

论金融危机传染路径及对我国的启示

范恒森¹, 李连三²

(1. 北京大学 光华管理学院博士后流动站, 北京 100871; 2. 国元证券有限责任公司, 安徽 合肥 230001)

摘要:在高度关联国家的金融市场上, 金融危机的发生呈现很高的相关性, 金融危机从一个国家向另一个国家传输, 这种现象被认为是金融危机传染。本文集中于金融危机传染路径的分析, 尝试寻求防范金融危机传染的政策即针对不同的传染路径制定相应的对策以降低或隔离金融危机传染, 从而使我国尽量隔离金融危机的影响。

关键词:金融危机; 金融危机传染; 传染路径

中图分类号: F831. 6; F831. 59 **文献标识码:** A **文章编号:** 1001-9952(2001)11-0051-08

一、问题的提出: 何谓金融危机传染

20 世纪 90 年代以来, 在世界上一些国家的金融市场上发生了一系列的金融危机, 如 1994 年墨西哥货币危机、1997 年亚洲金融危机、1998 年俄罗斯金融危机、1999 年巴西金融危机、2000 年美国 NASDAQ 股票市场危机等。这些危机倾向于象传染病一样在国家间蔓延传输。这一现象值得思考, 为什么在某一个国家发生的危机能够迅速地影响世界上其他的国家和地区? 危机是通过怎样的传输路径进行传输的?

从历史的角度看, 金融危机的国际传输并不是什么新鲜事物, 例如, Michael D. Bordo 和 Antu Panini Murshid(2000)对人类历史上近两个世纪以来发生的国际金融危机进行了系统的总结, 他们发现, 1825—1900 年期间, 国际性金融危机平均每隔 25 年就爆发一次。这些危机均发生在金本位制时代, 这一期间的危机有两个重要的特征: 第一, 由于黄金的充分可兑换性, 绝大多数国家以固定汇率制(金平价)为纽带紧密地联系在一起, 并且, 这一时期崇尚自由贸易理念, 在国家间商品和资本的流动几乎没有障碍, 这为危机的国际传输提供了便利条件; 第二, 这些国际金融危机经常表现为通货紧缩, 原因在于黄金本位制是一种商品本位制, 这一制度具有自我约束机制, 黄金的供给一直难以满足交易的需求, 这使得过多的商品追逐较少的货币, 因此, 金融危机以通货紧缩的形式表现出来。

二战后, 国际货币制度进入布雷顿森林体系时代, 各国实行的是一种变相的金本位制度。由于实行双挂钩制度(即美元与黄金挂钩, 各成员国货币与美元挂钩), 尽管此时仍然实行可调整的盯住汇率制, 但是, 美元的发行可以部分弥补国际货币供给的不足, 因此, 在“特里芬难题”

收稿日期: 2001-06-22

作者简介: 范恒森(1964—), 男, 安徽太和人, 北京大学光华管理学院博士后流动站研究人员。

李连三(1973—), 男, 安徽利辛人, 国元证券有限责任公司, 经济学硕士。

充分暴露出来之前,该体系表现出了相对的稳定性。这一期间的国际金融市场相对稳定,虽然也发生过一些货币危机,但是,没有发生过大规模的货币危机和银行危机,并且,危机对经济的影响不大。只是到布雷顿森林体系后期,随着世界经济的发展,国际经济活动的膨胀和国际贸易的扩大,国际货币的供给必须以美国的赤字来弥补,而美国赤字的增加又导致美元的信誉受损,美元面临着贬值的压力,这样,“特里芬难题”充分暴露,导致布雷顿森林体系崩溃。

自从实行完全的信用货币制度以来,金融危机的国际传输变得非常复杂,在国际间贸易联系的日益紧密、各国政治经济相互依赖性的不断增强、世界经济日益一体化、浮动汇率制与盯住汇率制并行、没有一个统一的国际货币制度安排、信息传输速度的极大提高、各国金融体系的联系日益紧密以及各种国际性和区域性的组织(如世贸组织、欧洲货币区等)的范围日益扩大等因素使金融危机发生、传输的频率和速度日益加快,尤其是20世纪的90年代,危机的发生更加频繁,并且,影响的范围在日益扩大。

