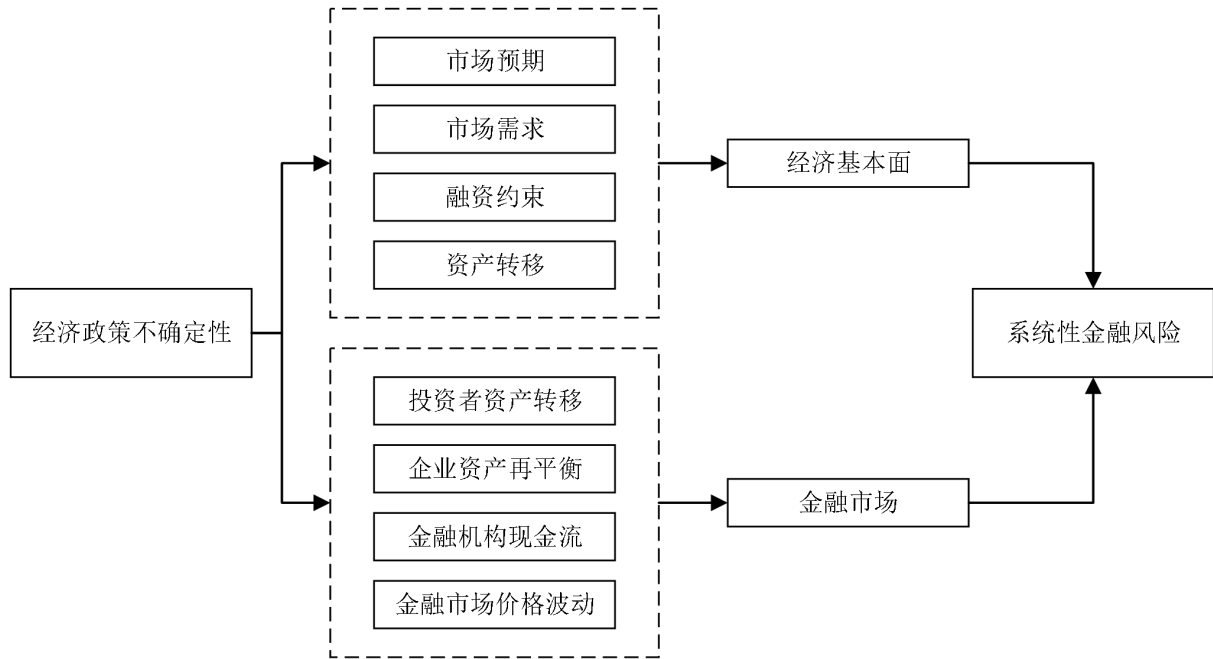


附录 1：EPU 冲击下系统性金融风险跨市场传染的理论机制

经济政策不确定性冲击下系统性金融风险在经济基本面和金融市场两个层面的跨市场传染机制如附图 1 所示。



附图 1 EPU 冲击下系统性金融风险跨市场传染的理论机制

附录 2：TVP-VAR 模型构建

本文采用能够有效捕捉各变量间渐进性和结构性变化特征的 TVP-VAR 模型^①来检验系统性金融风险的跨市场传染机制，其构建过程如下：

$$y_t = A_1 y_{t-1} + \cdots + A_k y_{t-k} + \varepsilon_t$$

其中， y_t 为观测变量， $A_1, \dots, A_k$ 表示系数矩阵， ε_t 为扰动项并且各分量服从独立同分布，令

$\beta_t = \text{vec}(A'_1, \dots, A'_k)$ ， $X_t = I \otimes (y'_{t-1}, \dots, y'_{t-k})$ ，并假设 β_t 服从 AR(1) 的随机游走形式，式 (13) 可改写为：

$$y_t = \beta_t X_t + \varepsilon_t$$

$$\beta_t = \beta_{t-1} + \eta_t$$

其中， $\eta_t \sim N(0, \Omega_t)$ 。

附录 3：数据及变量说明

本文借鉴 Illing 和 Liu(2006)、何青等(2018)、陶玲和朱迎(2016)等的变量选择，在考虑各个国家实际情况的基础上，选择附表 1 所示的 48 个基础变量，构建了度量各国经济金融状况的系统性金融风险指标。

^① 参考盛天翔等 (2017) 的参数初始值设置方法，本文采用马尔科夫链—蒙特卡洛 (Markov Chain Monte Carlo, MCMC) 方法连续抽样 10000 次进行参数估计。

附表 1 基于 8 个维度共 48 个基础指标的经济金融变量池

维度	变量名称
金融机构	贷款总额、存款总额、存贷比、贷款同比增速、信贷与 GDP 之比、银行间同业拆借利率（3 个月）、银行贷款利率、贷款风险溢价（1 年期贷款利率与 1 年期国债到期收益率之差）、银行贷款利率上升变量（当前贷款利率除以一年滚动时间窗口最小值）、TED 利差（3 个月银行间同业拆借利率-3 个月国债收益率）
股票市场	股票总市值、股票市值同比增速、股票市场指数、股票收益率、股票市场波动率（对股票收益率采用 GARCH 模型测算）、股票指数相对值（股票 3 个月滚动窗口内股票指数的最大跌幅）、股票市场负的收益（月度同比下跌率）
外汇市场	实际有效汇率指数、实际有效汇率指数增长率、实际有效汇率指数波动率（采用 GARCH 模型测算）、货币贬值量（当前实际有效汇率值/一年滚动时间窗口最小值）、EMPI 指数
债券市场	十年期国债收益率、一年期国债收益率、国债期限利差
经济基本面	实际 GDP 同比、工业生产指数同比、生产者价格指数同比、居民消费价格指数同比、M2 同比增速/GDP 同比增速、M2 同比增速、M1/M2、经常账户结余占名义 GDP 百分比
房地产市场	房价同比增长率、房价指数波动率
对外往来	出口总额同比、进口总额同比、进出口总额同比增速、进出口总额占 GDP 比重、外商直接投资同比、外商直接投资占名义 GDP 比重
政府部门	外汇储备增长率、外汇储备减少变量（当前外汇储备除以一年滚动时间窗口最大值的相反数）、外汇储备占名义 GDP 百分比、财政结余占 GDP 比重、财政赤字累计值同比、政府债务占 GDP 比重、外债偿付能力（外债总额/外汇储备）、主权债务利差（债券收益率减去 11 年期的美国国库券收益率）

