

# 專題報導： 我們對美國最高法院關稅政策裁決及其市場影響的看法

## 重點

- ◆ 美國最高法院以 6 比 3 票數裁定，川普總統不得援引 1977 年《國際緊急經濟權力法》(IEEPA) 推行相關措施，但政府將依據其他法定授權，繼續落實關稅政策。
- ◆ 根據第 122 條款，政府於周五宣佈對全球商品徵收 10% 新關稅，惟周六已上調至 15%。此舉是在現時基礎上加碼，最長可維持 150 天。
- ◆ 金融市場反應至今溫和而偏向正面，尤其是對進口依賴較高的板塊，包括零售、非必需消費品、汽車及部分工業股，反映短期成本壓力有所紓緩，法律不確定性亦見下降。至於固定收益及外匯市場，影響則較為輕微。實際進口稅負下降，或隨時間推移在邊際上緩和商品通脹，為債券市場帶來溫和支持；同時，貿易緊張局勢降溫，對風險情緒的短期提振作用有限。受環球風險偏好改善帶動，美元或略為走弱。



**Jose Rasco**  
滙豐私人銀行及財富管理  
美洲首席投資總監

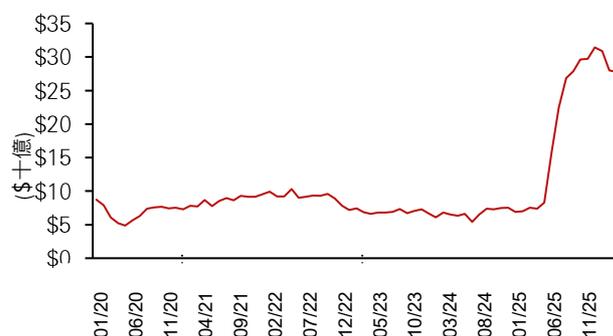


**Michael Zervos**  
滙豐環球私人銀行及財富管理  
投資策略分析師

## 發生了什麼事？

- 最高法院以 6 比 3 票數裁定，川普總統不得依據 1977 年《國際緊急經濟權力法》(IEEPA) 徵收範圍廣泛且無限期的關稅。該法原意在於容許總統於宣佈國家緊急狀態期間，規管金融及經濟交易。法院指出，儘管 IEEPA 賦予行政當局相當廣泛的緊急權力，但並未明確授權徵收「金額、期限及範圍均無上限」的全面關稅；此類權力須獲國會明確授權。
- 因此，根據 IEEPA 推行的「緊急」及「對等」關稅被裁定無效。相關措施涵蓋範圍廣泛的進口商品，並包括針對特定國家及與芬太尼相關的附加徵費。值得注意的是，裁決僅適用於以 IEEPA 為依據的關稅，並未否定其他貿易法例所賦予的關稅權力。
- 實際影響將取決於裁決在上訴期間是否獲暫緩執行，以及美國海關更新關稅清單的速度。市場對法律明確性往往即時作出反應，但行政調整及退款程序或需時更新。
- 裁決前的估算顯示，或涉及數十億至逾 1,000 億美元的關稅收入可能面臨退款申索。實際上，可能只有就關稅提出法律挑戰的企業具備申索資格，而最終支付與否亦須視乎終審判決及財政部指引。即使根據較高估算，潛在退款規模相對整體美國財政的比例不高，而且退款或需時較長時間。

按 2025 年價格計算的每月關稅收入 (十億美元)



