

THIS TIME IS DIFFERENT

这次不一样

读书报告

报告人：

方佳文 吴涵嫣 徐祎丹 杨芷懿

2020秋 国际金融

# CONTENTS

1

## 背景知识

写作背景；重要概念：“这次不一样”综合征

2

## 主权债务危机

主权债务危机理论基础；全球外债违约史；  
被遗忘的国内债务；内债与外债

3

## 银行危机是机会均等的威胁

银行危机导言；五大特征事实；案例：美国次贷危机

4

## 这次真的不一样吗？

我们学到了什么；现在的中国怎么样了

# PART 1

## 背景知识

- 写作背景
- 重要概念

# 写作背景

本书作者为Carmen M. Reinhart与Kenneth Rogoff。

写作时间为2009年，全球正陷于美国次贷危机引发的全球性金融危机之中。于是，在前四章介绍了一些金融危机相关知识后，本书写作侧重于第五章的次贷危机介绍。

本书的特点：

- 使用大量数据、图表说明特征事实
- 理论部分相对于海量数据不是很充实、连贯

我们的介绍：

- 调整内容顺序，围绕“这次不一样”相关内容展开
- 扩展次贷危机部分的数据到最近的年份
- 2020新冠疫情下，中国经济的表现



Carmen M. Reinhart

- Minos A. Zombanakis Professor of the International Financial System at Harvard Kennedy School

Kenneth Rogoff

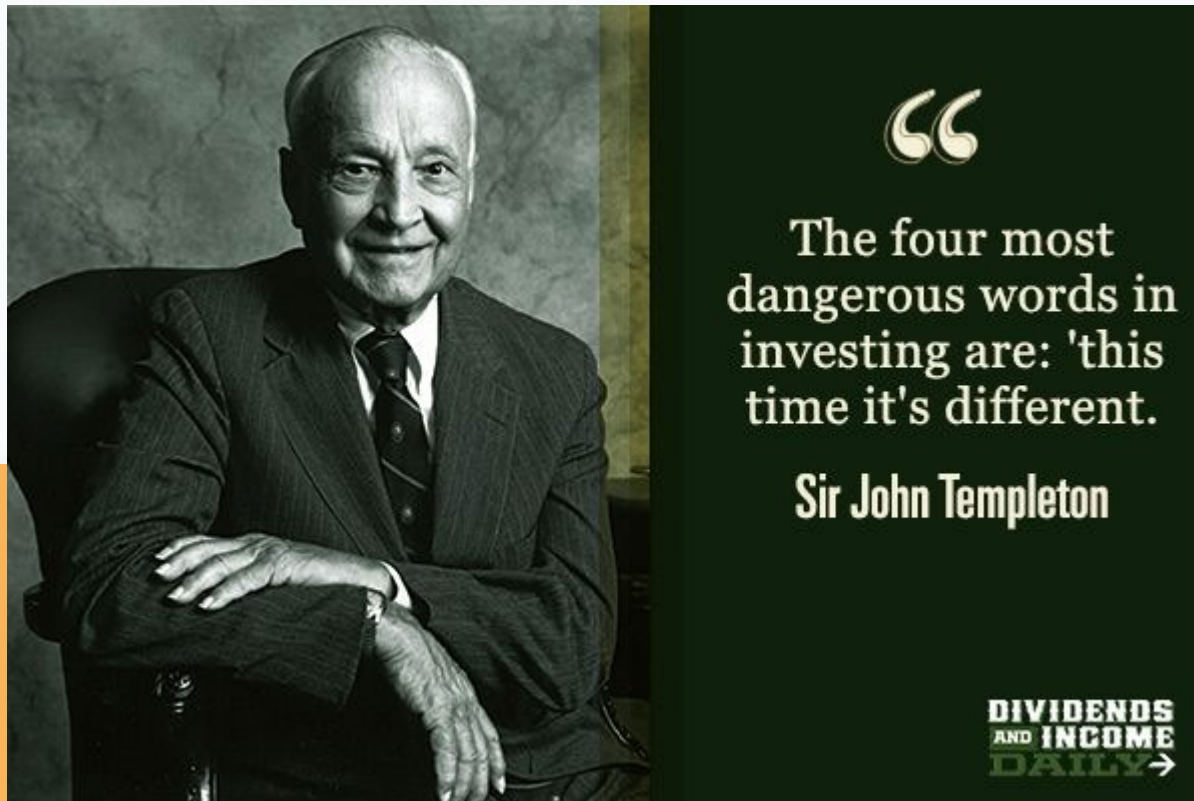
- Professor of Economics and Thomas D. Cabot Professor of Public Policy





### “这次不一样” 综合征

宣称旧的估值规律已经过时，现在的繁荣建立在坚实的经济基础上



“这次不一样”：美联储前主席格林斯潘认为，日趋增大的美国经常项目赤字仅仅是全球金融深化大趋势的一个反映，这种深化使得各国能够承受比过去更大的经常项目赤字和盈余。

# PART 2

## 主权债务危机

- 主权债务危机理论基础
- 全球外债违约史
- 被遗忘的国内债务
- 内债与外债

# 主权债务危机理论基础

## 主权债务违约的特点

### 企业债务违约

通常出于偿还能力（资不抵债）；  
流动性危机

一国的法律制度

申请启破产程序、违约破产时接管  
违约企业资产、分享其未来收入等

（除评级下调，债券价格下降外）  
破产等

### 对比

#### 1, 违约的发生

#### 2, 确保合约履行的机制

#### 3, 违约时债权人的权利

#### 4, 违约的形式与结果

### 主权债务违约

通常是出于偿还意愿而非偿还能力；  
流动性危机

缺乏超国家的法律框架

不具备执行权力  
（一定制约方式）

部分违约和重组；  
但是国家不会“歇业”

## 1, 违约的发生

(1) 国家违约主要决定因素：偿还意愿而非偿还能力  
两个证据：

- 发生违约时外债与GNP比率；
- 16-18世纪（早期违约时期）的国际信贷实践  
—— 主要借款人是掌握大量军队的国家，出现债务人违约情况时以炮舰外交回收债务。

(2) 违约类型：流动性不足与偿付能力不足

- 前者可以避免：只要第三方愿意无风险地提供短期过桥贷款；债权人充分相信长期可且愿偿还；
- “这次不一样”：难以区分；债务展期与债务人脆弱的信心。

### 问题一的部分回答

- 制约下的部分还款；
- 实现大规模的连续违约的前提（西班牙法国）。

## 2、3, 主权借款人受到的制约

### 声誉法

持续进入资本市场的收益；  
关心作为国际借款人的声誉。

### 法律权力

声誉法需要一些限制；  
除断绝未来借款外的成本：贸易中断；  
与贸易紧密关联的金融。

### 违约对FDI的影响

担心在违约国家被查封，FDI减少；  
进而债务国资本流入、知识外溢会受损。

### 复杂的多因素影响

有限的制约 —— 信心脆弱性与脆弱的均衡



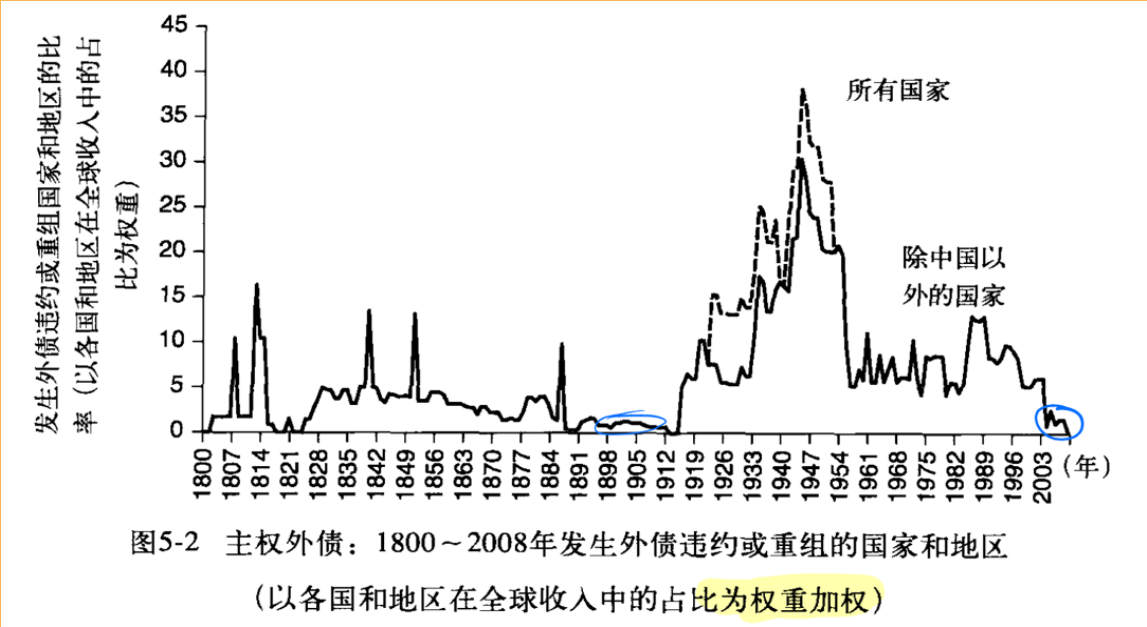
全球违约周期

- 每一个平静期后都无一例外地紧跟着新一轮违约（国际违约潮的间隔）。

违约持续期的历史变化

二战后违约事件持续期中位值仅仅为1800-1945年的一半

- 炮舰外交时期以来危机的解决机制得到了改善。
  - 道德风险：贷款人在削减连续违约客户方面并不积极。
- 二战以后违约持续时间缩短，间隔却也变短
- 债务逆转事件分析：债务不耐国家一般不能通过经济增长来摆脱债务负担。