为对传染机制进行研究，本文以全球和中国作为主要分析对象，参考相关文献，选择附表 2 所示的金融市场和经济基本面两个角度的中介变量。

附表 2 主要变量及计算方法

变量类别	变量名称	代理变量
全球金融市场	全球股票市场风险 <i>gstk</i> 全球债券市场风险 <i>gbd</i> 全球原油市场风险 <i>goil</i> 全球投资者情绪 <i>gvix</i>	标准普尔全球 100 指数收益率的波动率 摩根大通 EMBI 指数增长率波动率 WTI 原油现货价增长率的波动率 VIX 恐慌指数波动率
全球经济基本面	全球宏观经济形势 <i>gpmi</i> 全球商品市场风险 <i>ggoods</i> 全球房地产市场风险 <i>gestate</i> 全球外贸市场风险 <i>gtrade</i>	摩根大通全球综合 PMI Sentix 全球商品晴雨表指数波动率 Sentix 全球房地产情绪指数波动率 进口价格波动率
中国金融市场	中国股票市场风险 <i>cnstk</i> 中国债券市场风险 <i>cnbd</i> 中国原油市场风险 <i>cnoil</i>	上证指数收益率波动率 中债新综合全价指数波动率 大庆原油现货价格波动率
中国经济基本面	中国工业经济形势 <i>cnrealeco</i> 中国国际资本流动风险 <i>cncptfl</i> 中国房地产市场风险 <i>cnestate</i>	六大发电集团日均耗煤量 直接投资外的非储备性质金融账户总差额 中国房价指数波动率
经济政策不确定性	全球经济政策不确定性 <i>gepu</i> 中国经济政策不确定性 <i>cnepu</i>	全球 EPU 指数（Baker 等，2016） 中国 EPU 指数（Baker 等，2016）
系统性金融风险	全球系统性金融风险总水平 <i>gsir</i>	见式（5）

中国系统性金融风险总水平 *cnsri*
中国系统性金融风险溢入水平 *cnsplin*

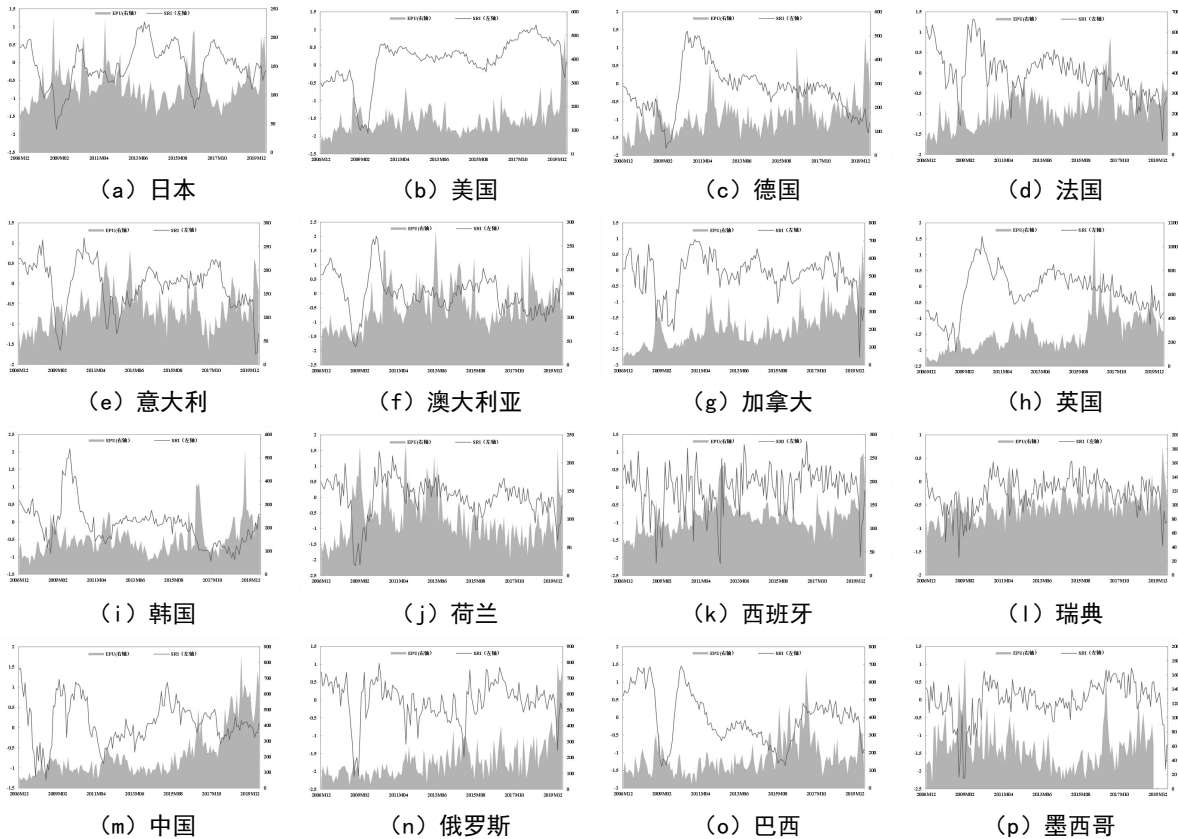
见式 (5)

见式 (10)

附录 4：经济政策不确定性冲击下全球系统性金融风险的演变

1.各经济体系统性金融风险整体走势。

附图 2 显示了各经济体 SRI 和 EPU 的动态演变关系。



附图 2 各经济体 EPU 和 SRI 指数走势图

2.各经济体风险净溢出状况。

附表 3~4 展示了不同经济政策不确定性水平下各经济体、发达国家和发展中国家平均风险净溢出水平。

附表 3 不同经济政策不确定性水平下各经济体平均风险净溢出水平 (%)

国家类型	国家/地区	全时段	中低 EPU 阶段 (1)	高 EPU 阶段 (2)	(2) - (1)
发达国家	日本	-29.83	38.83	-3.01	-41.84
	美国	-6.61	63.35	3.19	-60.16
	德国	-37.43	-30.95	-8.20	22.74
	法国	37.84	-20.46	57.03	77.49
	意大利	-31.80	-21.96	-2.07	19.89
	澳大利亚	-18.01	-19.45	6.44	25.89
	加拿大	12.11	-16.34	58.80	75.14
	英国	4.56	-30.90	-7.94	22.96
	韩国	-39.33	18.86	-54.65	-73.51

	荷兰	75.00	45.09	41.61	-3.48
	西班牙	28.82	-2.35	-11.18	-8.84
	瑞典	5.98	4.37	25.40	21.02
发展中国家	中国	-22.75	-33.88	-35.81	-1.93
	巴西	-35.88	-30.56	-41.63	-11.07
	墨西哥	3.87	51.06	-8.94	-60.00
	俄罗斯	53.46	-14.72	-19.03	-4.31

