

海外周报 20250831

联邦巡回法院裁定特朗普征收 IEEPA 对等关税违法

2025 年 08 月 31 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 韦伟

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:** 本周特朗普罢免美联储理事与温和 PCE 数据令降息预期进一步升温, 美股上行美债利率下行, 10 年期美债利率降 2.53bps 至 4.228%; 但科技股抛售令美股由涨转跌, 标普 500、纳斯达克指数分别收跌 0.10%、0.19%。本周公布的美国 Q2 GDP 修正值在商业投资的拉动下上修幅度超预期, 同时海外分析师上修对 Q3 美国经济增长预期。海外政治方面, 本周一特朗普以涉嫌在抵押贷款申请中存在欺诈行为为由罢免美联储理事库克, 成为 1913 年美联储成立以来首次, 引发市场对美联储独立性的担忧。预计库克将一路上诉至最高法院, 而美联储则采取中立态度, 称将“遵守法院发布的任何命令”。同时本周美国联邦巡回上诉法院正式裁定特朗普援引《国际紧急经济权利法》(IEEPA)征收对等关税的行为违法, 但允许等关税征收至 10 月 14 日。预计后续特朗普上诉期间最高法院将允许特朗普继续征收关税直至判决结果出炉, 对等关税对通胀和经济增长的压力料将持续存在。

■ **大类资产:** 特朗普罢免美联储理事与温和 PCE 数据令降息预期进一步升温, 美股上行美债利率下行; 但科技股抛售令美股由涨转跌。本周特朗普宣布罢免美联储理事库克引发市场对美联储独立性的担忧, 随后公布的 7 月美国 PCE 数据符合预期令降息预期进一步升温, 美股上行, 美债利率下行; 但英伟达财报业绩指引不及预期带动科技股抛售潮令美股转跌。整体来看, 全周 (8 月 25 日至 8 月 29 日) 10 年期美债利率降 2.53bps 至 4.228%, 2 年期美债利率降 7.96bps 至 3.617%, 美元指数降 0.06% 至 97.77; 标普 500、纳斯达克指数分别收跌 0.10%、0.19%; 现货黄金价格收涨 2.26% 至 3447 美元/盎司。

■ **海外经济:** 商业投资推动 Q2 GDP 修正值超预期, 海外分析师上修 Q3 美国增长预期。美国 25Q2 GDP 季环比年率修正值为+3.3%, 预期+3.1%, 前值 3%; 其中固定资产投资拉动率由+0.08%上修至+0.59%, 消费拉动率由+0.98%上修至+1.07%。美国 7 月 PCE 物价指数同比+2.6%, 预期+2.6%, 前值+2.6%, 环比+0.2%, 预期 0.2%, 前值+0.3%; 核心同比+2.9%, 预期+2.9%, 前值+2.8%, 环比+0.3%, 预期 0.3%, 前值+0.3%。此外**增长方面, 分析师小幅上修 Q3 美国增长预期。**①**模型:** 截至 8 月 29 日, 亚特兰大联储 GDPNow 模型对 25Q3 美国 GDP 最新预测值为+3.5%; 截至 8 月 29 日, 纽约联储 Nowcast 模型对 25Q3 美国 GDP 预测值为+2.22%。②**分析师:** 根据彭博在 8 月 22-27 日对 79 名分析师的调查问卷, 当前分析师一致预期 25Q3-25Q4 美国 GDP 季环比年率增速分别为 1.1→1.1→1.5→1.8→1.9→2.0%, 对 Q3 GDP 增速较上月的+0.9%小幅上修; 预期未来 1 年美国陷入衰退概率 32%, 较前值 35%小幅下修。**通胀方面, 分析师小幅下修未来几个季度通胀预期。**①**分析师:** 最新分析师一致预期 25Q3-26Q2 美国 CPI 同比增速分别为 2.9→3.1→2.9→3.0%, 25Q3-26Q2 美国 PCE 同比增速分别为 2.8→3.0→2.8→2.8%, 其中对 25Q3-26Q2 的 CPI 预测值小幅下修。**货币政策方面, 分析师维持首次降息在 2025Q3 的预测。**①**分析师:** 最新分析师一致预期 25Q3-26Q4 美联储政策利率上限分别为 4.25→4.0→3.75→3.5→3.5→3.25%, 即预期下一次降息在 25Q3, 2025 全年降息 2 次, 2026 全年降息 3 次。②**交易员:** 最新联邦基金期货模型显示, 交易员**预期 2025 年 9 月降息概率为 87.9%, 到 12 月累计降息 2.24 次/55.9bps。**

