

# 国际金融中心的风险传递效应及其管理\*

王旭祥

**〔摘要〕**随着经济金融的发展,中国需要培育自己的国际金融中心。但是,一旦成为真正的国际金融中心也意味着可能要面临更大的风险,这一点往往容易被忽视。此次全球金融危机表明,国际金融中心面临金融风险 and 危机冲击时,可能受到更大的影响。基于此,本文运用计量经济模型对全球金融危机前后主要国际金融中心的风险传递情况进行实证检验,并提出我国在国际金融中心建设中,要在风险承担和风险控制之间达到更好的平衡点。

**关键词:** 国际金融中心 风险传递 风险管理

**JEL 分类号:** G14 G15 G18

## 一、引言

金融中心是一个国家或地区金融活动的集中地,是参与全球资源分配的控制中心和一国经济发展的制高点。中国作为一个发展中国家,要提高国内金融服务的效率并立足于激烈竞争的国际经济金融舞台上,必须具有较强影响力的国际金融中心。2009年5月,《国务院关于推进上海加快发展现代服务业和先进制造业 建设国际金融中心和国际航运中心的意见》正式明确,要把上海建设成国际金融中心和国际航运中心。这不仅为我国经济、金融发展确立了中长期战略目标,也体现了改革开放历史进程中形成的一个共识。

然而,作为金融市场和金融机构的集聚地,同时又是开放程度和资金自由流动程度较高的地区,金融中心势必会带来风险的集聚,且其面临的风险会比一般金融体系更为复杂、多样。且在出现金融危机的时候,金融中心遭受的打击也会更大。此外,不同的金融中心城市在面临危机时其恢复速度也有所不同。这主要是由于,雄厚的金融实力、完善的金融监管制度和健全的基础设施,保证了一些城市在危机时具有强大的应对和修复能力,因而其恢复速度也较快。例如,在这次全球金融危机中,由于美联储采取了迅速有力的救助措施,而英国在处理国内问题银行上反应比较迟缓,如其对北岩银行的处置前后长达4个月,因此,国际社会对纽约的信心恢复速度要快于伦敦。根据伦敦金融城(2008)发布的“全球金融中心指数”(The Global Financial Centers Index,简称GFCI)的相关研究,风险管理和监管环境的变化已成为危机后决定国际金融中心竞争力的重要因素,目前正在受到广泛关注。从这个意义上来说,金融中心既是风险的集聚地,也是风险的管理中心。

本文从探讨国际金融中心在风险传递和风险管理方面的双重属性出发,对国际金融中心的风险传递机制进一步分析和研究,对上海国际金融中心建设的环境进行了风险揭示,提出如何认识和管理好金融中心风险的政策建议。

\* 王旭祥,中国人民银行上海总部,经济学博士。

## 二、国际金融中心的风险传递和管理效应

传统意义上,对于国际金融中心的功能和作用的研究主要集中在其优化资源配置、金融信息集散与价格发现、促进经济发展、提升综合国力等方面(Kindleberger,1974;劳拉詹南,2001;饶余庆,1997;项俊波,2007),对于国际金融中心在风险管理、维护金融稳定等方面的功能则关注较少。然而,国际金融中心自身特点决定了它更容易受到各种风险传递的影响,并因此成为金融危机的高发区,因此其应该在风险管理上具备较强的能力。

金融全球化进程的加快,进一步增加了金融机构的内在脆弱性,加剧了金融市场的波动性,进而大大强化了国际金融风险的传递机制。与一般地区不同,国际金融中心的风险具有市场传播性强、影响范围广、潜在性和突发性强等特点。由于大量金融活动都是跨市场、跨国界的,一旦风险从某一市场爆发,就会传递到相关金融市场和其他国家(地区)。例如,美国的次贷危机虽然来自房地产业,但由于资产证券化,危机迅速蔓延到整个金融市场体系,并扩散到全球其他市场。从次贷危机初期全球股市暴跌到2008年初危机在全球蔓延,世界主要金融市场都出现了流动性紧张的压力。在这种情况下,风险一旦爆发而没有及时有效地得到处置,对市场的巨大冲击很容易形成金融危机。目前,伴随着全球金融市场一体化程度的不断提高,金融风险的传递性表现得越来越明显,已成为国际金融市场传递机制中非常重要的方面。由此,国际金融中心建设是一把双刃剑,有效地管理好各种风险是国际金融中心建设的组成部分,而其实质在于正确处理好金融发展与金融稳定的关系,应对风险传递效应和风险管理挑战。

### (一)风险传递效应

金融风险的传递有多种定义。狭义的金融风险传递是指接触性传递,是贸易和金融溢出效应的结果,即由于实体经济或金融体系的相互联系而使得局部或全球性的冲击在国际间得以传播。广义的金融风险传递泛指一国金融风险的跨国传播与扩散导致许多国家同时陷入金融危机,这包括由于密切的金融贸易关系而产生的贸易、金融溢出效应(Spillover Effect)<sup>①</sup>,也包括贸易金融关系并不密切的国家间的非接触性传导,这种非接触性传递可能源于共同的冲击产生的“季风效应”(Monsoonal Effect)<sup>②</sup>,也可能由于投资者预期变化引起自我实现的多重均衡,后者又被称为“净传染”(Masson,1999)或“真正的传染”(Kaminsky and Reinhart,2000),并被更多地用于解释现代金融危机传导的特征。本文认为,国际金融中心的风险传递指的是,从一个国际金融中心转移到另一个国际金融中心的金融市场扰动,表现在汇率、股票市场和利率的波动。对于国际金融中心而言,由于贸易和投资渠道的传递更多针对的是一个国家或者地区,其影响相对间接和有限。因此,这一概念更多地强调风险通过金融渠道的传递。

