

美国贸易政策不确定性与新兴经济体 跨境股票资本流动^{*}

谭小芬 李兴申 苟 琴

内容提要:本文使用1996年2月—2020年1月35个新兴经济体的跨境股票型基金微观数据,实证考察美国贸易政策不确定性对新兴经济体跨境股票资本流动的影响。结果表明:美国贸易政策不确定性上升会导致新兴经济体跨境股票型基金净资本流入下降,这一影响在2008年全球金融危机后更为显著。受国别因素影响,美国贸易政策不确定性的影响存在异质性。一国外汇风险暴露水平更高、国际金融一体化风险更大、与美国直接贸易联系更紧密,受到的美国贸易政策不确定性的影响更显著,更高的利率水平有利于缓解美国贸易政策不确定性的影响。从全球价值链视角来看,美国贸易政策不确定性上升对处于研发密集型行业下游和邮政通讯、金融商业服务等行业下游的经济体影响显著。渠道分析表明,全球投资者对新兴经济体的国别风险情绪变化是美国贸易政策不确定性冲击的重要传导渠道。进一步研究表明,中美贸易摩擦期间,主要受美国贸易政策不确定性影响,加征关税会显著降低新兴经济体跨境股票型基金净资本流入。在金融开放进程中,新兴经济体应防范外部不确定性引发的资本流动剧烈波动风险,保持宏观经济与金融市场稳定。

关键词:跨境资本流动 股票型基金 美国贸易政策不确定性

作者简介:谭小芬,中央财经大学金融学院教授、博士,100081;

李兴申(通讯作者),中央财经大学金融学院博士研究生,100081;

苟 琴,中央财经大学金融学院副教授、博士,100081。

中图分类号:F831.7 **文献标识码:**A **文章编号:**1002-8102(2022)01-0076-15

一、引言

2008年全球金融危机后,不确定性冲击尤其是经济政策不确定性冲击对全球经济周期波动的

^{*} 基金项目:国家自然科学基金2018年应急管理项目“汇率市场变化、跨境资本流动与金融风险防范”(71850005);国家社会科学基金重大项目“负利率时代金融系统性风险的识别和防范研究”(20&ZD101);国家自然科学基金面上项目“全球金融网络视角下跨境资本流动管理与金融风险防范”(72073150)。感谢匿名审稿专家的宝贵意见,文责自负。李兴申电子邮箱:lixingshen1995@163.com。

影响不断增强。美国作为全球重要的经济体之一,其经济政策不确定性在全球范围内产生溢出效应,全球经济政策不确定性主要来源于美国(Trung,2019)。相较于发达经济体,全球不确定性冲击对新兴经济体的影响更为剧烈(Carrière-Swallow 和 Céspedes,2013)。Baker 等(2016)将经济政策不确定性细分为货币政策不确定性、财政政策不确定性、贸易政策不确定性、税收政策不确定性等 10 类。诸多研究关注美国货币政策不确定性的影响(姜富伟等,2019),但是鲜有文献分析美国贸易政策不确定性对全球经济和跨境资本流动的影响。美国贸易政策不确定性上升在公司层面会降低美国公司的固定资产投资,在宏观层面对美国人均固定资产投资产生负向影响(Caldara 等,2020)。由于国际贸易和跨境金融联系紧密,贸易政策不确定性的影响不仅表现在实体经济和本国金融市场上,也会体现在国际金融市场和跨境资本流动上。贸易变化会通过预期渠道对资本流动产生影响。2008 年爆发的金融危机期间,由于全球不确定性上升和投资者预期全球贸易量大幅萎缩,全球贸易信贷量大幅下降,进而加深了全球贸易量萎缩程度(Auboin 和 Engemann,2014)。美国贸易政策不确定性上升可能会导致投资者对新兴经济体的风险情绪上升,出于“安全资产转移”动机而减少对风险资产的持有,造成新兴经济体跨境资本流出。新兴经济体的金融体系相对脆弱,纵观历史,许多新兴经济体爆发的货币危机和金融危机都与跨境资本流动剧烈波动直接相关,因此新兴经济体需要平衡好跨境资本流动的经济增长收益和金融稳定风险,这也为中国在扩大金融开放中提供风险警示。

当前对于贸易政策不确定性的研究主要集中在三个方面:一是贸易政策不确定性对贸易本身的影响,如进出口贸易量、进出口产品质量等(Baier 和 Bergstrand,2001;毛其淋,2020);二是贸易政策不确定性对微观企业效率和投资等的影响(Goldberg 和 Pavcnik,2016;李敬子、刘月,2019);三是贸易政策不确定性对各国宏观经济的影响,如长期经济增长、就业率和外国直接投资等(Shepotylo 和 Stuckatz,2017;Steinberg,2019)。现有研究主要关注一国国内的贸易政策不确定性对国内贸易、企业和宏观经济的影响,虽然一些学者关注到了中美贸易摩擦对中国金融市场的影响(方意等,2019;王茹婷等,2019),但较少研究关注到贸易政策不确定性的全球溢出效应。鉴于此,本文使用 EPFR(Emerging Portfolio Fund Research)全球股票型基金微观数据,研究 1996 年 2 月—2020 年 1 月美国贸易政策不确定性对新兴经济体跨境股票资本流动的影响。从国家层面和全球价值链视角出发,对美国贸易政策不确定性的影响进行异质性分析。探究全球投资者的国别风险情绪变化是否为美国贸易政策不确定性的影响渠道。进一步地,使用事件研究法研究中美贸易摩擦期间中国和美国加征关税的影响。

研究结果表明:(1)美国贸易政策不确定性上升会导致新兴经济体跨境股票型基金净资本流入下降,这一影响在 2008 年全球金融危机后更为显著。(2)受国别因素影响,美国贸易政策不确定性的影响存在异质性。从国家层面来看,美国贸易政策不确定性上升对外汇风险暴露水平更高、国际金融一体化风险更大和与美国直接贸易联系更紧密的经济体影响更显著,更高的利率水平有利于缓解美国贸易政策不确定性的影响。从全球价值链视角来看,美国贸易政策不确定性上升对处于研发密集型行业下游和邮政通讯、金融商业服务等行业下游的国家影响显著。(3)美国贸易政策不确定性上升,会通过推升全球投资者的国别风险情绪进而影响新兴经济体跨境股票型基金净资本流入。(4)中美贸易摩擦期间,主要受美国贸易政策不确定性影响,加征关税会导致新兴经济体跨境股票型基金净资本流入下降,与中国和美国直接贸易联系更紧密的新兴经济体受到的冲击更大。