理论界关于金融危机传染的定义有很大的分歧,对金融危机传染定义的不同将导致研究方法与研究思路的不同。在初期的关于金融危机传染的定义中,把传染定义为冲击在正常期和危机期其传输方式的转变或改变。以后,有人从更狭窄的角度出发,把传染定义为通过特定的路径(例如羊群效应或者非理性投资者行为)进行危机的传输。也有人从宽泛的角度出发,把传染定义为联系国家间和引起市场协同运动的任何路径。一种比较流行的关于传染的定义是当冲击的传输不是由宏观经济的基本状况所引起时,此时的危机传输就是传染。

关于金融危机传染的宽泛定义比较准确地表达了危机国际传输的现象,但是,我们认为,传染应该是一个过程,而非静止的状态,因此,不能把传染定义为路径,实际上,在通常情况下,金融危机从一个国家(或地区)向另一个国家(或地区)的传输过程就是金融危机传染。

该定义有三个优点:(1)从字面含义来看,传染是一个过程而非静止的状态,把传染作为一个过程而不是路径,更加符合传染的定义;(2)排除了那些危机国对其他国家所产生的次要的非显著的影响,即只承认危机国通过跨市场间的联系对目标国产生显著性冲击时才能被认为是金融危机传染;(3)范围更广,不仅包括以基本经济状况联系为媒介的危机传染,而且还包括市场情绪转变和对既存信息解释的转变等主观因素所引起的危机传输。

二、国际经济界对金融危机传染路径的分类

在经典经济学文献中,金融危机传染的路径主要有以下五种:国际贸易联系,核心国向周边地区的放贷行为,国家间金融市场和商品市场上的套利行为,投资者的学习效应、投资者的风险意识提高等心理因素,宏观经济相似性。上述五种路径可以概括为两大传染路径:偶发性危机传染路径和非偶发性危机传染路径。前者指传染路径只是在危机发生后才出现的,在稳定时期,传染路径不存在;后者假定在一次冲击后传染路径与危机前相比并无不同之处,也即是讲在稳定期和危机期,传染路径都是存在并且所起的作用是一样的,这些路径又称国家间的真实联系。

(一)偶发性危机传染路径

偶发性危机传染路径把冲击在国际间的传输分为三类:多重均衡、内生流动性和政治因素的影响。

1. 多重均衡途径。这一途径又称为“纯传染”。假定金融市场存在多重均衡,如果投资者预期改变了,能够引起均衡的改变,即从稳定期的较优,均衡转变为危机期的较差的均衡,甚至

在基本经济状况没有发生改变的情况下这种现象也会出现。在这一路径中,投资者的作用非常大,如果投资者估计一国(或地区)的汇率制度或者整个金融市场会崩溃,那么,与该国(或地区)具有宏观经济相似性的国家(或地区)也很难幸免。Masson(1998)指出在一个国家(或者经济体)发生的危机能够调整投资者(包括国内和国外的投资者)的预期,导致经济具有相似性的其他国家从一种较优的均衡转变成一种较差的均衡,引起它国发生金融危机。Mullainathan(1998)认为投资者对回忆过去的事件是不完全的,即人类具有遗忘的本性,但是,当一国发生危机时能够引起对过去危机的回忆,将使投资者重新估算他们所考虑的经济变量如债务违约等,并且在心中赋予发生不利情况一个更高的概率。所以,因为人们记忆在受到提醒的状态下具有高度相关性,结果使两国的价格协同发生同向的运动。

在多重均衡路径中,从一个较优均衡向一个较差均衡转变与初始冲击的传输,是由投资者预期或信念的改变所引起,而不是两国间真实的联系所引起。把多重均衡归入偶发性危机传染路径是因为在初始冲击后,投资者改变他们的预期,通过在稳定期并不存在的传输机制传输冲击。

