

东亚金融市场一体化研究

王芳¹·满立斌²·虞羨羨³

摘要

自 1997 年“10+3”模式的提出到现在,经过 20 年的共同努力,东亚已经成为世界三大经济中心之一,其金融市场一体化也有了较大的发展。然而,相对于发达国家金融市场而言,大部分东亚国家金融市场并不完善,其一体化是否会给其他国家带来影响以及会带来怎样的影响?尤其是当经济处于危机阶段,这种影响是否会更加明显?为此,本文基于 1991-2016 年世界金融市场的股指数据,来分析东亚金融市场股指波动对欧美重要资本市场波动的贡献程度,以此研究东亚金融市场一体化导致的风险外溢效应。实证研究发现,东亚金融市场一体化具有风险外溢效应,尤其在金融危机期间,东亚金融市场的整体波动会导致其他重要经济体的波动更为剧烈。

关键词: 东亚金融市场一体化; 风险外溢; 金融危机

1. 引言

本文不可否认,经济一体化已经成为当今世界经济发展不可阻挡的潮流,然而由于各国经济发展水平的差异和资本市场成熟度的不同,要实现全球经济一体化有较大的难度,因此区域经济合作成为首选。区域经济一体化有效地促进了各地区内部经济发展、金融合作和贸易共赢。

然而,与欧盟等成功的区域经济一体化组织相比,东亚的区域合作并不顺利。早在 1967 年东亚各国就开始尝试区域经济合作,并成立了东盟(ASEAN,成员国包括马来西亚、印度尼西亚、泰国、菲律宾、新加坡、文莱、越南、老挝、缅甸和柬埔寨),但是由于缺乏对核心目标统一的意见和措施以及加入 APEC 之后并没有实现各国的期望目标,东亚金融合作并不成功。1997 年亚洲金融危机的爆发给东亚多国带来了惨痛的教训,为了防范和化解金融危机的风险,东亚各国开始积极寻找合理的合作模式来推动东亚经济一体化。同时,早年东亚之

间的合作主要是出于政治和地区安全的考虑,后来逐渐发展到贸易领域,在 1997 年之后,东亚各国间的货币金融合作才拉开序幕。东盟国家意识到“外向型”经济合作的重要性和必要性,并创立“10+3”合作机制,东盟和中国、日本、韩国的货币金融合作才有了起步。2000 年,区域性货币互换网络协议《清迈协议》(CMI)的通过标志着东亚地区间的金融合作正式展开。自此,每年“10+3”都会开设首脑会议,各国领导人就区域间合作进行沟通交流,效果显著。

根据开放经济学理论,一方面,一个更开放的经济体可以消除各国金融市场之间资本流动的屏障,在市场作用下,将提高资本利用率和经济的运行效率;另一方面,根据“不可能三角”,资本自由流动,汇率稳定和货币政策独立性不可能同时存在,因此当区域金融市场一体化进程加速,不可避免地会带来一些风险,或是固定汇率的打破,或是政府丧失对货币政策的决定权,这些都给国际金融市场增添更多的不确定性。

那么，东亚金融市场合作的推进，对非东亚国家将产生哪些影响呢？以往的文献并没有对此问题进行深入研究。本文以此为出发点，选取中国、日本、韩国、中国香港、新加坡作为东亚的代表，通过研究这五个国家以及作为整体和欧美主要经济体资本市场的股指之间的相关性，来考察东亚金融市场一体化所带来的风险外溢情况。本文所关注的问题是：东亚金融市场一体化这个前提成立吗？这种一体化是否会给其他国家带来影响以及会带来怎样的影响？尤其是当经济处于危机阶段，这种影响是否会更加明显？

II. 文献综述

Kim 和 Lee (2008) 运用改进后的消费风险分担模型对东亚一体化进行分析，结合跨国金融资产、股票市场相关系数等指标，分别对东亚实体经济和金融一体化，东亚区域内经济一体化和全球经济一体化程度，以及东亚一体化程度在亚洲经济危机前后进行对比。结果发现，东亚的实体经济比金融更紧密，东亚的经济一体化程度远远落后于世界水平，亚洲经济危机推动了东亚加快金融一体化的步伐。吴凌芳和黄梅波 (2009) 从资本流动的角度分析了东亚金融一体化的程度，他们认为东亚金融一体化的程度并不高，但在亚洲金融危机之后有所加强，其中泰国、菲律宾、马来西亚、印度尼西亚和新加坡在东亚各成员国间的金融一体化程度最高。张茜、杨攻研和刘洪钟 (2012) 提到东亚金融市场的一体化在股票市场和债券市场存在很大的失衡，而且金融一体化面临着来自国内、区域和国际的巨大挑战。

那么，东亚区域金融一体化究竟会促使成员国之间联系更为紧密还是会加深成员国融入全球金融市场的一体化的程度并无定论。如果是成员国与全球金融市场联系更为紧密，那么东亚各国仍有很大的合作空间，可以更进一步地推进货币金融合作。然而目前学者就此问题

