关税政策调整与全球金融市场反应

——基于 25 个经济体多资产数据的经验证据

杨　凝　胡　昊　高佩佩　石海飞

摘　要　本文以 2024 年 11 月至 2026 年 4 月为样本期，考察美国关税政策密集调整对全球金融资产的短期定价影响。文章区分公告、实施、表态与贸易伙伴政策回应四类事件，覆盖 25 个经济体的国债、股票、汇率及原油、黄金、CRB、VIX、比特币等资产，采用事件研究法与固定效应面板模型，并结合异方差识别和稳健性检验缓解同期冲击干扰。研究发现：实施事件对短端利率和汇率影响最稳定，1 年期国债收益率下降、样本货币相对美元升值；表态事件引发预期重定价，推升国债收益率并压低股票；政策回应事件总体伴随本币相对美元升值。不同资产反应分化，债券主要反映避险与利率预期，股票更受盈利和风险偏好影响，汇率综合反映避险流动与外部收支预期。异质性分析表明，出口依赖度、发展水平、信用属性及对华伙伴关系定位会改变同一事件的市场含义。另外，样本期内美元未再现 2018 年贸易摩擦阶段的单边走强，中国内地主要资产的短期波动相对温和。本文为理解贸易政策不确定性能快速进入全球金融资产定价提供了跨市场经验证据，并提示提高政策透明度与加强沟通有助于稳定预期。

关键词　关税政策　金融市场　事件研究法　异方差识别

一、引言

2018 年以来，全球贸易政策不确定性明显上升，关税政策不再只是传统的贸易边际工具，而是日益成为影响全球资本流动、风险偏好和大类资产定价的重要宏观金融变量。2025 年至今，美国对关税政策进行密集调整，政策覆盖面较广、调整频率较高，相关安排从竞选表态逐步转向具体公告与执行，主要经济体也相应做出政策回应。

以美国对华关税演变为例，经历了从“对等关税”快速上冲（2025 年 2 月到 4 月，特别在 4 月为政策密集期）到日内瓦、伦敦、吉隆坡等多轮磋商逐步降温的过程（2025 年 5 月至 10 月）；2025 年 11 月中美吉隆坡经贸磋商联合安排落地后，双方将部分对抗性关税、出口管制措施暂停一年，美国对华加征关税降至 20% 左右的水平。

杨凝，鑫元基金多元资产投资部 / 市场研究部总经理；胡昊，鑫元基金多元资产投资部基金经理助理；高佩佩，华东师范大学经济与管理学院硕士研究生；石海飞，新加坡国立大学理学院硕士研究生。感谢上海财经大学财税投资学院的本科生丁子乐、华东师范大学经济与管理学院的硕士研究生方诗诗在本文后续修改中提供的帮助。本文系 NAFMII 研究计划“特朗普 2.0 关税如何冲击金融市场”（KFKT2025-6）。

2026 年以来中美经贸保持不定期磋商[①]，美国对华关税政策仍处于密集变化中。2026 年 2 月，美国最高法院裁定此前依据《国际紧急经济权力法》（IEEPA）加征的关税不具备合法性，美国随即转而以《1974 年贸易法》第 122 条，以及本就不受该裁决影响的第 232 条、第 301 条等法律工具对相关关税安排进行衔接，其中 2026 年 7 月落地的“强迫劳动”专项 301 关税税率为 12.5%，另有约 7.5% 的“产能过剩”专项 301 关税尚待公布是否加征。尽管关税实施的法律依据几经调整，美国对华综合有效税率总体保持相对稳定。

关税政策是影响全球资产定价的重要宏观金融变量，贸易国之间的政策互动过程通过关税成本、预期调整及风险偏好变化等渠道，对股票、债券、汇率、大宗商品市场产生多方面影响。本文以 2024 年 11 月至 2026 年 4 月为样本期，研究在政策密集调整阶段，金融市场对政策信息的反应，试图理解贸易政策不确定性如何影响全球资产定价，并从金融市场角度说明稳定预期与加强政策沟通的重要性。基于此，本文将研究问题聚焦于以下两个层面。

一是关税政策公告、实施、政策表态以及贸易伙伴政策回应等不同类型的政策事件，是否对债券收益率、股票市场、汇率以及大宗商品和风险指标等不同类别金融资产产生了不同的短期价格效应。已有研究通常将此类事件视为较为单一的避险冲击，而在本轮政策调整期，美元相对部分主要货币出现阶段性回落，大宗商品和数字资产的波动特征也与以往不完全一致，这为考察贸易政策事件的跨市场影响提供了新的观察窗口。**二是**面对同一类政策事件，不同经济体、不同资产类别为何呈现出差异化反应。样本中 25 个经济体在出口依赖度、经济发展水平以及对华伙伴关系定位等方面存在差异，其资产价格在多方政策互动中表现出异质性反应。围绕这两个问题，本文结合风险偏好变化、贸易暴露差异和政策缓冲能力等可能的传导渠道，对金融市场的差异化反应进行讨论。

本文的边际贡献主要体现在三个方面。**一是**在事件刻画上，区分政策公告、执行落地与贸易伙伴回应等不同性质的事件，考察多方政策互动下资产价格的短期反应。**二是**在异质性分析上，从贸易暴露、发展水平与对华伙伴关系定位三个维度对样本经济体分组，考察结构特征在事件传导中的作用。**三是**在资产覆盖与识别方法上，将各期限国债、股票、汇率与大宗商品、比特币、VIX 等纳入统一观测，并参考基于异方差的识别思路（Rigobon，2003），结合事件信息检验估计结果，以缓解其他风险事件的干扰。

二、文献述评

近年来关于贸易争端经济金融效应的研究大量涌现。本文主要围绕贸易政策冲击的宏观与微观效应、金融市场传导机制以及事件研究识别方法论三条主线对现有

① 2026年5月，双方经贸磋商取得积极成果，在部分产品降税、农产品市场准入、贸易投资沟通机制以及部分产业合作等方面取得进展；2026年7月，双方经贸牵头人举行视频通话，继续就保持经贸关系稳定、拓展务实合作、妥善解决彼此关切进行沟通；2026年9月23日，美方进一步宣布将原定当年11月10日到期的贸易休战安排延长两个月至2027年1月10日，但截至目前双方尚未就延期条款公布正式书面文本。