2. 内生流动性冲击途径。Valde(1996)利用一个模型指出,在一个国家,一场危机能够减少市场参与者的流动性,投资者将被迫重新安排他们的证券组合,他们会出售在别的国家的资产以保证自己能够继续市场中运营,满足利润要求、监管要求和流动性要求。如果流动性冲击非常大,一国发生的危机将增加该国信贷配给的程度,并且投资者会在没有受到初始危机影响的国家出售他们持有的资产,结果使这个国家的金融市场发生动荡。

Calvo(1999)建立一个不同上述过程的内生流动性模型,该模型在投资者之间存在信息不对称性,消息灵通的投资者接到一国经济基本状况变动的信号,受流动性冲击的影响,消息灵通者被迫出售他们的资产。消息不灵通者在一个流动性冲击和通过信号(即消息灵通者的行为)显示出现象间无法作出区别,这样,消息不灵通者的反应速度就较慢,但最终会依据信号显示机制作出反应。流动性冲击的结果是两国的资产价格变动呈现出高度的相关性。在这里,Calvo和Mendoza(1999)假设投资者在全球金融市场上通过调整其证券组合以寻求效用最大化。

流动性冲击传输机制在稳定时期不会出现,只有在危机期间由于对流动性的需求和对未来预期的改变才出现。

3. 政治影响传染途径。Drazen(1998)研究了1992—1993年欧洲的货币贬值,发现当其他国家放弃盯住汇率制时,一国放弃盯住汇率制将减少该国所付出的政治成本。但是,由于政治因素的影响,货币当局强行维持盯住汇率制,在一国金融市场开放的情况下,该国的汇率制度必然会遭到阻击,结果引发该国的货币危机,这一过程也必然会影响到宏观经济与经济制度相似的国家,因此,这一途径是由管理者的决策失误所引起的。

在偶发性危机传染路径中,多重均衡途径是以投资者的心理预期为基础传输的,内生流动性冲击是由于投资者的证券组合的重新安排这一过程所传染的,政治性影响途径是基于汇率制度的被迫改变所引发的,这些途径在稳定时期是不存在的,只是在危机期间由于主观因素的变化而导致,因此,称为偶发性危机传染路径。

(二)非偶发性危机传染路径

这一路径可以分为四类:贸易联系途径、政策调整途径、国家风险重估途径、随机性总需求冲击途径。

1. 贸易联系途径。该效应是通过贸易联系产生的。在国际经济交往中,贸易和依附于贸易的资金流动是紧密相关的,因此,传染通过贸易途径是显而易见的。例如,如果一个国家使其货币贬值,这将对提高该国商品的竞争力有直接的好处,潜在地提高对另一国的出口并抑制外国商品在本国的出售。初始贬值也有间接的效应:即提高本国产品在第三方市场上的价格竞争力。这两个效应不仅对一国的销售和产量有直接的影响,而且,如果另一国的竞争力损失严重,就能够提高汇率贬值的预期,可能导致对另一国货币的攻击。

Gerlach 和 Smats(1994)研究了贸易联系途径,如果一国的贸易伙伴或者竞争对手发生货币贬值,则投资者预期改变,可能增加一国货币的脆弱性,其中的主要原因是每个国家为了保持竞争力都有贬值的动力,投资者知道中央银行很难抵制贬值的诱惑,在别国贬值的情况下若不贬值,可能会使本国遭受投机性攻击。Glick 和 Rose(1998)用实证研究表明贸易联系能够很好地解释危机传染。

2. 政策调整途径。这一途径又称“季风效应”,一国对一次经济冲击所作出的政策调整可能迫使与之有紧密联系的国家采取相似的政策,这样,危机很有可能在两国间传输。因此,在许多经济往来紧密的国家之间,贸易协定上常有这一条:如果一国采取宽松的货币政策,那么必须允许另一国提高贸易壁垒,以防止一国采取不负责任的态度损害关系国的利益。

3. 国家风险重估途径。投资者可能会从一国对另一与该国具有相似宏观经济结构和政策的国家产生的冲击中吸取教训。例如,如果一个国家具有脆弱的银行体系并被发现遭遇到货币危机,投资者将会重估与该国具有相似宏观经济结构和政策的国家的银行体系能力,并且相应地调整发生危机可能性的预期。