并没有统一的结论。Kim, Lee and Shin (2007) 在消费风险分担理论的基础上，首次加入了东亚这一整体对东亚的区域和全球金融一体化的两个层面，实证研究表明：东亚的区域风险分担均值低于欧洲国家，而其全球风险分担能力远高于欧洲国家。周丽莉和丁东洋 (2009) 分析了东亚国家对全球金融市场的一体化的程度，结果表明 EMEAP 国家对世界金融市场逐步开放。然而仍有研究表明结果截然相反。Lee 和 Shin (2006) 通过国外资产持有和消费风险分担的重力模型进行计量分析，发现东亚成员国间的一体化更明显。俞颖 (2011) 运用相关性分析和面板数据模型来研究东亚金融一体化与消费风险分担的联系，结果表明东亚金融一体化没有很好地推动国际消费风险分担。

从上述文献可见，学者们均证实了东亚金融一体化的程度在逐渐加深，金融危机是推动东亚金融一体化的重要因素。但目前，关于东亚金融市场一体化的程度对其他国家金融市场的影响的研究并不多，本文旨在选取相应指标，通过建立计量经济学模型来分析这一影响。

III. 理论分析

金融市场一体化是指国内外金融市场之间在金融活动和金融制度两个层面上相互影响，逐步走向统一。本文将金融市场一体化看作是相互分割的市场逐渐消除壁垒，开放更多的空间给其他国家的参与者，使得更多参与者可以无障碍地进入股票和债券市场。具体来说，金融市场一体化包含三个方面：第一，金融机构为交易者提供平台；第二，通过搭建的平台，极大地促进各国金融市场之间金融交易量的成长，各国都先后推出适合国外投资者交易的金融产品；第三，依据一价定律，相同或近似的金融工具在不同的金融市场上价格趋于一致。作为金融市场上最重要的组成部分之一，本文选择股票市场作为东亚金融市场的代表。东亚股票金融市场一体化程度越高，那么成员

国之间资金自由流动,将存在普遍的套利行为,则可以预期成员国之间股指的收益率会有越高的正向的相关性,即股指的趋同性。

风险外溢,又称为风险传染,是指某一金融市场的波动不仅受本市场历史波动程度的影响,还可能受到其他相关市场波动程度的影响。本文将风险外溢与相关性联系起来,所研究的是东亚作为一个整体对全球的风险传染,并将全球效应与区域内效应进行比较。若东亚金融市场与非东亚国家的正向相关性逐渐增强,则表示东亚金融市场对全球的影响也在加深,而不仅仅局限于东亚区域内。

IV. 实证分析

1. 数据选择和处理

在地理上,东亚仅包括中国、日本、韩国、朝鲜、蒙古这五个国家以及俄罗斯远东地区,但要研究东亚金融市场一体化应不仅仅局限于地理范畴。因此本文选取了中国、日本、韩国、中国香港、新加坡作为东亚的代表。非东亚国家选取了美国、英国、德国、法国这四个国际主要资本市场。本文选取上述国家的主要股票指数作为研究对象,分别为上证综合指数、日经 225 指数、韩国 KOSPI 指数、香港恒生指数、新加坡海峡时报指数、美国标准普尔 500 指数、英国富时 100 指数、德国 DAX30 股票指数、法国 CAC40 指数,所选取的时间为 1991-2016 年,均为日数据。数据来源分别如下:上证综合指数来自东方财富网,标普 500 和法国 CAC40 源自雅虎财经网站,其余均来自网易财经网站。值得注意的是,韩国在 1997 年 7 月之前周六也在交易。

本文所使用的是各个国家的周收益率,由于各个国家股指的基数不同,所以采用复利的方法,对数据进行处理,使其具有可比性,具体计算公式如下:

$$X_{it} = \ln(Y_{i(t+5)}) - \ln(Y_{it})$$

X 表示周收益率, i 表示不同国家, Y 表示股指的每日数值, t 均取周一。

2. 金融市场一体化的验证

为了研究东亚金融市场一体化与风险外溢的联动性,本文默认了从 2000 年之后东亚金融市场一体化程度有很大的提升这个前提,所以本文首先验证这一前提。胡再勇(2007)将衡量金融一体化的方法大致分为两类:数量衡量法和价格衡量法。吴凌芳(2010)基于股指趋同性来分析东亚股票市场的一体化和趋势。本文选取的是价格衡量法,并选取股指作为研究对象,运用中国、日本、韩国、中国香港、新加坡的股指周收益率,借助 Eviews 计量软件,分别得出自 1991-2016 年这五个成员国两两之间的股指周收益率之间的相关系数,然后取当年该国与其他国家的相关系数的均值作为该国家与东亚整个经济体的相关系数 C_{iT} , T 表示年份。