从根本上来说,金融中心的风险传递效应来源于金融业的自身脆弱性。金融中心对信息、资金等要素具有高度的敏感性和依赖性,这主要通过金融市场指数、资本流动和金融机构活动等多种方式表现出来。由于市场指数变化、资本流动和金融机构的活动并不总是有序和有效的。过度反应、信号失真等市场失灵情况时常发生,加之金融活动的信息敏感性和信息传输的乘数效应,市场

<sup>①</sup> Calvo and Reinhart(1995)把这里的传染称为“基于基本面的传染”。

<sup>②</sup> 参见 Masson(1999)。

指数、资本流动等异常变化很容易传导到其他市场上,从而引发国内外多个市场的联动,使得金融风险迅速得以传递。

## (二)风险管理效应

金融中心所拥有的金融市场为投资者提供了大量的金融工具,形成对风险识别、估价和分散转移的机制。投资者根据自身需要选择各种金融工具有助于分散风险,提高投资的安全性。同时,由于金融中心往往是金融交易的集中发生地,因此,投资者的资产往往具备良好的流动性。此外,完善的金融监管制度和经验丰富的监管机构、人员有助于维持良好的交易秩序,提高资产的安全性。

从更加宏观的角度看,国际金融中心还具有维护一国金融稳定和经济安全的重要功能。国际金融中心的形成将有力地促进所在国参与经济全球化过程,在当代国际金融格局中占有一席之地。特别是对“内需主导型”的大国经济,发展自己的国际金融中心,服务于自身经济体系,并通过国际金融中心连通全球市场,强化金融对经济、贸易的支持作用,对于维护国家经济安全具有重大现实意义。20世纪80年代以来,在相继爆发的拉美金融危机和亚洲金融危机中,金融体系发达的国家和地区受到的冲击相对较小。

从世界各国的实践来看亦是如此。一系列先天和后天条件,如地理位置优越、政治与社会稳定、法律制度健全、自由经济体系、货币可自由兑换、低税制和基础设施现代化等并不足以保证国际金融中心地位的形成。国际金融中心还须具备强大的风险管理能力。一些国家和地区(如香港)尽管拥有许多有利条件,但在发展成为国际金融中心的历程中仍不平坦,突出反映了它们在风险管理方面的经验不足。而只有政府或金融管理当局能以适当政策措施降低投资者所面对的各种风险,一个地区发展成为金融中心的过程才会比较顺利。

## 三、对国际金融中心风险传递的实证检验

对金融风险传递检验的方法多集中在资产价格的协同运动中,主要有资产价格相关性分析、波动性溢出分析、条件概率检验、协整分析和极端值分析等。Calvo and Reinhart(1996)、Baig and Goldfajn(1998)用资产价格的相关性方法检验了1994年墨西哥金融危机和1997年亚洲金融危机的传染现象,均发现危机阶段的相关系数显著大于平稳阶段。Park and Song(1998)应用波动性溢出方法检验了亚洲金融危机期间东亚8个国家外汇市场的波动溢出效应。Eichengreen等(1996)用Probit模型对货币危机发生的条件概率进行了估计,发现危机更容易在具有贸易联结的国家之间传播。Cashin等(1995)运用协整分析证明,新兴市场一体化程度在20世纪90年代后有了很大提高。Bae, Karolyi and Stulz(2001)运用极端值方法对20世纪90年代新兴市场进行了分析,得出的结论是,拉美国家的传递现象比亚洲严重,拉美金融市场的冲击容易传递到世界的其他地区但不大容易传递到亚洲,货币危机的传染是可以预测的。

国内的研究传统上以定性为主,且多数以宏观、制度性因素为出发点。近年来,随着我国金融开放程度的不断提高,防范化解金融风险问题显得越来越重要,国内相关实证研究也逐渐增多。其中,比较有代表性的是冯芸、吴冲锋(2002)和张志波(2006)。冯芸、吴冲锋(2002)将基于引导和互动性的检验方法应用于亚洲金融危机期间外汇市场和股票市场的传染现象分析,结果表明,传染现象在所考察的多数市场中均存在。张志波(2006)用VAR方法检验了金融危机的传递效应。但总体来说,关于金融危机传递的实证检验仍然不多,特别是对于国际金融中心之间的风险传递更是少见。

本文认为,金融风险的传递可以分为两个层面:一个是危机在不同市场或不同领域之间的传递与扩散过程,另一个是危机在不同地理空间上的传递与扩散过程。本文的分析侧重于后者,即金

