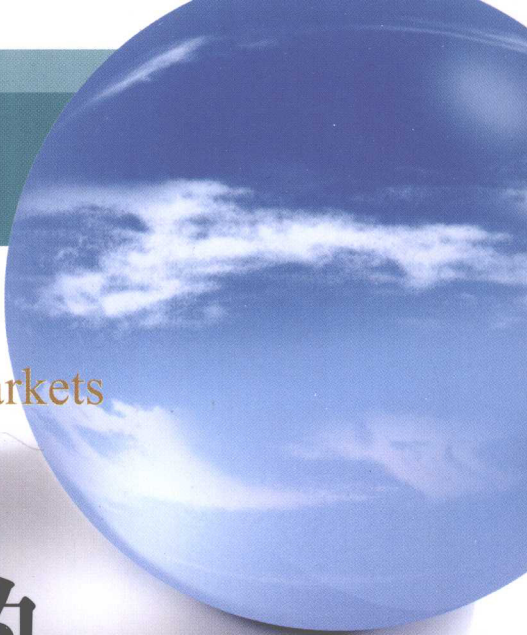




China's Financial Markets
International Interaction
and Risk Control

中国金融市场的 国际互动与风险控制

◎ 杨咸月 著

■ 本书注重原创性，以事实为依据，运用一系列经典的和现代的研究方法，全方位、多视角地分析了国内货币市场和证券市场自改革开放以来的国际互动关系和特点，为科学、全面地认识中国金融市场国际一体化问题奠定了坚实的基础。

 中国金融出版社



◎ 杨咸月 著

中国金融市场的 国际互动与风险控制

China's Financial Markets
International Interaction
and Risk Control

 中国金融出版社

责任编辑：张 超 单翠霞

责任校对：张志文

责任印制：陈晓川

图书在版编目 (CIP) 数据

中国金融市场的国际互动与风险控制 (Zhongguo Jinrong Shichang de Guoji Hudong yu Fengxian Kongzhi) / 杨咸月著. —北京: 中国金融出版社, 2015. 3

ISBN 978 - 7 - 5049 - 7666 - 6

I. ①中… II. ①杨… III. ①金融市场—国际化—研究—中国②金融市场—金融风险防范—研究—中国 IV. ①F832.5

中国版本图书馆CIP数据核字 (2014) 第 217477 号



出版 中国金融出版社

发行

社址 北京市丰台区益泽路 2 号

市场开发部 (010)63266347, 63805472, 63439533 (传真)

网上书店 <http://www.chinafph.com>

(010)63286832, 63365686 (传真)

读者服务部 (010)66070833, 62568380

邮编 100071

经销 新华书店

印刷 北京市松源印刷有限公司

尺寸 169 毫米 × 239 毫米

印张 15

字数 254 千

版次 2015 年 3 月第 1 版

印次 2015 年 3 月第 1 次印刷

定价 35.00 元

ISBN 978 - 7 - 5049 - 7666 - 6/F. 7226

如出现印装错误本社负责调换 联系电话 (010) 63263947

编辑部邮箱: jiaocaiyibu@126.com

序

很高兴《中国金融市场的国际互动与风险控制》经过数年研究现在终于出版。因为该书不仅凝聚了作者多年心血，更为重要的是当前国内金融市场改革发展又进入了一个新阶段，急需新的理论创新来驱动其转型发展。因此，很乐意在此写些感受。

改革开放以来，中国在经济发展和国际贸易水平显著提高并进入世界前列的同时，金融市场改革开放步伐也不断加快。一方面，以货币市场和证券市场为主体的金融市场体系已经基本建成；另一方面，以 QFII 和 QDII 为代表的境内外机构投资者进出境内外的门槛逐渐降低。人们不禁要问：国内金融市场的国际一体化水平发展到何种程度？与经济贸易大国水平是否相当？

