

金融开放面临的地缘政治风险*

——基于AH股溢价的视角

梁裕珩 袁凯彬 陈煜璇 朱孟楠

内容摘要：在我国不断加快高水平制度型对外开放的背景下，全球地缘政治局势日益紧张可能带来严峻的外部风险。考虑到中国香港与内地金融市场的不同开放程度，本文以两地交叉上市的公司为切入点，利用全球地缘政治风险数据考察我国企业在完全与非完全开放市场之间的地缘政治风险溢价。研究结果显示：地缘政治风险加剧会显著降低同一上市公司在完全开放市场中的股票价格，进而扩大相应的AH股溢价。本文进一步发现：中国内地与中国香港金融市场交易差异和投资者预期不确定性两个机制共同影响AH股溢价的地缘政治风险溢价；此外，更详细的信息披露有助于抵御外部地缘政治风险的负面冲击。本文不仅为防范资本市场对外开放过程中的潜在风险提供了理论依据，而且对统筹好开放与安全具有一定参考价值。

关键词：高水平制度型对外开放 地缘政治风险 交叉上市 AH股溢价

中图分类号：F830

文献标识码：A

DOI:10.16475/j.cnki.1006-1029.2025.09.005

引 言

随着改革开放进程的不断深化，中国已紧密融入全球市场之中，特别是在资本市场对外开放方面取得了显著进展。中国致力于进一步扩大对外开放，但近年来地缘政治风险却给这一进程带来了不容忽视的潜在挑战。国务院2024年4月出台《关于加强监管防范风险推动资本市场高质量发展的若干意见》（简称“新‘国九条’”），强调在进一步深化资本市场改革的同时，要统筹好开放和安全两大目标。因此，厘清如何在扩大资本市场开放的同时，深入贯彻习近平总书记关于“将防控风险视为金融工作的永恒主题”的指示，对我国金融强国建设具有重要意义。为此，本文从微观层面考察我国资本市场在完全开放与非完全开放状态下对国际地缘政治风险的响应是否存在差异，并研究这种差异经由何种机制传导，以期为金融强国建设提供学术参考。

作者简介：梁裕珩，经济学博士，广东外语外贸大学金融学院讲师、金融开放发展研究院研究员；袁凯彬（通讯作者），经济学博士，西南财经大学金融学院讲师，邮箱：yuankb@swufe.edu.cn；陈煜璇，经济学学士，广州农商银行；朱孟楠，经济学博士，厦门大学经济学院教授，博士生导师。

***基金项目：**本文获国家自然科学基金青年项目“信息传播偏差与金融风险跨国传染：机制、效应及对策”（72303046）、国家自然科学基金青年项目“人民币参与国际结算的微观效应及作用机制研究：中国出口企业视角”（72303189）、国家自然科学基金面上项目“地缘政治博弈与冲突加剧下的中国外汇储备有效管理：路径优化、机制重塑与风险管控”（72573145）、广东省哲学社会科学规划项目一般项目“央行沟通对人民币国际化的影响研究”（GD25CYJ01）资助。

事实上,要准确分离出我国资本市场扩大开放后地缘政治风险带来的微观层面冲击,存在一些技术困难。本文结合中国资本市场“A+H股”双市场的现实情况构建一个独特的分析思路。在这种双市场的运行模式中,A股在中国内地市场交易,而H股则在中国香港市场交易。同一家公司的A股与H股在本质上同股同权,但人民币在资本账户下尚未实现完全自由兑换,而港币则在资本账户下完全自由兑换。通过聚焦同时在A股和H股上市的公司,能够有效排除公司基本面信息(例如,盈利能力、海外收入占比)差异,从而比较其在两个市场分别交易的股票价格变化之差,估测资本市场扩大开放下地缘政治风险对微观企业的影响。

相较于已有研究,本文的主要贡献如下。第一,在金融风险的理论研究方面,本文深化了对于地缘政治风险在不同市场开放度条件下如何影响金融资产价格形成机制的理解。通过探索“A+H股”上市公司股票价格在地缘政治风险冲击下的不同反应,本文扩展了金融市场与地缘政治风险相互作用的理论框架,为金融经济学领域研究提供了新的视角。第二,在因果关系识别方面,本文采用俄乌冲突这一冲击,为探讨地缘政治风险对金融资产价值冲击的因果机制提供一种新的研究思路,也为理解和应对相关风险提供了实证依据。第三,当前全球化与逆全球化浪潮相互交织,地缘政治风险成为一个特殊的系统性风险来源。在此背景下,本文结论能够为新“国九条”提出的统筹好开放与安全这一重要要求提供学术支持,并为金融监管机构和市场参与者的风险管理和决策提供理论参考。

一、文献综述

(一) 资本市场对外开放与金融市场

关于资本市场对外开放的影响,学界观点不一。一方面,部分学者认为,其能增加市场深度(Klein & Olivei, 2008)、推动金融体系改革(Bekaert et al., 2005; 马勇等, 2023)并促进实体经济增长(Bekaert et al., 2005; 于博和吴菡虹, 2020)。另一方面,部分学者指出,其会使国际风险跨境传导,增加市场波动(Stiglitz, 2000; 许从宝等, 2016),且境外投资者可能存在短期行为(Choe et al., 2005),降低定价效率(Chan et al., 2008)。

值得注意的是,开放进程中跨市场价差依然普遍存在。不同于多数市场中的“外资溢价”(Bailey et al., 1999),中国存在独特的“AH股溢价”现象(沈红波等, 2008)。对此的解释主要涉及信息不对称(Brennan & Cao, 1997; 王建峰等, 2014)、流动性差异(胡章宏和王晓坤, 2008)、投资者情绪(陆静和周媛, 2015)以及交易制度(王朝阳和王振霞, 2017; 张兵和朱红兵, 2022; 金永红等, 2025)。

总体而言,已有关于包括AH股在内的跨市场的资产价格研究侧重于关注中国内地与中国香港投资者获取信息的渠道和方式存在的差异、两地市场不同的交易机制和流动性条件,以及投资者风险承受能力和预期回报的差异。

(二) 地缘政治风险

当前,地缘政治风险受到广泛关注。在国际货币基金组织(IMF)2022年4月发布的《世界经济展望报告》^①中,“战争”一词共出现了122次,反映出国际社会对此类风险的高度警觉。俄乌冲突、巴以冲突等地缘政治事件层出不穷,给全球经济前景带来了极大的不确定性(卜林等, 2021; 陈学彬和龙磊, 2024)。地缘政治风险虽然并非传统的金融风险的研究范畴,但其却逐渐成为影响全球和平与发展的关键因素,对宏观经济和金融市场造成深远影响,增加了全球经济形势的严峻性和复杂性。根据世界经济论坛发布的《2024年全球风险报告》^②,地缘政治风险被列为当前五大全

^①资料来源: <https://www.imf.org/zh/Publications/WEO/Issues/2022/04/19/world-economic-outlook-april-2022>。

