



# 中国建设银行(亚洲)首席投资策略官办公室研究通讯

2025 年 11 月 7 日

## 【近期美股高波动的背后——简析美最高法关税案听证会及宏观数据恶化】

2025 年 11 月 4 日-6 日，美股经历显著波动，尤其是科技股成为市场动荡的核心。纳斯达克指数领跌，4 日纳斯达克已下跌 1.43%，5 日短暂反弹 0.82% 后，6 日再度大幅回调，显示市场情绪极度脆弱。VIX 恐慌指数飙升市场波动率指标 VIX 从 18.01 跳升至 20.02，创三个月新高，表明投资者对未来不确定性的担忧加剧。

结合近期美国最高法关税案听证会、宏观数据恶化、美联储停止“缩表”等事件，我们对市场受到冲击的原因作简单分析，并对后续资产配置和操作节奏给出建议。

### 一、美国最高法院针对特朗普政府大规模征收关税的合法性展开听证环节

#### (一) 事件背景

11 月 5 日，美国最高法院针对特朗普政府大规模征收关税的合法性，展开了听证环节。多数大法官对总统根据《国际紧急经济权力法》(IEEPA)征收关税的权力持怀疑态度。市场随即将法院维持关税的概率从 40% 下调至 30% 左右。预计法院将在 2025 年 12 月或 2026 年 1 月作出裁决。

特朗普是首位援引《国际紧急经济权力法》(International Emergency Economic Powers Act, IEEPA) 征收关税的总统，该法律允许总统在国家紧急状态下对商业活动进行监管。特朗普认为美国的贸易逆差已将国家推向经济和国家安全灾难的边缘。他指出，征收关税有助于特朗普谈判贸易协议。

美国最高法院的九位大法官质疑川普关税的合法性。争议的核心在于，特朗普基于 1977 年的《国际紧急经济权力法》对几乎所有贸易伙伴征收关税，是否合法？具体争议如下：

(1) 美国宪法赋予国会（而非总统）征税和征收关税的权力。首席大法官罗伯茨强调，其直接指出“关税属于税收”，征税工具是国会的核心权力。



(2) 《国际紧急经济权力法》中“授予总统紧急状态下监管进口权”的条款，并不涵盖征收关税的权力，亦不应对西班牙、法国这样的盟友普遍征收对等关税。此前特朗普政府辩称，《国际紧急经济权力法》允许总统通过“监管”进口商品应对紧急状态，因此征收关税的行为合法。

(3) 《国际紧急经济权力法》的立法目的是限制总统权力，而非扩大其权力。国会是否能够授权总统征关税，这是否会导致权力向行政部门单向集中。

(4) 根据“重大问题原则”，行政分支若要采取具有重大经济和政治影响的行动，必须获得美国立法者的明确授权。而目前特朗普政府主张这一权力的依据并不匹配。

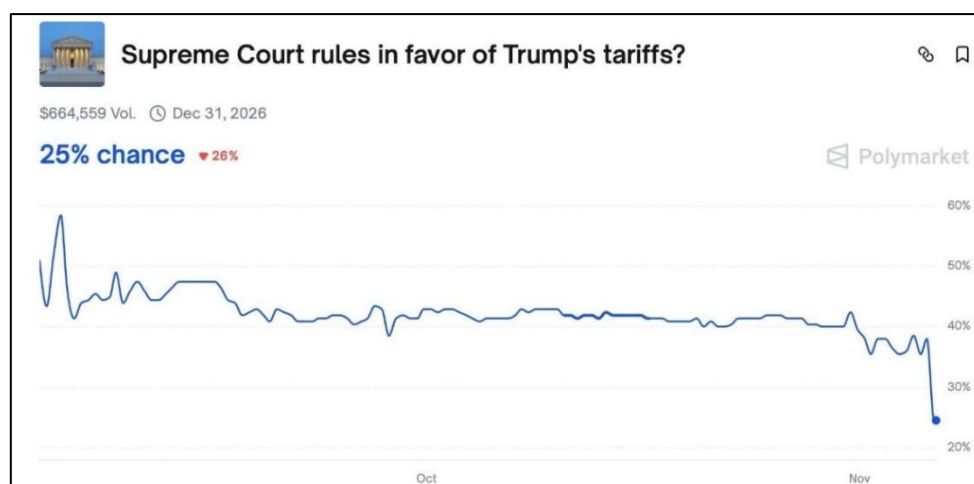
虽然自由派大法官普遍就关税的合法性问题提出质疑，不过，部分保守派大法官表现出潜在支持。