从表 1 我们可以看到自 2000 年之后,东亚各国与东亚整体之间的股票收益率逐年增加,在 2008 年次贷危机时达到顶峰,除中国以外均高达 0.7,之后一直都维持在 0.5 上下波动。可见,经济危机的爆发促使东亚各成员国之间的正向相关性达到顶点,其中中国作为世界第二大经济体,在 2000 年之前,相关系数多年来均为负值,这与中国在这段时间内资本市场开放程度并不大有关,由此也可以解释中国在 1997 年和 2008 年两次危机中截然不同的表现,前者,中国未受到直接冲击,经济仍在高速发展,GDP 增速高达 8.8%,后者,即使中国经济的表现仍然抢眼,但是不得不承认的是,其在各个领域都受到了影响。因此,我们可以得出结论:股票市场在区域内不断地融合,股票市场一体化程度不断加深。

表 1 东亚各主要经济体与东亚整体之间的相关系数

	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004
中国	-0.04	-0.03	-0.02	0.03	0.00	0.09	-0.06	-0.03	0.02	-0.06	0.02	0.02	-0.05	0.13
日本	0.23	0.18	0.01	0.16	0.20	0.06	-0.01	0.33	0.23	0.25	0.33	0.31	0.47	0.37
韩国	0.23	0.17	0.03	0.18	0.05	0.11	0.09	0.38	0.29	0.46	0.46	0.36	0.49	0.44
香港	0.19	0.15	0.17	0.31	0.25	0.21	0.28	0.41	0.44	0.36	0.46	0.36	0.48	0.49
新加坡	0.22	0.24	0.19	0.35	0.25	0.18	0.26	0.41	0.43	0.36	0.45	0.35	0.49	0.50

续表 东亚各主要经济体与东亚整体之间的相关系数

	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2011	2012	2013	2014	2015	2016
中国	0.15	0.29	0.29	0.31	0.37	0.54	0.44	0.36	0.44	0.36	0.24	0.16	0.37	0.29
日本	0.30	0.54	0.66	0.68	0.58	0.58	0.63	0.45	0.63	0.45	0.37	0.33	0.54	0.43
韩国	0.43	0.58	0.61	0.71	0.61	0.64	0.69	0.59	0.69	0.59	0.41	0.41	0.57	0.53
香港	0.34	0.55	0.64	0.73	0.67	0.65	0.72	0.59	0.72	0.59	0.55	0.43	0.58	0.60
新加坡	0.28	0.60	0.66	0.71	0.59	0.63	0.74	0.49	0.74	0.49	0.48	0.38	0.54	0.61

3. 东亚金融一体化程度的风险外溢分析

对于衡量东亚金融市场一体化所导致的风险外溢的全球效应，本文将同样运用中国、日本、韩国、中国香港、新加坡以及国际主要资本市场—美国、英国、德国和法国的股指周收益率，借助 Eviews 计量软件，分别得出自 1991-2016 年这九个股票市场之间的股指相关系数，取美国、英国、德国、法国与五个东亚

成员国之间的相关系数的加权平均值 C_{IT} 作为衡量风险外溢程度的指标，其中以每年证券市场的规模为权数，其数据来自世界银行网站。

从图 1 可以看出四个非东亚国家与东亚经济体的相关系数都有一致的趋势，首先都是正值，其次整体上都是上升的趋势。另外，将 2000 年作为分界点，在这之前，曲线的波动幅度大，趋势并不明显，而在此之后，曲线变得平缓，在 2001 年，2008 和 2010 这三个年份有三个明显的峰值，其中 2008 年相关系数均高于 0.62。其中在 2001 年前后，作为互联网兴起的产物“新经济”泡沫在积攒多年之后，终于在 2000 年 3 月 11 日破裂。泡沫最终破裂后，美国纳斯

达克股市指数连续狂跌至 1114.11 点，至今股市也远远未恢复到 2000 年危机爆发之前的水平。随之而来的是，欧洲和亚洲众多互联网公司倒闭，毫无疑问会导致与之相关的科技及互联网上市公司的股价暴跌。2008 年和 2010 年的高位则是由美国次贷危机所导致。美国政府为了让中低收入居民拥有自己的房子，资助房地美和房利美等从事房地产抵押贷款的机构。危机之前，美联储频繁地调整利率，时而加息时而减息，恰恰房贷对利率十分敏感，人们纷纷放弃还房贷，危机爆发，一系列“多股诺米牌效应”接连发生，继而通过金融衍生品这个媒介，使危机蔓延到美国金融市场乃至全球金融市场。可以说，政府对房贷市场的不当干预孕育了此次危机。当然，美国开放的金融制度和高度的资本自由流动，以及也是加速危机扩散的因素之一。

