

Financial Contagion of European Debt Crisis



随着全球经济一体化的发展和货币自由流动的加速，危机已经不再是一个国家范围内的事情，它对有紧密联系的国家、区域进行传染、扩散，对相邻国家、区域，甚至全球经济体系都带来极大的破坏性。

欧元区债务危机 区域传染研究

陈 晔 余晓明 著



上海交通大学出版社
SHANGHAI JIAO TONG UNIVERSITY PRESS

Financial Contagion of
European Debt Crisis



欧元区债务危机 区域传染研究

陈 晔 余晓明 著



上海交通大学出版社
SHANGHAI JIAO TONG UNIVERSITY PRESS

内容提要

欧元成功运行后,2009年希腊引爆了欧元区债务危机,使得欧元区经济陷入了困境。欧债危机发生在经济实力强的欧元区,范围广、时间长、发展中又此起彼伏,债务危机的区域传染也给欧元区乃至全球经济带来极大的损失。

正是这样的背景下,本书探讨了欧元区债务危机区域传染的影响要素,根据内在特点和地理位置划分区域类别,分析欧元带来的危机传导方式的特殊影响,然后统计描述欧元区债务危机传染的表现形式,实证分析债务危机区域传染的各种内在特征,形成完整欧元区债务危机区域传染的研究体系。

本书适合相关专业的研究人员阅读和参考。

图书在版编目(CIP)数据

欧元区债务危机区域传染研究/陈晔,余晓明著. —上海:上海交通大学出版社,2014

ISBN 978-7-313-11022-0

I. 欧... II. ①陈... ②余... III. 欧元区—债务危机—研究 IV. F825

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2014)第 060256 号

欧元区债务危机区域传染研究

著 者:陈 晔 余晓明

出版发行:上海交通大学出版社

邮政编码:200030

出 版 人:韩建民

印 制:常熟市文化印刷有限公司

开 本:787mm×960mm 1/16

字 数:157千字

版 次:2014年5月第1版

书 号:ISBN 978-7-313-11022-0/F

定 价:30.00元

地 址:上海市番禺路951号

电 话:021-64071208

经 销:全国新华书店

印 张:9

印 次:2014年5月第1次印刷

版权所有 侵权必究

告读者:如发现本书有印装质量问题请与印刷厂质量科联系

联系电话:0512-52219025

前 言

自从 1990 年以来,经济危机发生的频率越来越高。随着全球经济一体化的发展和货币自由流动的加速,危机已经不再是一个国家范围内的事情,它对有紧密联系的国家、区域,发生传染、扩散,对相邻国家、区域,甚至全球经济体系都带来极大的破坏性。

而随着经济深化和经济自由化改革,不断开放的世界经济体系一方面渐渐消除着国际资本流动的屏障,减少政府管制下的价格扭曲和市场失灵,同时,随着国际经济一体化发展,国际资本投机性、趋利性和大规模快速流动的特征加剧了国际金融市场的脆弱性,市场风险和不稳定性增强,危机爆发并发生传染的概率明显加大。在关注危机形成的原因的同时,越来越多的人认识到危机传染的重要性。危机传染对国际投资的资产配置、套利策略、风险管理构成严峻挑战,对每一个国家、企业和个人都产生密切相关的影响。

经济全球化不断发展,危机的易发性、传染性和破坏性日益明显。欧债危机最终演变为波及全球市场乃至实体经济的系统性危机。尽管自爆发至今时间已过多年,本轮危机对世界经济的负面影响仍然深远且广泛。本次欧债危机与以往危机相比具有明显不同的特征,如危机传染的系统性特征更为显著,与实体经济的交互作用更加明显,传染的空间依赖性和空间异质性也更为突出,但与地理距离的远近没有紧密关系。实体经济依赖的国家之间则发生了明显的传染。而这些牵涉到地域空间和国际关系的深层问题已经超越了传统的研究范畴,需要引进更新的分析方法和思路。本书试图采用空间计量经济学、脉冲响应等方法对上述问题做出合理解释。

