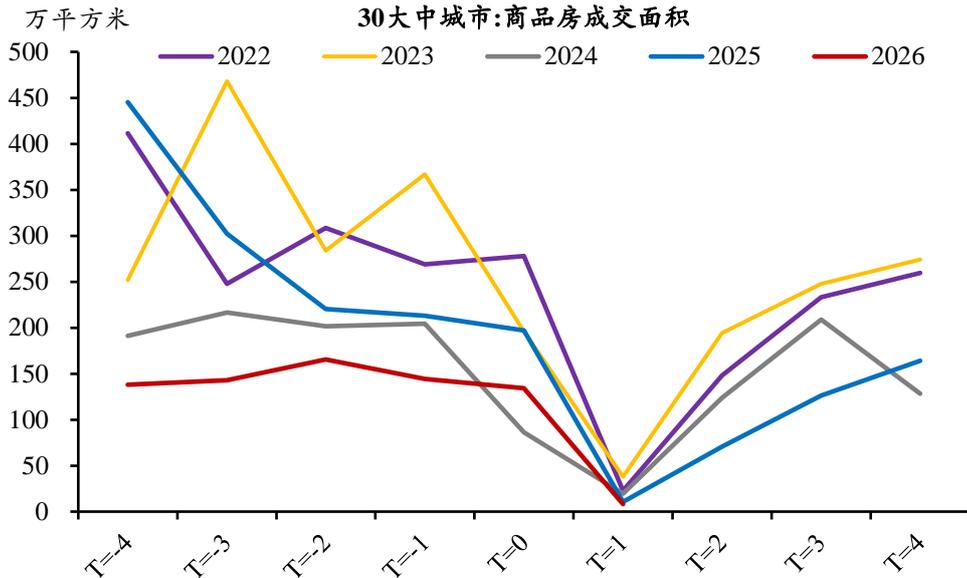
资料来源：中国政府网，光明网，信达证券研发中心

图 2：2026 年春节假期的出游人均花费在下降



资料来源：中国政府网，光明网，信达证券研发中心

图 3：2026 年春节假期期间商品房成交面积为近五年新低



资料来源: ifind, 信达证券研发中心, T=0 为除夕周

海外层面，IEEPA 关税失效或给国内出口链条带来阶段性利好，但不宜过度乐观。美国 IEEPA 关税被裁决无效后，特朗普援引 122 条款加征了 10% 的关税作为对等关税的替代。即使特朗普政府将 122 条款的关税再度提高至 15% 的上限，其仍低于裁决前的中美关税。由于该关税有效期为 150 天，在新的替代关税方案出台前，出口链条可能有暂时性修复机会。不过今年下半年，特朗普政府可能通过其他关税工具来填补 IEEPA 关税失效后的政策空白，实际贸易压力未必会持续减轻。

国内层面，消费端的量增与地产链的持续低迷对冲，短期内 A 股更多以结构性机会为主。结合房地产的表现来看，我们认为地产修复仍有不确定性，短期需关注财政靠前发力进度、基建的逆周期作用。消费端量增价减的特征可能决定了消费复苏节奏仍缓慢，短期内 A 股或以震荡和结构性机会为主。

风险因素

国内需求恢复不及预期，全球经济复苏乏力等风险。

研究团队简介

解运亮，信达证券宏观首席分析师。中国人民大学经济学博士，中国人民大学财政金融学院业界导师。曾供职于中国人民银行货币政策司，参与和见证若干重大货币政策制订和执行过程，参与完成中财办、人民银行、商务部等多项重点研究课题。亦曾供职于国泰君安证券和民生证券，任高级经济学家和首席宏观分析师。中国人民银行重点研究课题一等奖得主。2020年“21世纪最佳预警研究报告”获得者。2022年Wind金牌分析师宏观研究第二名。2022年云极“十大讲师”。2023年东方财富Choice最佳宏观分析师。2023年中国信达集团“金牌宣讲人”。2024年Wind金牌分析师宏观研究第五名。

麦麟玥，信达证券宏观分析师。中山大学硕士，2022年7月加入信达证券研究所，侧重于研究美国经济和出口。所属团队获得2024年Wind金牌分析师宏观研究第五名。

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司(以下简称“信达证券”)具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

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，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其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，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深300指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起6个月内。	买入 ：股价相对强于基准15%以上；	看好 ：行业指数超越基准；
	增持 ：股价相对强于基准5%~15%；	中性 ：行业指数与基准基本持平；
	持有 ：股价相对基准波动在±5%之间；	看淡 ：行业指数弱于基准。
	卖出 ：股价相对弱于基准5%以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。