4. 随机总需求流动性冲击途径。随机总需求冲击能够同时影响几个经济体的基本状况。例如,国际利率的提高、国际资本供给的下降或国际需求的下降能够同时减缓许多国家的经济增长,被这个总需求影响的任何国家的资产价格将在一定程度上一起运动,这样,在冲击后,受到影响的国家间跨越市场的相关性将得以提高。

有必要将随机总需求流动性冲击与内在流动性冲击作一个区分:

假定在两国的两个股票市场间存在如下关系:

$$y_t = \beta x_t + \gamma z_t + \epsilon_t \quad (1)$$

$$x_t = z_t + \eta_t \quad (2)$$

x_t 与 y_t 是两个股票市场的指数, z_t 是随机总需求流动性冲击, ϵ_t 与 η_t 是不同的并且相互独立的随机冲击,假设冲击是从 x_t 通过 β 向 y_t 传输的;当 x_t 为负值时,冲击是从 x_t 通过 β 向 y_t 传输的,流动性冲击对两国有不同的影响。再假设 z_t 与 $x_t, y_t, \epsilon_t, \eta_t$ 是相互独立的,当 z_t 为负值时或其方差增加时构成一个流动性冲击,其对 x_t 和 y_t 有不同的负面影响,但是横跨市场间冲击的传输方式是不变的。这是一个典型的外生性冲击模型。

但是,内生流动性冲击则强调流动性冲击是内生于市场危机中的,一个内生性流动模型的例子可以表示如下:

$$z_t = \begin{cases} \alpha x_t, & x_t < 0 \\ 0, & x_t > 0 \end{cases} \quad (3)$$

z_t 作为内生流动性冲击是在该国股票市场的危机中产生的,在稳定时期 z_t 值为 0。由方程(1)可知,当 x_t 为正值时,冲击是从 x_t 通过 $\beta + \alpha \cdot \gamma$ 向 y_t 传输的。因此,当市场繁荣时没有内生流动性冲击,当市场衰退时产生内生流动性冲击,并且将提高两个市场的方差,传输机制

在内生流动性冲击出现后改变了,并且内生流动性冲击的大小取决于 x_i 的表现。

(三)通过金融市场联系进行危机传染的路径

这一个危机传染路径属于偶发性危机传染路径与非偶发性危机传染路径的综合体,由于这种类型传染路径的重要性,故此单列。

在世界经济日益一体化的今天,发达国家的股票市场、债券市场、货币市场、保险市场、银行服务市场以及金融衍生产品市场面向国内外投资者开放,国家间金融市场通过投资者的投资行为紧密地连接在一起,通过金融市场上经济变量的改变,金融危机可能会更加迅速地传输。例如,投资者的跨市场套利行为、核心国对卫星国的放贷行为的改变、国际上各国银行间的流动性需求的改变等,都能迅速地传输危机。

1. 从整个金融市场间的经济变量联系来看金融危机的传染。在两国股票市场、货币市场、外汇市场间存在着有机的联系。当本国发生货币危机时,本国的货币市场利率必然迅速变动,由于货币市场已经从一种均衡状态向另一种均衡状态转化,这样,两国间的汇率必然发生变化,在另一国的货币市场利率不变的情况下,两国间的汇率变化,使得两国的贸易条件、进出口贸易数量以及资产价格等均需要相应地调整。但是,汇率的调整必然对另一国有很大的负面影响,因此,该国可能会调整本国的利率(即调整该国的货币市场均衡的状态)而维持两国间原来汇率的相对比例。由于本国利率和外国利率重新调整,从而使两国股价出现协调运动的情况,这样,一国的货币市场危机必然会冲击本国的股票市场和外国的货币市场与股票市场,如果两国联系紧密,并且危机国市场的规模不是远小于另一国市场的规模,则很有可能引发另一国出现危机。

