

《金融市场研究》专家审稿单

稿件篇名	外国投资者行为与东道国债券市场风险——基于投资者动机视角
外审意见 (二审)	文章选择外国投资者行为的视角分析东道国债券市场风险，研究视角较为新颖。文章在 Greenwood 和 Thesmar (2011) 的基础上，引入“主动调整”效应，具有一定的创新性。然而，文章可能存在以下问题： 主要问题： (1) 文章对于关键概念的阐述不够清晰。文章的标题中的“外国投资者行为”，在正文中似乎对应的是外国投资者的“主动调整”风险和“流动性调整”风险。与 Greenwood 和 Thesmar (2011) 相比，文章主要引入了“主动调整”效应的概念，而文章对这一概念的阐述却很少。文章的副标题中的“投资者动机”，在正文中似乎也未详细阐述。以上关键概念的阐述对于增强文章的经济学含义和增强文章的可读性都很重要，建议作者对引言、文献综述等部分进行完善。 (2) 关于“主动调整”风险和“流动性调整”风险的度量是文章的核心内容，然而对使用 CIPS 数据库的构建方法的介绍较为粗糙，比如，具体使用了哪一些指标，对于缺失值如何处理，滚动窗口如何选择等问题还需要进一步完善。 (3) 考虑到文章研究的是外国投资者对东道国债券市场的影响，资本管制是最直接的影响因素，而经济自由度指数则是涵盖范围更广的指标，因此，在基准回归分析中建议选择资本管制指标作为控制变量，在扩展性分析中也建议选择资本管制指标作为调节变量。 (4) 文章的文献综述中关于文章主题内容的讨论不够聚焦，也导致了对实证分析中各个结论的呼应不够紧密。 细节问题： (1) 在理论模型中，先后使用 a 和 TV 表示同一个概念，即投资组合总价值，会降低文章的可读性。 (2) 没有介绍各国国债收益率指标的来源，建议增加不同期限的国债收益率的实证分析，比如 1 年期国债收益率，不同期限风险的债券受到的影响可能在一

	定的差异。 (3) 文章选择了 32 个东道国汇率指数作为控制变量，汇率指数是一种有效汇率，涉及到权重的选择，因而关于这一指标的介绍还需要再丰富一些。 (4) 关于图 1 的分析中，2013-2014 除了爱尔兰退出欧债危机纾困机制之外，这一阶段发生的更加重要的事件是美联储的 taper tantrum，建议图形对这一事件的影响进行简洁的分析。 2023 年 11 月 18 日
作者回复	尊敬的审稿人和编辑： 您们好！ 关于反馈回来的主要问题，我们现在分述如下： (1) 文章对于关键概念的阐述不够清晰。文章的标题中的“外国投资者行为”，在正文中似乎对应的是外国投资者的“主动调整”风险和“流动性调整”风险。与 Greenwood 和 Thesmar (2011) 相比，文章主要引入了“主动调整”效应的概念，而文章对这一概念的阐述却很少。文章的副标题中的“投资者动机”，在正文中似乎也未详细阐述。以上关键概念的阐述对于增强文章的经济学含义和增强文章的可读性都很重要，建议作者对引言、文献综述等部分进行完善。 答：已进行完善，对第 1 页“引言”、第 2 页“文献综述”中“(二) 金融风险的度量”、第 3 页“三、模型的构建”第一段第一句进行调整： 1. 第 1 页“引言”、第 2 页“(二) 金融风险的度量”：添加关于“主动调整”效应、“投资动机”的说明与相关参考文献。 2. 第 3 页“三、模型的构建”第一段第一句：添加“Greenwood 和 Thesmar (2011) 将投资组合总价值的变化分为“主动再平衡”变化以及“流量驱动交易”变化，其中“主动再平衡”变化指的是在相对价格变化和流动性变化效应之外，改变某一证券权重的主观意愿所导致的投资组合总价值变化，“流量驱动交易”变化指的是在投资组合构成不变的情况下导致的投资组合总价值变化；随后将“流量驱动交易”变化

导致的对资产组合中头寸的调整定义为“脆弱性”指标。”

(2) 关于“主动调整”风险和“流动性调整”风险的度量是文章的核心内容，然而对使用 CIPS 数据库的构建方法的介绍较为粗糙，比如，具体使用了哪一些指标，对于缺失值如何处理，滚动窗口如何选择等问题还需要进一步完善。