■ **海外政治:** 美联储理事库克起诉特朗普非法解雇, 联邦巡回法院裁定 IEEPA 关税违法。本周一特朗普以涉嫌在抵押贷款申请中存在欺诈行为为由罢免美联储理事库克, 成为 1913 年美联储成立以来首次, 引发市场对美联储独立性的担忧 (详见报告《特朗普宣布罢免理事库克, 美联储独立性遭挑战》)。随后库克向提起诉讼, 本周五该案听证会在华盛顿地方法院举行, 主审法官并未当庭宣布判决。但无论判决结果如何, 预计该案都将一路上诉至最高法院, 而美联储则采取中立态度, 称将“遵

相关研究

《人民币汇率是否会升破 7.0? 》

2025-08-30

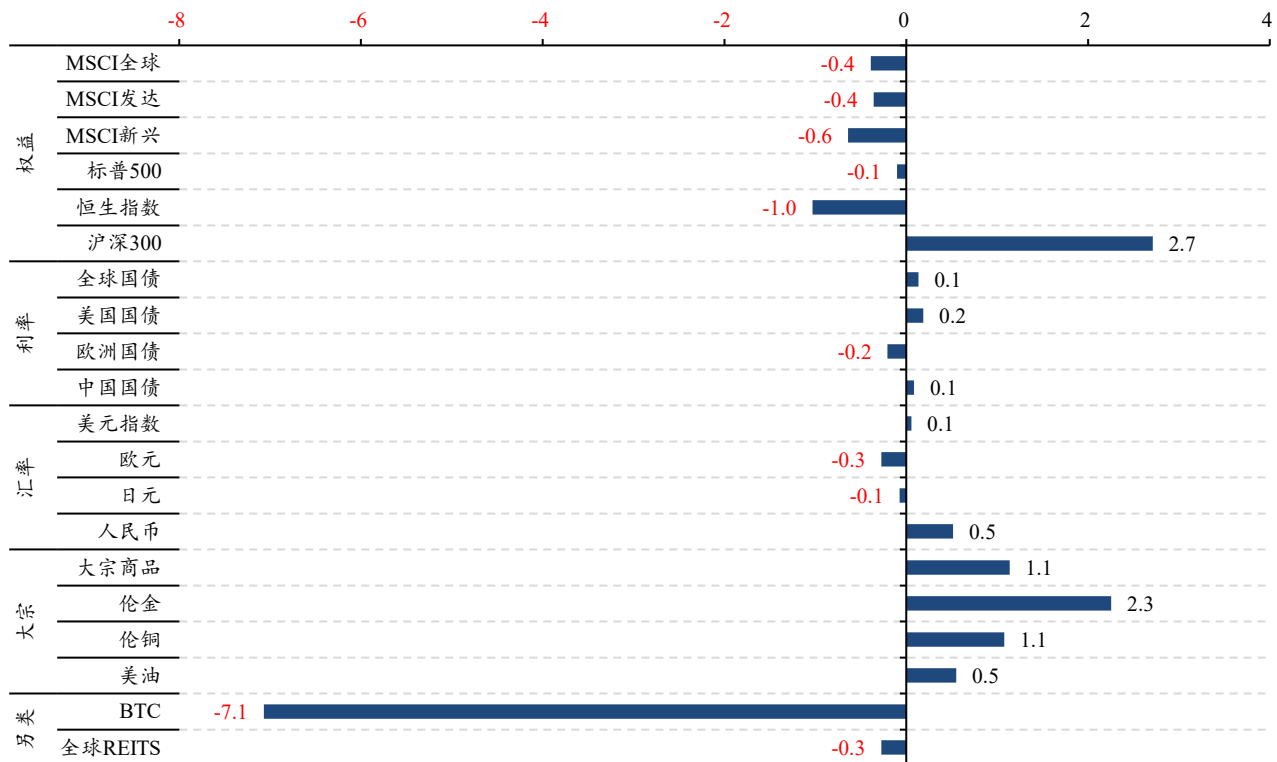
《中欧关系: 历史、当下与未来发展》

2025-08-30

守法院发布的任何命令”。此外，本周五美国联邦巡回上诉法院（CAFC）正式裁定特朗普援引《国际紧急经济权利法》（IEEPA）征收对等关税的行为违法。CAFC 认为 IEEPA 虽授权总统“管制出口”（Regulate Importation），但并未明确赋予其加征关税的权力。