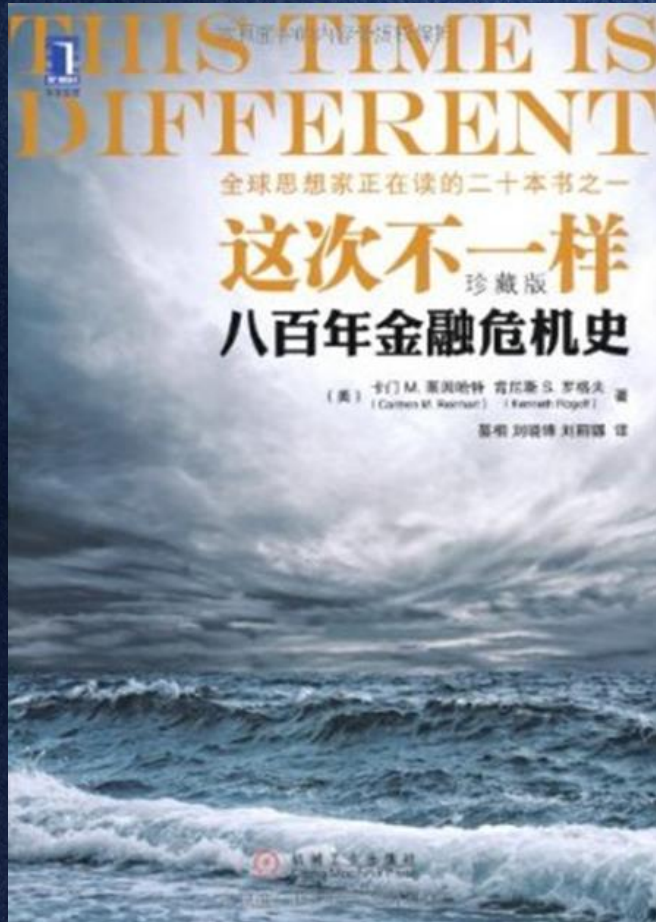


《这次不一样》 读书报告

小组成员：曹萌、杜登瑞、孟惟奇、任佳玮

本书基本信息



- 作者：卡门M·莱因哈特，肯尼斯·罗格夫
- 卡门M·莱因哈特：马里兰大学经济学教授
- 肯尼斯·罗格夫：哈佛大学经济学教授、国际货币基金组织（IMF）前首席经济学家
- 亲测读完大约需要10小时
- 亲测读完有点抓不到重点

这本书写了什么？

- 主题：回顾过去八百年的历史，总结金融危机发生的特征和规律
- 特色：涵盖了近8个世纪的宏观经济数据的庞大数据库
 - 数据附录和参考文献的页数占比：22%
 - 每一章的图表中都有大量的注释
- 形式：基于详实的数据、图表进行分析

书名“这次不一样”是什么意思？

危机前	为什么这次不一样
1930s新兴市场债务危机	不可能再次发生世界大战；更稳定的政局和强劲的全球经济增长可以无限期持续下去；发展中国家的债务水平较低。
1980s债务危机	商品价格强劲，实际利率水平低，石油美元被引导回流，政府部门的技术专家增多，将资金投资于高回报的基础设施，债务采取的是银行贷款形式，而非1920~1930年两次世界大战期间的债券形式。由于单个银行发放了大额的贷款，因此它有动力去收集信息和监控贷款人，以确保资金的正常使用和还本付息。
1990s亚洲债务危机	亚洲地区拥有保守的财政政策、稳定的汇率、较高的经济增长和储蓄率，同时该地区没有发生金融危机的历史记录。
1990s和20世纪初拉丁美洲债务危机	债务采用的是债券形式而非银行贷款。（请注意信念的钟摆如何在债券更安全和银行贷款更安全之间摆动。）由于债券形式下债权人的数量要远远大于贷款形式下银行的数量，因此各国在违约之前都会权衡再三，因为债权人谈判会变得更困难。
次贷危机	由于全球经济一体化、技术的快速进步、更高级的金融系统、对货币政策更深刻的理解，以及债务证券化的出现，一切都变得很好。

