

# 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

张冲 曹鹏举 刘瑶

当前，全球经贸格局与国际货币体系正经历深刻调整。美国 2018—2020 年间多次对华加征关税，2025 年又推行全球“最低基准关税”与“对等关税”政策，严重冲击多边贸易体系，减少美国同全球的贸易体量，削弱全球对美元的货币信心，国际货币体系可能处于转向的十字路口。在复杂严峻的外部环境下，2025 年 10 月，党的二十届四中全会审议通过的《中共中央关于制定国民经济和社会发展的第十五个五年规划的建议》明确提出“推进人民币国际化，提升资本项目开放水平，建设自主可控的人民币跨境支付体系”的发展目标，人民币国际化进入关键期。美国加征关税究竟如何影响人民币国际地位，我国如何化挑战为机遇提升人民币国际化水平，成为兼具理论价值与现实意义的重要课题。

货币锚作为货币国际化价值尺度职能的核心体现，直观反映一国货币被其他经济体作为汇率参考的程度，是衡量货币国际地位的关键指标。基于此，本文从货币锚视角切入，系统考察美国对华加征关税对人民币货币锚地位的影响及其传导机制，为应对中美贸易摩擦、推进人民币国际化提供经验支撑与决策参考。本文以 2016 年 1 月至 2024 年 12 月为观测期，选取全球 63 个实行中间汇率制度的经济体作为核心研究样本，运用经“两步法”调整的货币篮子选择模型与滚动回归方法，动态估算各经济体人民币货币锚水平，构建面板数据模型实证考察关税冲击对人民币货币锚地位的影响。相较现有文献，本文边际贡献如下：第一，在研究对象上，本文考察了美加征关税对人民币货币锚地位的影响，为中美贸易摩擦背景下推进人民币国际化提供经验证据；第二，在传导机制上，深入考察了

美加征关税对人民币货币锚地位非线性影响的内在机制，为人民币国际化提供路径参考；第三，在政策含义上，本文不仅深入考察了中美第一轮贸易摩擦（2018—2020年）的情景，还对2025年以来第二轮中美贸易摩擦的最新情况展开讨论，从而为中美关税谈判、人民币货币锚地位提升和人民币国际化推进提供对策建议。

研究得出三大核心结论。第一，美国对华关税税率与人民币货币锚地位呈显著的“倒U形”关系，整体拐点税率约为13%。关税水平较低时，加征关税会推动人民币货币锚地位提升；超过拐点后，继续加征则会导致地位下降。分样本来看，对与中国贸易、投资联系更密切的经济体，以及亚洲经济体而言，关税拐点税率更高，受美国关税冲击的负面影响更小，其中亚洲经济体拐点达15.12%，凸显区域经贸联动对人民币货币锚的支撑作用。第二，基本面渠道、贸易转移和对外投资渠道、金融波动渠道和金融开放渠道是美关税影响人民币货币锚地位的主要渠道。美国对华关税税率上调，一方面，会弱化中国的经济基本面，加剧金融市场波动，进而动摇人民币货币锚地位；另一方面，也会推动中国加快贸易转移和对外投资，强化中国的产业链中心地位，提高人民币贸易计价水平，扩大中国金融市场开放，增加离岸人民币存量，进而提升人民币货币锚地位。第三，当美国对华关税税率处于畸高水平时，人民币货币锚地位并未明显受损。此时中国贸易转移与对外投资所带来的正面效应，超过经济基本面受损、金融市场波动的负面效应，叠加人民币汇率的相对稳定，人民币在亚洲等核心区域的货币锚地位依然稳固，2024年以来人民币货币锚水平仍维持高位。

基于上述研究结论，结合中美贸易摩擦新形势与人民币国际化目标，本文提出三点政策建议。

第一，坚持反制与谈判相结合。面对美国单边关税政策，我国应保持对等反制力度，维护国家经贸利益；同时积极推动中美贸易谈判，争取将双边关税降至2025年甚至2018年之前的水平。稳定的关税环境有助于稳住中国经济基本面，降低金融市场波动，为人

人民币货币锚地位筑牢基础，避免高关税对人民币国际化产生持续负面冲击。

第二，深化贸易转移与对外投资，巩固亚洲产业链核心地位。依托 RCEP 等区域经贸合作机制，重点加强与东南亚等亚洲经济体的贸易投资往来，降低对美市场依赖。持续加大对“一带一路”沿线国家与亚洲周边地区的直接投资，强化中国在区域产业链、供应链中的中心地位，依托真实贸易投资需求提升人民币跨境计价、结算份额，形成人民币网络外部性，持续抬升人民币货币锚水平。

