特朗普新关税政策出台，或推高美债期限溢价并令财政可持续性承压

联合资信 主权部 | 程泽宇

- 美国联邦最高法院裁定特朗普政府部分关税政策超出其法定权限，不仅导致“对等关税”及“芬太尼关税”等核心举措即时失效，还对特朗普政府的贸易政策行政权造成较大制约
- 特朗普政府迅速援引《1974 年贸易法》第 122 条款对全球进口商品实施临时关税，虽然援引条款的适用条件并未实质性满足，但司法程序的“时间窗口”为特朗普政府提供战略缓冲机遇
- 未来特朗普政府关税政策可能会从普遍性征税转为更聚焦于供应链核心节点，旨在通过切断关键产业链的外部依赖，重构以美国为核心的封闭型工业体系
- 特朗普政府关税政策的重新调整，不仅重塑了美国的关税政策框架，还对供应链迁移、贸易规则调整等方面产生连锁反应，新关税政策的长期化和结构化将重塑资产定价逻辑，或推高美债期限溢价并令财政可持续性承压

联合资信评估股份有限公司
China Lianhe Credit Rating Co.,Ltd.

当地时间 2026 年 2 月 20 日，美国联邦最高法院裁定，特朗普政府依据《国际紧急经济权力法》（IEEPA）实施的关税政策超出其法定权限。裁决结果公布后，特朗普政府迅速宣布自 2 月 24 日起，对来自所有国家和地区的商品加征 10%进口关税，随后特朗普又在社交媒体上宣布将此项“全球进口关税”税率提升至 15%。

美国联邦最高法院裁定特朗普政府部分关税政策超出其法定权限，不仅导致“对等关税”及“芬太尼关税”等核心举措即时失效，还对特朗普政府的贸易政策行政权造成较大制约

特朗普政府的关税政策框架是基于不同的法律条款授权，其通过援引 1977 年美国《国际紧急经济权力法》（IEEPA），以不经过国会批准、直接颁布行政令的方式，出台“对等关税”以及“芬太尼关税”等举措，这些关税是特朗普关税框架的核心支柱，覆盖全球近 70 个贸易伙伴，是实现特朗普贸易战略最具标志性的政策工具。

然而，这一行政扩权行为因触及“征税权专属国会”的宪法红线而备受争议。2025 年 5 月，美国国际贸易法院裁定特朗普政府此举超越法定授权而无效。随后，特朗普政府向联邦巡回上诉法院提起上诉。8 月 29 日，美国联邦巡回上诉法院裁定特朗普政府推行的大部分全球关税政策因超越法定授权而无效，法院同时发布暂缓执行令，允许相关关税措施暂时保留至 10 月 14 日，这一裁决旨在为政府向最高法院提起上诉及最高法受理审查预留必要的缓冲期。11 月 5 日，美国最高法院听取针对特朗普政府援引 IEEPA 征收关税听证会的口头辩论，最终于 2026 年 2 月 20 日做出裁决，判定特朗普依据 IEEPA 实施关税政策超出其法定权限。这一裁决不仅导致“对等关税”及“芬太尼关税”等核心举措即时失效，还对特朗普政府的贸易政策行政权造成较大制约。

特朗普政府迅速援引《1974 年贸易法》第 122 条款对全球进口商品实施临时关税，虽然援引条款的适用条件并未实质性满足，但司法程序的“时间窗口”为特朗普政府提供战略缓冲机遇

美国联邦最高法院裁定特朗普政府部分关税政策超出其法定权限后，特朗普政府迅速提出替代性关税政策，援引《1974 年贸易法》第 122 条款，对全球进口商品实施 10%临时关税，随后特朗普在社交媒体上将税率上调至 15%。122 条款授权美国总统在特定经济紧急情况下采取临时关税措施，需满足以下适用条件之一：美国面临严重且重大的国际收支赤字，或者美元面临迫在眉睫且显著的贬值压力。满足条件后，总统可单方面对进口商品征收临时关税，无需事先经过国会批准或正式调查程序，但对关税税率和效期制定严格限制，关税上限最高不得超过 15%，且措施最长可持续 150

天，若需延长须获得国会批准。

从国际收支角度看，虽然长期以来美国面临贸易和经常账户双逆差的局面，但美国长期贸易赤字的本质其实是“特里芬两难”，美元拥有国际货币地位，其他国家为积累更多美元而凭借自身的资源禀赋开展国际贸易，他国的美元刚需必然需要美国的经常项目逆差来供给美元。2025 年前三季度，美国经常账户赤字录得 9,154.4 亿美元，较去年同期增长 4.8%，预计 2025 年全年经常账户赤字规模或为 1.2 万亿美元，相当于 GDP 的比值约为 4%，较上年基本保持稳定，美国经常账户并未出现严重赤字。

另一方面，特朗普政府认为美国存在海外投资收益净流出现象，2024 年美国净国际投资头寸为-26.2 万亿美元。但从资产和负债结构详细分析，主要是负债端外资投资美国的对外直接投资和债券、股票等投资组合规模增长所致。根本原因在于，美国凭借美元的国际储备货币地位，能够以较低成本持续吸引全球资本流入其债券和股票市场，从而在资本账户下形成巨大的对外负债，使得净国际投资头寸为负值，实际上反映了美国深度整合全球资源的能力，而非单纯的偿债危机和资本净流出。

