

金融瞭望
译丛

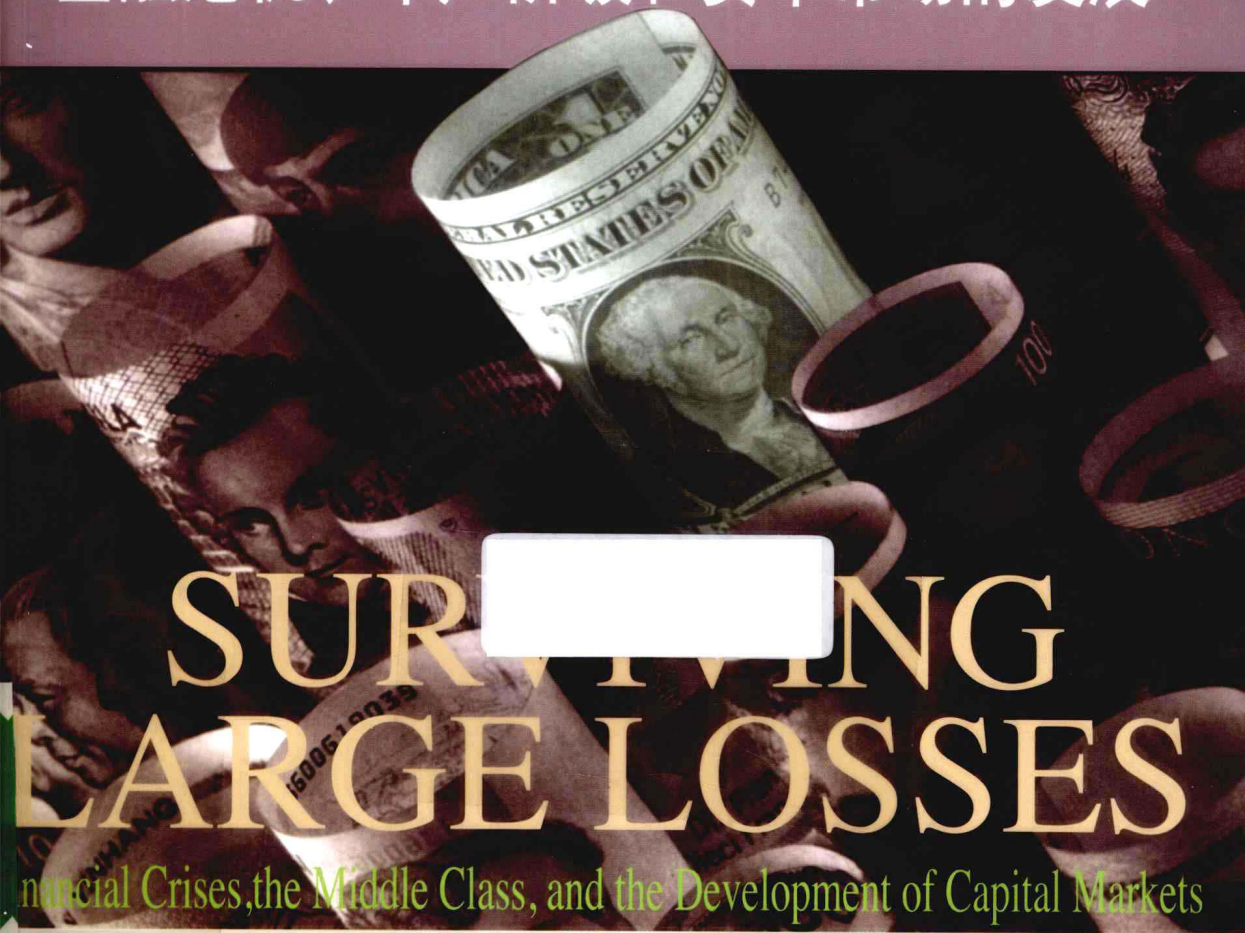


“十二五”国家重点图书出版规划项目
当代财经理管理名著译库
2013年度国家出版基金资助项目

钱泳 译

金融危机求生之道

金融危机、中产阶级和资本市场的发展



Philip T. Hoffman Gilles Postel-Vinay Jean-Laurent Rosenthal
(美) 菲利普·T.霍夫曼 吉勒斯·波斯特尔-维内 琼-劳伦特·罗森塔尔 著