附表 4 不同经济政策不确定性水平下不同类型经济体的平均风险净溢出水平 (%)

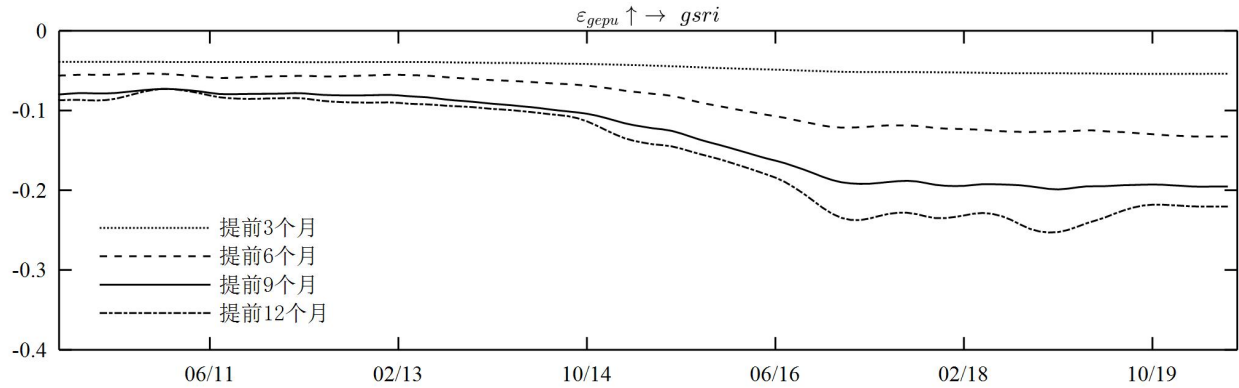
	全时段	中低 EPU 阶段 (1)	高 EPU 阶段 (2)	(2) - (1)
发达国家	0.11	2.34	8.78	6.44
发展中国家	-0.33	-7.03	-26.35	-19.33

附录 5：经济政策不确定性冲击下系统性金融风险的跨市场传染机制分析

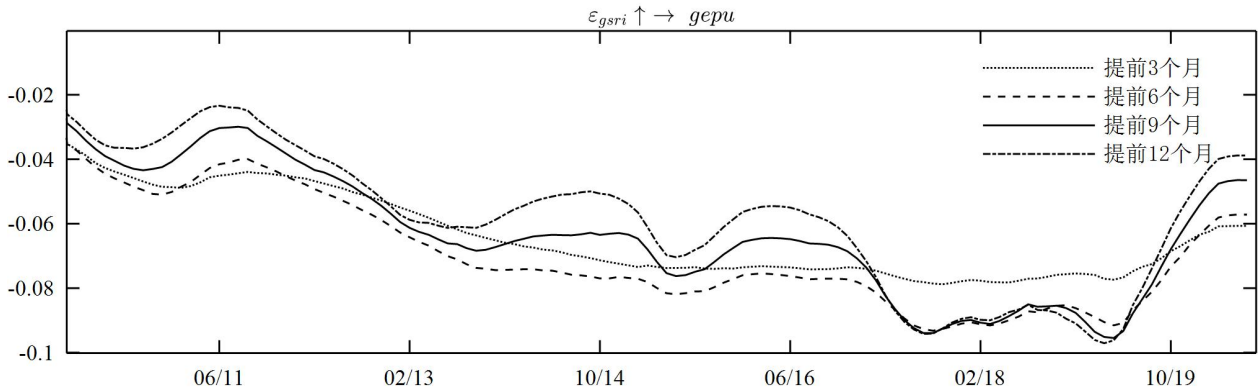
(一) 经济政策不确定性冲击下全球系统性金融风险的传染效应

1.经济政策不确定性冲击下的全球系统性金融风险。

附图 3 显示了全球 EPU(*gepu*) 提前 3、6、9、12 个月的 1 个单位标准正向冲击对全球 SRI(*gsri*) 的动态影响。附图 4 则展示了 SRI 对 EPU 的冲击。