## (二) 听证会可能的结果分析

**市场认为美国法院可能会推翻特朗普关税政策。**美国最高法院的 9 名法官由 6 名保守派和 3 名自由派组成。目前有 4 位大法官可能反对政府，3 位支持，2 位更倾向反对但仍可能倒向任何一方。

**听证会结束后，市场预期法院推翻对等关税。**预测平台 Polymarket 上关于美国最高法院判决将会支持特朗普关税政策的概率，从本周初的逾 60% 降至 25%。**反映出市场认为关税政策或被推翻。**

图 1：Polymarket 上关于美国最高法院判决将会支持特朗普关税政策的相关概率



来源：Polymarket.com。

最高法院预计在明年 6 月底前做出裁决，但鉴于目前采取的超快速审理程序，裁决最快可能在今年年底前作出。**市场预计美国高院将在 2025 年 12 月或 2026 年 1 月作出裁决。**美国财政部长贝森特此前警告，如果最高法院裁定关税非法并推迟至明年夏天发布裁决，美国可能需退还至少 7500 亿美元。



### (三) 关税格局或不会发生根本性逆转

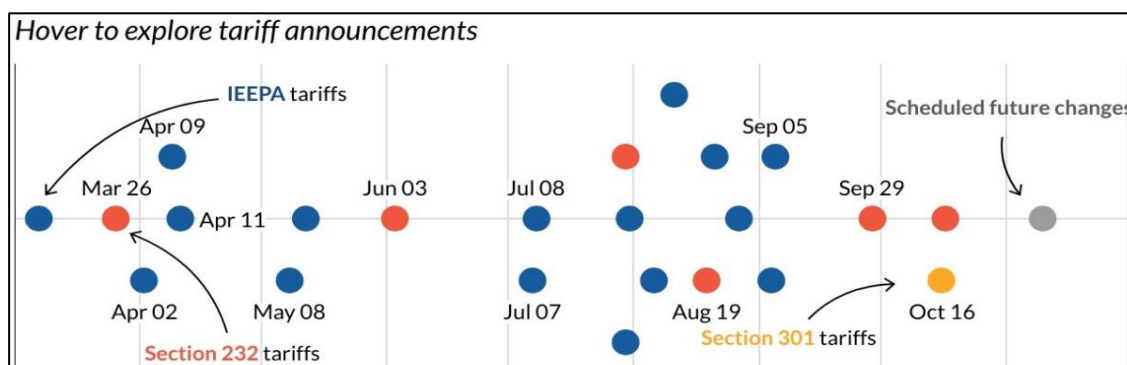
即使法院作出不利裁决，关税格局也可能不会发生根本性逆转。美最高法院即可对特朗普实施关税政策的权力予以限制，但不大可能彻底结束其全面关税政策。最终结果可能是对少数小型贸易伙伴的关税略有降低，而对主要贸易伙伴的影响微乎其微。对于市场而言，关税的不确定性远未结束。

1. 如果美最高法院裁定 IEEPA 关税无效，政府手中握有多种替代工具。特朗普政府可能会利用其他授权来取代大部分关税。只是这些工具都需要漫长的调查程序，耗时数季度且灵活性更低。美国财政部长贝森特（Scott Bessent）在庭审前表示，即便最高法院裁定特朗普援引《国际紧急经济权力法》征收关税的行为违法，这些关税预计仍将保留，因为政府会转而借助其他法律依据或其他更复杂的法律工具来支撑关税政策。<sup>1</sup>