可见，东亚金融市场的风险外溢是存在的，并且是与金融市场的一体化程度是正向相关的，那么东亚金融市场风险的外溢程度又如何呢？与东亚区域之间的风险外溢相比又如何呢？

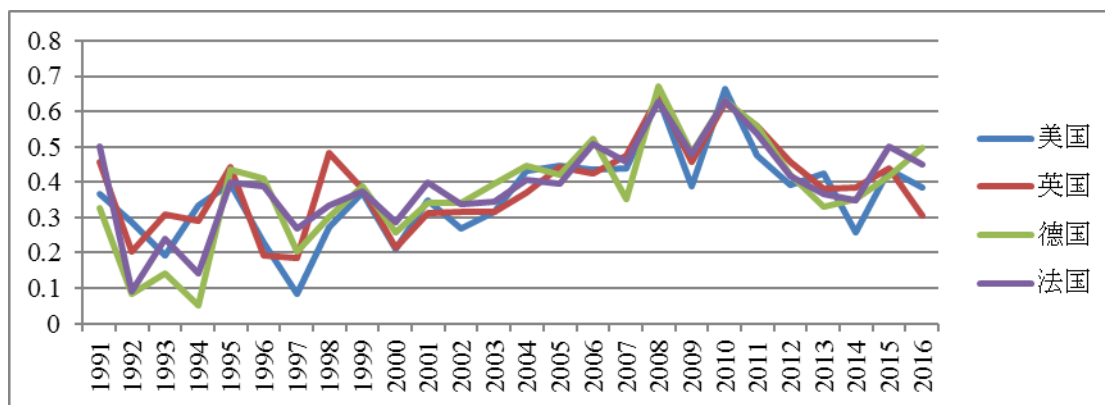


图 1 美欧重要经济体与东亚经济体的相关系数

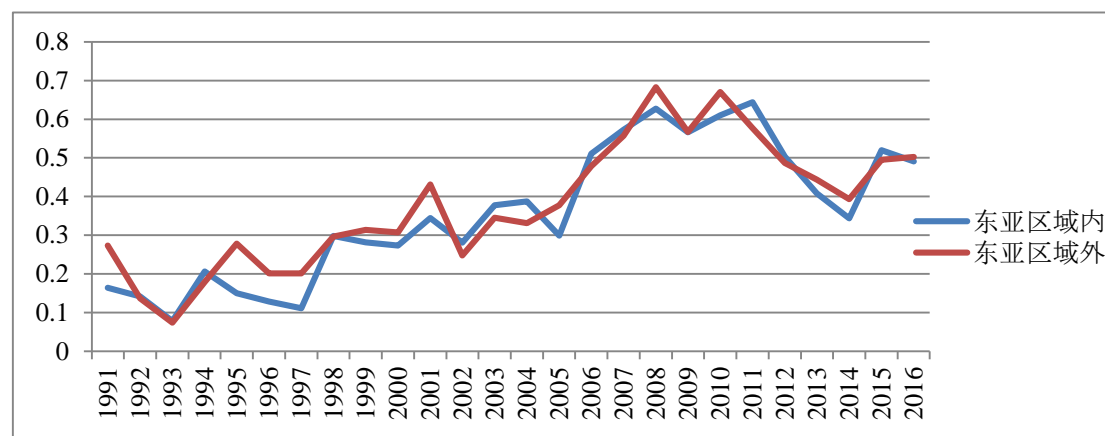


图 2 东亚区域内相关系数及东亚各国与区域外相关系数的比较

本文选取历年东亚各国之间相关系数均值和东亚各国与其他国家的股指相关系数均值作比较，结论如图 2。首先，东亚区域内金融市场一体化的发展趋势与东亚金融一体化的全球效应一致。其次，我们可以看到，整个样本期内，在 2000 年之前东亚的全球效应大于区域内影响，这与本文之前提出的“东亚金融市场一体化的分界点在 2000 年”也是相符的，在此之后，随着东亚一体化进程的加深，东亚的区域内部效有明显的提升，和全球效应接近。但总体上来看，东亚对国际的影响也是不容小觑的，整体还是呈上升的趋势，在危机阶段尤为突出。东亚金融市场的一体化加强不仅表现为东亚区域内部的一体化，还表现为东亚与欧美国家之间的一体化，但是区域内部的一体化发展速度

显然快于后者。

4. 验证东亚金融市场与风险外溢的正向关系

我们分别以美国、英国、德国、法国的股指周收益率作为被解释变量，以东亚各代表国的股指周收益率作为解释变量来建立多元回归模型。以此来回答两个问题：东亚金融市场一体化与其风险外溢存在正向相关吗？在经济处于危机阶段时，东亚金融市场一体化导致的风险外溢现象尤为明显吗？考虑到要验证危机的正向推动作用，因此将 1991-2016 年的周数据按年份顺序分别回归，由于选取的是时间序列，可能会存在序列非平稳的情况，所以先对各年周收益率做单位根检验，得到结果如表 2 所示。