資料來源：耶魯大學、滙豐環球私人銀行及財富管理，截至 2026 年 2 月 20 日。

- 從經濟層面看，隨着以 IEEPA 為依據的關稅被撤銷，在政府透過其他關稅措施完全填補相關收入之前，實際進口稅率將溫和回落。有效關稅率下降，或輕微紓緩商品通膨，並降低部分行業的投入成本。因此，此次裁決雖減少一項政策不確定性來源，但並未徹底消除貿易政策風險。
- 法院裁決同時確定「重大問題」原則，就是當國會未明確界定權限範圍時，司法機關將對行政部門擴張性的經濟權力加強審視。換言之，日後若再試圖援引緊急法規推行大規模貿易政策變動，勢必面臨更高的法律門檻。
- 政府隨即公佈多項措施。首先，總統簽署行政命令，對所有國家進口商品徵收10%的全球關稅，其後上調至15%。該措施將疊加於現行關稅之上，並預計維持約五個月，與1974年《貿易法》第122條所規定的150天法定期限一致。儘管被形容為全面性關稅，但當局未排除按產品或國家作出豁免的可能，具體細節有待公佈。
- 其次，總統確認根據1962年《貿易擴展法》第232條實施、以產品為單位的國家安全關稅將全面維持不變，包括鋼鐵、鋁及其他被認定涉及國家安全考量的產品。
- 第三，根據1974年《貿易法》第301條按國家層面實施的既有關稅，包括針對中國的措施，亦維持不變。此外，政府宣佈計劃就涉嫌不公平貿易行為啟動新的第301條調查，或為進一步具針對性的關稅措施鋪路。包括與印度在內的貿易談判，則被指不受裁決影響。
- 由於第122條授權僅限150天，屆滿後大致有三個選項：一是轉為擴大第232條（產品層面）或第301條（國家層面）措施；二是由國會介入，在到期前延長第122條措施。總括而言，法律框架雖有所調整，但關稅仍將是美國貿易政策的核心工具。
- 儘管以 IEEPA 為依據的關稅已被推翻，但總統仍保留多項由國會根據長期貿易法例授予的關稅權力，而這些權力的適用範圍與程序規範相對更為明確。

## 投資影響

- 市場初步反應偏向正面，但升幅有限，因相關消息大致已被市場預期。對進口依賴較高的板塊，如零售、非必需消費品、汽車及部分工業企業，將受惠於實際投入成本下降及利潤率能見度改善。相反，過往受惠於全面關稅保護的本土生產商，例如鋼鐵及鋁業公司，若未來以較具針對性的關稅架構取代原有制度，有機會面臨壓力。
- 中期而言，股市表現料將呈現板塊分化，而非對整體指數帶來廣泛影響。後續走勢關鍵在於當局會否在現有授權下積極重建關稅體制，以及國會是否介入。貿易政策仍處於高度不確定性，預期市場將對第232條或第301條下的漸進式調整作出反應。
- 我們對美股維持正面；經濟增長具韌性、企業盈利穩健，加上創新動能持續，均支持我們的觀點。儘管貿易政策變動或引發階段性市場震盪，但我們視之為戰術性部署機會，而非削減策略性配置的理由。配置上，我們繼續看好具定價能力及業務全球多元化的大型優質企業，同時在較直接受潛在關稅重整影響的板塊中保持審慎甄選。
- 固定收益方面，受風險情緒改善及短期財政赤字可能擴大的預期帶動，美國國債收益率溫和上行。隨時間推移，關稅壓力降溫或輕微紓緩商品通膨，對債券市場整體屬正面因素。然而，潛在關稅退款相對整體美國財政赤字規模仍然有限，料難以實質改變長年期收益率的走勢。
- 美元反應則較為輕微。短期內，貿易緊張局勢緩和或提振環球投資情緒，並帶動其他貨幣回升。

## 免責聲明

本文件或影片由香港中環皇后大道中1號香港上海滙豐銀行有限公司（「HBAP」）編製。HBAP 在香港註冊成立，為滙豐集團成員。本文件或影片由滙豐銀行（中國）有限公司、HBAP、滙豐銀行（新加坡）有限公司、滙豐（台灣）商業銀行有限公司及滙豐金融科技服務（上海）有限責任公司（合稱「分發方」）分發及/或提供。本文件或影片僅供一般傳閱及參考用途。

無論基於任何原因，本文件或影片所載之部分或全部內容均不得複製或進一步分發予任何人士或實體。如於某司法管轄區內分發本文件屬違法，則不得於該司法管轄區內分發本文件或影片。所有未經授權之複製或使用本文件或影片，均屬使用者的責任，並有機會引致法律訴訟。本文件或影片只提供一般性資料，文件內所載的觀點，並不構成投資研究或出售或購入投資產品的意見或建議。本文件或影片內所載的部分陳述可能會被視為前瞻性陳述，提供目前預測或未來事件預估。相關的前瞻性陳述不保證未來表現或事件，並涉及風險及不確定性。基於多項因素，實際結果可能與相關前瞻性陳述大不相同。HBAP 及分發方對更新其中的前瞻性陳述，或對提供實際結果與前瞻性陳述的預測不同的原因，概不承擔任何責任。本文件或影片並無契約效力，在任何情況下，於任何司法管轄範圍內均不應被視為促銷或建議購入或出售任何金融工具，而此等建議並非法。當中所載內容反映滙豐環球投資委員會於編製時的觀點及意見，可能隨時變更。這些觀點未必代表滙豐投資管理目前的投資組合構成。滙豐投資管理所管理的個別投資組合主要反映個別客戶的目標、風險取向、投資期限及市場流動性。