^②资料来源: <https://www.weforum.org/publications/global-risks-report-2024/>。

球经济发展风险之一，其中，“地缘经济对抗”（Goeconomic Confrontation）被认为是未来十年对全球构成最大威胁的重大风险之一。随着中国经济深度融入全球市场，地缘政治安全与稳定对中国的稳定与发展愈发重要。

因此，有必要推动并支持跨学科、大数据的地缘政治风险研究，加深对地缘政治动态的理解与分析（熊琛然等，2020）。地缘政治风险的扩散不仅改变了市场主体的预期，还可能引发恐慌情绪，从而产生“羊群效应”，成为股票市场异常波动的一个重要驱动因素（Balcilar et al., 2018; Zarembo et al., 2022）。

（三）文献评述

在2023年8月举办的第十五次金砖国家领导人会晤中，习近平总书记强调了当前地缘政治风险在全球化背景下对国际关系和经济发展带来的深刻影响，指出“冷战思维阴魂不散，地缘政治形势严峻”。虽然已有文献探讨了资本市场对外开放的宏观经济效应，但在以下两方面仍有待进一步研究：一是关于地缘政治风险在企业层面的风险暴露，二是不同资本市场开放程度对金融资产价格形成机制的影响。因此，深入探索地缘政治风险在不同开放程度的资本市场中对金融资产定价机制的影响尤为重要。本研究不仅能够帮助决策者更好地评估和理解地缘政治风险对金融市场的具体影响，还有助于为在全球化背景和复杂国际环境下进行决策提供参考。

二、研究设计

（一）假设提出与模型设定

在当前金融市场中，难以准确测度中国资本市场扩大开放后，地缘政治风险所造成的微观层面冲击。首先，与传统研究风险溢价的研究不同，无论从沪市还是深市中，都很难找到直接的、成对出现的处理组（受到地缘政治风险冲击的企业）与控制组（未受到地缘政治风险冲击的企业）样本。其次，虽然地缘政治风险的跨境传导效应已得到广泛论证（Balcilar et al., 2018; Zarembo et al., 2022），但近期研究发现，在地缘政治风险传导过程中，跨境资金流动存在显著的地域偏向性。例如，资本倾向于流出发展中经济体，集中流向发达经济体（Caldara & Iacoviello, 2022）。因此，即使基于沪深两市的企业样本构建反事实情境，跨境资金流动的地域偏向性仍可能导致地缘政治风险对资本市场的影响被低估。最后，在沪深两市交易的企业处于相同的金融制度背景下，即人民币在资本账户下尚未实现完全的自由兑换，跨境资金难以畅通无阻地进出，因此难以构建出直接反映受到地缘政治风险冲击的企业的处理组信息。

基于此，本文的研究模型聚焦于中国资本市场中“A+H股”上市公司。具体而言，同一公司的A股和H股在本质上是同股同权的，但人民币尚未在资本账户下实现完全自由兑换，而港币则在资本账户下完全自由兑换，这为地缘政治风险的传导提供了一个天然的对比框架。通过聚焦于同一公司，能够有效排除由基本面信息（例如，盈利能力、海外收入占比等）差异引起的影响（王朝阳和王振霞，2017）。这使得本文可以通过比较A股和H股的价格变化差异，测度地缘政治风险对不同资本市场开放程度下微观企业的影响。当地缘政治风险上升时，尤其是对于跨境经营和依赖国际市场的企业，其A股和H股之间的溢价差异往往会扩大。具体而言，地缘政治风险上升通常会导致国际投资者对这些企业的投资信心下降，从而影响其在H股市场的表现。同时，由于中国内地资本市场并未实现资本的自由流动，内地投资者对地缘政治风险的反应与国际投资者存在差异，因此，A股市场受到的影响可能相对较小。这种差异可能会导致AH股溢价比率显著上升。基于此，本文提出第一个假设。

假设1：海外业务收入占比较高的企业，在地缘政治风险上升时，其AH股溢价比率将上升。

为验证上述假设，本文建立以下基准模型：

$$\text{AHratio}_{i,t} = \alpha + \beta_1 \text{GPR}_t \times \text{Overseas}_{i,t} + \beta_2 \text{GPR}_t + \beta_3 \text{Overseas}_{i,t} + \gamma \text{Control}_{i,t} + \text{Ind}_i + \text{FIRM}_i + \text{DAY}_t + \varepsilon_{i,t} \quad (1)$$

其中， $\text{AHratio}_{i,t}$ 为AH股溢价比率， GPR_t 为全球地缘政治风险指数， $\text{Overseas}_{i,t}$ 为上市公司的海外业务收入占比，衡量地缘政治风险暴露程度。 $\text{GPR}_t \times \text{Overseas}_{i,t}$ 为上市公司受到地缘政治风险冲击的程度，如果 β_1 显著为正，表明地缘政治风险会增加AH股价差。 $\text{Control}_{i,t}$ 为控制变量， Ind_i 、 FIRM_i 和 DAY_t 分别为行业、企业和时间固定效应， $\varepsilon_{i,t}$ 为误差项。

基于上述分析，本文进一步考虑地缘政治风险冲击的时间特征对其传导机制的影响。事实上，假设1主要基于全球地缘政治风险指数这一连续变量的时序变化，而突发性地缘政治事件作为离散型外生冲击，可能呈现不同的冲击时效性。因此，本文利用突发性地缘政治事件开展进一步研究。

突发性地缘政治事件往往伴随着全球风险偏好的急剧变化和市场流动性的瞬时收缩（Acemoglu et al., 2018）。在此情境下，完全开放的资本市场（例如，H股市场）由于与国际金融市场存在紧密联系，会更直接地反映全球地缘政治风险的变化。H股市场中的国际投资者在面临突发性地缘政治冲击时，能够更便捷地调整其投资组合。特别是对于海外业务占比较高的企业，投资者对其风险敞口的评估会在短期内发生剧烈变化。相比之下，A股市场由于资本流动的限制，投资者对突发性国际地缘政治事件的反应相对滞后且程度较轻。这种差异在突发性事件产生冲击后将会被显著放大，使得对海外业务依赖程度较高的企业在两个市场的股价出现更为明显的分化。基于此，本文提出第二个假设。

假设2：俄乌冲突爆发后，海外业务依赖程度较高的企业的AH股溢价比率显著上升。

该事件的选择基于以下考虑：首先，俄乌冲突作为突发的外部冲击，使地缘政治风险产生了显著的外生变化；其次，该事件与中国A+H股上市公司的个体特征和基本面信息之间不存在直接联系，满足外生性要求；最后，冲突爆发时点明确，为构建事前事后的对比分析提供了清晰的时间边界。本文聚焦同一家公司受到这一冲击时在不同开放水平的股票市场中的股价变化差异，能更精确地识别地缘政治风险对不同开放程度的资本市场的异质性影响。实证模型设定如下：

$$Y_{i,t} = \beta_0 + \beta \text{Post}_{i,t} \times \text{Treat}_{i,t} + \text{FIRM}_i + \text{DAY}_t + \mu_{i,t} \quad (2)$$