2. 瑞银预计，美政府或利用《1974 年贸易法》第 122 条快速恢复部分关税，该条款允许为解决国际收支问题征收最高 15% 关税，最长 150 天。但 150 天显然只是临时方案，之后美政府将不得不依赖更繁琐，但法律上更可靠工具，如针对国家安全的第 232 条款及针对不公平贸易行为的第 301 条款。

3. 即使 IEEPA 授权被否，政府也能迅速通过其他法条重新实施类似关税，特别是针对主要贸易伙伴。由于政府将动用其他法律手段重建关税壁垒。这个过程可能会在特定地区市场和行业引发短暂波动。那些对美拥有长期、大规模货物贸易顺差的国家，很可能成为第 301 条款调查的初步目标。不同国家之间的关税税率差异将比现在更大，贸易政策将变得更具针对性。

图 2：今年以来特朗普关税工具



来源：taxpolicycenter.org。

<sup>1</sup> 政府可依赖的其他法条包括：《1974 年贸易法》第 122 条和第 301 条、《1962 年贸易扩展法》第 232 条、针对不公平贸易行为的第 301 条款以及《1930 年贸易法》第 338 条。这些法条授权总统在特定情况下（如应对贸易不公或国际收支逆差）征收关税，但需要走程式化路径。特朗普对钢铁、铝和汽车征收的关税依据不同法律设立，故不受本案直接影响。





### （三）裁定特朗普关税违法对资本市场的影响

**若最后裁定特朗普的关税违法，法院需向已缴纳关税的美国进口商退还税款。**根据美国海关和边境保护局公布的最新数据，从2月4日至9月23日，依据《国际紧急经济权力法》征收的关税已产生约890亿美元 IEEPA 关税。到法院裁决时，这一数字预计将上升至1150-1450亿美元。

**1. 对经济影响有限，但为降息提供空间。**从宏观经济角度看，1300亿至1400亿美元的退款，仅相当于2025年美国GDP预估值的0.5%，对经济的直接提振作用微不足道。但如果能形成一个整体税率更低的贸易环境，且不引发各国的报复性措施，长期效应将远超这笔退款本身。

对货币政策而言，则为降息提供空间。该裁决最终可能降低整体有效关税税率，缓解通胀压力，并为美联储提供更宽松的降息空间。长线有利于改善企业利润和估值，并提振居民消费。

**2. 美国财政压力会加大，美债或受压。**若美国最高法院裁定特朗普的关税政策非法，预计将迫使美国政府向进口商退还约1400亿美元税款，相当于2025年1.8万亿美元预算赤字的7.9%，将对短期财政状况造成显著冲击。由于美国的财政赤字很可能在短期内会扩大，长端国债收益率会随之上行，这将会打压美国长债表现。

**3. 短期有利对美股市场情绪。**从11月5日当天美股市场的表现来看，取消关税、退税、缓解通胀，这些都是积极的因素，对美股整体是利好的。若用更具针对性的关税重建贸易壁垒，美国整体有效关税税率将会下降。这会提升家庭购买力，支持经济增长和企业盈利。**同时，通胀压力的减弱将为美联储提供更多降息空间，这有利美股的估值。**

**4. 财政恶化降低美元吸引力，利好新兴货币。**财政恶化+收益率曲线陡峭化的组合，可能会降低美元资产吸引力，使得美元走弱。不过，即使依据 IEEPA 加征的关税被否，政府也能迅速通过其他法条重新实施类似关税，特别是针对主要贸易伙伴。因此，最终结果可能是对少数小型贸易伙伴的关税略有降低，而对主要贸易伙伴的净影响微乎其微，利好新兴市场货币。

