



JINRONG WEIJI CHUANDAO JIZHI YANJIU

# 金融危机传导机制研究

罗春婵 张荔◎著



北京师范大学出版集团

BEIJING NORMAL UNIVERSITY PUBLISHING GROUP

北京师范大学出版社

辽宁省教育厅高校学术专著出版基金资助



JINRONG WEIJI CHUANDAO JIZHI YANJIU

# 金融危机传导机制研究

罗春婵 张荔◎著



北京师范大学出版集团  
BEIJING NORMAL UNIVERSITY PUBLISHING GROUP  
北京师范大学出版社

---

**图书在版编目(CIP)数据**

金融危机传导机制研究 / 罗春婵, 张荔著. —北京: 北京师范大学出版社, 2013.1

ISBN 978-7-303-14896-7

I. ①金… II. ①罗…②张… III. ①金融危机—研究  
IV. ①F830.99

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2012) 第 141100 号

---

营销中心电话 010-58802181 58805532  
北师大出版社高等教育分社网 <http://gaojiao.bnup.com.cn>  
电子信箱 beishida168@126.com

---

出版发行: 北京师范大学出版社 [www.bnup.com.cn](http://www.bnup.com.cn)

北京新街口外大街 19 号

邮政编码: 100875

印 刷: 北京京师印务有限公司

经 销: 全国新华书店

开 本: 170 mm×230 mm

印 张: 17

字 数: 289 千字

版 次: 2013 年 1 月第 1 版

印 次: 2013 年 1 月第 1 次印刷

定 价: 35.00 元

---

策划编辑: 马洪立 责任编辑: 曾忆梦

美术编辑: 毛 佳 装帧设计: 毛 佳

责任校对: 李 茵 责任印制: 孙文凯

**版权所有 侵权必究**

反盗版、侵权举报电话: 010-58800697

北京读者服务部电话: 010-58808104

外埠邮购电话: 010-58808083

本书如有印装质量问题, 请与印制管理部联系调换。

印制管理部电话: 010-58800825

## 序 言

---

2007年3月，美国第二大次级抵押贷款机构——新世纪金融公司因濒临破产被纽约证券交易所停牌，次贷危机正式爆发<sup>①</sup>。危机爆发不仅导致美国股票市场大幅缩水、金融机构损失惨重，也导致实体经济层面出现失业增加、需求萎缩、经济衰退等现象。同时，危机迅速向世界其他国家蔓延，席卷了整个欧洲、日本和发展中经济体，导致全球金融市场和金融机构受到不同程度的负向冲击，引发了一场全球性金融危机。这场危机的爆发使人们不再沉醉于金融创新的美丽神话，使人们重新关注困扰着世界经济和金融发展的金融危机问题。

王德祥(2002)认为，关于金融危机的研究可以追溯到19世纪，将金融危机作为专题研究也可以追溯到20世纪20年代，而20世纪30年代的“大萧条”更是为经济学者提供了研究金融危机和经济危机的样本。之后，虽然世界经济在1945—1973年发生过几次衰退，但是，衰退程度十分轻微，这导致一些学者认为金融危机的噩梦已经过去，人类可以有效地防范和避免金融危机。20世纪70年代以来，金融危机再次以货币危机、银行危机、债务危机等不同表现形式出现在人类面前，发生的频率越来越高，影响范围越来越大，波及面越来越广，这直接导致关于金融危机研究的文献迅速增多，金融危机理论研究和

---

<sup>①</sup> 美国次贷危机爆发一周年：次贷危机的清算与反思。<http://www.cnforex.com/comment/989/630234.html>.



实证研究不断丰富和发展<sup>①</sup>。一方面，学者们开始对不同表现形式的金融危机发生的原因进行探索，对金融危机的传导机制和传导渠道进行分析，对金融危机的传导结果以及危机的救助政策进行研究；另一方面，为了避免金融危机的再次到来，学者们也对金融危机的防范和预警体系进行了深入细致的研究，取得了丰富的成果。

遗憾的是，随着当代经济金融环境的不断发展变化，在经济金融化、金融自由化和经济全球化的背景下，在经济主体之间金融关系复杂化和多样化的条件下，现有的金融危机理论往往无法全面而深刻地解释当代金融危机，也不能预测和防范当代金融危机，金融危机理论亟须进一步发展与完善。