该问题如果得不到客观回答，中国金融市场的下一步改革开放可能难以找准方向。如今，尽管监管者出台各种政策试图鼓励和引导国内金融市场健康发展，但小微企业融资难、融资贵的处境未见根本改善，股票市场长期低迷，居民储蓄难以找到比存款更好的保值增值渠道，尽管“宝宝”们的出现带来了一线生机。整个金融市场的融资效率仍有待提高，一方面某些企业资金富余，即便不缺钱市场也会慷慨解囊，如不少上市公司出现资金数倍超募现象；另一方面对某些企业而言仍然难以叩开正规融资渠道的大门。显然，这种状况离政府要求将改革开放“红利”让惠于民的宗旨还有相当大的差距。

尽管近年来从单个市场、某一侧面进行分析的文献已经不少，但有关国内金融市场国际一体化的系统性研究迄今为止还不多见。在此背景下，上海社科院杨咸月研究员出版了这本新作。该书运用了一系列实证检验方法，从不同侧面多视角地检验了国内货币市场和证券市场等主要金融市场的国际互动特征与规律，从而为我们更加科学、全面地认识中国金融市场国际一体化问题奠定了坚实基础。本书独到的多元视角审视和层层递进的研究逻辑，值得同行学者借鉴；许多有价值的论断无论对监管部门、实务部门还是广大投资者都具有较强的现实指导意义。

作者认为互动是一把“双刃剑”，和平时期有助于国内金融市场价格发现功能的发挥并分享全球化利益，危机时期可能通过国际传递从而加剧国内市场波动的风险。拒绝国际波动的同时实际上也就是放弃分享国际一体化利益的机会。中国金融市场改革开放以来国际互动水平还很低，尽管其间发展速度很快，但其自身风险积累也很高——成为全球少数风险居高的经济体之一。显然，这种依靠牺牲国际一体化利益维持的高风险市场是难以持续的。特别在十八大以后，一系列扩大开放的务实政策和措施陆续出台，如自由贸易区的试点、人民币离岸业务的扩大、沪港通等一系列措施都将可能冲破国内金融市场高风险的防线。而中国金融市场要想在不断扩大的对外开放中分享国际利益，首先必须重视“强身健体”，做好自身的市场机制建设。此时的任何侥幸都可能成为完全开放后的隐忧。国际经验一再表明，一个脆弱的金融市场不可能获得国际利益，反而会变得不堪一击，易于被国际投资者或炒家掏空财富。因此化解自身风险乃当务之急。监管部门对此应该引起高度重视。

这里，作者强调投资者的风险自我约束与风险自我控制十分关键。无论你是风险喜好者还是厌恶者，确实都应该学会提高风险自我约束与自我控制能力。这不仅是个人的止损需要，更是国内市场成熟的内在要求。书中尝试性地对目前中国货币市场、证券市场的价格变动和收益率波动进行了客观评估，其中许多结论都值得读者特别是投资者深思。理性投资者可以做到通过预警来有效控制风险。

与同类研究相比，本书的一个最大特点是原创性。一切以事实为依据，坚持用数据说话，不妄下结论，在经典分析与现代模型检验、静态分析和动态考察、水平分析与区域检验相互佐证的情况下才顺理成章地得出结论。这种严谨的治学态度在如今较为浮躁的社会里是难能可贵的。特别在当前中国经济正处在转型发展的关键时期，一系列重大政策措施都急需新的原创性理论研究来突破传统、世俗和权威理论的局限。正如培根所说：“伟大的哲学始于怀疑，终于信仰。”这里的信仰是什么？我认为是一种执着精神，一种对原创性研究执着追求的精神。从这个意义上说，作者是一个执着的践行者，研究领域初涉者如硕士生和博士生在阅读此书时会从中得到某些体会和启示。

当然，一本书不可能包罗万象，更何况这是一本专业性研究著作，因此本书可能还存在某些不足。但丝毫不影响出版，因为我们需要的是其精华。

复旦大学经济学院 何光辉

2014年9月

目 录

1 绪 论	1
1.1 研究背景与意义	1
1.2 文献综述	4
1.3 研究思路与框架	15
1.4 主要观点内容	20
1.5 创新与价值	28
2 中国货币市场的国际定位与利率决定	31
2.1 问题的提出	31
2.2 数据与研究方法	34
2.3 利率关系分析	37
2.4 溢出效应检验	39
2.5 主要利率模型决定	46
2.6 本章小结	51
3 中国货币市场的国际互动	54
3.1 问题的提出	54
3.2 数据与研究方法	55
3.3 模型拟合结果	56
3.4 方差分解与脉冲响应	65
3.5 本章小结	77