投資價值及所得收益可升亦可跌，投資者有機會未能取回投資本金。本文件或影片所載之過去業績並不代表將來的表現，所載之任何預測、估計及模擬均不應被視為將來表現的指標。任何涉及海外市場的投資，均有機會受到滙率兌換影響而令投資價值上升或下跌。與成熟市場相比，新興市場投資本質上涉及較高風險，而且較為波動。新興市場的經濟一般倚賴國際貿易，因此一直以來並可能繼續會受貿易壁壘、外匯管制、相對幣值控制調整及其他與其進行貿易的國家/地區實施或協商的保護主義措施的不利影響。而此等經濟體系亦會或繼續受到其他與其進行貿易的國家/地區的經濟狀況的負面影響。投資涉及市場風險，請細閱所有與投資相關的文件。

本文件或影片就近期經濟環境提供基本概要，僅供參考。文章或影片代表 HBAP 的觀點，並以 HBAP 的環球觀點為依據，未必與分發方的當地觀點一致。其內容並非按照旨在促進投資研究獨立性的法律規定編製，並且分發前不受任何禁止交易規定的約束。其內容不擬提供且投資者不應加以依賴以作會計、法律或稅務意見。作出任何投資決策之前，應諮詢獨立的財務顧問。如選擇不諮詢財務顧問，則須審慎考慮投資產品是否適合。建議您在必要時尋求適當的專業意見。

有關第三方資料乃取自我們相信可靠的資料來源，我們對於有關資料的準確性及/或完整性並無作出獨立查證。因此您必須在作出投資決策前從多個資料來源求證。

此條款僅適用於滙豐（台灣）商業銀行有限公司向其客戶分發時的情況：滙豐（台灣）辦理信託業務，應盡善良管理人之注意義務及忠實義務。滙豐（台灣）不擔保信託業務之管理或運用績效，委託人或受益人應自負盈虧。

## 關於 ESG 與可持續投資的重要資訊

我們現在為許多嚴重排放溫室氣體的產業提供資金。我們制定了一項策略來幫助客戶與我們一同減少排放。欲了解更多詳情，請瀏覽 [www.hsbc.com/sustainability](http://www.hsbc.com/sustainability)。

從廣義上，「ESG 與可持續投資」產品包括在不同程度上考慮環境、社會、管治與/或其他可持續發展因素的投資策略或工具。我們包括在此類別的個別投資可能正在改變，以實現可持續發展成果。並不保證 ESG 與可持續投資所產生的回報與不考慮這些因素的投資回報相近。ESG 與可持續投資產品或會偏離傳統市場基準。此外，ESG 與可持續投資或可持續投資帶來的影響並沒有標準定義或量度準則。ESG 與可持續投資及可持續發展影響的量度準則是 (a) 高度主觀，而且 (b) 在不同板塊之間與同一板塊之內可能存在重大差異。

滙豐可能依賴由第三方供應商或發行機構設計與/或報告的量度準則。滙豐不會經常就量度準則自行作出具體的盡職審查。並不保證：(a) ESG/可持續發展影響或量度準則的性質將與任何個別投資者的可持續發展目標保持一致；(b) ESG/可持續發展影響將達到指定水平或目標水平。「ESG 與可持續投資」是一個不斷演變的領域，新的監管規例可能生效，這或會影響投資的分類或標籤方式。今天被視為符合可持續發展準則的投資未必符合未來的準則。

\*本文件或影片為 HBAP 根據英文報告翻譯的譯文。HBAP、滙豐銀行（中國）有限公司、滙豐（台灣）商業銀行有限公司、滙豐銀行（新加坡）有限公司及滙豐金融科技服務（上海）有限責任公司已採取合理措施以確保譯文的準確性。如中英文版本的內容有差異，須以英文版本內容為準。

本文件或影片的內容未經任何香港或任何其他司法管轄區的監管機構審閱。建議您就相關投資及本文件或影片內容審慎行事。如您對本文件或影片的內容有任何疑問，應向獨立人士尋求專業意見。

© 版權所有 2026。香港上海滙豐銀行有限公司。保留一切權利。

未經香港上海滙豐銀行有限公司事先書面許可，不得以任何形式或任何方式（無論是電子、機械、影印、攝錄或其他方式）複製或傳送本文件或影片的任何部分或將其任何部分儲存於檢索系統內。