金融危机理论包含着丰富而庞杂的内容，从形成原因到传导机制，从冲击结果到救助政策，从预警体系到危机防范，涉及经济和金融领域方方面面的内容。其中，金融危机传导构成了金融危机理论的主体，它既联结了金融危机的形成原因和冲击结果，也奠定了金融危机救助政策和早期预警体系的理论基础，本书主要研究在危机爆发之后的金融危机传导过程及其结果。一方面，金融危机通过经济、金融之间的联系以及预期变化在封闭经济条件下和开放经济条件下进行自由传导，在封闭经济条件下的危机传导中分析金融危机通过何种机制影响金融体系和实体经济，在开放经济条件下的危机传导中分析金融危机通过何种渠道传导到其他国家；另一方面，人为设定的制度约束对金融危机自由传导产生影响，在制度约束中分析早期预警体系和危机救助政策对金融危机传导影响的条件和机制，并以影响较大的金融危机为样本对金融危机传导理论进行检验和论证。本书试图通过对金融危机传导机制的分析将金融危机理论研究的“灰色区”<sup>②</sup>透明化，为防范和化解金融危机提供理论指导。

---

① [美]金德尔伯格：《疯狂、惊恐和崩溃——金融危机史》，11页，北京，中国金融出版社，2007。

② 金融学家奥伯斯特菲尔德(Obstfeld, 1998)曾经说过，在金融危机研究方面可能还存在着很大的“灰色区”。M. Obstfeld: “The Global Capital Market: Benefactor or Menace?” *Journal of Economic Perspectives*, 1998, 12(4): 9-30.

## 目 录

<b>第一章 金融危机与危机传导</b> .....	(1)
第一节 金融危机与危机传导的含义 .....	(1)
第二节 文献综述 .....	(6)
第三节 金融危机传导的环境分析 .....	(14)
第四节 金融危机传导的范围与路径 .....	(28)
<b>第二章 金融危机成因与危机传导</b> .....	(31)
第一节 不同类型的金融危机成因与危机传导 .....	(31)
第二节 其他危机成因解释与危机传导 .....	(40)
<b>第三章 封闭经济条件下的金融危机传导</b> .....	(48)
第一节 金融危机传导的机制分析 .....	(48)
第二节 金融危机传导的经验分析 .....	(65)
<b>第四章 开放经济条件下的金融危机传导</b> .....	(77)
第一节 基于贸易渠道的金融危机传导 .....	(77)
第二节 基于金融渠道的金融危机传导 .....	(89)
第三节 基于预期渠道的金融危机传导 .....	(104)
<b>第五章 早期预警体系与金融危机传导</b> .....	(107)
第一节 早期预警体系有效性与金融危机传导 .....	(107)
第二节 早期预警信号可得性与金融危机传导 .....	(119)

<b>第六章 救助政策与金融危机传导</b> .....	(124)
第一节 救助政策与金融危机传导的关系 .....	(124)
第二节 救助政策效应与金融危机传导 .....	(132)
<b>第七章 金融危机传导的实际考察与实证检验</b> .....	(145)
第一节 金融危机传导的实际考察 .....	(145)
第二节 金融危机传导的实证分析 .....	(172)
<b>第八章 金融危机传导结果的差异性分析</b> .....	(181)
第一节 不同类型经济体之间传导结果的差异性 .....	(181)
第二节 发达经济体之间传导结果的差异性 .....	(188)
第三节 新兴市场和发展中经济体之间 传导结果的差异性 .....	(193)
<b>第九章 危机的后续：主权债务危机与全球通货膨胀</b> .....	(205)
第一节 从金融危机到主权债务危机 .....	(205)
第二节 从经济萧条到全球通货膨胀 .....	(221)
<b>附 录</b> .....	(233)
附录一 股票市场指数开盘价与收盘价的平均值(点) .....	(233)
附录二 亚洲新兴经济体的出口 .....	(238)
附录三 亚洲新兴经济体贸易对手国的确定 .....	(239)
附录四 贸易对手国以本国货币表示的季度国内生产总值 .....	(240)
附录五 贸易对手国货币对美元的汇率 .....	(242)
附录六 贸易对手国以美元表示的季度国内生产总值 .....	(244)
附录七 亚洲新兴经济体贸易对手国国内生产总值之和 .....	(246)
附录八 实际有效汇率 .....	(247)
附录九 对 BIS 报告国的短期负债 .....	(248)
附录十 短期对外资产和负债之和 $f_p$ .....	(249)
附录十一 .....	(250)
附录十二 .....	(252)
<b>参考文献</b> .....	(254)

