

全球投资者国别风险情绪对 跨境股票资本流动的影响

谭小芬 李兴申 苟 琴

(中央财经大学金融学院, 北京 100081; 首都经济贸易大学经济学院, 北京 100070)

摘 要:本文分析了全球投资者国别风险情绪对跨境股票资本流动的影响,通过构造一般均衡跨期选择模型,刻画了投资者国别风险情绪负向影响跨境股票净资本流入的理论机理以及投资者风险厌恶程度的调节作用,并基于 EPFR 全球股票型基金微观数据和由大数据文本分析技术构造的全球投资者国别层面风险情绪指标进行实证检验。结果表明:第一,全球投资者对一国的国别风险情绪上升会推升该国的整体风险溢价水平,降低跨境股票型基金净资本流入,尤其是风险厌恶度较高的被动型、开放式和 ETF 基金;第二,一国金融市场成熟度上升和汇率弹性增强可以缓解全球投资者国别风险情绪对跨境股票型基金净资本流入的负向影响;第三,在全球风险情绪极端低或者各国股票型基金净资本流入极端高的时期,全球投资者国别风险情绪的影响更为显著。

关键词:跨境资本流动;股票型基金;投资者情绪;金融开放

JEL 分类号:F32, F36, G11 **文献标识码:**A **文章编号:**1002-7246(2022)06-0153-18

一、引 言

《中华人民共和国国民经济和社会发展第十四个五年规划和 2035 年远景目标纲要》(以下简称“十四五”规划)中明确提出,要稳妥推进金融领域开放,深化境内外资本市场互联互通。我国资本市场对外开放步伐正不断加快,广度、深度、便利度不断提升,外资流入规模不断提高,跨境资本市场交易将成为越来越重要的金融活动。资本市场对外开放能够吸引外资流入,扩大融资渠道,提高资本市场效率,加快构建国内国际双循环相互促

收稿日期:2021-03-18

作者简介:谭小芬,经济学博士,教授,中央财经大学金融学院,E-mail:xiaofent@163.com.

李兴申(通讯作者),经济学博士,讲师,首都经济贸易大学经济学院,E-mail:lixingshen1995@163.com.

苟 琴,经济学博士,副教授,中央财经大学金融学院,E-mail:twinsgou@vip.sina.com.

* 本文感谢国家社会科学基金重大项目(20&ZD101)、国家自然科学基金面上项目(72073150)、中央财经大学科研创新团队支持计划的资助。感谢匿名审稿人的宝贵意见,文责自负。

进的新发展格局。但是,也必须警惕跨境资本流动剧烈波动产生的金融风险问题。2008 年国际金融危机以来,全球不确定性显著增加,叠加新冠肺炎疫情等事件的影响,导致诸多新兴经济体在短期内遭遇跨境股票资本大幅流出风险(谭小芬等,2022)。“十四五”规划明确提出,要完善跨境资本流动管理框架,提高开放条件下的风险防控和应对能力。因此,深入认识跨境资本流动的驱动因素,准确判断、及时监测驱动因素的变化及其影响,对于提高跨境资本流动管理效率极为关键,也是进一步实现高水平对外开放的重要要求。

现有的关于跨境资本流动驱动因素的文献,主要基于“推动—拉动因素”分析框架考察传统的宏观经济和金融因素的作用(Koepke,2019)。2008 年国际金融危机后,跨境证券资本流动在总资本流动中占比持续上升,使用微观基金层面数据对跨境证券资本流动驱动因素开展的研究得到较快发展。其中一些文献主要关注美国货币政策、全球投资者结构等全球性因素对跨境证券资本流动的影响(Puy,2016;Raddatz et al.,2017;Fratzscher et al.,2018;Cerutti et al.,2019),另一些研究关注各国实施的资本管制政策等国别因素对跨境证券资本流动的影响(Forbes et al.,2016;靳玉英等,2020;Fan et al.,2020;IMF,2020)。随着行为金融学快速发展,投资者情绪因素对投资者资产配置和资产价格的重要影响得到众多学者验证(Baker and Wurgler,2007;Huang et al.,2015;Gao and Martin,2021;杨晓兰等,2016;姜富伟等,2021)。Baker et al.(2012)、Da et al.(2014)和 Gao et al.(2016)等构建了一些国家的国别投资者情绪指标,发现各国投资者情绪是其国内股票市场收益的重要预测因子。那么,在全球视角下,投资者情绪是否会通过影响投资者跨境资产配置进而影响各国跨境资本流动?这一影响对于不同类型投资者有何差异?如何应对全球投资者情绪变化对该经济体资本流动的影响?对此进行研究的为数不多的文献往往使用传统的单一市场指标代表投资者对一国单一市场的风险情绪变化,难以准确估计全球投资者对一国金融市场整体风险情绪变化所产生的影响。此外,研究投资者情绪的资产定价领域的文献更多关注股票市场等细分市场的情绪,而对国别层面投资者情绪这一预测各国股票市场收益的重要因子的探究则发展缓慢。

基于此,本文深入探究全球投资者国别风险情绪对新兴经济体跨境股票资本流动的影响。首先,本文构造了一般均衡跨期选择模型,刻画投资者国别风险情绪负向影响跨境股票净资本流入的理论机理以及投资者风险厌恶程度的调节作用。进一步地,本文基于 Emerging Portfolio Fund Research(EPFR)全球股票型基金微观数据和由大数据文本分析技术构造的全球投资者国别层面风险情绪指标进行实证检验。结果表明:第一,全球投资者对一国的国别风险情绪上升会推升该国的整体风险溢价水平,降低跨境股票型基金净资本流入,尤其是风险厌恶度较高的被动型、开放式和 ETF 基金;第二,提高一国金融市场成熟度和汇率弹性等可以缓解全球投资者国别风险情绪对跨境股票型基金净资本流入的负向影响;第三,在全球风险情绪极端低或者各国股票型基金净资本流入极端高的时期,全球投资者国别风险情绪的影响更为显著。

本文的边际贡献有以下三点:第一,为全球投资者国别风险情绪对跨境股票净资本流入的影响提供了理论依据。本文通过构建一般跨期均衡选择模型,刻画投资者国别风险

情绪影响跨境股票净资本流入的理论机理。第二,为全球投资者国别风险情绪对跨境股票净资本流入的影响提供了稳健的微观证据。本文结合由大数据文本分析技术构造的全球投资者国别风险情绪指标以及 EPFR 数据库提供的全球股票型基金层面微观数据,更好地捕捉全球投资者对各国整体金融和经济风险感知情绪,细致地考察了全球投资者国别风险情绪如何影响全球股票型基金的跨境资本配置。第三,为包括中国在内的新兴经济体完善跨境资本流动管理提供具体的政策建议,包括从基金层面、国别层面、是否处于极端风险时期等维度深入探讨了全球投资者国别风险情绪对跨境股票净资本流入的异质性影响,并据此对资本流动管理提出针对性的政策建议。