相较于已有文献,本文的边际贡献主要体现在三个方面。(1)本文关注美国贸易政策不确定

性对新兴经济体跨境股票资本流动的影响,而非局限于贸易政策不确定性对一国国内经济和金融市场的影响。在进一步研究中,本文细致分析了中美贸易摩擦的影响,为美国贸易政策不确定性影响全球金融市场的相关研究做出边际贡献。(2)本文使用 EPFR 全球股票型基金跨境配置微观数据,分析美国贸易政策不确定性对微观金融主体的影响、异质性及其传导渠道,弥补了现有文献中使用各国跨境资本流动加总数据的不足。(3)基于全球价值链视角,本文探究美国贸易政策不确定性对处于全球价值链不同位置经济体造成的异质性影响,为各国推动产业升级以提升自身应对外部冲击能力、保持金融稳定提供经验证据。本文的研究结果为中国在金融市场扩大开放进程中,需要密切关注外部不确定性冲击对短期资本流动的影响、完善审慎监管框架保持金融稳定、向全球价值链高端攀升、提升应对外部冲击的能力等提供经验支持。

二、理论假说

研究美国贸易政策不确定性影响新兴经济体跨境股票资本流动这一问题涉及对跨境资本流动的驱动因素分析。Forbes 和 Warnock(2012)、Fratzscher(2012)对各类跨境资本流动影响因素进行了较为详尽的梳理,丰富并完善了“推动-拉动因素”分析框架。其中,推动因素是普遍的全球性因素,主要影响对发达经济体与新兴经济体投资选择的相对吸引力,包括以芝加哥期权交易所 VIX 指数代表的全球投资者风险情绪(Rey, 2015)、全球利率水平(Fratzscher 等, 2018)等。这些全球性因素的变动会引发“安全资产转移效应”“逐利效应”,导致新兴经济体跨境资本流动剧烈波动。全球金融危机后,推动因素的作用显著增强(Fratzscher, 2012)。

一些文献基于 Baker 等(2016)编制的经济政策不确定性指数开展研究,关注以美国经济政策不确定性为代表的全球经济政策不确定性冲击的溢出效应。源于美国的经济政策不确定性冲击会影响全球金融市场。Kido(2018)发现,美国经济政策不确定性冲击对全球金融市场的股价、汇率和商品价格产生显著影响。Gabauer 和 Gupta(2018)使用美国和日本的政策、财政政策和贸易政策不确定性分类指标,发现美国各类政策不确定性,尤其是货币政策不确定性具有显著的溢出效应。相较于发达经济体,新兴经济体受美国不确定性冲击的影响更强,美国不确定性冲击会降低新兴经济体的资产价格,提高风险溢价水平,降低新兴经济体的产出水平和消费者价格(Bhattarai 等, 2020)。全球经济政策不确定性冲击对全球跨境资本流动产生重要影响。Gauvin 等(2014)发现,美国经济政策不确定性上升会减少新兴经济体跨境债券和股票资产组合资本流入,而欧盟的经济政策不确定性上升只会减少新兴经济体跨境债券资本流入。谭小芬和左振颖(2020)使用国际清算银行的双边银行贷款数据,发现报告国经济政策不确定性上升会造成报告国跨境银行资本流出下降,报告国债权占总债权比重下降。

2008 年全球金融危机后,跨境资产组合资本流动(包括跨境股票资本流动和跨境债券资本流动)和其他非银行金融中介在跨境资本流动中的占比不断上升(CGFS, 2021),相关研究不断涌现。得益于数据可得性增加,一些文献基于基金层面微观数据研究跨境资产组合资本流动的驱动因素,主要关注美国货币政策、投资者结构等全球性因素影响,跨境资产组合资本流动对全球性因素的敏感性不断上升。Koepke(2015)综合使用 EPFR 股票和债券基金数据、国际金融研究所资产组合资本流入加总数据,研究发现美联储货币政策未预期部分会影响跨境资产组合资本流动,市场对美联储货币政策的宽松预期会导致新兴经济体资产组合资本流入增加。Brandão-Marques 等(2015)使用 EPFR 共同基金数据,发现之前 15 年中全球投资者构成的变化可能使新兴经济体资产

组合资本流入对全球金融状况更加敏感。靳玉英等(2020)基于 EPFR 数据研究中国资本流动管理政策收紧对中国资产组合资本流入的抑制作用,发现这一政策对其他新兴经济体跨境债券资本流入产生正向溢出效应。

通过对上述文献的梳理发现,美国经济政策不确定上升具有全球性溢出效应。现有文献主要关注全球性经济政策不确定性或美国经济政策不确定性这类整体指标对跨境资本流动的影响,较少关注美国贸易政策不确定性这一重要全球性因素的影响,近年来全球贸易摩擦频繁发生,尤其是美国挑起的中美贸易摩擦产生了全球性影响。学者们较少关注美国贸易政策不确定性对跨境资本流动的影响,尤其是对跨境资产组合资本流动这类日益重要的短期资本流动的冲击。结合文献和中美贸易摩擦的影响,本文认为,美国贸易政策不确定性上升可能会对新兴经济体的跨境股票型基金净资本流入产生负向影响。因此,本文提出研究假说 H1。

H1:美国贸易政策不确定性上升会降低新兴经济体的跨境股票型基金净资本流入。

虽然在金融危机后,学者们主要关注全球性推动因素的影响,但是本国拉动因素仍会影响各国的跨境资本流动。拉动因素是指本国的宏观经济特征因素,会影响新兴经济体的风险收益特征,包括本国宏观经济因素(实际 GDP 增长率、政策利率等)和经济发展的制度性因素(金融发展水平、贸易和金融开放度、制度质量等)(Ahmed 和 Zlate,2014;谭小芬、李兴申,2019)。在面对全球性冲击时,一国国家层面经济特征作为跨境资本流动拉动因素会影响其投资收益与风险,由此产生国家层面异质性影响(Smimou 和 Karabegovic,2010)。Trung(2019)发现,美国经济政策不确定性冲击能够驱动世界经济的商业周期波动,由于各国经济特征如发展水平、贸易和金融开放度以及制度质量的不同,美国经济政策不确定性对各国的影响存在异质性。

在中美贸易摩擦、新冠肺炎疫情等影响下,“全球价值链”一词成为人们关注的焦点,全社会就攻克产业链中的“卡脖子”环节、提升中国在全球价值链中的位置和保障产业链安全达成共识。习近平总书记在《国家中长期经济社会发展战略若干重大问题》一文中提出,“应该努力重塑新的产业链,全面加大科技创新和进口替代力度,这是深化供给侧结构性改革的重点”。当前,新兴经济体大多依赖低成本劳动力参与全球价值链分工,难以摆脱“低端嵌入”的标签,面对美国贸易政策不确定性冲击时更加脆弱。但是以中国为代表的新兴经济体,通过参与全球价值链竞争,提升自身在全球价值链中的位置,以新兴经济体的角色成为全球价值链的驱动者(郑江淮、郑玉,2020)。刘景卿等(2021)构建全球价值链贸易网络,发现一国可以通过提升自身在全球价值链贸易网络中的重要程度来弱化外部波动的影响。因此,通过提升自身在全球价值链中的位置与重要性可能会降低对美国等发达国家的依赖程度,从而增强其应对美国贸易政策不确定性冲击的能力,有利于维护其经济和金融市场稳定。