## 第一章

# 金融危机与危机传导

据记载，“危机”一词起源于古希腊，其含义是区别、筛选和决断，表示病情发展到了或生或死的转折关头，也表示社会发展到了需要对不同人和物的重要性进行权衡取舍的紧要时刻<sup>①</sup>。在金融学领域，“危机”一词被赋予了新的内容，危机传导也有其特定含义。本章将对金融危机和金融危机传导的含义进行解释，对金融危机传导的宏观环境和微观环境进行分析，并对金融危机传导的路径和范围进行阐述，从而为金融危机传导的理论分析奠定基础。

### 第一节 金融危机与危机传导的含义

金融危机被赋予现代含义首先出现在论述银行体系稳定性的文章之中，金融危机被定义为银行体系的不稳定<sup>②</sup>。在这种观点中，如果资产市场的崩溃没有威胁到银行体系的稳定，那么，资产市场的崩溃就不是金融危机。

随着经济的发展，金融成为当代经济的核心，金融功能不断拓展和完善，金融本身被赋予了更多的内容，金融危机所代表的含义也远远超过了银行体系不稳定的范畴。《新帕尔格雷夫经济学大辞典》对金融危机的定义是被众多学者所接受的，它认为金融危机是“全部或大部分金融指标——短期利率、资产价

<sup>①</sup> 王德祥：《经济全球化条件下的世界金融危机研究》，2页，武汉，武汉大学出版社，2002。

<sup>②</sup> G. Wood；“Great Crashes In History； Have They Lessons For Today？” *Oxford Review of Economic Policy*，1999，15(3)：98-109.

格、商业破产数和金融机构倒闭数——的急剧、短暂和超周期的恶化”。“休克疗法”的倡导者萨克斯(Sachs, 1996)认为,困扰新兴市场的金融危机不外乎三种形式:第一种形式是财政危机,指政府突然丧失延续外债和吸引外国贷款的能力,从而迫使该国政府重新安排或者干脆不再履行有关义务;第二种形式是汇兑危机,指市场参与者突然将需求从本币资产向外币资产转换,在固定汇率制度下可能会导致中央银行外汇储备的减少;第三种形式是银行业危机,指一些商业银行突然丧失支付能力或遭遇突然发生的存款挤提,从而导致这些银行的流动性下降并最终破产。萨克斯(1996)也指出尽管金融危机的这三种形式在某些情况下可以被区分得非常清楚,但在现实中它们又往往以一种混合的形式出现,这是因为有关政府公债市场、外汇市场和银行资产市场的冲击或预期一般是同时发生的<sup>①</sup>。

另外,王益和白钦先(2000)编著的《当代金融词典》认为货币金融危机是指由周期性经济危机或严重的经济、政治和军事事件引起的货币或金融领域的巨大动荡,分为周期性和特殊性两种类型,前者是金融危机的主要形式,是由周期性经济危机引起的,后者是金融危机的不定期偶然形式,是由经济、政治或军事事件等特殊原因引起的。货币金融危机具有以下表现形式:①商业信用的缩减和强制性清理旧债;②在银行信用方面,银行资金呆滞,强制清理一部分银行信用,信贷资本极端缺乏,存款人从银行大量提取存款以及大批银行倒闭;③在金融市场上,有价证券行市急剧跌落,有价证券发行锐减;④在国际金融领域,国际金融关系混乱,国际收支大量逆差和资本输出减少。此外,由于金融危机颇具传染性,某国爆发金融危机有可能引起他国也爆发金融危机,形成世界金融危机。如同一国范围内的金融危机并非发生在系统中各个环节一样,世界金融危机主要指发生在多个国家和地区的金融危机或者主要国际货币的危机。

此外,根据表现形式不同,金融危机可以分为不同类型。国际货币基金组织在1998年5月发表的《世界经济展望》中归纳了四种类型的金融危机:货币危机、银行业危机、系统性金融危机和国际债务危机;李小牧(2000)根据影响地域将金融危机分为国内金融危机、区域金融危机和世界金融危机,根据性质和内容将金融危机分为货币市场危机(货币危机)、资本市场危机、金融机构危

---

<sup>①</sup> J. D. Sachs: "Alternative Approaches to Financial Crises in Emerging Markets," <http://academiccommons.columbia.edu/catalog/ac:124053>, 1996.