答：已进行完善，对第 6 页“(一) 风险效应计算与变量描述性统计”第一段、第二段进行修改：

1. 第 6 页“(一) 风险效应计算与变量描述性统计”第一段：“本文将 32 个东道国长期债券资产作为一个整体的投资组合，投资国 k 年末头寸即为理论模型中的投资组合总价值 TV_k ”替换为“本文基于 CPIS 中的长期债券数据子库，以国家为单位计算各国持有样本 72 国长期债券的总额作为投资组合总价值 TV ，由于缺失值后第一年度数据无法用于计算债权国资本变化 f ，因而删除缺失值以及缺失值后第一年度的数据。”

2. 第 6 页“(一) 风险效应计算与变量描述性统计”第二段：“滚动窗口”处添加“采用 t 年和 $t-1$ 年两年时间的“滚动窗口”(rolling window) 计算……”

(3) 考虑到文章研究的是外国投资者对东道国债券市场的影响，资本管制是最直接的影响因素，而经济自由度指数则是涵盖范围更广的指标，因此，在基准回归分析中建议选择资本管制指标作为控制变量，在扩展性分析中也建议选择资本管制指标作为调节变量。

答：感谢专家老师提出的宝贵建议。经过团队深入讨论和充分思考后，我们认为在研究外国投资者对东道国债券市场影响的背景下，选择经济自由度指数可能更为合适。一方面，作为资本管制代理变量的 KAOPEN 指数并没有直接描述资本开放的程度，而是通过主成分分析，兼顾了广泛的金融交易管制情况来近似代替；此外该指数在刻画某些国家的金融开放程度时往往没有很明显的变化。另一方面，经济自由度指数包含了多个方面的因素，如资本流动和外国投资、货币

政策、贸易政策、政府对经济的干预程度等，因此能够更全面地反映市场开放程度和外国投资的整体环境，进而可以更准确地捕捉外国投资者对债券市场的影响。因此，经济自由度指数可能更适合用于基准回归分析和扩展性分析，以便更全面地考虑外部因素对研究结果的潜在影响，并确保分析更具有说服力和可靠性。您的建议对我们的研究有着积极的促进作用，我们将在未来的工作中进一步探讨和研究有关资本管制指标的相关影响，以提高研究的深度和广度，再次感谢您的宝贵意见。

（4）文章的文献综述中关于文章主题内容的讨论不够聚焦，也导致了对实证分析中各个结论的呼应不够紧密。

答：已进行完善，在第 1 页文献综述部分进行了调整：增加了有关“投资动机、投资行为”的讨论，并对其进行了梳理分析；同时对文献综述的其他部分进行了细节修改。

细节问题：

（1）在理论模型中，先后使用 a 和 TV 表示同一个概念，即投资组合总价值，会降低文章的可读性。

答：已进行完善，在第 3 页“三、模型的构建”部分，将公式以及文章中的 a 修改为 TV，以代表投资组合总价值。

（2）没有介绍各国国债收益率指标的来源，建议增加不同期限的国债收益率的实证分析，比如 1 年期国债收益率，不同期限风险的债券受到的影响可能存在一定的差异。

答：感谢专家老师的意见。经过我们的研究讨论，由于我们采用的是 CPIS 数据库中的各国长期债券资产余额变化，因而使用 10 年期债券可能较为合适。您的建议为我们指引了新的研究方向，未来我们将设法依靠期限更为丰富的数据，探究不同期限风险的债券受到

	影响的异质性问题，感谢您的建议！ （3）文章选择了 32 个东道国汇率指数作为控制变量，汇率指数是一种有效汇率，涉及到权重的选择，因而关于这一指标的介绍还需要再丰富一些。 答：已进行修改，在第 7 页脚注②中：加入了有关汇率指数的解释说明：“②汇率指数指各国的实际有效汇率指数。国际货币基金组织将其定义为：名义有效汇率（本币价值与若干外币加权平均值之比的衡量方法）除以平减物价指数或成本指数，其中，加权权重是按从联合国、经济合作与发展组织、世界银行、世界旅游组织和联合国工业发展组织收集的关于贸易、旅游和制造业的官方年度数据的三年平均数计算得出。将汇率指数进行差分处理是为了去除时间序列数据中的趋势或季节性变化，使数据更加平稳。” （4）关于图 1 的分析中，2013-2014 除了爱尔兰退出欧债危机纾困机制之外，这一阶段发生的更加重要的事件是美联储的 taper tantrum，建议图形对这一事件的影响进行简洁的分析。 答：已进行完善，对第 7 页第一段内容进行修改，加入了对美联储导致的 taper tantrum 的简要分析：“2013 年末爱尔兰成为首个退出欧债危机纾困机制的国家，在这一时期前后，“主动调整”风险效应再次攀升”替换为“2013 年中旬美联储宣布将逐步减少购债计划，从而导致了缩减恐慌（Taper Tantrum），致使全球市场出现剧烈波动；此外，2013 年末爱尔兰成为首个退出欧债危机纾困机制的国家，使得在这一时期前后，“主动调整”风险效应再次攀升”。 感谢审稿人和编辑的辛勤付出！ 作者：周荣喜、何建飞、孙榛 2023 年 11 月 29 日
--	--