4 中国证券市场的全球化视角审视	80
4.1 问题的提出	80
4.2 数据与研究方法	82
4.3 中国证券市场国际化的整体考察	85
4.4 中国证券市场国际化的结构性剖析	88
4.5 本章小结	111
5 中国证券市场与发达市场的国际互动	113
5.1 问题的提出	113
5.2 数据与研究方法	119
5.3 实证分析	122
5.4 本章小结	140
6 金砖国家证券市场的国际溢出效应	144
6.1 问题的提出	144
6.2 数据与研究方法	147
6.3 金砖国家证券市场的国际定位	149
6.4 水平溢出效应检验	153
6.5 波动溢出效应检验	159
6.6 本章小结	168
7 大中华证券市场的一体化	171
7.1 问题的提出	171
7.2 数据与研究方法	175
7.3 大中华证券市场一体化的整体考察	180
7.4 动态相关性检验：次贷危机前后出现差异	183
7.5 市场一体化的多阶段比较	186
7.6 本章小结	190

8 中国金融市场的风险控制	193
8.1 中国金融市场的风险源在国内	193
8.2 中国金融市场的风险特征及表现	204
8.3 当务之急要化解自身风险	209
8.4 控制国际风险关键在预警	215
主要参考文献	225
后记	231

1

绪 论

1.1 研究背景与意义

改革开放以来，中国金融市场发展迅速。20 世纪 90 年代初沪、深证券交易所成立。1994 年 4 月 18 日成立了中国外汇交易中心暨全国银行间同业拆借中心。1996 年 1 月 3 日，建立了全国统一的同业拆借市场并开始试运行。1996 年 6 月 1 日放开银行间同业拆借市场利率。随后，上海黄金交易所（2002 年 10 月）、中国金融期货交易所（2006 年 9 月）等先后成立。金融市场体系日趋复杂。

其间，各市场品种不断增加，交易规模不断增大，短期融资功能日益增强。银行间货币市场上海银行间同业拆借利率（Shibor）、中国银行间同业拆借利率（Chibor）和国债回购利率所对应的隔夜、7 天、14 天和 3 个月等期限结构相互交错，构成了一个相对复杂的货币市场交易品种网。而且银行间市场交易量屡创新高，市场主体数量和类型不断增加。仅 2012 年前六个月，同业拆借市场交易量累计 23.7 万亿元，同比增加 63.3%。债券质押式回购成交 67.6 万亿元，同比增加 49.2%。债券买断式回购成交 2.6 万亿元，同比增加 122.0%。市场主体数量和类型不断增加，截至 2013 年底，外汇市场成员 405 家，其中商业银行 226 家，农联社 124 家。本币市场成员 6362 家，其中投资基金 1 270 家，农联社 819 家，商业银行 364 家。

证券市场快速成长，不仅主板市场交易规模已在国际上名列前茅，而且包括主

板、中小企业板和创业板在内的多层次资本市场的融资功能不断体现，有力地支持了国内各类企业的改制和改造，支撑着整个国民经济结构调整和产业升级。外汇、黄金交易市场虽然还是“迷你”市场，但一系列货币对、纸黄金和实物黄金品种的开发和交易，已经不同程度地满足了国内投资者对外汇、黄金交易的需求。仅从外汇交易看，银行间外汇市场具有集中竞价与双边询价两种交易模式，支持人民币对九个外币的即期，人民币对七个外币的远期、掉期，人民币对五个外币的货币掉期和期权交易，以及九组外币对的即期、远期和掉期交易。此外，股指期货交易市场也在对实物交易风险对冲的需要中建立。

不仅如此，中国金融市场的对外开放步伐也不断加快。中国金融业对外开放的序幕开始于1979年至1981年间允许31家国外金融机构在中国设立代表处。1994年4月1日开始实施的《中华人民共和国外资金融机构管理条例》，标志着中国对外资金融机构的开放进入规范化管理阶段。2001年底加入世贸组织后，我国公布了银行业对外开放的时间表，逐步取消对外资银行的限制。