从单位根检验结果来看，非东亚代表各国的每年的周收益率之间基本上不存在单位根，即对应的时间序列是平稳过程，不需要

进行差分，可以直接进行回归。因此直接使用普通最小二乘法估计即可。多元回归模型形式如下：

$$X_{IT} = \alpha + \beta_1 X_{CT} + \beta_2 X_{JT} + \beta_3 X_{KT} + \beta_4 X_{HT} + \beta_5 X_{ST} + u_T$$

表 2 非东亚国家周收益率的单位根检验结果

	美国	英国	德国	法国
1991	0.00	0.00	0.00	0.00
1992	0.00	0.00	0.00	0.00
1993	0.00	0.00	0.00	0.00
1994	0.00	0.00	0.00	0.00
1995	0.00	0.00	0.00	0.00
1996	0.00	0.00	0.00	0.0189
1997	0.00	0.00	0.00	0.00
1998	0.00	0.00	0.00	0.00
1999	0.00	0.00	0.00	0.00
2000	0.00	0.00	0.00	0.00
2001	0.00	0.00	0.0001	0.0004
2002	0.00	0.0001	0.00	0.00
2003	0.00	0.00	0.00	0.0146
2004	0.00	0.00	0.00	0.00
2005	0.00	0.00	0.00	0.00
2006	0.00	0.00	0.00	0.00
2007	0.00	0.00	0.00	0.00
2008	0.00	0.00	0.00	0.00
2009	0.0004	0.00	0.00	0.00
2010	0.00	0.00	0.00	0.00
2011	0.00	0.00	0.00	0.00
2012	0.00	0.00	0.00	0.00
2013	0.00	0.00	0.0001	0.00
2014	0.35	0.50	0.39	0.00
2015	0.00	0.00	0.00	0.00
2016	0.00	0.00	0.00	0.00

其中 X_I 表示美国、英国、德国、法国的股指周收益率， T (=1991,1992...2016) 表示时间， X_C 、 X_J 、 X_K 、 X_H 、 X_S 分别表示中国、日本、韩国、

中国香港、新加坡的股指周收益率。表 3,4,5,6 均是取拟合优度最高时的回归结果，置信水平均为 5%，*表示系数显著。

观察表 3-表 6，值得我们注意的是，正是因为取的是拟合优度最高时的结果，并不是所有的 β 值均显著，但这并不代表这个成员国与非东亚国家毫不相关，只是相关性小一些，同时所有不为 0 的系数值均为正。以中国为例，中国几乎在所有的回归结果中都是不显著的，但是在做回归结果的筛选时自 2008 年以来若单独以中国作为解释变量，在 5% 的显著性水平下都是成立的。那么为了在无法比较各东亚成员国股指收益率的回归系数情况下，同时为了剔除每年的样本数量不同对结果的影响，本文选择用调整过的可决系数 R^2 来比较各东亚

国家对欧美国家股市变化的解释程度。 R^2 越大，意味着东亚经济体对欧美国家股市变化的贡献度越大，可以非常直观地观察到东亚金融市场一体化对全球资本市场的影响。

从表 7 我们可以看到拟合优度呈现逐渐增加，到 2008 年达到顶峰，后又逐渐平稳于 0.5 左右，其中有两个共同的小高峰，一个是 2001 年，一个在 2008 年，和之前得出的结论一样，金融危机爆发时，东亚金融一体化对风险的溢出效果更具有显著意义。另外，比较 1997 年和 2008 年的两次金融危机前后的可决系数，明显看出亚洲的这次危机给欧美国家带来的影响较小，至少在股票市场上反映不大，而次贷危机不仅直接冲击了各国的股票市场，带来巨大的“灾难”，作用的时间也十分的持久，在危机发生后的四年里，拟合优度都高达 0.6。看来，