融风险的跨区域传递机制。近年来,许多学者试图通过研究危机时期各国(地区)股市的联系是否变得更加紧密来了解风险传递过程(Bae, Karolyi and Stulz, 2001)。本文延续该思路,主要以股票市场作为分析对象。所采用的方法是,首先,对危机前后代表性国际金融中心的相关系数进行对比检验,如果国际金融危机期间的系数值显著增加,可以初步认为它们之间具有风险传递效应。其次,运用 MA(1)-GARCH(1,1)-M 模型检验国际金融中心股票市场的波动溢出效应,对国际金融中心的风险传递效应大小、方向等做深入分析。最后,对模型的检验结果进行总体分析和总结。

### 1. 数据选取

本文对 8 个代表性国际金融中心的股票市场指数收益率进行传递检验,包括纽约道琼斯指数、伦敦金融时报指数、东京日经指数、香港恒生指数、上海上证综指、巴黎 CAC40 指数、法兰克福 CAX30 股指数、新加坡海峡时报指数。样本数据为 2006 年 1 月 1 日至 2009 年 6 月 30 日的日收益率数据,所有数据来源于 Bloomberg。鉴于各市场的连续价格数据在时间上可能存在不匹配现象,例如我国股票市场在“五一”、“十一”、“春节”等节假日休市、而西方国家却正常开市,以及西方“圣诞节”等节日休市而我则开市的情况,本文对不匹配的数据进行了删除处理,最终得到连续的有效时间序列数据 747 天、5976 个。

### 2. 相关性分析

图 1-图 8 是几个国际金融中心股票市场的波动性情况。可以看到,在国际金融危机全面爆发和蔓延阶段(2008 年 9 月至年底,图中对应第 584~642 天),除上海、新加坡略有不同外,其他国际金融中心股指收益率的波动性都是先急剧上升,到达最高点后又开始下降。