外审评议和作者回复（若有）是文章的过程性材料，隐名后的有价值讨论可公开。如研究中使用该内容，辛苦您在研究成果上注明引文和出处。

表 1 变量描述性统计

变量	count	mean	std	min	2nd Quintile	middle	3rd Quintile	max	Unit
<i>liq_risk</i>	527	0.68173	1.16142	0.00000	0.17772	0.28079	0.37863	8.04205	—
<i>act_risk</i>	527	2.06635	7.61587	0.00001	0.19839	0.36023	0.59524	128.96830	—
<i>var</i>	527	0.28182	1.26151	0.00095	0.05678	0.08010	0.10503	25.28699	百分数
<i>current</i>	527	1.57819	6.29516	-14.53726	-0.94134	0.55613	1.85104	27.14329	—
<i>cpi</i>	527	2.48482	2.46535	-4.47810	1.67204	2.03503	2.37497	19.37888	百分数
<i>m2</i>	527	8.15083	7.03477	-17.53371	5.90905	6.99508	8.20440	50.44356	百分数
<i>wci</i>	527	0.07193	0.06410	0.00000	0.04541	0.05696	0.07322	0.54003	—
<i>ef</i>	527	70.93264	8.87985	49.80000	68.60000	70.10000	73.40000	90.10000	—
<i>fx</i>	527	0.04748	4.91536	-22.93189	-0.65597	0.07149	0.71051	17.31227	差分

表 2 风险效应对国债收益率波动的影响

变量	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
<i>act_risk</i>	0.109 4** (2.426 3)	—	0.108 6** (2.404 1)	0.111 2** (2.477 7)	—	0.111 0** (2.479 5)
<i>liq_risk</i>	—	0.241 1*** (2.841 9)	0.178 5** (2.081 5)	—	0.199 7*** (2.734 2)	0.186 2** (2.242 6)
<i>current</i>	—	—	—	0.008 0 (0.673 1)	0.012 6 (0.766 1)	0.004 2 (0.348 1)
<i>cpi</i>	—	—	—	0.074 8 (1.223 7)	0.065 6** (2.287 5)	0.067 7 (1.169 9)
<i>fx</i>	—	—	—	0.026 0* (1.862 9)	-0.006 3 (-0.905 6)	0.029 3** (2.065 0)
<i>m2</i>	—	—	—	-0.021 7* (-1.816 6)	-0.036 5*** (-2.683 0)	-0.021 6* (-1.823 5)
<i>wci</i>	—	—	—	0.329 0 (0.684 9)	0.669 0 (1.210 0)	0.267 4 (0.542 4)
<i>ef</i>	—	—	—	-0.019 8 (-1.120 0)	-0.018 1 (-1.180 6)	-0.010 0 (-0.637 2)
<i>const</i>	0.055 7 (0.715 8)	0.117 5* (1.952 7)	-0.064 3 (-0.767 4)	1.408 0 (1.118 4)	1.494 0 (1.354 5)	0.617 6 (0.549 0)
No. of observations	527	527	527	527	527	527
No. of	32	32	32	32	32	32

economies						
Fixed-Year effect	YES	YES	YES	YES	YES	YES
Fixed-County effect	YES	YES	YES	YES	YES	YES
Control variables	NO	NO	NO	YES	YES	YES
const	YES	YES	YES	YES	YES	YES
adj. R ²	0.471 3	0.017 6	0.480 9	0.497 6	0.052 1	0.507 3