## 二、宏微观数据恶化——流动性危机来了吗？

11月4日-6日的美股隔夜市场大幅波动，除了来自于类似“关税案”听证会此类宏观事件的扰动，同时亦有宏微观数据恶化带来的冲击，以及市场对于流动性危机的忧虑。



## （一）宏观流动性收紧：停止 QT 施压与财政货币博弈

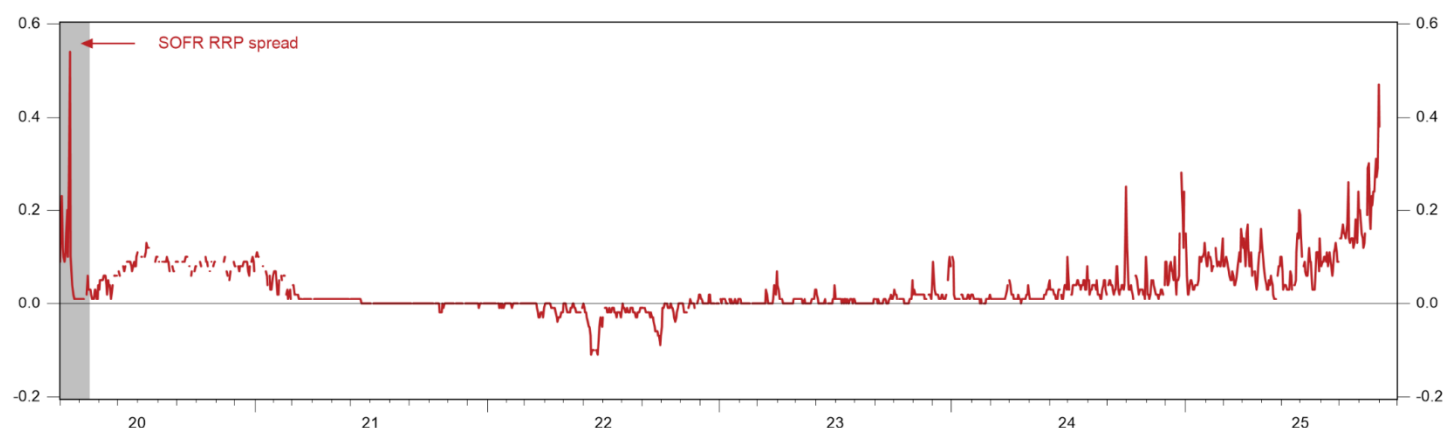
近期美股波动在货币政策层面的最重要叙事，莫过于美联储量化紧缩（QT）政策调整带来的流动性压力，以及财政与货币政策之间的复杂博弈，这一系列变化导致美国金融体系流动性持续收紧，成为压在股市上的“流动性大山”。

自 2022 年 6 月以来，美联储已持续缩表约 2.3 万亿美元，占资产规模的 25.9%，其中美债和 MBS 各缩减约 1.6 万亿和 0.6 万亿美元。尽管美联储在 2025 年 4 月后已放缓美债削减幅度，5-10 月平均每月仅削减 31.8 亿美元，但持续的缩表仍对市场流动性构成压力。

更值得关注的是，美联储在 10 月 29 日的 FOMC 会议上正式宣布，计划于 2025 年 12 月 1 日结束量化紧缩进程。这一政策转向看似是流动性宽松的信号，但市场的实时反应却呈现出明显波动，核心原因在于当前流动性状况已处于紧张状态，而停止 QT 的具体安排仍存不确定性。

当前美国银行体系的流动性状况已亮起警报。美联储数据显示，截至 10 月 15 日的一周内，银行准备金减少约 457 亿美元，降至 2.99 万亿美元，跌破 3 万亿美元关口，这一水平已低于 3.1 万亿美元的“充裕流动性”下限（约合 GDP 的 10%）。准备金的持续下降，主要源于 7 月美债上限上调后，美国财政部加大发债力度以重建现金余额，导致约 5940 亿美元资金流入 TGA 账户，从金融体系抽走大量流动性。而随着美联储隔夜逆回购工具（RRP）余额几近枯竭，商业银行存放在美联储的准备金成为流动性收缩的主要承压点，外国银行持有的现金资产降幅甚至超过了美国本土银行。