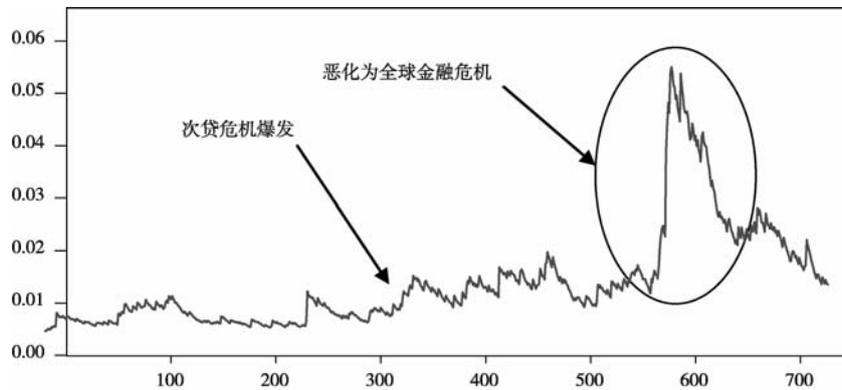


图 1 股票市场的波动:纽约纳斯达克指数

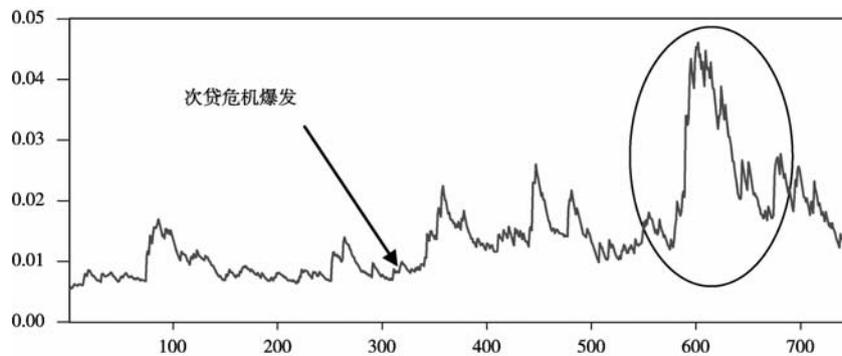


图 2 股票市场的波动:伦敦金融时报指数

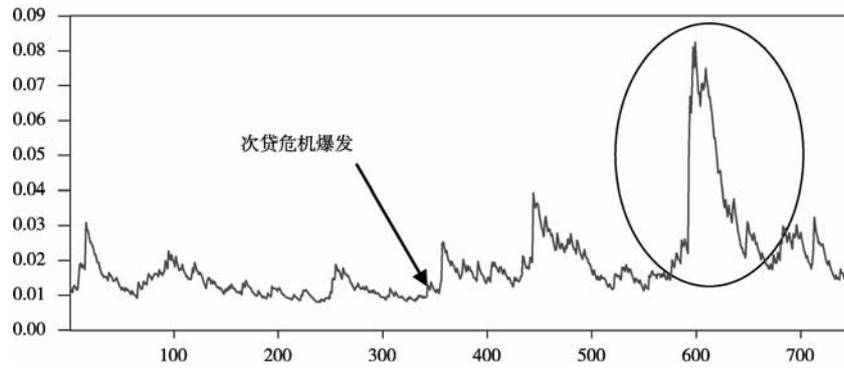


图3 股票市场的波动:东京日经指数

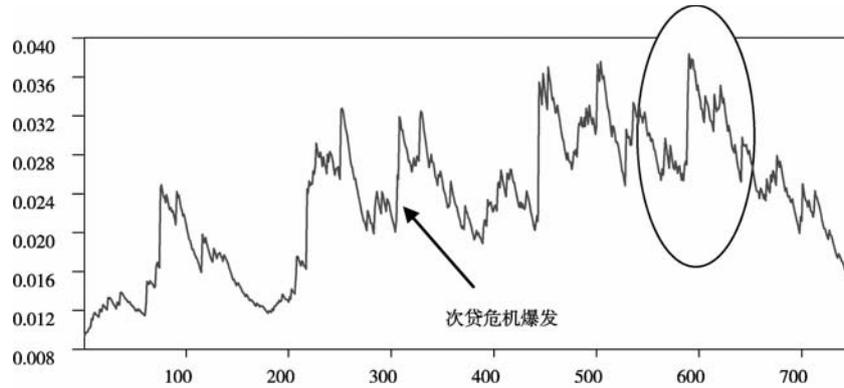


图4 股票市场的波动:上证指数

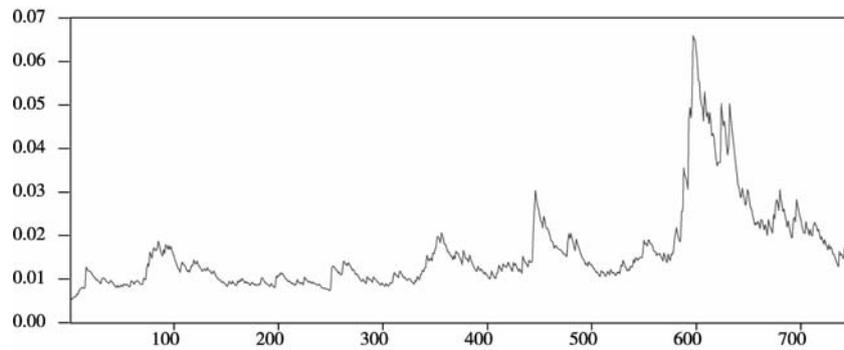


图5 股票市场的波动:巴黎CAC40指数

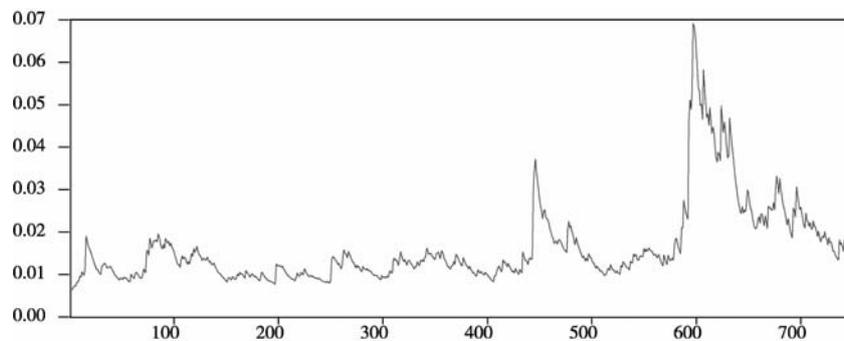


图6 股票市场的波动:法兰克福DAX30指数

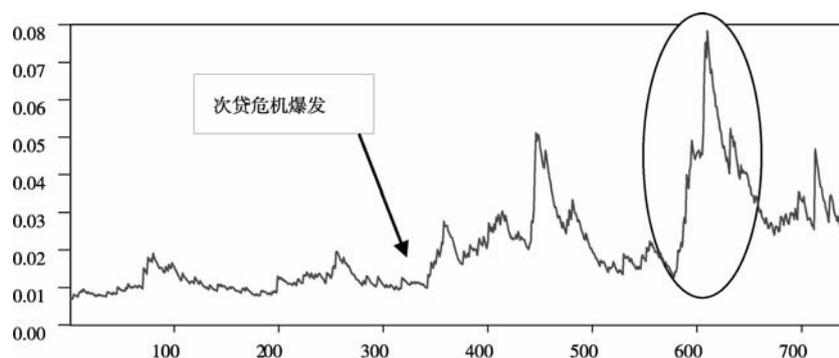


图 7 股票市场的波动:香港恒生指数

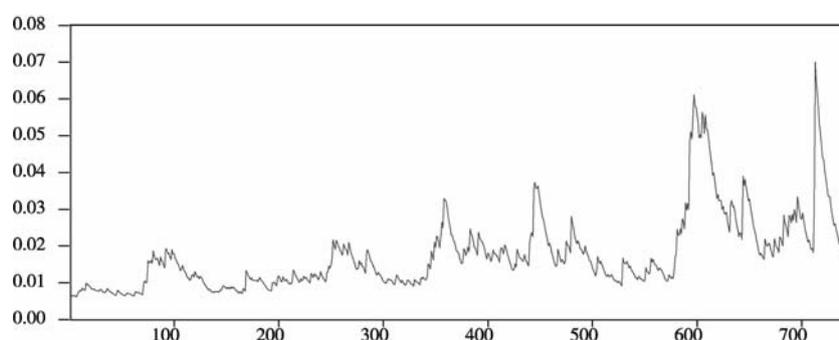


图 8 股票市场的波动:新加坡海峡时报指数

以 2008 年 9 月 15 日雷曼兄弟倒闭作为国际金融危机爆发的标志性事件,将样本划分为两个阶段:第一阶段为 2006 年 1 月 1 日至 2008 年 9 月 15 日,第二阶段为 2008 年 9 月 16 日至 2009 年 6 月 30 日,分别测算 8 个股票市场的相关系数,结果见表 1、表 2。可以看出,在国际金融危机全面爆发并蔓延至全球后,主要国际金融中心城市的相关系数显著增加了。以上海为例,除与香港市场的相关系数有所下降外,与其他六个市场的相关系数都明显增加。这表明,主要国际金融中心的股票市场很可能存在风险传递现象。

表 1 危机前主要国际金融中心城市的相关系数

	伦敦	纽约	东京	上海	巴黎	法兰克福	香港	新加坡
伦敦	1.0000							
纽约	-0.0795	1.0000						
东京	0.3883	0.1401	1.0000					
上海	<b>0.2278</b>	<b>0.0044</b>	<b>0.2664</b>	<b>1.0000</b>				
巴黎	0.0480	0.4931	0.3831	<b>0.0809</b>	1.0000			
法兰克福	0.0628	0.4708	0.3639	<b>0.1080</b>	0.9373	1.0000		
香港	0.3257	0.0331	0.3174	<b>0.2092</b>	0.2532	0.2612	1.0000	
新加坡	0.2939	0.2072	0.6719	<b>0.2829</b>	0.4134	0.4001	0.3337	1.0000

然而,相关系数的显著增加,并不能充分证明风险传递效应的存在。如果两个市场由于传统或历史原因高度相关时,某个市场发生急剧变化很自然地会引起另一个市场的反应。甚至相关系数的大幅度增加也不能证明一定存在风险传递效应,引起相关性增加的原因可能是一国或者地区的