**但 CAFC 判决中允许对等关税征收至 10 月 14 日，为特朗普上诉最高法院预留缓冲时间。**向前看，由于最高法院审理该案期间有极大概率延续对 CAFC 判决结果的暂缓执行，即**允许特朗普继续征收对等关税直至判决结果出炉**，因此本次 CAFC 的判决结果预计对特朗普对等关税计划的影响较为有限。此外，若最终最高法院也裁定 IEEPA 关税违法，则特朗普政府仍可能引用其他现有贸易法案（如 122 和 338 条款）加征对等关税（详见报告《关税“迷雾”的背后：特朗普关税工具如何落地？》）。

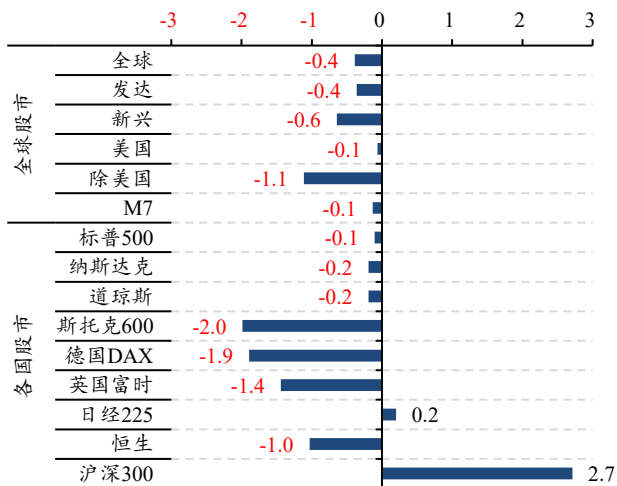
- **风险提示：**特朗普政策超预期；美联储降息幅度过大引发通胀反弹甚至失控；美联储维持高利率水平时间过长，引发金融系统流动性危机。

图1: 过去一周全球大类资产回报率



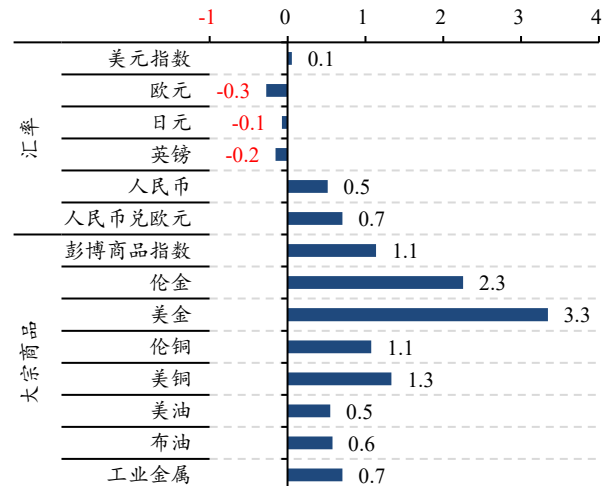
数据来源: 彭博、东吴证券研究所; 单位%, 利率为彭博美债指数, 汇率为对美元升值幅度