图 3：SOFR-ONRRP 息差



数据来源：TradingView。



**流动性收紧已在融资市场显现出明显压力。**7 月以来，美国金融机构通过贴现窗口获得的借款量呈阶梯状走高，10 月地区银行暴雷事件进一步加剧了流动性压力，美联储常设回购机制（SRF）借款量已有 6 天超过 50 亿美元，10 月 29 日更突破 100 亿美元。在短端融资市场，担保隔夜融资利率（SOFR）与官方回购利率（ONRRP）的利差自 7 月以来持续走高至疫情以来的高位，高点超过 30 个基点，同时 SOFR 持续高于准备金利率（IORB），这意味着金融机构获得融资的难度和成本均在上升。

**财政政策的影响进一步加剧了流动性的复杂性。**2025 年 10 月以来，美国政府因国会两党预算分歧陷入停摆，财政支出受到限制，但净发债仍在持续，导致 TGA 帐户规模增加至 9500 亿美元以上，进一步抽离市场流动性。这种“财政发债抽水”与“货币政策停 QT 放水”的博弈，让市场难以形成稳定的流动性预期，进而导致投资者对市场流动性的预期分化，引发美股的剧烈波动，尤其是对流动性敏感的科技股和成长股，成为波动的重灾区。

## **（二）微观企业层面：AI 估值泡沫破裂与裁员潮的双重冲击**

如果说宏观流动性收紧是美股波动的外部压力，那么**微观企业层面的基本面恶化则是内在核心，其中 AI 估值质疑与科技公司大幅裁员潮的迭加，成为引发市场恐慌情绪的关键因素。**

2023 年以来，以 AI 为核心的科技股估值持续飙升，形成了显著的估值泡沫，但进入 2025 年，市场逐渐发现企业的 AI 投资并未有效转化为实际盈利，估值泡沫开始面临破裂压力。纳斯达克指数的市盈率（TTM）已高达 42.40 倍，远超近十年均值 38.58 倍，市场集中度风险显著，前十大 AI 相关个股占美股总市值的比例已达 23.29%。以英伟达为代表的 AI 龙头企业，凭借“算力革命”的叙事估值大幅上涨，但盈利增长并未跟上估值扩张的步伐。市场对 AI 股的估值逻辑开始从“叙事驱动”转向“盈利验证”，估值泡沫的破裂直接引发了科技股的大幅回调，进而带动美股整体波动。

与 AI 估值质疑相伴的，是席卷全美的企业裁员潮，这一现象从微观层面反映出企业对未来经济前景的担忧，也进一步恶化了市场情绪。美国就业咨询公司（CGC）发布的报告显示，2025 年 1-9 月美国企业宣布的裁员人数达 94.6 万人，同比增 55%，创下 2020 年疫情以来的最高水平。10 月裁员数据更是大幅飙升，单月宣布裁员 15.3 万人，环比激增 183%，同比增幅达 175%，创下 2003 年以来单月最高纪录，截至 10 月累计裁员已达 110 万人，同比增加 65%。





裁员潮呈现出明显的行业集中特征，科技、零售、仓储和服务业成为重灾区，合计占比超过七成，而这些行业也恰好是运用 AI 替代人力最为积极的行业。科技行业 10 月宣布裁员 3.33 万人，几乎是 9 月的六倍，成为受 AI 整合与自动化进程影响最大的领域。微软于 5 月和 7 月宣布总计裁员 1.5 万人，亚马逊以管理人员和工程师为中心裁员 1.4 万人。零售和物流领域的裁员同样严重，受关税政策和消费疲软影响，UPS 宣布在美国裁员 4.8 万人，宝洁在全球范围内裁员 7000 人。

值得注意的是，本次裁员潮与以往经济衰退期的裁员存在显著差异，AI 技术的加速应用成为重要驱动因素。CGC 的统计显示，虽然直接将 AI 列为裁员原因的企业仅占整体的 4%，但越来越多的企业将 AI 视为提升效率的重要手段，借 AI 应用之机进行人力结构调整。