目 录

第一章 引言	1
第一节 研究的背景	1
第二节 问题的提出	3
第三节 研究的目的和方法	4
第四节 本书结构安排	7
第二章 文献综述	9
第一节 危机区域传染的研究	9
第二节 欧债危机区域传染的研究	15
第三章 欧债危机区域传染影响因素与传染方式	21
第一节 危机区域传染的概念及特征	21
第二节 危机区域传染空间机制	24
第三节 欧债危机区域传染的影响因素	32
第四节 欧债危机在欧元区通过贸易和金融方式传染	39
第四章 欧债危机区域传染的发展演进过程及地理格局	47
第一节 欧债危机区域传染发展演进过程	47
第二节 欧债危机区域传染的格局	52
第五章 欧债危机区域传染的阶段特征研究	56
第一节 欧债危机传染发展阶段的划分	56
第二节 欧债危机区域传染过程分析	62
第三节 欧债危机区域传染阶段特征总结	73

第六章 欧债危机区域传染的影响过程研究	76
第一节 欧债危机区域传染的递归检验	76
第二节 欧债危机传染源的特征	78
第三节 欧债危机中易感机体的免疫性	86
第四节 欧债危机区域传染的影响过程	87
第七章 欧债危机区域传染的空间机制研究	96
第一节 欧债危机区域传染的整体空间机制	96
第二节 欧债危机区域传染的局域空间机制	107
第三节 欧债危机区域传染的空间特征	111
第四节 欧债危机区域传染的影响因素分析	112
第八章 结论	116
附录	118
参考文献	129
索引	138

第一章 引言

第一节 研究的背景

一、危机传染对区域内各国的影响

自从 1990 年以来,我们可以看到区域性经济危机发生的频率越来越高,如 1992 年欧洲货币体系危机、1994 年墨西哥债务危机、1997 年亚洲金融危机、1998 年俄罗斯金融危机、2007 年美国次贷危机以及 2009 年的欧元区主权债务危机。过去我们认为经济危机是每隔 50 年、100 年才会发生的例外事件,但近年来的经济史却显示,危机发生的频率越来越高,也越来越普遍。经济危机的常态化使得越来越多的专家和学者越来越重视经济危机的相关研究,尤其是危机的形成原因和发展过程,而经济危机产生的影响也逐渐成为非常重要的研究课题。

随着全球经济一体化的发展和货币自由流动的加速,经济危机不再是一个国家独立发生的事情,它在整个区域都会产生共振,如欧洲、东南亚等。经济危机也对相邻区域,甚至整个全球都带来极大的破坏性。随着经济深化和经济自由化改革,不断开放的全球经济体不仅减少了全球资本流动的障碍,降低全球价格扭曲及不平衡,而且在全球经济一体化不断快速发展的背景下,大量国际游资及资本快速流动的特征加剧了国际市场的脆弱性,市场风险和不确定性增强,危机爆发并发生传染的概率都明显加大。从而,在关注危机形成的原因的同时,越来越多的人认识到危机传染的重要性。经济危机区域传染对区域经济产生了越来越重大的影响,改变了区域内的贸易、金融,甚至政治、文化。危机传染也突破临近区域,对全球国际投资的资产配置、套利策略、风险管理构成严峻挑战,对每一个经济区域、国家、企业和个人都产生密切相关的影响。

危机传染理论则试图对危机进行分析和解释,明确风险传染的主要原因、传导途径,并寻求有效的防范措施。Valdes 于 1996 年首先提出了危机传染的定义:危机传染是指无法用经济基本面变动说明的(跨国的)信用度同向变动。在观察了拉

美等新兴市场国家的资本流动时发现,代表违约风险程度的二级市场债券价格在7个拉美国家的变动存在正相关性,而债券价格和信用度跨国的这种同向变动却不能够用各国的基本经济情况说明,从而认为这些国家之间存在传染。Valdes关于危机在其他联系较紧密国家范围内传染现象的研究引起了国际范围内学者的广泛关注,关于危机传染这一课题的讨论和研究就此展开。