附图 3 全球 EPU 对全球 SRI 的冲击



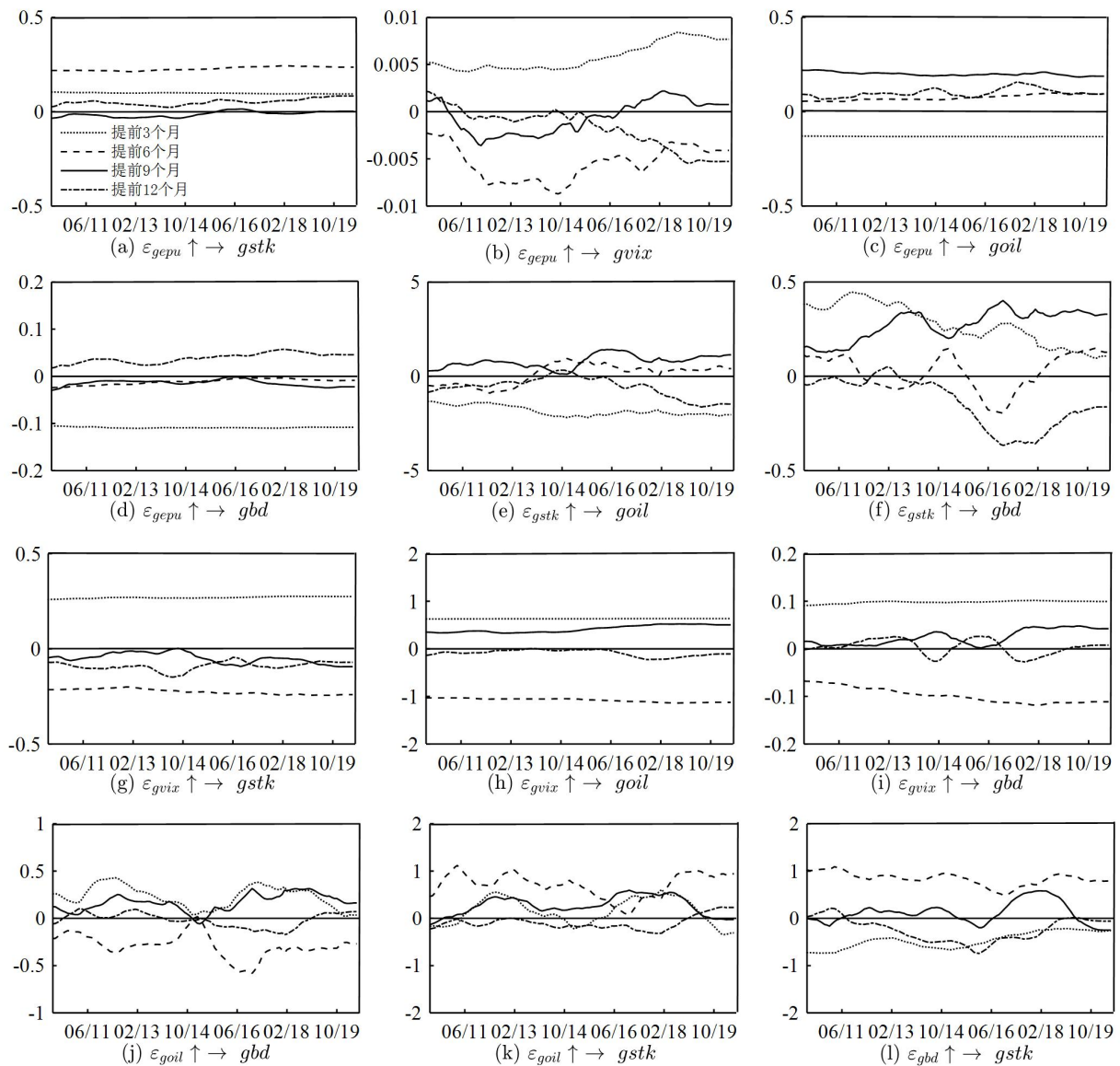
附图 4 全球 SRI 对全球 EPU 的冲击

2.传染机制检验结果与分析。

(1) 金融市场渠道。

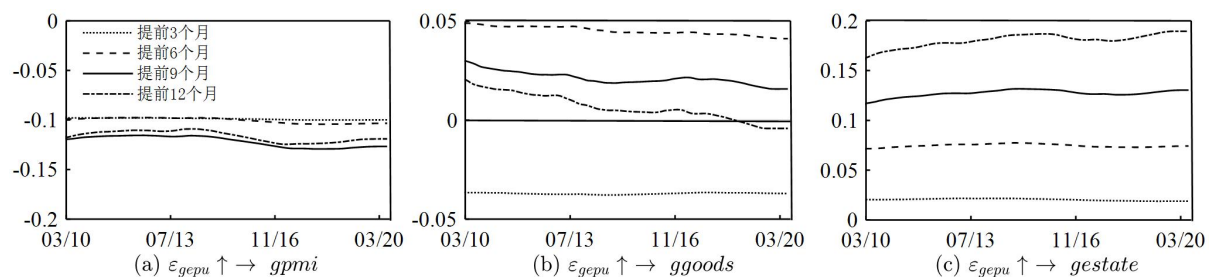
附图 5 显示了主要金融市场和投资者情绪对 EPU 的脉冲响应以及 EPU 冲击下各金融子市场间