二、理论模型与研究假设

为分析全球投资者国别风险情绪变化对跨境股票净资本流入的影响机制,本文借鉴 Persson and Svensson (1989) 与 Bacchetta and Wincoop (2000), 构建了一个开放条件下的一般均衡跨期选择模型,刻画投资者对一国的国别层面风险情绪上升推升该国风险溢价水平,进而导致该国跨境股票净资本流入下降的理论机制。区别于 Persson and Svensson (1989) 与 Bacchetta and Wincoop (2000) 主要研究由资产价格引发的“名义风险”对资本流动及资产跨境配置的影响,本文主要研究投资者国别风险情绪变动的影响。该模型包含本国 (H) 和外国 (F) 两个国家,分为两期 ($t = 1, 2$), 外国变量由星号 (*) 标记。

(一) 商品和资产市场

本文考虑只包括一种禀赋的经济。在第 i 期初,本国和外国居民分别随机得到禀赋 e_i 和 e_i^* , 假设禀赋分为劳动禀赋 e_{iL} 和资本禀赋(股票) e_{iK} , 只有股票可以在第 1 期交易,股票供给量被标准化为 1, 本国和外国股票价格分别为 q_k 和 q_k^* , 在第 2 期的收益分别为 e_{2k} 和 e_{2k}^* 。

$$e_i = e_{iL} + e_{iK} \quad (1)$$

在第 1 期,个人可以投资于本国和外国的名义折价债券或本国和外国的股票,在第 1 期本国和外国名义债券价格分别为 q_b 和 q_b^* , 第 2 期收益分别为 1 单位本地货币,本国居民投资于本国和外国名义债券的实际收益分别为 $1/P$ 和 X/P , P 和 X 分别代表名义价格和名义汇率。假设购买力平价理论成立,则本国和外国居民投资的实际债券收益相等。

本国居民持有本国和外国债券数量记为 b_H 和 b_F , 持有的本国和外国股票数量分别为 k_H 和 k_F , 定义本国居民资产持有数量矩阵 $w' = (b_H, b_F, k_H, k_F)$, 外国居民资产持有数量矩阵 $w^{*'} = (b_H^*, b_F^*, k_H^*, k_F^*)$, 假设名义债券净供给为 0, 股票供给数量为 1。本国居民初始资产头寸 $w_0' = (0, 0, \bar{K}_H, \bar{K}_F)$, 假设 $\bar{K}_H + \bar{K}_F = 1$ 。资产市场出清条件为:

$$w + w^* = \bar{w}, \bar{w}' = (0, 0, 1, 1) \quad (2)$$

(二) 货币市场

本文通过假定商品和资产市场中满足现金先行约束引入货币。在两期不确定性模型

中,假定第 1 期的禀赋与货币供给是已知的,而第 2 期货币供给会受到货币政策影响。则第 1 期货币市场均衡条件为(本国和外国的方程形式相同,因篇幅所限此处只列本国方程):

$$P_1 = M_1/e_1 \quad (3)$$

假设第 1 期货币供给与禀赋数量相等,则 $P_1 = P_1^* = 1$ 。第 2 期状态依存的价格会受到货币政策影响,本文引入对称性假设,即本国收益向量与外国收益向量的方差相同,协方差对称:

$$P_2(s) = M_2(s)/e_1 = P \quad (4)$$

(三)消费者效用最大化与均衡

第 1 期的资产价格向量可定义为 $q' = (q_b, q_b^*, q_k, q_k^*)$, 第 2 期的资产收益向量为 $d' = (1/P, 1/P^*, e_{2K}, e_{2K}^*)$, 本国居民第 1 期和第 2 期预算约束分别为:

$$c_1 = e_1 - (w - w_0)'q, c_2 = e_{2L} + w'd \quad (5)$$

其中, c_1 和 c_2 分别为第 1 期和第 2 期实际消费, e_1 为第 1 期劳动禀赋和资本禀赋收益之和,假设第 1 期和第 2 期收益均服从正态分布,因此第 2 期消费也服从正态分布。消费者偏好形式与 Persson and Svensson(1989)保持一致,用以分离消费者的时间偏好和风险偏好,时间偏好采用跨期可分离的效用函数表示:

$$U(c_1) + \beta U(\hat{c}_2), U(c) = c^{1-1/\rho}/(1-1/\rho) \quad (6)$$

其中, β 为折现因子, $0 < \beta < 1$, ρ 是消费的跨期替代弹性, \hat{c}_2 是 c_2 的确定性等价,风险偏好由关于第 2 期消费确定性等价的常绝对风险厌恶(CARA)效用函数所给定:

$$V(\hat{c}_2) = EV(c_2), V(c) = -e^{-\gamma c} \quad (7)$$

其中, γ 是绝对风险厌恶度,由于资产收益和消费服从正态分布,意味着:

$$\hat{c}_2 = \bar{c}_2 - (\gamma/2)\text{var}(c_2) \quad (8)$$

\bar{c}_2 和 $\text{var}(c_2)$ 分别为 c_2 的均值和方差。假设预期收益向量为 $\bar{d}' = (1, 1, \bar{e}_{2K}, \bar{e}_{2K}^*)$, $\sigma = \text{var}(d)$ 是资产收益矩阵的方差—协方差矩阵,则有:

$$\bar{c}_2 = \bar{e}_{2L} + w'\bar{d}, \text{var}(c_2) = \text{var}(e_{2L}) + w'\sigma w + 2w'\text{cov}(e_{2L}, d) \quad (9)$$

风险调整消费之间的边际替代率为 r , r 是本国居民持有资产的风险调整后收益,也可称为实际利率,也等价于资产预期收益率 $E(R)$ 和投资者所需要的风险溢价 φ 之差。

$$r = U'(c_1)/\beta U'(\hat{c}_2) = E(R) - \varphi \quad (10)$$

对 w 求导,最大化(6)式与对应的外国居民消费效应函数可以得到一阶条件:

$$rq = \bar{d} - \gamma\sigma w - \gamma\text{cov}(e_{2L}, d), r^*q = \bar{d} - \gamma\sigma w^* - \gamma\text{cov}(e_{2L}^*, d) \quad (11)$$

