

我国商品期货市场 节约社会试错成本研究

朱国华, 杨迈军, 崔彬彬

(上海财经大学 国际工商管理学院, 上海 200433)

摘要:随着市场经济的发展,对期货市场功能的认识不断深化。文章在总结已有研究的基础上提出了价格发现是期货市场基本功能的观点,并将价格发现功能归结到微观上的套期保值、投机、套利和宏观上的节约社会试错成本。文章通过南华期货商品综合指数与 PPI 的关系检验,证实我国商品期货市场起到了节约社会试错成本的作用。为更好地发挥这一功能,应大力推进期货市场建设,完善商品期货体系,推出权威合理的商品期货指数。

关键词:商品期货;试错成本;资源配置;宏观功能

中图分类号:F830.9 **文献标识码:**A **文章编号:**1001-9952(2011)01-0135-10

一、引言

自 1848 年芝加哥期货交易所成立之日起,期货市场至今已有 160 余年的发展历史,期货市场在影响经济运行的同时也随着经济的发展尤其是市场经济制度的不断深化而日趋完善,期货市场发挥的功能与建立之初相比已经发生了很大变化。传统的商品期货早已超越了萨缪尔森所讲的“熨平价格”和“风险分摊”的作用。^①沃金·霍尔布鲁克(Working Holbrook)认为,期货市场的最大作用是降低了交易成本,提供了流动性。英国经济学家威廉姆森则认为期货市场的实质是一种隐形的商品借贷市场,^②他提出,期货市场除了转移价格风险之外,还有降低交易成本和转换成本等功能。国内学者对期货市场的功能也提出了一些看法,樊占斌(1994)认为,期货市场的经济功能体现在三方面:发现价格、规避风险和投机。赵继光(2007)则认为价格发现和套期保值是期货市场的两大基本功能,除此之外,还有一系列派生功能。还有学者认为期货市场的核心功能是风险管理(梁权熙、王楠,2008)。应该说,学者们从不

收稿日期:2010-06-20

作者简介:朱国华(1950—),男,上海人,上海财经大学国际工商管理学院教授,博士生导师;

杨迈军(1956—),男,云南大理人,上海财经大学国际工商管理学院兼职教授,博士;

崔彬彬(1986—),男,河南信阳人,上海财经大学国际工商管理学院硕士生。

同角度进行研究,得出的结论都有其合理性,加深了我们对期货市场的理解,但与此同时,由于未能对期货市场的功能层次做出合理的划分,影响了研究的进一步深入。

我们认为,对期货市场的功能层次进行梳理是必要的,这关系到期货市场在我国市场经济体系中的定位,同时,准确理解期货市场的功能层次,对于我国期货市场未来建设也具有一定的指引作用。本文试图从理论上对期货市场的功能层次做出划分,并通过南华期货商品综合指数与PPI的关系检验对我国商品期货市场能否发挥其宏观经济功能——节约社会试错成本进行实证分析。

二、期货市场的宏观功能是节约社会试错成本

(一)价格发现是期货市场的基本功能

经济学认为,市场经济的本质就在于价格机制,供求关系决定价格,价格反映并影响供求关系。解决了价格形成问题也就解决了市场机制的根本问题,但合理有效的价格形成需要一定的条件,这个条件可以概括为以下几点:第一,市场结构合理,不存在市场力量。如果市场的供给和需求受某个或某些参与者支配,不能反映真实的供求状况,那么形成的价格就不是有效价格。第二,市场要足够大,参与者要足够多,社会的整体供求状况能够在市场中得到反映。第三,市场要有一套良好的运作规则。竞争市场形成的价格才是有效的价格,这不仅要求不能存在单个厂商的市场力量,还要求价格除了受供给影响外,不受外界其他因素的干预,其他因素只能通过影响供给而间接地影响价格。