2. 从共同贷款者的角度看金融危机的传染。这一传染又称“共同贷款者效应”,贷款包括银行贷款和购买债券。共同贷款者是指在一个经济区域的国家中处于资金供给者角色的国家,如亚洲是日本,拉美是美国等。假设在被金融危机影响的共同贷款者的银行头寸暴露很大,可能会引发大量的潜在损失,因此,共同贷款者的银行需要恢复资本资产比率,满足利润要求,调整风险暴露,在这一过程中,可能会导致危机的传染。一个地区危机的恢复往往依靠共同贷款者提供资金,在这里,本文引用 Rijckeghem 和 Weder(1999)的一个线性回归模型:

$$\text{传染}_i = a_0 + a_1 \text{Trades} + a_2 \text{FundsComp}_i + a_3 \text{Macro-controls} + u_i \quad (4)$$

下标 i 表示卫星国,第一部分衡量卫星国向共同贷款者出口的贸易竞争力,第二部分衡量卫星国从共同贷款者处获得贷款的能力,第三部分衡量卫星国的宏观控制能力。

从共同贷款者处获得贷款的能力可以进一步表示为:

$$i \text{ 国获取贷款的能力} = \sum_c (b_{oc} + b_{ic}) / (b_o + b_i) * [1 - |((b_{oc}/b_o) - (b_{ic}/b_i))| (b_{oc}/b_o) + (b_{ic}/b_i)] \quad (5)$$

这里,下标 o 代表基准国(即危机初始国), c 代表共同贷款者, b_{ic} 表示银行贷款从 c 国到 i 国,方程式的第一部分表示共同贷款者整体重要性的测量,第二部分表示 o 国与 i 国从共同贷款者处争取贷款的能力。

在传染方程中,贸易联系的衡量用直接贸易和在第三方市场上的贸易竞争力来衡量,其中,直接贸易用出口到基准国的贸易量与 i 国的总出口的比例来衡量,在第三方市场上的竞争力用贸易份额指数来表示,具体计算与(5)式相似。宏观控制变量用以下指标来衡量: M_2 /国际储备、与私人部门信贷的比例改变、真实有效汇率的改变比例、经常项目占 GDP 的比例等。

实证研究表明,从共同贷款者处获得贷款的能力与传染发生的概率具有显著的正相关性。

3. 从银行间联系的角度看金融危机的传染。在全球金融市场上,银行间一般相互持有存款,使银行间的关系非常紧密。在正常情况下,每家银行都拥有充足的现金以应付提款的需要,但是,在一些银行经营不善时,这些银行将面临超额流动性需求的冲击,如果同时有一些银行存在超额流动性供给,则可以通过银行间同业拆借市场调配头寸,消除挤兑风险。银行一般通过两条途径来满足流动性需求:一是变现长期资产,但是,长期资产的变现将会使长期资产价值缩水,银行的整体价值将降低,这对银行的长远发展不利;二是提出在其他银行的同业存款或者进行同业拆借来应付挤兑危机。当采取第二种方式时,如果整个市场的超额流动性供给小于超额流动性需求的差额较大,通过“外溢效应”将可能引发整个市场的危机,危机的传染是通过相互存款的提出引发整个市场的短期流动性不足而进行传染的。

这种传染方式是有条件的,当市场有很高的效率和完备的体系时,一地区的银行危机对于其他地区银行的传染性较弱,并且,随着市场参与者人数的增加和经济范围的扩大,整个银行系统对金融危机传染表现出很高的抵制能力;当市场存在缺陷(效率较低、监管乏力等)时,一地区银行的挤兑风险会迅速传染到其他地区的银行系统,并且,随着市场的扩大,这种影响会逐渐放大,使金融危机传染的范围扩大,危机时期延长;当地区间金融市场的联系程度不高时,由于缺乏危机传输的路径,则金融危机的传染就很难发生(金融市场的联系程度不高也包括投资者预期的联系程度不高,市场无论在客观方面还是在主观方面都呈现分割状态)。

三、阻断金融危机传染路径是防范危机传染的重要手段

金融危机传染路径复杂,危机的传染可能是其中的一种路径或多种路径的综合,因此,在寻求治理危机传染的政策时存在着很大的困难。如果宏观经济管理层的政策实施错误,可能会对一国的经济体系带来严重的破坏,这一点已经在亚洲金融危机中得到验证。我们认为,我国在防范危机传染时要作如下政策考虑:

(一)宏观经济管理层必须对危机的传染路径作出正确的判断。

金融危机的传染路径是不同的,例如,在亚洲,危机的传染主要是通过金融市场之间的联系进行的,而俄罗斯危机对巴西的冲击则主要是通过投资者的预期改变来传染的。当另一国发生金融危机时,本国的宏观经济管理层应该能够迅速地跟踪危机国和本国经济的变化,梳理出本国与危机国可能存在的联系,并且估计何种联系是重要的,在各个方面寻求切断危机的传染途径。当然,这种以邻为壑的举措容易招致别国的反对。

(二)要针对不同的路径采取相应的政策措施。

在分清金融危机传染的可能路径后,要针对不同的路径采取应对之策。

1. 如果管理层预期别国的金融危机可能通过投资者预期的改变对本国产生冲击,则管理层应该采取稳定投资者信心的政策,比如针对引发危机国金融危机的因素在本国采取相应的对策,以避免“羊群效应”的发生,从而达到稳定市场信心的目的。

2. 如果估计金融危机可能通过贸易联系进行传染,则要采取增加贸易摩擦成本,比如运用关税、进出口配额等措施来阻止危机的传染,可以用一个小模型来阐释这种作用。假定 a 是国际贸易商品由于增加摩擦成本而使价格增加的部分,由于 a 的存在,使危机中一个重要的传递途径——价格途径受到阻碍,由假定可知:

$$P = eP' + a \quad (6)$$

对(6)式求关于时间的导数并作相应的调整可得:

$$\Delta P/P/\Delta t = [eP'/(eP'+a)] * [\Delta e/e/\Delta t + \Delta P'/P'\Delta t] \quad (7)$$

当 e 为常数时, (7) 式可以改写为:

$$\Delta P/P/\Delta t = [eP'/(eP'+a)] * \Delta P'/P'\Delta t \quad (8)$$

其中, P 为本国物价, P' 为外国物价, e 是直接标价法下的两国汇率, Δt 为变化期的时间。由(8)式可以知道, a 越大, 外国物价变化对本国物价的影响越小, 所以, 通过贸易联系途径传染金融危机的可能性将下降。但是, 此种策略容易招致别国的报复行动。

3. 如果两国的金融市场相关性很强, 则要考虑到关键变量的相互协调、银行间的联系以及共同贷款者的作用。可以利用的措施有: 提高本国的资本充足比率、流动性比率并设法降低外国的资产转换对本国金融市场的影响; 采取直接的资本控制或者通过征收资本税的办法来控制资本的流动; 也可以规定存款利率的高限以避免银行业的无序竞争影响金融体系的稳定等。但是, 短期隔离策略只能暂时阻止金融危机从一国向另一国传输, 这种策略不能用来对付通过两国间长期的真实联系传输的金融危机, 并且, 短期隔离政策的收益有限, 这种策略的实施可能会付出很大的成本(包括政治成本和经济成本)。

4. 要提高管理层控制经济的能力, 尤其要保持适当的国际储备以便于随时用于冲销外国经济波动对本国金融市场的影响。作为商业银行, 要在别国发生危机后尽量提高本国银行系统的流动性储备。最近几年, 世界金融市场对商业银行法定准备金率的要求在逐渐降低, 例如, 美国联邦储备银行分别于 1990 年 12 月和 1992 年 4 月取消了定期存款的法定准备率要求, 加拿大 1992 年 4 月取消了所有 2 年以上期限的法定准备率要求, 但是, 对于金融机构而言, 其必须在自身资产结构中保持一定规模的用于满足兑付要求的现金准备和高流动性的证券资产。对于发展中国家的商业银行, 在宏观经济结构相似国发生危机时更应该注意提高自己资产的流动性, 提高流动性储备。