2008年不仅是东亚金融市场一体化的机遇，同时也放大了其所带来的挑战。不难看出，在本文所挑选的重要资本市场代表中，德国对东亚

金融市场一体化的程度最敏感，而作为世界第一大经济体的美国在很大程度上能由东亚解释的比例就低一些。

表3 美国的多元回归结果

年份	中国	日本	韩国	中国香港	新加坡
1991	-0.04	0.16	0.01	0.05	0.43*
1992	0.00	0.09	-0.06	0.03	0.30*
1993	-0.02	0.07	-0.07	0.11*	-0.09
1994	-0.03	0.30*	0.12	0.00	0.11
1995	-0.03	0.08*	0.03	0.14*	-0.10
1996	-0.02	0.16	-0.04	0.40*	0.11
1997	-0.09	0.00	0.03	0.17*	-0.06
1998	0.09	0.05	-0.06	0.12	0.20*
1999	-0.14	0.24	0.02	0.35*	-0.13
2000	-0.16	-0.10	0.20	0.34*	-0.08
2001	-0.04	0.09	-0.09	0.43*	0.09
2002	-0.25	0.08	-0.01	0.55*	0.38
2003	-0.12	0.29*	0.06	0.10	0.12
2004	0.02	0.22*	0.18*	0.10	-0.05
2005	0.07	0.24*	0.19*	-0.01	0.04
2006	-0.05	0.16*	0.01	0.10	0.35*
2007	-0.05	0.61*	0.01	0.10	0.16
2008	0.16*	0.63*	0.10	0.08	-0.10
2009	-0.13	-0.01	0.22	0.48*	-0.04
2010	0.05	0.27	0.48*	0.40*	0.43*
2011	0.08	0.44	0.24	0.03	0.07
2012	-0.18	0.05	0.35	0.27	0.16
2013	0.05	0.05	0.01	0.15	0.41*
2014	-0.21	0.29*	-0.18	0.23*	-0.03
2015	-0.04	0.17	0.32*	0.34*	0.07
2016	-0.06	-0.01	0.56*	0.17	0.30*

表4 英国的多元回归结果

年份	中国	日本	韩国	中国香港	新加坡
1991	-0.09	0.25*	0.12	0.26*	0.13
1992	0.00	0.16	-0.05	0.06	0.02
1993	-0.02	0.17*	-0.06	0.08	0.07
1994	0.01	0.24	-0.01	0.04	0.36*
1995	-0.01	0.13*	0.04	0.23*	0.04
1996	-0.02	0.10	0.05	0.27*	-0.08
1997	-0.03	0.05	0.11*	0.24*	-0.14
1998	0.04	0.32*	-0.03	0.16	0.19*
1999	-0.07	0.09	0.05	0.37*	0.13
2000	-0.12	-0.14	0.20	0.35*	-0.12
2001	-0.06	-0.06	-0.11	0.32*	0.33*
2002	-0.03	0.41*	-0.14	0.27	0.21
2003	-0.12	-0.04	0.27*	0.06	0.23
2004	0.05	0.27*	0.06	-0.07	0.04
2005	0.00	0.23*	0.16	-0.11	0.43*
2006	-0.04	0.22*	0.05	0.22	0.43*
2007	-0.04	0.45*	0.05	0.28*	0.09
2008	0.04	0.65*	-0.06	0.13	0.00
2009	-0.18	-0.14	0.29*	0.36*	-0.10
2010	0.10	0.40*	0.19	0.29*	0.40*
2011	-0.02	0.49*	0.16	-0.16	0.50*
2012	0.05	0.08	0.25*	0.29*	0.22
2013	-0.07	-0.03	0.12	0.21*	0.52*
2014	-0.08	0.38*	0.15	0.35*	-0.18
2015	-0.01	0.11	0.46*	0.32*	-0.04
2016	-0.16	-0.03	1.00*	0.18	0.18

V. 结论、建议以及未来要研究的问题

东亚金融一体化在亚洲金融危机之后出现了新的机遇，各国积极寻找符合东亚经济

发展水平的货币和金融合作。在金融市场合作方面，参与度最广的是亚洲债券基金（ABF），并且已经处于实施过程中，股票市场的合作大多是双边合作，多边合作仍然处于探索阶段。伴随着东亚区域内合作的加

深，东亚金融市场的发展也趋于一体化，本文选取中国、日本、韩国、中国香港、新加坡作为东亚国家代表，美国、英国、德国、法国作为国际重要资本市场代表，基于其1991-2016年的股指数据，试图从股票市场的角度研究东亚金融市场一体化的风险外溢的效应，得出如下结论：

1.东亚金融市场的一体化程度有很大幅度地提高，金融危机是促进金融市场一体化的

外部动力之一。在样本期间内，东亚区域内金融市场的相关系数在0.078-0.627之间，大致上一体化程度是随时间加强的。

2.东亚金融市场一体化的全球效应发展趋势基本与东亚内部的区域效应一致。在2000年之前，全球效应明显高于区域效应，之后，区域效应显著增加，与全球效应趋于一致。

表5 德国的多元回归结果

	中国	日本	韩国	中国香港	新加坡
1991	-0.03	0.29*	0.06	0.02	0.25
1992	0.02	0.01	-0.03	0.18*	0.16
1993	-0.02	0.09	0.02	-0.02	0.19
1994	0.02	-0.10	0.19	0.07	0.30*
1995	0.01	0.19*	-0.02	0.24*	0.08
1996	0.02	0.22*	0.04	0.36*	0.02
1997	0.00	0.14	0.19*	0.20*	-0.40
1998	-0.04	0.22	-0.11	0.29*	0.14
1999	-0.05	0.21	0.03	0.47*	-0.06
2000	-0.06	0.03	0.23*	0.15	0.13
2001	0.01	-0.11	-0.05	0.42*	0.61*
2002	-0.12	0.52*	-0.12	0.12	0.67*
2003	-0.01	0.04	0.52*	0.10	0.02
2004	-0.02	0.50*	0.15	-0.14	0.39
2005	0.05	0.19	0.24*	-0.11	0.46*
2006	-0.14	0.45*	0.02	0.01	0.49*
2007	-0.14	0.36	0.02	0.01	0.61*
2008	0.06	0.71*	0.08	0.10	-0.16
2009	-0.20	0.03	0.55*	0.37*	-0.09
2010	0.08	0.34*	0.49*	0.29*	0.30
2011	-0.09	0.78*	0.27*	-0.07	0.24
2012	-0.06	0.19	0.04	0.44*	0.60*
2013	-0.19	0.01	0.34*	0.31	0.70*
2014	-0.05	0.42*	0.04	0.44*	0.38
2015	0.01	0.89*	0.09	0.17	0.11
2016	0.12	0.42*	0.66*	0.27	-0.10