对照上述条件,很显然,现货市场本身的局限性决定了它难以形成有效价格。反观期货市场,一个成熟的期货市场拥有众多的参与者,这些参与者来自全国各地甚至世界各地,由于参与者众多,加上期货交易限仓等制度设计,期货市场基本实现了原子似的市场结构,接近于一个完全竞争市场。参与者依据他们所掌握的社会供求信息做出买进或卖出的决策,在决策的同时将供求信息带入期货市场,并通过期货交易价格的变化来被每个期货市场参与者获取。期货合约的标准化及期货交易所的担保降低了市场出现纠纷的可能性,并且在出现违约时能够依据交易所的规则得到迅速解决。所有这些表明,期货交易形成的价格是有效的价格,期货市场具有价格发现的功能。需要界定清楚的是,这里说的价格发现是指期货市场能够真实反映未来现货市场的供求状况,包括近期的和远期的。

价格发现功能能够衍生出期货市场的一系列功能。期货市场反映了近期和远期的商品供求关系,当下的供求关系与未来不同时期的商品供求关系之间存在着相互联系,受许多共同因素的影响,现货价格与未来不同时期的期货价格往往同向变化。在一个市场做多的同时在另一个市场做空可以避免价格剧烈波动带来的风险,保证生产的顺利进行,这就是期货市场的套期保值功能;利用

比价、差价关系进行双向操作就是套利；通过对未来市场供求关系的预判进行单向操作就是期货市场的投机。这些都是以期货市场对未来现货市场供求关系的发现为基础的，因此，我们认为这些功能都是期货市场价格发现功能的微观衍生功能，而非一般所认为的并列关系。很多学者将期货市场的功能归结为价格发现和套期保值，这种看法有失偏颇，套期保值者与套利者、投机者的区别只是在于期货市场上的头寸及交易方式不同，三者相互依存才能发挥期货市场的作用，作为平等的市场经济主体，参与期货市场交易的目的都是实现自身利益最大化，不能厚此薄彼。如果套期保值是期货市场的基本功能之一，那么投机、套利同样应归结为期货市场的基本功能，显然这是不合适的。

（二）节约社会试错成本是价格发现的宏观功能体现

蛛网模型认为，对于生产周期较长的商品，当供给弹性大于需求弹性时，一旦市场受到外部冲击偏离了均衡状态，在没有外力干预的情况下，市场并不会主动向均衡状态回归，产量随时间逐渐放大，呈蛛网式发散状。

我们知道，消费者做出消费决策是即期的，中间几乎没有时滞，消费者做出购买决策的依据是当前的市场价格和商品给消费者带来了效用，由此形成当期的社会需求；生产者则不同，商品的生产需要一定的时间，对一些农产品及需要进行大量固定资产投资的商品来说，时滞甚至长达一年以上。当期的商品供给是由之前形成的生产能力决定的，生产者在前期需要依据其掌握的信息决定当期供应多少商品，前期的市场价格自然就成为生产者作出判断的主要依据，这也是蛛网模型的合理之处。而实际上本期价格由本期的市场供求关系决定，实际价格与预期价格不符，造成了价格与产量的波动，市场上经常出现“价格上升→投资增加→供大于求→价格下跌→投资缩减→供小于求→价格上升……”的循环。不论是社会需求得不到有效满足还是社会供给超过社会需求而导致大量沉淀资本闲置，都造成了社会资源的浪费。

市场经济下的价格形成本身就是一个众多市场参与者相互博弈的过程，在博弈过程中，市场参与者掌握的信息量决定了其博弈收益。蛛网模型下，市场参与者只是依据观察到的上期市场价格来选择策略（决定产量），也就是说，每个生产者所掌握的唯一信息是上期的价格。单个生产者依据其掌握的信息所做的“合理”生产决策最终导致了不合理的社会效果，即个体理性导致了集体非理性。当然，蛛网模型只是一种理论化的抽象描述，一般来说，当市场参与者进行生产决策时都会积极获取更多的关于未来市场供求的信息，市场价格可能会出现扭曲，但这种扭曲无法永远维持，市场本身具有动态适应能力，发散型蛛网模型在现实中不一定一直持续下去。市场供求从扭曲状态向均衡状态回归的循环往复过程就是市场不断试错的过程，市场处于均衡状态是偶然的，大多数情况下，市场处于试错状态，可以说市场经济就是试错经济。

