



北向资金是 A 股的风向标吗？

陈 健 曾世强

摘 要 本文运用 2017 年 5 月 4 日—2022 年 4 月 29 日 A 股市场数据，从北向资金影响投资者情绪冲击股市波动视角研究北向资金的风向标效应。研究发现，随着额度扩容，当市场下跌时北向资金的看空行为会显著加大投资者情绪对股市波动的冲击，表明北向资金已经逐渐成为引发 A 股市场波动的风向标；进一步研究发现，北向资金显著影响的是机构投资者的情绪，而不是散户情绪；当市场下跌且北向资金看空时，北向资金成了机构投资者的风向标，北向资金的风向标效应并没有缓解机构投资者情绪对股市波动的冲击，而是加大了机构投资者情绪对股市波动的冲击，加剧了市场的非理性波动。研究结论为 A 股市场进一步对外开放提供了经验证据，为识别北向资金的风向标效应提供了新视角。

关键词 北向资金 风向标 投资者情绪 股票市场 波动

一、引言

引入北向资金是中国金融业对外开放的重要步骤，也是促进 A 股市场国际化的加速器。北向资金是指沪深港通交易制度下通过沪股通和深股通流入 A 股市场的中国香港资金和国际资本。按照 Wind 统计，截至 2023 年 12 月 29 日，北向资金持股标的达到 2 866 只，开通以来，累计净流入 1.77 万亿元，占到 A 股流通市值的比例为 2.62%。虽然北向资金每天的净买入额占 A 股市场日成交金额的比重还很低，对股市波动的直接冲击很小，但北向资金一向被认为是嗅觉灵敏的“聪明钱”，很多投资者将北向资金的净流入或净流出作为投

资的重要参考指标，尤其是在交易额度大幅扩容后，北向资金活跃度更是明显提升，特别是在股市大幅波动时，北向资金的净流入和净流出更是受到了投资者的高度关注。很多市场分析评论认为，北向资金正在成为中国 A 股的风向标。那么北向资金是否真的已成为 A 股的风向标？本文认为，如果北向资金是市场风向标，那么它的净流入或净流出就会引发市场投资者情绪的变化，从而影响投资者情绪对股市波动的冲击。因此，通过分析北向资金影响投资者情绪冲击股市波动效应可以用来识别北向资金是否已成为股票市场的风向标。

中国股市引入北向资金的目的是希望

陈健，上海师范大学商学院金融系副教授；曾世强（通讯作者），上海应用技术大学经济与管理学院讲师。本文系教育部人文社科规划基金项目“投资者情绪冲击股票市场稳定性的传播扩散机制研究”（17YJA790010）的阶段性成果。



可以吸引更多境外长期资金进入 A 股市场，引入更成熟的境外机构投资者和更成熟的投资理念，引领 A 股市场投资者进行更理性地投资。但引入北向资金是把双刃剑，北向资金的构成除了一些长期的配置型资金外，还包括很多交易型资金，这些交易型资金买入卖出频繁，投机性很强，如果北向资金真正成为了市场的风向标，那么它的投机性行为可能会引发市场的传染效应，放大投资者情绪对股市波动的冲击，影响股票市场的稳定。鉴于此，本文试图研究以下问题，第一，在中国 A 股市场，北向资金是否已经成为了市场的风向标？如果存在风向标效应，那么北向资金的风向标效应是缓解了投资者情绪对股市波动的冲击，引领投资者进行更理性投资，还是加大了投资者情绪对股市波动的冲击，导致股市更大的波动？风向标效应在北向资金额度扩容前后是否存在显著差异？第二，如果北向资金成为了市场的风向标，那么它是谁的风向标，机构投资者还是散户？

本文的贡献可能在于：第一，通过分析北向资金影响投资者情绪冲击股市波动来识别北向资金的风向标效应，为识别北向资金的风向标效应提供了新的研究视角；第二，研究结论将有助于识别北向资金影响股市波动的投资者情绪传播路径；第三，