根据对称性假设 $r = r^*$, $q_b = q_b^*$, $q_k = q_k^*$, 结合(1)式和(11)式,可得居民资产持有的均衡条件:

$$w = \bar{w}/2 + \text{cov}(e_{2L}^* - e_{2L}, d)/2\sigma \quad (12)$$

总资本流入、总资本流出和净资本流入分别记为 FI 、 FO 和 NI , 经常账户余额记为 CA , 它们之间的关系为:

$$FO - FI = -NI = CA = q'(w - w_0) \quad (13)$$

对(11)式和(13)式全微分后合并,根据对称性假设 $\gamma = \gamma^*$ 可得:

$$dNI = -dCA = q'\sigma^{-1}q(dr - dr^*)/2\gamma^* \quad (14)$$

由(14)式可知,净资本流入大小受三种因素影响:第一种为 $q'\sigma^{-1}q$ 代表的资产收益风险,随着 $q'\sigma^{-1}q$ 下降,资产收益风险上升,净资本流入下降;第二种为 γ^* 所代表的绝对风险厌恶度,绝对风险厌恶度越大,净资本流入越少;第三种为 $(dr - dr^*)$ 所代表的本国和外国之间风险调整收益变动差,也可写作 $(d(E(R) - \varphi) - d(E(R^*) - \varphi^*))$,假设在一定的本国和外国资产预期收益率下,即 $E(R)$ 、 $E(R^*)$ 一定,当投资者对本国国别层面风险情绪上升,会选择减少本国风险资产持有,需要本国风险资产的风险溢价 φ 上升,导致本国风险调整收益 r 下降,造成 $(dr - dr^*)$ 下降,进而导致净资本流入下降。在经典的资本资产定价模型中,投资的风险溢价水平为市场组合的期望收益率与无风险利率之差,风险溢价水平取决于投资者对投资的风险预期。将其推广至国别层面,在跨境投资中,全球投资者对一国国别风险情绪上升反映全球投资者对该国的投资风险预期上升,此时投资者需要更大的风险溢价补偿。因此,全球投资者国别风险情绪上升会推升一国整体的风险溢价水平,即本国风险资产的风险溢价 φ 上升,会导致本国风险调整收益 r 下降,引起 $(dr - dr^*)$ 下降,进而降低本国的跨境资本流入水平。同时,一些文献使用国别层面主权信贷评级或信贷违约掉期(CDS)指数溢价水平作为国别风险水平的代理变量,发现国别风险指标的上升会负向影响各国的跨境证券资本流入(Kim and Wu, 2008; Cevik and Öztürk, 2020)。结合理论模型(14)式与相关文献,本文提出的基准假设为:

假设1:全球投资者对一国的国别风险情绪上升,会减少投资者对该国股票资产的配置,导致该国跨境股票净资本流入下降。

假设2:全球投资者国别风险情绪上升通过推高一国国别层面风险溢价水平进而影响跨境股票资本流入。

三、数据来源及计量模型设定

(一)数据来源

1. 跨境股票型基金净资本流入

本文的跨境股票型基金净资本流入数据为 EPFR 数据库中主要关注某一国市场的月度股票型基金数据。样本包括阿根廷、西班牙等 17 个国家¹ 1996 年 2 月至 2019 年 10 月的数据,共计 49356 个基金一月观测值。

2. 全球投资者国别风险情绪指标

本文使用的全球投资者国别风险情绪指标来自 Huang et al. (2019)。该指标使用了 1980—2019 年超过三百万条的金融时报日报新闻文本数据,通过文本分析方法和机器学

¹ 包括:阿根廷、巴西、智利、哥伦比亚、丹麦、芬兰、印度尼西亚、以色列、马来西亚、墨西哥、挪威、秘鲁、菲律宾、西班牙、瑞典、泰国、土耳其。

习方法构建情绪指标。主要构造 20 个国家(未包括中国和美国)的关于“担忧”、“风险”、“不确定”、“观点”和“危机”五个方面的风险情绪指标,同时构造“消极”、“积极”情绪指标。他们将五个方面的风险情绪通过语义聚类方法合并为风险情绪指标,然后将风险情绪指标和消极情绪指标通过语义聚类方法合并为综合风险情绪指标。该指标可以反映全球投资者对一国的风险感知情绪,从而可以作为国别层面风险早期预警指标。

3. 控制变量

(1)本国拉动因素:GDP 增长率,大致反映各国综合投资回报率,体现各国的宏观经济基础(张明和肖立晟,2014)。通货膨胀率,是影响短期一国实际投资收益率的重要因素(苟琴等,2012;陈思翀和刘静雅,2018)。股指增长率,当一国股票市场指数上涨时,会吸引基金资本净流入。汇率变动,汇率变化会影响投资者跨境资产配置的投资收益率(彭红枫和祝小全,2019),本文计算直接标价法下当期汇率相对上一期汇率的增长率。平均贷款利率,反映一国的投资回报率,预期与资本流入正相关。金融市场成熟度,金融市场成熟度对跨境资本流动规模可能呈“U 形”影响(杨子晖和陈创练,2015)。汇率弹性,浮动汇率制度下往往伴随着更大的汇率波动,但浮动汇率制下会充分反映一国的风险溢价调整,该变量对资本流入影响不确定(Abbott et al., 2012)。政治稳定度,政治稳定度会影响一国的投资风险,政治稳定度越低投资风险越高(Koepke, 2019)。资本账户开放度,新兴经济体可以借助资本管制来应对跨境资本流动的大幅波动,对于资本管制的作用尚未达成一致结论(刘莉亚等,2013),本文采用 Chinn and Ito(2008)构建的 Kaopen 指标作为资本账户开放度的代理变量。

(2)全球推动因素:全球风险厌恶度,现有文献主要使用标普 500 指数隐含波动率(VIX)作为全球风险厌恶度的代理变量,全球风险厌恶程度的上升会抑制各国的跨境资本流动(Rey, 2013)。美国影子利率,美国货币政策变化是影响全球流动性的重要推动因素,美国政策利率上升会抑制各国的跨境资本流动(Rey, 2013),本文使用美国影子利率作为美国货币政策的代理变量,以克服零利率下限的影响。

为避免样本极端值的影响,本文对所有连续型变量在 1% 和 99% 分位数上做缩尾处理,具体变量描述性统计及数据来源如表 1 所示。

表 1 变量描述性统计

变量	变量定义	观测值	均值	标准差	最小值	最大值	数据来源
<i>Flow</i>	股票型基金净流入 (百万美元)	49356	-0.1941	14.2800	-67.8741	71.6556	EPFR 数据库
<i>Sen_plus</i>	综合风险情绪指标	49356	69.4430	20.5350	3.3284	124.5552	Huang et al. (2019)
<i>Sen</i>	风险情绪指标	49356	48.4817	14.1516	2.6554	95.2381	Huang et al. (2019)
<i>CPI</i>	通货膨胀率(%)	49356	3.8282	5.4654	-1.1670	85.7470	EIU 数据库
<i>GDP</i>	经济增长率(%)	49356	2.8873	2.7496	-13.0320	11.2010	EIU 数据库
<i>DSMIN</i>	股指增长率(%)	49356	0.0060	0.0745	-0.4246	6.5789	EIU 数据库