在考察期货市场如何节约社会试错成本之前，我们先对社会资源配置过

程进行划分。社会资源的配置过程可以分为两个阶段:第一阶段是在价格信息下通过市场交易形成新的社会资源,这是通常意义上的“交易”,即资源调配过程;第二阶段是交易实现后的社会资源完成实物投资,即实物投资过程。这两个过程运行成本的总和就是运用价格机制的总成本。需要注意的是,这个成本与通常意义上的交易成本有很大区别。依据科斯的说法,交易成本只是利用价格机制所支付的必要成本,交易成本与资源配置效率本身无关,换言之,无论资源配置效率高低,交易成本都必须支付。在考虑市场经济运行成本的情况下还要考虑资源配置效率低下带来的成本。

在资源调配过程中,由于交易试错产生的成本是资源调配试错成本。这个成本可以分为两个部分:一部分是货币试错成本,指交易者付出的对价超过交易标的在理想市场中的价格而带来的成本,这个成本对个人来说是重要的,决定着关系交易者能否实现交易目标,但对整个社会来说并不重要,它只是货币在不同个体之间的转移,从这个意义上讲,货币成本是一种个人成本;另一部分是实物试错成本,现货交易的完成还涉及实物的流通、保管以及在此过程中的损耗,这也会产生一部分费用。货币试错与实物试错过程都涉及交易过程,因此,这两个成本中包含交易成本。在实物投资过程中产生的成本是实物投资试错成本,它是由实物投资形成的生产能力与社会需求不相匹配而产生的,可将其称为需求匹配成本。由于与社会需求不匹配而沉淀下来的投资又无法顺利转移为其他用途,造成了社会资源的闲置浪费,这对资源有限的整个社会是有害的,这个成本表现为社会成本。社会试错成本可以用图1表示:

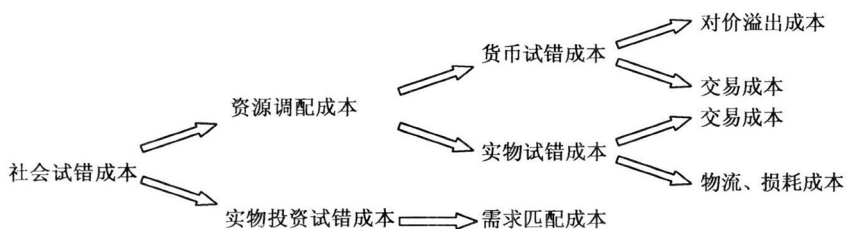


图1 社会试错成本分类

期货市场的制度设计决定了其在以下几方面能够节约社会试错成本:第一,如前所述,期货交易相对现货交易是一种更高级的制度设计,期货市场流通性好,信息不对称程度低,违约风险低,所以期货市场的交易成本比现货市场低,而交易成本本身就属于社会试错成本的一部分。第二,期货市场的独特交割制度节约了实物试错成本。期货交易大部分通过对冲头寸了结,只有很小部分会发生实物交割(很多金融期货交易中甚至不存在实物交割问题),这就是说期货交易中只有货币试错成本,没有或很少有实物试错成本,考虑到货币试错成本对社会整体而言并不重要,期货市场促使社会资源调配试错成本

大大降低。第三,期货市场能够形成超前的连续价格,指导生产者合理设定生产计划,改善了现货市场上价格调节滞后带来的经济波动,节约了实物投资试错成本。这是期货市场节约社会试错成本最重要的原因。在期货市场指导下的现货市场波动性明显降低,市场的相对均衡成为一种常态。第四,由于运输成本、信息不充分等原因,现货市场价格只能反映当地的市场供求状况,这就导致了当地的商品价格与整个社会的瓦尔拉斯均衡价格出现偏差,依据当地市场价格做出的交易、投资决策对整个社会而言并非资源的有效配置。一种商品的期货交易通常只在一个或少数几个交易所进行,期货交易参与者来自全国各地甚至世界各地,期货交易价格能够反映全国甚至全球的市场供求状况,这就减少了因局部价格扭曲而造成的社会试错成本。