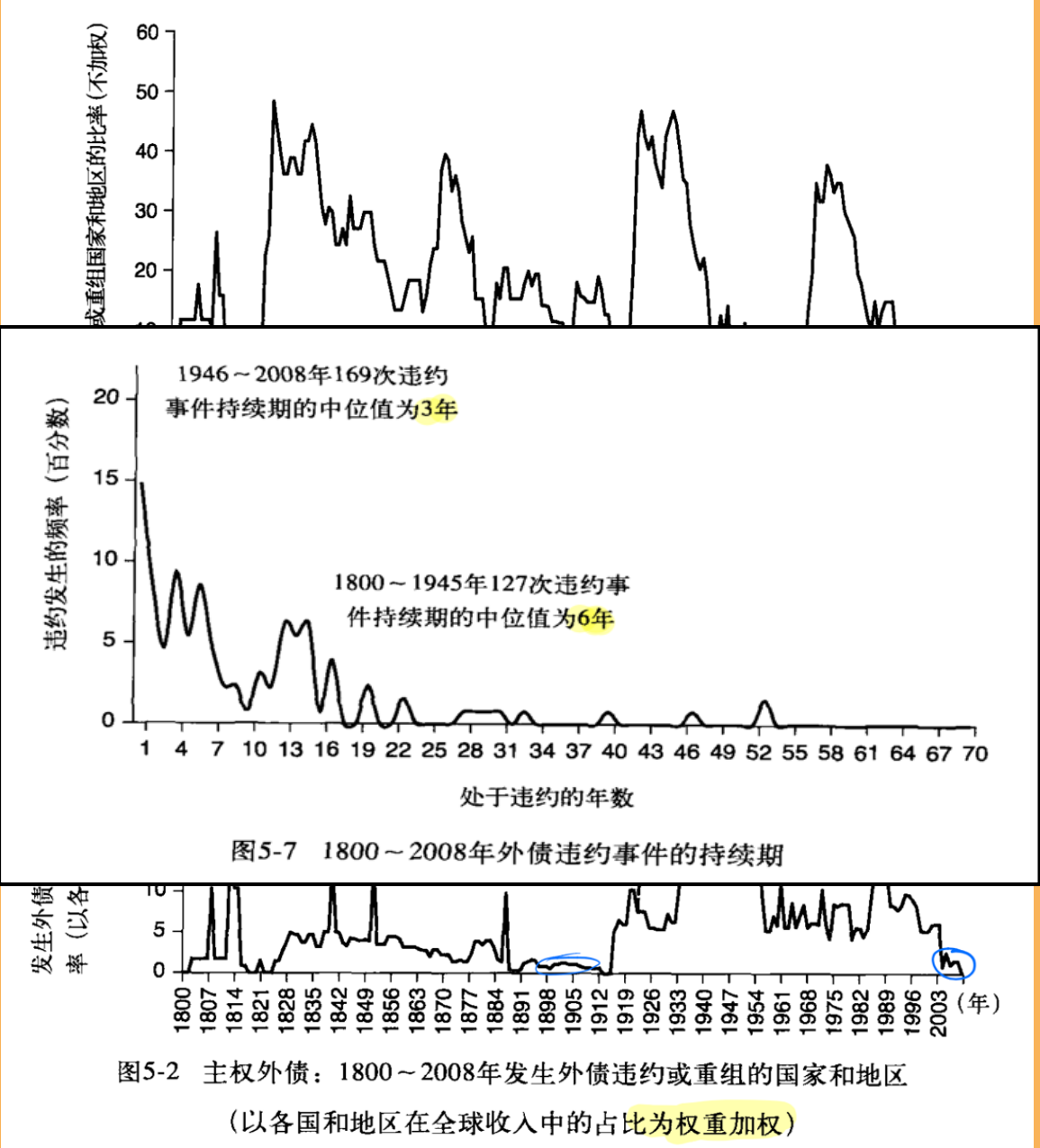
全球违约周期

- 每一个平静期后都无一例外地紧跟着新一轮违约（国际违约潮的间隔）。

违约持续期的历史变化

二战后违约事件持续期中位值仅仅为1800-1945年的一半

- 炮舰外交时期以来危机的解决机制得到了改善。
  - 道德风险：贷款人在削减连续违约客户方面并不积极。
- 二战以后违约持续时间缩短，间隔却也变短
- 债务逆转事件分析：债务不耐国家一般不能通过经济增长来摆脱债务负担。



## 全球因素与全球外债违约周期

全球经济因素（包括金融中心国家的商品价格和利率）是触发主权债务危机的主要因素。

### (1) 商品价格周期

- 商品价格周期的顶峰谷底是资本流动周期顶峰谷底的领先指标；
- 新兴市场国家的借款的顺周期性；
- 几乎所有商品价格顶峰后都紧跟着新的主权违约潮。

### (2) 资本流动周期

- 资本流入大幅下降，滑向违约国家增多（其周期顶峰和新主权债务违约明显相关）；
- 发生大量的、突然的资本流入的国家将处于很高的债务危机风险（现代金融危机文献证明）。

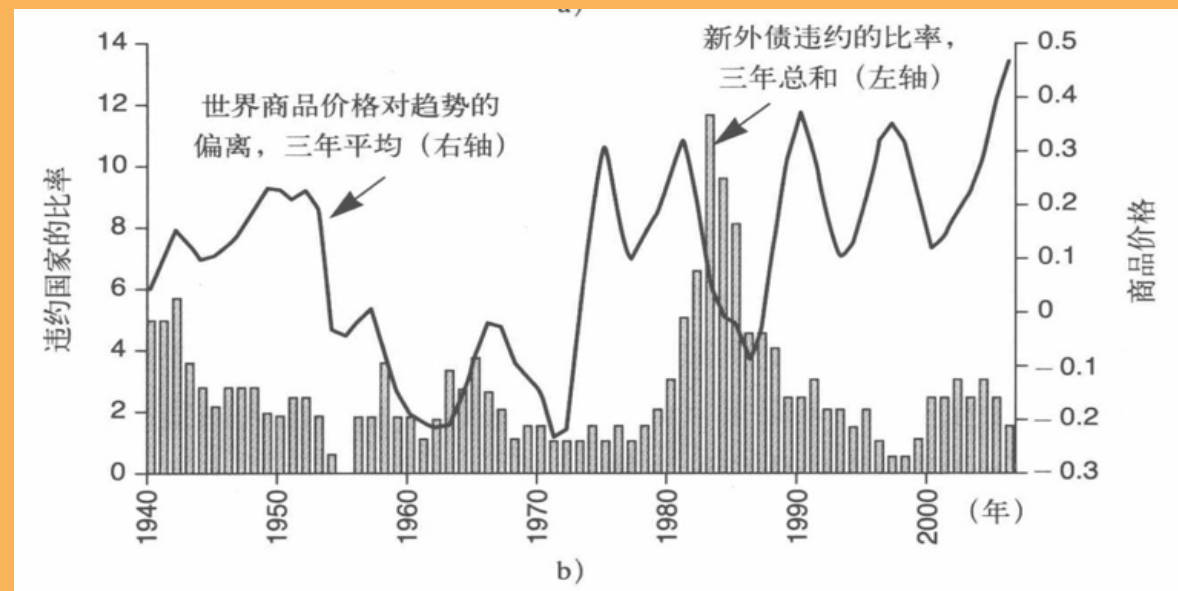
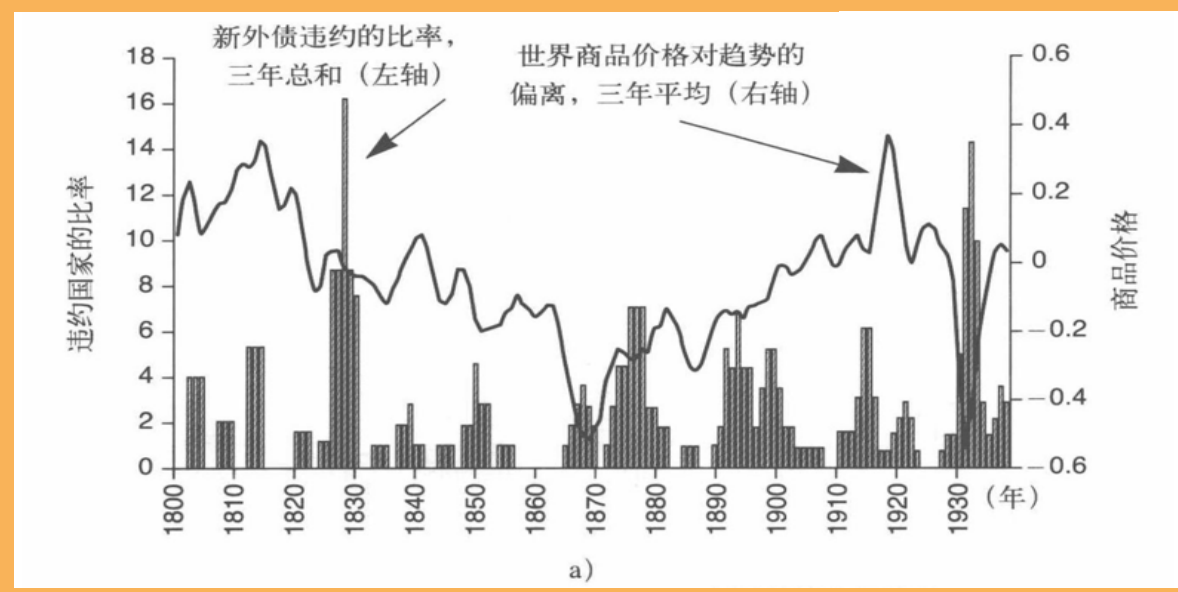


图5-5 1800~2008年的商品价格和新的外债违约

全球因素与全球外债违约周期

全球经济因素（包括金融中心国家的商品价格和利率）是触发主权债务危机的主要因素。

- (1) 商品价格周期
  - 商品价格周期的顶峰谷底是资本流动周期顶峰谷底的领先指标；
  - 新兴市场国家的借款的顺周期性；
  - 几乎所有商品价格顶峰后都紧跟着新的主权违约潮。
- (2) 资本流动周期
  - 资本流入大幅下降，滑向违约国家增多（其周期顶峰和新主权债务违约明显相关）；
  - 发生大量的、突然的资本流入的国家将处于很高的债务危机风险（现代金融危机文献证明）。