续表

变量	变量定义	观测值	均值	标准差	最小值	最大值	数据来源
<i>DEXR</i>	汇率变化	49356	0.0042	0.0460	-0.3332	2.4418	EIU 数据库
<i>LIR</i>	平均贷款利率(%)	49356	14.2018	16.9830	1.6080	86.3630	EIU 数据库
<i>FM</i>	金融市场成熟度	49356	0.5619	0.1623	0.1465	0.9464	Sviryzdenka(2016)
<i>ERA</i>	汇率弹性	49356	9.9117	3.5014	1.0000	14.0000	Ilzetzi et al. (2017)
<i>Kaopen</i>	资本账户开放度	49356	0.2614	1.4179	-1.9104	2.3600	Chinn and Ito(2008)
<i>Political</i>	政治稳定度	49356	-0.3141	0.7896	-2.0946	1.5271	世界银行 WGI 指标
<i>VIX</i>	全球风险厌恶度	49356	17.4315	6.4925	10.1255	62.6395	美联储
<i>USSSR</i>	美国影子利率(%)	49356	0.4794	2.6222	-5.3693	6.7351	新西兰央行

(二) 计量模型设定

为检验假设 1 中提出的全球投资者对一国的国别风险情绪上升对该国跨境股票净资本流入的负向影响,本文的基准回归模型设定为:

$$\Delta Flows_{i,c,t} = \alpha + \beta_1 Sen_plus_{c,t-1} + \beta_2 X_{c,t-1} + \delta_i + \vartheta_t + \varepsilon_{i,c,t} \quad (15)$$

其中, $\Delta Flows_{i,c,t}$ 是 t 时期股票型基金 i 配置到 c 国的新增资本流入规模; $Sen_plus_{c,t-1}$ 为 $t-1$ 期全球投资者对 c 国的风险情绪指标,滞后一期以缓解反向因果关系的影响; $X_{c,t-1}$ 作为控制变量,所有控制变量滞后一期。 δ_i 为基金个体固定效应,用于控制不随时间变化的基金层面因素的影响; ϑ 为时间固定效应,控制不随个体变化的全球性因素的共同影响。

四、实证结果分析

(一) 基准回归

表 2 呈现了基准回归结果。前 4 列结果表明,无论是使用个体固定效应模型还是双向固定效应模型,无论是否加入控制变量,全球投资者国别风险情绪的上升都会导致该国的跨境股票型基金净资本流入显著下降,假设 1 得证。根据第(4)列结果,平均而言,全球投资者国别风险情绪上升 1% 会导致该国跨境股票型基金净资本流入下降 0.03%。此外,在第(5)列和第(6)列中,本文进一步考察了金融危机前(2007 年 9 月之前)和金融危机后(2009 年 3 月之后)全球投资者国别风险情绪对跨境股票型基金净资本流入的影响,发现这一影响在金融危机后更为显著。与 Fratzscher(2012)发现金融危机后全球性推动因素对跨境资本流动的影响更为重要不同,本文的实证结果表明,各国整体经济和金融风险变化这一拉动因素通过引发投资者情绪变动对跨境资本流动产生的影响,在金融危机后反而更为重要。因此,各国在管理跨境资本流动时,还应及时关注国际投资者对本国的风险情绪变化。

控制变量中,一国 CPI 增长过快会降低该国的实际投资收益率,也可能会阻碍该国经

济发展,从而降低股票型基金净资本流入。一国股指上涨和平均贷款利率上升会吸引股票型基金净资本流入。在金融市场发展初期,提高金融市场成熟度可能会降低国内平均投资回报率水平,减少股票型基金净资本流入。资本账户开放度较高,会降低资本流动成本,吸引股票型基金净资本流入。浮动汇率制下汇率变化能够及时反映一国的风险溢价调整,吸引股票型基金净资本流入。全球风险厌恶度越高,全球投资者会减少跨境投资以降低风险暴露,从而导致各国的跨境股票型基金净资本流入下降。

表 2 基准回归结果

变量	(1) Flow	(2) Flow	(3) Flow	(4) Flow	(5) 危机前	(6) 危机后
<i>L. Sen_plus</i>	-0.0326 *** (0.0105)	-0.0336 *** (0.0106)	-0.0536 *** (0.0096)	-0.0298 *** (0.0107)	-0.0116 (0.0181)	-0.0334 *** (0.0129)
<i>L. CPI</i>		-0.0569 ** (0.0230)	-0.0788 *** (0.0271)	-0.0568 ** (0.0241)	0.0160 (0.0113)	-0.1562 (0.1008)
<i>L. GDP</i>		0.0148 (0.0602)	-0.0120 (0.0431)	0.0229 (0.0602)	0.0409 (0.0366)	0.0401 (0.1223)
<i>L. DEXR</i>		1.4152 (1.0432)	0.4212 (0.9541)	1.2213 (1.0323)	-0.1210 (0.5299)	4.8587 * (2.8932)
<i>L. LIR</i>		0.1343 *** (0.0472)	0.1300 *** (0.0403)	0.1633 *** (0.0518)	-0.0585 (0.0449)	0.2385 *** (0.0690)
<i>L. DMIN</i>			9.4867 *** (2.5305)	5.1618 ** (2.0219)	4.6957 *** (0.9727)	6.0859 * (3.3802)
<i>L. FM</i>			-4.3509 * (2.2799)	-5.2626 ** (2.6355)	0.1384 (2.7787)	-10.1313 * (5.6760)
<i>L. ERA</i>			0.1188 * (0.0637)	0.0786 (0.0657)	-0.0034 (0.0442)	0.4066 (0.5395)
<i>L. Kaopen</i>			0.7760 *** (0.2815)	0.7709 ** (0.3084)	0.0317 (0.2512)	1.1702 (0.8977)
<i>L. Political</i>			-0.2602 (0.3743)	0.3507 (0.3919)	0.0654 (0.4508)	0.8191 (0.8980)
<i>L. VIX</i>			-0.0306 ** (0.0146)			
<i>L. USSSR</i>			-0.0610 (0.0642)			

变量	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
	Flow	Flow	Flow	Flow	危机前	危机后
常数项	2.8872 ^{***} (0.7673)	-0.0105 (1.1242)	3.4583 ^{***} (1.2709)	0.5863 (1.4951)	1.7781 (1.9591)	5.1683 (6.9033)
基金个体固定效应	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
时间固定效应	Yes	Yes	No	Yes	Yes	Yes
基金聚类稳健标准误	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
观测值	49356	49356	49356	49356	8124	39731
调整后的 R ²	0.0271	0.0280	0.0071	0.0291	0.0442	0.0249