在现有文献的基础上,本文详细梳理了影响跨境资本流动的各类本国拉动因素,在美国贸易政策不确定性冲击下探究跨境资本流动拉动因素的异质性影响。一国的宏观经济基础越强、投资风险越低和在全球价值链中的地位越高,越可能增强投资者的投资信心,缓解美国贸易政策不确定性冲击,从而对跨境股票型基金净资本流入产生异质性影响。基于以上分析,本文提出研究假说 H2。

H2:在面对美国贸易政策不确定性冲击时,本国的宏观经济特征因素对投资者的跨境股票型基金配置产生异质性影响。一国的宏观经济基础越强、投资风险越低和在全球价值链中的地位越高,应对美国贸易政策不确定性冲击的能力越强。

在上述分析的基础上,进一步厘清美国贸易政策不确定性作为全球性因素如何影响各国跨境

股票型基金净资本流入,对于各国应对美国贸易政策不确定性冲击至关重要。从长期视角来看,美国贸易政策不确定性上升可能会影响各国的宏观经济基础 (Trung, 2019)。但是全球金融市场和跨境股票资本流动在短期内具有较强的波动性。Zhang 等 (2019) 发现,在中美贸易摩擦期间,中国和美国经济政策不确定性上升对全球股票市场和石油市场的影响主要源于政治事件风险,而非宏观经济基础变动。全球性冲击事件的爆发可能会推升全球投资者对新兴经济体的国别风险情绪,进而对新兴经济体跨境股票型基金净资本流入产生负向冲击。Hau 和 Rey (2008) 发现,股票型基金经理为使汇率风险暴露和股票风险暴露稳定在预期水平,会及时调整其资产组合的全球配置。在股票风险溢价高时投资者更加厌恶风险,风险水平受不确定性冲击的影响,这意味着资产组合资本流动对负向消息和增长预期冲击更为敏感 (Gauvin 等, 2014)。赵茜 (2020) 发现,外部经济政策不确定性上升通过改变投资者预期会导致中国股市跨境资金流出。随着美国贸易政策不确定性上升,全球投资者的投资风险增加,尤其是对新兴经济体的投资,呈现“安全资产转移效应”。因此,美国贸易政策不确定性上升可能会通过推升全球投资者对新兴经济体的国别风险情绪 (提高风险溢价水平) 进而影响跨境股票型基金净资本流入水平。因此,本文提出研究假说 H3。

H3: 美国贸易政策不确定性通过影响全球投资者对新兴经济体的国别风险情绪进而影响跨境股票型基金净资本流入,全球投资者的国别风险情绪是重要的冲击传导渠道。

三、实证模型设计与变量选取

(一) 实证模型设计

本文主要研究美国贸易政策不确定性对新兴经济体跨境股票型基金净资本流入的影响,并考察国别层面宏观经济特征等拉动因素造成的异质性影响。根据本文的研究目的,设定的基准回归模型如下:

$$Inflow_{i,c,t} = \alpha + \beta_1 USTPU_{t-1} + \beta_2 X_{c,t-1} + \delta_i + \mu_c \times \nu_y + \varepsilon_{i,t} \quad (1)$$

其中,被解释变量 $Inflow_{i,c,t}$ 为基金 i 在 t 时期对国家 c 的跨境股票型基金净资本流入额;核心解释变量为 $USTPU_{t-1}$, 代表美国贸易政策不确定性; $X_{c,t-1}$ 为控制变量,所有解释变量均滞后一期,以减轻反向因果关系的影响; δ_i 为基金个体固定效应, μ_c 为国家固定效应, ν_y 为年度固定效应, $\mu_c \times \nu_y$ 控制一些国家层面随时间变化的宏观经济因素的影响。

为进一步探究美国贸易政策不确定性的传导渠道,参考 Bhattarai 等 (2020)、赵茜 (2020) 等研究发现的美国不确定性冲击引发投资者对新兴经济体投资风险预期 (所需风险溢价) 变化这一结论,本文使用温忠麟等 (2004) 提出的中介效应模型验证美国贸易政策不确定性的全球投资者国别风险情绪传导渠道,建立的模型为:

$$Risk_{c,t} = \alpha + \beta_1 USTPU_{t-1} + \beta_2 X_{c,t-1} + \delta_i + \mu_c \times \nu_y + \varepsilon_{i,t} \quad (2)$$

$$Inflow_{i,c,t} = \alpha + \beta_1 USTPU_{t-1} + \beta_2 Risk_{c,t} + \beta_3 X_{c,t-1} + \delta_i + \mu_c \times \nu_y + \varepsilon_{i,t} \quad (3)$$

其中, $Risk_{c,t}$ 代表全球投资者的国别风险情绪。首先,考虑到国别风险情绪数据存在缺失,本文使用国泰安数据库提供的新兴经济体信贷违约掉期 (CDS) 指数溢价水平来代表全球投资者对新兴经济体总体风险情绪的变化。其次,本文使用 Huang 等 (2019) 基于大数据文本分析方法构造的包括 12 个新兴经济体的全球投资者国别风险情绪指标。此外,本文使用各国平均贷

款利率与 Libor 利率之差作为各国风险溢价的代理指标,进行稳健性检验。其他变量与基准回归模型相同。

(二) 变量选取和数据说明

1. 跨境股票型基金净资产流入

本文的跨境股票型基金净资产流入 (*Inflow*) 数据来自 EPFR 数据库,使用包括阿根廷、巴西、保加利亚、智利、中国等 35 个新兴经济体 1996 年 2 月—2020 年 1 月的月度频率数据。本文样本数据中的股票型基金为主要盯住某一新兴经济体的股票型基金,借鉴 Brandão-Marques 等 (2015) 的做法,关注 *c* 国基金 *i* 的跨境股票型基金净资产流入计算方法为:

$$Inflow_{i,c,t} = \frac{w_{i,c,t}A_{i,t} - w_{i,c,t-1}A_{i,t-1}(1 + r_{c,t})}{(w_{i,c,t}A_{i,t} + w_{i,c,t-1}A_{i,t-1})/2} \quad (4)$$

其中, $w_{i,c,t}$ 为基金 *i* 在 *t* 时期配置到 *c* 国的比重, $A_{i,t}$ 为基金 *i* 在 *t* 时期管理的总资产, $r_{c,t}$ 为 *t* - 1 时期到 *t* 时期 *c* 国的主要股指增长率。