其中，被解释变量 $Y_{i,t}$ 为企业i在交易日t的AH股溢价程度，使用以下三个指标衡量： $\text{AHratio}_{i,t}$ 为企业i在交易日t的A股收盘价除以经过汇率调整的H股收盘价，与上文一致； $\text{Diff_AHCAR}_{i,t}$ 为企业i在交易日t的A股累计收益率与经过汇率调整的H股累计收益率之差； $\text{Diff_AHCAR}_{\text{CAPM},i,t}$ 为企业i经过CAPM模型调整后A股和H股的累计收益率（ $\text{CAR}_{\text{CAPM},i,t}$ ）之差。交互项 $\text{Treat}_{i,t}$ 表示企业i的地缘政治风险暴露程度，为检验其稳健性，使用以下两个指标衡量： $\text{Treat_Overseas}_{i,t}$ 表示企业i在上年度的海外业务收入占比（ $\text{Overseas}_{i,t}$ ）是否超过该年“A+H股”上市公司的中位数，超过则取1，否则取0； $\text{Overseas}_{i,t}$ 表示企业i在上年度的海外业务收入占主营业务收入的比重。 $\text{Post}_{i,t}$ 为事件冲击的虚拟变量，俄乌冲突爆发之后赋值为1，之前赋值为0。

本文将通过中国内地与中国香港金融市场交易差异和投资者预期不确定性两个机制，探讨地缘政治风险对不同开放程度的资本市场的影响。

第一，在中国内地与中国香港金融市场交易差异方面，H股市场相较于A股市场具有更高的交易自由度，当预期股价下行时，投资者能够更灵活便捷地进行卖空交易。尤其是在地缘政治风险上升时，投资者可以利用H股市场的卖空交易来获取投机收益或对冲不确定性。相比之下，A股市场的融券机制受到更多监管限制，卖空交易的规模较小、灵活性较低，使得A股市场价格难以充分反映投资者对地缘政治风险的预期。因此，在地缘政治风险上升时，H股市场的卖空交易通常比A股市场更为活跃，同一公司的H股价格面临的下行压力高于A股。这种差异最终导致AH股溢价的扩

大，并从AH股溢价的角度证明了地缘政治风险溢价的存在。

假设3：海外业务收入占比更高的企业，在地缘政治风险上升时，其股票在H股市场会出现更多的卖空交易。

第二，在投资者预期不确定性方面，当地缘政治风险上升时，投资者认为依赖海外业务的企业的经营不确定性将会增加，本文假设1中的地缘政治风险溢价部分源于这种不确定性，这导致AH股溢价扩大。随着地缘政治风险上升，市场对这些企业的盈利预期分歧扩大，进一步导致这些企业的H股价格波动性显著上升。此外，这种不确定性通常会刺激金融市场对金融衍生工具（例如，H股的认股权证等）的需求，因为投资者和金融机构倾向于利用这些衍生工具对冲风险或寻求投机机会。由于H股市场的交易机制更加自由，金融机构能够更便利地发行和交易金融衍生工具，而A股市场目前尚未允许以单一上市公司股票为标的资产的期权或认股权证在场内上市交易。因此，H股市场金融衍生工具发行量的增加，正是受到投资者不确定性预期的影响。基于此，本文提出以下假设。

假设4：海外业务收入占比较高的企业，在地缘政治风险上升时，其H股波动率将显著增加。

假设5：海外业务收入占比较高的企业，在地缘政治风险上升时，其H股的金融衍生工具发行量将显著增加。

（二）指标构建与数据来源

1. AH股溢价

本文基于“A+H股”上市模式，排除企业基本面差异，通过对比A股与H股价格变化，测度在资本市场不同开放程度下地缘政治风险对企业的影响。具体而言，AH股溢价定义为：在给定时间点上，A股价格与H股价格之间的比率，其中，H股价格由当天的港元兑人民币汇率折算。AH股溢价的比值越大，表明A股相对于H股的溢价越大。具体计算公式如下：

$$AHratio_{i,t} = \frac{P_{i,t}^A}{P_{i,t}^H \times E_t} \quad (3)$$

其中， $AHratio_{i,t}$ 为企业i在交易日t的AH股溢价， $P_{i,t}^A$ 为企业i的A股股票在交易日t的收盘价， $P_{i,t}^H$ 为企业i的H股股票在交易日t的收盘价， E_t 为交易日t港元兑人民币的即期汇率，单位为人民币/港元。

2. 地缘政治风险冲击

为测度上市公司受到地缘政治风险冲击的程度，本文的解释变量为地缘政治风险指数和海外业务收入占比的交互项（ $GPR_t \times Overseas_{i,t}$ ），其中， $Overseas_{i,t}$ 为企业i受地缘政治因素影响的程度，使用上年度海外业务收入占主营业务收入的百分比衡量； GPR_t 为交易日t全球地缘政治风险指数，该指数值越高，表明地缘政治风险越大。本文主要使用Caldara & Iacoviello（2022）构建的全球地缘政治风险指数（Geopolitical Risk index, GPR）测度地缘政治风险^①。该指数通过提取报纸文章中与地缘政治风险相关的词汇或短语构建，这些词汇或短语被分为八大类别：战争威胁、和平威胁、军事集结、核威胁、恐怖袭击、战争爆发、战争升级和恐怖活动。其中，前五类被划分为地缘政治威胁（Geopolitical Threats），后三类被视为地缘政治行动（Geopolitical Acts），相关内容将在进一步分析中详细讨论。

本文使用2010—2023年的“A+H股”上市公司的日（月）度收益率数据作为研究样本，结合Caldara & Iacoviello（2022）的地缘政治风险指数（GPR）展开分析。GPR与AH股溢价正相关，日度地缘政治风险指数与AH股溢价的相关系数约为0.212（ $t=12.453$ ），30天移动平均地缘政治风险

^① 该指数覆盖了地缘政治风险的主要维度，是目前可公开获取的最为全面的地缘政治风险指标。数据来源：<https://www.matteoiacoviello.com/gpr.htm>。