东北财经大学出版社
Dongbei University of Finance & Economics Press



金融瞭望
1988

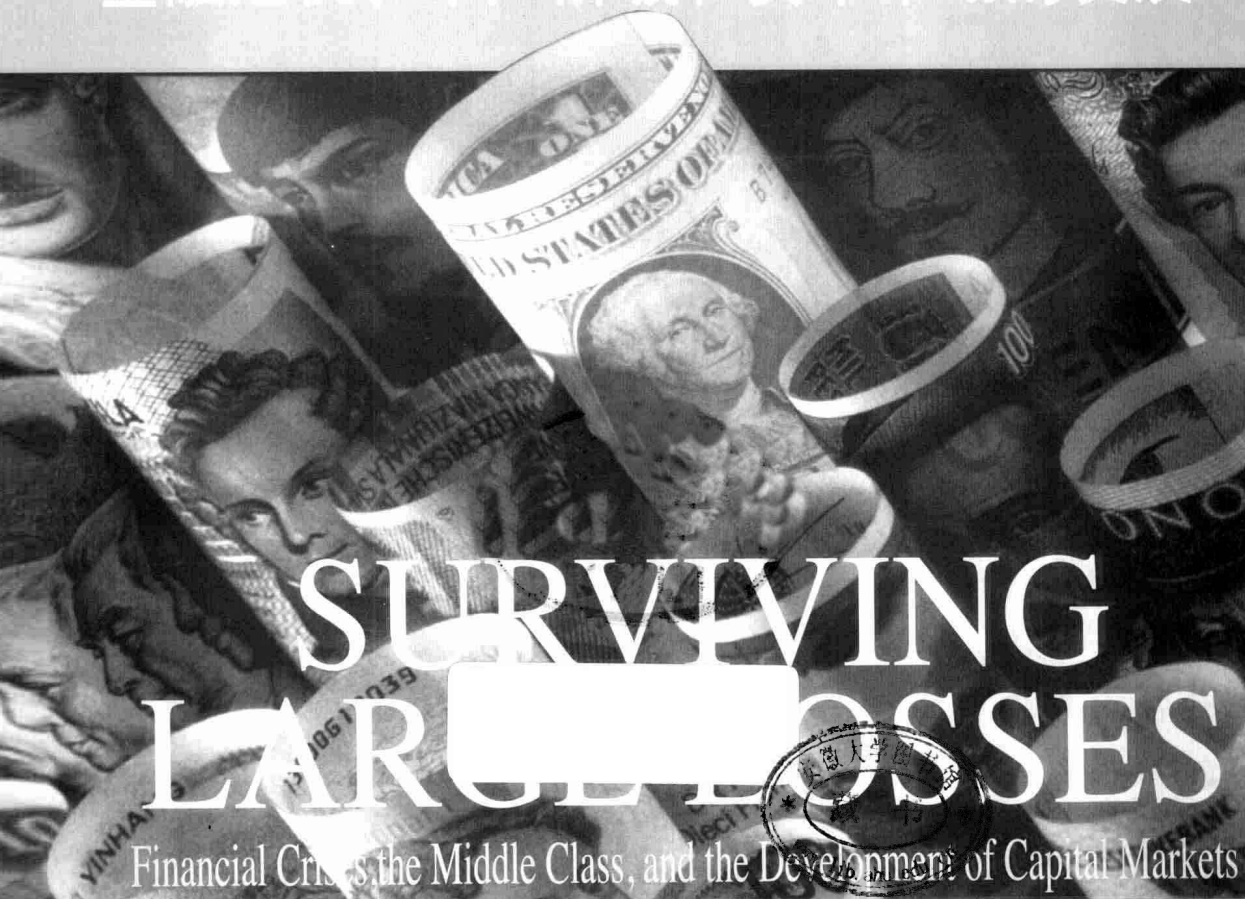


十二五国家重点图书出版规划项目
当代财经管理名著译库
2013年中国出版基金资助项目

钱泳 译

金融危机求生之道

金融危机、中产阶级和资本市场的发展



SURVIVING LARGE LOSSES

Financial Crisis, the Middle Class, and the Development of Capital Markets

Philip T. Hoffman Gilles Postel-Vinay Jean-Laurent Rosenthal

(美) 菲利普·T.霍夫曼 吉勒斯·波斯特尔-维内 琼-劳伦特·罗森塔尔 著



东北财经大学出版社
Dongbei University of Finance & Economics Press

大连

© 东北财经大学出版社 2013

图书在版编目 (CIP) 数据

金融危机求生之道: 金融危机、中产阶级和资本市场的发展 / (美) 霍夫曼 (Hoffman, P. T.) 等著; 钱泳译. —大连: 东北财经大学出版社, 2013. 3
(金融瞭望译丛)

书名原文: Surviving Large Losses: Financial Crises, the Middle Class, and the Development of Capital Markets

ISBN 978-7-5654-0996-7

I. 金… II. ①霍… ②钱… III. 金融危机-经济对策-研究-世界 IV. F831. 59

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2012) 第 226564 号

辽宁省版权局著作权合同登记号: 图字 06-2012-21

Philip T. Hoffman, Gilles Postel-Vinay, Jean-Laurent Rosenthal: Surviving Large Losses: Financial Crises, the Middle Class, and the Development of Capital Markets. Copyright © 2007 by the President and Fellows of Harvard College.