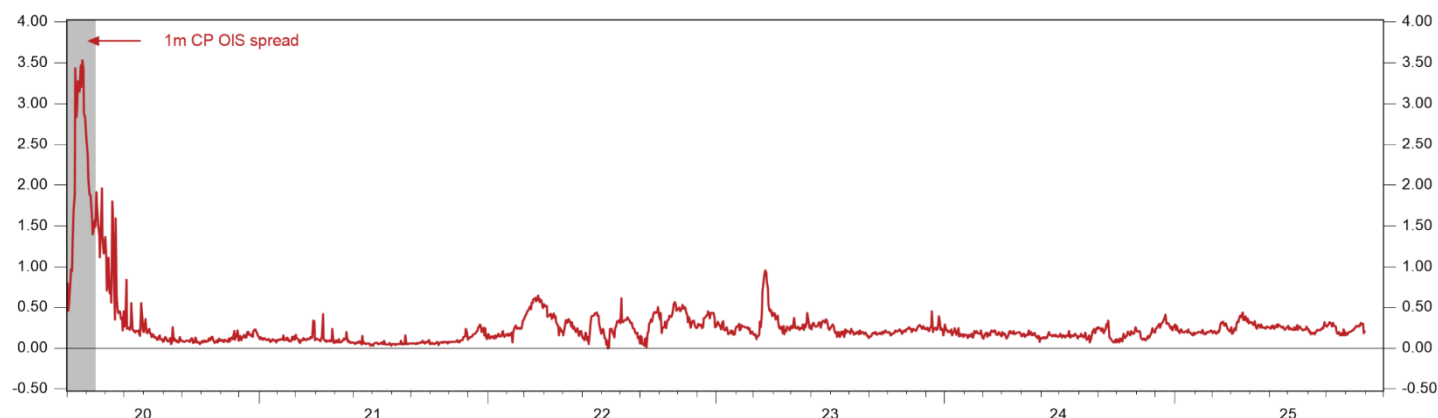
因此，裁员潮的蔓延已开始影响劳动力市场的韧性，企业招聘意愿持续减弱，不仅影响消费者信心和消费支出，也让市场对美国经济“软着陆”的预期产生动摇，进一步加剧了美股的波动。

### （三）那流动性危机来了吗？是否会引爆市场？

流动性危机的定义通常是指，投资者或金融机构不计代价地抛售各类金融资产并兑换回现金。目前回购市场的状况显然构不成流动性危机，更不是大类资产波动的原因。

从流动性指针看，无论是商业票据市场，还是货币互换基差，都没有出现像回购市场这样的压力。截至 10 月 31 日，CP-OIS 息差下降至 18bps 左右，较前周明显放松（图 4）。此外，长端美债利率特别是流动性较差的 TIPS 利率同样没有出现明显上升，这一切证据都指向，目前的流动性压力仅局限于回购市场内部，完全没有波及其他拆借市场，更无从影响股票、汇率、商品等资产价格。

图 4：CP-OIS 息差



数据来源：TradingView。



如果不是流动性危机，这两天股票、黄金的下跌，美元汇率的走强是为什么呢？

**首先，不是所有的波动都需要解释。**截至 11 月 6 日收盘，纳指和标普 500 距离历史最高点的最大回撤均为 3%，不到 1 倍标准偏差的跌幅。往往而言，这种短期波动更多来自于交易层面的催动。

**此外，技术面破位引发的程序化交易抛售也可能是推手。**标普 500 指数在过去一周连续测试 6800 和 6700 两个关键支撑位，触发量化基金的止损机制。数据显示，11 月 4 日程序化交易成交量占比达 38%，高于月均 25% 的水平，这种“算法共振”效应放大了跌幅。从历史经验看，在 VIX 指数升至 20 关口以上的高波动环境中，技术面信号对短期走势的影响往往超过基本面因素。

黄金的下跌（周内-1.5%）有些意外，大约相当于 1 倍历史标准偏差的跌幅。但考虑到其隐含波动率还远远没有回到 8 月份的低位水平，因此在目前水平上宽幅高波也属于正常。

但是，正如我们在之前研究通讯 《特朗普对华加征 100%关税，4 月深 V 反弹再上演？》 中提到过的：“需要各位投资者关注的是，当前全球市场的整体脆弱性相较于今年 3-4 月有所上升，这是一个值得警惕的风险信号。”我们再三、再、再一次地将这一要点提出来，提醒各位投资人。