图2: 过去一周全球股市回报率



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



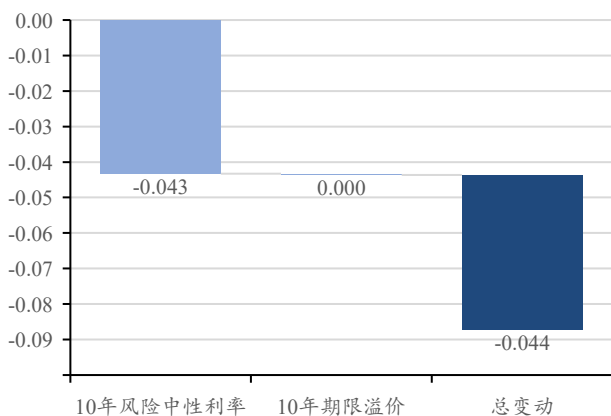
数据来源: 彭博、东吴证券研究所; 单位%

图4：10年、2年美债利率与利差



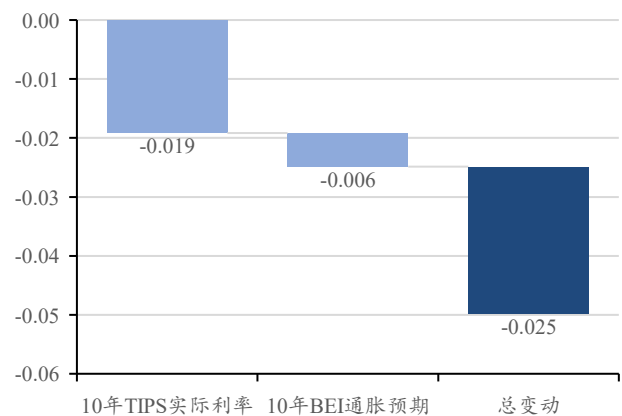
数据来源：彭博、东吴证券研究所；横轴单位为年份后两位，下同；纵轴单位%

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）



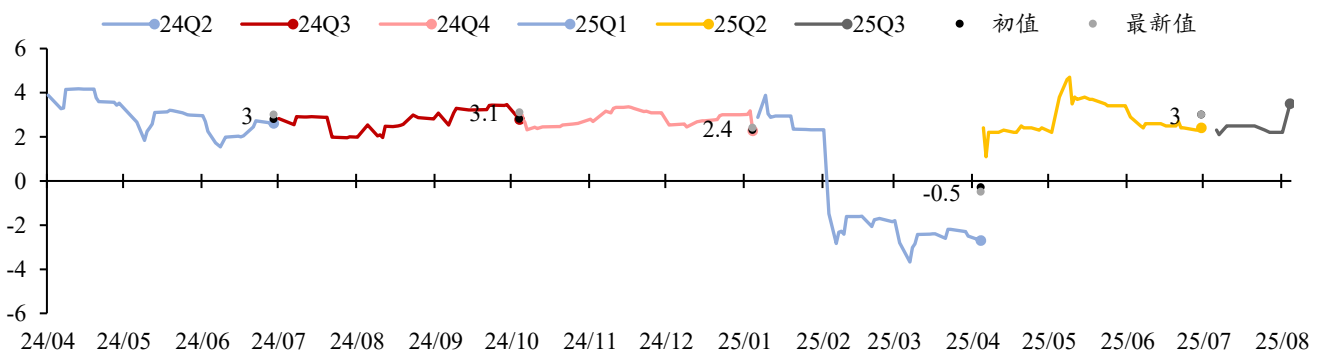
数据来源：彭博、东吴证券研究所；单位%

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）



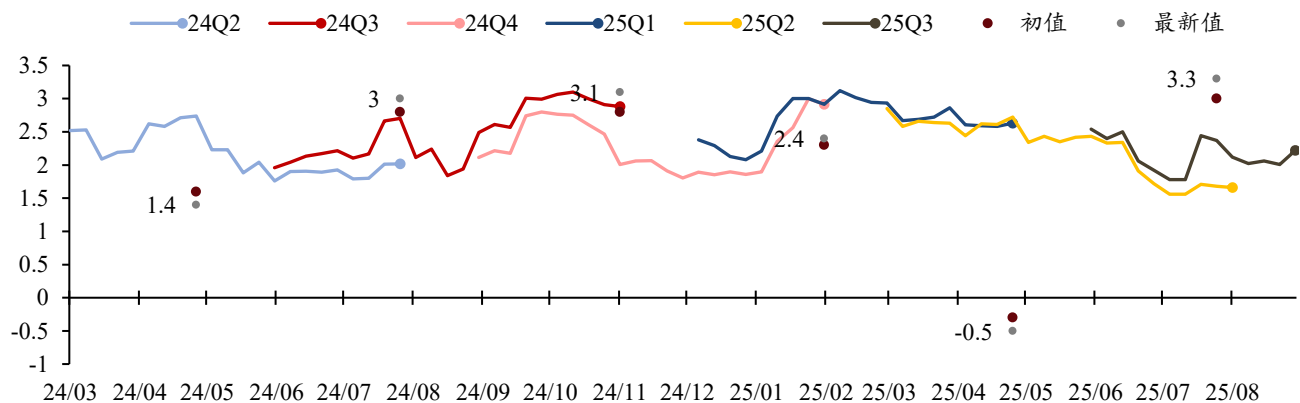