在经济危机常态化的国际形势下,在危机又会给区域经济甚至全球经济带来巨大破坏的现实中,在危机传染越来越广泛地直接影响资产收益的情况下,本书着手系统性地研究危机区域传染是非常重要而又迫切的。

二、欧元区债务危机及其区域传染简述

在战后新技术条件下,各国各地区之间的分工与依赖日益加深,世界各国之间的贸易依存度不断提高,生产社会化、国际化程度不断深化。国际范围内的区域经济一体化是历史发展的必然趋势,欧盟是目前世界上最有典型意义的区域经济一体化组织。几十年以来,欧洲内部经济、贸易一体化程度不断加深,欧盟成员国生产要素在国家之间流动更加顺畅。

但是,经济一体化在促进分工合作、经济增长的同时,也便利了危机的传染和蔓延。自20世纪90年代以来,国际上经常出现市场动荡加剧,不管该国的经济基本面是否良好,制度安排是否完善,任何一个国家都难免受到区域内部其他国家经济波动的影响而发生经济的不稳定,危机的区域传染对区域内各主权国家的经济活动具有重要影响。

2008—2010年,危机使欧元区16个成员国经济发展不平衡问题全面显现,尤其是政府债务问题日益严重。欧元区各国在推出大规模财政刺激计划后,越来越多的国家突破了《欧洲联盟条约》对财政赤字不得超过GDP的3%和政府债务总额不超过GDP的60%的限制。2008年,整个欧元区财政赤字水平由2007年的0.6%上升到1.9%。同时,2007年以来,欧元区总体债务与GDP比值一直超过60%的界限,而且在危机影响和欧洲经济增长乏力的背景下,该比率呈快速上升趋势。2009年底,在迪拜债务问题尚未明朗的情况下,标准普尔和惠誉国际等评级公司下调了希腊的主权信用等级引发全球股市的又一轮普遍下跌,希腊ASE综合指数下跌6%,欧元区股市遭遇重创,美国股市也未能幸免,标志着欧洲主权债务危机正式爆发,希腊的债务危机随即被社会各界所关注,并引发了欧盟部分国家的主权债务危机。

欧盟内部希腊、爱尔兰、西班牙、葡萄牙、意大利(欧猪五国)等国家长期经济状

况并不良好,在美国次贷危机的影响下,各国普遍存在主权债务数量较大、占 GDP 比重过高的问题,甚至一些外界认为较稳健的国家以及欧元区内经济实力较强的欧洲其他国家也开始陷入危机,包括德国都预报未来三年预算赤字居高不下,此时希腊已非债务危机的唯一主角,整个欧盟都陷入债务危机。

欧元区主权债务危机(以下简称“欧债危机”)席卷了整个欧元区,对全球都带来了极大的破坏性。欧元区的经济体量全球最大,至 2014 年 1 月 1 月,欧元区成员已增到 18 个国家。因此研究欧债危机的重要性不言而喻。欧元区是区域经济一体化的一个典型案例,是全球各大经济区学习和效仿的对象,也是全球其他经济区的代表,因此研究欧元区也不仅仅停留在欧元区,也能对全球各大经济区带来借鉴意义。而欧元区又是货币一体化的一个特殊案例,是目前全球唯一一个实现区域内统一货币的经济区,它在债务危机区域传染中也将表现出其独有的特征。

综合而言,研究欧债危机的区域传染既具有区域经济现象研究的普遍性,又有其区域经济债务的特殊性;研究欧债危机的区域传染既具有危机现象研究的长期性,又有其紧迫性。

第二节 问题的提出

研究表明 20 世纪 90 年代以来的每一次危机都带有明显的传染性,无论地区性的东南亚金融危机,经济实力较弱的墨西哥货币危机,还是爆发在世界经济强国的美国次贷危机,学者们都论证了危机区域传染的存在性。

不同的经济危机所传染的区域也是不同的,有的危机传染是区域性的,或影响力相对较弱、影响范围较狭小;或局限在经济结构相似的国家,经济金融联系密切的国家;也有影响力非常大,传染到全球的。欧债危机的影响力有多大?欧元区的国家使用了欧元这一共同的货币,使得这些国家捆绑在了同一战车上,当欧猪五国发生债务危机时,危机区域传染对欧元区各成员国家是否有着不同的影响?进一步看,欧债危机的传染对欧元区外的欧洲国家产生了怎样的影响?又对欧洲以外的国家如美国等产生了怎样的影响?