拓展了 A 股市场对外开放的相关研究，研究结论将有助于监管层在 A 股市场扩大对外开放过程中进一步制定规范外资行为的政策，在确保更有效推进 A 股市场对外开放的同时防范股市风险。

二、研究设计

（一）研究样本和研究思路

北向资金是指通过沪股通和深股通流入 A 股的资金，沪股通 2014 年 11 月 17 日开通，深股通 2016 年 12 月 5 日开通。在研究政策效应时，为了使研究样本能够尽可能反映政策效果，通常会选择距离政策改变有一段合理期限之后的样本。本文考虑到投资者对深港通的开通可能存在一个适应调整过程，所以剔除了深港通交易前半年的交易数据，选取 2017 年 5 月 4 日至 2022 年 4 月 29 日为全样本期；由于 2018 年 5 月 1 日起沪深股通每日额度都从 130 亿元调整为 520 亿元，交易额度大幅上升有可能会明显提升北向资金的交易活跃度 and 市场影响力，所以进一步研究中将样本再分为两个子样本，分别为 2017 年 5 月 4 日到 2018 年 4 月 27 日和 2018 年 5 月 2 日到 2022 年 4 月 29 日，研究额度扩容带来的影响。选择上证指数和深证成指分别作为沪深股市的代表。^①

① 同时，现有研究发现，机构投资者通常偏好安全性和流动性更高的大盘股（徐加根和何家璇，2022），而散户投资者通常偏好投机性更强的小盘股（林枫娇，2022）。由于沪深300指数由沪深两市中规模大、盈利能力强、流动性好的最具代表性的300只股票组成，代表了机构投资取向，因此，选取沪深300指数作为机构投资者主导指数；由于中证1000指数由中证800指数样本股之外规模偏小、流动性好的1000只股票组成，能够综合反映沪深股票市场小盘股的整体状况，代表了散户投资取向，因此选择中证1000指数作为散户主导指数。选取数据包括所有指数的日换手率、收盘价，北向资金的日成交净买入额、A股日成交金额，均来源于Wind。



研究思路如下: 首先, 通过分析全样本数据中投资者情绪对北向资金行为的反应来识别北向资金是否成为 A 股的风向标; 其次, 利用两个子样本研究额度扩容带来的影响; 最后, 通过研究机构主导指数和散户主导指数中情绪对北向资金的反应, 来识别北向资金是机构投资者的风向标还是散户的风向标。

(二) 指标构建

各指数收益率用收盘价的日对数收益率测量。参考黄虹等(2016)的研究, 选择换手率测量投资者情绪。换手率不仅可以反映股票交易的活跃程度, 也是研究中常用的投资者情绪测量指标, 当换手率上升时, 表明投资者对市场的关注度提高, 市场行情趋于活跃, 投资者情绪高涨; 当换手率下降时, 表明投资者对市场的关注度降低, 市场行情疲软、投资者情绪低落, 心态趋于谨慎。因此, 换手率的变化可以反映出市场情绪的变化, 换手率常常被用来测量投资者情绪, 尤其是测量日度投资者情绪。用各指数收益率序列的条件波动测量波动, 用北向资金的日成交净买入额衡量北向资金的行为。

(三) 模型设定

由于股票收益率波动序列存在波动集群性、尖峰厚尾性和非对称性等特征, 再考虑到参数估计的可得性等问题, 选择

$AR(n)-EGARCH(1,1)-t$ 分布模型为基础模型进行实证研究。均值方程为自回归模型, 如模型(1)所示, 根据 AIC 确定滞后项, 其中, r_t 为股票指数第 t 期的日对数收益率, r_{t-i} 、 r_{t-j} 分别为股票指数第 $t-i$ 期和第 $t-j$ 期的日对数收益率。

$$r_t = c_0 + c_1 r_{t-1} + c_j r_{t-j} + \varepsilon_t \quad (1)$$

方差方程设置时以 $EGARCH(1,1)-t$ 分布模型为基础分别构造三个方差方程, 从三个角度递进检验市场风向标效应。首先, 在 $EGARCH(1,1)-t$ 分布模型中加入投资者情绪、投资者情绪和滞后一期的北向资金净买入额的交互项 $sent_t \times bjmr_{t-1}$, 构建模型(2), 分析北向资金行为是否影响投资者情绪对股市波动的冲击, 通过检验投资者情绪对北向资金行为的反应来识别北向资金是否是市场的风向标。

