



钱宗鑫

中国人民大学财政金融学院教授、中国宏观经济论坛（CMF）主要成员

付鹏璐 中国人民大学财政金融学院博士研究生

宋科 中国人民大学财政金融学院副教授

本文节选自2023年第2期《中国工业经济》

本文字数：2155字

阅读时间：6分钟

摘要

为了更好地解释2020年以来中国股票市场与其他主要股票市场间的金融传染

问题，本文采用内生状态转移的马尔可夫区制转移向量自回归模型作为统一分析框架，讨论了中国股票市场和美国、英国、法国、德国、日本股票市场间的金融传染特征，并为研究中国股票市场金融传染渠道提供了典型事实和经验证据。模型估计结果表明，相较于美国、法国、日本，中国股票市场是金融传染的接受者。中国股票市场与美国、英国、法国、德国、日本股票市场间存在着随状态大幅改变的同时性市场联动关系。当经济从不确定性较低的状态转移到不确定性高的状态时，同时性的市场联动变得更加剧烈。本文结论与金融传染病理理论的预测相符，而且表明金融传染主要渠道会随经济状态的改变而改变。

引言

□2020年初及俄乌战争爆发之际，各国股票市场在短期内出现了较大幅度的价格波动。上海证券综合指数曾单日下跌 7.72%，而在2020年3月美国股票市场前所未有地出现了4次熔断。在此期间，大部分国家的股票市场收益率具有更大方差、峰度和更低偏度。美国等主要经济体的股票市场收益率与中国股票市场收益率的相关性显著提升。与2000—2019年相比，2020年以来中国股票市场收益率与美国、英国、法国、德国、日本股票市场收益率的相关性提升60%以上；中国与美国、英国、法国、德国股票市场收益率的平均相关性甚至高于美国次贷危机期间。

国际关系变动引起的经济活动规律变动、产业链变化，以及政策调整有着较强的复杂性，导致当前国际间金融市场联动有可能发生结构性变化。首先，公共卫生安全相关概率分布的改变使各国公共卫生政策以及货币政策等相关经济刺激计划发生变化。其次，俄乌战争以及相关贸易制裁直接改变了各国贸易联系和原有经济活动规律，可能导致各国股票市场的基本面相关性等因素发生改变，进而使得各国股票市场间市场联动规律出现结构性变化。因此，应重视经济状态变化对金融传染规律的影响。更为重要的是，党的二十大报告提出了强化金融稳定保障体系、守住不发生系统性风险底线的要求。充分了解国际间股票市场的金融传染，预防以股票市场为媒介的金融传染，对于统筹发展与安全、有效制定并实施金融监管政策具有重要意义。

鉴于此，本文参考Kim et al. (2008) 提出的内生转移的马尔可夫区制转移回归模型，将其应用到金融传染问题研究中。该方法将金融传染划分为同时性的市场联动和存在领先—滞后关系的市场联动，综合了既有研究中对金融

传染的定义和度量方法，更好地结合了金融传染病的相关理论，并避免了分样本研究可能产生的小样本偏误和预检验偏误，形成了更加统一的研究框架。在此基础上，本文分别讨论了中国股票市场和美国、英国、法国、德国、日本股票市场间的金融传染特征，为研究中国股票市场金融传染渠道提供了典型事实和经验证据。结果表明：①在样本期内，相较于美国、法国、日本，中国股票市场是金融传染的接受者。②中国股票市场与美国、英国、法国、德国、日本的股票市场均存在随状态大幅改变的同时性市场联动关系，且同时性股票市场联动在市场不确定高的状态下更强。③当市场状态发生改变时，中国股票市场与美国、法国、日本的股票市场间产生金融传染关系的主要渠道可能会有所转换，主要体现在金融传染表现形式的转变上。当经济从不确定性较低的状态转移到不确定性高的状态时，同时性市场联动增强，但是以领先一落后形式表现的市场联动变得不再显著。可以看到，本文为研究中国股票市场与其他主要经济体股票市场间金融传染的主要渠道提供了经验证据，所得结论与流动性转移理论、安全资产转移理论、基本面传染理论等金融传染理论的预测一致，而且不能拒绝警示理论。具体而言，为了讨论中国股票市场联动的主要渠道，本文进一步研究了模型中状态转移概率矩阵的影响因素。结果发现，作为全球经济状态代理变量的全球公共卫生压力、全球大宗商品指数超额收益率对金融传染的状态转移概率存在显著影响，与基本面传染理论的预测一致。同时，名义广义美元指数收益率上升，提高了向高市场不确定性、高同时性市场联动状态转移的概率，与安全资产转移、流动性转移理论的预测一致。在排除以上全球因素后，代表本国基本面信息的各国主权CDS息差、短期国债收益率、股票市场收益率同样对金融传染状态存在影响，与警示理论预测相符。

本文余下结构安排如下：第二部分综述相关文献；第三部分阐述计量模型、研究设计以及模型估计策略；第四部分介绍数据处理方法、样本选择与变量计算方法；第五部分展示主要实证结果，并对结果进行分析；第六部分展示稳健性检验的主要结果；第七部分为结论。