第三，强化区域货币合作，防范外部围堵风险。针对美国全球关税政策的外溢影响，加强与主要贸易伙伴的政策协调，凝聚维护多边贸易体系的共识。深化与亚洲及新兴经济体的双边本币互换、汇率协调等货币合作，主动拓展人民币结算和双边本币结算，降低美元波动与美国单边政策的冲击，稳步扩大人民币货币锚的覆盖范围与影响力。

## 金融分权、信贷错配与地方中小银行风险

肖 锐 艾思静 洪 正

我国中小金融机构改革化险已取得重要阶段性成效，但以城市商业银行和农村商业银行为代表的地方中小银行潜在危机仍然较为突出。2025 年《中共中央关于制定国民经济和社会发展第十五个五年规划的建议》中特别强调要推进中小金融机构风险有序化解。于地方中小银行而言，首先要厘清其潜在危机的产生机理，才能针对性制定措施以更好实现在经济发展中有序化险。

针对我国地方中小银行潜在危机，现有研究认为其成因主要包括：外部层面，地方分权竞争背景下，地方财政压力与债务扩张促使地方中小银行将信贷集中于长周期、低收益项目；内部层面，核心问题在于内部人控制、大股东制衡缺失等公司治理缺陷。这些研

## 《关税冲击与人民币货币锚地位调整》附录

### 附录 1 遗漏变量和非线性关系检验

考虑到中美关税具有明显的外生性，本文不存在明显的反向因果问题。但可能存在同时影响美国对中美关税和人民币货币锚的遗漏变量，有必要对遗漏变量问题进行检验。本文通过比较不包括控制变量时核心解释变量的系数（ $\beta^R$ ）和包含全部控制变量时核心解释变量的系数（ $\beta^F$ ）的相对大小，构建评估遗漏变量误差的选择比例  $sr$ ： $sr = \beta^F / (\beta^R - \beta^F)$ 。一般认为，当选择比例的绝对值  $|sr| > 1$  时，系数的估计偏误不太可能来自不可观测的控制变量，即此时遗漏变量问题并不严重，附表 1 汇报了相应结果。可以看出，对于关税和关税的平方项均有  $|sr| > 1$ ，这表明本文的遗漏变量问题并不严重。

附表 1 遗漏变量检验

	<i>Tariff</i>	<i>Tariff</i> <sup>2</sup>
$\beta^R$	1.4953	-0.0641
$\beta^F$	0.9886	-0.03911
$sr = \beta^F / (\beta^R - \beta^F)$	1.9510	1.5631

在正式式（3）的估计中出现了非线性关系，尽管估计结果十分显著，且转折点落在样本区间范围内，但为了保证结果的稳健性，本文对该非线性关系进行了检验。本文参考 Lind and Mehlum（2010）的做法检验是否存在“倒 U 形”关系。Lind and Mehlum（2010）检验的核心原理是通过斜率方向（要求自变量在最小值和最大值处的边际效应符号显著不同）和转折点位置（要求转折点位置位于自变量取值范围内）来确认“倒 U 形”关系的存在，从而避免将“V 形”或“半坡形”曲线误判为“倒 U 形”。附表 2 汇报了斜率方向检验和转折点位置检验的结果。可以看出，计算出的极值点为 12.6419，极值区间为 [11.455, 14.403]，位于 *Tariff* 的取值范围内。斜率方向检验表明在 1% 的显著性水平下，下界（*Tariff* = 3.1）处斜率显著为正，上界（*Tariff* = 21）处斜率显著为负，因此，可以认为人民币货币锚与美国对华关税间存在显著的“倒 U 形”关系。

附表 2 U 形关系检验

	下界	上界
区间	3.1000	21.000
斜率	0.7461	-0.6540
t-值	4.2118	-3.4645
P 值	0.0000	0.0003
极值点/95%区间	12.6419/[11.4547, 14.4029]	

附录 2 机制检验滞后 6 阶和 12 阶估计结果

附表 3 人民币货币锚地位：基本面渠道检验

序号	(1)	(2)	(3)
变量	中国PPI增速	中国GDP增速	人民币汇率升贬值
16.Tariff	-0.0560*** (-4.0913)	-0.0540*** (-5.0787)	-0.0226*** (-6.8020)
控制变量	Yes	Yes	Yes
截距项	Yes	Yes	Yes
个体固定效应	Yes	Yes	Yes
Adj. R <sup>2</sup>	0.3261	0.0759	0.1270
样本量	3937	3937	3937
序号	(4)	(5)	(6)
112.Tariff	0.0030 (0.2438)	-0.0250** (-2.0655)	-0.0321*** (-9.6942)
控制变量	Yes	Yes	Yes
截距项	Yes	Yes	Yes
个体固定效应	Yes	Yes	Yes
Adj. R <sup>2</sup>	0.3694	0.0840	0.1423
样本量	3667	3667	3667