$$\ln(\sigma_t^2) = \beta_0 + \beta_1 \left| \frac{\varepsilon_{t-1}}{\sigma_{t-1}} \right| + \beta_2 \frac{\varepsilon_{t-1}}{\sigma_{t-1}} + \beta_3 \ln(\sigma_{t-1}^2) + \beta_4 sent_t + \beta_5 sent_t \times bjmr_{t-1} \quad (2)^{\text{①}}$$

如果北向资金的净流入或净流出会引发市场投资者情绪变化, 影响投资者情绪对股市波动的冲击, 那么北向资金就成为了 A 股市场的风向标。因此, 本文提出以下假设:

假设 H_1 : 如果北向资金行为显著影响投资者情绪对股市波动的冲击, 则表明北向资金成为了 A 股市场的风向标。

① 其中, σ_t^2 为第 t 期的条件方差, σ_{t-1}^2 为滞后一期的条件方差, ε_{t-1} 为第 $t-1$ 期的残差, $sent_t$ 为第 t 期的投资者情绪, $bjmr_{t-1}$ 为第 $t-1$ 期北向资金的净买入额, 由于北向资金流向每日收盘后才公布, 北向资金行为对市场的影响会滞后一期, 所以, 用北向资金净买入额的滞后一期值衡量北向资金的行为, β_4 衡量投资者情绪对股市波动的冲击, β_5 衡量北向资金行为如何影响投资者情绪对股市波动的冲击。



其次，考虑到北向资金净买入额的取值有正负之分，模型 2 难以判断北向资金的行为是增强还是削弱了投资者情绪对股市波动的影响，也无法体现北向资金看多和看空行为的市场风向标效应，因此，在模型（2）基础上引入虚拟变量，构建模型（3），分析北向资金的看多和看空行为对投资者情绪冲击股市波动效应是否存在异质性影响，进而识别北向资金看多和看空行为的市场风向标效应。

$$\ln(\sigma_t^2) = \beta_0 + \beta_1 \left| \frac{\varepsilon_{t-1}}{\sigma_{t-1}} \right| + \beta_2 \frac{\varepsilon_{t-1}}{\sigma_{t-1}} + \beta_3 \ln(\sigma_{t-1}^2) + \beta_4 \text{sent}_t + \beta_5 \text{sent}_t \times \text{bjmre}_{t-1} \times D_{1t-1} + \beta_7 \text{sent}_t \times \text{bjmre}_{t-1} \times (1 - D_{1t-1}) \quad (3)^{\text{①}}$$

如果北向资金具有风向标效应，那么其看多或看空行为会显著影响投资者情绪对股市波动的冲击。如果北向资金的风向标效应是引领 A 股市场的理性投资行为，那么其看多或看空行为会降低投资者情绪对股市波动的冲击；如果北向资金的风向标效应是促进 A 股市场的投机性行为，那么其看多或看空行为会加大投资者情绪对股市波动的冲击。因此，本文提出以下假设：

假设 H₂：北向资金存在风向标效应时，其看多或看空行为会显著影响投资者情绪

对股市波动的冲击：

H_{2a}：如果北向资金的看多或看空行为显著降低了投资者情绪对股市波动的冲击，表明北向资金引领了 A 股市场的理性投资行为。

H_{2b}：如果北向资金的看多或看空行为显著加大了投资者情绪对股市波动的冲击，表明北向资金引领了 A 股市场的投机性行为。

最后，为探讨上述结论的稳健性，进一步深入分析北向资金的风向标效应促进了市场的理性行为还是投机行为，本文在模型中加入市场行情的影响。在模型（2）的基础上，加入 4 个交互项，构建模型（4），分析市场上涨或下跌时北向资金看多和看空行为对投资者情绪冲击股市波动效应的影响。