指数和AH股溢价的相关系数约为0.287（ $t=17.201$ ）^①。

3. 其他相关变量

除控制企业、行业、日期固定效应之外，参考胡章宏和王晓坤（2008）、谭小芬等（2017）关于AH股溢价的研究，本文使用的主要变量如表1所示。

表1 主要变量定义

变量名称	变量说明	数据来源
AHratio _{i,t}	企业 <i>i</i> 在交易日 <i>t</i> 的AH股溢价，即A股收盘价/（H股收盘价×汇率）	根据CSMAR数据库计算
GPR _i	地缘政治风险指数（日度）	Caldara & Iacoviello（2022）
GPR_ACT _i	地缘政治行动指数（日度）	Caldara & Iacoviello（2022）
GPR_THREAT _i	地缘政治威胁指数（日度）	Caldara & Iacoviello（2022）
Overseas _{i,t}	企业 <i>i</i> 在交易日 <i>t</i> 的海外地缘政治风险暴露程度，用上一年度海外业务收入占比衡量，即海外业务收入/主营业务收入	根据CSMAR数据库计算
ln_total_share _{i,t}	企业 <i>i</i> 在交易日 <i>t</i> 的股本规模，即总股本的对数	根据CSMAR数据库计算
ln_share_A _{i,t}	企业 <i>i</i> 在交易日 <i>t</i> 的A股流通规模，即A股流通股数的对数	根据CSMAR数据库计算
ln_share_H _{i,t}	企业 <i>i</i> 在交易日 <i>t</i> 的H股流通规模，即H股流通股数的对数	根据CSMAR数据库计算
Turnover_A _{i,t}	企业 <i>i</i> 在交易日 <i>t</i> 的A股换手率，即A股日成交量/A股流通股股数	根据CSMAR数据库计算
Turnover_H _{i,t}	企业 <i>i</i> 在交易日 <i>t</i> 的H股换手率，即H股日成交量/H股流通股股数	根据CSMAR数据库计算
ROE _{i,t}	企业 <i>i</i> 上年度的净资产收益率，即净利润/所有者权益	根据CSMAR数据库计算
ShortVolume_A _{i,t}	企业 <i>i</i> 在交易日 <i>t</i> 融券卖空占A股成交量百分比	根据CSMAR数据库计算
ShortVolume_H _{i,t}	企业 <i>i</i> 在交易日 <i>t</i> 融券卖空占H股成交量百分比	根据CSMAR数据库计算
Sigma_A _{i,t}	企业 <i>i</i> 在月份 <i>t</i> 的A股价格波动率	根据CSMAR数据库计算
Sigma_H _{i,t}	企业 <i>i</i> 在月份 <i>t</i> 的H股价格波动率	根据CSMAR数据库计算
Warrants_CallPut _{i,t}	企业 <i>i</i> 在月份 <i>t</i> 的H股认股权证发行规模，即H股认股权证发行额/H股流通股股数	根据CSMAR数据库计算
Warrants_Call _{i,t}	企业 <i>i</i> 在月份 <i>t</i> 的H股认购权证发行规模，即H股认购发行额/H股流通股股数	根据CSMAR数据库计算
Warrants_Put _{i,t}	企业 <i>i</i> 在月份 <i>t</i> 的H股认沽权证发行规模，即H股认沽发行额/H股流通股股数	根据CSMAR数据库计算

三、实证分析

（一）基准回归分析

本文样本期为2010年1月1日—2023年12月31日，在剔除上市不足一年的上市公司后，共计305056条日度数据^②。地缘政治风险指数与AH股溢价的基准回归结果如表2所示。其中，地缘政治风险指数和海外业务收入占比的交互项（ $GPR_i \times Overseas_{i,t}$ ）的回归系数为正且在1%的水平上显著，表明地缘政治风险提高了AH股溢价。具体而言，表2列（6）的实证结果显示，控制企业和日期双

^①篇幅所限，折线图未予以列示，感兴趣的读者可向作者索取。
^②篇幅所限，描述性统计结果未予以列示，感兴趣的读者可向作者索取。

表2 基准回归结果

	AHratio _{i,t}					
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
GPR _i ×Overseas _{i,t}	0.062*** (0.013)	0.041*** (0.008)	0.054*** (0.008)	0.079*** (0.012)	0.035*** (0.008)	0.051*** (0.007)
GPR _i	0.072*** (0.003)	0.045*** (0.002)		0.082*** (0.003)	0.042*** (0.002)	
Overseas _{i,t}	-0.687*** (0.018)	-0.406*** (0.014)	-0.577*** (0.013)	-0.614*** (0.017)	-0.453*** (0.014)	-0.492*** (0.013)
Control	NO	NO	NO	YES	YES	YES
Ind FE	YES	NO	NO	YES	NO	NO
FIRM FE	NO	YES	YES	NO	YES	YES
DAY FE	NO	NO	YES	NO	NO	YES
Observations	305056	305056	305056	305056	305056	305056
Adjusted R ²	0.243	0.720	0.766	0.365	0.731	0.776

注：（）内为稳健标准误；***、**、*分别表示在1%、5%、10%水平上显著。下同。

向固定效应后交互项的回归系数约为0.051，以“A+H股”上市公司的平均海外业务收入占比（约为12.9%）为例，地缘政治风险指数每上升一个标准差，AH股溢价将上升约3.47%。这一现象的原因可能为，在地缘政治的外生冲击下，相较于开放程度较低的A股市场，开放程度较高的H股市场对地缘政治风险更加敏感。面对地缘政治的不确定性，国际投资者可能更倾向于规避风险，这可能导致其减持H股，使AH股之间的溢价上升。此外，控制变量的回归结果与已有研究的结果类似，AH股溢价与总股本规模负相关，同时也与A股的发行规模负相关，而与H股的发行规模正相关；AH股溢价与A股的换手率正相关，与H股的换手率负相关，企业的盈利水平与AH股溢价负相关。

（二）准自然实验

本文选取2022年2月24日俄乌冲突爆发这一事件作为准自然实验，进一步探讨地缘政治风险和AH股溢价之间的因果关系。回归结果如表3所示，双重差分交互项在1%的水平上显著为正。AH股溢价的回归结果如列（1）、列（2）所示，俄乌冲突爆发后，海外收入占比较高的上市公司AH股的溢价显著上升。列（3）—列（6）显示，海外收入占比高的上市公司AH股之间的累计超额收益率之差显著为正。此外，考虑到在事件冲击的时间窗口内，股票的当期或滞后一期收益率和流动性可能对AH股溢价产生一定影响，本文加入A股和H股当期及滞后一期的股价收益率和换手率作为控制变量再次回归。相关结果与表3结论一致^①，表明本文结论是稳健的，即地缘政治冲击在资本市场开放程度不同的情况下确实引发了异质性的价格反应。

平行趋势检验结果如图1所示。考虑了其他可能存在且未被识别的因素后，俄乌冲突的爆发作为一个外生冲击仍会显著提升AH股溢价水平。此外，为避免其他小概率事件的潜在干扰，本文采用Bootstrap方法重复200次上述过程进行回归分析。根据图1，基准回归结果未受到混杂因素干扰，且事前满足平行趋势^②。

^①篇幅所限，该结果未予以列示，感兴趣的读者可向作者索取。

^②篇幅所限，有关Diff_AHCAR和Diff_AHCAR_{CAPM}的检验结果未予以列示，感兴趣的读者可向作者索取。

表3 俄乌冲突的准自然实验

	AHratio _{it}		Diff_AHCAR _{it}		Diff_AHCAR _{CAPMit}	
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
Treat_Overseas _{it} ×Post _{it}	0.039*** (0.005)		0.015*** (0.002)		0.012*** (0.002)	
Overseas _{it} ×Post _{it}		0.080*** (0.012)		0.036*** (0.004)		0.033*** (0.005)
Control	NO	NO	NO	YES	YES	YES
FIRM FE	YES	YES	YES	YES	YES	YES
DAY FE	YES	YES	YES	YES	YES	YES
Observations	2751	2751	2751	2751	2751	2751
Adjusted R ²	0.992	0.992	0.664	0.666	0.623	0.625