5. 必须使本国的汇率政策具有弹性。综观泰铢危机, 其中, 对美元的盯住汇率制是一个重要的因素。盯住汇率制存在着天然的缺陷, 不能适应金融市场瞬息万变, 一国独立的货币政策很难实行, 一旦汇率高估或低估, 就会给投机性攻击留下可乘之机。在一国金融市场全面开放的情况下, 国际游资对该国的进攻就可能发生, 尤其在一国经济规模较小、国际储备不足、外债很多的情况下, 投机性攻击成功的概率很高。

鉴于危机主要是通过长期联系如贸易、市场参与者的“学习效应”和金融部门的联系等进行传染, 任何减轻传染可能性的措施都必须降低这些联系, 上述政策不仅在实施中存在困难, 成本极大, 而且, 降低贸易联系和减少金融部门的联系等所付出的成本是否小于降低一国感染危机的收益也难以衡量, 并且, 卫星国对核心国的依附很难割舍, 有的国家在长期的发展中已经形成了相互依靠的产业关系, 在此种情况下断绝往来几乎不可能。国际经济界的实证研究表明, 金融危机的传染绝大部分是依靠长期的实际经济联系进行的, 在经济完全对外开放的条件下使一国能够完全免于别国的冲击是不可能的, 因此, 预防金融危机传染将是一项十分艰巨的任务。

我国目前由于经济的开放度不是很高, 因此, 许多传染路径对我国的影响不大, 这也是我国在亚洲金融危要中能够独善其身的重要原因, 但是, 随着我国加入 WTO 后, 我国经济将全面与国际融合, 各种传染路径在我国将有现实的土壤, 如何因对金融危机的传染需要管理层高度重视。

参考文献:

- [1]陈岱孙,厉以宁. 国际金融学说史[M]. 北京:中国金融出版社,1997.
- [2]范恒森. 金融制度学探索[M]. 北京:中国金融出版社,2000.
- [3]黄金老. 论金融脆弱性[J]. 经济研究,2001,(3).
- [4]李天德,刘爱民. 金融传染理论与政策取向[J]. 经济理论与经济管理,2001,(2):19—24.
- [5]Paul Masson. Contagion; Monsoonal Effects, Spillovers, and Jumps Between Multiple Equilibria [D]. IMF WP, Sept. 1998.
- [6]Caroline Van Rijckeghem, Beatrice Weder. Sources of Contagion: Finance or Trade? [D]. IMF WP. oct. 1999.
- [7]Roberto Rigobon. Contagion: How to Measure It? [D]. NBER WP8118, Feb. 2001.
- [8]Michael D. Bordo, Antu Panini Murshid. Are Financial Crises Becoming increasingly More Contagious? What is the Historical Evidence on Contagion? [D]. NBER WP7900, Sept. 2000.
- [9]Kristin Forbes, Roberto Rigobon. Contagion in Latin America: Definitions, Measurement, and Policy Implications [D]. NBER WP7885, sept. 2000.
- [10]Pavan Ahuwalia. Discriminating Contagion: An Alternative Explanation of Contagious Currency Crises in Emerging Markets [D]. IMF WP, Feb. 2000.
- [11]Calvo, G. and Mendoza, E. Rational Contagion and the Globalization of Security Markets[J]. Journal of International Economics, 51: 79—113, 2000.
- [12]Forbes, K. and Rigobon, R. Measuring Contagion: Conceptual and Empirical Issues [D]. MIT, WP, 2000.

On the Paths of Financial Contagion and Its Enlightenment to Our Country

FAN Heng-sen¹, LI Lian-san²

(1. *The Postdoctoral Program of Guanghua Management School, Beijing University, Beijing 100871, China;*

2. Guoyuan Security Limited Company, Anhui Hefei 230001, China)

Abstract: Financial crisis takes on high correlation in financial markets of linked countries, and can be transmitted from one country to another country. This phenomenon is identified as financial contagion. This paper focuses on analyzing financial contagion's paths, tries to quest policies on keeping away from financial contagion, that is, corresponding countermeasures are constituted according to aiming to different contagious paths in order to reduce or isolate financial contagion, and try to isolate our country from the effect of financial crisis.

Key words: financial crisis; financial contagion; contagious path