$$\ln(\sigma_t^2) = \beta_0 + \beta_1 \left| \frac{\varepsilon_{t-1}}{\sigma_{t-1}} \right| + \beta_2 \frac{\varepsilon_{t-1}}{\sigma_{t-1}} + \beta_3 \ln(\sigma_{t-1}^2) + \beta_4 \text{sent}_t + \beta_8 \text{sent}_t \times \text{bjmre}_{t-1} \times D_{1t-1} \times D_{2t-1} + \beta_9 \text{sent}_t \times \text{bjmre}_{t-1} \times D_{1t-1} \times (1 - D_{2t-1}) + \beta_{10} \text{sent}_t \times \text{bjmre}_{t-1} \times (1 - D_{1t-1}) \times D_{2t-1} + \beta_{11} \text{sent}_t \times \text{bjmre}_{t-1} \times (1 - D_{1t-1}) \times (1 - D_{2t-1}) \quad (4)^{\text{②}}$$

如果北向资金的风向标效应能够引领

① 其中， D_{1t-1} 为虚拟变量，当北向资金看多（第 $t-1$ 期北向资金净买入额取值为正）时取值为 1，否则为 0。 β_6 衡量北向资金看多时会如何影响投资者情绪对股市波动的冲击， β_7 衡量北向资金看空时会如何影响投资者情绪对股市波动的冲击。要注意的是，由于 $\text{bjmre}_{t-1} \times (1 - D_{1t-1})$ 取值为负，如果 $\beta_7 < 0$ ，表示北向资金看空会加大投资者情绪对股市波动的冲击。

② 其中， D_{2t-1} 为虚拟变量，当市场上涨（第 $t-1$ 期指数收益率为正）时取值为 1，否则为 0。 β_8 (β_{11}) 衡量市场上涨（下跌）时，北向资金看多（空）会如何影响投资者情绪对股市波动的冲击； β_9 (β_{10}) 衡量市场下跌（上涨）时，北向资金看多（空）会如何影响投资者情绪对股市波动的冲击。同样，要注意的是，由于 $\text{bjmre}_{t-1} \times (1 - D_{1t-1})$ 取值为负，如果 $\beta_{10} > 0$ ，表示市场上涨时北向资金看空会减少投资者情绪对股市波动的冲击，如果 $\beta_{11} < 0$ ，表示市场下跌时北向资金看空会加大投资者情绪对股市波动的冲击。



A 股市场投资者进行更理性地投资，那么在上漲（下跌）时，北向资金的看空（多）行为可能会对投资者情绪具有纠正作用，减少投资者情绪对股市波动的冲击；如果北向资金的风向标效应是促进市场的投机性行为，那么当市場上漲（下跌）时，北向资金的看多（空）行为可能会对投资者情绪具有强化作用，加大投资者情绪对股市波动的冲击。因此，通过对参数 β_8 、 β_9 、 β_{10} 和 β_{11} 的结果进行分析，不仅可以识别北向资金是否具有市场风向标效应，而且还可以识别北向资金的风向标效应是缓解了投资者情绪对市场波动的冲击，能够引领投资者进行更理性投资，还是加大了投资者情绪对市场波动的冲击，导致市场更大的波动。

基于上述分析，本文提出以下假设：
假设 H_3 ：如果北向资金在市場下跌（上漲）时看多（空）会显著降低投资者情绪对股市波动的冲击，表明北向资金引领了 A 股市场的理性投资行为。
假设 H_4 ：如果北向资金在市場上漲（下跌）时看多（看空）会显著加大投资者情绪对股市波动的冲击，表明北向资金引领了 A 股市场的投机性行为。

三、实证结果与分析

（一）各指数投资者情绪序列的描述性统计结果

表 1 是各指数投资者情绪序列的描述性统计结果，可以发现，中证 1000 指数对应的均值、中值、最大值、最小值和标准差都最大，其次是深证成指和上证指数，

沪深 300 指数最低，表明深市的情绪水平和情绪波动要明显高于沪市，小盘股构成的中证 1000 指数对应的情绪水平和情绪波动也要明显高于大盘股构成的沪深 300 指数。