注：***、**和*分别表示 1%、5%、10%的水平上显著，括号内为 t 值。

表 3 风险效应对国债收益率波动的影响—基于 ARIMA-GARCH(1, 1)模型

变量	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
<i>act_risk</i>	0.002 7*** (2.867 3)	—	0.002 6*** (2.835 2)	0.002 5*** (2.725 3)	—	0.002 5*** (2.730 1)
<i>liq_risk</i>	—	0.009 4*** (3.651 5)	0.007 9*** (3.120 0)	—	0.005 3*** (2.656 2)	0.004 9** (2.437 3)
No. of observations	527	527	527	527	527	527
No. of economies	32	32	32	32	32	32
Fixed-Year effect	YES	YES	YES	YES	YES	YES
Fixed-Country effect	YES	YES	YES	YES	YES	YES
Control variables	NO	NO	NO	YES	YES	YES
const	YES	YES	YES	YES	YES	YES
adj. R ²	0.253 8	0.024 0	0.270 6	0.326 7	0.117 7	0.332 9

注：***、**和*分别表示 1%、5%、10%的水平上显著，括号内为 t 值。

表 4 使用 KAOPEN 指数作为资本管制控制变量

变量	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
<i>act_risk</i>	0.109 4** (2.426 3)	—	0.108 6** (2.404 1)	0.110 8** (2.478 0)	—	0.110 7** (2.479 3)
<i>liquidity_risk</i>	—	0.241 1*** (2.841 9)	0.178 5** (2.081 5)	—	0.193 5*** (2.631 0)	0.181 8** (2.192 1)

No. of observations	527	527	527	527	527	527
No. of economies	32	32	32	32	32	32
Fixed-Year effect	YES	YES	YES	YES	YES	YES
Fixed-Country effect	YES	YES	YES	YES	YES	YES
Control variables	NO	NO	NO	YES	YES	YES
const	YES	YES	YES	YES	YES	YES
adj. R ²	0.471 3	0.017 6	0.480 9	0.500 3	0.058 1	0.509 7

注：***、**和*分别表示 1%、5%、10%的水平上显著，括号内为 t 值。

表 5 加入波动率自相关性

变量	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
<i>var_lagY1</i>	0.099 8 (0.744 3)	0.216 8 (0.742 7)	0.098 3 (0.742 7)	0.104 0 (0.809 5)	0.219 6 (0.763 6)	0.103 2 (0.815 4)
<i>act_risk</i>	0.108 1** (2.488 3)	—	0.107 8** (2.475 5)	0.110 5*** (2.592 4)	—	0.110 4*** (2.593 1)
<i>liquidity_risk</i>	—	0.142 0** (2.460 4)	0.096 0 (1.464 7)	—	0.125 4** (2.223 8)	0.117 6* (1.743 0)
No. of observations	517	517	517	517	517	517
No. of economies	32	32	32	32	32	32
Fixed-Year effect	YES	YES	YES	YES	YES	YES
Fixed-Country effect	YES	YES	YES	YES	YES	YES
Control variables	NO	NO	NO	YES	YES	YES
const	YES	YES	YES	YES	YES	YES
adj. R ²	0.506 8	0.055 6	0.509 5	0.537 5	0.090 6	0.541 3

注：***、**和*分别表示 1%、5%、10%的水平上显著，括号内为 t 值。

表 6 安慰剂检验

变量	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
<i>act_risk</i>	-0.004 5 (-0.974 3)	—	-0.004 5 (-0.956 5)	-0.003 9 (-0.895 5)	—	-0.004 0 (-0.875 1)

<i>liq_risk</i>	—	-0.002 1 (-0.065 7)	-0.003 2 (-0.100 8)	—	-0.002 1 (-0.065 6)	-0.003 2 (-0.098 5)
No. of observations	527	527	527	527	527	527
No. of economies	32	32	32	32	32	32
Fixed-Year effect	YES	YES	YES	YES	YES	YES
Fixed-Country effect	YES	YES	YES	YES	YES	YES
Control variables	NO	NO	NO	YES	YES	YES
const	YES	YES	YES	YES	YES	YES
adj. R ²	0.000 9	0.000 0	0.000 9	0.041 6	0.041 0	0.041 6