欧债危机起于 2009 年末,延续到 2011 年末甚至更久,时间跨度非常的长,欧债危机区域传染在这个过程中出现了哪些过程特征?危机区域传染的强度怎样,是随着危机的发展越来越强化,还是危机发生后就相对稳定或者其他状态?

欧债危机发生的时间紧接着美国次贷危机,有学者认为欧债危机就是次贷危机的延续,那么美国对欧债危机的影响是怎样的?欧债危机区域传染是不是一个

独立的传染结果,还是美国次贷危机混合传染的结果?

欧债危机的爆发不同于以往的任何一次危机,它有其独特的形成原因。在整个危机区域传染的过程中,不同的国家接连出现问题,如希腊等还出现了几次债务恶化的反复,那么危机区域传染源是不是就是危机爆发的国家希腊,或者其他国家对危机的传染具有推动力?欧债危机中被传染的国家又有怎样的特征,哪些特征导致了危机区域传染中的免疫?

欧债危机传染的影响因素有很多,可以分为外部的和内部的两种。外界环境对欧债危机区域传染起到怎样的作用,哪些内部因素又对欧债危机的传染起到作用?

欧债危机另外一个值得特别关注的特征就是发生在欧元区,采用了统一的货币欧元。那么,欧元在促进欧盟一体化全球一体化的同时,在危机发生时又对危机的传染产生怎样的作用,其特殊的市场环境对危机的传染又产生怎样的影响?欧元对于区域传染的影响又将对最优区域货币的理论带来怎样的改变?

欧债危机区域传染是一个非常有意义的命题,值得进行综合性的系统论述以及针对性的深入研究和专项挖掘,可以延伸出多方面理论和实践的探讨。上述这些问题就是本书尝试去研究分析的,本书也试图去探索其中的解释和答案,为进一步的研究做铺垫工作。

第三节 研究的目的是方法

一、研究目的和意义

(一) 研究目的

本书希望能通过对欧债危机区域传染的研究,去探讨欧债危机中各阶段传染的影响程度、传染源和易感机体的特征和影响关系、传染的影响过程、传染的空间机制、各影响要素的特征和贡献度,寻找到欧债危机区域传染原因的特殊性,论证欧债危机区域传染的过程特征和传染机制,挖掘欧债危机区域传染中的各种特性。

本书通过这些研究,希望能达到如下主要目的:

- (1) 探讨欧债危机区域传染过程及传染机制;
- (2) 挖掘欧债危机区域传染的各种特征;
- (3) 明确欧债危机区域传染在各区域影响的不同规律;
- (4) 区分欧债危机与以往危机区域传染的差异;

(5) 总结欧债危机区域传染各要素的影响因素和影响程度;

本书也希望通过这些研究,能达到如下附加目的:

为研究危机区域传染理论提供新的分析角度和计量模型;寻找和建立一套研究危机区域传染的方法体系;为防范危机区域传染寻找到的免疫方法;为避免危机区域传染造成损失提出可行的应对措施;为经济全球一体化下的资产配置和国际货币储备方案提供建议。

(二) 研究意义

本书对于危机区域传染的研究具有重要的理论意义(见图 1-1)。由于危机区域传染属于较新的研究领域,学者们对一些问题的认识还存在不少分歧或争议,这给后续研究人员了解和进一步研究该问题造成不少的障碍。区域经济的研究更多地关注于贸易联系和金融联系,而本书将开拓一个新的视角和新的领域来对区域经济做一些前沿的研究。