表 1 各指数投资者情绪序列的描述性统计结果
(全样本)

	上证指数	深证成指	沪深 300 指数	中证 1000 指数
均值	0.687	1.459	0.490	1.924
中值	0.649	1.384	0.459	1.829
最大值	1.800	3.986	1.472	4.807
最小值	0.267	0.662	0.188	0.704
标准差	0.260	0.510	0.187	0.676

图 1 是北向资金净买入额的走势图，可以发现，全样本期，北向资金日净买入额的最大值为 217 亿元，最小值为 -174 亿元，均值为 12 亿元。而统计结果表明，全样本期，A 股日成交金额的最大值为 17 392.53 亿元，最小值为 2 066.67 亿元，均值为 6 837.25 亿元，这些数据表明，北向资金日净买入额占 A 股日成交金额的比重还很低，北向资金日净买入额对股市波动的直接冲击非常小，北向资金对 A 股波动的影响主要体现在间接

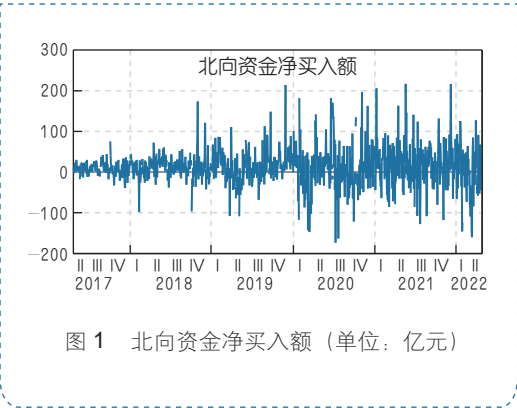


图 1 北向资金净买入额（单位：亿元）



影响，而不是直接影响。在额度扩容（2018年5月1日）后，北向资金净买入额的数量明显变大，交易更活跃，波动也更大，这意味着扩容后北向资金行为对A股市场的影响力可能会增强。

（二）市场风向标的检验结果

1. 全样本模型2和模型3的结果

表2^①显示，在全样本期，无论是上证指数还是深圳成指，模型2和模型3中 $sent_t$ 对应的系数 β_4 都显著为正，表明在中国A股市场，投资者情绪对股市波动存在显著正向冲击，投资者情绪水平越高，股市波动越大；模型2中 $sent_t \times bjmr_{t-1}$ 对应的系数 β_5 都显著为负，表明北向资金的行为会显著影响投资者情绪对股市波动的冲击，北向资金成为了A股的风向标，验证了假设H₁。模型3的结果进一步显示， $sent_t \times bjmr_{t-1} \times D_{1t-1}$ 对应的系数 β_6 都统计不显著，表明北向资金的看多行为不会显著影响投资者情绪对股市波动的冲击； $sent_t \times bjmr_{t-1} \times (1-D_{1t-1})$ 对应的系数 β_7 都显著为负，由于 $bjmr_{t-1} \times (1-D_{1t-1})$ 取值也为负，表明北向资金的看空行为显著加大了投资者情绪对股市波动的冲击，北向资金引领了A股市场的投机性行为，验证了假设H_{2b}。

2. 扩容前后模型2和模型3的结果

表3显示，扩容前后，无论是上证指数还是深圳成指，模型2和模型3中 $sent_t$ 对应的系数 β_4 都显著为正，表明在两个子样本期，投资者情绪对股市波动都存在

显著正向冲击，投资者情绪水平越高，股市波动越大；模型2中 $sent_t \times bjmr_{t-1}$ 对应的系数 β_5 在扩容前统计不显著，扩容后显著为负，表明在扩容前，北向资金的行为没有显著影响投资者情绪对股市波动的冲击，但扩容后，北向资金的行为显著影响了投资者情绪对股市波动的冲击。模型3中， β_6 、 β_7 在扩容前都统计不显著，表明扩容前北向资金的看多和看空行为都不会显著影响投资者情绪对股市波动的冲击；但扩容后，虽然 β_6 统计不显著，但 β_7 都显著为负，表明扩容后北向资金的看空行为会显著加大投资者情绪对股市波动的冲击。