注：***、**和*分别表示 1%、5%、10%的水平上显著，括号内为 t 值。

表 7 极端市场情况下的风险效应—欧洲主权债务危机的准自然实验

变量	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
<i>act_risk</i>	0.026 1* (1.901 3)	—	0.025 5* (1.925 3)	0.023 3** (2.105 7)	—	0.023 5** (2.186 9)
<i>act_risk</i> × <i>GIIPS</i>	0.236 0*** (6.223 6)	—	0.235 3*** (6.095 5)	0.238 6*** (7.015 2)	—	0.237 3*** (6.851 0)
<i>liq_risk</i>	—	0.253 2*** (2.778 9)	0.176 1** (2.259 9)	—	0.214 4*** (2.702 7)	0.170 7** (2.177 5)
<i>liq_risk</i> × <i>GIIPS</i>	—	-0.445 5 (-0.720 9)	-0.114 5 (-0.126 2)	—	-0.495 7 (-0.829 3)	-0.130 4 (-0.153 2)
No. of observations	527	527	527	527	527	527
No. of economies	32	32	32	32	32	32
Fixed-effect	YES	YES	YES	YES	YES	YES
Control variables	NO	NO	NO	YES	YES	YES
adj. R ²	0.706 7	0.020 2	0.715 9	0.727 9	0.055 3	0.735 9

注：***、**和*分别表示 1%、5%、10%的水平上显著，括号内为 t 值。

表 8 东道国经济不确定性与外国投资者风险效应

变量	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
<i>act_risk</i>	0.079 0**	—	0.075 1**	0.079	—	0.076

	(2.579 4)		(2.534 3)	3*** (2.694 3)		2*** (2.677 7)
<i>act_risk</i> × <i>wui</i>	1.690 3** (2.362 7)	—	1.841 5** (2.583 2)	1.712 7** (2.518 1)	—	1.844 6*** (2.724 2)
<i>liq_risk</i>	—	0.238 4*** (2.875 3)	0.230 6*** (2.690 2)	—	0.198 5*** (2.804 2)	0.220 7*** (2.799 3)
<i>liq_risk</i> × <i>wui</i>	—	-0.713 3 (-1.179 0)	-1.571 1** (-2.208 9)	—	-0.912 0 (-1.597 2)	-1.617 8** (-2.381 1)
<i>wui</i>	1.188 4* (1.696 6)	0.696 8 (1.258 2)	1.061 9 (1.526 8)	0.858 3 (1.321 6)	0.649 9 (1.172 4)	0.792 9 (1.226 5)
No. of observations	527	527	527	527	527	527
No. of economies	32	32	32	32	32	32
Fixed-Year effect	YES	YES	YES	YES	YES	YES
Fixed-Country effect	YES	YES	YES	YES	YES	YES
Control variables	NO	NO	NO	YES	YES	YES
const	YES	YES	YES	YES	YES	YES
adj. R ²	0.545 3	0.019 5	0.565 0	0.571 1	0.053 7	0.589 3

注：***、**和*分别表示 1%、5%、10%的水平上显著，括号内为 t 值。

表 9 金融市场发展指数与外国投资者风险效应

变量	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
<i>act_risk</i>	0.061 3** (2.416 8)	—	0.059 1** (2.348 8)	0.062 2** (2.579 4)	—	0.060 8** (2.542 9)
<i>act_risk</i> × <i>FD</i>	-0.896 0*** (-3.581 3)	—	-0.918 9*** (-3.649 4)	-0.889 5*** (-3.665 3)	—	-0.910 1*** (-3.746 4)
<i>liq_risk</i>	—	0.225 0*** (2.998 1)	0.190 5*** (2.607 1)	—	0.191 5*** (2.880 6)	0.205 4*** (2.709 9)
<i>liq_risk</i> × <i>FD</i>	—	0.875 3 (1.002 5)	1.199 4 (1.437 8)	—	0.468 2 (0.507 7)	0.809 6 (0.867 9)
<i>FD</i>	0.180 4 (0.211 6)	-1.214 7 (-0.867 9)	-0.027 2 (-0.034 6)	0.521 6 (0.619 9)	-0.604 2 (-0.454 4)	0.374 3 (0.485 1)
No. of observations	527	527	527	527	527	527

No. of economies	32	32	32	32	32	32
Fixed-Year effect	YES	YES	YES	YES	YES	YES
Fixed-Country effect	YES	YES	YES	YES	YES	YES
Control variables	NO	NO	NO	YES	YES	YES
const	YES	YES	YES	YES	YES	YES
adj. R ²	0.606 5	0.022 6	0.624 8	0.627 6	0.053 4	0.643 1

注：***、**和*分别表示 1%、5%、10%的水平上显著，括号内为 t 值；该表中变量 *FD* 为金融市场发展指数。