附表 4 人民币货币锚地位：贸易转移和对外投资渠道检验

序号	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)
变量	从中国进口货 物占比	对中国出口货 物占比	中国对外直 接投资	人民币出口 计价份额	人民币进口 计价份额
16.Tariff	0.1516*** (11.8334)	0.1452*** (8.4305)	0.0645*** (12.9432)	0.0254*** (4.0847)	0.0463*** (11.6795)
控制变量	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
截距项	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
个体固定效应	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
Adj. R <sup>2</sup>	0.8586	0.9277	0.8732	0.9247	0.9200
样本量	3901	3650	3272	2361	2697
序号	(6)	(7)	(8)	(9)	(10)
112.Tariff	0.1051*** (8.4365)	0.1076*** (7.1367)	0.0436*** (13.6226)	0.0160*** (3.5052)	0.0389*** (11.1118)
控制变量	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
截距项	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
个体固定效应	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
Adj. R <sup>2</sup>	0.8559	0.9325	0.9046	0.9378	0.9215
样本量	3631	3401	3206	2229	2547

附表 5 人民币货币锚地位：金融波动渠道检验

序号	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
16.Tariff	-0.0412*** (-12.9712)	-0.0335*** (-9.2397)	-0.0271*** (-9.4423)	0.0332*** (6.5495)	0.1514*** (6.6484)	-0.0063*** (-5.4919)
控制变量	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
截距项	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
个体固定效应	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
Adj. R <sup>2</sup>	0.0501	0.0246	0.0272	0.0709	0.0818	0.1604
样本量	3937	3937	3937	3937	3937	3937
序号	(7)	(8)	(9)	(10)	(11)	(12)
112.Tariff	-0.0338*** (-10.9289)	-0.0253*** (-7.1424)	-0.0209*** (-7.5348)	-0.0084*** (-3.4519)	-0.0126 (-1.2987)	-0.0135*** (-12.2074)
控制变量	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
截距项	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
个体固定效应	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
Adj. R <sup>2</sup>	0.0511	0.0203	0.0270	0.0635	0.0756	0.1757
样本量	3667	3667	3667	3667	3667	3667

附表 6 人民币货币锚地位：金融开放渠道检验

序号	(1)	(2)	(3)	(4)
变量	中国股市总额 /GDP	境外持有境内人民 币金融资产	点心债存量	点心债增长率
16.Tariff	2.4922*** (21.7346)	0.0549*** (99.3957)	0.0164*** (27.7493)	0.1468*** (17.3026)
控制变量	Yes	Yes	Yes	Yes
截距项	Yes	Yes	Yes	Yes
个体固定效应	Yes	Yes	Yes	Yes
Adj. R <sup>2</sup>	0.3645	0.8956	0.6814	0.3026
样本量	3937	3937	3937	3937
序号	(5)	(6)	(7)	(8)
112.Tariff	2.6617*** (27.2288)	0.0469*** (104.8361)	0.0231*** (52.5309)	0.1675*** (20.2108)
控制变量	Yes	Yes	Yes	Yes
截距项	Yes	Yes	Yes	Yes
个体固定效应	Yes	Yes	Yes	Yes
Adj. R <sup>2</sup>	0.4175	0.9027	0.7857	0.3296
样本量	3667	3667	3667	3667

### 附录 3 稳健性检验

附表 7 稳健性检验

序号	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)	(9)	(10)
检验方法	负值设为 0, 显著性不作处理	对显著性和符号不作处理	使用 50 个月滚动估计	基准货币改为瑞士法郎	基准货币改为新西兰元	删除危机国家	控制年份固定效应	删除新冠疫情样本	删除异常值	加入中关对美关税
<i>Tariff</i>	1.3576*** (5.5676)	0.6526*** (3.3838)	0.8364*** (3.2630)	0.8131*** (6.7091)	0.2832** (2.2979)	1.0123*** (4.3666)	0.7132* (1.9492)	1.1920*** (4.9197)	0.9092*** (4.1332)	3.0109*** (3.8142)
<i>Tariff</i> <sup>2</sup>	-0.0528*** (-5.2170)	-0.0246*** (-3.0344)	-0.0386*** (-3.6650)	-0.0330*** (-6.5193)	-0.0124*** (-2.7863)	-0.0330*** (-3.3916)	-0.0395*** (-3.0389)	-0.0412*** (-3.8314)	-0.0305*** (-3.3153)	-0.1169*** (-3.5345)
<i>Tariff_CH</i> <i>NtoUSA</i>										-3.8812** (-2.3457)
<i>Tariff_CH</i> <i>NtoUSA</i> <sup>2</sup>										0.1222** (2.1268)
控制变量	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
截距项	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
个体固定效应	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
年份固定效应	No	No	No	No	Yes	No	Yes	No	No	No
<i>Adj. R</i> <sup>2</sup>	0.6605	0.6629	0.5718	0.5936	0.7487	0.6960	0.6527	0.7231	0.6839	0.6512
样本量	4207	4207	4207	4207	4207	3790	4207	2531	4114	4207