三、期货市场节约社会试错成本的实证分析

(一)分析依据与数据说明

据前文所述,商品期货市场节约社会试错成本主要是依靠期货市场形成超前的连续价格,指导生产者合理设定生产计划,改善了现货市场上价格调节滞后带来的经济波动。基于此,我们认为如果商品期货市场能够提前反映未来现货市场价格的变动,那么就在很大程度上降低了生产的盲目性,缩短了社会试错的时间,降低了社会试错的成本。目前,国外推出了反映商品期货市场综合走势的商品期货指数,如美国的 CRB 指数、高盛公司的 GSCI、道琼斯公司的 DJ-AIG 指数等,这些指数都已经在交易所上市。相对于国外,国内商品期货指数推出较晚,目前影响较大的是南华期货商品综合指数,该指数覆盖了在上海、郑州、大连上市的所有商品期货交易品种,按照各品种在国民经济中的重要程度,使用持仓量最大的主力合约进行加权计算,具有很强的代表性。本文采用该指数作为商品期货价格走势的综合反映。对于现货市场的价格变动,我们采用 PPI 数据,从节约社会试错成本的角度出发,PPI 反映了工业品出厂价格,直接影响生产企业未来能够获得的出售价格,对安排生产计划意义更大。

我们的假设是,如果南华期货商品综合指数能够提前反映未来 PPI 指数的变动,我们就认为商品期货市场能够起到节约社会试错成本的作用。它能够提前反映未来 PPI 变动的时间越长,对生产者安排生产的指导作用越大,节约社会试错成本的功能也就越强;反之,则不能起到节约社会试错成本的作用。南华期货商品综合指数的数据来源于 WIND 数据库,数据范围是 2004 年 6 月 1 日至 2009 年 3 月 31 日。我们对数据进行以下处理:用每个月第一个交易日和每个月最后一个交易日的指数平均值作为该月南华期货商品综合指数,再用后一个月的指数减去前一个月的指数得到的差除以前一个月的指数,从而获得月度环比波动数据。对于 PPI,国家统计局只公布过 2004 年 5 月至 10 月的环比数据以及 2008 年 11 月以来的环比数据。由于 2008 年 11

月至今公布的连续环比数据超过 11 个,加上每月公布的同比数据,可以算出 2004 年 6 月至今的每月 PPI 环比数据。这里利用 WIND 数据库计算得出的 PPI 环比数据(国家统计局给出 PPI 环比数据的月份仍采用官方数据)。为了进一步研究商品期货指数与物价指数之间的关系,将 CPI 月度环比数据也引入模型进行分析。

(二)平稳性分析

为获得是否平稳的直观感受,使用月度环比数据画出折线图,如图(2)所示:

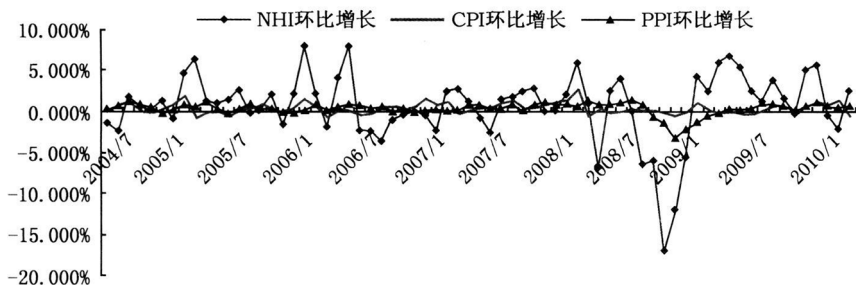


图 2 指数月度环比增幅

从波动率上看,南华期货商品综合指数最大,PPI 次之,CPI 最小。3 个指数都围绕零波动,可初步判断三者都是平稳序列。为了验证我们的判断,进一步进行单位根检验,这里采用 ADF 方法。检验结果如表 1 所示:

表 1 各变量 ADF 平稳性检验结果

变量名	ADF 统计值	1%临界值	5%临界值	10%临界值	P 值	检验结果
NHI	-4.479785	-2.599413	-1.945669	-1.613677	0.0000	平稳
PPI	-2.941280	-2.599413	-1.945669	-1.613677	0.0038	平稳
CPI	-5.933600	-2.599413	-1.945669	-1.613677	0.0000	平稳