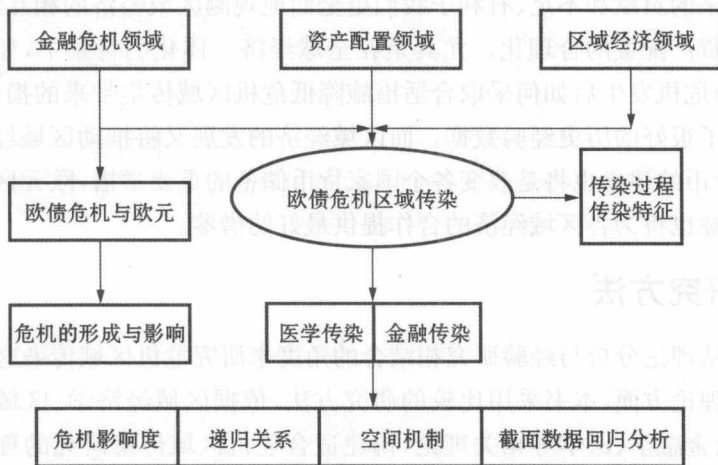


图 1-1 研究所属相关理论领域

首先,本书是危机区域传染领域的系统性的研究。本书在认真梳理近年来国际国内关于危机及其在区域范围内发生传染等相关研究的基础上,通过医学传染的对比,全面系统地总结关于区域危机区域传染研究的主要问题和主要观点,深入分析危机区域传染问题的研究思路和主要研究方法,为研究人员深入、全面了解危机区域传染的概念、危机区域传染原因、危机区域传染机制、危机传染的区域差异、危机传染表现特征、如何防范危机传染等问题提供一个完整框架,并为推进危机区域传染问题研究提供一些建设性的意见。

其次,本书是欧债危机这一区域危机的重要的专项研究。本书对于欧债危机的研究也具有一定的现实意义,这有助于我们更清晰地了解欧债危机的区域传染,有助于我们更全面地认识欧债危机的整体过程,也有助于我们更好地认识欧债危机中危机区域传染的各项特征,有助于我们更好地认识危机传染的区域差异规律,有助于我们防范危机的传染和降低危机传染带来的损失,更有助于我们认识 20 世纪 90 年代以来危机区域传染的区别和变化。

第三,本书对欧债危机区域传染的实证分析是完整的研究,对于危机区域传染的统计分析、对于研究危机区域传染也有一定的借鉴意义。通过对危机区域传染要素提炼、原因分析、区域划分、传染过程、传染特征、空间机制、影响程度等多方面的研究,构成一个完整的指标体系,能更有助于对区域传染做更广泛更深入的研究。

第四,本书也可以为区域经济理论提供有效的补充研究,有利于我们更深刻地理解欧元带来的贡献和不足、有利于我们更全面地观测区域经济的相互影响、有利于促进国际资产配置的合理化。尤其是在全球经济一体化的背景下,如何防范危机,尤其是当危机发生后如何采取合适措施降低危机区域传染带来的损失,这对国家政府提供了很好的历史经验数据。而区域经济的发展又将推动区域经济更多的协作,区域货币的建立也将是改变各个国家货币储备的重要举措,欧元区的欧债危机的传染无疑也将为各区域经济的合作提供最好的借鉴。

二、研究方法

本书将从理论分析与经验研究相结合的角度来研究危机区域传染这一问题。

首先从理论方面,本书采用比较的研究方法,依据区域经济学、区域经济一体化发展、行为金融学、医学等相关理论,构建适合危机区域传染研究的理论分析框架,探索危机区域传染要素的内在特点、传染的原因、传染的独立性,传染的区域性以及传染的过程特征等,奠定全书的研究基础。