表2 危机时期主要国际金融中心城市的相关系数

	伦敦	纽约	东京	上海	巴黎	法兰克福	香港	新加坡
伦敦	1.0000							
纽约	0.0350	1.0000						
东京	0.4766	0.3502	1.0000					
上海	<b>0.2895</b>	<b>0.1685</b>	<b>0.4228</b>	<b>1.0000</b>				
巴黎	0.2414	0.5635	0.5020	<b>0.1977</b>	1.0000			
法兰克福	0.1964	0.6458	0.5007	<b>0.2223</b>	0.9140	1.0000		
香港	0.5225	0.0218	0.2015	<b>0.1073</b>	0.2215	0.0834	1.0000	
新加坡	0.2909	0.3953	0.6152	<b>0.3954</b>	0.5405	0.5096	0.2764	1.0000

经济走势、商品价格以及风险偏好等变化。有鉴于此,Bhattacharya et al.(1998)、Valdes(1997)、Arias et al.(1998)、Baig and Godfajn(1998)认为,在进行相关系数估计时必须控制上述变量,以区分所谓的“净传染”效应。为进一步验证风险传递效应是否存在,本文运用测算金融市场之间波动性的方法。

### 3.波动性溢出效应分析

从市场 B 向市场 A 的短期溢出效应可表示为:

$$h_{A_t} = \beta + \sum_{i=1}^q \phi_i \varepsilon_{A_{t-i}}^2 + \sum_{j=1}^p \varphi_j h_{A_{t-j}} + \sum_{l=1}^r \xi_l \varepsilon_{B_{t-l}}^2 \quad (1)$$

其中, $\varepsilon_{B_{t-l}}^2$ 表示前 L 期在 B 市场上的收益率冲击或者扰动,是现实当中已经实现的绝对波动程度。如果这些扰动项的系数在估计上显著为正,则说明存在显著的溢出效应。可以看出,波动性溢出模型实质上采用的是一个 GARCH 模型的形式。这里运用 Harmo 等(1990)提出的 MA(1)-GARCH(1,1)-M 模型来分析国际金融中心城市股票市场波动性之间的短期相互依存性和互动性。

模型由两部分组成。第一部分是数据生成过程:

$$R_t = \alpha + \beta h_t + \gamma \varepsilon_{t-1} + \varepsilon_t \quad (2)$$

其中, $R_t$ 表示股指收益率,其数据生成过程服从 MA(1)过程。 $h_t$ 表示股指收益率的条件方差, $\varepsilon_t$ 表示残差序列。 $\gamma = (1 + \theta_1 L)$ , $L$ 表示滞后算子。