从 ADF 检验结果来看,NHI、PPI 和 CPI 分别在 1%、5%和 10%的显著性水平上 ADF 统计值均小于临界值,零假设被拒绝,说明 3 个变量都是平稳序列。

(三)格兰杰因果关系检验

变量间格兰杰因果关系检验的结果显示(见表 2):滞后阶数为 1 至 6 时,在 1%的显著性水平下存在南华期货商品综合指数到 PPI 的因果关系;滞后阶数为 3 和 4 时,在 5%的显著性水平下存在 PPI 到南华期货商品综合指数的因果关系;滞后阶数为 1、2、5 和 6 时不存在 PPI 到南华期货商品综合指数的因果关系。这表明南华期货商品综合指数领先 PPI,领先时间至少为 6 个月,南华期货商品综合指数与 PPI 之间存在较为明显的单向因果关系。检验结果还表明,南华期货商品综合指数与 CPI 之间以及 PPI 与 CPI 之间都不存在因果关系,这与以往的很多学者对于 CRB 指数与美国 CPI 关系的研究结果

形成对比。国内外的研究都表明，CRB 指数与美国的 CPI 存在着因果关系，CRB 指数领先 CPI 变化。^③大部分学者将原因归结为我国商品期货市场品种较少、商品期货指数编制权重分配和编制方法存在欠缺以及由于价格管制导致 PPI 与 CPI 之间的传导失灵。^④我们认为将主要原因归结于商品期货指数失灵是不科学的，CPI 数据的真实性也是造成这种现象的重要原因之一。目前，我国 CPI 指数结构中涵盖 8 大类商品，其中食品价格权重高达 33%，这个结构是 20 世纪 80 年代确定的，在恩格尔系数大幅下降的当前，食品权重明显过高；同时，居住支出在 CPI 中的权重明显偏低，导致政府公布的 CPI 数据往往与居民的实际感受相去甚远。根据黄益平和沈明高的研究结果，单是按照国际惯例将城镇和农村居住消费的权重分别提高到 25% 和 20%，总 CPI 指数将平均上升 0.3 个百分点。^⑤在这种状况下，南华期货商品综合指数与 CPI 不存在因果关系应该说正常的，不能因此而否定南华期货商品综合指数对价格的引领作用。相对于 CPI，我国 PPI 的编制更为合理，与商品期货市场的联系也更为直接，二者之间进行因果关系检验有着坚实的基础，这也是本文采用 PPI 数据的原因之一。

表 2 各变量之间格兰杰因果关系检验

P 值 零假设 \ 滞后阶数	1	2	3	4	5	6
NHI 不是 CPI 的 格兰杰原因	0.5478	0.8202	0.9599	0.9439	0.9654	0.9644
CPI 不是 NHI 的 格兰杰原因	0.5448	0.4535	0.1159	0.2340	0.2680	0.2457
PPI 不是 CPI 的 格兰杰原因	0.9503	0.8499	0.4539	0.6166	0.7396	0.7554
CPI 不是 PPI 的 格兰杰原因	0.4245	0.8142	0.6976	0.7177	0.4237	0.1943
PPI 不是 NHI 的 格兰杰原因	0.1758	0.2219	0.0353	0.0320	0.2226	0.1730
NHI 不是 PPI 的 格兰杰原因	3.8E-07	3.4E-06	1.1E-06	5.9E-06	4.2E-06	1.2E-05

（四）VAR 模型的建立与分析

VAR 模型的标准形式可以写成：

$$y_t = a_{10} + a_{11}y_{t-1} + a_{12}x_{t-1} + v_{1t}$$

$$x_t = a_{20} + a_{21}y_{t-1} + a_{22}x_{t-1} + v_{2t}$$

在样本数量不大时，VAR 模型往往比其他模型更精确，我们采用这一模型对 PPI 与南华期货商品综合指数之间的关系进行检验。根据 AIC 和 SC 准则，最优的滞后阶数为 2。检验结果表明（见表 3），对当期 PPI 产生显著影响的是上期的 PPI 及上期的 NHI。很显然，由于惯性作用，本月的 PPI 一般会延续上月走势，即上月的 PPI 对本月 PPI 的影响系数为正，与模型结果一致。上月的 NHI 指数 t 统计量显著，说明南华商品期货指数起到了指引未来 PPI