No Part of this book may be reproduced or transmitted in any form or by any means, electronic, mechanical, including photocopying or by any information storage and retrieval system, without permission in writing from the Publisher.

All rights reserved.

本书简体中文翻译版由 Harvard 大学出版社授权东北财经大学出版社独家出版发行。未经授权的本书出口将被视为违反版权法的行为。未经出版者预先书面许可, 不得以任何方式复制或发行本书的任何部分。

版权所有, 侵权必究。

东北财经大学出版社出版
(大连市黑石礁尖山街 217 号 邮政编码 116025)

教学支持: (0411) 84710309

营 销 部: (0411) 84710711

总 编 室: (0411) 84710523

网 址: <http://www.dufep.cn>

读者信箱: dufep@dufe.edu.cn

大连图腾彩色印刷有限公司印刷

东北财经大学出版社发行

幅面尺寸: 170mm×240mm
2013 年 3 月第 1 版

字数: 158 千字

印张: 11 1/2 插页: 1
2013 年 3 月第 1 次印刷

责任编辑: 李 季 刘 佳
封面设计: 冀贵收

责任校对: 何 群
版式设计: 钟福建

ISBN 978-7-5654-0996-7

定价: 30.00 元

译者简介

钱泳

复旦大学世界经济系世界经济专业毕业，经济学硕士，全球金融风险管理师（FRM），国际财资管理师（CTP）。通过 CFA 一级考试。历任某银行总行国际部副主管，作为主要参与者推出国际保理业务并获得国际保理商联合会（FCI）国际保理业务专业证书，作为总行信贷资产清理分类办公室成员参加全行贷款五级分类试点；总行市场营销部、公司部集团客户主管，成为全行唯一一位赴国际专业机构中一英同声传译培训的员工；纽约分行贸易部副经理、办公室副主任，期间被聘为总行公司部高级专务，全程参加了该行 IPO 海外路演；北京市分行风险部副总经理、公司部副总经理，作为主要组织者推出集团联动账户等现金管理功能。现为某大型财务公司董事、副总经理，具有超过 23 年的经济金融研究和从业经验。