注:(1)括号内为标准误;(2)*, **, ***分别表示在 10%, 5%, 1% 的置信水平上显著,下同。

(二)影响机制:风险溢价渠道

借鉴 Kalemli - Özcan (2019) 的做法,本文使用各国政策利率与美国影子利率之差 (Prem) 来衡量一国整体风险溢价水平。表 3 第(1)列结果显示,全球投资者国别风险情绪上升显著推升了一国整体风险溢价水平。第(2)列结果则表明,一国风险溢价水平上升会进一步降低一国跨境股票型基金净资本流入水平,并且在控制风险溢价水平后,全球投资者国别风险情绪对基金净资本流入的作用显著降低。第(3)列加入全球投资者国别风险情绪与一国整体风险溢价水平的交乘项,交乘项系数显著为负,进一步说明全球投资者国别风险情绪会通过推升一国整体风险溢价水平进而降低该国的净资本流入水平,假设 2 得证。

表 3 风险溢价渠道影响机制

变量	(1)	(2)	(3)
	L. Prem	Flow	Flow
L. Sen_plus	0.0042 ^{**} (0.0469)	-0.0293 ^{***} (0.0019)	0.0364 (0.0106)
L. Prem		-0.1229 ^{**} (0.0546)	-0.0303 ^{***} (0.0078)
L. Sen_plus × L. Prem			-0.0012 ^{**} (0.0005)
控制变量	Yes	Yes	Yes
基金个体固定效应	Yes	Yes	Yes
时间固定效应	Yes	Yes	Yes
基金聚类稳健标准误	Yes	Yes	Yes

续表

变量	(1) L. Prem	(2) Flow	(3) Flow
观测值	49356	49356	49356
调整后的 R^2	0.8516	0.0293	0.0294
Sobel 检验 p 值	0.0820		

(三) 异质性研究

1. 投资者风险厌恶度的影响

根据(14)式可知,投资者风险厌恶度是影响一国跨境股票净资本流入的重要因素,在一定的全球投资者国别风险情绪影响下,绝对风险厌恶度更高的投资者对该国股票型基金配置的降幅更大。现有文献表明,投资者风险厌恶度影响投资者对风险资产的投资。Kumar and Persaud(2002)发现投资者风险偏好程度下降时,投资者会减少风险资产暴露,进而导致风险资产价格下降。而基金类型的差异体现了基金的投资风险厌恶度(Brandão - Marques et al., 2015)。投资者风险厌恶度越高对市场风险越敏感,国别层面风险情绪上升对风险厌恶度高的基金影响会更强。因此,本文进一步根据基金类型区分投资者风险厌恶度,考察全球投资者国别风险情绪的异质性影响。结果汇报在表4中。

第(1)列和第(2)列分别检验全球投资者国别风险情绪上升对被动型基金和主动型基金的异质性影响。全球投资者国别风险情绪上升会导致被动型基金净资本流入显著下降,这可能是由于相较于主动型基金,被动型基金主要追求稳定收益,风险厌恶度更高。第(3)列和第(4)列分别检验全球投资者国别风险情绪上升对终端投资者主要为机构投资者的基金和主要为散户投资者的基金的异质性影响。全球投资者国别风险情绪上升会导致机构投资者为主的基金净流入显著下降,这一现象可能与机构投资者和散户投资者之间信息获取能力差异相关。第(5)列和第(6)列分别检验全球投资者国别层面风险情绪上升对封闭式基金和开放式基金的异质性影响。全球投资者国别风险情绪上升会对开放式基金配置产生显著的负向影响,这可能是因为封闭式基金在封闭期内投资者无法赎回,投资者赎回压力小,在一定程度上会增加基金的风险偏好。第(7)列和第(8)列分别检验全球投资者国别风险情绪上升对ETF基金和共同基金的异质性影响。全球投资者国别风险情绪上升对ETF基金配置产生显著的负向影响,ETF基金可以日内交易,而共同基金只能在交易日结束时交易,ETF基金的终端投资者可以在面对风险时便捷地赎回份额,对基金配置产生影响。

表 4 基金层面异质性特征的影响

变量	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)
	被动	主动	机构	散户	开放	封闭	ETF	共同
L. Sen_plus	-0.1546** (0.0625)	-0.0331 (0.0335)	-0.1402** (0.0621)	-0.0434 (0.0429)	-0.0709* (0.0376)	-0.0023 (0.0223)	-0.1620** (0.0720)	-0.0390 (0.0338)
控制变量	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
基金个体固定效应	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
时间固定效应	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
基金聚类稳健标准误	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
观测值	16142	33160	17666	25764	38161	1712	12379	32978
调整后的 R ²	0.0381	0.0100	0.0270	0.0094	0.0157	0.2052	0.0511	0.0103
Suest 检验 P 值	0.0000		0.1098		0.0160		0.0001	

2. 国家层面异质性特征的影响

国家层面经济特征作为跨境资本流动的拉动因素会影响一国的投资收益与风险,由此产生国家层面异质性影响(谭小芬和李兴申,2019)。本文分别按全样本的金融市场成熟度、汇率弹性、资本账户开放度和政治稳定度的中位数,将样本分为高低两组国家,分别研究在不同的国家层面经济特征下,全球投资者国别风险情绪对跨境股票型基金净资本流入的影响。本文预期,金融市场成熟度越低、汇率弹性越低、资本账户开放程度越高、政治稳定度越低的国家,投资风险或对外风险暴露程度相对更高,全球投资者国别风险情绪变化对基金配置到这些国家的影响会更强。结果汇报在表 5 中。

第(1)列和第(2)列按照金融市场成熟度指标将样本分为低金融市场成熟度和高金融市场成熟度两组。在金融市场成熟度较低的情况下全球投资者国别风险情绪上升会导致一国跨境股票型基金净资本流入显著下降,这可能是由于当一国金融市场发展不成熟,在投资者国别风险情绪上升时投资者需要更高的风险溢价补偿。第(3)列和第(4)列按照汇率弹性分为低汇率弹性和高汇率弹性两组。对于低汇率弹性和高汇率弹性的国家,全球投资者国别风险情绪上升都会导致一国跨境股票型基金净资本流入显著下降,低汇率弹性国家受全球投资者国别风险情绪的影响更强。第(5)列和第(6)列按资本账户开放度分为低资本账户开放度和高资本账户开放度两组,高资本账户开放度的国家受到显著影响,因此对于新兴经济体来说,需要保持合理的资本账户管制程度,预防跨境资本流动剧烈波动风险。第(7)列和第(8)列按政治稳定度分为低政治稳定度和高政治稳定度两组,低政治稳定度国家的投资政治风险较高,对全球投资者资产配置的影响更显著。因此,对于金融市场成熟度越低、汇率弹性越低、资本账户开放程度越高、政治稳定度越低的国家,更应警惕投资者风险情绪变动引发的跨境资本流动波动风险。