3. 模型4的检验结果

表4显示，全样本期和两个子样本期，无论是上证指数还是深圳成指， $sent_t$ 对应的系数 β_4 都显著为正，与模型2和模型3的结果一致，投资者情绪对股市波动存在显著正向冲击的结论具有稳健性。在全样本期对应的结果中， β_8 、 β_9 和 β_{10} 都统计不显著，只有 β_{11} 显著为负，表明市场下跌时，北向资金的看空行为显著加大了投资者情绪对股市波动的冲击，部分验证了假设H₄，表明北向资金引领了A股市场的投机性行为，与模型3的结论一致，结论具有稳健性。进一步比较扩容前后的结果，可以发现，扩容前，模型4中两个指数对应的 β_8 、 β_9 、 β_{10} 和 β_{11} 都统计不显著，表明扩容前北向资金的行为没有显著影响投

① 表2至7与文献综述，见增强出版，中国知网—《金融市场研究》。



投资者情绪对股市波动的冲击，与表 3 的结论一致，结论具有稳健性。而扩容后， β_8 、 β_9 和 β_{10} 仍然统计不显著，只有 β_{11} 显著为负，表明扩容后，在市场下跌时，北向资金的看空行为显著加大了投资者情绪对股市波动的冲击。以上结果表明，北向资金对投资者情绪冲击股市波动效应在扩容后才产生显著影响，而且，只有当市场下跌且北向资金看空时，投资者情绪对股市波动的冲击效应才会受北向资金行为的显著影响，北向资金的看空加剧了投资者情绪对波动的冲击。因此，对市场投资者而言，只有在市场下跌且北向资金看空时，北向资金才是 A 股市场的风向标，引领了 A 股市场的投机性行为。

（三）机构投资者还是散户的风向标

表 5 是沪深 300 指数和中证 1000 指数对应模型 2 的结果，表 5 显示，中证 1000 指数对应 $sent_t \times bjmre_{t-1}$ 的系数 β_5 都统计不显著，表明无论在全样本期，还是扩容前后，散户主导的中证 1000 指数中，北向资金的行为都没有显著影响投资者情绪对股市波动的冲击。而沪深 300 指数对应 $sent_t \times bjmre_{t-1}$ 的系数 β_5 在扩容前统计不显著，但在扩容后和全样本期都显著为负，表明在机构投资者主导的沪深 300 指数中，北向资金的行为显著影响了投资者情绪对股市波动的冲击。

表 6 中，模型 3 的结果进一步显示，所有中证 1000 指数 $sent_t \times bjmre_{t-1} \times D_{1t-1}$ 对应的系数 β_6 和 $sent_t \times bjmre_{t-1} \times (1-D_{1t-1})$ 对应的系数 β_7 都统计不显著，表明北向资金的看多和看空行为都不会显著影响散户主导的

中证 1000 指数中投资者情绪对股市波动的冲击。而所有沪深 300 指数 $sent_t \times bjmre_{t-1} \times D_{1t-1}$ 对应的系数 β_6 都统计不显著， $sent_t \times bjmre_{t-1} \times (1-D_{1t-1})$ 对应的系数 β_7 在扩容前统计不显著，但在扩容后和全样本期都显著为负，表明北向资金的看空行为会显著加大机构投资者主导的沪深 300 指数中投资者情绪对股市波动的冲击。

表 7 显示，模型 4 的结果中，所有中证 1000 指数对应的 β_8 、 β_9 、 β_{10} 和 β_{11} 都统计不显著，表明无论市场上涨还是下跌，北向资金的看多和看空行为都不会显著影响投资者情绪对股市波动的冲击。而在沪深 300 指数对应的结果中，扩容前， β_8 、 β_9 、 β_{10} 和 β_{11} 都统计不显著，全样本期和扩容后， β_8 、 β_9 和 β_{10} 仍然统计不显著，但 β_{11} 显著为负，表明市场下跌时，北向资金的看空行为显著加大了投资者情绪对股市波动的冲击，引领了其投机性行为。