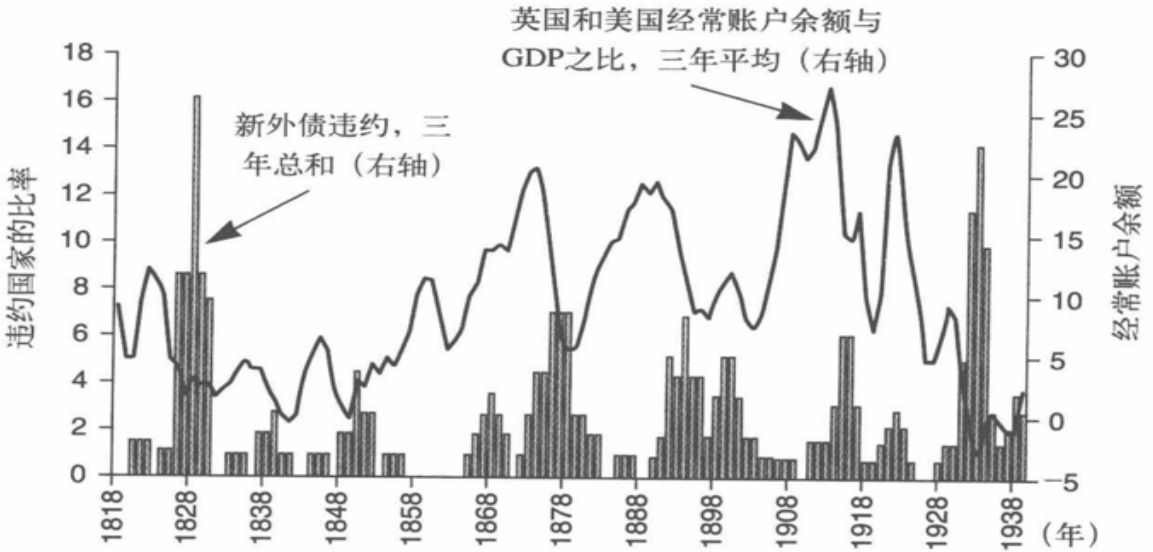


图5-6 1818~1939年来自金融中心国家的净资本流量与外债违约

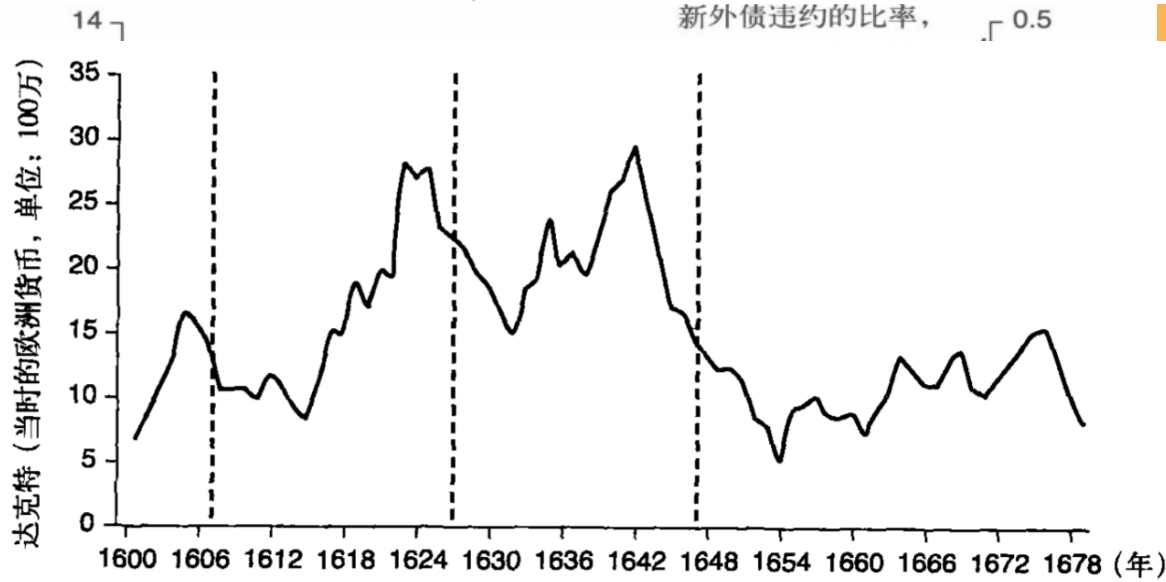


图6-1 1601~1679年西班牙的违约与对王室的贷款

# 被遗忘的国内债务

内债占比：

- 发达国家国内债务占了公共部门负债的大部分
- 新兴市场国家国内债务水平上升

国内债务违约：

- 虽然少于外债违约，但是其数量也超过想象
- 违约形式：通胀（+金融抑制/利率水平上限）

外债违约发生前后的国内债务：

- 与外债一样发生疯狂的累积

e.g.: 旧中国两次违约的国内公共债务违约

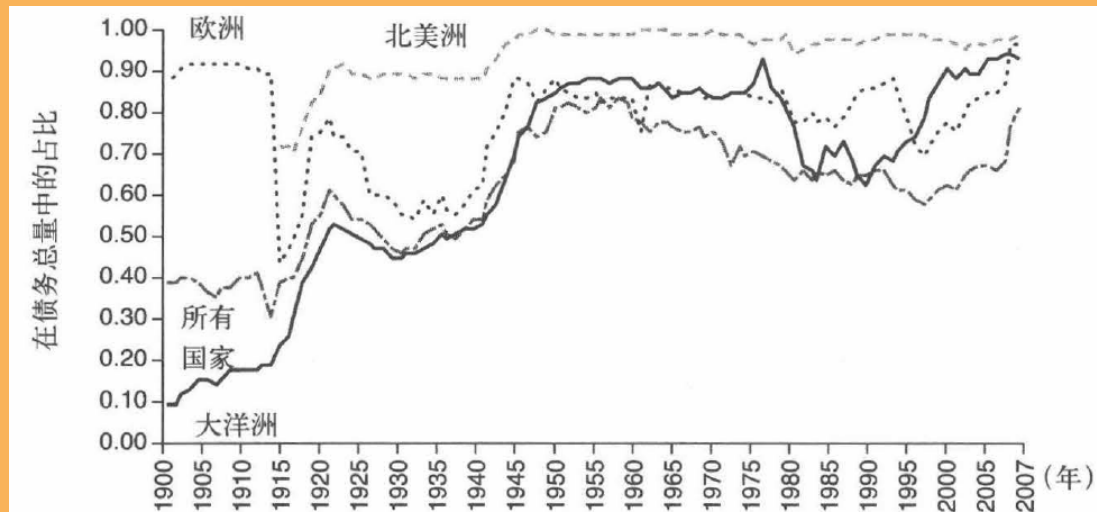


图7-2 1900~2007年发达国家国内公共债务在债务总量中的占比

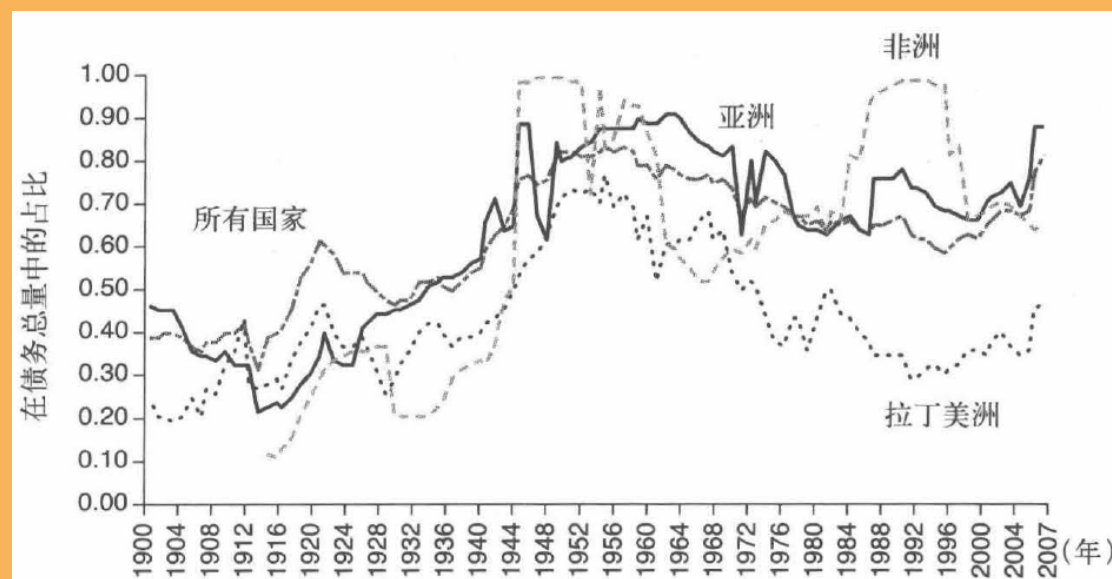


图7-3 1900~2007年新兴市场国家国内公共债务在债务总量中的占比



# 被遗忘的国内债务

内债占比：

- 发达国家国内债务占了公共部门负债的大部分
- 新兴市场国家国内债务水平上升

国内债务违约：

- 虽然少于外债违约，但是其数量也超过想象
- 违约形式：通胀（+金融抑制/利率水平上限）

外债违约发生前后的国内债务：

- 与外债一样发生疯狂的累积

e.g.: 旧中国两次违约的国内公共债务违约

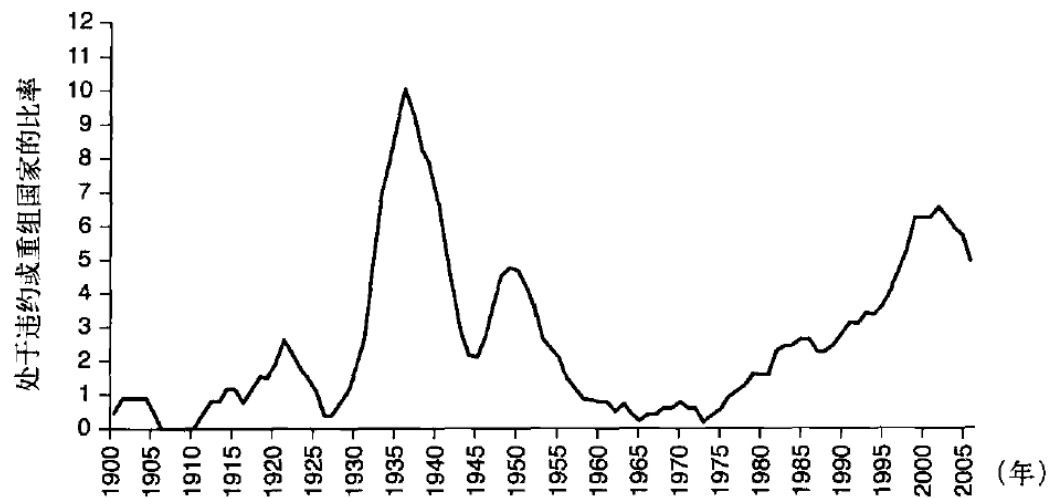


图7-5 1900~2008年处于国内债务主权违约或重组国家的比例（5年移动平均）

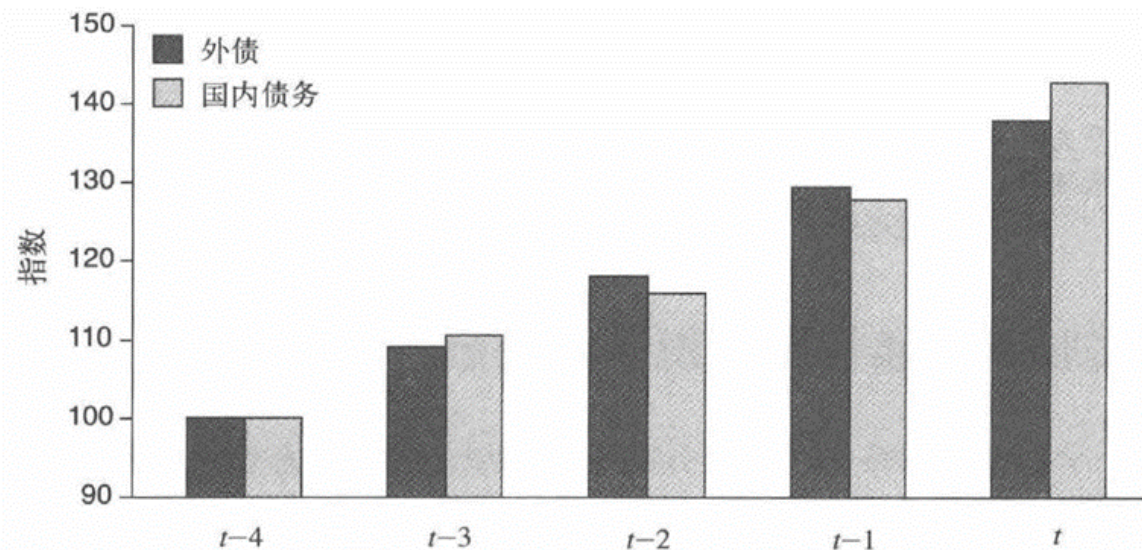


图8-4 1827~2003年89次外债违约前政府国内债务和外债的积累

# 被遗忘的国内债务

内债占比：

- 发达国家国内债务占了公共部门负债的大部分
- 新兴市场国家国内债务水平上升

国内债务违约：

- 虽然少于外债违约，但是其数量也超过想象
- 违约形式：通胀（+金融抑制/利率水平上限）

外债违约发生前后的国内债务：

- 与外债一样发生疯狂的累积

e.g.：旧中国两次违约的国内公共债务违约

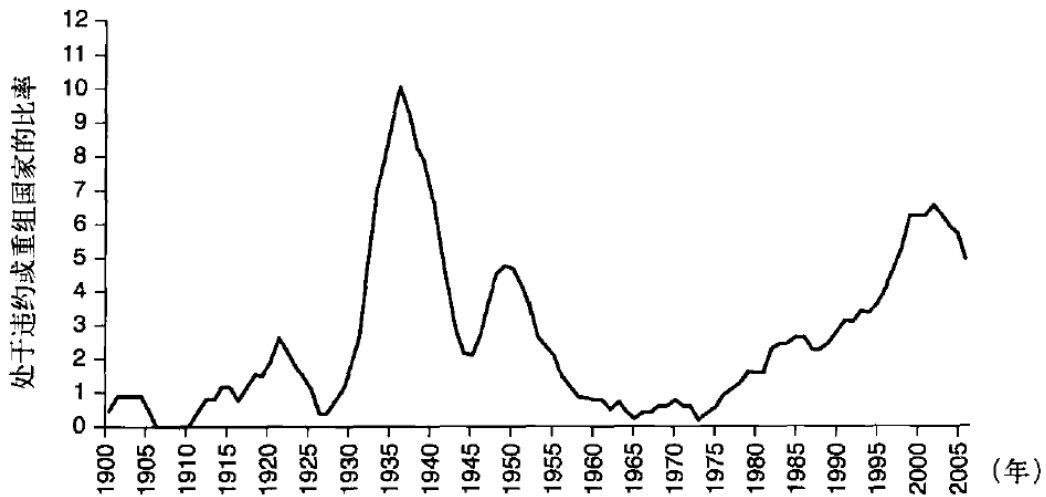


图7-5 1900~2008年处于国内债务主权违约或重组国家的比例（5年移动平均）

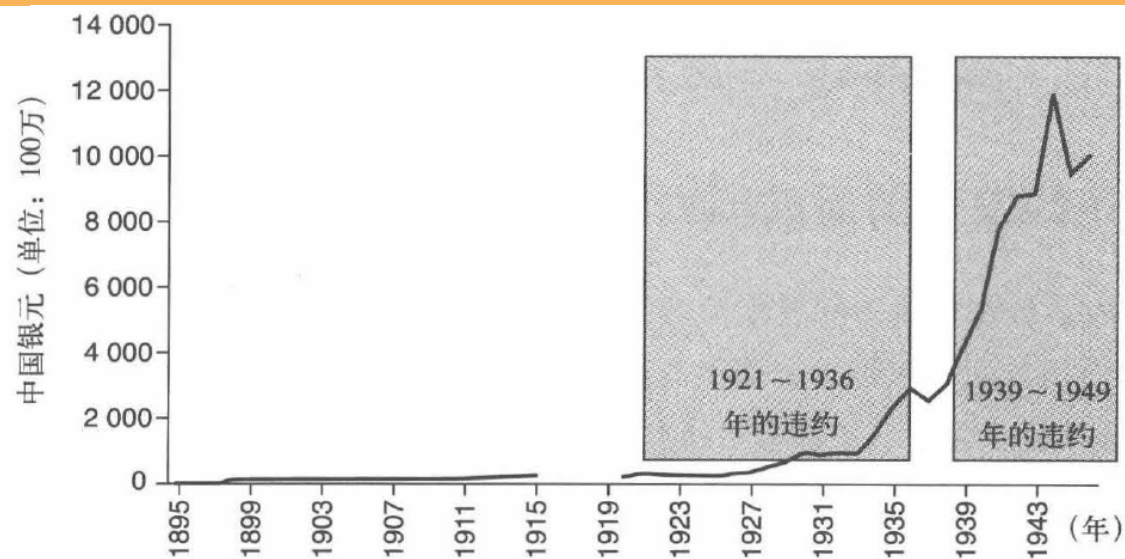


图8-5 1895~1949年旧中国显著的国内公共债务

# 被遗忘的国内债务

解开债务不耐之谜：

- 被大量忽略的国内债务

表8-1 一些违约事件发生时的债务比率

| 国 家  | 违约年份 | 外债与收入之比 | 债务总量与收入之比 |
|------|------|---------|-----------|
| 墨西哥  | 1827 | 1.55    | 4.20      |
| 西班牙  | 1877 | 4.95    | 15.83     |
| 阿根廷  | 1890 | 4.42    | 12.46     |
| 德国   | 1932 | 0.64    | 2.43      |
| 中国   | 1939 | 3.10    | 8.96      |
| 土耳其  | 1978 | 1.38    | 2.69      |
| 墨西哥  | 1982 | 3.25    | 5.06      |
| 巴西   | 1983 | 0.83    | 1.98      |
| 菲律宾  | 1983 | 0.23    | 1.25      |
| 南非   | 1985 | 0.09    | 1.32      |
| 俄罗斯  | 1998 | 3.90    | 4.95      |
| 巴基斯坦 | 1998 | 3.32    | 6.28      |
| 阿根廷  | 2001 | 1.59    | 2.62      |

通货膨胀与“通货膨胀税”：

- 悖论：政府有时使用超过最大化铸币税的通胀率
- 使用基础货币作为税基是不合理的

表8-2 1917~1994年一些危机事件中的通货膨胀和国内公共债务

| 国 家        | 年 份  | 通货膨胀率             | 国内债务与GDP之比 | 基础货币与GDP之比 | 国内债务与国内负债总额之比 |
|------------|------|-------------------|------------|------------|---------------|
| 一些恶性通货膨胀危机 |      |                   |            |            |               |