文献进行评述。

（一）贸易政策冲击的宏观与微观效应

长期以来，国际贸易一直是全球经济增长的基石，通过使各国能够根据其比较优势进行专业化，支持创新、效率和财富（Baldwin，2016；Krugman et al.，2022）。关税作为经济政策的工具，其宏观与微观效应往往具有“双刃剑”特征。在微观层面，关税可以保护国内产业，但同时关税会提高企业投入成本，阻碍全球贸易，造成宏观经济运行紊乱（Handley & Limão，2017）。从金融资产定价视角来看，关税公告代表着显著的政策不确定性冲击，可以影响资产定价、波动性和流动性，是市场微观结构的重要特征和运作的晴雨表（Bianconi et al.，2022；Pástor & Veronesi，2012）。此外，由关税引发的扭曲效应也会通过汇率黏性等传导至资产市场。Lindé & Pescatori（2019）基于 Lerner 对称性定理发现，关税推升进口商品价格而汇率黏性会导致价格扭曲，进而压低企业盈利并压制股价。此外，地缘政治风险和关税摩擦还会推动全球价值链的调整与重构，使深度依赖外部出口与国际分工网络的经济体面临更高的基本面脆弱性（徐龙强 等，2025）；外部关税冲击也可能引发国际货币格局的动态调整，影响主要货币在国际金融网络中的相对地位（张冲 等，2026）。现有文献大多侧重于探讨贸易摩擦对宏观实体经济的长期影响，对短频金融市场微观结构与大类资产跨国波动的系统性跨市场研究仍有待深化。

（二）贸易政策向金融市场的传导机制

在传导路径方面，主流研究认为“风险偏好渠道”是贸易争端冲击金融市场的核心机制。贸易政策的不确定性会推升全球投资者的风险厌恶程度，引发“逐险-避险”的资产切换机制。Carlomagno & Albagli（2022）证实，贸易争端相关新闻会显著提升全球风险厌恶水平，促使资金从风险资产撤出并转向安全资产，形成典型的“避险交易”；Chen et al.（2023）进一步指出，在贸易谈判破裂阶段风险偏好的下降对股票市场波动的解释力度尤为突出。针对美国推行的对等关税政策，江振龙（2025）论证其可能通过推升国内通胀预期与恶化企业盈利前景，对美国自身金融市场产生明显的负面影响。同时，贸易政策不确定性往往与地缘政治风险相互交织，地缘政治不确定性会通过加剧境内外金融摩擦，影响跨境资本与双边银行资本的流动（曾松林 等，2026），并可能放大主要货币汇率波动、加剧其非对称变化（贺旭 等，2026）。在资产定价层面，现有文献虽对“股市承压、资金流向核心国债”形成了一定共识，但在汇率与大宗商品领域，尤其是针对不同结构经济体的异质性传导特征，现有研究缺乏从国家分类维度进行的系统性横向比较。

（三）事件研究识别方法论的演进

在实证方法论上，评估政策冲击的传统范式多依赖于事件研究法，通过设定关税公告日计算累计异常收益率（CAR）来捕捉市场反应（Chen et al.，2023）。然而，传统事件研究法容易受到同一窗口期内其他宏观新闻或流动性危机的内生性干扰。为缓解这一问题，近年来的研究开始引入异方差识别方法。例如，Chen et al.（2023）利用 Rigobon（2003）提出的基于异方差的识别方法，通过对比事件日与非事件日的“方差-协方差”矩阵，分离出贸易政策冲击的影响。这一方法论演进为本文构建

更稳健的实证策略提供了基础。

综合来看，已有研究在贸易政策事件的传导机制和识别方法上取得了丰硕成果，但结合2025年以来关税政策密集调整的新特征，仍有两方面可以拓展：**一是**现有分析多从美国政策调整的单向视角展开，对主要经济体政策回应在资产定价中的作用关注不足；**二是**部分研究将政策表态、正式公告与最终实施合并处理，国别异质性分析也较少基于客观的经贸结构指标。本文在此基础上，将贸易伙伴政策回应纳入事件框架，并从经贸结构维度考察国别异质性，为相关研究提供新的经验证据。

三、研究设计与数据说明

（一）变量选择、样本范围与数据说明

1. 被解释变量

本文的被解释变量为不同资产指标在事件窗口的两日累计收益率。

考察的资产类型包括债券、股票、汇率、大宗商品、风险指数及比特币。其中，债券、股票、汇率资产考察的经济体样本范围覆盖25个国家或地区：中国内地、中国香港、美国、日本、德国、英国、法国、西班牙、印度、印度尼西亚、马来西亚、韩国、越南、墨西哥、加拿大、意大利、瑞典、挪威、智利、泰国、波兰、南非、匈牙利、土耳其、巴西。针对不同资产类型，选取具体指标，并计算事件窗口的两日累计收益率作为被解释变量。具体资产指标选择如下。

①债券：包括25个样本经济体的10年期国债收益率、1年期国债收益率，以事件窗口内两个交易日的收益率变动之和衡量两日累计变动，考察关税政策事件对不同期限国债收益率的影响。

②股票：包括25个经济体的代表性股指[①]，具体选取了两个指标：一是相对20日均线偏离度，主要考虑该指标能够捕捉关税事件是否导致股价偏离其中期均衡趋势的持续性变化，而不仅是单日收益的瞬时跳动。二是未经平滑处理的原始股票收益率，由于20日均线偏离度的构造包含事件前较长时期的价格信息，可能引入窗口重叠问题，本文同时计算了该指标作为对照。

③汇率：除美国外，其他24个样本经济体采用“1美元兑本币”的直接标价作为汇率指标，该汇率的变动率为正/负，表示本币相对美元贬/升值，其中德国、法国、意大利、西班牙同属欧元区，其汇率指标统一采用美元兑欧元[②]；美国汇率指标采用美元指数衡量美元对一篮子货币的综合走势。虽然美国与其余经济体的汇率指标口径经济含义不同，但均以百分比收益率形式纳入统一面板，不影响系数可比性。