其次在经验研究方面,主要通过统计描述和计量检验为主展开,通过对欧元区国家和美国英国等资本市场数据整理出较新的危机区域传染数据,并根据欧债危机的进程,结合对不同阶段数据的直接观察和深入统计比较处理,运用序列回归、危机影响程度计量、递归关系检验、脉冲响应分析、空间机制分析、回归分析等统计分析的计量经济学方法展开系统性的研究。

通过理论分析和经验研究的结合,找到对应于危机区域传染的各要素的不同特点、不同要素影响的不同结果、危机的不同原因带来传染的不同表现形式和不同

的传染过程所表现出的不同特征。

三、本书创新之处

自经济危机传染概念提出以来,危机区域传染问题引起国外较多学者的讨论和分析,而国内对于危机区域传染的研究仍较少,危机区域传染本身就是一个崭新的领域,目前还是一个空白区,较少有人对危机传染对于区域的不同影响及其规律做完整的研究,因此,本书针对危机区域传染的分析具有一定的创新性,主要体现在:

(1) 目前对危机区域传染领域的研究一般以研究传染的存在性为主,较少对传染源和易感群体等要素进行比较分析,对进入区域传染的差异影响也较少涉及,也较少研究传染中所表现出来的特征,本书为将来的危机传染的研究提供了一个全面的要素分析体系。

(2) 目前对欧债危机区域传染的研究较多地是通过经验分析研究传染,本书为危机区域传染的研究提供了一个特殊的视角,即研究危机传染的区域差异。而欧债危机区域传染的研究也为区域经济的研究提供了一个新的视角,不再仅仅局限在实体贸易联系和金融联系方面。

(3) 对危机传染的计量研究较多的是采用单一的检验方法对危机传染的存在性或促发原因进行经验分析和检验,较少采用多重方法进行综合比较论证。本书为危机区域传染的研究提供了一个新的经验分析方法,全面地分析危机传染所表现出来的各种特征。

第四节 本书结构安排

本书结构具体安排如下:

第一章为引言。提出了文章研究选题的背景、研究的目的与意义、研究思路与方法、研究的基本框架。危机频发不仅影响一国经济发展,往往会传染到区域内其他国家。欧元区具有区域经济一体化的典型性,因此本书对欧元区债务危机的区域传染展开研究。

第二章为文献综述,从区域传染的理论研究出发,具体包括危机区域传染原因、传染渠道和传染经验分析,经验分析包括关联性分析、条件概率分析等,还对欧债危机中欧元对欧债危机的传染的影响进行了理论综述,对欧元区债务危机成因、欧元区债务危机区域传染等方面进行了阐述。

第三章为欧债危机区域传染影响因素与传染方式,从医学传染的概念出发,阐述医学传染与区域传染的相似与区别。从危机区域传染的空间机制出发,分析了债务危机区域传染的空间溢出效应及空间关系和特征。然后明确了传染源国家和易感机体的GDP和财政债务情况是欧债危机区域传染中的主要影响因素,并对相关因素作比较说明,而后分析了美国次贷危机对欧债危机区域传染的影响。最后分析了欧债危机在欧元区内通过贸易和金融方式传染,对贸易金融联系紧密促进欧债危机区域范围内传染进行分析。

第四章为欧债危机区域传染的发展演进过程和地理格局,首先分析了欧债危机主要过程和重点国家的详细情况,分析了欧元区债务危机的进程,对欧猪五国^①债务发展作简单介绍,而后从欧元对欧债危机的特殊性出发,分析了欧元区对于欧洲经济区域和地理格局的影响,分析了欧元对危机区域传染的影响作用,对地理区域进行了初步划分。

第五章为欧债危机区域传染的阶段特征研究。用危机指数统计计量分析的方法,对欧债危机过程中的非危机阶段、次贷危机阶段、欧债危机前阶段、欧债危机开端阶段、发展阶段、蔓延阶段、暂缓阶段、升级阶段、扩散阶段、后欧债危机阶段进行了传染机制的分析,并总结欧债危机区域传染中不同阶段的影响程度及特征。