数据来源：彭博、东吴证券研究所；单位%

图7：亚特兰大联储 GDPNow 模型对最近6个季度美国GDP实时预测值 vs 实际值



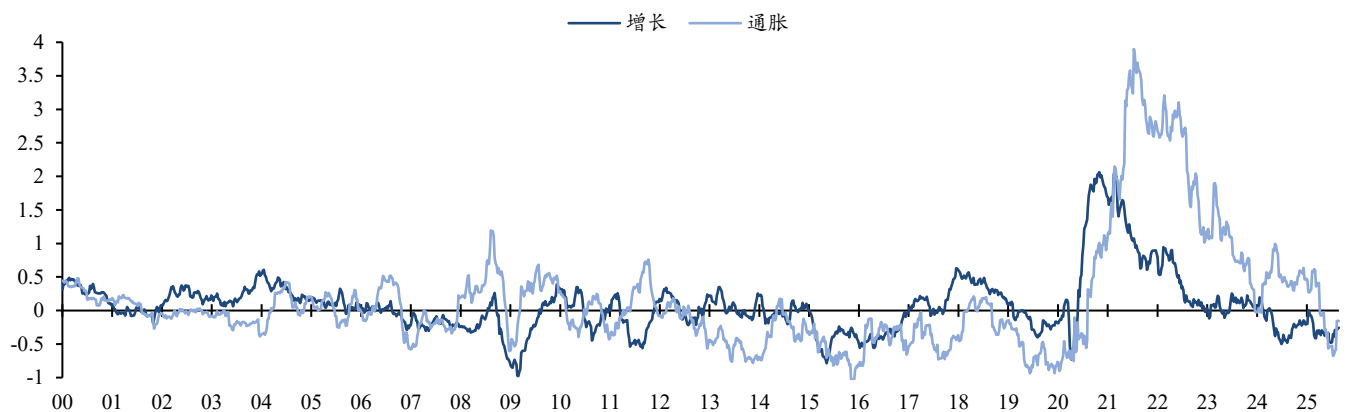
数据来源：彭博、东吴证券研究所；纵轴单位%，季调环比年率

图8: 纽约联储 Nowcasting 模型对最近五个季度美国 GDP 实时预测值 vs 实际值



数据来源: 彭博、东吴证券研究所; 纵轴单位%, 季调环比年率

图9: 美国经济意外指数增长与通胀分项



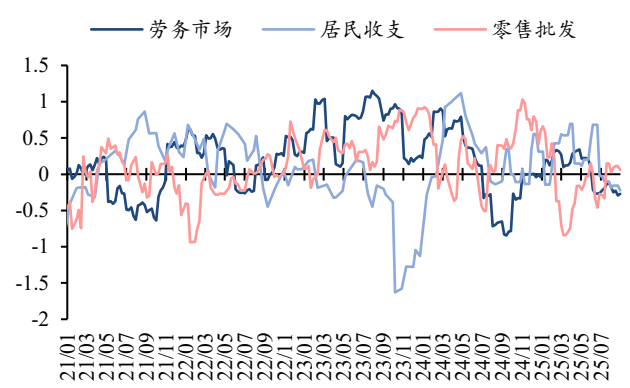
数据来源: 彭博、东吴证券研究所; 纵轴单位%, 季调环比年率

图10: 美国经济意外指数企业部门分项



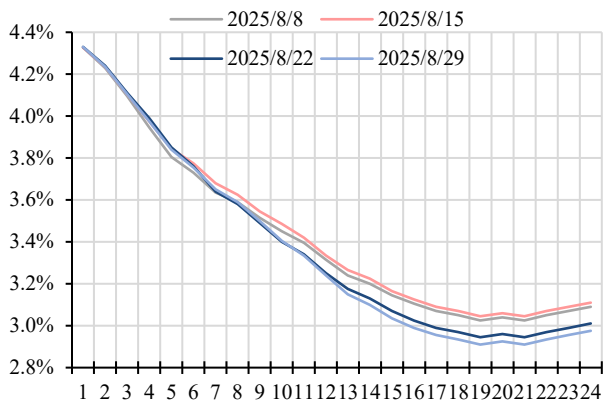
数据来源: 彭博、东吴证券研究所

图11: 美国经济意外指数家庭部门分项