2. 美国贸易政策不确定性

本文使用 Caldara 等 (2020) 构造的美国贸易政策不确定性 (*USTPU*) 月度指标。该指标基于有关贸易政策不确定性的新闻报道编制而成,主要对《波士顿环球报》《芝加哥论坛报》《洛杉矶时报》等七家美国主流报纸中关于“关税”“进口壁垒”等美国贸易政策不确定性词语进行文本分析,经过标准化后构建美国贸易政策不确定性指标。

3. 投资者国别风险情绪

(1) 新兴经济体信贷违约掉期 (*CDS*) 指数溢价水平。新兴经济体 *CDS* 指数溢价上升体现新兴经济体主权信贷质量下降和违约风险上升,反映投资者的风险厌恶情绪上升 (Cevik 和 Öztürkcal, 2020),数据来自国泰安数据库。(2) 投资者国别风险情绪指标。Huang 等 (2019) 使用《金融时报》日度新闻文本数据,通过文本分析方法构建投资者国别风险情绪指标。该指标可以反映投资者对某一国家的风险感知情绪,可以作为国别风险早期预警指标。

4. 国家层面控制变量

(1) GDP 增长率,能够大致反映各国综合投资回报率,也体现了各国的宏观经济基础 (Fratzscher, 2012)。(2) 通货膨胀率,显示各国需求端影响因素的变化 (苟琴等, 2012)。(3) 汇率波动,汇率是影响资产收益率的关键因素,如果一国汇率波动较大,可能会影响投资者国际资产配置的投资收益,从而降低跨境资本流入 (彭红枫、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。(4) 平均贷款利率,反映一国投资回报率,作为一种拉动因素一般情况下与资本流入正相关 (张明、肖立晟, 2014)。(5) 股票市场指数变动,决定投资者的股票投资收益。(6) 汇率安排,浮动汇率制度往往伴随更高的汇率波动,会阻碍跨境资本流入,但浮动汇率制下会通过及时的汇率调整,充分反映各国投资的风险溢价变化,吸引资本流入,对资本流入影响不确定 (Abbott 等, 2012)。汇率安排数据来自 Ilzetki 等 (2017)。(7) 资本账户开放度,新兴经济体可以通过资本管制来应对跨境资本流动的大幅波动,但是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 和 Ito (2008) 构建的 *Kaopen* 指标作为资本账户开放度的代理变量。各国宏观经济变量数据来自 EIU 数据库。

5. 全球性推动因素

(1) 全球风险厌恶度,本文使用芝加哥期权交易所标普 500“恐慌指数”作为全球风险厌恶程

度的代理变量(Rey,2015)。(2)国际金融市场基础利率,本文使用三个月期伦敦美元拆借利率作为国际金融市场基础利率,衡量国际融资成本和流动性水平。(3)美国通货膨胀率,美国作为全球重要的商品消费市场之一,其通货膨胀率的变化反映了全球需求变化。全球性推动因素数据均来自美联储。

主要变量定义及其描述性统计见表 1。

表 1 主要变量定义及描述性统计

变量	变量定义	观测值	均值	标准差	最小值	最大值
<i>Inflow</i>	股票型基金净资本流入额,月度	169999	- 6. 365	111. 376	- 560. 88	415. 732
<i>USTPU</i>	美国贸易政策不确定性,月度	169999	72. 979	64. 787	16. 784	266. 005
<i>CNTPU</i>	中国贸易政策不确定性,月度	169999	244. 811	282. 935	0	1425. 16
<i>DGDP</i>	GDP 增长率,季度,同比	169999	5. 034	3. 199	- 5. 909	12. 285
<i>DCPI</i>	CPI 增长率,季度,同比	169999	4. 099	3. 57	- 1. 068	19. 819
<i>DER</i>	汇率变动,月度,环比	169999	0. 003	0. 019	- 0. 046	0. 078
<i>LIR</i>	平均贷款利率,季度	169999	9. 902	9. 4	2. 632	54. 66
<i>DStock</i>	股指增长率,月度,环比	169999	0. 005	0. 058	- 0. 18	0. 185
<i>ERA</i>	汇率安排,年度	169999	9. 042	2. 528	4	14
<i>Kaopen</i>	资本账户开放度,年度	169999	- 0. 507	1. 126	- 1. 21	2. 347
<i>VIX</i>	芝加哥期权交易所标普 500“恐慌指数”,月度	169999	17. 128	5. 959	10. 265	44. 683
<i>Libor</i>	三个月期伦敦美元拆借利率,月度	169999	1. 626	1. 532	0. 227	6. 545
<i>USCPI</i>	美国 CPI 增长率,月度,同比	169999	0. 153	0. 291	- 0. 567	0. 859
<i>Risk</i>	投资者国别风险情绪,月度	41700	48. 207	14. 985	10. 394	69. 313
<i>CDS</i>	新兴经济体信用违约掉期溢价,月度	130711	241. 065	65. 841	113. 18	381. 384

四、实证结果及其分析

(一)基准回归

表 2 报告了美国贸易政策不确定性对新兴经济体跨境股票型基金净资本流入影响的基准回归结果。其中,第(1)列只控制基金个体固定效应,没有纳入控制变量;第(2)列在第(1)列基础上控制国家层面拉动因素和全球性推动因素;第(3)列在第(2)列基础上控制国家×年度固定效应,剔除汇率安排(*ERA*)和资本账户开放度(*Kaopen*)两个年度变量,进一步控制国家层面随时间变动的宏观经济因素;第(4)列和第(5)列将样本分为 2008 年金融危机之前和之后两个区间。第(1)~(3)列的回归结果显示,与理论预期相一致,美国贸易政策不确定性(*USTPU*)的估计系数显著为负,说明美国贸易政策不确定性上升会显著降低新兴经济体跨境股票型基金净资本流入。在

第(3)列中,美国贸易政策不确定性每上升一个标准差,会导致跨境股票型基金净资本流入下降1.97% $[64.787 \times (-0.0304)]$,相对于跨境股票型基金净资本流入平均1.75%的增长率而言具有显著的经济意义。其他控制变量的回归结果也基本符合预期。假说 H1 得证。第(4)~(5)列分样本数据区分美国贸易政策不确定性在金融危机前后的影响,美国贸易政策不确定性对新兴经济体跨境股票型基金净资本流入的影响在金融危机后更为显著,说明金融危机后随着美国贸易政策不确定性的上升,这一全球性不确定性冲击的影响在加剧。