表 5 国家层面异质性特征的影响

变量	金融市场成熟度		汇率弹性		资本账户开放度		政治稳定度	
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)
	低成熟	高成熟	低弹性	高弹性	低开放	高开放	低稳定	高稳定
L. Sen_plus	-0.0570*** (0.0167)	-0.0220 (0.0168)	-0.0456** (0.0180)	-0.0378*** (0.0143)	-0.0219 (0.0219)	-0.0293** (0.0116)	-0.0426** (0.0177)	-0.0079 (0.0145)
控制变量	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
基金个体固定效应	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
时间固定效应	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
基金聚类稳健标准误	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
观测值	23799	25557	12474	36882	17321	32035	23867	25489
调整后的 R ²	0.0480	0.0345	0.0468	0.0364	0.0531	0.0364	0.0491	0.0364
Suest 检验 P 值	0.0000		0.0001		0.0002		0.0062	

(四) 进一步研究

1. 全球投资者国别风险情绪与全球风险情绪的差异化影响

在基准模型中,本文不仅发现全球投资者国别风险情绪对各国的跨境股票型基金净资本流入的显著影响,也发现代表全球风险情绪的 VIX 指标有显著影响,后者与 Fratzscher(2012)等文献的发现一致。全球风险情绪与全球投资者国别风险情绪对跨境资本流动可能存在交互影响。本文进一步研究全球风险情绪处于极端情况时,全球投资者国别风险情绪对跨境资本流动的影响是否存在差异。本文将全球风险情绪分为极高时期(VIX 指标处于 75% 或 90% 分位数之上)和极低时期(VIX 指标处于 10% 或 25% 分位数之下)。由表 6 第(1)列和第(2)列可知,当全球风险情绪处于极高时期,全球投资者国别风险情绪不再对跨境资本流动有显著影响。而由第(3)列和第(4)列可知,当全球投资者风险情绪处于极低时期,跨境股票型基金净资本流入受全球投资者国别风险情绪的显著影响。

表 6 全球风险情绪极端时期的影响

变量	(1)	(2)	(3)	(4)
	VIX > p75	VIX > p90	VIX < p10	VIX < p25
L. Sen_plus	-0.0004 (0.0230)	-0.0223 (0.0347)	-0.0407* (0.0245)	-0.0397** (0.0190)
控制变量	Yes	Yes	Yes	Yes
基金个体固定效应	Yes	Yes	Yes	Yes

续表				
变量	(1) VIX > p75	(2) VIX > p90	(3) VIX < p10	(4) VIX < p25
时间固定效应	Yes	Yes	Yes	Yes
基金聚类稳健标准误	Yes	Yes	Yes	Yes
观测值	12395	4560	5425	12598
调整后的 R ²	0.0593	0.0638	0.0221	0.0246

2. 跨境股票型基金净资本流入极端情况的影响

面对跨境资本流动的剧烈波动,表 7 第(1) – (4)列分别抽取各国跨境股票型基金净资本流入低于 10% 分位数和低于 25% 分位数的极低时期、高于 90% 分位数和高于 75% 分位数的极高时期的样本。发现在跨境股票型基金净流入处于极低水平时,全球投资者国别风险情绪的作用并不显著。而当跨境股票型基金净流入处于极高水平时,全球投资者国别风险情绪的作用显著。说明当一国面临资本涌入时,要格外关注全球投资者国别风险情绪上升的重要影响,及时应对资本回撤对金融稳定的冲击。

表 7 各国净资本流入极端时期的影响

变量	(1) Flow < p10	(2) Flow < p25	(3) Flow > p90	(4) Flow > p75
L. Sen_plus	0.0299 (0.0336)	0.0082 (0.0181)	-0.0744 ** (0.0308)	-0.0491 *** (0.0170)
控制变量	Yes	Yes	Yes	Yes
基金个体固定效应	Yes	Yes	Yes	Yes
时间固定效应	Yes	Yes	Yes	Yes
基金聚类稳健标准误	Yes	Yes	Yes	Yes
观测值	4951	12407	4880	12218
调整后的 R ²	0.1135	0.0767	0.1056	0.0800

(五) 稳健性检验

本文使用以下方法进行稳健性检验,得到的结论与基准回归模型结果保持一致¹。

(1) 替换核心解释变量。稳健性检验中使用只包含“担忧”、“风险”、“不确定”、“观点”、“危机”五个方面的风险情绪指标代替基准回归中的综合风险情绪指标。

¹ 为节约篇幅,未汇报稳健性检验结果,留存备索。

(2) 改变核心解释变量滞后期。通过改变全球投资者国别风险情绪指标的滞后期, 可以观察其长期影响。在稳健性检验中, 本文分别将全球投资者国别风险情绪指标滞后 2~6 期。发现全球投资者国别风险情绪的影响呈现“先增后减”的趋势, 在滞后 4 期时达到最大, 之后影响开始减弱, 但到第 6 期依然有显著影响, 表明全球投资者国别风险情绪对跨境资本流动的影响具有持续性。

(3) 排除 2008 年国际金融危机极端时期的影响。2008 年金融危机时期各国跨境资本流动大幅波动, 跨境资本纷纷流入避险资产市场。为排除这段时间内极端事件的影响, 本文剔除了 2007 年 9 月至 2009 年 3 月金融危机时期的样本。

(4) 考虑遗漏变量和非随机样本选择问题。未控制的遗漏变量或非随机样本选择可能会导致估计偏差, 本文参考 Frank (2000) 和 Frank et al. (2013) 的方法, 进行两个检验: 一是根据回归模型中其他变量与不可观测变量的相关系数量化因果推断的稳健性, 本文中遗漏变量的总影响为 $0.093 \times (-0.093) = -0.0087$, 总体影响很小; 二是使用 Rubin 因果模型解释偏差导致因果推断失效的程度, 本文的核心解释变量国别层面综合风险情绪 L_Sen_plus 需要被效应为零的样本替代的比例为 49.00% (24184 个样本), 说明本文结果具有稳健性。

五、结论与政策建议

在金融开放背景下, 跨境资本异常流动往往会影响到金融稳定。随着我国股票市场双向开放步伐的不断推进, 分析波动性较强的跨境股票资本流动的驱动因素对于维护我国金融稳定至关重要。传统的“推动—拉动因素”分析框架主要关注全球与国别层面传统的经济金融因素, 对全球投资者国别风险情绪的研究发展缓慢。本文首先构造了一般均衡跨期选择模型来刻画投资者国别风险情绪负向影响跨境股票净资本流入的理论机理以及投资者风险厌恶度的调节作用, 并基于由大数据文本分析技术构造的全球投资者国别层面风险情绪指标和 EPFR 全球股票型基金层面的微观数据, 细致地分析了全球投资者国别风险情绪对跨境股票型基金净资本流入的影响。