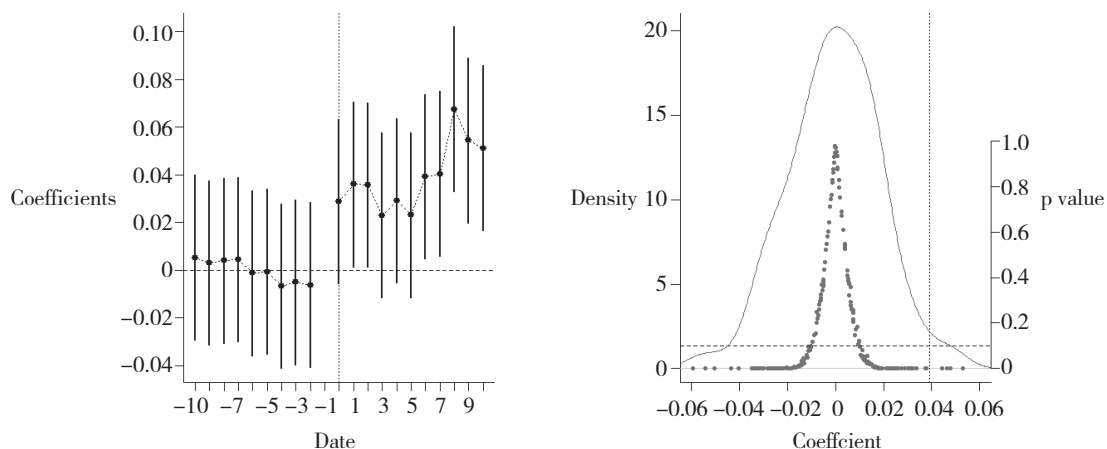


图1 平行趋势检验和安慰剂检验

(三) 稳健性检验

1. 使用移动平均地缘政治风险指数

由于地缘政治风险容易受到个别突发事件影响出现短期波动，本文分别构建30天移动平均地缘政治风险指数和7天移动平均地缘政治风险指数，替代上文的日度地缘政治风险指数开展稳健性检验。回归结果表明，本文结论是稳健的^①。

2. 使用月度频率数据

为避免短期数据噪声对结果的影响，本文构建月度地缘政治风险指数，替代上文的日度指数。被解释变量月度AH股溢价则以该月每日成交量为权重，计算加权平均值。回归结果表明，本文结论是稳健的^②。

3. 考虑互联互通政策的影响

内地与香港资本市场的互联互通机制主要包括“沪港通”和“深港通”。由于中国内地资本市场和中国香港资本市场互联互通可能对本文实证结果产生影响，本部分将对个股标的是否纳入“沪港通”或“深港通”的互联互通机制进行讨论。

沪港股票市场交易互联互通机制（简称“沪港通”）是A股和H股两个市场的互联互通机制的

^①篇幅所限，该结果未予以列示，感兴趣的读者可向作者索取。

^②篇幅所限，该结果未予以列示，感兴趣的读者可向作者索取。

首次试点，该试点政策于2014年4月10日开始筹备，并于2014年11月17日正式启动。“深港通”在2016年12月5日正式启动。这一创新机制实现了A股市场和H股市场的互联互通，从而提高了上市公司股价的信息效率（钟覃琳和陆正飞，2018）。本文通过筛选相关样本进行稳健性检验，将上市公司纳入互联互通机制前后的分样本结果进行对比分析，相关回归结果如表4所示。表4结果显示，互通前后的系数均显著，表明无论上市公司是否被纳入“沪港通”“深港通”机制，本文主要结论均成立，本文研究是稳健的。

表4 考虑沪港通政策等互联互通机制的影响

	AHratio _{i,t}			
	(1)	(2)	(3)	(4)
	纳入互联互通机制之前		纳入互联互通机制之后	
GPR _i ×Overseas _{i,t}	0.046** (0.020)	0.026 (0.019)	0.022*** (0.008)	0.018** (0.008)
Overseas _{i,t}	-0.130*** (0.028)	-0.054** (0.027)	-0.618*** (0.017)	-0.541*** (0.016)
Control	NO	YES	NO	YES
FIRM FE	YES	YES	YES	YES
DAY FE	YES	YES	YES	YES
Observations	84706	84706	220350	220350
Adjusted R ²	0.848	0.855	0.774	0.785

四、进一步分析

（一）机制分析

本部分将从中国内地-中国香港金融市场交易差异和投资者预期不确定性的角度，探究地缘政治风险对AH股溢价的影响机制。

1. 中国内地与中国香港金融市场交易差异

在中国内地与中国香港金融市场交易差异方面，H股市场相较于A股市场更容易实施卖空交易。在地缘政治风险上升时，H股卖空交易可能增加，从而导致H股价格面临下行压力，扩大AH股溢价。为验证该渠道的影响，本文分别对A股和H股的卖空交易量（ShortVolume_{A_{i,t}}和ShortVolume_{H_{i,t}}）进行回归，结果如表5所示。表5列（2）显示，在控制相关变量和企业-日度固定效应后，H股的卖空交易量占H股总成交量的比重增加0.76%；相比之下，列（4）中A股的卖空交易量占A股总成交量的比重增加约0.15%，相差近5倍。在地缘政治风险上升时，H股市场的卖空交易通常比A股市场更为活跃，因此同一公司的H股股价的下行压力高于A股。这种差异最终导致AH股溢价扩大，并从AH股溢价的角度证明了地缘政治风

表5 地缘政治风险与卖空交易

	ShortVolume _{H_{i,t}}		ShortVolume _{A_{i,t}}	
	(1)	(2)	(3)	(4)
GPR _i ×Overseas _{i,t}	1.051*** (0.167)	0.760*** (0.167)	0.159*** (0.024)	0.152*** (0.024)
Overseas _{i,t}	0.256 (0.470)	0.134 (0.469)	-0.389*** (0.066)	-0.341*** (0.067)
Control	NO	YES	NO	YES
FIRM FE	YES	YES	YES	YES
DAY FE	YES	YES	YES	YES
Observations	133680	133680	133680	133680
Adjusted R ²	0.393	0.398	0.144	0.145

在控制相关变量和企业-日度固定效应后，H股的卖空交易量占H股总成交量的比重增加0.76%；相比之下，列（4）中A股的卖空交易量占A股总成交量的比重增加约0.15%，相差近5倍。在地缘政治风险上升时，H股市场的卖空交易通常比A股市场更为活跃，因此同一公司的H股股价的下行压力高于A股。这种差异最终导致AH股溢价扩大，并从AH股溢价的角度证明了地缘政治风

险溢价的存在。

2. 投资者预期不确定性

在投资者预期不确定性方面，地缘政治风险的上升会使投资者预期海外业务占比较高的企业业绩不确定性上升，显著增加这些企业H股价格的波动性。相关文献发现，地缘政治风险的上升通常会引发投资者恐慌，进一步加剧市场波动（Balcilar et al., 2018）。

地缘政治风险与股票价格波动率的回归结果如表6所示。表6显示，地缘政治风险上升时，H股的月度波动率（ $\text{Sigma_H}_{i,t}$ ）显著上升，而A股的月度波动率（ $\text{Sigma_A}_{i,t}$ ）的系数并不显著^①。