表 2 基准回归

变量	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)
	Inflow	Inflow	Inflow	危机前	危机后
L. <i>USTPU</i>	-0.1281 *** (0.0099)	-0.1478 *** (0.0108)	-0.0304 ** (0.0136)	0.2004 (0.2863)	-0.0358 *** (0.0137)
控制变量	否	是	是	是	是
基金个体固定效应	是	是	是	是	是
国家×年度固定效应	否	否	是	是	是
观测值	169999	159043	166338	23088	139629
R ²	0.0012	0.0029	0.0193	0.0374	0.0153

注:(1)括号内为聚类稳健的标准误;(2)*、**和***分别表示在10%、5%和1%的水平下显著。下同。

(二)异质性影响

在基准回归的基础上,为检验假说 H2 中提出的各国拉动因素造成的异质性影响,本文分别从异质性国家层面经济特征和全球价值链中各国不同分工位置的视角出发,研究美国贸易政策不确定性的异质性影响。

1. 国家层面异质性影响

国家层面的拉动因素可能会对跨境资本流动造成异质性影响,本文主要研究外汇风险暴露、国际金融一体化风险、与美国直接贸易联系、利率水平、汇率安排对跨境股票型基金净资本流入的异质性影响,^①分别按这五个变量的全样本中位数划分,将高于中位数的样本取值为虚拟变量1,低于中位数的样本取值为虚拟变量0,与美国贸易政策不确定性变量交乘,*Character* 分别代表五个分组变量,结果如表3所示。由第(1)列可知,外汇风险暴露(*FXR*)水平越高,体现越高的“货币错配”风险,遭遇外部冲击时资本外流程度越高,美国贸易政策不确定性的影响越大。在第(2)列中国际金融一体化风险(*IFIR*)与*USTPU*滞后1期交乘项系数显著为负,说明一国国际金融一体化风险越高,对全球性冲击越敏感。在第(3)列中与美国直接贸易联系(*USLink*)紧密度更高的国家受到美国贸易政策不确定性的冲击更为明显,因此新兴经济体应尽量降低对某一国家或地区的过度贸易依赖程度,分散贸易和金融风险。在第(4)列中较高的利率水平(*LIR*)会吸引跨境资本流入,缓解美国贸易政策不确定性的影响。第(5)列交乘项系数的结果为正但不显著,说明汇率安排(*ERA*)提高未必能够降低美国贸易政策不确定性的影响。

① 本文的外汇风险暴露与国际金融一体化风险指标来自 Bénétrix 等(2019)。

表 3 国家层面异质性影响

变量	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)
	外汇风险 暴露 (FXR)	国际金融一体化 风险 (IFIR)	与美国直接贸易 联系 (USLink)	利率水平 (LIR)	汇率安排 (ERA)
<i>Character</i> × <i>L. USTPU</i>	- 0. 2202 *** (0. 0492)	- 0. 2137 *** (0. 0484)	- 0. 0547 ** (0. 0248)	0. 0469 * (0. 0259)	0. 0402 (0. 0347)
控制变量	是	是	是	是	是
基金个体固定效应	是	是	是	是	是
国家 × 年度固定效应	是	是	是	是	是
观测值	166197	166292	166032	165754	127687
R ²	0. 0194	0. 0194	0. 0196	0. 0193	0. 0194

2. 全球价值链视角下异质性影响

本文基于亚洲开发银行提供的多区域投入产出数据库 (Multi-Region Input-Output Database, MRIO) 平均扩散程度 (Average Propagation Length, APL) 指标计算 2012 年各经济体各行业在全球价值链中的位置指标, 包含本文所涉及的巴西、保加利亚、中国等 19 个新兴经济体数据。MRIO 数据库将各国的生产部分划分为八大行业: 农猎林渔, 矿业, 高研发 (R&D) 密集, 中 R&D 密集, 低 R&D 密集, 贸易运输, 邮政通讯、金融商业服务, 房地产、公共事业、建设和其他服务。这八大行业分别包括一些细分行业。本文主要关注各经济体在 R&D 密集和邮政通讯、金融商业服务这两类主要涉及国际贸易和金融的行业, 通过计算每一大行业中所包含的所有细分行业在全球价值链中位置指标的均值, 将之定义为该经济体在这一大行业中所处的位置。本文计算高 R&D 密集、中 R&D 密集、低 R&D 密集这三大行业所有细分行业的位置指标均值, 将之定义为该经济体在 R&D 密集行业所处位置。

本文以各行业位置指标中位数将各经济体在某一行业所处位置分为高、低两组, 分别研究美国贸易政策不确定性对处于全球价值链不同位置新兴经济体的影响, 结果如表 4 所示。不论是 R&D 密集行业还是邮政通讯、金融商业服务行业, 处于行业下游的经济体受到美国贸易政策不确定性的影响更为显著。这说明一国可以通过提升自身在全球价值链中的重要程度来弱化外部冲击对本国跨境股票型基金净资本流入的影响, 这为新兴经济体不断提升自身在全球价值链中的位置和重要性以应对外部贸易政策不确定性冲击提供了重要的经验证据。

表 4 全球价值链视角下异质性影响

变量	(1)	(2)	(5)	(6)
	R&D 密集 行业上游	R&D 密集 行业下游	邮政通讯、金融商业 服务行业上游	邮政通讯、金融商业 服务行业下游
<i>L. USTPU</i>	- 0. 0121 (0. 0178)	- 0. 0433 ** (0. 0215)	- 0. 0137 (0. 0159)	- 0. 0672 ** (0. 0261)
基金个体固定效应	是	是	是	是

续表 4

变量	(1)	(2)	(5)	(6)
	R&D 密集 行业上游	R&D 密集 行业下游	邮政通讯、金融商业 服务行业上游	邮政通讯、金融商业 服务行业下游
国家 × 年度固定效应	是	是	是	是
观测值	100998	48344	104874	58558
R ²	0. 0202	0. 0223	0. 0208	0. 0183
Suest 检验 P 值	0. 00001		0. 00001	

(三)影响机制

理论分析表明,美国贸易政策不确定性上升可能更多作为政治风险,推升投资者对新兴经济体的国别风险情绪,进而影响跨境股票资本这类短期资本的流动。为验证投资者国别风险情绪传导渠道,本文使用新兴经济体的 *CDS* 指数溢价水平来代表市场对于新兴经济体总体风险情绪的变化,使用 Huang 等(2019)构造的 12 个新兴经济国别风险情绪指标反映投资者的风险情绪变化,使用各国平均贷款利率与 *Libor* 之差作为各国风险溢价的替代指标,回归结果如表 5 所示。第(1)列为美国贸易政策不确定性对新兴经济体 *CDS* 指数溢价水平的影响,*USTPU* 的估计系数显著为正,说明美国贸易政策不确定性上升显著推升投资者对新兴经济体的风险情绪。第(2)列和第(3)列检验投资者国别风险情绪的影响,美国贸易政策不确定性上升会推升投资者国别风险情绪(*Risk*),影响投资者的投资预期,从而减少全球投资者的跨境股票型基金投资。第(3)列中美国贸易政策不确定性的系数变小且不显著,说明投资者国别风险情绪渠道起到完全中介效应,假说 H3 得证。为保证结果的稳健性,在第(4)列和第(5)列使用一国平均贷款利率与 *Libor* 利率之差(*Premium*)代表一国风险溢价水平,美国贸易政策不确定性上升推动一国的风险溢价水平上升,显著降低一国的跨境股票型基金净资本流入。