机和综合金融危机,根据影响程度将金融危机分为系统性金融危机和非系统性金融危机;林恩涛(2004)根据发生特点将金融危机分为货币危机、银行危机、债务危机、资本市场危机和系统性金融危机,根据金融危机的起因将金融危机分为自发性金融危机和传染性金融危机等。本书认为金融危机的类型应该主要体现金融危机的表现形式和内在特质,因此,将金融危机分为金融市场危机、金融机构危机、国际债务危机以及包含多种形式的综合金融危机。其中,金融市场危机是指以金融市场为危机发源地、以金融市场上资产价值大幅下降为主要标志并向其他机构、市场和地区传导的金融危机,包括外汇市场危机、货币市场危机和资本市场危机(通常以流动性干涸为表现形式);金融机构危机是指以金融机构为危机发源地、以金融机构挤兑和违约为主要标志并向其他机构、市场和地区传导的金融危机,银行危机是其主要表现形式;国际债务危机是指一国对外国政府、机构和非居民个人的债务违约而形成的危机;综合性金融危机是指以上述两种以上类型的危机为主要表现形式、造成整个金融体系混乱的金融危机。需要说明的是,综合性金融危机往往涉及一种危机引发另一种危机的情况,因此,本书将其视为金融危机传导的内容。

虽然金融危机的类型多样,形成和传导机制复杂,但存在一个共同的特征,即以资产价格大幅下降为主要标志的金融混乱,这种价格的下降既包括显性价格下降,也包括隐性价格下降。例如,货币危机中汇率大幅下跌、资本市场危机中股票指数的大幅下降是一种显性价格下降;银行危机中由于担心银行发行的存款凭证贬值而造成的银行挤兑、债务危机中的债务违约则是一种隐性价格下降。

对“传导”或者“传染”一词,在经济学领域也被赋予了多种含义。例如,用于解释个体之间投机性交易的传播<sup>①</sup>、用于解释工资增加的传播<sup>②</sup>、用于解释经济体之间经济波动的传播<sup>③</sup>、用于解释冲击在企业或者商业之间的传播<sup>④</sup>等

---

① 例如,默契森(Murchiso, 1933)。C. T. Murchison: "Requisites of Stabilization in the Cotton Textile Industry," *American Economic Review*, 1933, 23(1): 71-80.

② 例如,厄尔曼(Ulman, 1955)。L. U. lman: "Marshall and Friedman on Union Strength," *Review of Economics and Statistics*, 1955, 37: 384-401.

③ 例如,麦克和扎诺维茨(Mack & Zarnowitz, 1958)。R. P. Mack & V. Zarnowitz: "Causes and Consequences of Changes in Retailers' Buying," *American Economic Review*, 1958, 48(1): 18-49.

④ 例如,普艾斯(Price, 1980)。L. L. Price: "The Position and Prospect of Industrial Conciliation," *Journal of the Royal Statistical Society*, 1980, 53(3): 420-459.



等。在对金融危机传导文献进行梳理的过程中,我们发现金融危机传导往往特指金融危机的国际传导,即金融危机通过某种机制和渠道传播到危机发生国以外的其他国家和地区。而且,一些学者将与基础变量有关的金融危机传导和与基础变量无关的金融危机传导相区分,将前者称为“传导”、“溢出效应”、“依赖”或者“基于基础变量的传染”,而将后者称为“纯传染”。此外,一些学者,例如萨默斯(Summers, 2000),将导致多个国家同时爆发危机的共同冲击或者季风效应纳入金融危机传导的范畴,而另一些学者,例如莫泽(Moser, 2003),则将共同冲击或者季风效应排除在金融危机传导的范畴之外。

佩里克利和斯布拉奇(Pericoli & Sbracia, 2003)对金融危机传导特别是国际传导的含义进行了比较详细的梳理,其中,定义1和定义2侧重于整体金融危机传导的解释,定义3和定义4侧重于与基础变量无关的纯传染的解释。

定义1:传导是指一个国家发生危机导致另一个国家发生危机可能性的增加。该定义通常与货币危机的实证研究相联系,虽然货币危机通常会涉及很多国家,但一些国家发生了贬值,而另一些国家却避免了贬值,如果危机导致另一些国家发生了货币贬值,那么,传导就发生了。