| 阿根廷        | 1989 | 3 079.5           | 25.6       | 16.4       | 61.2          |
| 巴西         | 1987 | 228.3             | 164.9      | 9.8        | 94.4          |
|            | 1990 | 2 947.7           | 155.1      | 7.1        | 95.6          |
| 德国         | 1920 | 66.5              | 52.6       | 19.4       | 73.0          |
|            | 1923 | 22 220 194 522.37 | 0.0        | 0.0        | 1.0           |

| 国 家       | 年 份  | 通货膨胀率              | 国内债务与GDP之比 | 基础货币与GDP之比 | 国内债务与国内负债总额之比 |
|-----------|------|--------------------|------------|------------|---------------|
| 严重的通货膨胀危机 |      |                    |            |            |               |
| 希腊        | 1922 | 54.2               | 53.0       | 34.3       | 60.7          |
|           | 1923 | 72.6               | 41.3       | 32.7       | 55.9          |
| 意大利       | 1917 | 43.8               | 79.1       | 24.1       | 76.6          |
|           | 1920 | 56.2               | 78.6       | 23.5       | 77.1          |
| 日本        | 1944 | 26.6               | 236.7      | 27.8       | 89.5          |
|           | 1945 | 568.1 <sup>①</sup> | 266.5      | 74.4       | 78.2          |
| 挪威        | 1918 | 32.5               | 79.3       | 86.4       | 47.9          |
|           | 1920 | 18.1               | 106.9      | 65.6       | 62.3          |
| 菲律宾       | 1981 | 13.1               | 10.4       | 6.6        | 61.1          |
|           | 1984 | 46.2               | 11.0       | 13.9       | 44.2          |
| 土耳其       | 1990 | 60.3               | 14.7       | 7.4        | 66.6          |
|           | 1994 | 106.3              | 20.2       | 7.1        | 73.9          |



# 内债危机与外债危机

债务违约前后的实际GDP：

- 国内债务对于实际GDP的冲击更加严重
- \*这也可能是因为许多国内债务危机是孪生危机

债务违约发生前后的通货膨胀：

- 内债危机发生后，通胀显著更高

内债违约和外债违约发生的频率：

- WW II 前：  
外债违约概率更高，但不存在统计性差异
- WW II 后：  
国内居民被征用的频率上升

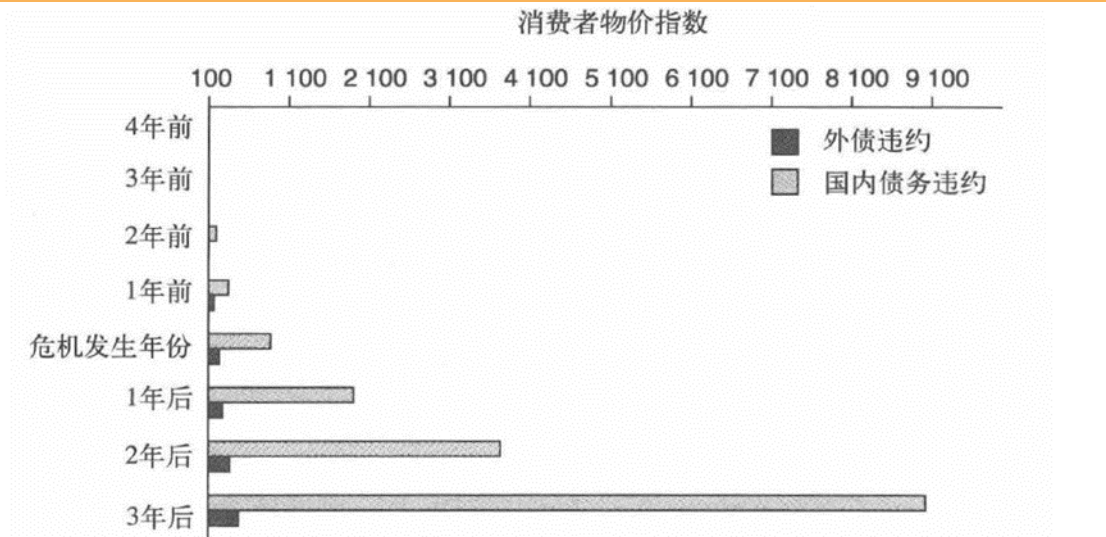
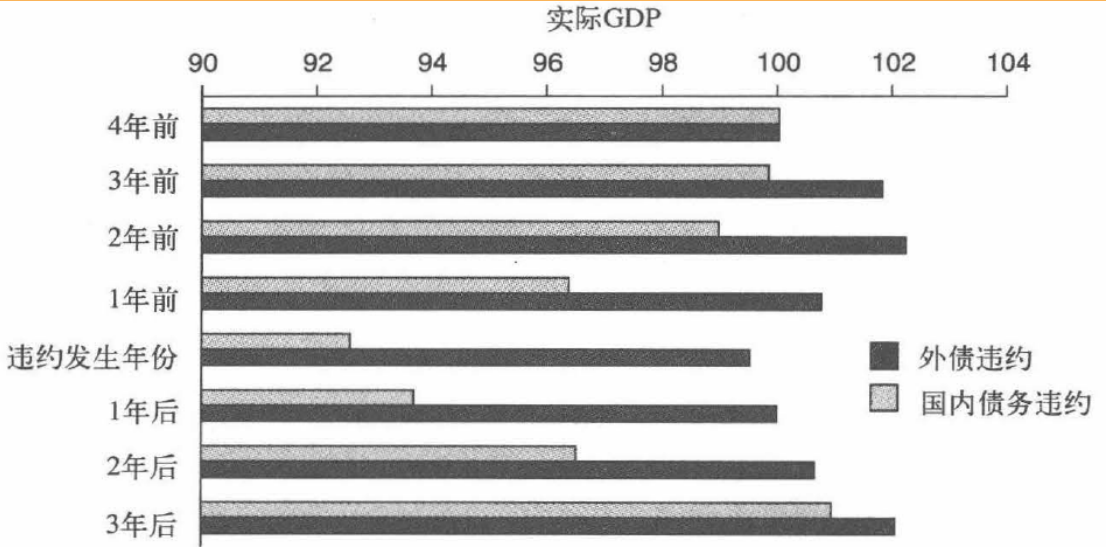


图9-3 1800~2008年国内债务危机和外债危机发生前、发生时，以及发生后的消费者价格指数

# 内债危机与外债危机

债务违约前后的实际GDP:

- 国内债务对于实际GDP的冲击更加严重

\*这也可能是因为许多国内债务危机是孪生危机

债务违约发生前后的通货膨胀:

- 内债危机发生后，通胀显著更高

内债违约和外债违约发生的频率:

- WW II 前:  
外债违约概率更高，但不存在统计性差异
- WW II 后:  
国内居民被征用的频率上升

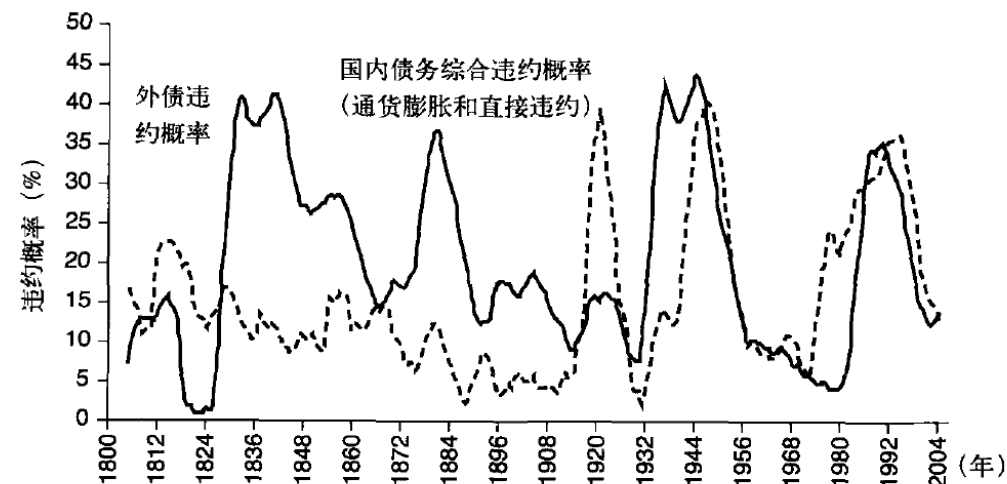


图9-5 谁被征用，是国内居民还是外国人？1800~2006年国内债务与外债违约的概率

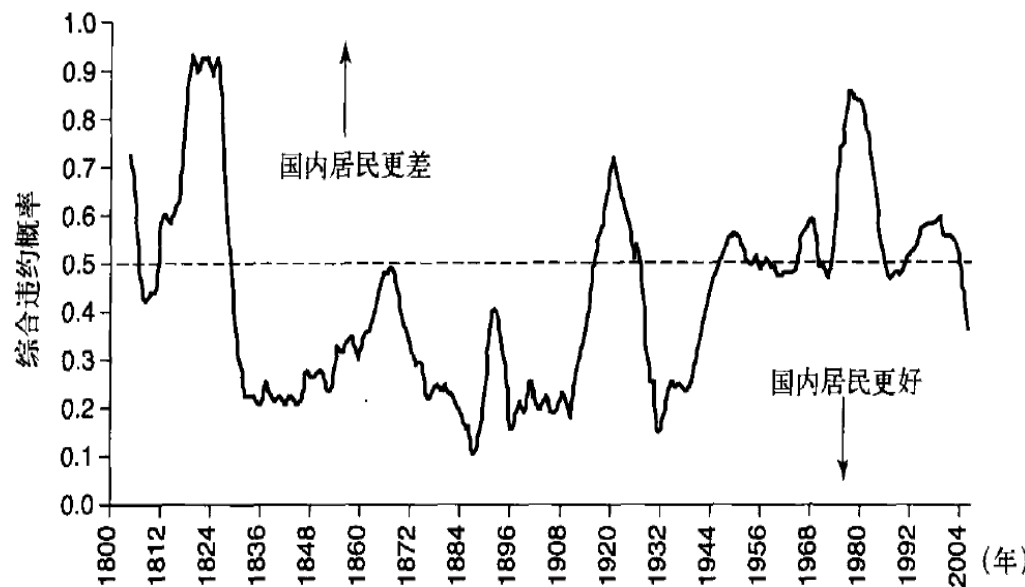


图9-6 1800~2006年国内债务违约综合概率占总体债务违约概率的比例

# PART 3

## 银行危机是机会均等的威胁

- 银行危机导言
- 五大特征事实
- 案例：美国次贷危机

两类银行危机：

- 非洲等贫穷的发展中国家：  
金融抑制+国内政府违约
- 一般银行危机：  
借短贷长+银行挤兑+踩踏性抛售资产

银行危机是衰退的放大器：



特征事实一：危机发生频率和个数

| 地区或分组      | 自独立或1800年以来处于<br>银行危机的年数占比 | 银行危机的数量 |
|------------|----------------------------|---------|
| 非洲         | 12.5                       | 1.7     |
| 亚洲         | 11.2                       | 3.6     |
| 欧洲         | 6.3                        | 5.9     |
| 拉丁美洲       | 4.4                        | 3.6     |
| 阿根廷、巴西和墨西哥 | 9.2                        | 9.0     |
| 北美洲        | 11.2                       | 10.5    |
| 大洋洲        | 4.8                        | 2.0     |
| 发达国家       | 7.2                        | 7.2     |
| 新兴市场国家     | 8.3                        | 2.8     |

表10-6 银行危机频率和个数归纳：1945（或自独立）~2008年

| 地区或分组      | 自独立或1945年以来处于<br>银行危机的年数占比 | 银行危机的数量 |
|------------|----------------------------|---------|
| 非洲         | 12.3                       | 1.3     |
| 亚洲         | 12.4                       | 1.8     |
| 欧洲         | 7.1                        | 1.4     |
| 拉丁美洲       | 9.7                        | 2.0     |
| 阿根廷、巴西和墨西哥 | 13.5                       | 3.0     |
| 北美洲        | 8.6                        | 1.5     |
| 大洋洲        | 7.0                        | 1.5     |
| 发达国家       | 7.0                        | 1.4     |
| 新兴市场国家     | 10.8                       | 1.7     |

- 平均而言，发达国家和新兴市场之间没有显著不同

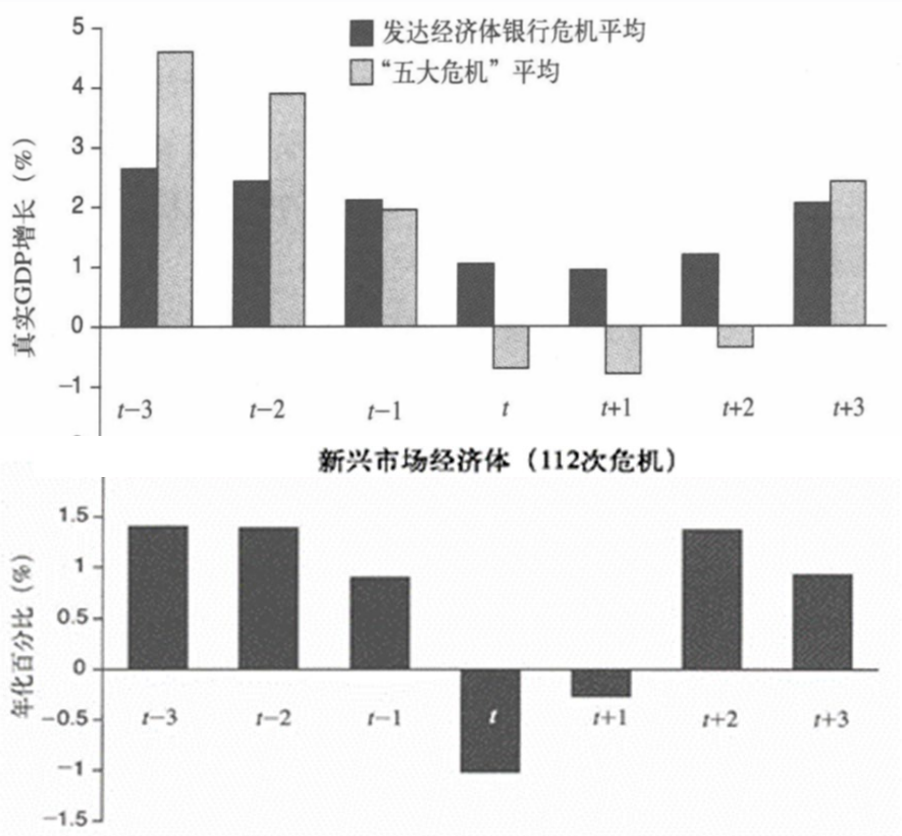
# 五个特征事实（续）

## 特征事实二：真实房价周期

| 国家和地区           | 危机年份 | 峰 值      | 谷 底     | 衰退持续期 | 下跌幅度（%） |
|-----------------|------|----------|---------|-------|---------|
| 发达国家：五大危机       |      |          |         |       |         |
| 芬兰              | 1991 | 1989：Q2  | 1995：Q4 | 6     | -50.4   |
| 日本              | 1992 | 1991：Q1  | 进行中     | 进行中   | -40.2   |
| 挪威              | 1987 | 1987：Q2  | 1993：Q1 | 5     | -41.5   |
| 西班牙             | 1977 | 1978     | 1982    | 4     | -33.3   |
| 瑞典              | 1991 | 1990：Q2  | 1994：Q4 | 4     | -31.7   |
| 亚洲国家和地区：六大危机    |      |          |         |       |         |
| 中国香港            | 1997 | 1997：Q2  | 2003：Q2 | 6     | -58.9   |
| 印度尼西亚           | 1997 | 1994：Q1  | 1999：Q1 | 5     | -49.9   |
| 马来西亚            | 1997 | 1996     | 1999    | 3     | -19.0   |
| 菲律宾             | 1997 | 1997：Q1  | 2004：Q3 | 7     | -53.0   |
| 韩国 <sup>①</sup> | 1997 |          | 2001：Q2 | 4     | -20.4   |
| 泰国              | 1997 | 1995：Q3  | 1999：Q4 | 4     | -19.9   |
| 其他新兴市场国家        |      |          |         |       |         |
| 阿根廷             | 2001 | 1999     | 2003    | 4     | -25.5   |
| 哥伦比亚            | 1998 | 1997：Q1  | 2003：Q2 | 6     | -51.2   |
| 历史危机            |      |          |         |       |         |
| 挪威              | 1898 | 1899     | 1905    | 6     | -25.5   |
| 美国              | 1929 | 1925     | 1932    | 7     | -12.6   |
| 当前危机            |      |          |         |       |         |
| 匈牙利             | 2008 | 2006     | 进行中     | 进行中   | -11.3   |
| 冰岛              | 2007 | 2007年11月 | 进行中     | 进行中   | -9.2    |