相关监管部门一直尝试开放货币市场，在活跃交易、提高市场效率的同时，将国内货币市场与国际货币市场联系起来。2002年11月，央行和证监会联合发布《合格境外机构投资者境内证券投资管理暂行办法》，允许QFII投资国债、可转换债券、企业债券和除境内上市外资股以外的股票。2003年9月，外汇管理局颁布《关于银行间外汇市场开展双向交易的通知》，允许中国外汇交易中心各会员单位通过银行间外汇市场交易系统进行买卖双向交易，增强了我国货币市场与外汇市场之间的资金联系。2004年2月25日，中国银行（香港）有限公司作为交易成员正式进入银行间外汇市场进行平盘交易，标志着中国货币市场首度将网络和服务延伸至境外。2005年9月《货币经纪公司试点管理办法》施行，其主营业务包括境内外外汇市场交易、境内外货币市场交易、境内外债券市场交易、境内外衍生产品交易，将境内外货币市场联结起来。2006年4月5日，中国交易中心与芝加哥商业交易所在上海举行国际货币产品交易合作协议文本互换仪式。2010年8月16日，中国人民银行批准境外人民币清算行等三类机构试点运用人民币投资银行间债券市场。在此背景下，越来越多的外资金金融机构参与中国货币市场交易，在全球范围内对流动性和资产组合进行管理，成为联通国内外市场的桥梁。截至2010年底，银行间外汇市场共有外资会员104家，占市场会员总数的36%。截至2014年5月9日，银行间本币市场的外资银行会员有

86 家,人民币合格境外机构投资者 30 家。

中国资本市场对外开放的步伐更是从来没有停止过。早在证券市场设立之初,就推出了面向境外投资者的 B 股市场、允许内地企业到境外发行上市等开放政策。在加入世贸组织时对证券服务业开放所作的承诺,到 2003 年 11 月已全部兑现。在 WTO 承诺之外,我国还主动实施了合格境外机构投资者(QFII)、合格境内机构投资者(QDII)等一系列对外开放的制度安排。不断增加 QFII 投资额度,为其投资国内金融市场提供便利。例如,2012 年上半年,经国务院批准,证监会、人民银行及外管局决定新增 QFII 投资额度 500 亿美元,从而使得 QFII 总投资额度达到 800 亿美元。证监会还于 2012 年 7 月 27 日公布了《关于实施〈合格境外机构投资者境内证券投资管理暂行办法〉有关问题的规定》,降低 QFII 资格要求,简化审批程序,放宽 QFII 开立证券账户、投资范围和持股比例限制,并进一步完善了监管制度。统计数据显示,截至 2014 年 5 月 12 日,QFII 总数已经达到 261 家。中国人民银行在 2012 年 7 月 13 日发布的《2012 年中国金融稳定报告》称,要适当加快引进合格境外机构投资者(QFII)的步伐,增加其投资额度;逐步扩大人民币合格境外机构投资者(RQFII)试点范围和投资额度,适时推出双向跨境交易所交易基金(ETF)。证监会则在 2012 年 8 月就修订《外资参股证券公司设立规则》和《证券公司设立子公司试行规定》公开征求意见。其主要的修改是将外资在合资券商中的持股比例上限从三分之一提高到 49%。另外,合资券商可申请的业务范围也将有所扩大,申请条件由持续经营 5 年缩短到 2 年。按照修订后的规则,我国港澳台地区投资者参股证券公司的,比照适用该规则的规定。合资券商目前从事的主要是投行业务,未来符合条件的将可以申请证券经纪、咨询、资产管理等业务。