定义2:传导是指危机国家的波动性溢出到其他国家的金融市场。该定义出于对危机时期金融市场资产价格波动性上升的观察,将金融危机定义为波动性的上升,而将金融危机传导定义为以波动性为代表的国际金融市场的传播。

定义3:传导是指当危机在一个地区的市场或者一组市场发生时,市场之间价格和数量同步变动的显著增加。该定义将市场之间“正常的同步运动”和“超常的同步运动”相区分,强调数量维度的变化,认为当市场之间产生“超常的同步运动”时,金融危机传导特别是纯传染就发生了。

定义4:一国发生危机导致市场之间的结构发生变化,从而导致危机传导渠道发生变化,即称之为传导或者称之为“变动性蔓延”<sup>①</sup>。与定义3类似,该定义同样强调纯传染发生的条件,如果危机发生导致传导机制在某方面变化,那么纯传染就发生了。

在上述分析的基础上,本书对金融危机传导的含义进行了归纳。金融危机传导是指金融危机爆发对本国和其他国家的金融体系(包括金融机构和金融市

<sup>①</sup> Shift-contagion. T. Gravelle, M. Kichian & J. Morley: “Shift Contagion in Asset Markets,” <http://www.bankofcanada.ca/en/res/wp/2003/wp03-5.pdf>, 2003(2).

场以及市场参与主体)和实体经济产生影响的过程以及危机导致的经济金融之间互相作用的过程。同时,本书认为,欲理清金融危机传导的含义需要回答以下问题:金融危机爆发、传导和结束的关系如何?同时发生危机是否构成金融危机传导的充分条件?金融危机传导的形成机制与传导渠道、传导过程的关系如何?

首先,金融危机爆发、传导与结束之间关系的问题是研究金融危机传导不可回避的问题。从时间上讲,金融危机传导必然在金融危机爆发之后,是金融危机爆发造成的进一步后果,这一后果一直延伸到金融危机结束。那么,什么是金融危机爆发?以银行危机为例,是以第一个银行破产清算为危机爆发,还是以第一个银行破产导致整个银行体系混乱为危机爆发?本书选择后者作为危机爆发,前者作为危机形成。另外,金融危机爆发会对其他金融市场、金融机构产生影响,形成综合性金融危机,本书将这一过程也视为金融危机传导。同样,什么是金融危机结束?本书认为金融体系恢复稳定、经济复苏是金融危机结束。

其次,构成金融危机传导的充要条件是需要回答的第二个问题。在现实中,一国爆发危机之后,往往其他国家也会随之爆发危机,那么是否意味着危机从第一个国家传导到其他国家呢?本书认为答案是否定的:同时发生危机不是金融危机传导的充分条件。金融危机传导意味着先有危机爆发,后有其他机构、市场或者国家受到冲击,甚至发生危机,危机爆发在前,受到冲击在后;而且金融危机爆发与其他机构、市场或者国家受到冲击之间存在着因果关系,危机爆发是原因,受到冲击是结果。因此,本书认为共同冲击或者季风效应导致金融危机的同时爆发是共同冲击或者季风效应同时影响了多个国家,多个国家同时爆发危机是时间上的巧合,不是多个国家之间发生的金融危机传导。

最后,金融危机传导的形成机制与传导渠道、传导过程是需要解决的另一个问题。与金融危机爆发有其成因一样,金融危机传导也有其形成机制,它可能是金融危机形成原因的延续,也可能是受到危机冲击的微观主体自身脆弱性和依赖性的反应;同时,因为金融危机传导包含从危机爆发到危机结束的整个过程,而且在这一过程中又包括多个子环节,所以,往往第一个环节的传导结果构成了第二个环节的传导原因。

此外,如果一国发生金融危机对其他市场、机构和国家产生了冲击,但是没有达到发生危机的程度,那么,这种情况属于金融危机传导的范畴吗?本书认为答案是肯定的,上述情况属于金融危机传导的范畴。

## 第二节 文献综述

一般情况下，金融危机传导分为国内传导和国际传导两个组成部分。但是，在理论和实证研究中，金融危机传导往往特指金融危机的国际传导，即金融危机通过某种传导机制和传导渠道传播到危机发生国以外的其他国家和地区，而通常利用影响、冲击、波及等词语指代金融危机的国内传导，或者将国内传导看成是国际传导的前奏。因此，本书重点对金融危机国际传导的理论研究和实证研究进行文献综述。