④其他资产指标：包括WTI原油现货、COMEX黄金期货（以下简称“黄金”）、

① 具体包括：美国标准普尔500指数、沪深300指数、日本东证指数、德国DAX30指数、英国富时100指数、法国CAC40指数、香港恒生指数、西班牙IBEX35指数、印度孟买30指数、印尼雅加达综合指数、马来西亚吉隆坡综合股价指数、韩国KOSPI指数、越南胡志明指数、墨西哥S&P_BMV IPC指数、加拿大多伦多S&P_TSX 综合指数、意大利富时MIB指数、瑞典OMX斯德哥尔摩全股指数、挪威OSEAX指数、智利加权综合指数、泰国SET指数、波兰华沙WIG指数、MSCI南非可投资指数、匈牙利布达佩斯股市指数、土耳其伊斯坦布尔ISE100指数、巴西IBOVESPA指数。

② 样本期内欧元区四国未发生货币归属变化，故未另行合并处理，后续可按货币重新构造汇率面板作为稳健性检验补充。

CRB 商品指数、VIX 恐慌指数和以美元计价的比特币价格。

上述资产指标的原始数据均来源于 Wind，样本期为 2024 年 11 月 1 日至 2026 年 4 月 2 日，经过以下预处理：①异常值处理：样本期内金融市场波动加剧，将极端值阈值从传统 ±5% 调整为 ±8%；采用 3 倍标准差法识别异常值后，不直接删除或替换为单一邻近日均值，而是用“事件前 3 日 + 事件后 3 日”均值替换，避免单一日期数据偏差对结果的干扰；②平稳性检验：针对样本期内部分国家汇率波动较大的特征，在传统 ADF 单位根检验基础上，补充 PP 检验，两种检验均需在 1% 显著性水平下拒绝非平稳原假设，以使所有收益率序列满足建模前提。

2. 解释变量

本文解释变量为贸易政策事件类型，具体分为四类。①公告事件是指美国公布关税安排或扩大限制清单等政策信号；②实施事件是指关税或限制措施正式落地；③表态事件是指政策口径、谈判表态或延期安排等影响预期但不一定立即改变制度约束的事件；④政策回应事件是指中国针对美国关税政策采取的反制措施、暂停或调整相关措施以及谈判回应。

表态事件在方向上并不完全一致：样本期内 7 个表态事件中，4 个总体倾向缓和，3 个总体倾向趋紧，在基础回归模型中将全部表态事件合并构造单一虚拟变量，不区分表态方向，主要考虑单一表态事件的样本量较小，若进一步按方向拆分，各子样本的统计效力不足以支撑稳健估计。

另外，本文采取以下原则处理特殊情形。①若同一日期存在不同类型事件，则保留相应事件类型虚拟变量，避免人为将其压缩为单一方向；②若同一市场在事件日休市，则将该资产的事件窗口迁移至下一有效交易日；③若同一国家同一事件类型在同日出现多条新闻，则合并为一个事件虚拟变量。

样本期美国关税政策新闻日度数据和反制政策新闻日度数据分别见表 1 和表 2[①]，事件数据来自 Wind。其中，表 1 列示中美双方关税政策相关事件，并划分为公告、实施和表态三类；表 2 列示中美双方对关税政策采取的反制措施，统一归入政策回应类事件。上述事件分类与实证模型中的四类事件虚拟变量相对应，作为后续实证分析的事件识别依据。事件日识别来自作者团队整理的美国关税政策时间线与各经济体政策回应清单，参考 Wind、路透社的关键政策事件标注。

3. 控制变量

考虑到不同资产的定价过程可能同时受到全球大宗商品价格变化和市场风险偏好波动的影响，因此所有资产模型中引入 WTI 原油现货、COMEX 黄金期货、CRB 商品指数、VIX 恐慌指数及比特币在相应交易日的收益率作为控制变量，以尽可能剔除同期全球市场共同冲击对资产收益的干扰，从而更准确地识别不同类型贸易政策事件的短期影响。另外，对于股票、债券和汇率模型，设置“资产 - 国家”固定效应，以控制不同国家或地区在不同资产类别上相对稳定的个体差异，而对于 WTI 原油、COMEX 黄金、CRB 商品指数、VIX 及比特币等全球性指标，由于其并不

① 表1~14，见增强出版，中国知网—《金融市场研究》。

具有国家维度，不设置“资产-国家”固定效应。

（二）基准模型与显著性检验

模型设定与识别检验分别从平均市场反应和冲击来源识别两个层面展开。基准模型主要考察关税政策公告、实施、表态及贸易伙伴政策回应对不同资产价格变动的影响，并通过系数显著性判断不同类型事件的市场反应是否具有统计意义。异方差识别则进一步比较事件期与非事件期的“方差-协方差”结构，考察贸易政策冲击能否与同期其他风险因素相区分。具体模型设定如下，相关检验结果及其对研究假设的支持程度将在第四部分结合基准回归和异质性检验结果进行分析。

事件研究方法基于两个假设：新闻是外生的；贸易紧张程度只有两种性质，一种是在有新闻的日子里处于高位，另一种是在其他日子里处于低位。在这些假设下，可以用有新闻与无新闻交易日的平均回报之差，来估计贸易紧张程度对资产收益率的短期影响。这种方法解释直观，便于概括样本中典型事件的影响，并可在单个国家层面或面板回归中用标准计量方法进行检验。

1. 基准模型：两日窗口期水平效应估计

模型 1a: 适用股票、债券和汇率

$$R^{(2)}_{i,a,t}=\alpha_{i,a}+\beta_1 Announcement_t+\beta_2 Implementation_t+\beta_3 Statement_t+\beta_4 Retaliation_t+\gamma X_t+\varepsilon_{i,a,t}$$

模型 1b: 适用 WTI 原油现货、COMEX 黄金期货、CRB 商品指数、VIX 恐慌指数及比特币

$$R^{(2)}_{a,t}=\alpha_a+\beta_1 Announcement_t+\beta_2 Implementation_t+\beta_3 Statement_t+\beta_4 Retaliation_t+\gamma X_t+\varepsilon_{a,t}$$