在这一过程中,中国金融市场的国际互动关系如何?其国际一体化进程怎样?是已经全面融入全球化还是在有条不紊稳步推进?国际金融市场风云变幻莫测。除了美欧少数最发达的国家能够始终强势引领国际潮流外,其他许多“小国”尤其是新兴经济体的金融市场要么像欧洲小国(如 PIGS 国家)金融市场那样随风飘荡,财政主权危机随时都可能发生;要么像拉美、亚洲国家那样不开放则已,一开放就有可能将多年积累起来的金融财富消耗殆尽(如 1994 年的墨西哥金融危机、1999 年的巴西金融危机、2001 年的墨西哥金融危机以及 1997 年的亚洲金融风暴)。中国金融市场能否走出一条适合自身发展需要的国际一体化成功之路——一方面国内金融市场快速成

长,另一方面国际利益充分分享?这个问题已引起广泛关注。

为此,本书选题以“中国金融市场的国际互动与风险控制”为研究对象,目的就是研究为中国金融市场的健康发展和对外开放提供理论指导。本书认为,无论是健康发展还是分享国际一体化利益,国内金融市场面临的问题首先是风险控制问题。只有深入研究中国金融市场在对外开放过程中的国际互动关系与特点,分析其在国际一体化进程中的波动风险特征与规律,寻找各市场变动的风险源和风险传播途径,才能够为中国金融市场的健康发展提供强有力的风险控制保证。

1.2 文献综述

一、货币市场利率关系及其国际溢出研究

关于货币市场利率的文献主要集中在基准利率研究、中国同业拆借利率期限结构、利率之间关系、货币政策的利率传导等。几乎没有中国货币市场利率国际溢出方面的研究。

货币市场基准利率研究主要集中在有关 Shibor、Chibor 基准性的研究。方先明、花昊(2009)分析了 Shibor 与市场利率的联动关系,认为 Shibor 已初步具备为金融产品定价的能力。李良松、柳永明(2009)在新魏克塞尔主义框架下对 Shibor 的基准性、市场性、相关性、抗干扰性进行了实证研究,发现隔夜 Shibor 的市场性、相关性和抗干扰性较好,认为 Shibor 经过一段时间的培育后可以作为我国的基准利率。冯宗宪等(2009)发现短期 Shibor 在形成机制、基础性、稳定性、相关性等方面总体优于短期债券质押式回购利率;中长期 Shibor 则在期限、交易市场、相对随机性等方面远远优于中长期债券质押式回购利率。因此,他们认为 Shibor 适合成为中国的市场基准利率。刘喜波等(2008)、张林、何广文(2009)等也都认为 Shibor 更合适成为货币市场基准利率。此外,易寿生等(2008)通过研究指出影响 Shibor 作为定价基准的制约因素。徐宁(2008)研究了以 Shibor 为基准的市场化定价形成机制,以及如何通过内部定价机制将市场信号传导至金融机构的业务端等。易纲(2008)从利率定价、产品创新、商业银行内部转移定价、人民币国际化等多个层面阐述了确立

Shibor 在利率体系的基准地位对我国金融市场改革带来的巨大意义和重要作用,建议进一步推进 Shibor 的基准性地位。韩松、徐蓓(2008)建议应进一步促进报价团中报价银行报价水平的提高,鼓励以 Shibor 为基准的金融创新。杨晓胜(2007)认为应在 Shibor 的交易技术和市场环境层面加以改进。除了 Shibor 基准性研究外,一些学者认为债券回购利率更适合成为货币市场基准利率。戴国强、梁福涛(2006)通过格兰杰因果检验后认为,银行间债券回购市场利率更适合作为当前我国金融市场短期基准利率。傅毅夫(2009)发现债券回购利率具有差分序列平稳性以及与 CPI、PPI 环比增长率和 M_1 同比增长率具有显著相关性,认为债券回购利率是目前货币市场基准利率的最佳选择。何志刚、阮珩(2006)比较了债券回购市场和同业拆借市场,并以股票市场为例考察了国债利率对金融产品定价的能力,认为国债利率对于金融市场效率的提升具有重要的作用。