### 一、关于金融危机传导的理论研究

在金融危机传导的理论中，往往将与基础变量有关的传导和纯传染进行区分。与基础变量有关的传导是指，在经济全球化的条件下国家之间经济基础变量的依赖性日益加强，一国发生金融危机通过影响另一个国家的基础经济条件（国际收支）而传导到其他国家；纯传染是指与经济基础变量无关的金融危机传导，即金融危机不是由于一国经济基础条件发生变化而进行传导的。

基于基础变量金融危机传导的研究首先体现在贸易渠道方面，主要是经典的需求理论中收入效应和价格效应在国际范围内的延伸。该理论认为，一国发生金融危机导致该国国民收入和进口需求的下降，进而导致相对应出口国的出口下降，从而使危机传导到出口国；而且，一国发生金融危机通常与汇率贬值相联系，贬值导致出口增加和进口下降，同样会导致危机传导到相对应的出口国。格拉赫和斯梅茨(Gerlach & Smets)通过对欧洲汇率危机进行观察发现，在1992年9月8日芬兰马克贬值之后投机者加大了对瑞典克朗的供给，意大利里拉和英镑的贬值增加了法国维持固定汇率的压力，1992年11月18日瑞典克朗的贬值增加了挪威维持固定汇率的压力，他们认为，对某个国家货币的成功投机导致该国实际汇率的贬值，从而提高该国商品的出口竞争力，其伙伴国出现经常项目逆差和外汇储备的减少，容易遭受攻击。另外，危机国的货币贬值会降低与其在共同市场上竞争的其他国家的出口竞争力，其他国家通常采取竞争性贬值的措施以保持其出口份额。霍和井上(Huh & Kasa, 2001)认为，在亚洲金融危机时期东亚国家经济在很大程度上依赖于对美国的出口，因此，竞争性贬值是危机传导的主要过程，在他的模型中，运用了价格战的思想，这些国家基于本国利益考虑，在危机之前与美元保持固定汇率，当受到不利冲击

时，它们采取集体贬值的方式以弱化单边贬值的动机。科尔塞蒂(Corsetti, 2000)构造了由三个国家组成的“中心—周边”模型以解释竞争性贬值如何导致货币危机的传导。在他的模型中，中心国是两个周边国的共同市场，其中一个周边国的贬值导致另一个周边国在中心国的竞争力下降，为了改变这种情况，另一个周边国需要采取竞争性贬值的措施。此外，格吉尔和瓦格纳(Berger & Wagner, 2002)认为，当一个国家发生货币危机时，其贸易伙伴国的工资会对此作出反应或者产生类似预期，这也会增加贸易伙伴国货币贬值的可能性。

在金融全球化背景下，国家之间、地区之间金融联系逐步加强，金融渠道成为金融危机国际传导的重要内容。例如，马歇尔(Marshall, 1998)利用“大量违约”和“由于信贷风险导致的对手方违约”解释金融危机传导，他认为，如果投资者对陷入危机的债务人或者政府存在高风险暴露，并且投资者的损失足够大，可能就导致该投资者对其交易对手方的违约，引起金融危机传导。并且，如果银行在这一债务链条之中，那么，银行业的高杠杆、高风险特点很有可能导致违约发生。

在对基于基础变量的金融危机传导进行研究之外，大量学者也对与基础变量无关的纯传染进行研究，以分析当一国基础经济条件没有发生变化时金融危机如何传导。斯纳斯和史密斯(Schinasi & Smith, 1999)从经典的马科维茨投资组合理论出发，认为在信息完全的条件下投资者为了满足流动性约束、资本约束以及风险价值(Value at Risk, VaR)等风险模型的要求而调整资产组合，从而造成纯传染的产生。王鹏(2007)将纯传染区分为经济型传染、政治型传染和文明型传染等不同类型，以解释纯传染的产生。

另外，莫泽(Moser, 2003)将纯传染理论进行归纳，从市场不完全角度来解释纯传染现象，并将这种市场不完全分为信息效应和多米诺效应。信息效应是指代理人将危机看成是更新信息的信号，从而使一国发生危机导致另一国发生危机；多米诺效应是指由于金融的连通性(Financial Connectivity)使一国发生危机进而导致另一个国家发生危机。