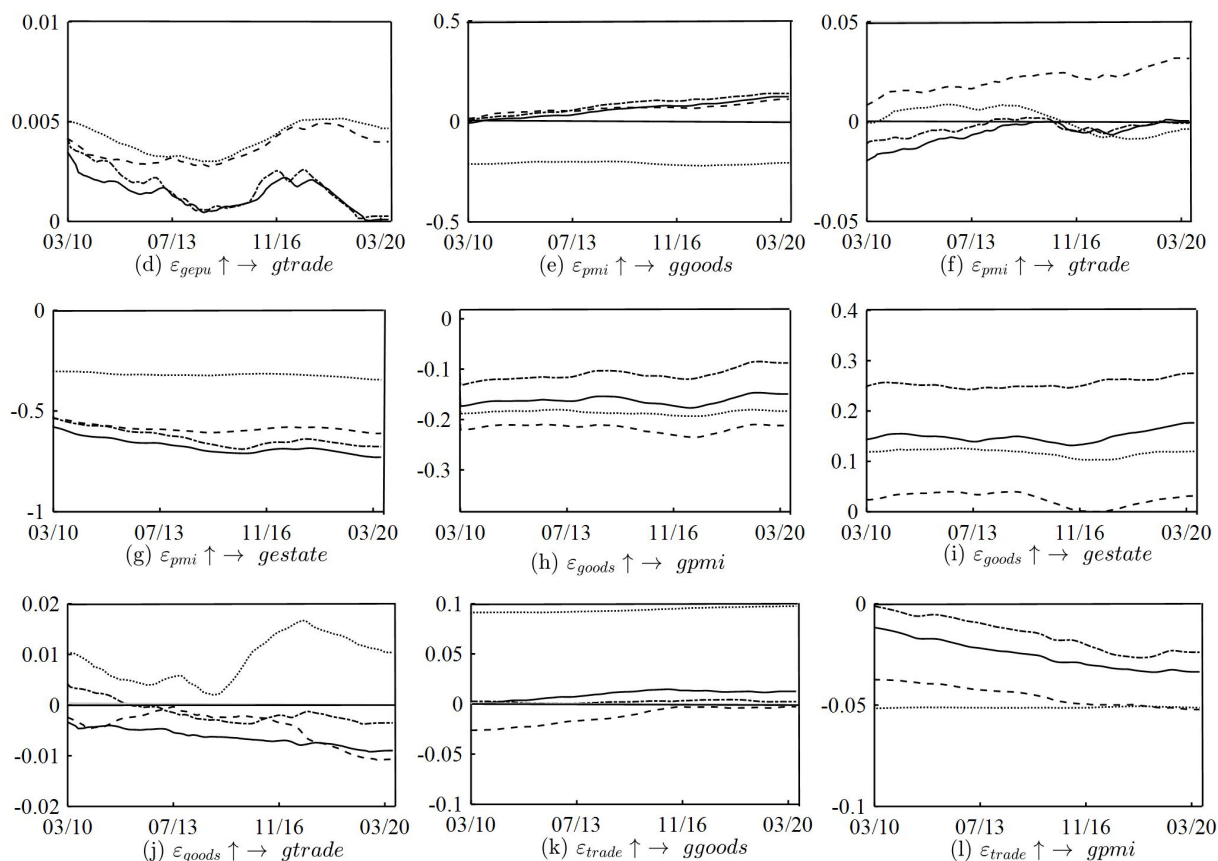
的风险传染效应。



附图 5 EPU 冲击下金融市场在全球系统性风险传染中的作用

(2)经济基本面渠道。附图 6 显示了整体经济形势和主要经济部门对 EPU 的脉冲响应以及 EPU 冲击下各经济部门及市场间的风险传染效应。



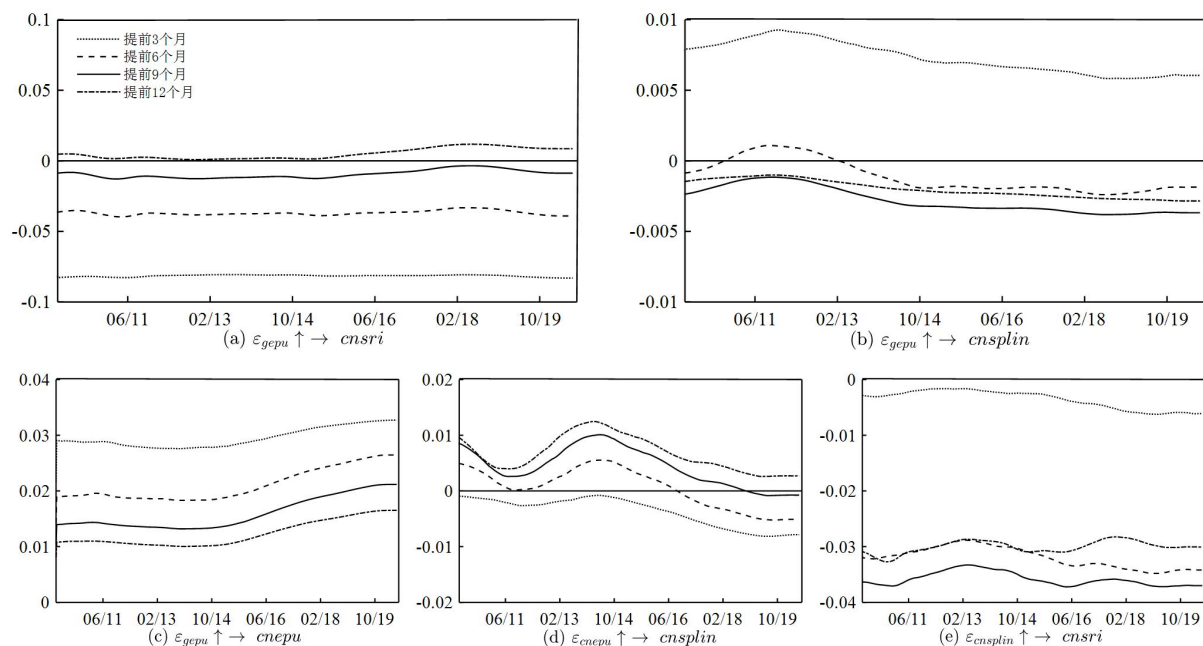


附图 6 EPU 冲击下经济基本面在全球系统性风险传染中的作用

(二)经济政策不确定性冲击下中国系统性金融风险的传染效应

1. 经济政策不确定性冲击下的中国系统性金融风险。

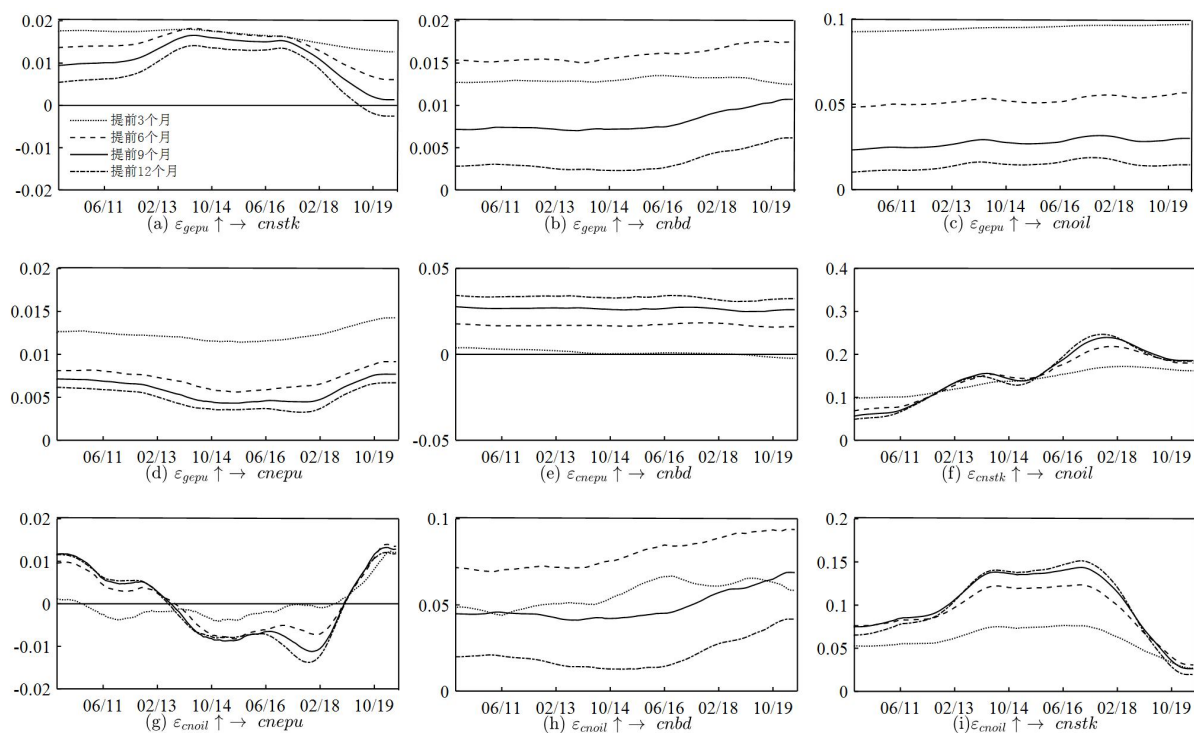
附图 7 给出了全球 EPU ($gepu$) 冲击对中国 EPU ($cnepu$)、系统性金融风险总水平 ($cnstri$) 和风险溢价水平 ($cnspilin$) 的动态影响以及各变量间的相互传染效应。