“这次不一样”综合症

- “这次不一样”是一个反讽，真相是“这次还是一样”
- “这次不一样”综合症：源于人们内心一种根深蒂固的信条，即认为金融危机是一件在别的时间、别的国家，发生在别人身上的事情，金融危机不会发生在我们自己身上。原因在于我们做得比别人好，比别人更聪明，同时我们也从历史错误中吸取了教训。

本次报告将主要讲些什么？

- 作者对危机的定义
- 作者对历史的研究总结出来哪些有趣的事实
- 作者的建议
- 穿插我们小组的个人思考

作者是怎样定义危机的？

危机表现	定义方式	定义（简要）
通货膨胀	量化定义	年通货膨胀率 $\geq 20\%$
货币危机	量化定义	年贬值率 $\geq 15\%$
货币贬值	量化定义	（注意针对金属货币）流通中硬币金属含量减少 $\geq 5\%$
银行危机	事件定义	金融机构倒闭、合并或被接管
外债危机	事件定义	到期未能支付本金和利息，或进行了消极的债务重组
国内债务危机	事件定义	除同外债危机的定义外，还包括冻结银行存款和强制将美元存款转换为本币存款

债务危机之外债连续违约问题

- 各地区的大部分国家都经历了一个长期的外债连续违约阶段
- 新兴市场国家发生违约的时候，其债务/GDP通常远低于欧洲马斯特里赫特条约所规定的60%
 - 新兴市场国家具有“债务不耐”的特征
 - “债务不耐”是连续违约的根源
- 债务不耐问题国亟须将债务水平降低到一个安全区间
 - 不幸的是，历史经验表明很难通过正常途径做到
 - 大多数国家都是通过违约和债务重组来完成

1970~2008违约发生时的外债水平频数分布

违约或重组发生该年年末外债 与GNP比率的范围	债务违约或重组数在所有中等 收入国家中的占比 (%)
<40	19.4
41~60	32.3
61~80	16.1
81~100	16.1
>100	16.1