股价波动率作为一种负向资产定价因子，反映了投资者在面对企业不确定性时要求的风险补偿（Herskovic et al., 2016）。因此，随着股价波动率的上升，H股投资者要求的风险补偿也会随之提高，导致H股价格下降，并使AH股溢价进一步扩大。因此，地缘政治风险主要通过影响不同股票市场的波动率扩大AH股之间的价差。

此外，在成熟的资本市场中，这种不确定性通常会推动金融市场对衍生工具需求的增长。投资者和金融机构倾向于利用这些衍生工具来对冲风险或寻求投机机会。因此，本部分将通过分析金融衍生品（例如，认股权证等）的发行情况，进一步探讨地缘政治风险如何通过增加不确定性影响资产价格，相关回归结果如表7所示。表7结果显示，地缘政治风险上升时，H股市场中无论是认购权证（ $\text{Warrants_Call}_{i,t}$ ）还是认沽权证（ $\text{Warrants_Put}_{i,t}$ ）的发行量均显著增加。H股市场金融衍生工具发行量的增加直接反映了投资者的预期不确定性上升。资产价格的不确定性上升提高了H股投资者要求的风险补偿，从而导致H股股票价格下降，扩大

表6 地缘政治风险与股票价格波动率

	$\text{Sigma_H}_{i,t}$		$\text{Sigma_A}_{i,t}$	
	(1)	(2)	(3)	(4)
$\text{GPR}_i \times \text{Overseas}_{i,t}$	0.003*** (0.001)	0.002** (0.001)	0.002** (0.001)	0.001 (0.001)
$\text{Overseas}_{i,t}$	0.0002 (0.002)	-0.002 (0.001)	0.001 (0.001)	-0.0003 (0.001)
Control	NO	YES	NO	YES
FIRM FE	YES	YES	YES	YES
MONTH FE	YES	YES	YES	YES
Observations	15585	15585	15585	15585
Adjusted R ²	0.392	0.566	0.541	0.672

表7 地缘政治风险与H股衍生工具

	$\text{Warrants_CallPut}_{i,t}$		$\text{Warrants_Call}_{i,t}$		$\text{Warrants_Put}_{i,t}$	
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
$\text{GPR}_i \times \text{Overseas}_{i,t}$	0.447*** (0.118)	0.441*** (0.117)	0.398*** (0.095)	0.391*** (0.095)	0.049* (0.028)	0.050* (0.028)
$\text{Overseas}_{i,t}$	1.032*** (0.158)	1.012*** (0.158)	0.745*** (0.128)	0.719*** (0.128)	0.287*** (0.038)	0.293*** (0.038)
Control	NO	YES	NO	YES	NO	YES
FIRM FE	YES	YES	YES	YES	YES	YES
MONTH FE	YES	YES	YES	YES	YES	YES
Observations	15679	15679	15679	15679	15679	15679
Adjusted R ²	0.613	0.614	0.648	0.648	0.340	0.342

^① 本文统计股票价格的月度波动率时，只保留当月股票交易天数多于10天的样本。

了AH股之间的价差。

（二）异质性分析

1. 地缘政治风险类型的异质性

Caldara & Iacoviello (2022) 在构建地缘政治风险指数时，通过提取报纸文章中与地缘政治风险相关的词汇或短语，建立了一个包含八大类别的分类体系：战争威胁、和平威胁、军事集结、核威胁、恐怖袭击、战争爆发、战争升级和恐怖活动。其中，前五类被划分为地缘政治威胁（Geopolitical Threats），后三类被视为地缘政治行动（Geopolitical Acts）。Caldara & Iacoviello (2022) 发现，即使没有实际的行动，地缘政治威胁也会显著降低公司层面的投资水平。因此，本文在异质性分析中，将以这一分类为基础，进一步探讨地缘政治威胁与地缘政治行动对资本市场可能存在的异质性影响。

本文将地缘政治风险分为地缘政治行动（GPR_ACT_{*i,t*}）和地缘政治威胁（GPR_THREAT_{*i,t*}），并替换上文的日度地缘政治风险指数（GPR_{*i,t*}）进行异质性分析，相关回归结果如表8所示。表8显示，海外业务与地缘政治行动的交互项（GPR_ACT_{*i,t*}×Overseas_{*i,t*}）和海外业务与地缘政治威胁的交互项（GPR_

表8 地缘政治行动和地缘政治威胁

	AHRatio _{<i>i,t</i>}			
	(1)	(2)	(3)	(4)
GPR_ACT _{<i>i,t</i>} ×Overseas _{<i>i,t</i>}	0.060*** (0.007)	0.059*** (0.007)		
GPR_THREAT _{<i>i,t</i>} ×Overseas _{<i>i,t</i>}			0.029*** (0.005)	0.026*** (0.005)
Overseas _{<i>i,t</i>}	-0.575*** (0.012)	-0.493*** (0.012)	-0.552*** (0.012)	-0.468*** (0.012)
Control	NO	YES	NO	YES
FIRM FE	YES	YES	YES	YES
DAY FE	YES	YES	YES	YES
Observations	305056	305056	305056	305056
Adjusted R ²	0.766	0.776	0.766	0.776

THREAT_{*i,t*}×Overseas_{*i,t*}）的回归系数均显著为正，且地缘政治行动对AH股溢价的影响更大。

2. 地缘政治风险的区域异质性

由于各国和地区在民族渊源和历史背景上的差异，地缘政治风险呈现出明显的区域特征。本文基于Caldara & Iacoviello (2022) 构建的全球地缘政治风险指数，选取亚洲、美洲、欧洲三个GDP占比最大的经济体（中国、美国、德国），进行异质性分析，探讨不同地区的地缘政治风险对中国资本市场的影响，相关回归结果如表9所示。

表9结果显示，海外业务收入占比与中国地缘政治风险（GPRC_CHN_{*i,t*}×Overseas_{*i,t*}）的交互项对AH股溢价的影响不显著，海外业务收入占比与美国地缘政治风险（GPRC_USA_{*i,t*}×Overseas_{*i,t*}）和德国地缘政治风险（GPRC_DEU_{*i,t*}×Overseas_{*i,t*}）的交互项对AH股溢价的影响在1%的水平上显著为正。这表明，金融市场开放程度差异导致的地缘政治风险敞口主要是来自美国和欧洲的地缘政治风险冲击，而非中国的内生风险因素。

3. 上市公司的信息披露异质性

高质量的信息披露有利于降低投资者的信息不对称程度，可能缓解地缘政治风险的冲击。财务报表附注信息（例如，营业收入构成）虽然是非强制披露的财务信息项目，但是这些信息对财务报表重要科目和细节具有补充作用，有助于投资人和债权人更全面地了解企业的经营发展与财务运行

情况。特别是对有海外业务的企业而言，信息披露质量的提高可以为投资者提供更详细、更准确的海外运营信息，帮助投资者更准确地评估企业在不同地区的运营状况和面临的地缘政治风险，从而采取相应的应对措施。海外业务的信息披露质量越高，地缘政治风险对股票价格的冲击可能越小。