目 录

引 言/1

第1章 金融危机的政治经济学/8

1.1 公共债务和政府的作用/12

1.2 政治体制和变动一个国家的危险区域/22

第2章 信息和危机/27

2.1 金融市场的不对称信息/30

2.2 较大市场上的危机/39

2.3 危机怎样改变信息的价值/46

第3章 危机和中产阶级/53

3.1 不平等怎样影响金融市场：一个简单模型/56

3.2 关键群体：穷人、富人和中产阶级/58

3.3 抵押贷款和信用贷款/63

3.4 更为先进的金融交易/69

3.5 冲击可能怎样损害中产阶级/71

3.6 经济冲击和金融中介/77

3.7 经济冲击和声誉性信贷/80

第4章 危机后会发生什么/84

4.1 制度变革/86

4.2 谁会要求制度变革/89

4.3 制度变革为何会发生/92

4.4 来自历史的关键信息/101



第5章 金融中介与改变需求/105

- 5.1 避免极端/106
- 5.2 金融创新的其他要求/110
- 5.3 为什么金融中介不能避免危机/118

第6章 政府与改革需求/128

- 6.1 政府干预的传统：左派—右派的观点/129
- 6.2 对政府干预的重新思考/135
- 6.3 什么时候政府干预能够成功/139
- 6.4 成功的第一个条件：可管理的政府债务/142
- 6.5 成功的第二个条件：充分的信息/143
- 6.6 成功的第三个条件：一个庞大而强大的中产阶级/146
- 6.7 危机和政府干预的变化/148
- 6.8 政府干预的解释/151

第7章 结论：历史教训/156

- 7.1 为什么历史对于政策很重要/158
- 7.2 历史、信息、公共债务和中产阶级的规模是怎样相互作用的/159
- 7.3 历史怎样影响政策争论/163

引言

你是否曾经担心过可能会发生金融灾难？是否曾经因为存款被骗或投资损失殆尽而失眠？也许你没有，因为你很聪明、睿智并采取了各种措施来保护自己。或者，你只是确信，现代金融市场和政府保障总是会保护你的。

但是，保护措施并不总是起作用。你就问问 Sandra Stone 或安然公司 20 000 名左右的前雇员中任何一位吧，他们的公司于 2001 年后期破产的时候，他们的养老金和储蓄都被吞掉了。当 Stone 宣称“我很愤怒，绝对愤怒，我为这些人失去了我整个该死的退休生活”时，她可能是一直在为她的任何一位同事说话。^①

^① 引用来自 B. Murphy 2002；请参见 Ivanovich 2001；Bernstein 2002；Flood 2005。



没有公司希望有像 Sandra 以及安然那样的结局。但是，悲哀的事实是，这样的事绝不是绝无仅有。金融危机几个世纪以来不断地发生，危机过后留下了无数的受害者。这些受害者中有一些是如此地声名显赫，以至于我们必定应该更好地了解：Issac Newton 在英国早期的股市泡沫中遭受损失；Voltaire 曾经因投机获得很大的好处，但在政府债务违约中损失了一大块利润；而杰出的经济学家 Irving Fisher 发现其财富在 1929 年的大崩盘中大幅缩水。^① 如果这些天才都如此易受伤害，那么其他的每一个人的前景又会怎样呢？

事后分析常常会劝说我们自己，危机本来是很容易避免的。但是，事实是，金融危机几乎是不可避免的，像地震和飓风一样。确实，尽管危机激发改革，但危机仍使我们遭受打击，正如我们从很多危机中所发现的一样，有亚洲银行和股市的崩盘、因特网泡沫的破灭和随后发生的破产，以及 20 世纪 90 年代的公司丑闻。危机也没有表现出任何退却的迹象，尽管政府项目提供了新的方法，以便使投资者为其持有的资产找到避难所。^② 对于可能的金融崩盘的担心，事实上不断在媒体上出现。它们会来自美国资不抵债的公司养老金或共同基金，来自英国或澳大利亚这样的繁荣国家过山车般的不动产价格，还是来自几乎全世界各个地方一些掠夺成性的政府？