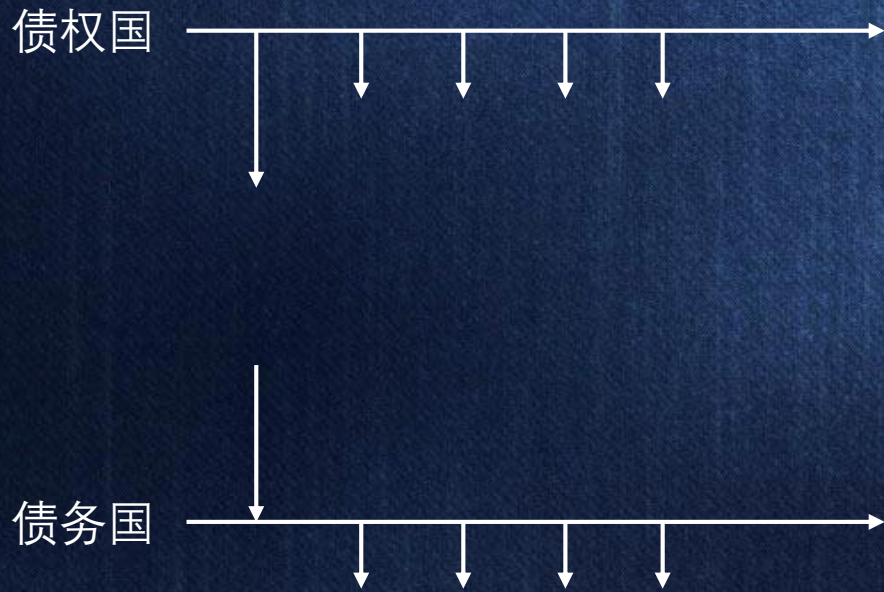
债务危机之外债连续违约问题

- 各地区的大部分国家都经历了一个长期的外债连续违约阶段
- 新兴市场国家发生违约的时候，其债务/GDP通常远低于欧洲马斯特里赫特条约所规定的60%
 - 新兴市场国家具有“债务不耐”的特征
 - “债务不耐”是连续违约的根源
- 债务不耐问题国亟须将债务水平降低到一个安全区间
 - 不幸的是，历史经验表明很难通过正常途径做到
 - 大多数国家都是通过违约和债务重组来完成

债务危机之国内债务问题

- 国内债务规模非常庞大，尤其是在外债违约或严重通货膨胀的时期
 - 在一定程度上解释了“债务不耐”问题
- 国内债务数据具有不透明性
 - 大多数政府都不愿意让标准数据库包含其历史债务信息，为什么？
 - 政府并不希望资本市场完全认识其债务及债务担保累积所带来的风险
 - 政府担心为此支付更高的融资成本

我们的思考：如何把握主权债务的适度性？



- 主权债务是进行一次资源的跨国跨时配置
- 这种资源的配置必须是一次优化的配置，能使债权国和债务国双方的利益都得到优化
- 债务国的比较优势决定了其可以负担多少债务

银行危机：机会均等的威胁

- 不管在高收入国家，还是在中等收入或低收入国家，银行危机的影响都高度相似
- 银行危机前后的房地产价格周期性波动，在发达国家和新兴市场之间比较，其持续时间和影响都是类似的
 - 几乎所有其他的宏观经济和金融时间序列数据，新兴市场的波动性都更高
 - 真实房价周期都是4~6年，下跌幅度差异不显著
- 危机中的股价vs房价
- 住房价格的周期才是金融危机的核心元素