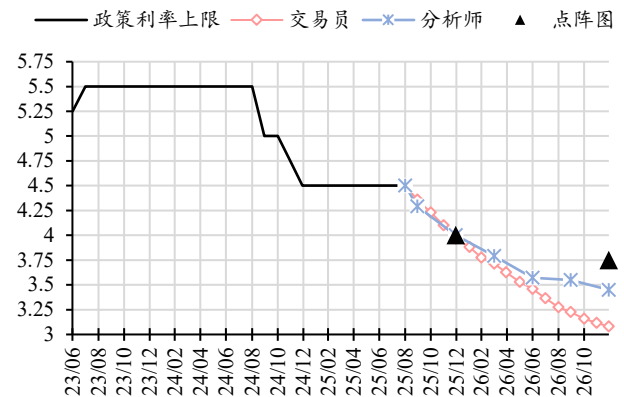
数据来源: 彭博、东吴证券研究所

图12: 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13: 各方对美国政策利率路径预测



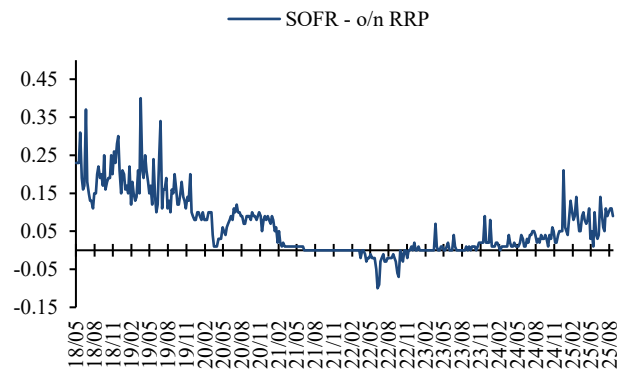
数据来源: 彭博、东吴证券研究所; 单位%

图14: 纽约联储每日回购情况



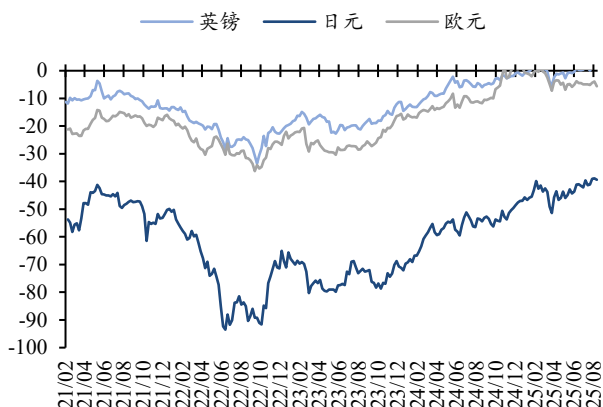
数据来源: 彭博、东吴证券研究所; 单位十亿美元

图15: 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16: 主要货币互换掉期点差



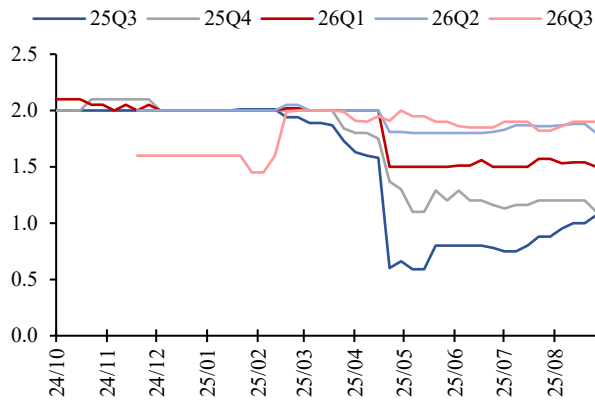
数据来源: 彭博、东吴证券研究所; 单位 bps

图17: 彭博金融条件指数