表6 法国的多元回归结果

	中国	日本	韩国	中国香港	新加坡
1991	-0.02	0.42*	0.14	0.33*	0.29
1992	0.01	0.08	-0.13	0.13	0.17
1993	0.05	0.24*	-0.14	0.18	-0.27
1994	0.01	0.19	0.00	0.07	-0.09
1995	0.04	0.23*	0.05	0.25	0.29*
1996	-0.05	0.30*	0.02	0.40*	0.04
1997	-0.17	0.24	0.17*	0.19*	-0.14
1998	0.08	0.17	-0.10	0.29*	0.11
1999	-0.04	0.20	0.04	0.42*	-0.02
2000	-0.20	-0.10	0.19*	0.28*	0.12
2001	-0.05	0.00	0.04	0.38*	0.52*
2002	-0.17	0.61*	-0.14	0.15	0.43
2003	-0.04	0.06	0.12	0.55*	0.14
2004	0.00	0.40*	0.14	-0.17	0.15
2005	-0.04	0.11	0.23*	-0.14	0.42*
2006	-0.09	0.41*	0.02	0.10	0.42*
2007	-0.09	0.76*	0.02	0.10	0.13
2008	0.01	0.67*	-0.02	0.14	-0.14
2009	-0.21	0.12	0.50*	0.36*	-0.12
2010	0.14	0.41	0.77*	0.63*	0.25
2011	-0.14	0.66*	0.28*	0.13	0.16
2012	-0.10	0.34*	0.13	0.48*	0.27
2013	-0.24	-0.05	0.21	0.40*	0.53*
2014	-0.14	0.46*	0.17	0.40*	0.21
2015	0.07	0.61*	0.28	0.32*	0.01
2016	-0.04	0.41*	0.72*	0.27	0.04

3.金融危机会放大东亚金融市场一体化带来的风险外溢。2008年，东亚对欧美国家金融市场变化的贡献度不低于0.7，最高可达0.84，但在一体化程度不高的情况下，危机的放大效果大打折扣，亚洲金融危机期间最高也只有0.34。

这些结论不仅对我们判断和了解东亚金融市场一体化所带来的收益和挑战，而且有助于进一步更合理地推动东亚的金融市场开放。就当前金融市场而言，各国政府和监管机构应该着力于从如下方面推动东亚一体化：

1. 设立参与度更高的东亚各国领导人沟通组织

1967年东盟（ASEAN）成立，成员国只有马来西亚、印度尼西亚等十国，主要限于东南亚国家的政治、经济合作；“10+1”合作机制是东盟分别加入中国、日本、韩国，是东盟为了应对危机，防御风险所寻求的合作方式；“10+3”合作机制在东盟的基础上加入了中国、日本和韩国三个国家，仍然有很多国家，例如蒙古、朝鲜，没有积极地参与到东亚整体合作中，而更多国家参与无疑会加速东亚的一体化进程，所以设立一个参与度更大的平台是很有必要的。

2. 金融市场的一体化是把双刃剑，需要注意防范风险

金融市场一体化无疑意味着资本流动更加开放和自由，一方面可以使资金得到最大效率的利用，从而大大地降低资金使用成本；另一方面，债券市场上的双边本币清算和亚洲债券基金，以及允许别国公司在本国股票市场上市都会给东亚带来许多收益。然而2008年的次贷危机提醒东亚国家仍需谨慎，基于上述研究得出的结论，一旦一国出现问题，不仅传染范围会扩大，其速度之快也可能致使政府和市场无法及时做出补救措施。因而，在促成东亚金融合作的同时也对其金融监管提出了更高的要求。

要逐步建成欧盟、北美自由贸易区一般全方位合作的区域经济体，东亚仍有很长的路要走。

要研究一个区域金融一体化的总体水平，除考虑股票市场收益率外，还应该考虑区域内跨境证券投资占区域各经济体境外证券投资总额的比重以及区域内各国和地区债券收益率的相关等。但由于本文侧重于从风险外溢的角度来考察东亚区域金融市场一体化的程度，故没有对交易量和债券收益率做量化的分析。在未来的研究中将继续从更多的角度考察分析东亚金融一体化的程度和发展趋势，从而提出更多有实践意义的政策建议。