信息效应是莫泽(2003)利用信息不完全来解释纯传染的重要内容之一。信息不完全以及获取和处理信息的成本使人们很难对基础变量作出正确估计，使人们在一定程度上保持无知是理性的。当危机发生时，即使一国的经济基础变量没有变化，但是，由于人们对信息的无知导致其在信息不完全的条件下估计该国的基础变量，实施错误的行为。信息效应包括信号提取失效、叫醒效应、预期的影响、道德风险的作用等。

金和瓦德瓦尼(King & Wadhvani, 1990)分析了信号提取失效而导致的纯传染。他们认为,在信息不完全的条件下,市场的参与者无法准确地掌握危机发生国与另一个国家基础变量的相关性,这可能导致两种情况:错误地假设了两国基础变量存在相互依赖的关系;错误地估计了两国基础变量的相互依赖程度<sup>①</sup>。第一种情况意味着在信息完全条件下不会产生传导而信息不完全的条件下产生传导;第二种情况意味着与信息完全条件下的行为相比,信息不完全条件下产生过度传导<sup>②</sup>。另外,市场参与者有可能假定某个国家与危机发生国存在相似的问题,或者投资者将对某个国家的特定冲击看成是对一些国家的共同冲击,将一国发生危机的原因看成是一组国家的共同特质<sup>③</sup>,也会导致纯传染的产生。

戈登斯坦(Goldstein, 1998)利用叫醒效应假说来分析纯传染产生的原因。他认为,一国发生危机会叫醒投资者,从而引起他们对相似国家基础变量的仔细观察,进而发现之前没有发现的问题或者风险,金融危机传导就发生了。与金和瓦德瓦尼(1990)对纯传染的解释不同,信号提取失效是投资者假定某些不存在的问题,而叫醒效应是投资者认识到某些已经存在的问题,是对基础变量更加准确的估计。

预期理论利用从众心理和金融恐慌理论中的精神传染解释纯传染现象。特雷森(Drazen, 2000)认为,一个国家发生危机导致市场参与者对一国金融市场丧失信心,或者对国际金融市场丧失信心,从而引起挤兑,是一种合成谬误。或者说,在存在贝叶斯更新的市场中,市场参与者提高了在相似环境中危机发生的概率。马歇尔(Marshall, 1998)、张和维拉斯科(Chang & Velasco, 2001)、戴蒙得和戴维格(Diamond & Dybvig, 1983)的银行挤兑模型分析危机传导认为,投资者对流动性的同时提取导致获取流动性的成本更加昂贵以及金融资产价格的崩溃。在他们的分析中,当一国的金融体系存在大量以外币标价的债务,并且债务数量超过该国能够获得的外币数量,多重均衡就发生了。如果国际债权人担心其他债权人收回贷款,那么,他们也将收回贷款,从而导致对债务人的清算以及金融市场的混乱,危机均衡产生;如果国际债权人不担心

① 即“虚假的依赖”(Fictitious Interdependence)。

② M. Pritsker: "The Channels for Financial Contagion," S. Claessens & K. Forbes: *International Financial Contagion*, Boston, MA: Kluwer Academic Publishers, 2001, 67-97.

③ 即集团统一假设(Lump Together Hypothesis)。

其他债权人收回贷款，那么，他们也将不收回贷款，当前的金融关系仍将持续，平静均衡出现。此外，奥伯斯特菲尔德(Obstfeld, 1986)认为，预期对于基础变量的负向反馈而引起的政府政策变化也会导致多重均衡的产生。

杜利(Dooley, 2000)利用政府救助的道德风险解释纯传染的发生。他认为，一国发生危机会导致投资者修正政府救市的预期。在资本流动全球化的时代，对资产价值的保险是影响资本流动的重要因素。如果危机的救助使投资者意识到救助的力度小于投资者预期的力度，或者救助后的资产价值小于投资者的债权价值，或者救助后的资产损失大于投资者的预期损失，那么，投资者就会采取行动而引起危机的传导。

特雷森(Drazen, 2000)利用会员传染来解释货币危机条件下纯传染的发生。他将实行固定汇率制度的国家看成是不贬值俱乐部的一员，会员的价值依赖于其他会员的行为。一个会员国的贬值会导致会员价值弱化，即政府对“不贬值承诺”赋予的价值降低以及政府被指责的成本更小，从而导致其他会员国采取贬值措施的可能性提高。