第二部分由条件异方差生成过程(方差方程)组成:

$$h_t = a + b h_{t-1} + c \varepsilon_{t-1}^2 + f X_t \quad (3)$$

其中, $X_t$ 表示以 GARCH(1,1)-M 模型估计的其他市场收益率残差平方。

表3-表8是对主要国际金融中心股票市场的波动性溢出效应检验结果,系数  $f$  反映了溢出效应的强弱。检验结果表明:(1)在对伦敦股票市场的波动性溢出效应中,来自纽约的影响最大,其次为东京、新加坡和香港,来自上海的影响最微弱, $f$  值仅为 0.0075。(2)在对纽约股票市场的波动性溢出效应中,来自伦敦的影响最大,其次为新加坡、香港和东京,来自上海的影响最为微弱, $f$  值仅为 0.0041。(3)在对东京股票市场的波动性溢出效应中,来自新加坡的影响最大,其次为伦敦、纽约、香港,来自上海的影响最小, $f$  值仅为 0.0097。(4)在对上海股票市场的波动性溢出效应中,来自新加坡和香港的影响最大,其次为东京、伦敦,而来自纽约的影响为负值。(5)在对香港股票市场的波动性溢出效应中,来自新加坡的影响最大,其次为纽约、东京、伦敦,来自上海的影响最小, $f$  值为 0.0136。(6)在对新加坡股票市场的波动性溢出效应中,来自东京的影响最大,其次为纽约、香港、伦敦,来自上海的影响依然微弱, $f$  值仅为 0.0290。

表 3 对伦敦股票市场的溢出效应

	从纽约到伦敦		从东京到伦敦		从上海到伦敦		从香港到伦敦		从新加坡到伦敦	
	系数值	Z 检验值								
$\alpha$	0.0007	1.8069	0.0008	1.6480	0.0003	0.7141	0.0003	0.7708	0.0003	0.6313
$\beta$	-2.5479	-0.9458	-1.6443	-0.6031	0.6341	0.2348	-0.8161	-0.2915	-0.0462	-0.0176
$\gamma$	-0.1056	-2.6821	-0.0891	-2.2658	-0.0856	-2.1675	-0.0967	-2.3666	-0.1116	-2.8086
$a$	0.0000	1.9629	0.0000	2.0577	0.0000	0.1959	0.0000	2.9401	0.0000	1.6628
$b$	0.7026	13.6724	0.6393	12.1654	0.8801	48.3176	0.6839	14.6553	0.7225	15.5869
$c$	0.0339	1.3969	0.1456	4.0878	0.1018	5.0903	0.0937	2.7479	0.1040	3.1950
$f$	0.2979	5.4307	0.1341	5.4760	0.0075	4.3740	0.1022	5.2736	0.1251	4.7013

表 4 对纽约股票市场的溢出效应

	从伦敦到纽约		从东京到纽约		从上海到纽约		从香港到纽约		从新加坡到纽约	
	系数值	Z 检验值								
$\alpha$	0.0006	1.5491	0.0007	1.7908	0.0008	2.0177	0.0007	1.7857	0.0007	1.8105
$\beta$	-2.0752	-0.8271	-1.5877	-0.6633	-2.2199	-0.9484	-1.8236	-0.7612	-1.4973	-0.6337
$\gamma$	-0.0941	-2.2061	-0.0913	-2.0589	-0.1040	-2.4400	-0.0933	-2.2067	-0.1016	-2.3872
$a$	0.0000	3.1604	0.0000	1.6303	0.0000	0.2988	0.0000	1.7115	0.0000	1.3579
$b$	0.8876	44.7068	0.8652	44.4017	0.9123	66.5595	0.8790	46.6364	0.8752	44.2349
$c$	0.0529	2.6267	0.1016	4.7733	0.0762	5.7825	0.0725	4.0437	0.0829	3.9731
$f$	0.0489	3.6396	0.0201	3.7385	0.0041	4.5975	0.0224	4.3901	0.0273	5.1041

表 5 对东京股票市场的溢出效应

	从伦敦到东京		从纽约到东京		从上海到东京		从香港到东京		从新加坡到东京	
	系数值	Z 检验值								
$\alpha$	0.0006	1.0285	0.0007	1.0235	0.0003	0.4306	0.0000	-0.0040	0.0002	0.3768
$\beta$	-1.5743	-0.7688	-1.4495	-0.6659	0.2205	0.1011	0.4834	0.2223	-0.4979	-0.2429
$\gamma$	-0.0833	-1.9292	-0.0790	-1.8049	-0.0511	-1.1567	-0.0691	-1.5291	-0.1188	-2.8811
$a$	0.0000	2.4897	0.0000	2.5579	0.0000	1.1652	0.0000	2.1376	0.0000	5.1261
$b$	0.7726	21.5048	0.7969	16.2703	0.8537	35.7330	0.8018	21.0284	0.3927	6.6561
$c$	0.0677	3.3368	0.0673	2.7729	0.1308	5.6421	0.1037	4.1547	0.0885	2.1120
$f$	0.2284	5.2414	0.1878	3.8815	0.0097	3.1510	0.0650	5.3770	0.4614	6.5463