附图 7 中国经济金融状况对全球 EPU 冲击的脉冲响应

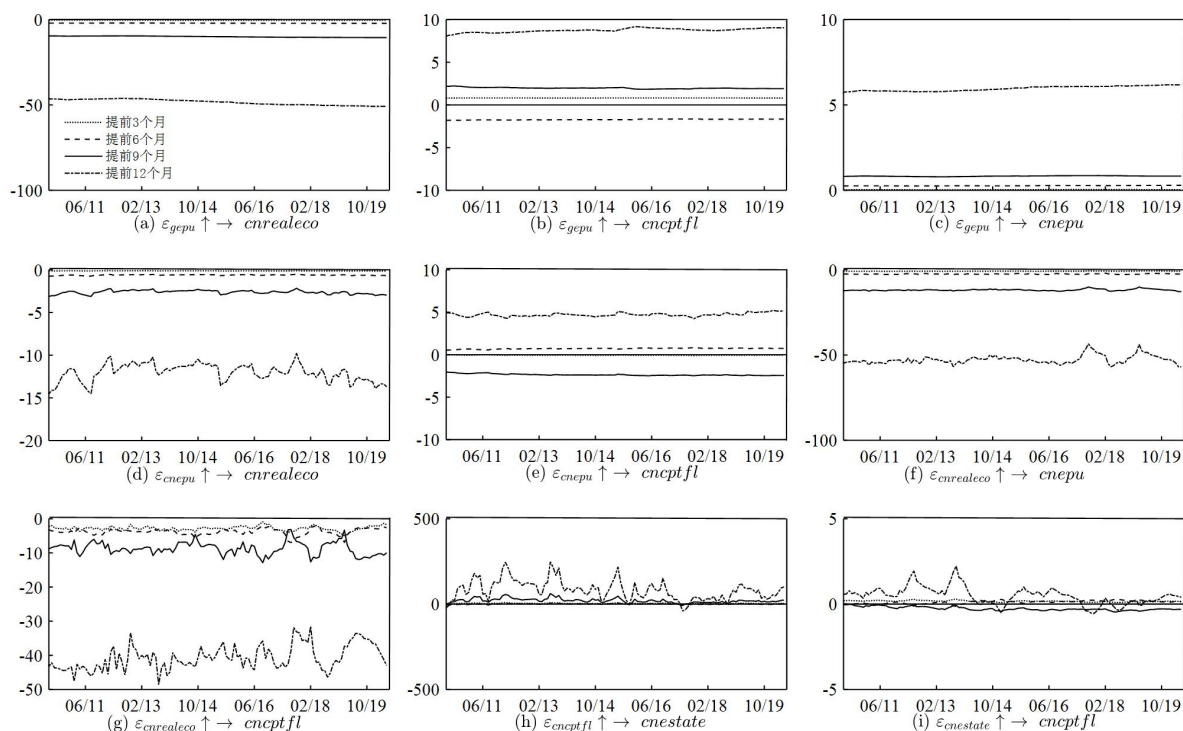
2. 传染机制检验结果与分析。

(1) 金融市场渠道。附图 8 显示了国内主要金融市场对全球 EPU 冲击的脉冲响应及相互间的风险传染。



附图 8 全球 EPU 冲击下金融市场在中国系统性风险传染中的作用

(2) 经济基本面渠道。附图 9 显示了我国经济基本面状况的主要变量对全球 EPU 冲击的脉冲响应及相互间的风险传染效应。



附图 9 全球 EPU 冲击下经济基本面在中国系统性风险传染中的作用

附录 6：稳健性分析

1.系统性金融风险与 EPU 之间双向非对称溢出效应的检验。

附表 5 显示了基于 VAR 模型的广义方差分解构建的全球 EPU 和各国系统性金融风险间的溢出指数。各国的系统性金融风险与全球 EPU 具有双向非对称的风险溢出效应，其中全球 EPU 对系统性金融风险的影响更大，这一结论与上文中的描述性统计结果及 TVP-VAR 模型的脉冲响应结果一致。

附表 5		全球 EPU 与各国 SRI 的相互溢出效应			(%)
国家类型	国家	GEPU 受各国系统性风险的影响	GEPU 对各国的系统性风险的影响	各国系统性风险受 GEPU 的净影响	
发达国家	日本	0.26	0.65	0.39	
	美国	0.29	0.66	0.37	
	德国	0.10	0.37	0.27	
	法国	0.15	1.09	0.94	
	意大利	0.17	0.81	0.64	
	澳大利亚	0.19	0.79	0.61	
	加拿大	0.23	1.07	0.84	
	英国	0.38	0.99	0.61	
	韩国	0.38	0.83	0.44	
	荷兰	0.34	0.83	0.49	
	西班牙	0.08	1.09	1.02	
	瑞典	0.64	0.91	0.27	
	均值	0.27	0.84	0.57	
发展中国家	中国	0.41	0.65	0.24	
	巴西	0.37	0.43	0.06	
	墨西哥	0.42	0.72	0.30	
	俄罗斯	0.41	0.98	0.58	
	均值	0.40	0.69	0.29	

2.EPU 冲击下系统性金融风险的传染机制检验。

参考贾妍妍等(2020)的研究，本文采用基于相关系数的方法对本文的传染机制进行检验。附表 6 的结果显示，全球 EPU 与全球系统性金融风险指标的相关系数达到 67%的水平，并且与全球主要金融市场的波动性、关键宏观经济变量的相关系数及正负性上均和本文基于 TVP-VAR 模型的脉冲响应分析一致。同样，附表 7 结果显示，我国风险传导机制的结论也具有稳健性。

附表 6		全球 EPU 与全球主要机制变量间的相关系数						
	gsri	gbd	goil	gstk	gpmi	ggoods	gestste	gtrade
gepu	-0.67	0.10	0.09	0.09	-0.55	0.16	0.40	0.07

附表 7		全球 EPU 与中国主要机制变量间的相关系数				
	cnsri	cnepu	cnbd	cnoil	cncptfl	
gepu	-0.30	0.93	0.08	0.16	0.05	

3.发达国家和发展中国家在 EPU 对系统性金融风险冲击中的异质性检验。

考虑到发达国家和发展中国家内部差异性的问题，为进一步检验本文对发达国家和发展中国家

在 EPU 冲击系统性金融风险中异质性的稳健性, 本文利用第一二阶段的面板数据, 在区分发达国家和发展中国家的基础上, 利用固定效应模型分别检验 EPU 对系统性金融风险水平的影响。模型设定如式 (1) 所示:

$$sri_{i,t} = \alpha_0 + \alpha_1 epu_{i,t} + \varphi con_{i,t} + \mu_i + \epsilon_{i,t} \quad (1)$$