一个可参考案例是 2018 年初的美股暴跌，彼时的案例揭示了一个规律：**在资金充裕、情绪高涨的市场环境中，宏观因素往往只是点燃引信的火花，而由量化策略、衍生品结构和拥挤交易导致的波动率爆发和流动性踩踏，才是真正的风险所在。**短期而言，投资者应对此保持敬畏，即便特朗普最终“退缩”（如“TACO”）符合市场预期，上述技术性风险依然存在。

### 三、对投资的启示

近期美股的高波动并非偶然，而是**美最高法关税案听证会引发的政策不确定性，与宏观流动性收紧、AI 估值泡沫破裂、企业裁员潮所反映的宏微观数据恶化共同作用的结果。**美最高法关税案的审理，本质上是美国三权分立制度下权力边界的再校准，其结果将直接影响美国贸易政策的稳定性和企业经营环境，而当前的判决不确定性已成为市场波动的重要推手。宏观层面，美联储停止 QT 的政策转向与财政发债带来的流动性抽离形成博弈，导致金融体系流动性持续收紧，推高了企业融资成本和市场风险溢价。微观层面，AI 股估值泡沫面临盈利验证压力，迭加席卷全美的裁员潮，反映出企业基本面的隐性恶化，进一步动摇了市场信心。





展望未来，美股的波动态势仍将持续，核心关注三大关键点：**一是美最高法关税案的最终判决结果**，其对贸易政策、企业成本和市场预期的影响将是长期且深远的；**二是美联储的政策路径**，12 月议息会议将成为重要节点，若释放鸽派信号可能缓解市场压力，若坚持鹰派立场则可能加剧波动；**三是企业盈利数据的变化**，尤其是科技企业的 AI 商业化进展和盈利兑现情况，将决定估值调整是否到位。

从投资角度来看，当前市场正处于“政策不确定性 + 基本面调整”的双重压力期，投资者应保持谨慎，关注估值合理、盈利稳健的行业和企业，规避对流动性敏感、估值过高的板块。长期而言，美国经济的结构性问题仍需关注，财政赤字高企、贸易政策波动、AI 技术转化效率等因素将持续影响美股的长期走势。只有当政策不确定性消除、宏微观数据出现明确改善信号时，美股才可能走出当前的高波动区间，回归平稳增长轨道。



## 重要事项及免责声明

本档经由中国建设银行(亚洲)有限公司(「中国建行投资研究部」)刊发,档的内容未经任何香港的金融监管机构审阅(包括香港证券及期货事务监察委员会),仅供参考之用。本档并不构成、亦无意作为、也不应被诠释为专业意见,或要约或建议投资于本档内所述之任何产品、服务、外汇、商品、证券或其他投资产品。

本档所载资料乃根据中国建行投资研究部认为可靠的资料来源而编制,惟该等资料来源未经独立核证。本档表达的预测及意见只作为一般的市场评论,并不构成投资意见或保证回报。该等预测及意见为中国建行投资研究部或撰写本档的(一位或多位)分析员于本档刊发时的意见,可作修改而毋须另行通知。本档并未就其中所载任何资料、预测或意见的公平性、准确性、时限性、完整性或正确性,以及任何该等预测或意见所依据的基准作出任何明文或暗示的保证、陈述、担保或承诺,任何情况下,中国建设银行(亚洲)有限公司概不就使用或依赖本档所载任何该等资料、预测或意见直接或间接引致的任何损失承担任何责任及义务。投资者须自行评估本档所载资料、预测及/或意见的相关性、准确性及充足性,并作出彼等为该等评估而认为必要或恰当的独立调查。

本档所述的投资可能并不适合所有投资者,且并未考虑各收件人的特定投资目标或经验、财政状况或其他需要。因此,本档并无就其中所述任何投资是否适合或切合任何个别人士的情况作出任何声明或推荐,亦不会就此承担任何责任。投资者须基于本身的投资目标、财政状况及特定需要而作出投资决定,并应有需要的情况下咨询独立专业顾问。投资者不应依赖本档作为专业意见之用。