其中，$R^{(2)}_{i,a,t}$表示国家或地区 i 的资产 a 在事件窗口内的两日累计收益率，$R^{(2)}_{a,t}$表示资产 a 在事件窗口内的两日累计收益率；*Announcement*、*Implementation*、*Statement* 和 *Retaliation* 分别表示公告、实施、表态和政策回应事件，为虚拟变量，某类型事件发生时对应取值为 1，否则为 0；X_t 控制变量向量，包括 WTI 原油现货、COMEX 黄金期货、CRB 商品指数、VIX 恐慌指数及比特币在相应交易日的收益率；$\alpha_{i,a}$ 表示“国家-资产”固定效应（仅模型 1a 纳入），α_a 表示常数项；$\varepsilon_{i,a,t}$ 和 $\varepsilon_{a,t}$ 为随机扰动项。

2. 显著性检验

（1）核心识别假设

保留“事件期与非事件期资产收益率波动率存在显著差异”的核心假设，新增两项约束：样本期内政策回应事件期的波动率差异主要源于贸易政策，而非其他风险；参考资产美国 1 年期国债收益率对贸易政策事件的敏感度高于对其他风险的敏感度。

（2）双变量结构方程

因 25 国 / 地区样本聚焦核心资产，简化方程维度，构建“参考资产-目标资产”双变量系统，纳入政策回应事件与危机控制项，方程形式如下：

$$\begin{bmatrix} r_{1t} \\ r_{2t} \end{bmatrix}=\begin{bmatrix} c_1 \\ c_2 \end{bmatrix}+\begin{bmatrix} \beta_{11}\beta_{12} \\ \beta_{21}\beta_{22} \end{bmatrix}\begin{bmatrix} Shock_{1t} \\ Shock_{2t} \end{bmatrix}+\begin{bmatrix} e_{1t} \\ e_{2t} \end{bmatrix}$$

其中，r_{1_t} 为参考资产收益率，固定为美国 1 年期国债收益率；r_{2_t} 为目标资产收益率，按国家分组差异化设定；$Shock_{1_t}$ 为美国对华关税政策事件虚拟变量；$Shock_{2_t}$ 为政策回应事件虚拟变量；β_{11} 为参考资产对美国关税政策事件的敏感度系数，预期为负；β_{12} 为参考资产对政策回应事件的敏感度系数，预期为正；β_{21} 为目标资产对美国关税政策事件的系数；β_{22} 为目标资产对政策回应事件的核心系数。

（3）异方差约束与系数求解

①协方差矩阵差异分解

基于“事件期与非事件期波动率差异”的核心识别逻辑，将协方差矩阵差异分解为“贸易冲击贡献”与“危机冲击贡献”两部分，公式如下：

$$\Delta\Omega = \Omega_W - \Omega_{\overline{W}} = \rho_1\begin{pmatrix}\beta_{11}^2 & \beta_{11}\beta_{21}\\ \beta_{11}\beta_{21} & \beta_{21}^2\end{pmatrix} + \rho_2\begin{pmatrix}\beta_{12}^2 & \beta_{12}\beta_{22}\\ \beta_{12}\beta_{22} & \beta_{22}^2\end{pmatrix}$$

其中，Ω_W为事件期（$Shock_{1t}$=1或$Shock_{2t}$=1）的协方差矩阵；$\Omega_{\overline{W}}$为非事件期（$Shock_{1t}$=0且$Shock_{2t}$=0）的协方差矩阵，无须剔除危机期数据，直接采用无贸易政策事件日数据；ρ_1为美国关税政策事件的贸易紧张度方差；ρ_2为贸易伙伴政策回应事件的贸易紧张度方差。

②系数求解步骤

遵循“参考资产系数标准化”原则（Rigobon识别法核心），分两步求解核心系数β_{22}。

第一步，标准化参考资产系数。假设参考资产对贸易冲击的敏感度已知并经过了标准化，即β_{11}=1、β_{12}=1，简化协方差矩阵差异公式。第二步，贸易冲击协方差差异分离。直接代入非事件期协方差矩阵Ω_W与事件期协方差矩阵Ω_W实际数据，计算贸易冲击协方差差异$\Delta\Omega_{trade} = \Omega_W - \Omega_{\overline{W}}$，通过矩阵分解直接得到：

$$\Delta\Omega_{trade,21} = \beta_{21},\ \Delta\Omega_{trade,22} = \beta_{22}$$

四、基准实证结果分析

（一）资产市场反应描述性分析

1. 基本走势

本文从样本经济体中选取美国、中国内地、日本、德国、英国、加拿大、印度、韩国、墨西哥、巴西和南非作为正文时序图的代表性样本[①]，比较各经济体股票指数、1年期与10年期国债收益率及汇率在关税政策事件前后的变化。

2024年11月至2026年9月[②]样本区间内，多轮美国关税政策公告持续扰动全球股债市场。聚焦2025年4月前后的关税事件密集窗口，美国1年期、10年期国债收益率先快速下探，随后触底回升；股票指数同步短期回落，之后逐步修复上行，事件窗口期资产波动显著放大；从更长时间来看，美国长短端国债收益率整体维持震荡抬升趋势，美股震荡上行。跨国层面资产反应存在明显分化：巴西、南非等新兴市场长短期国债收益率中枢显著高于发达经济体；中国国债收益率全程处于低位、窄幅波动，关税冲击带来的扰动相对温和；韩国、印度等外向型经济体股票指数在样本中后期涨幅突出（图1[③]）。

汇率市场上，美元指数在样本前期冲高，自2025年3月起转入持续走弱通道，在多轮关税事件冲击下反复震荡，样本后期再度震荡回升。各国货币对美元的响应

① 为分析关税政策调整对金融市场的跨国影响，本文基于以下三项原则从25个经济体中，选取11个具有不同贸易特征、金融市场结构和区域代表性的经济体进行描述性比较：一是覆盖全球主要金融市场及关税政策的重要参与方，以美国和中国内地为核心对照，考察政策发起方与主要贸易伙伴的市场反应；二是兼顾不同贸易结构与产业特征，纳入德国、韩国、墨西哥等制造业和供应链联系紧密的经济体，以及巴西、南非等具有资源出口特征的经济体，分析贸易冲击在不同经济结构下的表现；三是兼顾发达经济体与新兴经济体，并覆盖北美、欧洲、亚洲、拉美及非洲市场，以考察金融市场发展程度、货币制度和外部风险暴露差异所对应的市场反应。

