

研究所

分析师:李起
SAC 登记编号:S1340524110001
Email:liqi2@cnpsec.com
研究助理:高晓洁
SAC 登记编号:S1340124020001
Email:gaoxiaojie@cnpsec.com

近期研究报告

《费用下行支撑盈利改善，关税分担恐
倒压上游价格》 - 2025.05.28

宏观观点

特朗普对等关税法院受挫，有待更换法律依据

● 核心观点

北京时间 5 月 29 日上午，美国国际贸易法院推翻了特朗普总统关于对等关税的行政措施。三名法官表示，对等关税已超越《国际紧急经济权力法》（IEEPA）授予总统的权限。

法院指出，IEEPA 中的“调节……进口”一词并未授权总统征收无上限的关税；此外，法院提及《1974 年贸易法》122 条款的存在，证明了即使“美国国际收支逆差巨大且严重”，也无需动用紧急权力，总统只需在规定的程序限制下采取有限的补救措施即可。

此次判决对总统滥用 IEEPA 加征关税的合法性提出了质疑，若判决最终落地，意味着包括 10% 基础关税、对等关税，以及以“国家紧急状态”为由（如芬太尼、加墨边境问题等）对特定国家实施的相关关税均应当被取消；但不影响基于 232 条款和 301 条款的其他关税，包括对钢铁、铝、汽车等特定行业的关税。法院要求行政当局在判决后 10 天内停止征收相关关税，但没有规定退还已经征收的关税。特朗普政府已经向联邦巡回上诉法院递交了上诉通知，但在 10 天内几乎不可能取得实质性进展。

本次判决增加了关税政策的不确定性，但特朗普政府仍可以通过其他的替代方案来征收关税，包括前文所述的 122 条款、此前曾使用过的 232 条款和 301 条款。《1974 年贸易法》122 条款允许总统在存在严重国际收支赤字时征收临时关税，但设定了具体限制，包括 15% 的税率上限和最长 150 天的期限。232 条款作为《1962 年贸易扩展法》的一部分，授权美国总统可以调整从其他国家进口的商品或材料，如果这些进口被认为威胁到国家安全，总统可以通过关税或其他手段进行调整。但 232 条款需要商务部调查特定商品进口是否可能威胁到国家安全，流程上较为繁琐。2 月份宣布的钢、铝、汽车等特定行业关税就是基于 232 条款征收的，此外，药品、半导体、木材、关键矿物和卡车等商品正处于调查进程中。《1974 年贸易法》301 条款在 2018 年中美贸易摩擦中被频繁使用，同样需要先进行调查，但今年以来没有新出台的基于 301 条款的关税，原因可能是此前的关税仍在实施，且 2024 年拜登政府时期还进行了扩展，对华剩余加征空间并不大。

总体来看，此次裁定无疑限制了特朗普政府加征关税的幅度，削弱了其在对外贸易谈判中的地位。为了增加谈判筹码，特朗普政府潜在的可能选项是：短期内依据 122 条款征收不超过 15% 的关税，以替代 IEEPA 下的全面关税，为后续基于 232 条款或 301 条款的特定行业关税争取调查和立法的时间窗口。

● 风险提示：

高级法院审理结果存在不确定性；贸易谈判进程反复。

中邮证券投资评级说明

投资评级标准	类型	评级	说明
报告中投资建议的评级标准： 报告发布日后的 6 个月内的相对市场表现，即报告发布日后的 6 个月内的公司股价（或行业指数、可转债价格）的涨跌幅相对同期相关证券市场基准指数的涨跌幅。 市场基准指数的选取：A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指为基准；可转债市场以中信标普可转债指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	预期个股相对同期基准指数涨幅在 20%以上
		增持	预期个股相对同期基准指数涨幅在 10%与 20%之间
		中性	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		回避	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	行业评级	强于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		中性	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		弱于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	可转债评级	推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		谨慎推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 5%与 10%之间
		中性	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%与 5%之间
		回避	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%以下

分析师声明

撰写此报告的分析师（一人或多人）承诺本机构、本人以及财产利害关系人与所评价或推荐的证券无利害关系。

本报告所采用的数据均来自我们认为可靠的目前已公开的信息，并通过独立判断并得出结论，力求独立、客观、公平，报告结论不受本公司其他部门和人员以及证券发行人、上市公司、基金公司、证券资产管理公司、特定客户等利益相关方的干涉和影响，特此声明。

免责声明

中邮证券有限责任公司（以下简称“中邮证券”）具备经中国证监会批准的开展证券投资咨询业务的资格。

本报告信息均来源于公开资料或者我们认为可靠的资料，我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价，中邮证券不对因使用本报告的内容而导致的损失承担任何责任。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

中邮证券可发出其它与本报告所载信息不一致或有不同结论的报告。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

中邮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头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者计划提供投资银行、财务顾问或者其他金融产品等相关服务。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供中邮证券客户中的专业投资者使用，若您非中邮证券客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司不会因接收人收到、阅读或关注本报告中的内容而视其为专业投资者。

本报告版权归中邮证券所有，未经书面许可，任何机构或个人不得存在对本报告以任何形式进行翻版、修改、节选、复制、发布，或对本报告进行改编、汇编等侵犯知识产权的行为，亦不得存在其他有损中邮证券商业性权益的任何情形。如经中邮证券授权后引用发布，需注明出处为中邮证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节或修改。

中邮证券对于本声明具有最终解释权。

公司简介

中邮证券有限责任公司，2002 年 9 月经中国证券监督管理委员会批准设立，注册资本 50.6 亿元人民币。中邮证券是中国邮政集团有限公司绝对控股的证券类金融子公司。

公司经营范围包括：证券经纪；证券自营；证券投资咨询；证券资产管理；融资融券；证券投资基金销售；证券承销与保荐；代理销售金融产品；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问。此外，公司还具有：证券经纪人业务资格；企业债券主承销资格；沪港通；深港通；利率互换；投资管理人受托管理保险资金；全国银行间同业拆借；作为主办券商在全国中小企业股份转让系统从事经纪、做市、推荐业务资格等业务资格。

公司目前已经在北京、陕西、深圳、山东、江苏、四川、江西、湖北、湖南、福建、辽宁、吉林、黑龙江、广东、浙江、贵州、新疆、河南、山西、上海、云南、内蒙古、重庆、天津、河北等地设有分支机构，全国多家分支机构正在建设中。

中邮证券紧紧依托中国邮政集团有限公司雄厚的实力，坚持诚信经营，践行普惠服务，为社会大众提供全方位专业化的证券投、融资服务，帮助客户实现价值增长，努力成为客户认同、社会尊重、股东满意、员工自豪的优秀企业。

中邮证券研究所

北京

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：北京市东城区前门街道珠市口东大街 17 号

邮编：100050

上海

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：上海市虹口区东大名路 1080 号邮储银行大厦 3 楼

邮编：200000

深圳

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：深圳市福田区滨河大道 9023 号国通大厦二楼

邮编：518048