此外，李小牧(2000)认为，在一国发生货币危机后，投资者对其他类似国家的心理预期变化和投资者信心危机造成的投资者情绪的改变是金融危机的主要传染机制，并且，传染机制形成的关键在于投资者认为一些国家之间存在某种相似性。这种相似性包括的范围非常广，常见的有宏观经济基础的相似、政治与经济政策的相似和文化背景的相似，相应地，存在基于经济基础相似的传染、基于政治与经济政策相似的传染和基于文化背景相似的传染。其中，经济基础相似型传染是指一国发生货币危机时，投机者往往对另一个(或几个)与其经济基础相似的国家发起冲击；政治与经济政策相似型传染是指一国发生货币危机披露了与其环境相似国家的政府对待政治成本的态度信息，改变了政府原来的政治和经济成本的平衡关系，增加了投机者的货币贬值预期，从而导致自我实现的金融危机。这种传染主要存在于政治经济同盟国之间；文化背景相似型传染是指即使一些国家在政治、经济上毫无关系，但由于它们具有共同或相似的文明和文化背景、相似的发展历史，被投机者视为具有相同气质的国家，若其中某个国家迫于压力放弃固定汇率时，投资者就会预期其他气质相同的国家在遇到投机性冲击时，也会采取同样的策略，从而促成金融危机向这些国家传染。

多米诺效应是莫泽(2003)利用信息不完全来解释纯传染的另一重要内容。它是指由于金融联系的密切和多样，一国发生危机通过这种金融联系使其对手



方金融条件发生变化,从而使危机传导到第三方,即使第三方的基础条件没有发生变化。多米诺效应主要包括由于流动性约束或者资本约束而导致的资产组合调整。

巴尔德斯(Valdes, 2000)利用流动性约束而导致的资产组合调整分析金融危机的传导。他认为,金融危机可能导致做市商或者市场参与者遭受损失并且收回资金(或者一些市场参与者同时回收资金),这会导致市场流动性显著下降或者干涸。如果市场参与者过度依赖于在该市场上获得融资或者保值,就会导致获得流动性成本的上升或者数量的下降,从而迫使他在其他市场上出售资产以弥补资金缺口或者规避风险,进而使危机传导到其他市场。马森(Masson, 1999)对上述观点提出了质疑,认为上述观点需要解释为什么在基础变量没有发生变化的条件下其他投资者不利用获利机会对该市场进行投资。卡尔沃(Calvo, 1998b)对这个问题进行了回答,他认为,信息不对称的存在往往使投资者不能区分其他投资者对于某一地区或者国家回收资金是由于流动性约束还是由于发现了某些与基础变量相关的信息,因此,其他投资者的最优选择往往也是出售资产,回收资金,而不是占领其他投资者放弃的市场。

金融危机导致投资者资产价值减少、资本恶化。如果面临资本约束,那么,会导致投资者减少其最优资产规模,削减在其他国家的资产,从而导致金融危机传导。例如,根据巴塞尔协议的要求,银行要受到资本充足率的约束,如果一国发生危机导致某个跨国银行资产价值的恶化,资本受到侵蚀,那么,在无法获得新资本注入条件下,只能通过减少风险资产,或者将高风险资产向低风险资产转移而满足资本约束。彼克和罗森格伦(Peek & Rosengren, 1997)利用资本约束解释金融危机在发达经济体之间的传导。

无论是流动性约束,还是资本约束,在一个贷款者对多个国家或地区进行贷款的条件下,一个国家或者地区发生危机会导致该贷款者对其资产组合进行调整而引起对其他国家或者地区贷款的减少,从而导致金融危机通过该贷款者传导到其他国家和地区,人们称之为“共同债权人效应”。其中,对多个国家或者地区进行贷款的贷款者被称为“共同债权人”,可以包括国际银行、对冲基金、机构投资者等。卡明斯基和雷哈特(Kaminsky & Reinhart, 1999)<sup>①</sup>从国际银行角度分析了共同债权人效应;卡尔沃(Calvo, 1998a)从对冲基金角度分

<sup>①</sup> Kaminsky 和 Reinhart 在 1999 年提出“共同债权人效应”,系统论述的文章发表于 2000 年。