本文的主要结论为: 第一, 全球投资者对一国国别风险情绪上升会推升该国的整体风险溢价水平, 导致全球投资者减少对该国股票市场的资产配置, 造成该国跨境股票型基金净资本流入下降; 第二, 被动型基金、开放式基金和 ETF 基金的风险厌恶度更高, 对风险情绪的反应更强烈; 第三, 一国金融市场成熟度越低、汇率弹性越低、资本账户开放程度越高、政治稳定度越低, 跨境股票型基金净资本流入受全球投资者国别风险情绪的影响越强; 第四, 当全球风险情绪处于极高时期, 跨境股票型基金净资本流入主要受全球风险情绪的影响。当全球风险情绪处于极低时期, 跨境股票型基金净资本流入受全球投资者国别风险情绪的显著影响。全球投资者国别风险情绪在各国跨境股票型基金净资本流入水平处于极高时期影响更为显著, 因此, 各国需要格外关注资本涌入时期全球投资者国别风险情绪的作用。

当前,全球金融市场中的国际金融风险日益复杂、跨境资本流动波动更加剧烈。在资本流动管理中,应关注全球投资者国别风险情绪在短期内对跨境资本流动的影响,防范其对我国经济金融平稳运行造成的冲击。在吸引境外投资者进入我国股票市场的同时,也要注意监测境外投资者结构特征,警惕高风险厌恶投资者引起的国别风险情绪变化进而导致的资金流出问题。此外,在推进资本账户开放时,进一步增强汇率弹性。最后,要完善跨境资本流动管理框架和宏观审慎调控机制,综合利用货币政策和宏观审慎监管政策,加强政策协调,更好地防范和化解跨境资本流动带来的金融风险。

参考文献

- [1] 陈思舫和刘静雅,2018,《套息交易对中国短期资本流动的影响——基于动态资产组合理论的研究》,《金融研究》第6期,第73~90页。
- [2] 荀琴、王戴黎、鄢萍和黄益平,2012,《中国短期资本流动管制是否有效》,《世界经济》第2期,第26~44页。
- [3] 姜富伟、孟令超和唐国豪,2021,《媒体文本情绪与股票回报预测》,《经济学(季刊)》第4期,第1323~1344页。
- [4] 靳玉英、罗子媛和聂光宇,2020,《国际基金投资视角下中国资本流动管理:有效性和外溢性》,《经济研究》第7期,第21~40页。
- [5] 刘莉亚、程天笑、关益众和杨金强,2013,《资本管制能够影响国际资本流动吗?》,《经济研究》第5期,第33~46页。
- [6] 彭红枫和祝小全,2019,《短期资本流动的多重动机和冲击:基于TVP-VAR模型的动态分析》,《经济研究》第8期,第36~52页。
- [7] 谭小芬和李兴申,2019,《新兴经济体应对国际资本流动:文献综述》,《经济社会体制比较》第4期,第179~191页。
- [8] 谭小芬、李兴申和荀琴,2022,《美国贸易政策不确定性下新兴经济体跨境股票资本流动》,《财贸经济》第1期,第76~90页。
- [9] 杨晓兰、沈翰彬和祝宇,2016,《本地偏好、投资者情绪与股票收益率:来自网络论坛的经验证据》,《金融研究》第12期,第143~158页。
- [10] 杨子晖和陈创练,2015,《金融深化条件下的跨境资本流动效应研究》,《金融研究》第5期,第34~49页。
- [11] 张明和肖立晟,2014,《国际资本流动的驱动因素:新兴市场与发达经济体的比较》,《世界经济》第8期,第151~172页。
- [12] Abbott, A., D. O. Cushman, and De G. Vita. 2012. "Exchange Rate Regimes and Foreign Direct Investment Flows to Developing Countries", *Review of International Economics*, 20 (1): 95~107.
- [13] Bacchetta, P., and Van E. Wincoop. 2000. "Trade in Nominal Assets and Net International Capital Flows", *Journal of International Money & Finance*, 19(1): 55~72.
- [14] Baker, M., and J. Wurgler. 2007. "Investor Sentiment in the Stock Market", *Journal of Economic Perspectives*, 21 (2): 129~152.
- [15] Baker, M., J. Wurgler, and Y. Yuan. 2012. "Global, Local, and Contagious Investor Sentiment", *Journal of Financial Economics*, 104(2): 272~287.
- [16] Brandão - Marques, M. L., G. Gelos, H. Ichiue, and H. Oura. 2015. "Changes in the Global Investor Base and the Stability of Portfolio Flows to Emerging Markets", *IMF Working Paper*, No. 15/277.
- [17] Cerutti, E., S. Claessens, and D. Puy. 2019. "Push Factors and Capital Flows to Emerging Markets: Why Knowing Your Lender Matters More than Fundamentals", *Journal of International Economics*, 119:133~149.