- 房地产价格周期性波动在发达国家和新兴市场的持续时间和影响相似
- 真实房价周期一般持续4 - 6年
- 真实房价从最高点到最低点下跌幅度差别不明显

## 特征事实三：危机后的经济增长



- 经济增长在深度下滑之后，会有一个快速的反弹
- 新兴经济体比发达经济体更明显

# 五个特征事实（续）

## 特征事实四：危机后的财政损失

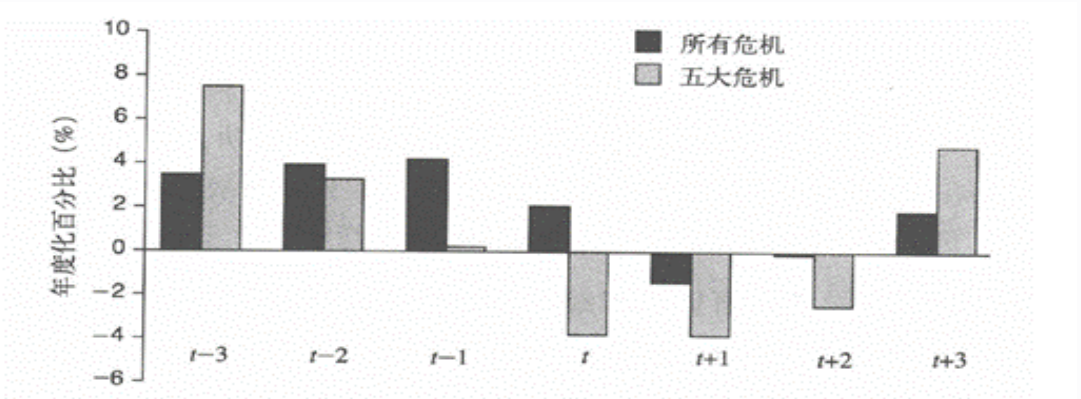


图10-8 中央政府真实财政收入增长与银行危机：发达经济体，1815~2007年

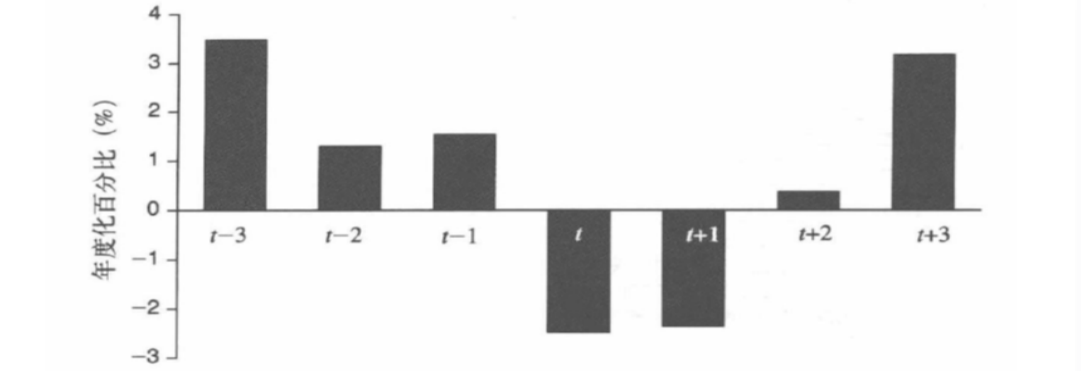


图10-9 中央政府真实财政收入增长与银行危机：新兴市场经济体，1873~2007年

- 发达国家和新兴市场财政收入损失程度非常一致
- 新兴市场经济体财政收入复苏更快一些

## 特征事实五：危机后的政府债务

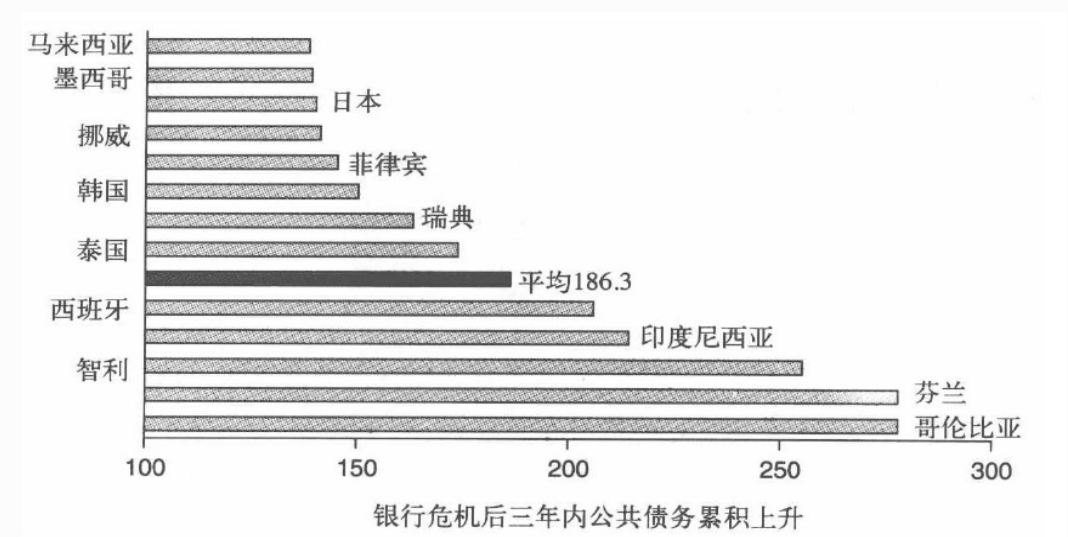


图10-10 几次战后主要危机引起的公共债务变化情况

- 普遍存在政府债务的大幅度增长
- 假设危机时的债务余额水平为100，则危机三年后真实债务余额将平均上升到186



# 案例：美国次贷危机

## 美国 “这次不一样” ？

- 世界上最可靠的金融监管
- 最具创新性的金融体系
- 强大的政治制度体系
- 世界上最大且最具流动性的资本市场



可以毫无顾忌地承担资本流入？

- 发展中国家出于分散化投资的目的，需要安全的投资场所
- 全球金融一体化程度的提高深化了全球资本市场，允许各国借入更多的债务



合理的持续巨额经常账户赤字？

- 金融工具创新使得更多新借款人能够进入住房抵押市场
- 正在发生的一切只是金融创新带来的金融全球化的进一步深化，没有必要为此担忧



对房地产泡沫的忽视



# 次贷危机与以往发达国家金融危机的比较

这次没有不一样.....

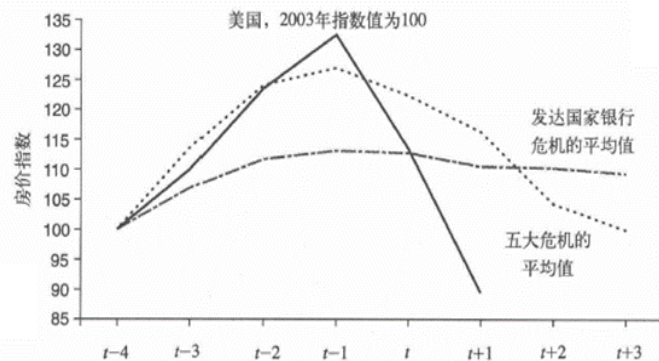


图13-3 第二次世界大战后发达国家的银行危机与实际房价

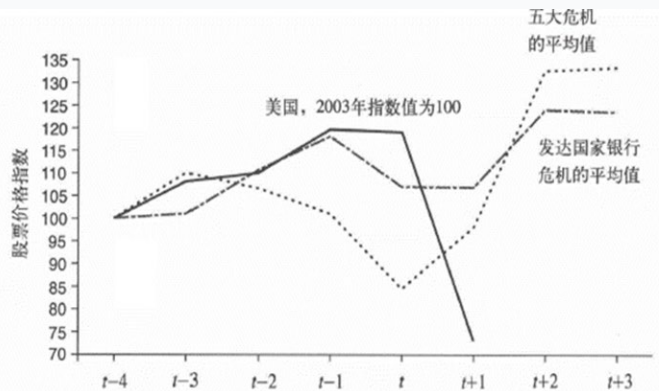


图13-4 第二次世界大战后发达国家的银行危机与实际股票价格

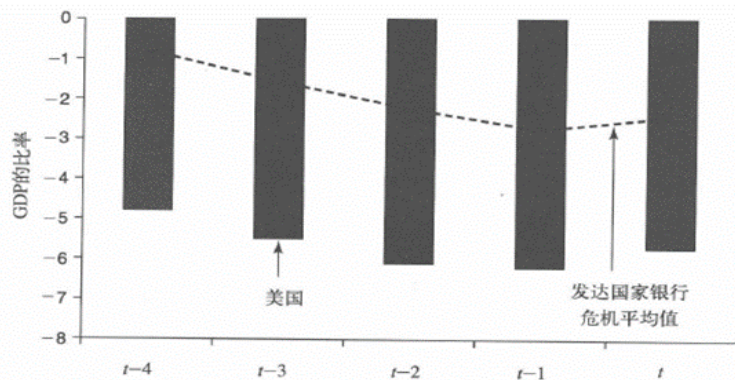


图13-5 第二次世界大战后发达国家银行危机发生时经常账户余额与GDP之比

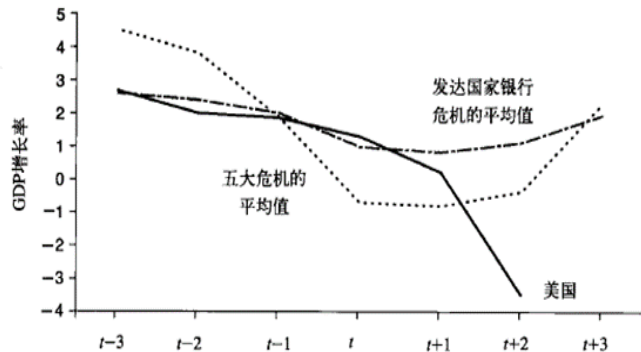


图13-6 第二次世界大战后发达国家的银行危机与实际人均GDP增长率(基于购买力平价)