走势的作用,可以作为预测 PPI 的先行指标。检验结果还表明,对当期 NHI 产生显著影响的只有上期的 NHI,说明 PPI 不能反过来引领 NHI 变动。

(五)脉冲响应函数

为了考察随机变量的冲击对内生变量的影响和其重要性,需要运用脉冲响应函数作进一步分析。基于 VAR 模型的脉冲响应函数如图 3 所示。图 3.1 表明 PPI 的一个标准差变动在第 1 期对 NHI 的影响为 0.015 左右,之后迅速下降,在第 3 期之后,对 NHI 的影响非常小,说明 PPI 的变动对 NHI 只有短期的冲击作用。图 3.2 中 NHI 的一个标准差变动在之后 1 期对 PPI 的影响不大,然后迅速增加,在第 2 期达到峰值 0.003,之后影响缓慢下降,在第 7 期之后降为 0, NHI 的变动对未来较长期的 PPI 走势产生了影响。

表 3 VAR 模型检验结果

	PPI	NHI
PPI(-1)	0.595153 (0.13248) [4.49246]	1.052808 (1.08240) [0.97266]
PPI(-2)	0.051074 (0.10873) [0.46975]	-1.359696 (0.88834) [-1.53060]
NHI(-1)	0.091863 (0.01627) [5.64447]	0.569138 (0.13297) [4.28014]
NHI(-2)	-0.025719 (0.01852) [-1.38839]	-0.168561 (0.15135) [-1.11369]

注:小括号内是标准差,中括号内是 t 统计值。

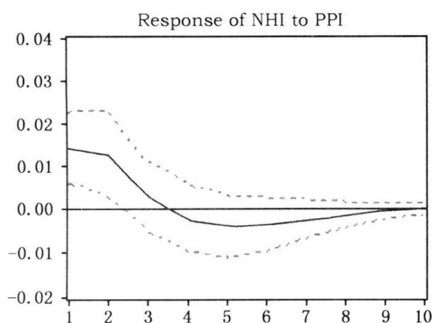


图 3.1 NHI 对 PPI 的脉冲反应

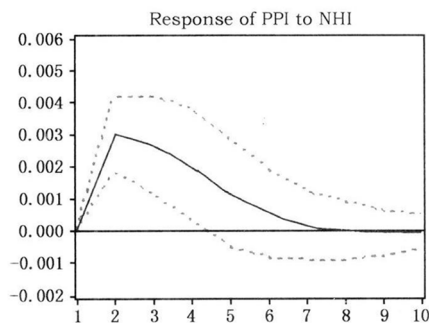


图 3.2 PPI 对 NHI 的脉冲反应

四、结 论

通过理论分析,我们认为价格发现是期货市场的基本功能,套期保值、套利和投机功能的基础都是价格发现,三者都是价格发现功能的微观衍生。期货市场能够提前反映未来市场的供求状况,帮助企业制订更加合理的生产经营计划,在宏观上起到了节约社会试错成本的作用。实证研究表明,南华期货商品综合指数领先 PPI 6 个月,我国商品期货市场起到了节约社会试错成本的作用,但是二者之间的相关性与国外成熟市场相比还较低,功能发挥的程度