其中, sri 表示本文构建的系统性金融风险指标, 衡量各国的整体经济金融状况, 其数值越大表明整体经济金融状况越好, 系统性金融风险水平越小; epu 表示各国的经济政策不确定性水平; con 为控制变量, 分别为贷款风险溢价水平 ($bankprm$, 一年期贷款利率与一年期国债到期收益率之差)、TED 利差 (ted)、股市波动性 ($stkvol$)、汇市波动性 ($exvol$)、EMPI 指数 ($empi$, 汇率贬值和外汇储备下降所带来的压力)、通货膨胀率 (cpi)、实际 GDP 同比 ($regdp$), 期限利差 ($termspread$, 十年期与一年期国债到期收益率之差)、进出口总额占 GDP 比重 ($trade$)、外商直接投资占 GDP 比重 ($fordiinves$); μ_i 为个体固定效应; $\epsilon_{i,t}$ 为随机扰动项。

此外, 为防止双向因果关系导致的内生性问题, 本文对 epu 取一阶滞后项 ($L.epu$) 后再次进行回归。回归结果见附表 8。

附表 8 发达国家和发展中国家在 EPU 对系统性金融风险冲击中的异质性检验

解释变量	发达国家 sri	发展中国家 sri	发达国家 sri	发展中国家 sri
	(1)	(2)	(3)	(4)
epu	-0.2004*** (-4.2674)	-0.2750*** (-3.4053)		
$L.epu$			-0.1341*** (-2.5356)	-0.2733*** (-3.3850)
$bankprm$	-0.1305*** (-2.8180)	-0.0988 (-1.6326)	-0.1626*** (-3.2449)	-0.1721*** (-2.6851)
$inbankspd$	0.0504 (1.1721)	-0.4632 (-1.6368)	0.0871* (1.8216)	-0.0351 (-1.2257)
$stkvol$	-10.1990*** (-7.2864)	-1.2070 (-0.7129)	-10.6249*** (-7.1166)	0.1329 (-0.0767)
$exvol$	0.0142 (0.1456)	-0.2206*** (-2.2558)	0.0564 (0.5477)	-0.2347*** (-2.2876)
$empi$	0.0034 (0.2194)	0.0084 (0.3242)	0.0000 (0.0002)	0.0108 (0.4115)
cpi	-0.0287 (-1.1530)	-0.1320*** (-4.9753)	0.0001 (0.0040)	-0.1385*** (-4.8293)
$regdp$	0.1123*** (8.8151)	0.0066 (0.3895)	0.1055*** (7.7877)	-0.0035 (-0.2027)
$termspread$	0.2078*** (5.7621)	-0.0251 (-0.4632)	0.1941*** (5.0430)	-0.0059 (-0.0999)
$trade$	1.1492*** (3.1845)	0.0158*** (3.5493)	1.2267*** (3.2165)	0.0165*** (3.5909)
$fordiinves$	0.0047*** (3.3797)	0.1564*** (4.5777)	0.0050*** (3.4085)	0.2008*** (5.3433)
$_cons$	0.6539 (2.5919)	1.2499 (2.4372)	0.3485 (1.2436)	1.1866 (2.2140)
N	636	159	636	159
R^2	0.3631	0.5331	0.3617	0.5545

注：*，**，***，分别表示显著性水平为 10%，5%和 1%，括号中为 t 值。

由回归结果的列（1）～（2）可知，发达国家和发展中国家的经济政策不确定性均对整体经济金融状况产生负面冲击，其中发展中国家系统性金融风险对 EPU 冲击的反应速度程度更大。列（3）～（4）的结果进一步说明了这一结论的稳健性。

4. 发达国家和发展中国家在 EPU 冲击下系统性金融风险溢出中的异质性检验。

为进一步检验发展中国家和发达国家在 EPU 冲击下系统性金融风险溢出的角色的差异性，本文利用动态溢出指数（由于滚动窗口对样本的消耗，最终的样本区间为 2009 年 11 月至 2020 年 5 月），在区分发达国家和发展中国家的基础上，本文利用固定效应模型分别检验 EPU 冲击下两类国家的系统性风险总溢出、总溢入和净溢出情况。模型设定如式（2）所示：

$$spillover_{i,t} = \alpha_0 + \alpha_1 epu_{i,t} + \varphi con_{i,t} + \mu_i + \varepsilon_{i,t} \quad (2)$$

其中，*spillover* 表示本文构建的系统性风险溢出指标，分别为风险总溢出指标（*spillout*）、风险总溢入指标（*spillin*）、风险净溢出指标（*netnout*）；*epu* 表示各国的经济政策不确定性水平；*con* 为控制变量，分别为贷款风险溢价水平（*bankprm*）、银行市场状况（*bankprm*，贷款风险溢价）、股市波动性（*stkvol*）、汇市波动性（*exvol*）、EMPI 指数（*empi*）、政府财政赤字状况（*findef*）、实际 GDP 同比（*regdp*）、通货膨胀（*cpi*）、进出口总额占 GDP 比重（*trade*）、外商直接投资占 GDP 比重（*fordiinves*）、市场深度（*deep*）、sri 指数（*sri*）； μ_i 为个体固定效应； $\varepsilon_{i,t}$ 为随机扰动项。回归结果见附表 9。

附表 9 发达国家和发展中国家在 EPU 冲击下系统性金融风险溢出中的异质性检验

解释变量	风险总溢出 <i>spillout</i>		风险总溢入 <i>spillin</i>		风险净溢出 <i>netout</i>	
	发达国家 (1)	发展中国家 (2)	发达国家 (3)	发展中国家 (4)	发达国家 (5)	发展中国家 (6)
<i>EPU</i>	0.3730** (2.2284)	0.2807* (1.8694)	-0.0219 (-0.6082)	0.0713** (2.0102)	0.3949** (2.1593)	0.2094 (1.3531)
<i>bankprm</i>	0.3236** (2.0604)	0.0355 (1.4178)	-0.1217*** (-3.6000)	0.0277*** (4.6965)	0.4453*** (2.5948)	0.0077 (0.2993)
<i>inbankspd</i>	0.0604 (0.3277)	-0.3527*** (-7.6023)	-0.0097 (-0.2456)	-0.0045 (-0.4092)	0.0702 (0.3483)	-0.3482*** (-7.2820)
<i>stkvol</i>	-10.7602** (-1.9367)	0.7150 (0.1679)	10.3115*** (8.6234)	7.4954*** (7.4522)	-21.0717*** (-3.4710)	-6.7803 (-1.5448)
<i>exvol</i>	0.0097 (0.0273)	0.0552 (0.2910)	-0.0725 (-0.9527)	0.0222 (0.4953)	0.0822 (0.2126)	0.0330 (0.1688)
<i>empi</i>	0.1142** (2.2990)	-0.1040* (-1.8557)	-0.0198* (-1.8499)	-0.0190 (-1.4390)	0.1340** (2.4684)	-0.0849 (-1.4706)
<i>findef</i>	-0.0008 (-0.0870)	-0.0384* (-1.9109)	0.0013 (0.6828)	0.0067 (1.4064)	-0.0021 (-0.2142)	-0.0451** (-2.1762)
<i>regdp</i>	-0.0154 (-0.4316)	0.0728** (2.1165)	0.0086 (1.1242)	0.0101 (1.2415)	-0.0240 (-0.6164)	0.0627* (1.7689)
<i>cpi</i>	0.1008 (1.4160)	0.1515*** (4.2737)	-0.0102 (-0.6675)	0.0025 (0.2940)	0.1110 (1.4274)	0.1491*** (4.0790)
<i>trade</i>	2.2689* (1.8198)	-0.0029 (-0.2323)	-0.4356 (-1.6233)	0.0055* (1.8497)	2.7045** (1.9852)	-0.0084 (-0.6492)
<i>fordiinves</i>	-0.0212*** (-4.6013)	-0.0542 (-0.8731)	0.0015 (1.4664)	0.0490*** (3.3434)	-0.0226*** (-4.5000)	-0.1032 (-1.6133)