使危机变得如此重要的东西——在危机涉及的痛苦的损失之外——它们常常被证明是金融市场和长期经济增长的转折点。^③ 很明显，一些危机的结果束缚了经济的增长。1929 年股市崩盘及随后发生的美国的银行恐慌潮，也许是最熟悉的例子。^④ 但是，其他的危机却有着非常不同的影响。确实，很多危机实际上通过重塑金融制度帮助培育了长期增长。1719—1720 年期间，巴黎的股市泡沫使很多投资者倾家荡产。但是，它也促成了一个新的金

^① 参见 Nicolardot 1887, 1: 80-104; Voltaire 1953-1977, letters 15248 (21 March 1770) and D16950 (9 January 1771); Westfall 1980, 861-862; R. L. Allen 1993。牛顿和伏尔泰死的时候都不是穷人——远远不是——但是，像 Sandra 一样，两人似乎都因亏损而非常难过。

^② 参见 Bordo et al. 2001; Shiller 2001。

^③ 关于危机成为金融制度发展的转折点，参见，Hubbard 1991; White 2000; Davis and Gallman 2001; Neal and Quinn 2003。

^④ 金融危机看起来确实会使经济下滑并恶化。但是，如果人们考虑到这种可能性，仍会有统计数据表明，危机使衰退和萧条大大恶化，参见 Bordo et al. 2001。



融市场的诞生，为私人投资筹集了空前的资金。甚至 1929 年的崩盘也帮助促成了有益的改革，改进了美国和其他地方的金融制度。因而，危机似乎不仅具有造成危害的可能，而且有将陈年旧账一笔勾销的潜力，使参与者自由地设计新的制度，更好地防范未来的困境。因而，创新和金融崩盘是不可分开的——在金融领域可以与经济学家约瑟夫·熊彼特（Joseph Schumpeter）很久以前为技术勾勒的过程相媲美。

因为金融危机不可避免会再次发生，所以我们必须探究其成因和长期后果，特别是，危机是怎样引导金融体系演变的。问题的关键是，确定危机是怎样产生影响的——并且反过来危机是怎样被金融制度的发展影响的。有没有制度能击中危机的根源，并使危机将要发生的可能性变小？有没有制度在危机确实发生时可以防止危机破坏金融体系？有没有制度防范危机阻碍金融发展和经济增长，或者，更有可能发生的是，危机之后不是滞胀而是有益的改革？在什么条件下会产生这样的制度？

危机的根源和后果会在几年、几十年甚至几个时代发生作用，正如经济增长和金融制度的发展一样。因此，不可能只是通过审视当代的证据就可以研究危机和金融发展的关系。只有对较长时期进行研究才能反映危机、制度和金融发展之间的联系。只有历史才能给予我们必要的角度。

例如，想象一下，你渡过了大萧条开始时的金融危机。经济的困境刚刚呈现在新的政治领导人的眼前——他们中有美国的罗斯福和德国的希特勒。在这一时刻，1933 年开始的几个月中，如果你只考虑在当时知道的东西，那么你有可能预见到罗斯福新政或希特勒专政的政治和经济影响吗？如果你只考虑金融发展和经济增长，那么你可能知道新政的立法将在 20 世纪剩下的时间里引导美国的金融市场，或“第三帝国”的法规将会影响德国经济一直到 20 世纪 80 年代吗？^①

历史帮助我们理解危机、制度和金融发展之间的关系。但是，我们也需要政治经济学的工具，来理解历史告诉我们的所有东西。尽管进行了大量卓

^① 关于对“新政”和“第三帝国”法规的长期影响的简要评估，参见 Ritschl 2003，414；Whaples 2003，171。



著的工作，但尚未有人将历史和政治经济学结合起来，以便解释，为什么金融危机几乎是不可避免的，或者为什么危机可以有如此惊人的不同的长期后果——为什么一些危机是破坏性的，而其他的危机最后结果却是创造性的？^① 也没有任何人确定，什么样的制度有可能帮助金融体系战胜危机并继续发展？但是，这些问题不只是学术问题；它们需要我们关注，不仅仅因为今天很多人的储蓄、投资和退休金处于危险之中。未来的时代也处于危机之中。金融市场是一个不同寻常的引擎，可以促进投资和创新，并使经济扩张。它们为教育提供资金，或者帮助企业主在富裕或贫穷的国家创业。当效率不高的金融体系使个人无法借款、投资或使其资产多元化时，整体经济就会遭殃，以后的几代就会比其他情况下更为贫穷。^② 不管国家富裕还是贫困，情况都是这样。