② 基础走势的考察时间范围为2024年11月至2026年9月，有别于模型采用的样本时间范围。

③ 图1~7，表1~14，见增强出版，中国知网—《金融市场研究》。

呈现显著异质性：墨西哥、巴西、南非等新兴市场货币贬值幅度更大；人民币汇率虽伴随外部政策冲击出现阶段性波动，但整体波动幅度弱于美元指数，表现出更强的稳定性（图 2）。

在 2025 年 4 月前后的关税事件窗口，VIX 恐慌指数出现一轮剧烈脉冲冲高，市场风险偏好快速下行，进入 2025 年 4 月之后，后续多轮关税公告持续带来扰动，在事件节点反复出现阶段性抬升，风险波动常态化；黄金自 2025 年 4 月之后开启持续上行通道，政策不确定性下的避险买盘逐步支撑金价走高；WTI 原油现货在 4 月之后长期偏弱震荡，直至样本后期才迎来明显反弹，反映关税落地后全球贸易与原油需求预期持续承压；CRB 商品指数在 4 月之后整体维持窄幅震荡，并未走出趋势性行情，说明综合大宗商品对后续关税事件的响应偏弱；比特币在 2025 年 4 月之后维持高位震荡、持续受政策预期扰动，在样本后期显著回落，体现数字资产高波动特征，并未稳定发挥避险功能（图 3）。总体来看，2025 年 4 月之后的系列关税事件持续放大各类资产的短期波动，不同资产的定价逻辑分化进一步凸显。

2. 新闻日与非新闻日资产收益对比

基于 25 个经济体样本，新闻日与非新闻日分布对比显示，贸易政策新闻日的所有观察资产收益分布更加分散，说明政策事件提高了波动率。10 年期债券和股票在新闻日出现更明显的尾部波动；短端债券对政策新闻的方向性反应相对弱于长端债券（图 4）；剔除美元指数后，汇率新闻日分布仍显示一定偏移，表明美元因素之外还存在各国自身汇率与政策预期调整（图 5）。WTI 原油现货、COMEX 黄金期货、CRB 商品指数和 VIX 恐慌指数四个指标的新闻日回报率分布普遍较非新闻日更宽、离散度更高，其中 VIX 波动区间显著扩大，说明关税政策事件会放大大宗商品与风险资产波动（图 6）。

（二）基准回归结果

1. 债券、股票和汇率市场的总体回归结果

从全样本国家固定效应面板看，政策实施事件对短端利率和汇率的影响最稳定。1 年期国债收益率为 −3.22 bps，并在 5% 水平显著；汇率为 −0.86%，并在 1% 水平显著（表 3）。由于汇率变量采用美元兑本币口径，负系数意味着多数货币在实施事件后相对美元升值，这一表现与 2018 年部分贸易摩擦阶段的美元走势存在差异。

表态事件的影响主要体现为预期的重新定价。10 年期和 1 年期国债收益率分别上升 8.43 bps 和 8.72 bps，且均显著；股票 20 日均线偏离度为 −0.48%，说明政策口径变化和谈判表态会较快影响权益市场风险偏好，短期内压低股票表现。政策回应事件在总体层面最稳定的影响是样本货币相对美元升值：全样本面板中系数为 −0.73%，在 5% 水平显著（表 3）。

中位数代表性国家结果与全样本面板大体一致，尤其是在实施事件压低短端利率、实施与政策回应事件对应本币相对美元升值、表态事件对应本币面临相对美元贬值压力等方面具有一致性（表 4）。这说明总体结论并非完全由少数大国或极端样本驱动。

2. 其他资产市场指标回归结果

不同资产对事件类型的敏感度存在明显差异（表 5）。WTI 原油现货在实施事件中下跌 2.66%，并在 10% 水平显著，与

关税落地强化全球需求放缓预期的解释一致。黄金在公告事件下上涨 1.82%，在 5% 水平显著；政策回应事件下上涨 2.40%，并在 5% 水平显著，与黄金的避险属性一致。CRB 商品指数在实施事件下下跌、在表态事件下上升，方向相反，反映商品价格对实际需求与政策预期的反应不同。VIX 恐慌指数在公告与实施事件下均为正，虽然显著性有限，但方向上符合风险偏好下降的解释。比特币在新闻日收益率分布离散度显著扩大，厚尾特征凸显，体现加密资产对贸易政策事件信息更为敏感，事件冲击下价格波动显著放大。

（三）稳健性检验

1. 事件类型隔离检验

基准模型同时纳入公告、实施、表态和政策回应四类事件虚拟变量，四类事件能否在同一模型中分别识别，关键在于时间上是否相邻。样本期的 27 个事件日中，不存在两类事件落在同一日的情形，四个事件虚拟变量的方差膨胀因子（VIF）均约为 1.00，严格意义上不存在多重共线性问题。但中方回应通常紧随美方行动，在两日累计窗口 [0,1] 下，若两类事件相隔不超过 1 个交易日，其事件窗口即相互重叠，某类事件的系数可能吸收相邻事件的影响。按此标准，有 7 个政策回应事件日与美方事件窗口重叠（例如，2025 年 4 月 9—10 日、10 月 8—10 日、10 月 14—15 日），有 4 个公告事件与政策回应事件相邻；实施事件和表态事件中分别有 4 个和 6 个为孤立事件。两日窗口覆盖指示变量的相关系数在公告与政策回应之间为 0.29，在实施与政策回应之间为 0.17，其余组合接近于 0。

据此，本文从四个方面进行隔离检验。一是单独纳入与联合纳入比较：每次仅纳入一类事件变量重新估计，其他类型事件日归入对照组，与四类事件联合纳入的结果比较。二是净化对照组：剔除两日窗口与事件窗口重叠的非事件交易日即事件日前后各 1 个交易日，避免对照组包含事件期收益。三是叠加干扰检验：对孤立事件与重叠事件均不少于 3 个的实施事件，将其拆分为孤立与重叠两个虚拟变量并检验二者系数相等；对孤立事件占多数的表态事件，仅以孤立事件重新估计；同时在模型中加入“窗口重叠”指示变量，以其系数 δ 刻画重叠事件相对孤立事件的平均差异。四是事件类型差异检验：以 Wald 检验考察四类事件系数是否相等、公告与政策回应系数是否相等，以及政策回应系数与美方三类事件平均效应是否相等。鉴于每类事件仅有 5~8 个事件日，基于渐近分布的推断未必可靠，本文另以随机置换检验和逐一剔除事件（jackknife）检验结论的稳健性。