<i>deep</i>	0.2265 (1.1069)	0.0045 (-0.0163)	0.0131 (0.2980)	0.3667 (5.5978)	0.2133 (0.9544)	-0.3712 (-1.2986)
<i>sri</i>	0.4046*** (3.0204)	-0.4917** (-2.3645)	-0.1070*** (-3.7096)	-0.0654 (-1.3320)	0.5116*** (3.4949)	-0.4263** (-1.9888)
<i>_cons</i>	1.7067 (1.5731)	1.6035 (1.5145)	5.2592 (22.5249)	3.1137 (12.4515)	-3.5526 (-2.9969)	-1.5102 (-1.3839)
<i>N</i>	1143	508	1143	508	1143	508
<i>R</i> ²	0.5572	0.8686	0.2491	0.8381	0.6957	0.7706

注：*，**，***，分别表示显著性水平为 10%，5%和 1%，括号中为 t 值。

由附表 6 的列（1）～（2）可知，EPU 上升后，发达国家是风险溢出的主要贡献方；由列（3）～（4）可知，EPU 上升后，发达国家总溢入减少，但发展中国家总溢入显著增加，发展中国家则主要为风险的接收者；列（5）～（6）的结果说明 EPU 上升后，发达国家净溢出明显上升。因此，列（1）～（6）的结果综合说明“EPU 冲击下，发达国家是全球系统性金融风险的主要溢出方，发展中国家则是主要的风险接受者”这一结论的稳健性。

5. EPU 冲击下不同国家系统性金融风险反应差异性的成因检验。

为进一步检验对 EPU 冲击下不同国家系统性金融风险反应差异性的原因分析，参考方意和贾妍妍(2020)的研究，本文在式(1)的基础上加入交乘项，检验经济发展水平($interregdp = epu \times regdp$ ，其中 $regdp$ 为实际 GDP 同比)、市场深度($interdeep = epu \times deep$ ，其中 $deep$ 为股市总市值)、管理制度($intermarsys = epu \times law$ ，其中 law 为制度虚拟变量，大陆法系的国家取 1，否则为 0)、市场开放程度($interopen = epu \times fordiinves$ ，其中 $fordiinves$ 为外商直接投资水平)是否是影响 EPU 对系统性金融风险冲击的因素。模型设定如下：

$$sri_{i,t} = \alpha_0 + \alpha_1 epu_{i,t} + \beta epu_{i,t} \times X_{i,t} + \varphi con_{i,t} + \mu_i + \epsilon_{i,t} \quad (3)$$

其中 X 表示经济发展水平、市场深度、管理制度和市场开放程度因素， con 为控制变量，包括期限利差($termspread$ ，反应市场预期和整体经济形势)、股市波动性($stkvol$)、汇市波动性($exvol$)、银行市场状况($bankprm$)、通货膨胀(cpi)， μ_i 为个体固定效应； $\epsilon_{i,t}$ 为随机扰动项。

附表 10 发达国家和发展中国家在 EPU 对系统性金融风险冲击中反应异质性的原因检验

变量	被解释变量： <i>sri</i>				
	经济发展水平因素 (1)	市场深度因素 (2)	管理制度因素 (3)	市场开放度因素 (4)	综合 (5)
<i>epu</i>	-0.1979*** (-5.4849)	-0.2327*** (-6.2514)	-0.1607*** (-2.6985)	-0.2735*** (-7.0869)	-0.1186** (-1.9578)
<i>interregdp</i>	0.0231*** (12.4528)				0.0101*** (4.1807)
<i>interdeep</i>		0.1564*** (13.1731)			0.0836*** (5.9851)
<i>intermarsys</i>			-0.1902** (-2.4293)		-0.2045*** (-2.5885)
<i>interopen</i>				0.0012*** (3.0178)	0.0011*** (3.2153)
<i>termspread</i>					0.0845*** (2.8233)
<i>bankprm</i>					-0.0817*** (-2.6543)

<i>stkv</i> ol					-6.1791*** (-5.3385)
<i>ex</i> vol					-0.0924*** (-1.2184)
<i>cpi</i>					-0.0512*** (-3.0616)
<i>_cons</i>	0.5984*** (3.2561)	0.2140 (1.0791)	1.2690*** (6.4125)	1.1598*** (6.0117)	1.1522 (5.0899)
<i>N</i>	848	848	848	848	848
<i>R</i> ²	0.2042	0.2473	0.0622	0.0657	0.3669

注：*，**，***，分别表示显著性水平为 10%，5%和 1%，括号中为 t 值。

附表 10 的列（1）~（4）分别检验了经济发展水平、市场深度、管理制度、市场开放度四个因素在 EPU 冲击系统性金融风险中的调节作用，其中，EPU 的系数均在 1%的显著性水平下为负，进一步检验了本文 EPU 对系统性金融风险的冲击作用的稳健性，并且四个因素的正负及显著性也在一定程度上说明了本文“经济发展水平、金融市场制度和市场化程度、市场深度、国际市场参与等状况在全球 EPU 冲击下各国系统性金融风险传染效应的差异性中扮演重要角色”这一结论的合理性和稳健性，与上文对 EPU 冲击下各国系统性金融风险反应差异性的因素分析具有一致性。附表 7 的第（5）列将列（1）~（4）的因素包含进来后，进一步加入控制变量，结论依然具有稳健性。