从美元汇率角度看，美元的国际结算与储备货币地位根植于美国深厚的国家信用，而这又由其全球领先的综合国力及国际社会对美元资产的刚性配置需求共同夯实，从而为币值稳定提供了结构性支撑。尽管 2026 年以来，受美联储降息周期持续、国内政治博弈加剧以及政策可预测性减弱等多重因素扰动，美元指数均值回落至 97.86（较 2025 年下跌 2.9%），但其在全球金融体系中的核心锚定作用未发生根本性动摇，美元汇率并未发生剧烈贬值的情况。

综上所述，美国国际收支与美元汇率并未出现实质性恶化，且仅能持续 150 天，如需持续还需过会批准。但司法程序的“时间窗口”为特朗普政府提供了战略缓冲机遇，特朗普政府可能利用这一时间差，将临时的应急措施平稳过渡至《1962 年贸易扩展法》第 232 条（国家安全）和《1974 年贸易法》第 301 条（不公平贸易）等法律基础更稳固的长期关税框架。

未来特朗普政府关税政策可能会从普遍性征税转为更聚焦于供应链核心节点，旨在通过切断关键产业链的外部依赖，重构以美国为核心的封闭型工业体系

尽管美国最高法院的裁决仅阻断了特朗普政府援引 IEEPA 实施“对等关税”与“芬太尼关税”，但裁决并未完全剥夺其征收关税的权力，之前依据《1962 年贸易扩展法》第 232 条及《1974 年贸易法》第 301 条已实施的针对钢铁、铝、铜等战略物资的关税则不受影响。特朗普政府援引《1974 年贸易法》第 122 条款对全球进口商品实施临时关税主要为过渡性关税政策，旨在填补 IEEPA 失效后的政策真空，行政当局可能会转变策略，充分运用《1962 年贸易扩展法》第 232 条及《1974 年贸易法》

第 301 条，通过针对特定关键领域的贸易调查，试图将临时的普遍性征税转化为具有坚实法律依据的永久性措施。

鉴于上述法条均只能针对具体行业，难以直接针对特定贸易伙伴进行普遍性加税，未来特朗普政府关税政策可能会更聚焦于供应链核心节点。预计特朗普政府将对大型电池、铸铁及配件、塑料管道、工业化学品、电网及电信设备等六大关键行业发起新一轮独立调查。这些拟议中的行业性关税将作为“增量措施”，与全球性临时关税形成双重叠加效应，此举标志着美国贸易保护主义不仅追求贸易平衡，还将试图通过切断关键产业链的外部依赖，重构以美国为核心的封闭型工业体系。此外，特朗普在最新的国情咨文中强调继续推行关税政策，并构想以关税收入“替代”部分传统联邦所得税，表明关税政策依旧为其执政的核心政策，未来存在进一步加码的可能。

特朗普政府关税政策的重新调整，不仅重塑了美国的关税政策框架，还对供应链迁移、贸易规则调整等方面产生连锁反应，新关税政策的长期化和结构化将重塑资产定价逻辑，或推高美债期限溢价并令财政可持续性承压

特朗普政府关税政策的重新调整，即从依赖 IEEPA 的广泛行政令，转向依托《1974 年贸易法》第 122 条的临时措施及第 232/301 条的结构性调查，该战略转型不仅重塑美国的关税政策框架，还在供应链迁移、贸易规则调整及资本市场维度引发连锁反应。

首先，特朗普关税政策相较于 IEEPA 时期突发性关税带来的短期混乱，依托第 232/301 条的程序化调查赋予了政策明确的“时间表”与“可预测性”，反而会降低企业的观望情绪，或加速供应链向“友岸”或本土的结构性迁移。

其次，美国新关税框架将更加依赖第 232 条“国家安全”调查，实质上是以国内法单边重构跨大西洋贸易秩序，不仅直接击穿去年美欧协定中关于钢铝及汽车产业的豁免承诺，还将欧盟核心制造业置于合法化打击之下。特朗普政府推行的临时关税或否定了英国在旧关税体系下的差异化优惠待遇，同时打乱美国与印度等新兴经济体的贸易谈判进程，美国主要贸易伙伴面临重新商定贸易规则的风险。

最后，新关税政策的长期化和结构化将重塑资产定价逻辑，或推高美债期限溢价并加剧财政可持续性的担忧。如果法院最终要求美国财政部退还已征收的部分关税收入（市场预估约为 1,750 亿美元），所造成的财政缺口将需透过增加国债发行来填补，将进一步恶化美国的财政收支及债务状况，令其财政可持续性承压。投资者可能开始重新评估美债的信用风险溢价，导致长端美债遭遇抛售，美元资产的整体吸引力面临考验。此外，若全球去美元化趋势因美国频繁使用关税工具而加速，海外央行对美债的配置需求可能结构性下降，进一步加剧美债市场的供需失衡，增大美国长期国债收益率曲线进一步陡峭化的风险。

联系人

投资人服务　010-85172818-8088　investorservice@lhratings.com

相关研究

美对等关税多米诺效应系列研究（一）——加剧全球资本市场短期震荡
美对等关税多米诺效应系列研究（二）——全球供应链或加速重组

免责声明

本研究报告著作权为联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）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。如引用须注明出处为“联合资信评估股份有限公司”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本研究报告的，联合资信将保留追究其法律责任的权利。

本研究报告中的信息均来源于公开资料，联合资信对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本研究报告所载的资料、意见及推测仅反映联合资信于发布本研究报告当期的判断，仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的要约或邀请。

在任何情况下，本研究报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。联合资信对使用本研究报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。