第六章为欧债危机区域传染的影响过程研究。用递归检验的方法,对欧债危机过程中表现出来的传染源和易感机体的特征及相关影响关系进行了分析,并通过脉冲响应分析,对欧债危机传染的影响过程及其各种特征进行了分析。

第七章为欧债危机区域传染的空间机制研究,通过对传染的整体空间影响的研究,分析距离远近和受影响程度的规律,并通过对传染的局域空间影响的研究,分析了区域聚集的规律。最后对影响要素及其贡献度进行了进一步系统归纳。

第八章为结论和展望,总结了文章结论,指出了本书的不足,对进一步研究进行了展望。

^① 是国际债券分析家、学者和国际经济媒体对欧洲五个主权债券信用评级较低的经济体的贬称。涵盖葡萄牙(Portugal)、意大利(Italy)、爱尔兰(Ireland)、希腊(Greece)和西班牙(Spain),因其英文国名首字母组合“PIIGS”类似英文单词pigs(猪),故名。

第二章 文献综述

第一节 危机区域传染的研究

一、危机传染的定义

对于危机传染的定义,理论研究中还存在一定的分歧,一般可以分为两大类:一类是广义的定义,认为危机从一国(地区)传播或者蔓延到另一个国家(地区)即为传染;另一类是狭义的定义,认为危机从危机国传播和扩散到该国引起该国宏观基本面之外的变化为传染。以 Masson 为代表的经济学家称其为危机的“纯传染”(pure contagion)。

然而,学者们又从不同的研究角度出发对狭义的危机传染给出了各自的理解和定义,Edwards^①于1998年给出了危机传染的定义,他定义危机传染是从危机发生国到其他国家的波动溢出效应,也就是说危机存在一个典型的现象,就是危机期间危机国资产价格会出现大幅波动,随后其他相似经济状况的国家也会受到传染,资产价格也可能出现相同的大幅波动,这种波动性的跨国传播和扩散又被称为“波动溢出效应”。

Forbes 和 Rigobon^②于2001年从测量危机传染的角度提出了一个定义:危机传染是一个(或一些)国家受到冲击后跨国联系的显著增强。他们主要基于如下的考虑,假如两个国家存在非常密切的跨市场联系(cross-market linkages),如地域相连、经济结构和历史相同、贸易与金融联系紧密,一个国家出现了危机,另一国家受到危机冲击属正常情况,不应认为是发生了危机传染。但是,两个平常关系并不

① Edwards, S., 1998, "Interest Rate Volatility, Capital Controls and Contagion," *NBER Working Paper*, No. 6756.

② Forbes, K. and R. Rigobon, 2001, "Measuring Contagion: Conceptual and Empirical Issues," in Claessens, S. and K. Forbes (eds.), *International Financial Contagion*[M]. Kluwer Academic Publishers.

密切的国家在一个国家发生危机后,如果两国跨资本市场联系显著增强,这才是真正意义上的危机传染。

本书对危机传染的定义,也是狭义的一般意义的定义,即认为危机区域传染是危机中各国指标的同向变动。

二、危机传染的原因分析

(一) 空间作用引发危机传染

随着全球经济一体化和金融一体化的推进,欧元区内经济往来越来越密切,而信息科技的变革使得信息流动越来越便捷,这些交流促进了各个国家之间经济趋同,一定程度上削减了空间的作用和限制,O'Brien(1992)认为“有越来越多的经济活动将不再受制于地理条件”,另有学者提出,尽管有信息革命的推动,但不同国家地理距离仍然还是金融活动的非常重要的影响因素。在证券市场这一流动性非常强、金融产品标准化的具有代表意义的金融市场,信息并不完全对称和充分,金融机构及金融市场参与者在空间距离和地理位置的相关关系能够影响经济活动和风险。

Zhao(2002)从金融地理学角度指出,信息有标准化和非标准化之分,标准化信息是可以通过公开渠道获得的,具有传播广的特点。非标准化信息一般不通过媒体传播,如关于公司内部情况的消息,传播范围有限,因此,非标准化信息是不对称的,非标准化信息往往通过直接的接触和交流容易获得,因此任何经济活动仍不能脱离地理因素和空间因素。美国学者义孚也证明,国家的社会、文化背景等软性条件使得金融系统表现为多元化,“位置空间”的概念强化了区位和位置的重要性,地理位置具有特殊作用。