表 5 影响机制检验

变量	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)
	<i>CDS</i>	<i>Risk</i>	<i>Inflow</i>	<i>Premium</i>	<i>Inflow</i>
L. <i>USTPU</i>	0. 0880 *** (0. 0017)	0. 0092 *** (0. 0006)	0. 0019 (0. 0258)	0. 0191 *** (0. 0033)	-0. 0294 ** (0. 0136)
<i>Risk</i>			-0. 5310 *** (0. 1825)		
<i>Premium</i>					-0. 0182 * (0. 0101)
控制变量	是	是	是	是	是
基金个体固定效应	是	是	是	是	是
国家 × 年度固定效应	是	是	是	是	是

续表 5

变量	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)
	<i>CDS</i>	<i>Risk</i>	<i>Inflow</i>	<i>Premium</i>	<i>Inflow</i>
观测值	124926	40658	40654	166358	166338
R ²	0. 7607	0. 6081	0. 0263	0. 9452	0. 0192

(四)稳健性检验

本文主要从四个方面进行稳健性检验,结论与基准回归保持一致。

第一,美国贸易政策不确定性的长期影响。本文将美国贸易政策不确定性分别滞后 2 期和滞后 3 期,发现滞后 3 期后的影响依然显著,说明美国贸易政策不确定性对新兴经济体跨境股票型基金净资本流入具有较为长期的影响。

第二,排除样本特征的影响。中国、印度、巴西、俄罗斯和南非五国作为新兴经济体的代表,经济体量大且其跨境资本流动量在新兴经济体跨境资本流动总量中占据较大比重,为排除基准回归结果主要由这五国样本所主导的可能,本文剔除“金砖五国”后再次进行回归,结果依然稳健。为排除样本极端值的影响,分别对所有变量在 1% 和 99% 分位数、2. 5% 和 97. 5% 分位数上做缩尾处理,结果依然稳健。

第三,考虑样本分布特征的影响。首先,考虑到本文被解释变量样本分布存在一定程度的左偏现象,为更加全面地研究在不同跨境股票型基金净资本流入水平下美国贸易政策不确定性的影响,保证结果的稳健性,本文使用分位数回归模型进行估计,发现新兴经济体跨境股票型基金净资本流入水平越高,美国贸易政策不确定性的影响越大。其次,美国贸易政策不确定性水平的高低可能对新兴经济体跨境资本流动的影响不同,通过计算美国贸易政策不确定性各分位数水平值,发现美国贸易政策不确定性大于 50% 分位数后会产生显著的负向影响。

第四,解决内生性问题。首先,减轻遗漏变量的影响。本文分别控制 Baker 等(2016)构造的全球经济政策不确定性指数,Jurado 等(2015)构造的美国宏观经济不确定性指数、金融不确定性指数和实际不确定性指数,各国贸易政策不确定性指数的影响。^① 其次,使用工具变量法。由于本文中的美国贸易政策不确定性是全球性变量,难以找到既对美国贸易政策不确定性有一定影响,又不直接影响新兴经济体的跨境股票型基金净资本流入的工具变量。因此,本文参考 Melecky 和 Podpiera(2013)的做法,在缺乏有效的外生工具变量时使用解释变量的滞后项作为自身有效的工具变量。本文选取滞后 2 期的美国贸易政策不确定性作为工具变量,进行工具变量法回归。在使用上述解决内生性问题的方法后,本文的结论依然稳健。

(五)进一步研究:中美贸易摩擦对新兴经济体的影响

2017 年 8 月 19 日,美国总统特朗普签署备忘录,指示美国贸易代表办公室对中国开展“301 调查”,拉开中美贸易摩擦的序幕,直到 2019 年 12 月 13 日中美第一阶段贸易协议达成,中美贸易摩擦逐渐平息。在此期间,美国多次对中国进口商品加征关税。中国予以回应,中美贸易摩擦不仅对中美双方的经济金融状况造成冲击,也导致国际金融市场动荡,尤其是对新兴经济体产生溢出效应,导致新兴经济体跨境股票型基金净资本流入大幅下降。为检验 2017 年 8 月—2019 年 12 月

① 各国贸易政策不确定性指数来自 <https://worlduncertaintyindex.com/>。

中美贸易摩擦 (*Event*) 对新兴经济体跨境股票型基金净资本流入的影响,本文使用事件研究法进行分析。通过设置虚拟变量,本文将 2018 年 5 月至 9 月和 2019 年 5 月、8 月、9 月这几个中美宣布或落实加征关税的重要时间节点取值为 1,其余时期取值为 0。结果如表 6 所示。

第(1)列包括所有样本国家。第(2)列只包括中国样本,研究中美贸易摩擦对中国的直接影响。第(3)列剔除中国样本,研究中美贸易摩擦对其他新兴经济体的溢出效应。由第(1)列可知,在中美贸易摩擦期间,中美加征关税对新兴经济体的跨境股票型基金净资本流入产生显著的负向影响,导致新兴经济体跨境股票型基金净资本流入下降。由第(2)~(3)列可知,中美贸易摩擦对中国和其他新兴经济体的跨境股票型基金净资本流入都会产生显著的负向影响,说明在全球金融网络中风险具有传染性。中美贸易摩擦期间,美国对中国、印度、越南等新兴经济体频繁开展“反倾销”“反补贴”(“双反”)调查并借此对相关进口商品加征关税,反映出美国贸易政策不确定性加剧。因此,本文在第(4)列使用事件研究法,将美国对一国开展“双反”调查时取值为 1,否则为 0,探究美国对相关新兴经济体开展“双反”调查 (*Conflict*) 的影响,发现这些调查对新兴经济体跨境股票型基金净资本流入会产生显著的负向影响。Forbes 等(2016)发现,在巴西进行资本管制时,那些与中国直接贸易联系紧密的新兴经济体的资本流入会更多。借鉴其做法,本文分别考虑与美国的直接贸易联系 (*Usexlink*) 和与中国的直接贸易联系 (*CNexlink*) 对新兴经济体跨境股票型基金净资本流入的影响,直接贸易联系用一国对美国(或中国)出口占其总出口的比重来衡量。由第(5)列可知,在中美贸易摩擦中,与中国和美国直接贸易联系紧密的新兴经济体会受到显著的负向冲击。