财务报表附注信息披露 ($items_{i,t}$) 包括两种方式：附注中营业收入条目，即企业 i 上一年度财务报表附注的营业收入条目，不同企业在此方面的透明度存在差异，部分企业可能未明确披露营业收入的来源，而部分企业则详尽公开了不同产品或服务在各销售区域的营业收入细节等信息；附注中海外营业收入条目，即企业 i 上一年度财务报表附注中列出海外营业收入的具体国家和地区的收入条目，部分企业可能仅简单标注“境外”或“海外”收入，而部分企业会具体披露北美、东亚等特定海外市场的营业收入情况。信

表9 不同地区的地缘政治风险

	AHratio _{i,t}					
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
GPRC_CHN _{i,t} × Overseas _{i,t}	0.077 (0.054)	0.055 (0.053)				
GPRC_USA _{i,t} × Overseas _{i,t}			0.073*** (0.022)	0.067*** (0.022)		
GPRC_DEU _{i,t} × Overseas _{i,t}					0.125*** (0.045)	0.113** (0.044)
Overseas _{i,t}	-0.563*** (0.058)	-0.479*** (0.056)	-0.676*** (0.067)	-0.594*** (0.066)	-0.577*** (0.050)	-0.501*** (0.050)
Control	NO	YES	NO	YES	NO	YES
FIRM FE	YES	YES	YES	YES	YES	YES
MONTH FE	YES	YES	YES	YES	YES	YES
Observations	15679	15679	15679	15679	15679	15679
Adjusted R ²	0.768	0.779	0.768	0.779	0.768	0.779

表10 信息披露与地缘政治风险冲击

	AHratio _{i,t}			
	(1)	(2)	(3)	(4)
	附注营业收入条目		附注中海外营业收入条目	
GPR _{i,t} ×Overseas _{i,t} × ln (items _{i,t} +1)	-0.199*** (0.018)	-0.182*** (0.017)	-0.141*** (0.016)	-0.123*** (0.015)
GPR _{i,t} ×ln (items _{i,t} +1)	0.013*** (0.004)	0.011*** (0.004)	0.0003 (0.005)	-0.003 (0.005)
Overseas _{i,t} × ln (items _{i,t} +1)	0.095*** (0.024)	0.133*** (0.023)	0.459*** (0.022)	0.448*** (0.022)
ln (items _{i,t} +1)	-0.123*** (0.005)	-0.140*** (0.005)	-0.088*** (0.008)	-0.099*** (0.007)
GPR _{i,t} ×Overseas _{i,t}	0.578*** (0.048)	0.527*** (0.047)	0.161*** (0.013)	0.146*** (0.013)
Overseas _{i,t}	-0.772*** (0.067)	-0.788*** (0.065)	-0.859*** (0.020)	-0.765*** (0.019)
Control	NO	YES	NO	YES
FIRM FE	YES	YES	YES	YES
DAY FE	YES	YES	YES	YES
Observations	305056	305056	305056	305056
Adjusted R ²	0.768	0.779	0.766	0.777

信息披露与地缘政治风险冲击的回归结果如表10所示。表10结果显示，地缘政治风险与海外业务收

入及附注信息披露程度的交互项的回归系数显著为负，表明海外业务信息披露越详细，地缘政治风险对AH股溢价的影响越小^①。

五、结论与政策建议

深入研究不同资本市场开放条件下的地缘政治风险，对有效防范化解重大经济金融风险，守住不发生系统性金融风险的底线具有重要意义。

本文通过实证模型研究地缘政治风险在不同开放程度的资本市场的影响，得出以下结论：首先，本文以俄乌冲突爆发为准自然实验，深入探讨了地缘政治风险对AH股溢价的影响。结果表明，地缘政治风险显著提升AH股溢价，且经过多种方法验证后结论仍具有稳健性，为深入研究在不同资本市场开放条件下的地缘政治风险提供了坚实基础。其次，机制分析显示，中国内地与中国香港金融市场交易差异和投资者预期不确定性将影响AH股溢价。最后，异质性分析结果显示，地缘政治行动对资本市场的影响相较于地缘政治威胁更具有决定性；在样本期内，通过对不同来源的地缘政治风险的分类研究发现，来自主要发达经济体的地缘政治风险对AH股溢价具有显著影响；此外，企业海外业务的信息披露质量越高，地缘政治风险对股票价格的冲击越小，这为降低地缘政治风险的影响提供了思路。

研究结果证明，在不同开放程度的资本市场，地缘政治风险对股票价格的冲击存在差异。这一发现不仅加深了对资本市场开放背景下地缘政治风险影响的理解，也表明在制定风险管理策略时需要考虑市场的异质性和复杂性。这为促进金融市场的稳定与发展提供了参考。基于以上研究结论，本文提出以下政策建议。

第一，构建开放条件下的地缘政治风险防控体系，筑牢金融安全底线。地缘政治风险对不同开放程度的资本市场存在异质性冲击，这为统筹金融开放和安全提供了参考。应建立专门的地缘政治风险监测预警机制，将地缘政治风险评估纳入金融高水平开放的制度设计中，确保在推进制度型开放的同时，牢牢守住不发生系统性金融风险底线。通过完善“宏观审慎+微观监管”两位一体的管理框架，提升开放条件下的风险防范水平。

第二，优化跨境资本流动管理，实现金融开放与安全的动态平衡。由于开放的资本市场对地缘政治风险更为敏感，在金融领域制度型开放日益扩大的过程中，要谨慎处理利用外资和安全审查的关系，既要“放得活”又要“管得住”，有效防范国际地缘政治风险对我国金融市场的外溢冲击。

第三，提升金融开放的透明度和国际沟通能力，增强金融市场韧性。提高信息披露质量能缓解地缘政治风险的负面影响，这为提升我国在国际金融规则制定中的话语权提供了启示。应强化金融开放政策的透明度和稳定性，加强与国际投资者的沟通，通过高质量的信息披露和国际化的监管标准提升金融市场深度和韧性，以金融高水平开放促进金融安全。

（责任编辑：刘官菁）

参考文献：

- [1] 卜林，赵航，凡慧敏. 地缘政治风险、经济政策不确定性与汇率波动[J]. 国际金融研究，2021（11）：55-65
- [2] 陈学彬，龙磊. 地缘政治风险与中国短期跨境资本流动：理论机制与实证分析[J]. 国际金融研究，2024（3）：39-50
- [3] 胡章宏，王晓坤. 中国上市公司A股和H股价差的实证研究[J]. 经济研究，2008（4）：119-131
- [4] 金永红，曾怡涵，奚玉芹，綦雨薇，杨晓光. 主流定价理论对AH股价差的解释能力比较研究[J/OL]. 系统工