Pred(1984)也认为“地点”具有重要意义,人类经济活动与地理位置关系密切,经济活动受到当地社会制度等多种因素的影响,经济活动本身又会成为影响当地政治、经济、人文、社会综合体的重要因素。

Clark(2003)研究了欧元区内重要经济体德国的资本市场,认为尽管欧洲经济一体化经历了数十年的发展,但一体化水平以及资本市场的有效性仍较低,投资者离信息源距离远近影响了他获得信息的能力以及信息的有效性,国家边界对市场波动反应有效性影响仍较大。

Maurseth(2001)分析了欧洲经济收敛程度,分析了欧洲范围内空间地理位置对国家经济紧密程度有较大的影响。国外学者 Eichengreen、Rose 和 Wyplosz(1996年)在对20个OECD国家30多年宏观经济与政治的季度数据进行统计分

析和检验后发现,危机更容易在相似的宏观经济情况国家之间以及空间位置相邻的国家之间进行传播。

Ahluwalia(2000)分析了国家之间的可见相似性与空间距离,认为某个国家如果与危机发源国在导致危机发生的一些问题上具有相同缺点,很容易导致危机扩散到该国,如果空间距离较近,危机将很快传播到该国,并将相同危机冲击对不同国家产生的不同传染效果称为“差异性传染”。

(二) 内在脆弱性与资本流动引发危机传染

关于危机区域传染的研究仍存在较多争议,许多学者认为国家内在的脆弱性与危机的产生具有紧密关系。针对危机传染,国外学者 Stiglitz 研究认为,发展中国家资本市场发展并不完善,而有些国家资本管制比较少,资本流动非常迅速,这种超常的资本流动促进了危机的产生并推动危机发生传染,应该采取像南美洲国家智利采取的限制资本流动的方式和国家管制政策来限制和遏制危机的传染。

而 Edwards 在 2000 年发表文章认为通过资本管制的方法并不可取。他通过研究认为,一个国家是否受到危机影响虽然与资本管制有一定关系,但更多的是与国家经济金融发展水平相关,国家的资本管制政策只会产生表面上的安全感,其实对国家的金融、经济发展影响负面效果更大。Gregorio 和 Valdes 研究后表示,国际债务和汇率制度在限制危机跨国传染方面有一定影响,而资本管制政策和资本流动控制并不能完全遏制危机传染。

而区域内主权国家极易被危机传染,其根源是各个国家在经济和金融上存在脆弱性,一旦某个国家发生危机,与它地理位置接近的周边国家的脆弱性很容易暴露在公众面前从而导致危机发生。国外研究资料显示,Perry 和 Lederman(1998)认为金融脆弱性是导致 1997 年东南亚金融危机大面积传染的重要原因。Bussière 和 Mulder(1999)通过分析 1994 和 1997 年的金融危机事件也证实了新兴市场国家的外在脆弱性容易导致危机的扩散。

发展中国家和新兴市场国家,如拉丁美洲的墨西哥、阿根廷等国相继爆发了较严重的债务危机,墨西哥、阿根廷货币在短时间内出现迅速贬值,拉美国家金融市场动荡。经济学家克鲁格曼(Krugman,1979)首先对 20 世纪 70 年代末期发展中国家和新兴市场国家的债务危机进行研究,克鲁格曼(1979)强调国家的宏观经济基本指标和宏观经济政策协调,认为一国的经济基本面与经济政策不协调会导致危机。克鲁格曼假定,一国政府国内财政赤字,而这种财政赤字日益增加,并通过央行持有国债转化为货币形式,该国国内信贷就会以固定的速度不断扩张。政府为了保持本国货币币值稳定,采取抛售央行持有的外汇储备的方式,抵消因财政赤