表 6 对上海股票市场的溢出效应

	从伦敦到上海		从纽约到上海		从东京到上海		从香港到上海		从新加坡到上海	
	系数值	Z 检验值	系数值	Z 检验值	系数值	Z 检验值	系数值	Z 检验值	系数值	Z 检验值
$\alpha$	0.0042	3.0508	0.0043	3.1074	0.0042	3.0645	0.0040	2.9880	0.0039	2.9353
$\beta$	-4.0176	-1.4653	-4.1821	-1.5227	-4.0342	-1.4759	-3.7565	-1.3886	-3.5542	-1.3231
$\gamma$	-0.0379	-0.9625	-0.0398	-1.0187	-0.0369	-0.9324	-0.0366	-0.9272	-0.0363	-0.9018
$a$	0.0000	3.1261	0.0000	3.0753	0.0000	3.0797	0.0000	3.1609	0.0000	3.0456
$b$	0.9377	89.0425	0.9450	102.7893	0.9352	89.8893	0.9324	90.2919	0.9280	85.2394
$c$	0.0567	5.3333	0.0533	5.1948	0.0587	5.4206	0.0590	5.4726	0.0630	5.6417
$f$	0.0019	0.2740	-0.0054	-1.0468	0.0024	0.7527	0.0041	1.1676	0.0066	1.5013

表7 对香港股票市场的溢出效应

	从伦敦到香港		从纽约到香港		从东京到香港		从上海到香港		从新加坡到香港	
	系数值	Z 检验值								
$\alpha$	0.0014	2.3452	0.0014	2.2520	0.0012	1.8610	0.0012	1.9421	0.0010	1.8265
$\beta$	-0.9861	-0.5284	-0.7775	-0.4163	0.1263	0.0660	0.5956	0.3072	0.1138	0.0629
$\gamma$	-0.0454	-1.1040	-0.0250	-0.6075	-0.0153	-0.3470	-0.0344	-0.7873	-0.0322	-0.8083
$a$	0.0000	2.5043	0.0000	2.4877	0.0000	0.9370	0.0000	1.0136	0.0000	1.9141
$b$	0.7926	28.2834	0.7337	19.2905	0.7273	19.0750	0.8849	57.7620	0.5953	11.1974
$c$	0.0442	2.1972	0.0633	3.0677	0.1119	3.5488	0.0980	5.5183	0.0857	2.3087
$f$	0.3021	6.6235	0.4381	6.5741	0.2092	6.0658	0.0136	3.2136	0.4588	6.9667

表8 对新加坡股票市场的溢出效应

	从伦敦到新加坡		从纽约到新加坡		从东京到新加坡		从上海到新加坡		从香港到新加坡	
	系数值	Z 检验值								
$\alpha$	0.0012	2.0722	0.0012	2.0568	0.0011	1.9991	0.0010	1.7501	0.0010	1.8953
$\beta$	-2.4831	-0.9677	-1.7761	-0.6757	-2.5782	-1.0652	-0.5186	-0.1927	-1.9935	-0.8686
$\gamma$	-0.0525	-1.2343	-0.0293	-0.6748	-0.1085	-3.0576	-0.0091	-0.1964	-0.0465	-1.1226
$a$	0.0000	2.9424	0.0000	3.2587	0.0000	9.1080	0.0000	0.4311	0.0000	3.5420
$b$	0.7326	28.0310	0.6393	16.9102	0.1546	4.4105	0.7954	45.9732	0.5990	16.1305
$c$	0.0473	2.2123	0.1088	5.0305	0.0257	1.1413	0.4311	8.9990	-0.0079	-0.3297
$f$	0.2885	7.9564	0.3657	6.5260	0.6209	11.3329	0.0290	4.1821	0.2907	7.8466

以上结果表明,国际金融危机前后,在上述8个国际金融中心中,纽约和伦敦的波动性溢出效应最为明显,反映出二者依然是全球最重要的两大国际金融中心,其影响力也是全球性的。在亚洲的几个国际金融中心中,新加坡股票市场近年来发展较快,对其他市场的影响也迅速上升。东京、新加坡和香港受国际市场的影响较为明显,反映了它们的开放度较高,是国际性的金融中心。上海股票市场的波动性溢出效应最小,其中纽约对上海股票市场的波动性溢出效应为负值,一方面反映了国内经济相对于境外主要经济体走势的独立性,另一方面也反映了国内市场的开放性不高,导致境内与境外市场走势的隔离。但总体而言,亚洲几个金融中心城市主要受区域性因素影响,对国际市场的溢出效应较小,因而尚属于区域性的国际金融中心。

另外,在两个国际金融中心的股票市场之间存在着不对称的影响。例如,纽约对伦敦、东京、新加坡等国际金融中心股票市场的溢出效应要显著大于其他市场对纽约的溢出效应;与此类似的还有伦敦。反映了纽约和伦敦作为全球最主要国际金融中心的影响力依然巨大。与之形成对比的是东京,其溢出效应小于纽约、伦敦、上海等金融中心对其自身的溢出效应,而大于香港和新加坡对其自身的溢出效应,反映了东京作为全球性国际金融中心的影响力有所下降,正在降为一个区域性国际金融中心。香港和新加坡的情况与东京类似。它们主要接受其他国际金融中心的影响,相比之下,其对其他国际金融中心的影响较小(新加坡的影响较香港略大),反映了它们主要是接受辐射性的区域性国际金融中心。对于上海而言,其溢出效应要明显大于其他国际金融中心对其自身的溢出效应。这突出反映了上海受国际股票市场的波动影响较小,表明我国股票市场的开放度还不高。但是,其股票市场变化对国际股票市场的影响却正在加大。这一结论基本上符合近期我国股票市场运行的实际情况,说明了反映在股价变化中的中国经济影响力正在逐步上升,同时上海作为中国金融中心的辐射效应较为明显。