表 6

中美贸易摩擦对新兴经济体的影响

变量	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)
	全样本	中国	除中国外	“双反”调查	直接贸易联系
<i>Event</i>	-21.5444 *** (2.3286)	-35.1658 *** (5.0271)	-20.8338 *** (2.6533)		
<i>Conflict</i>				-4.2726 * (2.4520)	
<i>Usexlink</i> × <i>Event</i>					-9.5846 *** (3.5330)
<i>CNexlink</i> × <i>Event</i>					-109.5842 *** (22.7279)
控制变量	是	是	是	是	是
基金个体固定效应	是	是	是	是	是
国家 × 年度固定效应	是	是	是	是	是
观测值	51055	10843	40212	50487	39644
R ²	0.0134	0.0233	0.0140	0.0115	0.0152

五、结论与建议

本文实证考察了美国贸易政策不确定性对新兴经济体跨境股票型基金净资本流入的影响。结果表明,美国贸易政策不确定性上升会造成新兴经济体跨境股票型基金净资本流入下降。异质性分析表明,美国贸易政策不确定性对外汇风险暴露水平更高、国际金融一体化风险更大和与美国直接贸易联系更为紧密的经济体影响更显著。基于全球价值链视角,本文发现处于 R&D 密集和邮政通讯、金融商业服务等行业下游的经济体受到更为显著的负向影响。在影响机制分析中发现,全球投资者对新兴经济体的国别风险情绪是美国贸易政策不确定性冲击的重要传导渠道。进一步研究表明,中美贸易摩擦带来全球溢出效应,造成新兴经济体跨境股票型基金净资本流入下降。

本文的研究具有重要的政策含义。(1)美国贸易政策不确定性作为普遍的外部风险,会对新兴经济体的跨境股票型基金净资本流入造成显著影响,跨境股票资本流动在短期内波动性强,对新兴经济体的资产价格和金融稳定造成冲击,需要政策制定者予以重视。(2)一国与美国的贸易联系越紧密,受到美国贸易政策不确定性的影响越大,新兴经济体需要平衡与各主要经济体的贸易联系,分散外部风险。(3)新兴经济体在全球价值链中的位置对其应对外部贸易政策不确定性冲击产生重要影响。当前新兴经济体大多处于全球价值链中的下游位置,如何提升自身在全球价值链中的重要性是新兴经济体面临的一项长期挑战,中国经验为各新兴经济体提供有益借鉴。(4)对于中国而言,金融市场双向开放步伐不断加快,要重视跨境资本流动“大出大进”风险,不断完善金融市场监管制度,守住不发生系统性风险的底线。

参考文献:

1. 方意、和文佳、荆中博:《中美贸易摩擦对中国金融市场的溢出效应研究》,《财贸经济》2019年第6期。
2. 苟琴、王戴黎、鄢萍、黄益平:《中国短期资本流动管制是否有效》,《世界经济》2012年第2期。
3. 姜富伟、郭鹏、郭豫媚:《美联储货币政策对我国资产价格的影响》,《金融研究》2019年第5期。
4. 靳玉英、罗子娜、聂光宇:《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》2020年第7期。
5. 李敬子、刘月:《贸易政策不确定性与研发投入:来自中国企业的经验证据》,《产业经济研究》2019年第6期。
6. 刘景卿、车维汉、夏方杰:《全球价值链贸易网络分析与国际风险传导应对》,《管理科学学报》2021年第3期。
7. 刘莉亚、程天笑、关益众、杨金强:《资本管制能够影响国际资本流动吗?》,《经济研究》2013年第5期。
8. 毛其淋:《贸易政策不确定性是否影响了中国企业进口?》,《经济研究》2020年第2期。
9. 彭红枫、祝小全:《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》2019年第8期。
10. 谭小芬、李兴申:《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》2019年第4期。
11. 谭小芬、左振颖:《经济政策不确定性对跨境银行资本流出的影响》,《世界经济》2020年第5期。
12. 王茹婷、李文奇、黄治蓉:《贸易摩擦、日内跳跃与股市波动——基于中国高频数据的经验证据》,《国际金融研究》2019年第12期。
13. 温忠麟、张雷、侯杰泰、刘红云:《中介效应检验程序及其应用》,《心理学报》2004年第5期。
14. 习近平:《国家中长期经济社会发展战略若干重大问题》,《求是》2020年第21期。
15. 张明、肖立晟:《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》2014年第8期。
16. 赵茜:《外部经济政策不确定性、投资者预期与股市跨境资金流动》,《世界经济》2020年第5期。
17. 郑江淮、郑玉:《新兴经济大国中间产品创新驱动全球价值链攀升——基于中国经验的解释》,《中国工业经济》2020年第5期。
18. Abbott, A., Cushman, D. O., & De Vita, G., Exchange Rate Regimes and Foreign Direct Investment Flows to Developing

Countries. Review of International Economics, Vol. 20, No. 1, 2012, pp. 95 – 107.

19. Ahmed, S. , & Zlate, A. , Capital Flows to Emerging Market Economies: A Brave New World? . *Journal of International Money and Finance*, Vol. 48, Part B, 2014, pp. 221 – 248.

20. Auboin, M. , & Engemann, M. , Testing the Trade Credit and Trade Link: Evidence from Data on Export Credit Insurance. *Review of World Economics*, Vol. 150, No. 4, 2014, pp. 715 – 743.

21. Baier, S. , & Bergstrand, J. , The Growth of World Trade: Tariffs, Transport Costs, and Income Similarity. *Journal of International Economics*, Vol. 53, No. 1, 2001, pp. 1 – 27.

22. Baker, S. R. , Bloom, N. , & Davis, S. J. , Measuring Economic Policy Uncertainty. *Quarterly Journal of Economics*, Vol. 133, No. 4, 2016, pp. 1593 – 1635.

23. Bénétrix, A. , Gautam, D. , Juvenal, L. , & Schmitz, M. , Cross-Border Currency Exposures. New Evidence Based on an Enhanced and Updated Dataset. IMF Working Paper, No. 19/299, 2019.

24. Bhattacharai, S. , Chatterjee, A. , & Park, W. Y. , Global Spillover Effects of US Uncertainty. *Journal of Monetary Economics*, Vol. 114, 2020, pp. 71 – 89.

25. Brandão-Marques, M. L. , Gelos, G. , Ichiue, H. , & Oura, H. , Changes in the Global Investor Base and the Stability of Portfolio Flows to Emerging Markets. IMF Working Paper, No. 15/277, 2015.