检验在交易日序列上计算收益率，休市日事件顺延至下一有效交易日。面板模型控制国家固定效应，采用 Driscoll-Kraay 标准误（滞后 2 期），以同时处理同一事件对各经济体的共同冲击和两日累计收益率的序列相关；大宗商品和风险资产为时间序列回归，采用 Newey-West 标准误（滞后 2 期）。

第一，单独纳入与联合纳入的估计结果高度一致（表 6、图 7）。10 类资产的 40 个系数中，单独纳入与联合纳入的差异，债券不超过 0.21 bps，股票和汇率不超过 0.04 个百分点，大宗商品和比特币不超过 0.09 个百分点（VIX 为 0.35 个百分点）；除 VIX 公告事件系数由不显著变为 10%

水平显著外，显著性均未变化，方向发生变化的仅有 10 年期国债公告事件和 VIX 表态事件两处，且均为接近于零的不显著系数。剔除与事件窗口重叠的非事件日后，系数同样基本不变，仅 WTI 原油和黄金的政策回应事件显著性略有提高。这表明各类事件的估计结果不依赖于其他事件变量是否进入模型，基准模型同时纳入四类事件变量不会造成系数的明显扭曲。

第二，事件类型之间存在差异，但并非在所有资产上都显著（表 7）。四类事件系数相等的原假设在 1 年期国债、汇率、WTI 原油和比特币上在 10% 水平被拒绝，在其他资产上未被拒绝；政策回应系数与美方三类事件平均效应相等的原假设仅在 1 年期国债上被拒绝。区分事件类型对短端利率、汇率和部分商品价格具有信息价值，股票的反应在类型之间差异不明显。

第三，叠加干扰主要集中在公告与政策回应事件，二者难以严格分离。实施事件中，孤立事件与重叠事件的系数除黄金和比特币外均无显著差异；汇率的实施效应在孤立事件中为 −0.45%，在 5% 水平显著，与全部实施事件的 −0.47% 接近。表态事件仅保留孤立事件后，1 年期国债系数为 6.26 bps，在 5% 水平显著，与联合纳入的 5.07 bps 方向一致。但公告与政策回应事件各仅有 1 个孤立事件，二者的效应只能依靠相隔 1 个交易日的时间差加以区分；窗口重叠指示变量的系数在汇率和黄金上显著，表明在中美政策行动密集交替的阶段，这两类资产的反应存在叠加。同时，公告与政策回应系数相等的原假设在全部资产上均未被拒绝。因此，公告与政策回应事件的系数宜理解为中美政策交替过程中先后两个环节的市场反应，而非相互独立的冲击，对二者差异的解读应保持谨慎。

第四，小样本稳健推断显示，可靠程度较高的结论集中于少数结果（表 8）。汇率的实施事件效应（−0.47%）在 Driscoll-Kraay 标准误（p=0.016）与置换检验（p=0.010）下均显著，逐一剔除任一实施事件后均保持 10% 水平显著；WTI 原油的实施事件效应在两种推断下分别为 p=0.015 和 p=0.056，逐一剔除后同样全部显著。1 年期国债和 CRB 指数的表态事件效应在两种推断下均在 10% 水平显著，但逐一剔除后保持显著的比例分别为 57% 和 43%，对个别事件较为敏感。黄金的实施事件效应在常规标准误下显著，置换检验下不显著。其余系数或仅在一种推断方式下显著，或均不显著。

综合来看，四类事件变量在同一模型中不存在多重共线性问题，单独纳入与联合纳入的结论一致，同时纳入四类事件变量是合适的。美方实施事件的效应能够与其他事件较好地区分，其中汇率和原油的结果最为稳健；公告与政策回应事件在时间上高度相邻，其效应存在一定叠加，二者的区分主要依赖事件时点，相关结论需谨慎解读。

2. 窗口敏感性检验

事件研究法中窗口长度的选择直接影响累积异常收益率（CAR）的估算结果，与前文基准模型采用的两日累计变动指标不同，*CAR* 主要用于衡量事件窗口内股票市场相对于正常收益水平的累计异常表现。为验证基准模型中“两日窗口 [0,1]”的合理性，同时拓展设置 [−1,1]、[0,2]、[0,4]、[−1,5] 等多类事件窗口开展窗口敏感性检验，结果如表 9 所示。1 日窗口 [0,0] 的平

均 *CAR* 为 0.1308%，两日窗口 [0,1] 的平均 *CAR* 为 0.5995%。两日窗口的平均 *CAR* 高于 1 日窗口，与市场存在跨交易日滞后反应的解释一致。需要说明的是，平均 CAR 的大小差异本身并不足以说明窗口选择的优劣，本文将两日窗口 [0,1] 作为基准，主要基于兼顾即时反应与短期滞后反应的考虑。分不同资产来看，VIX 在全部窗口下均在 1% 水平显著，数值明显高于其他资产，反映风险情绪指标对事件冲击的即时且持续的强烈响应；WTI 原油、COMEX 黄金大多窗口下统计显著，原油在 [0,2] 窗口超额 CAR 达到 2.25%，黄金在 [−1,5] 窗口达到 1.19% ；CRB 指数在多数短期窗口显著，长期窗口显著性有所弱化；BTC 仅在部分窗口存在显著超额 CAR，[−1,1] 窗口响应不显著，异质性特征突出。

3. 异方差稳健性检验

如果贸易政策冲击是一个系统性的宏观事件，那么无论是以美国 1 年期国债还是 2 年期国债为参考资产来捕捉冲击信号，关于其他资产反应方向的结论都应基本一致。因此，本检验对比以美国 1 年期与 2 年期国债为参考资产的估计结果。结果显示，替换后中国与美国各大类资产所受影响的方向与此前一致，前后对比如表 10 所示。