国内一些文献还对中国银行间同业拆借利率结构进行了研究,主要用期限结构的预测模型以及协整来分析各利率之间的关系。闫冀楠等(1999)分析了隔夜拆借利率和一周拆借利率之间的协整关系,并利用误差修正模型建立了二者的预测模型,实证结果表明无论短期预测还是长期预测精度都要优于传统的向量自回归模型。唐齐鸣、高翔(2002)用期限结构的预期模型,分析检验了 7 天、30 天、60 天、120 天的利率品种之间的协整关系,发现我国同业拆借市场利率总的来说符合利率期限结构中的预期理论,同业拆借利率中 120 天与 7 天期的利率、60 天与 30 天的利差、120 天与 60 天的利差和 120 天与 30 天的利差的利率期限结构对预期理论反映较好,斜率基本上在 0.80 以上接近 1,能作为未来利率变动的较好预测;而 30 天与 7 天的利差、60 天与 7 天的利差的利率期限结构存在过度反应,斜率超过了 1,偏离预期理论。任兆璋、彭化非(2005)把 ARIMA 和 GARCH 模型应用于我国的同业拆借利率期限结构,隔夜同业拆借利率变动较为稳定,模型效果最佳的是 7 天期的同业拆借利率。而 GARCH 模型对同业拆借利率的数据拟合要比 ARIMA 模型好很多。在 GARCH 里,双变量 GARCH 模型都要比单变量好一点,表明同业拆借利率波动的不对称性普遍存在,即我国同业拆借利率波动较小,调整速度也不剧烈。其原因在于中国人民银行对拆借市场实行较严格的管理。史敏等(2005)对我国银行同业拆借市场利率期限结构进行了实证研究,发现中国银行间同业拆借利率在亚洲金融危机后发生了结构性变化,金融危机发生之前我国银行同业拆借利率支持利率期限结构中的预期理论,但金

融危机发生后却不符合预期理论。此外,陈晖、谢赤(2004)利用 Gray 提出的一般利率结构转换模型对中国银行间 30 天同业拆借利率进行实证研究,发现中国银行间 30 天同业拆借市场确实存在结构转换现象。同时,在利率波动较小时存在均值回复现象,而当利率波动较大时带有制度转换的 GARCH (1, 1) 模型则显示不存在均值回复现象。

对利率之间关系的研究不太多。汪波(2008)研究了货币市场上其他利率对 Shibor 的影响。钱文辉(2005)用协整运用 2002 年 8 月的月度数据为样本区间,选取 30 天银行间国债回购利率和 30 天同业拆借利率,分析两者之间的关系。认为银行间国债回购利率对同业拆借利率起着正向作用,无论从长期还是从短期看,银行间国债回购利率对同业拆借利率解释能力较强,非均衡误差的系数则反映了修正项对偏离长期均衡调整的力度。

对于货币政策的利率传导, Nautz 和 Offermanns (2008) 对 Eonia (European Overnight Rate) 利率的波动性传导机制进行了研究。他们首先将 Eonia 的波动区分为由于日历效应等因素引起的季节性波动和由于对欧洲中央银行未来政策意图不确定而引起的非季节性波动,然后通过实证的方法发现 Eonia 具有十分显著的波动性传导特征。即使对于 1 年期利率,期限为隔夜的 Eonia 都能对其产生影响。他们还检验了于 2004 年 3 月开始执行的欧洲央行新的公开市场操作框架是如何对 Eonia 及其波动性传导产生影响的。Nautz 和 Schmidt (2009) 分析了货币政策操作对联邦基金利率的动态性和波动性的影响。他们发现自 20 世纪 80 年代开始,美联储货币政策操作的最大变化是联邦基金利率和准备金制度的角色变化。随着沟通度和透明度的提高,联邦基金目标利率越来越显著地影响有效利率。而准备金制度随着其地位下降导致了联邦基金利率波动性大大增加。他们认为应当引入有偿准备金制度,据此可以进一步增强对联邦基金利率的控制力。Kaketsis、Sarantis (2006) 研究了希腊货币政策的变化对市场利率的影响。通过案例分析,他们根据操作方式对希腊中央银行操作的 8 组不同期限利率与市场利率进行检验,发现中央银行利率的变化对短期和中期市场利率具有显著影响。