上述结果表明，北向资金显著影响的是机构投资者的情绪，而不是散户情绪；只有在市场下跌且北向资金看空时，北向资金才是机构投资者风向标，而且，北向资金的风向标效应在扩容后才产生显著影响，北向资金的风向标效应并没有缓解机构投资者情绪对股市波动的冲击，而是加大了机构投资者情绪对股市波动的冲击，引领了其投机性行为，引发股市更大的波动。

四、研究结论与启示

本文通过分析北向资金行为影响投资者情绪冲击股市波动效应，研究北向资金



是否已经成为 A 股的风向标。研究发现,随着额度扩容,北向资金行为对投资者情绪冲击股市波动效应开始产生显著影响;而且,北向资金的看多和看空行为对投资者情绪冲击股市波动效应存在非对称性,市场下跌时,北向资金的看空行为会显著加大投资者情绪对股市波动的冲击。这些结论表明,随着额度扩容,北向资金已经开始逐渐成为引发 A 股市场波动的风向标;现阶段,北向资金的风向标效应并没有缓解投资者情绪对股市波动的冲击,而是加大了投资者情绪对股市波动的冲击,引领了 A 股市场的投机性行为,加剧了市场的非理性波动。本文还发现,在散户主导的中证 1000 指数中,扩容前后北向资金行为对投资者情绪冲击股市波动效应都没有产生显著影响,表明北向资金没有成为散户的风向标;而在机构投资者主导的沪深 300 指数中,额度扩容后且市场下跌时,北向资金的看空行为会显著影响投资者情绪对股市波动的冲击,表明北向资金正在成为机构投资者的风向标,市场下跌时北向资金的看空行为显著加大了投资者情绪对股市波动的冲击。其中的原因可能在于,机构投资者把北向资金视为聪明钱,市场下跌时北向资金的

看空行为被机构投资者认为可能存在未知的利空消息,而国内的机构投资者又缺乏足够的工具能够对冲市场下跌的风险,从而引发了机构投资者情绪的恐慌,加大了机构投资者情绪对股市波动的冲击。

基于上述研究结论,本文的启示在于:第一,监管层应该进一步加强对北向资金行为的监管,尤其是在股票市场大幅下跌时,要从制度层面加大对北向资金大幅流出的监管,对北向资金的恶意做空行为要加大规范和问责力度,防止引发 A 股市场的剧烈波动。第二,要进一步完善信息披露制度,增加信息透明度,缓解因信息不对称引发的北向资金风向标效应,降低机构投资者情绪对股市波动的冲击。第三,在股市制度建设层面,应该继续完善融券卖空机制,给市场提供更多的风险对冲工具,增强机构投资者应对市场下跌时的风险管理能力。同时加强对机构投资者的非理性跟风行为的规范和监管,通过制度建设,对严重影响股市稳定性的机构投资者进行处置和问责,引导机构投资者更多关注股市的长期投资价值,减少短期的非理性跟风行为,促进股票市场健康稳定发展。^[N]

学术编辑:曾一已

参考文献

- [1] 黄虹,张思煊,孙红梅,等.融资融券会加大投资者情绪对股指波动的影响吗[J].中国软科学,2016(03):151-161.
- [2] 纪彰波,臧日宏.资本市场开放能够提高股票价格稳定性吗?基于沪港通的经验证据[J].世界经济研究,2019(05):14-26+52+134.
- [3] 李金甜,胡聪慧,郑建明.资本市场双循环背景下的系统性流动性风险:基于错层的自然实验分析[J].中国软科学,2021(05):111-123.
- [4] 李金甜,毛新述.资本市场制度型开放与流动性共性效应——兼论气候风险的影响[J].金融研究,2023,(05):170-188.
- [5] 李沁洋,许年行.资本市场对外开放与股价崩盘风险——来自沪港通的证据[J].管理科学学报,2019,22(08):108-126.