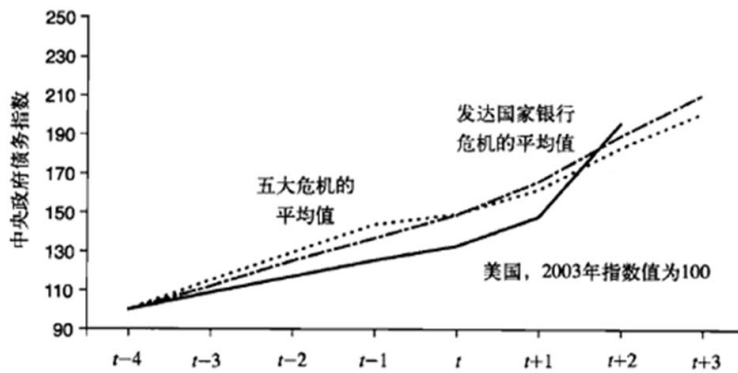


图13-7 第二次世界大战后发达国家的银行危机与中央政府实际负债

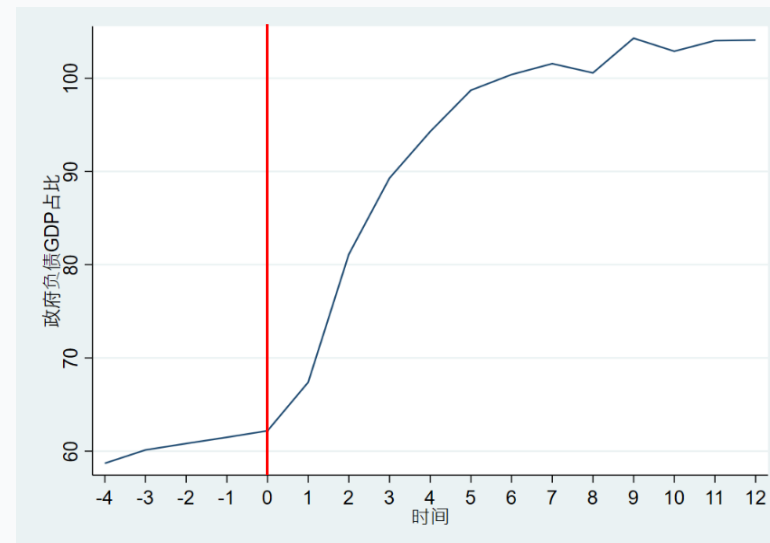
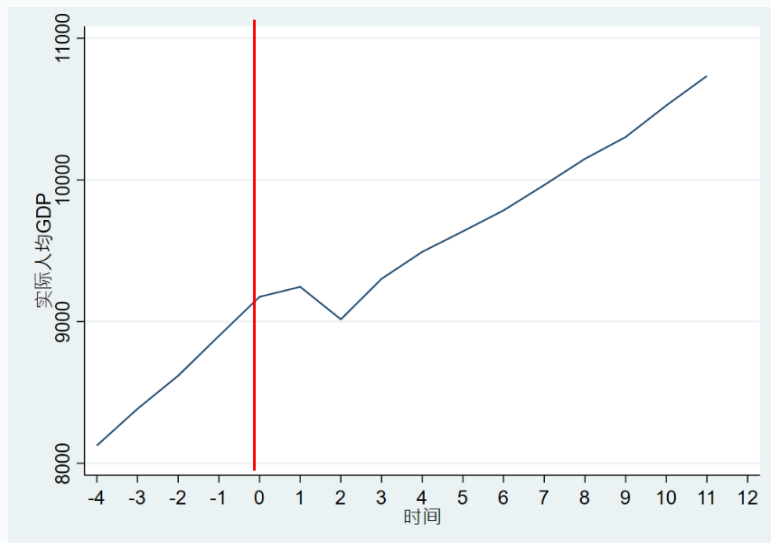
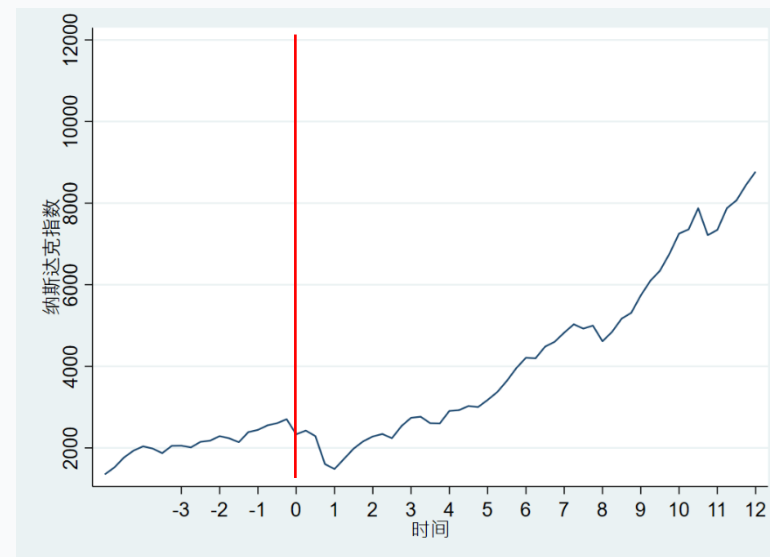
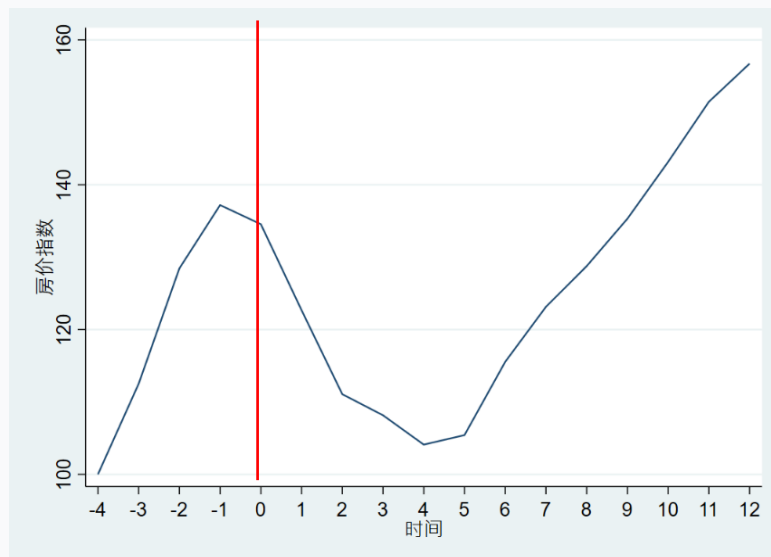
- 美国各项指标都表示美国处于严重金融危机的风险中



# 次贷危机的后果

## 数据补充:

- 资产市场发生深度的、持续长时间的下跌  
(符合特征事实二)
- 产出与就业的大幅下跌  
(符合特征事实三)
- 实际政府债务出现了爆发式增长  
(符合特征事实五)



# PART 4

## 这次真的不一样吗？

- 我们学到了什么
- 现在的中国怎么样了

# 危机的早期预警指标

表17-1 银行危机与货币危机早期预警指标摘要

| 指标排序（从最好到最差）               | 描 述            | 频 率           |
|----------------------------|----------------|---------------|
| <b>银行危机</b>                |                |               |
| 最佳的                        |                |               |
| 实际汇率                       | 对趋势的偏离         | 按月            |
| 实际房价 <sup>①</sup>          | 12个月（1年）的百分比变动 | 按月、季或年（取决于各国） |
| 短期资本流入/GDP                 | 百分比            | 按年            |
| 经常账户余额/投资                  | 百分比            | 按年            |
| 实际股票价格                     | 12个月百分比变动      | 按月            |
| 最差的                        |                |               |
| 国际投资者（II）及穆迪的主权评级          | 指数变动           | II每年两次，穆迪按月   |
| 贸易条件                       | 12个月百分比变动      | 按月            |
| <b>货币危机</b>                |                |               |
| 最佳的                        |                |               |
| 实际汇率                       | 对趋势的偏离         | 按月            |
| 银行危机                       | 两分变量           | 按月或按年         |
| 经常账户余额/投资                  | 百分比            | 按年            |
| 实际股票价格                     | 12个月百分比变动      | 按月            |
| 出口                         | 12个月百分比变动      | 按月            |
| M2(广义货币) /国际储备             | 12个月百分比变动      | 按月            |
| 最差的                        |                |               |
| 国际投资者（II）及穆迪的主权评级          | 指数变动           | II 每年两次，穆迪按月  |
| 国内外利率差异（贷款利率） <sup>②</sup> | 百分比            | 按月            |

- 信号分析能提供一国是否出现一个或多个严重金融危机发生前的典型症状的信息
- 最大的障碍：政策制定者和市场参与者认为危机信号不再适用→“这次不一样”症状

# 国际机构的角色

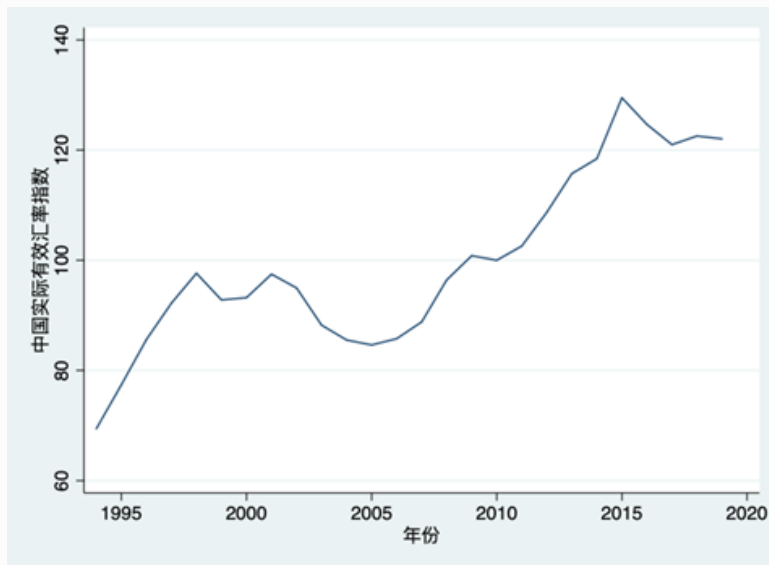
- 提高报告数据透明度
  - ✓ 更透明的银行财务报表数据、政府债务（以及隐性政府债务担保的信息）
  - ✓ IMF在危机前披露的重要性比危机后的救助更重要
- 进行金融监管协调：隔绝部分来自国内立法者的压力

# 政策应对的观点

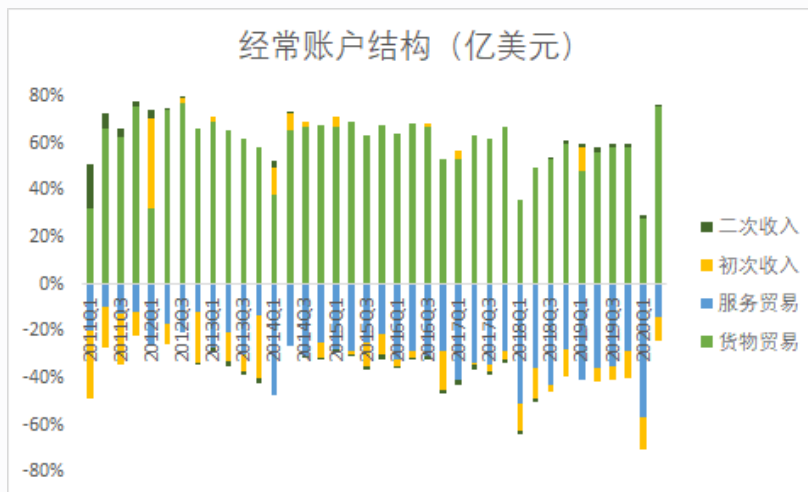
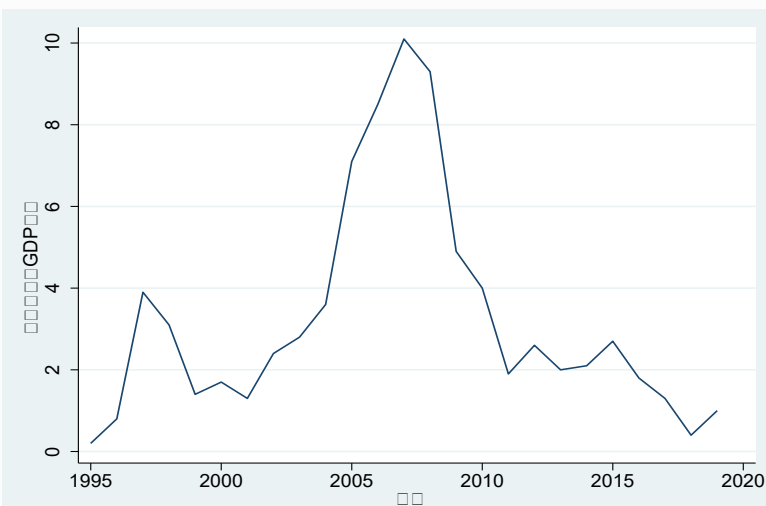
- 减轻和管理债务危机
  - ✓ 拥有政府负债的全景图很关键
  - ✓ 债务可持续性分析必须基于可能的经济情景（如资本流动“突然停止”）
- 通货膨胀危机
  - ✓ 通过通胀贬值债务的诱惑
- 银行危机
  - ✓ 政策制定者必须认识到银行危机持续时间很长
- 刺激政策组合的效力难以判断是否有效（案例不够）
- 债务不耐国家要关注危机之后政府债务水平上升
- 过早庆祝国家升级可能导致降级