- [18] Cevik, S. , and B. Öztürkcal. 2020. “Contagion of Fear: Is the Impact of COVID – 19 on Sovereign Risk Really Indiscriminate?”, *IMF Working Paper*, No. 263.
- [19] Chinn, M. D. , and H. Ito. 2008. “A New Measure of Financial Openness”, *Journal of Comparative Policy Analysis*, 10(3): 309 ~ 322.
- [20] Da, Z. , E. Joseph, and P. J. Gao. 2014. “The Sum of All FEARS Investor Sentiment and Asset Prices”, *The Review of Financial Studies*, 28(1): 1 ~ 32.
- [21] Fan, H. , Q. Gou, Y. C. Peng, and W. J. Xie. 2020. “Spillover Effects of Capital Controls on Capital Flows and Financial Risk Contagion”, *Journal of International Money & Finance*, 105: 1 ~ 16.
- [22] Forbes, K. J. , M. Fratzscher, T. Kostka, and R. Straub. 2016. “Bubble thy Neighbor: Portfolio Effects and Externalities from Capital Controls”, *Journal of International Economics*, 99: 85 ~ 104.
- [23] Frank, K. A. 2000. “Impact of a Confounding Variable on the Inference of a Regression Coefficient”, *Sociological Methods and Research*, 29(2): 147 ~ 194.
- [24] Frank, K. A. , S. Maroulis, M. Duong, and B. Kelcey. 2013. “What Would It Take to Change an Inference?: Using Rubin’s Causal Model to Interpret the Robustness of Causal Inferences”, *Education, Evaluation and Policy Analysis*, 35: 437 ~ 460.
- [25] Fratzscher, M. 2012. “Capital Flows, Push versus Pull Factors and the Global Financial Crisis”, *Journal of International Economics*, 88(2): 341 ~ 356.
- [26] Fratzscher, M. , M. L. Duca, and R. Straub. 2018. “On the International Spillovers of US Quantitative Easing”, *The Economic Journal*, 128(608): 330 ~ 377.
- [27] Gao, C. , and I. Martin. 2021. “Volatility, Valuation Ratios, and Bubbles: An Empirical Measure of Market Sentiment”, *The Journal of Finance*, 76(6): 3211 ~ 3254.
- [28] Gao, Z. , H. Ren, and B. Zhang. 2016. “Googling Investor Sentiment Around the World”, *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 1 ~ 66.
- [29] Huang, C. Y. , S. Simpson, D. Ulybina, and A. Roitman. 2019. “News – Based Sentiment Indicators”, *IMF Working Paper*, No. 19/273.
- [30] Huang, D. , F. Jiang, J. Tu, and G. Zhou. 2015. “Investor Sentiment Aligned: A Powerful Predictor of Stock Returns”, *The Review of Financial Studies*, 28(3): 791 ~ 837.
- [31] Ilzetzki, E. , C. M. Reinhart, and K. S. Rogoff. 2017. “Exchange Arrangements Entering the 21st Century: Which Anchor will Hold?”, *NBER Working Paper*, No. 23134.
- [32] IMF. 2020. “Chapter3: Emerging and Frontier Markets Managing Volatile Portfolio Flows”, *IMF Global Financial Stability Report*.
- [33] Kalemli – Özcan, S. 2019. “U. S. Monetary Policy and International Risk Spillovers”, *NBER Working Paper*, No. 26297.
- [34] Kim, S. J. , and E. Wu. 2008. “Sovereign Credit Ratings, Capital Flows and Financial Sector Development in Emerging Markets”, *Emerging Markets Review*, 9(1): 17 ~ 39.
- [35] Koepke, R. 2019. “What Drives Capital Flows to Emerging Markets? A Survey of the Empirical Literature”, *Journal of Economic Surveys*, 33(2): 516 ~ 540.
- [36] Kumar, M. S. , and A. Persaud. 2002. “Pure Contagion and Investors’ Shifting Risk Appetite: Analytical Issues and Empirical Evidence”, *International Finance*, 5: 401 ~ 426.
- [37] Persson, T. , and L. E. Svensson. 1989. “Exchange Rate Variability and Asset Trade”, *Journal of Monetary Economics*, 23(3): 485 ~ 509.
- [38] Puy, D. 2016. “Mutual Funds Flows and the Geography of Contagion”, *Journal of International Money & Finance*, 60:

73 ~ 93.

- [39] Raddatz, C. , S. L. Schmukler, and T. Williams. 2017. "International Asset Allocations and Capital Flows: The Benchmark Effect", *Journal of International Economics*, 108: 413 ~ 430.
- [40] Rey, H. 2013. "Dilemma not Trilemma: The Global Financial Cycle and Monetary Policy Independence", in Federal Reserve Bank of Kansas City Jackson Hole Economic Symposium Proceedings, 285 ~ 333.
- [41] Sviridzenka, K. 2016. "Introducing a New Broad - Based Index of Financial Development", *IMF Working Paper*, No. 16/5.

The Impact of Global Investors' Country - level Risk Sentiment on Cross - border Equity Capital Flows

TAN Xiaofen LI Xingshen GOU Qin

(School of Finance, Central University of Finance and Economics;
School of Economics, Capital University of Economics and Business)

Summary: The "14th Five - Year Plan" promotes the opening of the financial industry and deepening the interconnection of domestic and foreign capital markets. With the pace of opening up of the capital market accelerating, its breadth, depth, and convenience are constantly improving, and the scale of foreign capital inflow is increasing. Cross - border capital market transactions will become an increasingly important financial activity. Opening of the capital market can attract foreign capital inflows, expand financing channels, improve the efficiency of the capital market, and accelerate the construction of a new development pattern in which dual domestic and international cycles promote each other. However, we must also be alert to the financial risks arising from the violent fluctuation of cross - border capital flows. The "14th Five - Year Plan" proposes improving the management framework of cross - border capital flows and the risk prevention and response capabilities under the conditions of opening up. Therefore, an in - depth understanding of the driving factors of cross - border capital flows, accurate judgment, and timely monitoring of the changes and impacts of the driving factors are critical for improving the management efficiency of cross - border capital flows and realizing a high level of financial openness.

Since the 2008 financial crisis, there has been a significant increase in global uncertainty, which has triggered a rise in global investors' sentiment toward foreign equity investment, especially in emerging economies. As the scale of China's cross - border equity capital flows continues to expand, exploring the impact of global investors' country - level risk sentiment on cross - border equity capital flows provides important policy implications that will help China improve its capital flow management framework and respond to the impact of global uncertain events.

This paper deeply explores the impact of global investors' country - level risk sentiment on cross - border equity capital flows in emerging economies by constructing a general equilibrium intertemporal selection model to describe the theoretical mechanism through which investors' country - level risk sentiment negatively affects the net capital inflows of cross - border equity and the moderating effect of investors' risk aversion. Further, this paper conducts an empirical test based on the micro data of EPFR global equity funds and the risk sentiment

index of global investors at the country level constructed by big data text analysis technology. The results show that: First, the rise of global investors' country - level risk sentiment increases the country's overall risk premium level, prompting equity funds to significantly reduce the net capital inflow to the country, especially if investors' risk aversion is high. Second, improving the maturity of a country's financial market and exchange rate flexibility and maintaining a reasonable level of capital account control can alleviate the impact of global investors' country - level risk sentiment on the net capital inflows of cross - border equity funds. Finally, when global risk sentiment is extremely low or the net capital inflows of equity funds in various countries are extremely high, the impact of global investors' country - level risk sentiment is more significant.

The marginal contributions of this paper are as follows. First, it provides a theoretical basis for the impact of global investors' country - level risk sentiment on the net capital inflows of cross - border equity. By constructing a general intertemporal equilibrium selection model, this paper depicts the theoretical mechanism through which investors' country - level risk sentiment affects the net capital inflows of cross - border equity. Second, it provides robust micro evidence for the impact of global investors' country - level risk sentiment on the net capital inflows of cross - border equity. By combining the global investors' country - level risk sentiment index constructed by a big data text analysis method and the global equity fund - level micro data provided by the EPFR database, this paper captures global investors' perceptions of the overall financial and economic risk sentiment of each country. This paper also examines how global investors' country - level risk sentiment affects the cross - border capital allocation of global equity funds. Third, this paper provides detailed policy suggestions for emerging economies including China to improve the management of cross - border capital flows. We explore the heterogeneous impact of global investors' country - level risk sentiment on the net capital inflows of cross - border equity from horizontal and vertical dimensions such as fund level, country level, and whether it is in an extreme risk period. Based on our findings, we propose targeted policy suggestions for capital flow management.

Keywords: Cross - border Capital Flows, Equity Funds, Investors' Sentiment, Financial Opening

JEL Classification: F32, F36, G11

(责任编辑:李文华)(校对:LH)