银行危机的恶性循环



- 银行危机过后的三年间，政府的真实债务平均要攀升86%，税收收入大幅减少
- 银行危机伴生其他危机，包括汇率危机、国内外债务危机、通货膨胀危机

我们的思考：中国的房价安全吗？

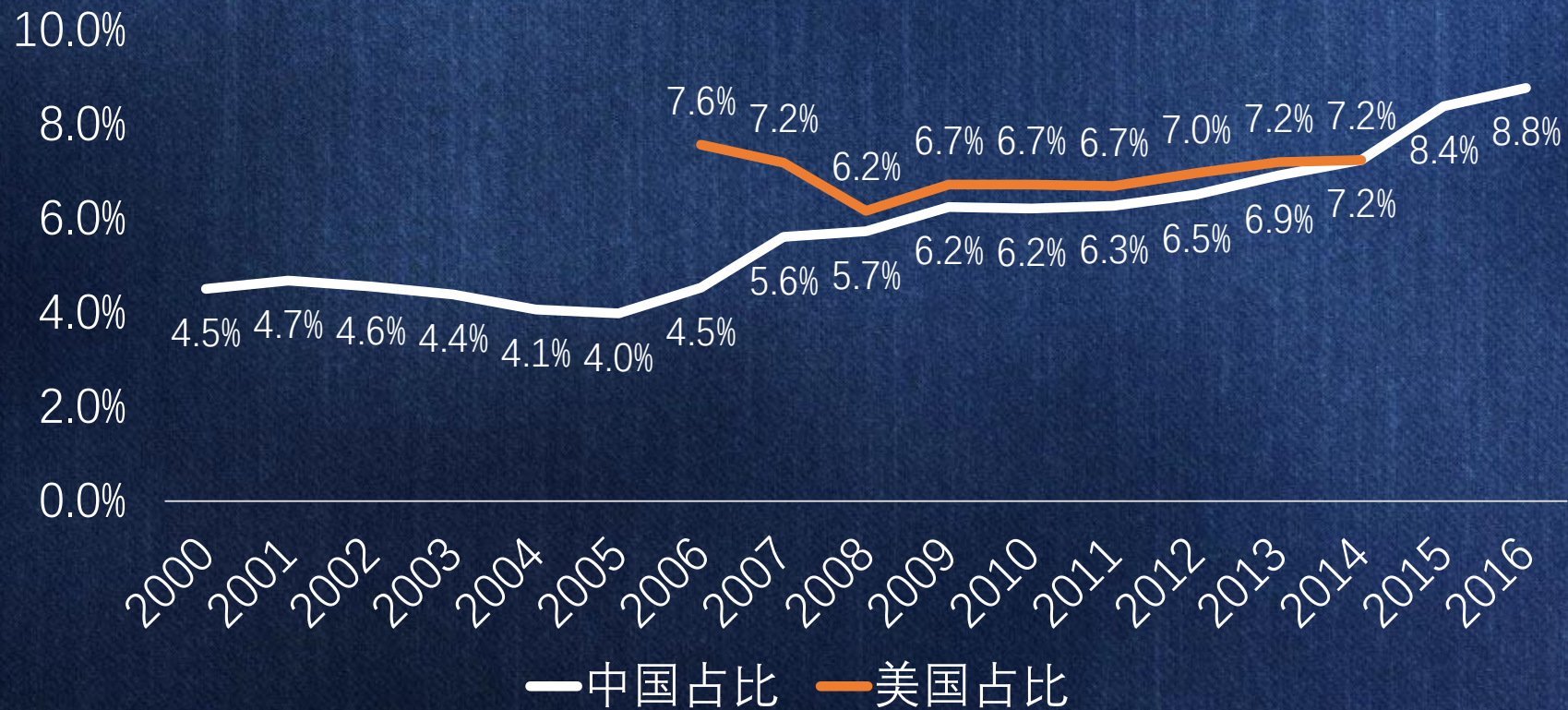
- 过去6年间复合年增长率5.5%
- 很失望，没有大新闻
- 过去1年增长率18.2%



数据来源：中国指数研究院

我们的思考：中国金融业是否存在泡沫

中美金融业GDP占比对比



通货膨胀和货币危机

- 历史上，没有一个新兴市场国家能够幸免于高通货膨胀，包括美国
- 在绝大部分跨时期和跨国的危机中，通货膨胀危机和汇率危机通常一起发生
- 高通货膨胀会造成持续的美元化，政府很难进行防范
- 明显地滥用货币发行以及支付清算体系垄断权的政府，将会发现后果往往是这种垄断权变得难以实现

通货膨胀后的降低美元化

- 降低美元化并重新获得货币政策的控制权，往往是不断攀升的通货膨胀过后的反通货膨胀的主要目标之一
- 然而，成功的反通货膨胀一般不会伴随着美元化程度的大幅降低
- 在超过一半的危机中，反通货膨胀政策末期的美元化程度与通货膨胀峰值时期一样高

如何对金融危机进行早期预警

- 记录房价和债务等基本宏观经济时间序列数据，并与以往严重金融危机时的历史基准比较，是行之有效的方法
- 对于银行危机，实际房价比经常账户余额和实际股价指标更少发出错误信号，是最为可信的指标
- 应该有一个全球性的国际机构提供或督促成员国提供国内公共债务、房价及其他数据
- 应该创设一家新的、独立的国际机构来建立和加强国际金融监管

金融系统如何才能不翻车？

- 汽车：

- 1938年， 照明与信号装置
- 1953年， 安全气囊
- 1959年， 安全带
- 1968年， ABS防抱死系统
- 2002年， 防侧滑系统

- 金融：

- 1929年， Q项条例
- 1972年， 托宾税
- 1988年， 巴塞尔资本协议
-

展望未来

- 相信随着人们对经济运行规律的了解逐渐深入,
- 随着人们管控和处理经济危机的经验逐渐累计,
- “这次不一样”可以从盲目的乐观, 变成自信的事实

谢谢大家！