从表 10 看，股市下跌、核心国债收益率下降，欧元、瑞典克郎等货币相对美元升值，以及韩国和印度股市回落、墨西哥债券“长端升、短端降”的期限分化，在替换参考资产后均保持原方向。主要例外是巴西股市，由不显著转为显著为正，可能与其对中长期利率信号更为敏感有关，有待进一步检验。

总体来看，将参考资产由美国 1 年期国债替换为 2 年期国债后，核心结果的方向与显著性基本保持一致。使用 2 年期国债作为参考资产时，估算效应的绝对值普遍更大，可能与 2 年期收益率包含更多关于未来增长和货币政策预期的信息有关。

五、异质性结果分析

（一）出口依赖度分组

样本经济体按照出口占 GDP 的比重（2015—2024 年均值）进行划分，首先剔除了数值明显偏高的中国香港，将其单独列为“超高开放经济体”（均值为 187.119）。随后，依据剩余样本数据的四分位数（25% 分位点 25.459、50% 分位点 31.987、75% 分位点 42.293）作为临界值，将整体样本划分为四个主要梯队：低出口依赖组（均值≤ 25.459），包含美国、巴西、日本、中国内地、印度和印度尼西亚。中低出口依赖组（25.459< 均值≤ 31.987），包含南非、土耳其、智利、英国、意大利和加拿大。中高出口依赖组（31.987< 均值 <42.293），包含法国、西班牙、墨西哥、马来西亚和挪威。高出口依赖组（均值≥ 42.293），包含德国、瑞典、波兰、泰国、韩国、匈牙利和越南。

表 11 显示，按出口依赖度分组，实施事件下汇率系数在各组均显著为负，与总体结果一致。组间差异主要体现在两处：高出口依赖组的股票指数在政策回应事件后出现显著正向调整，在表态事件下则明显承压，可能与其盈利前景对关税预期较为敏感有关；中低出口依赖组的 10 年期国债收益率在表态事件下上升 23.43 bps，显示其融资条件和风险溢价对政策不确定性更为敏感。这种非线性差异可能与贸易暴露、外部融资条件和金融市场深度等因素有关；由于本文未直接检验资本流动与市

场流动性机制，对具体传导渠道保持谨慎。

（二）发展水平分组

根据市场发达程度与主权信用特征，将样本经济体分为四个类别：第一类为核心发达经济体，例如，美国、英国、德国和日本；第二类为其他发达经济体，例如，加拿大、法国、瑞典、西班牙及中国香港；第三类为投资级新兴市场经济体，例如，中国内地、印度、韩国、印度尼西亚、墨西哥和马来西亚；第四类为非投资级新兴市场经济体，包含巴西和越南。

表 12 显示，按发展水平和信用属性分组后，投资级新兴经济体在政策回应事件下表现较为突出，股票 20 日均线偏离度为 1.51%，在 1% 水平显著。核心发达经济体的汇率对实施和政策回应事件均显著为负，且幅度较大，说明美元相对价格的调整首先体现在发达市场货币之间。非投资级新兴经济体的股票变量对表态事件显著为负，反映外部融资约束较强的经济体更易受到政策口径反复的扰动。

（三）对华伙伴分组

依据中国外交部网站公开的双边关系定位，将样本国家与中国的外交关系划分为“非战略伙伴关系”与“战略伙伴关系”两大类。其中，非战略伙伴关系组包含美国、日本、印度、土耳其、挪威和瑞典共 6 国，其双边定位主要表现为战略互惠、友好合作或建设性关系；而战略伙伴关系组则涵盖了剩余的 17 个国家，不仅包括法国、巴西、墨西哥等众多确立“全面战略伙伴关系”的经济体，还包含匈牙利（新时代全天候全面战略伙伴关系）、南非、英国等具备特殊前缀或更高层级定位的紧密战略合作伙伴。该指标依据公开的双边关系定位进行分类，仅用于观察不同关系类别经济体的市场反应是否存在统计上的差异。①

表 13 显示，按对华伙伴关系定位分组后，全面战略伙伴关系组的 1 年期国债收益率在实施事件下显著下降，而在政策回应事件下显著上升；汇率在实施和政策回应事件下均显著为负。其他组的股票 20 日均线偏离度在政策回应事件下显著为正，汇率同样显著为负。该结果表明，双边关系定位并不简单对应风险暴露的高低，不同市场对政策回应事件的解读存在差异，部分市场将其与不确定性上升联系在一起，另一部分市场则将其与政策协调和预期稳定联系在一起。

（四）典型国家 / 地区分组

典型国家 / 地区结果（表 14）显示出总体效应背后的国别 / 地区差异。

整体看，美国资产的反应方向取决于事件性质。美国国债对本国政策消息反应灵敏，表态事件的影响最大，10 年期与 1 年期收益率分别上升 10.71 bps 和 7.13 bps ；实施事件下两类期限收益率均明显回落；股票对公告和表态事件均为负。另外，值得关注的是，美元在样本期的表现与 2018 年部分贸易摩擦阶段的升值模式存在差异：实施和政策回应事件下汇率变量多为负，意味着美元相对多数样本货币回落，可能的解释包括增长预期、货币政策预期、风险偏好、避险需求以及贸易政策不确定性的变化。由于本文没有直接构造美元信用、国际储备货币地位或国际投资者美元资产配置的指标，不能凭短期事件窗口推断美元长期国际地位的变化，本文仅将其界定

① 该维度的分类对象仅包括23个经济体，不包括中国内地和中国香港。

为样本期内观察到的经验事实。

中国内地主要金融资产对相关关税政策事件的短期价格反应总体较为温和。10年期国债收益率对公告事件为−2.18 bps，在10%水平显著；1年期国债收益率对表态事件为−2.12 bps，在5%水平显著；股票20日均线偏离度在政策回应事件下为1.18%，显著为正。

欧洲主要经济体的共同特征是汇率对实施和政策回应事件较为敏感。德国、法国、意大利和西班牙的汇率在实施事件下均为−1.64%，并在1%水平显著；在政策回应事件下均为−1.09%，并在5%水平显著。日本在实施事件下股票20日均线偏离度显著下降，汇率对实施和政策回应事件均显著为负。印度、印度尼西亚、韩国和马来西亚等亚洲经济体则更多体现为政策回应事件对股票市场的正向影响，这可能与区域产业链联系和政策预期有关。