与国外成熟市场相比还存在差距。

本文的政策启示为：第一，期货市场节约社会成本功能的发挥依赖于价格发现功能的实现程度，因此，要期货市场发挥价格发现功能创造良好的条件，进一步扩大市场交易规模，完善期货交易规则，防止市场操纵。第二，原油、电力等大宗商品作为工业生产的重要投入，价格变化对企业安排生产经营有重要影响，从节约社会成本的角度出发，要尽快推出这些商品期货，同时，完善大宗商品期货品种也为编制商品期货综合指数提供基础。第三，目前，我国缺乏权威的商品期货综合指数，现有的南华期货商品综合指数和证券时报指数在基础期货合约的选择与指数编制方法等问题上尚未得到市场的普遍认同，同时由于部分大宗商品期货的缺失，导致国内商品期货综合指数引领 PPI 走势的功能还不够明显，未来需要制订权威商品期货指数并推进上市交易。第四，商品期货综合指数能够提前数月反映未来价格走势，因此，可以作为宏观经济的预警指标，在一定程度上缓解宏观调控滞后的问题，为我国经济平稳健康成长提供有力保障。

注释：

- ①参见萨缪尔森《经济学》(第十七版)，人民邮电出版社 2004 年版，第 168—169 页。
- ②William J C. The economic function of futures markets [M]. Cambridge: Cambridge University Press, 1986.
- ③Acharya Ram N, Gentle Paul F, Mishra Ashok K. Examining the CRB index as an indicator for U. S. inflation [R]. Southern Agricultural Economics Association Annual Meeting, 2008.
- ④对此进行研究的学者有罗孝玲等(2004)、张冀(2009)和何锋(2009)等。
- ⑤参见黄益平、沈明高. 解构 CPI 指数 [J]. 财经, 2006, (8).

参考文献：

- [1]朱国华, 杨杨. 期货市场与现货市场的试错联动分析——论期货市场功能 [J]. 财经研究, 2008, (5): 110—120.
- [2]罗孝玲, 张扬. 工业原材料期货价格指数研制与功能的实证分析 [J]. 中国管理科学, 2004, (2): 27—31.
- [3]张冀. 国际大宗商品期货价格与中国物价变动的关系研究——基于 CRB 指数的实证分析 [J]. 南京审计学院学报, 2009, (1): 12—18.
- [4]王志强, 王雪标. 中国商品期货价格与经济景气 [J]. 世界经济, 2001, (4): 69—73.
- [5]常清. 期货市场的经济学定位 [J]. 中国流通经济, 1999, (1): 37—39.
- [6]刘敏, 张燕丽, 杨延斌. PPI 与 CPI 关系探析 [J]. 统计研究, 2005, (2): 24—28.
- [7] S Brock Blomberg, Ethan S Harris. The commodity-consumer price connection: Fact or fable? [J]. Economic Policy Review, 1995, 1(3): 21—38.
- [8] Brian J Cody, Leonard O Mills. The role of commodity prices in formulating monetary policy [J]. The Review of Economics and Statistics, 1991, 73(2): 358—365.

Study on the Function of China's Commodity Futures Markets as Saving Social Trial-and-error Cost

ZHU Guo-hua, YANG Mai-jun, CUI Bin-bin

*(School of International Business Administration, Shanghai University
of Finance and Economics, Shanghai 200433, China)*

Abstract: With the development of market economy and the deepening understanding of the function of futures markets, this paper proposes that price discovery is the basic function of futures markets and derives hedging, speculation, interest arbitrage and the savings on social trial-and-error cost from price discovery. The test on the relationship between comprehensive index of Nanhua commodity futures and PPI confirms the function of China's commodity futures markets as saving social trial-and-error cost. In order to make full use of this function, we should make a great effort to promote the building-up of futures markets.

Key words: commodity futures; trial-and-error cost; resource allocation; macro-function (责任编辑 喜 雯)

(上接第 67 页)and capital and financial account surplus since 2001, China attracts the world's attention and sparks a controversy. In the environment of frequent international financial crises and wide fluctuations of cross-border capital flow, the potential risk of abnormal surplus problem in China is very worthy of our attention. The contribution of this paper is shown as follows: first, on the basis of the data of stock markets in 27 countries, this paper constructs and calculates risk preference index which reflects changes in international investors' sentiment; secondly, by introducing international investors' sentiment and other factors into the analytical framework, this paper makes an empirical study on the factors influencing the cross-border flow of international funds in China, and provides corresponding policy recommendation.

Key words: balance of payments; speculative funds; market sentiment; irrational factor (责任编辑 喜 雯)