^①篇幅所限，月度数据的回归结果未予以列示，感兴趣的读者可向作者索取。

程理论与实践, 2025: 1-20

[5] 陆静, 周媛. 投资者情绪对股价的影响——基于AH股交叉上市股票的实证分析[J]. 中国管理科学, 2015 (11): 21-28

[6] 马勇, 姜伊晴, 郭锐. 经济开放、金融开放与双支柱调控的政策工具组合研究[J]. 金融研究, 2023 (11): 1-20

[7] 沈红波, 廖理, 廖冠民. 境外上市、投资者保护与企业溢价[J]. 财贸经济, 2008 (9): 40-45

[8] 谭小芬, 刘汉翔, 曹倩倩. 资本账户开放是否降低了AH股的溢价? ——基于沪港通开通前后AH股面板数据的实证研究[J]. 中国软科学, 2017 (11): 39-53

[9] 王朝阳, 王振霞. 涨跌停、融资融券与股价波动率——基于AH股的比较研究[J]. 经济研究, 2017 (4): 151-165

[10] 王建峰, 郭华, 潘炳红. AH股市场中知情交易信息传递效率比较研究[J]. 南开经济研究, 2014 (3): 125-136

[11] 熊琛然, 王礼茂, 屈秋实, 向宁, 王博. 地缘政治风险研究进展与展望[J]. 地理科学进展, 2020 (4): 695-706

[12] 许从宝, 刘晓星, 石广平. 沪港通会降低上证A股价格波动性吗? ——基于自然实验的证据[J]. 金融经济学研究, 2016 (6): 28-39

[13] 于博, 吴菡虹. 沪港通的绩效增长与反向选择效应——兼论实现高质量增长的资本市场改革路径[J]. 财贸经济, 2020 (2): 54-68

[14] 张兵, 朱红兵. T+1交易机制对AH股交叉上市公司隔夜收益的影响——基于期权视角[J]. 金融论坛, 2022 (7): 61-70

[15] 钟覃琳, 陆正飞. 资本市场开放能提高股价信息含量吗? ——基于“沪港通”效应的实证检验[J]. 管理世界, 2018 (1): 169-179

[16] Acemoglu D, Hassan T A, Tahoun A. The Power of the Street: Evidence from Egypt's Arab Spring[J]. Review of Financial Studies, 2018, 31 (1): 1-42

[17] Bailey W, Chung Y P, Kang J K. Foreign Ownership Restrictions and Equity Price Premiums: What Drives the Demand for Cross-Border Investments? [J]. Journal of Financial and Quantitative Analysis, 1999, 34 (4): 489-511

[18] Balciar M, Bonato M, Demirer R, et al. Geopolitical Risks and Stock Market Dynamics of the BRICS[J]. Economic Systems, 2018, 42 (2): 295-306

[19] Bekaert G, Harvey C R, Lundblad C. Does Financial Liberalization Spur Growth? [J]. Journal of Financial Economics, 2005, 77 (1): 3-55

[20] Brennan M J, Cao H H. International Portfolio Investment Flows[J]. Journal of Finance, 1997, 52 (5): 1851-1880

[21] Caldara D, Iacoviello M. Measuring Geopolitical Risk[J]. American Economic Review, 2022, 112 (4): 1194-1225

[22] Chan K, Menkveld A J, Yang Z. Information Asymmetry and Asset Prices: Evidence from the China Foreign Share Discount[J]. Journal of Finance, 2008, 63 (1): 159-196

[23] Choe H, Kho B C, Stulz R M. Do Domestic Investors Have an Edge? The Trading Experience of Foreign Investors in Korea[J]. Review of Financial Studies, 2005, 18 (3): 795-829

[24] Herskovic B, Kelly B, Lustig H, Van Nieuwerburgh S. The Common Factor in Idiosyncratic Volatility: Quantitative Asset Pricing Implications[J]. Journal of Financial Economics, 2016, 119 (2): 249-283

[25] Klein M W, Olivei G P. Capital Account Liberalization, Financial Depth, and Economic Growth[J]. Journal of International Money and Finance, 2008, 27 (6): 861-875

[26] Stiglitz J E. Capital Market Liberalization, Economic Growth, and Instability[J]. World Development, 2000, 28 (6): 1075-1086

[27] Zaremba A, Cakici N, Demir E, Long H. When Bad News is Good News: Geopolitical Risk and the Cross-Section of Emerging Market Stock Returns[J]. Journal of Financial Stability, 2022, 58: 100964

Financial Openness under Geopolitical Risks

—Insights from the A-H Share Premium

Liang Yuheng^{1,2}, Yuan Kaibin³, Chen Yuxuan⁴ and Zhu Mengnan⁵

(1.School of Finance, Guangdong University of Foreign Studies; 2. Institute of Financial Openness and Development, Guangdong University of Foreign Studies; 3. School of Finance, Southwestern University of Finance and Economics; 4. Guangzhou Rural Commercial Bank; 5. School of Economics, Xiamen University)

Summary: This study examines how different degrees of capital market openness affect micro-level responses to geopolitical risks, addressing the critical issue of balancing market liberalization with financial security in China's financial development. Using China's unique "A+H" dual-listing structure as a natural experiment, we investigate whether geopolitical risks have differential impacts on companies listed in both the mainland (A-shares) and Hong Kong, China (H-shares).

The research is motivated by China's deepening financial opening amid rising global geopolitical tensions. The State Council's "New Nine Articles" issued in April 2024 emphasize coordinating opening-up with security objectives, raising the fundamental question of how to expand capital market openness while adhering to risk prevention principles.

Our identification strategy leverages the "A+H" dual-listing arrangement, where the same company trades in both the mainland and Hong Kong markets under different capital account regimes: the RMB market with restricted convertibility versus the Hong Kong market with full convertibility. This setting allows us to control for firm fundamentals while isolating the effects of market openness on sensitivity to geopolitical risks. Using the Russia-Ukraine conflict as a quasi-natural experiment, we also examine how geopolitical risks affect the A-H share premium by comparing differential price responses of the same company's shares in markets with varying degrees of openness.

The empirical results reveal several key findings. Firstly, geopolitical risks significantly increase the A-H share premium, and this effect remains robust across multiple verification methods. Secondly, mechanism analysis shows that trading differences between the mainland and Hong Kong financial markets, along with investor expectation uncertainty contribute to the geopolitical risk premium. Thirdly, heterogeneity analysis demonstrates that geopolitical actions have more decisive impacts than threats, with risks from major developed economies significantly affecting A-H share price differentials.

Based on these empirical findings, we propose three policy recommendations. Firstly, establish a geopolitical risk prevention system under opening conditions of openness by developing specialized monitoring and early warning mechanisms, incorporating geopolitical risk assessments into the institutional design of high-level financial opening. Secondly, optimize cross-border capital flow management to achieve a dynamic balance between financial openness and security, given that open capital markets are more sensitive to geopolitical risks. Thirdly, enhance transparency and international communication capabilities in financial opening to strengthen financial market resilience, as high-quality information disclosure can mitigate the negative impacts of geopolitical risks.

This research contributes by providing new theoretical perspectives on the impact of geopolitical risks under different market opening conditions and offers an innovative causal identification strategy for understanding risk transmission, delivering valuable insights for financial regulators and market participants.

Keywords: High-Level Institutional Opening-Up; Geopolitical Risks; Cross-Listing; A-H Share Premium

JEL Classification: G12, G15, F36