### 附录 4 分样本分析

附表 8 地理区位异质性

序号	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)
变量	亚洲	欧洲	非洲	大洋洲	拉丁美洲
<i>Tariff</i>	1.4208*** (4.0147)	1.0507** (2.2309)	-0.1837 (-0.3882)	4.2356*** (7.4653)	0.4403 (0.5590)
<i>Tariff</i> <sup>2</sup>	-0.0474*** (-3.1382)	-0.0485*** (-2.6097)	-0.0249 (-1.2927)	-0.1459*** (-6.6853)	-0.0004 (-0.0113)
控制变量	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
截距项	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
个体固定效应	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
<i>Adj. R</i> <sup>2</sup>	0.8478	0.4550	0.5850	0.5676	0.3317
样本量	1481	549	1325	294	558
组间系数差异检验					
<i>Tariff</i>	Chi2 = 39.8100(p = 0.0000) ***				
<i>Tariff</i> <sup>2</sup>	Chi2 = 23.8100(p = 0.0001) ***				

注：组间系数差异检验基于似无相关模型进行检验。

附表 9 贸易开放度和投资联系度的异质性

序号	(1)	(2)	(3)	(4)
异质性	贸易开放度高	贸易开放度低	投资联系度高	投资联系度低
<i>Tariff</i>	1.6486*** (3.9456)	0.5501* (1.8778)	2.2820*** (4.7945)	0.2766 (0.8559)
<i>Tariff</i> <sup>2</sup>	-0.0552*** (-2.9511)	-0.0272** (-2.2875)	-0.0655*** (-3.1522)	-0.0238* (-1.8622)
控制变量	Yes	Yes	Yes	Yes
截距项	Yes	Yes	Yes	Yes
个体固定效应	Yes	Yes	Yes	Yes
<i>Adj. R</i> <sup>2</sup>	0.746	0.597	0.811	0.687
样本量	1571	2634	1655	2552
组间系数检验	贸易开放度低-贸易开放度高		投资联系度低-投资联系度高	
<i>Tariff</i>	-1.0990*** (0.0000)		-2.0050*** (0.0000)	
<i>Tariff</i> <sup>2</sup>	0.0280*** (0.010)		0.0420** (0.0020)	

注：组间系数差异检验使用费舍尔组合检验，括号内为对应的 p 值。

## 附录 5 进一步分析

附表 10 人民币货币锚地位分阶段估计统计表

序号	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)
变量	2016-2025	2016-2017	2018-2019	2020-2021	2022-2023	2024-2025	2024m10-2025
$\Delta cny$	0.2093*** (3.7669)	0.0848 (0.6282)	0.2975*** (4.7987)	0.2589** (2.2904)	0.2268 (1.3428)	0.2993** (2.1312)	0.2889* (1.7079)
$\Delta usd$	0.5380*** (19.1706)	0.4599*** (4.6774)	0.5108*** (12.8828)	0.6262*** (9.1672)	0.6235*** (9.4823)	0.4563*** (7.3426)	0.4473*** (4.9795)
$\Delta eur$	0.2053*** (4.9631)	0.3481*** (3.5825)	0.2604*** (4.4092)	0.1646** (2.2996)	0.1480 (1.0784)	0.1297 (1.3795)	0.0703 (0.6449)
$\Delta jbp$	0.0267 (1.3981)	0.0836** (2.0590)	-0.0401 (-1.1223)	-0.1904** (-2.5759)	0.0365 (0.6854)	0.0458 (1.6128)	0.0781** (2.5390)
$\Delta gbp$	0.0207 (0.7894)	0.0236 (0.6345)	-0.0285 (-0.7758)	0.1407** (2.2733)	-0.0348 (-0.4631)	0.0689 (0.6178)	0.1153 (1.3136)
截距项	0.3046*** (8.5321)	0.3073*** (2.9349)	0.2173*** (4.2038)	0.4169*** (4.5267)	0.3514*** (3.6313)	0.3156*** (3.6231)	0.3135*** (3.5832)
样本量	6780	1440	1440	1440	1440	1020	480

## 参考文献

- [1] Lind, J. T. and H. Mehlum, 2010, "With or Without U? The Appropriate Test for a U-Shaped Relationship," *Oxford Bulletin of Economics and Statistics*, 72(1), pp. 109~118.