投资涉及风险,投资者应注意投资的价值可升亦可跌,过往的表现不一定可以预示日后的表现。本档并非亦无意总览本片所述投资牵涉的任何或所有风险。投资者作出任何投资决定前,应细阅及了解有关该等投资的所有发售档,以及其中所载的风险披露声明及风险警告。

货币汇率受多种因素影响,包括国家及国际金融及经济条件、政治及自然事件的发生。有时正常市场力量会受中央银行或其他体系所干扰。有时汇率及有关的价目会骤升或骤跌。某些政府可能会在很少或没有警告的情况下加设外汇管制或其他货币政策。该等政策可能对某货币的可兑换性有重大影响。人民币现时并不可自由兑换,并受外汇管制和限制(可能随时受到非提前通知的变化)。您应事先考虑并了解人民币资金流动性对您造成的影响。如果您将人民币转换为其他货币,人民币汇率的波动可能会令您承受损失。在岸人民币和离岸人民币乃按照不同法规下运作,在不同的独立市场和流动资金池以不同的汇率进行交易,它们的汇率变动可能会明显地不同。

债券。买卖债券涉及流通及利率风险,未必百分百能够保证赚取利润,反而可能招致损失。如果债券发行机构出现信贷或失责事件,客户有该机构未能如期向客户缴付利息或本金的风险。投资于新兴市场债券涉及特别考虑及较高风险,例如较大的价格波动、较不完善的监管及法律架构、经济、社会及政治的不稳定等。

证券买卖。买卖证券很可能会招致损失而不是一定获利。

证券孖展买卖。倘若客户在本行保持一个孖展账户,透过存入抵押品融资作交易的损失风险是重大的。客户遭受的损失可能会大于客户存于本行作为抵押品的现金及任何其他资产。市场状况可能令客户不可能行使或有指令,例如「止蚀」或「止限」指令。客户可能收到短期通知,须存入额外孖展或利息付款。倘若所须的孖展或利息付款未能在指定时间内作出,客户的证券抵押品可被清算而毋须客户同意。此外,客户对在客户账户中产生的任何不足的款项及对客户账户收取的利息,仍须承担法律责任。客户因此应慎重考虑因应客户本身的财政状况及投资目标,有关财务安排是否适合。

虚拟资产。一般而言,虚拟资产价格极为波动,没有内在价值,也没有任何政府、银行或实物担保,而且涉及一系列不同的风险。虚拟资产属高风险产品,不是每个人都适合参与投资。投资者应小心考虑自己的风险承受能力,以及是否了解虚拟资产的特性及风险。若未能完全理解虚拟资产或未能承受潜在亏损,便不应投资于这些资产。

编制本档的研究分析员证实,在本档表达的意见准确反映彼(彼等)研究分析员的个人意见,而彼(彼等)的薪酬的任何部分过往不曾、现在及将来亦不会与本档所载的特定推荐或意见直接或间接挂钩。

透过任何途径或以任何方式再次派发或改编本档或其中任何部分,均在严禁之列。本档无意向派发本档即触犯法例或规例的司法权区或国家的任何人士或实体派发,亦无意供该等人士或实体使用。在事前未得中国建设银行(亚洲)有限公司以书面方式表示批准的情况下,不得以任何方式或以任何途径(包括电子、机械、复印、录影或其他形式)复制或传送本档各部分或将本档各部分储存于可予检索的系统。

中国建设银行(亚洲)股份有限公司为一间受香港金融管理局规管之持牌银行,及证券及期货条例下的注册机构(中央编号:AAC155),从事第一类(证券交易)及第四类(就证券提供意见)的受规管活动。本文件的数据并不构成买卖任何虚拟资产的建议或要约,也不构成任何预测未来可能发生的任何虚拟资产的价格变动。本文件由中国建设银行(亚洲)股份有限公司发行,并未经证监会或香港任何其他监管机构审阅。本文并非独立投资研究报告。