而对于中国货币市场利率的国际溢出,就作者所知,目前还没有文献对此进行研究。Edwards (2010) 利用高频数据分析了美联储联邦基金利率的变动对发展中国家利率的影响,并对美国利率期限结构如何影响短期利率差分进行了研究。结果显示,

联邦基金利率的变动对拉丁美洲国家利率的影响是强烈而迅速的。长期来看,联邦基金利率的变动对亚洲国家具有相同程度的影响,但是不同于拉美国家,影响作用的实现是一个逐渐而缓慢的过程。

二、证券市场之间的国际互动

国内外学者对此进行了大量的研究,主要集中在以下三个方面。

(一) 境外(主要是发达国家或地区)证券市场的互动效应

国外许多学者对股票市场联动的程度进行了研究。Johnsen 和 Soenen (2004) 发现南美洲经济整合国家的股市之间存在显著的联动效应。Eun 和 Shin (1989) 利用 VAR 和 VMAR 模型,分析了亚洲和欧美 9 个国家的证券市场,验证了美国证券市场对他国证券市场有信息引导作用。Kasa (1992) 对美国、日本、英国和加拿大股指的月收益进行了分析并指出四国市场之间拥有协整关系。今村和浅子 (2000) 利用东南亚 8 国(地区)股市收盘价的周数据,对这些国家(地区)在亚洲金融危机期间的股票市场联动性进行了分析,结果显示,金融危机前后,各国证券市场均未进入协整关系。陈漓高等 (2006) 利用 1991 年到 2005 年的股指日收盘价,对中国、日本、美国和一部分东盟国家和地区的证券市场进行了格兰杰因果检验,结果发现美国证券市场对亚洲证券市场具有短期的信息引导作用。Chin - Wen Hsin (2004) 采用证券指数运动的多边国际影响的模型,利用摩根士丹利 (MSCI) 指数作为样本,研究了主要发达市场之间的联动性。研究结果表明:就证券的回报和波动性而言,在主要证券市场之间存在明显的国际传导效应,美国作为主导市场具有普遍的和重要的影响,然而,美国市场与欧洲和亚太市场之间的关系是不同的。研究结果还显示存在着区域传导效应,美国和亚洲市场通过积极的全球共同力量和积极的国际传染效应发生联系,美国、加拿大和英国对其区域之外的其他国家显示出了传染效应,而亚太市场对传染效应更加敏感;尤其在亚洲金融危机期间,日本市场对其他国家更具有传染性。

有些学者对股票市场联动的因素进行了研究。Fleming 等 (1998) 根据信息的特性,把影响金融市场波动间相互联系的信息归于两类,即共同信息与私有信息溢出。Koutmos 等 (1995) 以及 Laopodis (1998) 均通过实证检验证实了危机时期证券市场的波动对另一市场的影响更大。Connolly 和 Wang (2003) 研究了美国、英国和日本的

公布的大量宏观经济消息对证券市场回报率联动的影响,研究结果显示:许多可以观察到的证券市场存在的日间和隔夜回报的联动并不能归因于经济基本面的公开消息;相反,国外市场的回报率对紧随其后的国内股市的回报率产生主要的影响。

还有学者研究股票市场的溢出效应。Eun 和 Shim (1989) 对世界上最大的 9 个证券市场(美国、英国、加拿大、德国、法国、瑞士、日本、澳洲及中国香港)之间的联动关系进行研究,发现股市间存在波动溢出效应,信息从美国市场快速地向其他市场传递。Lin 等(1994)则发现,纽约股市在 1987 年金融危机时期对东京股市存在波动溢出,其他时间则没有发生溢出。Andrew 和 Stulz (1996)发现,美国和日本两国市场的相关性很高,而且当市场的波动幅度很大时,这种相关性也相应增强。Neely 和 Weller (2000)则发现,美国市场对日本、德国、英国市场存在较弱的波动溢出效应。Gagnon 和 Karolyi (2003)发现,无论在亚洲危机前还是危机后,日经 225 指数与美国标准普尔指数之间均存在较强的联动关系。Chan (2006)则发现,在亚洲金融危机以后,日本、中国香港、新加坡和美国股票市场之间的联动性有所提高。Chong 等(2008)的研究表明,日本股票市场与 G7 国家股票市场之间存在显著的联动关系。