定义

在我们进一步深入讨论之前，我们应说清楚几件事，首先，我们所谓的金融危机是什么。可能有很多的定义——市场价值的突然下滑，这一定义正如纯粹的价格波动的定义一样。但是，就我们而言，我们选择的定义有所不同。对我们而言，当大量的金融合约突然被破坏时，就会发生危机。最简单的情况会涉及大量借款人对其借款违约，但是，一波公司倒闭使股东一贫如洗也算危机。^③ 政府决定对其债务食言，或通过通胀或货币贬值，用不值钱的货币向债券持有人支付，也算危机。人们也可以想起其他的例子。想象一下，对冲基金向大量的投资者出售保险，防范股市下跌的不利事件。如果股市暴跌，但对冲基金不能对保险进行偿付，这也会构成危机——这一危机，正如我们应了解的，与 1998 年的危险情况接近。

^① 论述金融危机的好的著作有：Kindelberger 1978；Bordo et al. 2001；Eichengreen 2002，2003；Neal and Weidennier 2002。关于缺乏任何的经济理论可以挑选出什么样的金融制度最有可能从危机中幸存下来并促进经济增长，参见 Allen and Gale 2000，25-44，310-311；Allen and Gale 2001。

^② 参见 Beck et al. 2000；Demirguc-Kunt and Levine 2001；Beck and Levine 2002；Levine 2002。

^③ 人们可能辩称，公司破产并未真正破坏金融合约，因为股票持有人在买入股票时并没有谁向他们担保任何股息。但是，破产确实使股票持有人彻底损失了在公司中的权益。至少在我们简化的描述中，他们之后什么都没有，从这方面讲，他们像面对违约的债权人一样。



满足我们定义要求的危机，常常是由价值的突然变动，或收入、营业额或成本的急剧变化——经济学家和其他的社会学家称之为“冲击”的东西所促发的。因为冲击常常引发危机，这两个概念看起来几乎是近义词，但是，它们事实上是不同的。做一个具体的说明，假设，在农业价格高而利率较低时，农场主借款买入土地和机器。如果价格随后下降，而利率飙升，这就会构成冲击，但是，只有当大量农场主对其债务违约时，正如20世纪80年代美国中西部的情况一样，才会有危机。幸运的是，制度有时可能使冲击无法引发危机或减弱危机造成的灾难。关键在于努力设立这样的制度，保证制度也能促进金融发展和经济增长。

当我们谈到制度时，我们脑海中也会有一个特定的含义：对我们而言，制度是规则，伴随着某种执行规则的手段。规则可以是法律、规章，或法庭支持的合约；这种规则，由国家实施，我们称作正式制度。但是，规则也可能只是私人行为的常规的模式，不是由国家实施，而是通过对其他人所作所为的期望来实现。例如，投资者决定遵循受托金融咨询机构的意见，而不是倾听一些不认识的经纪人凭空打的电话。这种规则，我们称作非正式制度。我们要问一问，为什么一些危机会带来正式制度的变革，即修订法律和政府规章，以及为什么其他的危机会改变私人的行为模式。

前方有什么

那么，历史和政治经济学就危机的根源和后果揭示了什么？它们会对危机、制度和长期金融发展之间的关系透露出什么信息？

它们表明的东西是，三个因素对于金融制度的发展是很关键的：国债的水平、中产阶级的规模，以及当事人执行金融交易可以获得的信息的多少。为了说明这些因素具有的重大影响，我们转向欧洲、亚洲，以及北美和南美的资本市场上上演的金融故事——一些是近期的，一些是很久以前的。这些故事，运用政治经济学的工具，对我们探究的历史进行了启示，帮助说明了，在什么情况下，这三个因素会促进金融发展，防范危机造成太大的损