六、结论

本文基于2024年11月至2026年4月的数据，考察关税政策调整对全球金融市场的短期影响。主要发现如下。**一是**关税政策事件会在短期内进入金融资产定价，但不同事件类型的作用方向存在差异。实施事件对短端利率和汇率的影响最为稳定，表态事件更多体现为预期的重新定价，政策回应事件在总体上伴随样本货币相对美元升值。**二是**不同资产类别的反应存在差异。债券市场主要反映避险需求和利率预期，股票市场更多反映盈利预期和风险偏好变化，汇率则综合体现避险流动、外部收支预期等多重因素。**三是**经济体之间存在异质性反应。出口依赖度、发展水平、信用属性和对华伙伴关系定位都会影响同一类政策事件的市场含义；样本期内中国内地主要金融资产的短期波动总体相对温和，股票市场在部分政策回应事件后出现正向调整。**四是**美元相对多数样本货币的表现与2018年部分阶段不同，不同时期贸易政策事件的汇率效应并不一致。需要说明的是，本文不涉及机制识别，进一步研究可考虑结合风险偏好、贸易暴露和政策缓冲能力等三类可能的传导渠道加以讨论。

样本期结束后，中美经贸磋商继续推进并取得积极进展。这一样本期外的变化提示，贸易政策对金融市场的影响不仅取决于关税水平本身，也取决于政策路径的可预期性与沟通机制；相关判断不属于本文实证检验的范围。就金融市场层面的启示而言，提高经贸政策的透明度和可预期性、加强政策沟通与协调，有助于减少政策信息反复引发的跨市场波动；金融机构也需要加强对外部贸易政策变化的情景分析和跨资产风险监测，继续提升应对外部不确定性的能力。N

学术编辑：卢超群

参考文献

[1] 贺旭,李阳,吕政.地缘政治风险、跨境资金流动与汇率波动:来自世界前五大货币比较的新证据[J].世界经济研究,2026(4):17-31.

[2] 江振龙.对等关税政策对美国金融市场的冲击[J].金融会计,2025(11):15-20.

[3] 徐龙强,张文博,李杰,等.地缘政治风险对全球价值链位置的影响[J].国际金融研究,2025(7):28-38.

[4] 曾松林,黄赛男,葛培振.地缘政治不确定性、金融摩擦与双边银行资本流动[J].国际金融研究,2026(2):60-73.
[5] 张冲,曹鹏举,刘瑶.关税冲击与人民币货币锚地位调整——来自2018—2020年中美贸易摩擦的经验证据[J].金融研究,2026(4):19-36.
[6] Baldwin R.The great convergence:Information technology and the new globalization[M].Cambridge,MA:Harvard University Press,2016.
[7] Bianconi M,Esposito F,Sammon M.Trade policy uncertainty and stock returns[J].Journal of International Money and Finance,2022,119:102492.
[8] Carlomagno G,Albagli E.Trade wars and asset prices[J].Journal of International Money and Finance,2022,124.
[9] Chen Y,Fang J,Liu D.The effects of Trump' s trade war on US financial markets[J].Journal of International Money and Finance,2023,134:102842.
[10] Handley K,Limão N.Policy uncertainty,trade,and welfare:Theory and evidence for China and the United States[J].American Economic Review,2017,107(9):2731-2783.
[11] Krugman P R,Obstfeld M,Melitz M J.International economics:Theory and policy[M].12th ed.Pearson,2022.
[12] Lindé J,Pescatori A.The macroeconomic effects of trade tariffs:Revisiting the Lerner symmetry result[J].Journal of International Money and Finance,2019,95:52-69.
[13] Pástor Ľ,Veronesi P.Uncertainty about government policy and stock prices[J].Journal of Finance,2012,67(4):1219-1264.
[14] Rigobon R.Identification through heteroskedasticity[J].Review of Economics and Statistics,2003,85(4):777-792.

Global Asset Pricing under Tariff Policy Shocks: An Event Study of 25 Economies

YANG Ning[1,2] HU Hao[1] GAO Peipei[3] SHI Haifei[4]

(1.Multi-Asset Investment Department, Xinyuan Fund Management Co. Ltd.; 2. Market Research Department, Xinyuan Fund Management Co. Ltd.; 3. School of Economics and Management, East China Normal University; 4. Faculty of Science,National University of Singapore)

Abstract Using the period from November 2024 to April 2026 as its sample, this paper examines the short-term pricing effects of intensive adjustments in US tariff policy on global financial assets. The paper distinguishes four types of events—announcements, implementation, position statements, and trade partner policy responses—and covers government bonds, equities, exchange rates, and assets such as crude oil, gold, the CRB index, VIX, and Bitcoin across 25 economies. It employs an event study approach and a fixed-effects panel model, combined with heteroskedasticity-based identification and robustness checks to mitigate interference from contemporaneous shocks. The findings show that implementation events have the most stable effects on short-term interest rates and exchange rates: one-year government bond yields decline, and sample currencies appreciate against the US dollar. Position statements trigger expectation repricing, pushing up government bond yields and weighing on equities. Policy response events are generally accompanied by local currency appreciation against the US dollar. Reactions differ across asset classes: bonds mainly reflect flight-to-safety demand and interest rate expectations, equities are more affected by earnings prospects and risk appetite, and exchange rates comprehensively reflect flight-to-safety flows and external balance expectations. Heterogeneity analysis shows that export dependence, development level, credit characteristics, and partner relationship positioning with China alter the market implications of the same event. In addition, during the sample period, the US dollar did not demonstrate the one-way strengthening seen during the 2018 trade friction phase, and the short-term volatility of major Chinese assets was relatively moderate. This paper provides cross-market empirical evidence for understanding how trade policy uncertainty can quickly enter global financial asset pricing. It also suggests that improving policy transparency and strengthening communication can help stabilize expectations.

Keywords Tariff Policy, Financial Markets, Event Study Method, Heteroskedasticity Identification

JEL Classification F13 G15 G14