表7 非东亚国家回归结果的拟合优度对比

	美国	英国	德国	法国
1991	0.20	0.31	0.09	0.33
1992	0.21	0.06	0.09	0.11
1993	0.09	0.10	0.06	0.07
1994	0.11	0.16	0.09	0.04
1995	0.31	0.41	0.32	0.21
1996	0.13	0.12	0.38	0.31
1997	0.10	0.35	0.25	0.19
1998	0.16	0.34	0.14	0.20
1999	0.20	0.32	0.30	0.26
2000	0.21	0.31	0.19	0.44
2001	0.39	0.53	0.59	0.58
2002	0.16	0.14	0.25	0.19
2003	0.19	0.24	0.39	0.21
2004	0.30	0.19	0.26	0.25
2005	0.31	0.42	0.37	0.41
2006	0.41	0.42	0.59	0.56
2007	0.50	0.57	0.44	0.60
2008	0.70	0.78	0.84	0.78
2009	0.41	0.60	0.62	0.62
2010	0.71	0.59	0.62	0.57
2011	0.35	0.55	0.59	0.55
2012	0.41	0.40	0.40	0.35

2013	0.40	0.49	0.38	0.52
2014	0.35	0.50	0.39	0.45
2015	0.44	0.44	0.34	0.43
2016	0.41	0.35	0.59	0.58

脚注*

- ¹ 愛知大学孔子学院・南开大学金融学院副教授
² 南开大学金融学院・中国特色社会主义经济建设协同创新中心硕士研究生
³ 南开大学金融学院本科生

*参考文献

- [1] Kim S, Lee J.W. and Shin K. Regional and Global Financial Integration in East Asia. MPRA Paper, 2007(695): 1-23.
[2] Kim S. and J.W. Lee. Real and Financial Integration in East Asia. ADB Working Paper, 2008(17): 1-25.
[3] Lee, J.W. and K. Shin. Does regionalism lead to more global trade integration in East Asia?. The North American Journal of Economics and Finance, Vol. 17(3): 283-301. December, 2006.
[4] Park C.Y. and J.W. Lee. Financial Integration in Emerging Asia: Challenges and Prospects. ADB Working Paper, 2011(79): 27-42.
[5] 胡再勇:《东亚金融一体化程度研究》,《亚太经济》,2007(5): 39-43.
[6] 黄梅波:《最优货币区理论与东亚货币合作的可能性分析》,《世界经济》,2001(10): 41-46.
[7] 王皓, 李晓:《从中日韩股票市场联动性看东北亚地区金融一体化》,《东北亚论坛》, 2016(04): 72-85.
[8] 王伟, 杨娇辉, 孙大超:《东亚区域金融一体化动因与阻力分析》,《世界经济》,2013(8): 54-83.

- [9] 吴凌芳, 黄梅波:《东亚金融一体化: 基于资本流动的实证分析》,《特区经济》, 2009(9): 18-20.
[10] 吴凌芳:《东亚股票市场的一体化及其趋势—基于股指趋同性的分析》,《特区经济》, 2010(7): 114-116.
[11] 游家兴:《经济一体化进程会放大金融危机传染效应吗?—以中国为样本》,《国际金融研究》, 2010(1): 89-96.
[12] 于震, 李晓, 丁一兵:《东亚经济周期同步性与区域经济一体化》,《数量经济技术经济研究》, 2014(8): 21-38.
[13] 俞颖:《东亚金融一体化与消费风险分担的实证研究》,《亚太经济》, 2011(1): 47-51.
[14] 张茜, 杨攻研, 刘洪钟:《东亚金融一体化现状及挑战—基于细分市场的研究》,《亚太经济》, 2012(5): 37-42.
[15] 周丽莉, 丁东洋:《东亚国家与全球市场金融一体化研究》,《南方金融》, 2009(5): 15-19.

要旨

1997年、ASEAN+3構想が提唱されて以来、20年の間、東アジアはすでに世界経済における三大中心地の一つとなっており、金融市場の一体化も大きな発展を遂げる。一方、先進国の金融市場と比較すると、東アジア諸国の大多数は、金融市場の不完全性、リスク対応の脆弱性などの弱点を有している。こうしたことを踏まえ、本稿では、東アジア金融市場の一体化による他国への影響、とくに経済危機にあたり、大きな影響があるのか否かについて考えてみたい。

如上の見地から、本稿は1991-2016年における世界金融市場の株価指数にもとづき、東アジア金融市場における株価指数の変動が、欧米資本市場の変動に与える影響を分析し、

その上で、東アジア金融市場の一体化がもたらすリスクの波及効果を提示せんとするものである。

本稿の検証によって、東アジア金融市場の一体化は、リスクの波及効果、とくに金融危機にあたり、欧米など経済大国の金融市場への波及効果が大きいことが判明した。