失，以及什么时候危机会不幸地做出相反的事情。它们也表明，没有什么金融制度在任何时候在任何地方都是最佳的：某一天看起来是最佳的制度——银行或股票交易所——当这三个因素变化时可能很容易遭受挫折或者失败。与短期的统计证据使很多观察家相信的东西相对照，对于金融交易而言，几乎没有一个银行、市场和其他制度安排的最佳的特定组合。

因而，这些故事和历史成为我们的证据。在几乎每一种情况下，它们都可以得到量化证据和正式的经济模型的支持，但是，为了使事情对读者而言简化起见，我们做出选择，把我们限制在故事解析的范围内。它们是最有效的，当然是最有趣的，陈述我们观点的方法。

我们首先审视一下危机的两个主要原因：政府的掠夺行为和折磨所有金融交易的信息问题。这两个原因反过来又追溯到我们的三个因素上，因为信息问题反映的是金融交易的当事人通常会有不同的信息，而在政府累积太多债务时常常会受到鼓动去掠夺资本市场。随后，我们来审视在危机后产生的对制度变革的需求，以及这些需求是怎样通过我们的第三个因素——中产阶级的规模而形成的，然后，看看不管是通过政府还是通过私人企业主，需求是怎样满足的。整体而言，我们要问一下，什么制度，通过鼓励金融发展以及限制危机造成的危害，限制市场 vilcal rumblell，会使金融市场更加有效？

我们将金融发展和危机联系在一起时，并不意味着，较为强大的金融市场恰恰是一种可怕的危险。这样的观点可能符合常见的看法——特别是左派，他们认为，金融市场完全是邪恶的，但是，这会意味着，使自己对金融市场带来的巨大好处也视而不见。问题是，经济如果不冒产生危机的风险就无法享受这种好处。在这个意义上，关于金融市场的真相，会使我们想起17世纪的哲学家和数学家 Blaise Pascal 关于人类所说的话：人类既不是天使，也不是野兽，因而，既不是完全美好，也不是完全邪恶。金融市场的好处是，它们促成交易，通过促进投资，提供防范风险的保护手段，并培育创新、拉动经济增长，使人们生活境况改善。负面的东西是，金融发展常常随后带来危机。因而，左派的陈词滥调是错误的，正如右派的观察家作出的同

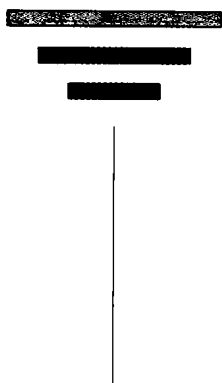


样不现实的断言一样，他们忽略了危机，高兴地断言，金融市场从来不会造成危害。

我们最终的目标是，理解金融发展，它长久以来在富裕和贫穷国家都具有深远的意义。金融发展对我们所有人都很重要，但是，要把握它，我们要研究危机的原因及其没有预见到的后果，而只有历史才能揭示这些。

第 1 章

金融危机的政治经济学



想象一下，你是一个投资者，一个谨慎的投资者。你为什么会谨慎呢？也许你最近在股市上砸下一大笔钱。也许会计丑闻或世间可怕的事件使你对未来发愁。或者，也许是前进的时代使你没有时间在你退休前挽回损失。无论如何，你正急切地为你的储蓄寻求安全的避风港。

如果你很幸运，生活在像 21 世纪初美国这样的国家，或者生活在某个其他的西方民主国家，你会有很多种方法来排解担心，从买入通胀指数化的国债，到将钱存入有政府保险的银行账户中。当然，恐怖分子仍可能会袭击，公司也会继续做假账。但是，至少有一种梦魇不会使你在晚上辗转反侧，即政府自己会践踏保护你的金钱的保证。美国联邦政府绝不会对其国债违约，不会去除指数化。如果银行倒闭，政府也不会对欠你的保险金食言。