26. Caldara, D. , Iacoviello, M. , Molligo, P. , Prestipino, A. , & Raffo, A. , The Economic Effects of Trade Policy Uncertainty. *Journal of Monetary Economics*, Vol. 109, 2020, pp. 38 – 59.

27. Carrière-Swallow, Y. , & Céspedes, L. F. , The Impact of Uncertainty Shocks in Emerging Economies. *Journal of International Economics*, Vol. 90, No. 2, 2013, pp. 316 – 325.

28. Cevik, S. , & Öztürk, B. , Contagion of Fear Is the Impact of COVID-19 on Sovereign Risk Really Indiscriminate? . IMF Working Paper, No. 263, 2020.

29. Chinn, M. D. , & Ito, H. , A New Measure of Financial Openness. *Journal of Comparative Policy Analysis*, Vol. 10, No. 3, 2008, pp. 309 – 322.

30. Committee on the Global Financial System (CGFS) , Changing Patterns of Capital Flows. CGFS Papers, No. 66, 2021.

31. Forbes, K. J. , & Warnock, F. E. , Capital Flow Waves: Surges, Stops, Flight, and Retrenchment. *Journal of International Economics*, Vol. 88, No. 2, 2012, pp. 235 – 251.

32. Forbes, K. J. , Fratzscher, M. , Kostka, T. , & Straub, R. , Bubble Thy Neighbour: Portfolio Effects and Externalities from Capital Controls. *Journal of International Economics*, Vol. 99, 2016, pp. 85 – 104.

33. Fratzscher, M. , Capital Flows, Push versus Pull Factors and the Global Financial Crisis. *Journal of International Economics*, Vol. 88, No. 2, 2012, pp. 341 – 356.

34. Fratzscher, M. , Duca, M. L. , & Straub, R. , On the International Spillovers of US Quantitative Easing. *The Economic Journal*, Vol. 128, No. 608, 2018, pp. 330 – 377.

35. Gabauer, D. , & Gupta, R. , On the Transmission Mechanism of Country-specific and International Economic Uncertainty Spillovers: Evidence from a TVP-VAR Connectedness Decomposition Approach. *Economics Letters*, Vol. 171, 2018, pp. 63 – 71.

36. Gauvin, L. , McLoughlin, C. , & Reinhardt, D. , Policy Uncertainty Spillovers to Emerging Markets - Evidence from Capital Flows. Bank of England Working Paper, No. 512, 2014.

37. Goldberg, P. K. , & Pavcnik, N. , The Effects of Trade Policy. NBER Working Paper, No. 21957, 2016.

38. Hau, H. , & Rey, H. , Global Portfolio Rebalancing Under the Microscope. NBER Working Paper, No. 14165, 2008.

39. Huang, C. Y. , Simpson, S. , Ulybina, D. , & Roitman, A. , News-Based Sentiment Indicators. IMF Working Paper, No. 19/273, 2019.

40. Ilzetki, E. , Reinhart, C. M. , & Rogoff, K. S. , Exchange Arrangements Entering the 21st Century: Which Anchor Will Hold? . NBER Working Paper, No. 23134, 2017.

41. Jurado, K. , Ludvigson, S. C. , & Ng, S. , Measuring Uncertainty. *American Economic Review*, Vol. 105, No. 3, 2015, pp. 1177 – 1216.

42. Kido, Y. , The Transmission of US Economic Policy Uncertainty Shocks to Asian and Global Financial Markets. *North American Journal of Economics and Finance*, Vol. 46, 2018, pp. 222 – 231.

43. Koepke, R. , Fed Policy Expectations and Portfolio Flows to Emerging Markets. MPRA Working Paper, No. 63519, 2015.
44. Melecky, M. , & Podpiera, M. , Institutional Structures of Financial Sector Supervision, Their Drivers and Historical Benchmarks. *Journal of Financial Stability*, Vol. 9, No. 3, 2013, pp. 428 – 444.
45. Rey, H. , Dilemma Not Trilemma: The Global Financial Cycle and Monetary Policy Independence. NBER Working Paper, No. 21162, 2015.
46. Shepotylo, O. , & Stuckatz, J. , Political Uncertainty, FDI, and Trade in Intermediate Goods: Evidence From Ukrainian Firms. SSRN Working Paper, 2017.
47. Smimou, K. , & Karabegovic, A. , On the Relationship between Economic Freedom and Equity Returns in the Emerging Markets: Evidence from the Middle East and North Africa (MENA) Stock Markets. *Emerging Markets Review*, Vol. 11, No. 2, 2010, pp. 119 – 151.
48. Steinberg, J. B. , Brexit and the Macroeconomic Impact of Trade Policy Uncertainty. *Journal of International Economics*, Vol. 117, 2019, pp. 175 – 195.
49. Trung, N. B. , The Spillover Effects of US Economic Policy Uncertainty on the Global Economy: A Global VAR Approach. *North American Journal of Economics and Finance*, Vol. 48, 2019, pp. 90 – 110.
50. Zhang, D. Y. , Lei, L. , Ji, Q. , & Kutun, A. M. , Economic Policy Uncertainty in the US and China and Their Impact on the Global Markets. *Economic Modelling*, Vol. 79, 2019, pp. 47 – 56.

The US Trade Policy Uncertainty and Cross-Border Equity Capital Flows in Emerging Economies

TAN Xiaofen, LI Xingshen & GOU Qin (Central University of Finance and Economics, 100081)

Abstract: This paper uses the global equity fund data of 35 emerging economies from February 1996 to January 2020 to empirically examine the impact of US Trade Policy Uncertainty (USTPU) on cross-border equity capital flows in emerging economies. The results show that the rising USTPU will lead to a decline in the net capital inflows of cross-border equity funds in emerging economies, and this impact was more significant after the 2008 global financial crisis. Affected by country-specific factors, the impact of USTPU is heterogeneous. The higher a country's foreign exchange risk exposure, the higher the degree of international financial integration and the closer direct trade ties with the US, the greater the impact of USTPU. A higher interest rate will help ease the impact of the USTPU. From the perspective of global value chains, the rising USTPU has a significant impact on economies that are at the downstream of R&D-intensive industries, postal services, telecommunications, financial and commercial services. Channel analysis shows that changes in global investors' country-specific risk sentiment in emerging economies are an important transmission channel for the impact of USTPU. Further research shows that during the China-US trade friction, mainly affected by the USTPU, imposing tariffs will significantly reduce the net capital inflow of cross-border equity funds in emerging economies. While opening up their financial sector, emerging economies should guard against the risk of violent fluctuations in capital flows caused by external uncertainties, and maintain macroeconomic and financial market stability.

Keywords: Cross-Border Capital Flows, Equity Funds, US Trade Policy Uncertainty

JEL: F32, F36, F42

责任编辑:诗 华