许多国外学者研究了新兴国家市场与发达国家证券市场间的联动关系。Masih 等(1999)检验了国际股票市场与亚洲新兴市场之间的长期和短期动态联系,认为有强烈的证据表明在亚洲股市间存在传染效应。Leong 和 Felmingham (2003)发现在亚洲金融危机之后,新加坡、韩国、日本、中国台湾和中国香港股市之间的相关性加强了。Choudhry 和 Lu (2004)对亚洲 9 个国家与地区的股市进行研究,发现这些国家的股市在亚洲金融危机前后均存在显著的长期协整关系。Mahmood 和 Marlinda (2007)则认为,马来西亚、日本、中国香港和澳洲的股市之间存在短期因果关系,而亚洲金融危机进一步加强了这些股市间的长期联动关系。Foo 等(2008)也发现,金融危机后,新加坡、泰国、中国香港、马来西亚、日本和美国股市间的联动性有所加强。

(二) 国内金融市场各子市场之间的相互关系

这类研究包括货币市场与证券市场之间的相互关系,以及上海与深圳两地股市的联动性及引导关系。境内货币市场与证券市场之间的相互关系。殷剑峰(2006)利用向量误差修正模型分析了 2000 年至 2004 年中国货币市场利率(银行间拆借和回购

市场)、国债市场收益率(银行间市场和交易所市场)、股票市场指数(上证A股市场)之间的长期均衡和短期互动关系。胡明(2008)通过对人民币汇制改革后中国金融市场各部分价格数据的协整分析,重点研究中国的债券市场利率、货币市场利率、汇率和股票价格之间的联动关系,发现各部分之间虽有长期均衡关系,但是市场各部分的价格短期波动得不到充分解释,表明目前中国的金融市场效率还有待提高。王宝、肖庆宪(2008)利用DCC-MVGARCH方法,从动态的角度对我国金融市场间的风险传染问题进行了研究,考察了股票市场、债券市场和银行市场间的风险传递特征。李世泽(2012)分析了我国股票市场、国债市场、企业债市场、银行间拆借市场的相互关系,研究结果表明股票、国债、企业债市场之间存在较强的相互作用,银行间拆借市场与上述三个市场的关系并不十分紧密,只会受到债券市场的微弱的影响。对于上海与深圳两地股市的联动性,徐龙炳(1998)研究了1993年2月至1998年3月之间上海、深圳两市之间的协整关系,指出两者之间存在着协整关系。史代敏(2002)运用协整分析方法分析了沪、深股市指数之间的协整关系,研究结果显示,上证指数与深圳综合指数的协整性表明了沪深股票市场之间存在长期稳定的关系;上证指数与深圳成分指数、上证30指数与深圳成分指数、上证30指数与深圳成分指数三组指数之间不存在协整关系,尽管它们之间相关系数很高。董亚和黄剑(2008)的研究结论是:重点行业指数之间以及重点行业指数与沪深300指数之间存在着长期稳定的关系,具有共同的随机趋势;当指数处于震荡行情的时候,它们之间的联动性也很强,并且沪深300指数处于主导地位。

(三) 沪深两市与中国香港、美国证券市场之间的联动性

国内不少文献研究了境内两市与中国香港、美国股市之间的联动性。王宏涛(2009)从股票价格和收益率两个方面对中国沪深两市和中国香港、日本、美国、日本、欧洲以及新加坡等主要国际股市之间的关系进行了实证研究,发现美国股市处于明显的中心主导地位;中国香港股市与国际股市之间的联动效应非常明显,表现出成熟股市的共有特点;中国内地股市尚属于新兴股市,与国际股市的接轨程度还远远不够,对于其他国际股市的影响微乎其微。胡秋灵和刘伟(2009)采用上证综合指数和美国标普500指数作为样本数据,考察了中美两个股票市场从2007年8月1日至2008年12月31日间的股指波动的联动性问题,发现美股收益率对我国股市有正向影响,中美股市之间具有一定的联动性。吕江林和赵征(2010)考察了道琼斯工