# 现在的中国怎么样了：基本面

- GDP增速稳定
- 目标“稳6”
- 人民币整体升值



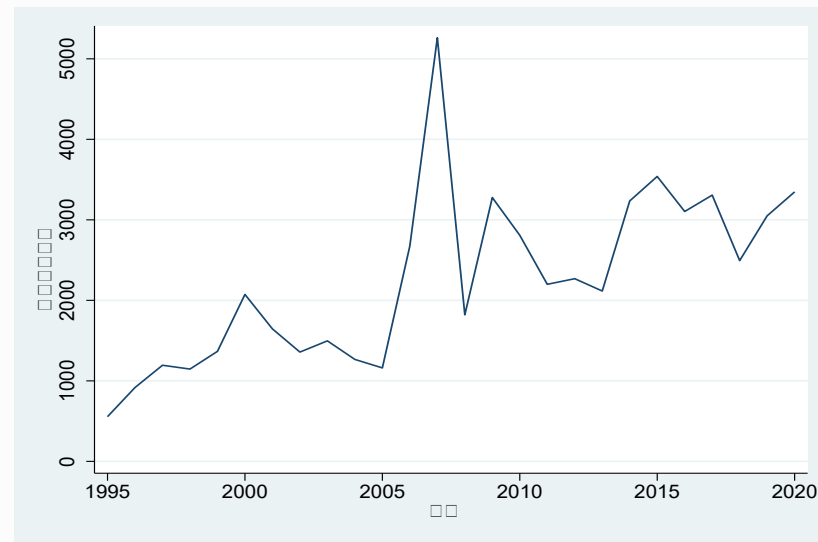
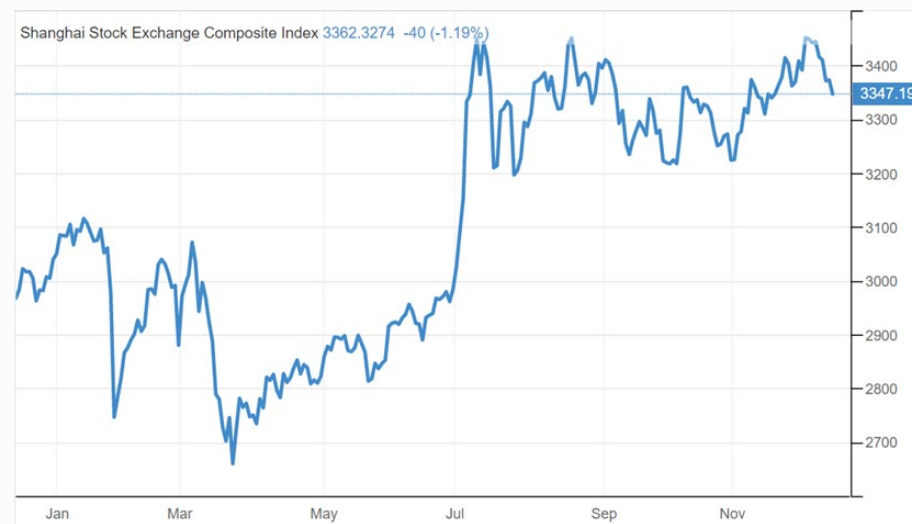
- 中国经常账户常年顺差，占GDP比例回落
- 2020Q1出现逆差
- 但总体而言，前三季度国际收支保持基本平衡



# 现在的中国怎么样了：基本面



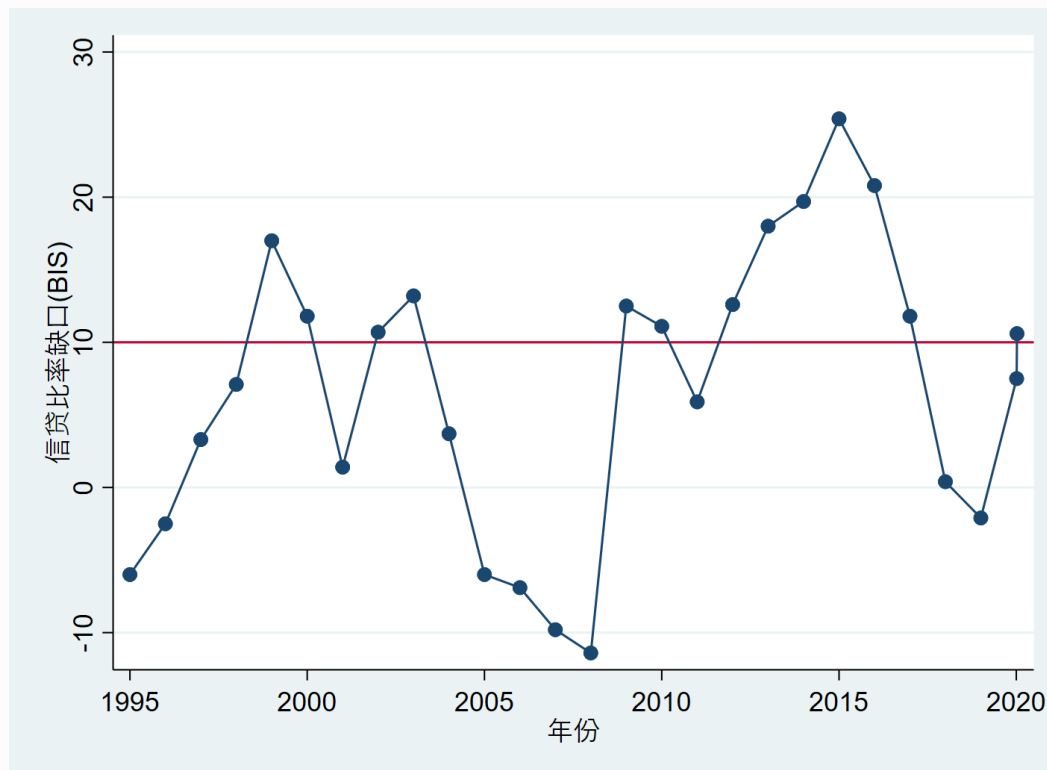
- 中国真实房价稳步攀升
- 2020Q1上证综合指数跌幅约为10.86%；Q2回升，Q3稳定



# 现在的中国怎么样了：私人部门

## 信贷比率缺口——银行业是否存在系统风险

- 以国际社会的标准来看，中国存在一定的银行系统风险。（10%作为一条警戒线）
- 对该指标提出质疑：
  - 1) 对于很多新兴经济体而言，经济增长一般都伴随着信贷规模的大幅扩张，而且信贷的增长速度会高于GDP的增长速度；
  - 2) GDP和信贷在时间上存在着不对等。

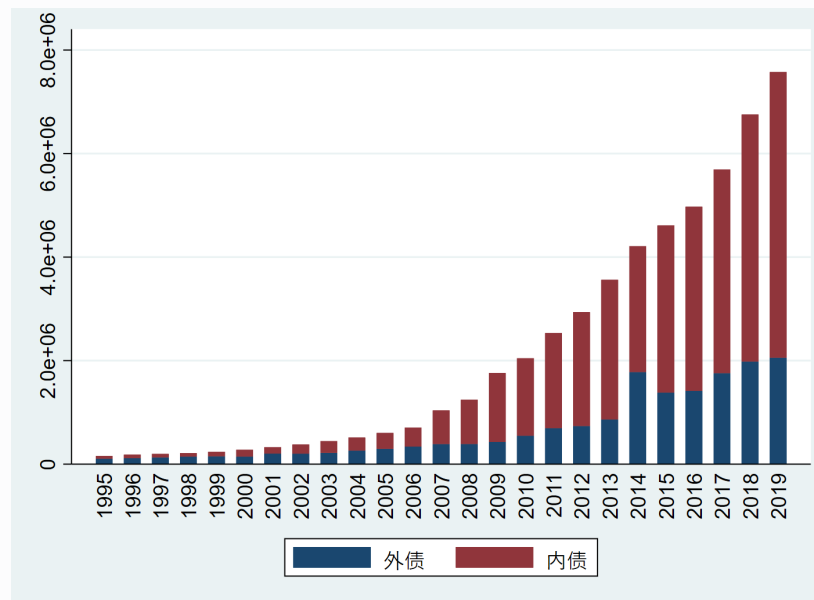
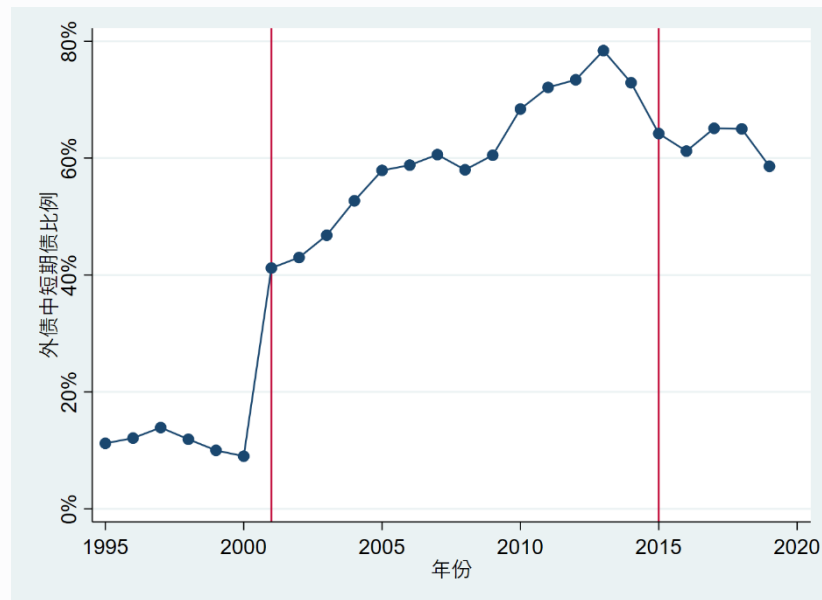
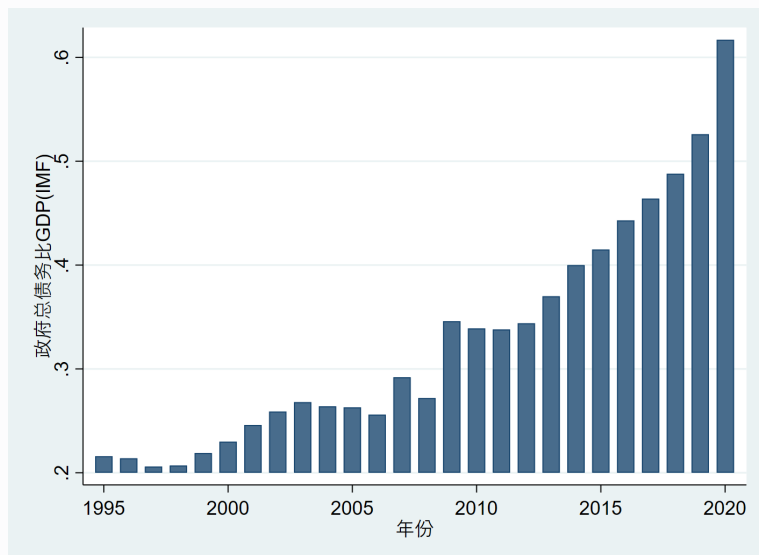




# 现在的中国怎么样了：政府债务

- 政府债务规模占比逐年上升，2020年预计超过60%
- 外债中短期债务占比近年呈下降趋势
- 政府债务的增加主要来着国内债务
- 近年内债已经超过了外债的2倍

中国国内债务  
更需要警惕！



# THIS TIME IS DIFFERENT

## 感谢观看

报告人：

方佳文 吴涵嫣 徐祎丹 杨芷懿

2020秋 国际金融