#### 四、结论和政策建议

本文实证分析了全球金融危机前后国际金融中心的风险变化情况。结果表明,主要国际金融中心的股票市场存在风险传递的事实,危机期间各市场之间的互动关系比危机前和危机后更为频繁、复杂。同时,各市场在收益率、波动性的传导和影响上存在着较大的不对称性。上海作为建设中的国际金融中心城市,既受到来自国际金融市场波动的影响,其自身波动也开始对国际金融市场产生影响,形成了一定程度的“溢出效应”。

上述结论的政策含义非常明显。在全球金融业联系日益紧密的今天,国际金融中心必将不可避免地面临越来越多的风险,这构成了中国建设国际金融中心面临的现实挑战。此次全球金融危机使我们更加清楚地认识到这一点。从金融中心的风险管理功能出发,由于投资者通常都会避免承担过高或不合理的风险,因此,国际金融中心建设顺利与否,在很大程度上取决于其能否有效地控制风险。倘若没有完善的风险管理机制,投资者不会将其资金贸然投入到金融中心体系内,金融中心的中介角色亦难以成立,也不会形成高效的金融市场和多元化的金融工具。可见,不断提高金融风险管理能力是发挥国际金融中心正常功能的必要保障。

与此同时,也要看到,金融业正是因风险而生,金融业的开放和市场化改革是大势所趋。有鉴于此,中国的国际金融中心建设需要在承担风险和风险控制方面达到更好的平衡点。既要坚定不移地继续推进国际金融中心建设,同时也要将风险管理能力建设放在更加突出的位置上,加快构建高效的金融风险防范与隔离机制,提高金融市场的稳定性、安全性和相对独立性,以此增强抵抗国际金融市场冲击的免疫力。具体而言,可以采取如下措施:适当鼓励公众在一定程度上承担风险的行为;采取有效措施加大对高级金融风险管理人才、监管人才的引进和培养力度;鼓励金融机构加强全面风险管理;加快金融市场基础制度建设;着手调整审慎监管模式,加强宏观审慎监管,同时注重加强国际金融监管协调等。

#### 参考文献

- 陈华、赵俊燕(2009):《美国金融危机传导过程、机制与路径研究》,《经济与管理研究》,第2期。
- 范恒森、李连三(2001):《金融传染的渠道与政策含义》,《国际金融研究》,第8期。
- 冯芸、吴冲锋(2002):《基于引导和互动性的传染检验》,《世界经济》,第2期。
- 劳拉詹南(2001):《金融地理学:金融家的视角(中译本)》,商务印书馆。
- 饶余庆(1997):《香港——国际金融中心》,台湾商务出版社。
- 王力、黄育华(2004):《国际金融中心研究》,中国财政经济出版社。
- 项俊波(2007):《推动上海国际金融中心建设》,金融时报。
- 张望(2008):《金融争霸——当代国际金融中心的竞争、风险和监管》,上海人民出版社。
- Bae, K., G. Karolyi and R. Stulz(2001): “A New Approach to Measuring Financial Contagion”, NBER Working Papers, No. 7913.
- Baig, T. and I. Goldfajn(1998): “Financial Market Contagion in the Asian Crisis”, IMF Working Paper, No. 98/155.
- Calvo, S. and C. Reinhart (1995): “Capital Inflows to Latin American: Is There Evidence of Contagion Effects”, Unpublished Manuscript, World Bank and IMF.
- Cashin, P. and C. McDermott (1995): “International Integration of Equity Markets and Contagion Effects”, IMF Working Paper, No. 95/110.
- Dornbusch, R., Y. Park and S. Claessens(2000): “Contagion: Understanding How It Spreads”, *The World Bank Research Observer*, 2, 177–192.
- Edwards, S. and R. Susmel (2001): “Volatility Dependence and Contagion in Emerging Equity Markets”, NBER Working Paper, No. 8506.
- Eichengreen, B., A. Rose, and C. Wyplosz(1996): “Contagious Currency Crises”, NBER Working Paper, No. 5681.
- Filietti, J., L. Hotta and M. Zavallos (2008): “Analysis of Contagion in Emerging Markets”, *Journal of Data Science*, 6, 601–626.
- Kindleberger, C.(1974): *The Formation of Financial Centers: A Study in Comparative Economic History*, Princeton NJ: Princeton University Press.
- Masson, P. (1999): “Contagion: Monsoonal Effects, Spillovers, and Jumps between Multiple Equilibria”, IMF Working Paper, No.164.
- Park, Y. and C. Song (1996): “Managing Foreign Capital Flows: The Experiences of Korea, Thailand, Malaysia and Indonesia”, The Jeroe Levy Economics Institute of Bard College, Working Paper, No. 163.

(责任编辑:周莉萍)