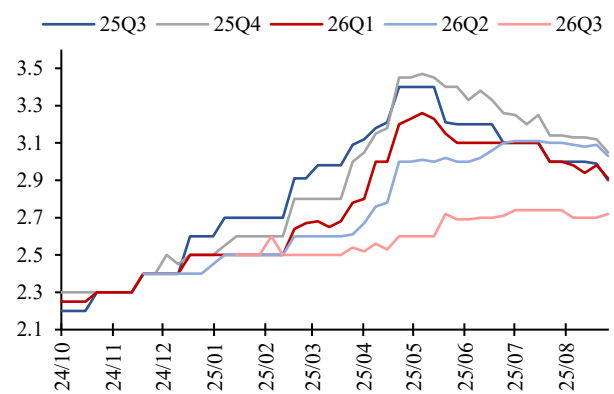
数据来源: 彭博、东吴证券研究所

图18: 分析师对 25Q3-26Q3 美国 GDP 一致预期



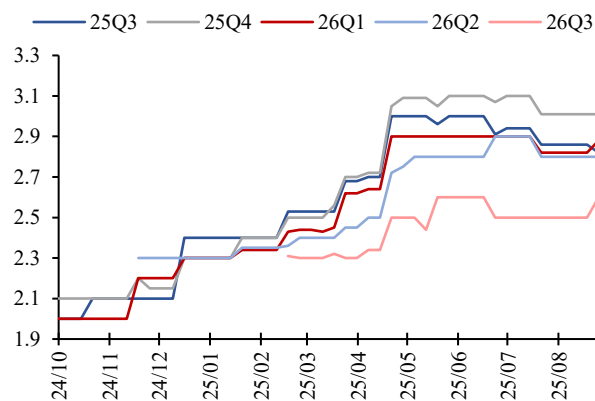
数据来源: 彭博, 东吴证券研究所; 单位%, GDP 为季调环比年率增速

图19: 分析师对 25Q3-26Q3 美国 CPI 同比一致预期



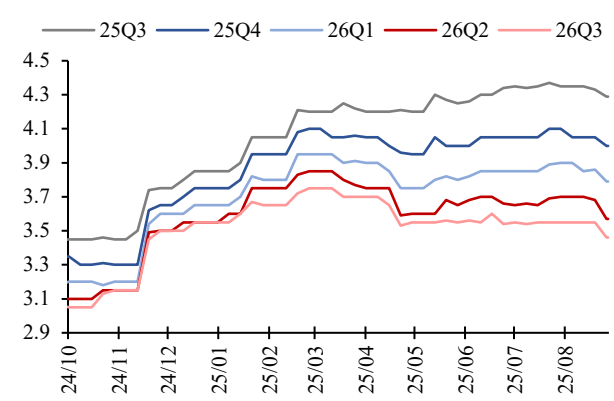
数据来源: 彭博, 东吴证券研究所; 单位%

图20: 分析师对 25Q3-26Q3 美国 PCE 同比一致预期



数据来源: 彭博, 东吴证券研究所; 单位%

图21: 分析师对 25Q3-26Q3 美联储政策利率一致预期



数据来源: 彭博, 东吴证券研究所; 单位为%, 彭博政策利率为利率上限

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>