- [6] 李学峰,张亚涛.资本市场开放能够降低噪声交易程度吗?——基于沪港通的经验证据[J].金融科学,2021(02):23-39.
- [7] 林枫娇.投资者情绪与股票收益关系研究——基于隔夜收益率[J].投资研究,2022,41(11):137-159.
- [8] 刘海飞,柏巍,李冬昕,等.沪港通交易制度能提升中国股票市场稳定性吗?——基于复杂网络的视角[J].管理科学学报,2018,21(01):97-110.
- [9] 彭红枫,万洋.资本市场双向开放如何影响我国股票定价效率[J].证券市场导报,2022(03):22-32.
- [10] 饶育蕾,许军林,梅立兴,等.QFII持股对我国股市股价同步性的影响研究[J].管理工程学报,2013,27(02):202-208.
- [11] 石凡,陆正飞,张然.引入境外战略投资者是否提升了公司价值——来自H股公司的经验证据[J].经济学(季刊),2009,8(01):231-248.
- [12] 宋兰笑,孙灵燕.外资流入中国股票市场的“双刃剑”效应及对策[J].经济与管理评论,2022,38(02):98-108.
- [13] 徐加根,何家璇.中国股市规模效应消失了吗[J].财经科学,2022(01):1-14.
- [14] 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].金融经济研究,2016,31(06):28-39.
- [15] 许嘉宁,巩云华.沪港通的实施对上证A股价格波动性的影响分析[J].金融经济,2020(09):46-55.
- [16] 许春存,陈志娟.沪港通对股票市场波动性和流动性影响的实证研究[J].浙江工商大学学报,2016(06):76-83.
- [17] 杨秋平,刘红忠.外资持股、知情交易与股票流动性[J].世界经济研究,2022(05):14-32+135.
- [18] 杨秋平,刘红忠.资本市场开放与股价同步性——基于沪港通的实证分析[J].上海金融,2021(03):25-36.
- [19] 钟凯,孙昌玲,王永妍,等.资本市场对外开放与股价异质性波动——来自“沪港通”的经验证据[J].金融研究,2018(07):174-192.
- [20] Angkinand A P, Sawangngoenyuan W, Wihlborg C. Financial Liberalization and Banking Crises: a Cross-Country Analysis[J].International Review of Finance,2010,10:263-292.
- [21] Bae K, Ozoguz A, Tan H, Wirjanto T S. Do Foreigners Facilitate Information Transmission in Emerging Markets[J].Journal of Financial Economics, 2012, 105, (1): 209-227.
- [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].The Review of Financial Studies, 2005,18, 795-829.
- [24] Li D, Nguyen, Quang N, Pham, Peter K, Wei S X. Large Foreign Ownership and Firm-Level Stock Return Volatility in Emerging Markets[J].Journal of Financial and Quantitative Analysis,2011, 46(4):1127-1155.
- [25] Stiglitz J. Capital Market Liberalization, Economic Growth and Instability[J].World Development, 2000, 28(6):1075-1086.

The Influence of Northward Capital on Investor Sentiment Impacting Stock Market Volatility

CHEN Jian¹ ZENG Shiqiang²

(1.School of Finance and Business, Shanghai Normal University;

2.School of Economics and Management, Shanghai Institute of Technology)

Abstract Using A-share market data, this paper studies the "wind vane effect" of capital moving northward from the Hong Kong market, examining its effect of triggering investor sentiment impacting volatility on Chinese mainland stock markets. Data collected from May 4, 2017 to April 29, 2022 shows that: when the market falls, the bearish behavior of northbound capital will significantly increase the impact of investor sentiment on market volatility. Further research finds that northward capital significantly affects the sentiment of institutional investors, but not individual investors. This paper provides empirical evidence for the further opening of the A-share market and provides a new perspective on identifying the wind vane effect of northward capital.

Keywords Northward Capital, Wind Vane Effect, Investor Sentiment, Stock Market, Volatility

JEL Classification C32 C51 G12