政府就是不会这么干的。如果发生什么事的话，当美国政府干预金融市场时，政府也会努力保护投资者的：回忆一下，1998年，为了避免不仅仅会伤害富人也会伤害很多中产阶级投资者的市场恐慌，联邦储备银行是怎样救助对冲基金长期资本管理公司的。^①

在别的地方，你可能不会如此幸运。例如，假设，你不幸生活在2001年下半年的阿根廷，要把你的储蓄投资在那里，也许因为你是一个小规模的中产阶级的投资者，你可能无法轻易开立离岸银行账户或买到外国债券或货币基金的份额。^② 由于你不能把钱汇往国外，你的选择很可怜。阿根廷的国债会太过危险。在市场上，这些国债事实上暴跌至其面值的1/4，由于担心（结果证明是站得住脚的）政府会直接违约，或者用贬值的阿根廷货币来偿还这些债券。银行账户也会使你害怕。事实上，从7月开始，恐慌的阿根廷人涌向银行要将他们的钱取出来，因为他们吃惊地发现，政府会在实际效果上抢劫国家的银行。他们想把钱取出来，如果可能的话，将钱兑换成美元，这样也可以使他们免受可能的货币贬值的伤害。由于面临挤兑，政府最终冻结了储蓄账户，并对支票账户的支取实施上限。如果你把钱存在银行，这些钱就会套在那里。^③

作为一个投资者，在阿根廷，很明显，你会比在美国糟糕，至少在2001年年末是这样。但阿根廷不是唯一一个不公平对待投资者的国家。有很多其他的国家会做相同的事，正如除了美国之外有很多国家会培育投资者一样。是什么促使一个政府去保护投资者呢？又是什么使政府掠夺成性？简言之，是什么使一些国家变成阿根廷，又是什么把另一些国家变成美国？

尽管所有的投资者，并非只有胆怯的投资者，对这一问题感兴趣，但对这一问题的答案仍被证明是捉摸不定的。确实，这一问题并不应仅仅使投资

^① 参见 Lowenstein 2000。

^② 在乌拉圭开立银行账户是阿根廷的小规模中产阶级投资者将钱汇往国外的最容易的方法。最初，大多数阿根廷人将现金带出境，以便在乌拉圭开立账户，但这一策略会产生交通的费用、失去工作的时间、现金被盗或被没收的潜在风险。虽然现金并不大，但这些成本会成为一种障碍，特别是对住在离边境很远的小投资者而言更是如此。虽然最终在布宜诺斯艾利斯开立账户成为可能，但并不是所有的银行都能这样做，而到乌拉圭的船上仍满载着携带装满现金的箱子的阿根廷人。参见 Personal communication, Federico Echenique。

^③ 参见 “Argentina’s Collapse: A Decline without Parallel” 2002; “Foreign Creditors Join the Pyre” 2002。



者关心，而是应使所有在金融市场中有利害关系的人都关心。最起码，那也意味着是所有有储蓄的人；并且，因为健康的金融市场已经与快速的经济增长相关联，这实际上意味着每一个人，富人和穷人都一样。

尽管如此，似乎还没有人知道，为什么一些国家的结果会像阿根廷一样，而另一些国家像美国。研究这一问题的经济学家、历史学家和政治科学家试图将掠夺金融市场的政府的类型与某种政治特征——最重要的是缺乏民主制度，如缺少具有代表性的议会相联系。^①但是，就其本身而言，代表性的议会并不能保证政府不会使金融市场受到伤害：毕竟，2001年的阿根廷本身就是一个民主国家。

这一论断所遗漏的是战争、衰退和其他的不幸，这些使政府迫切需要资金，对政策造成破坏——换言之，就是真正的经济冲击。它们会使一个坚定的民主国家去掠夺金融市场。当面对冲击时，政治领导人行为的方式不仅会反映这一国家的政治体系，而且会反映其金融的健康程度——特别是，已经欠下的债务，以及在不激怒公民情况下可以收取的新的税收。

政府债务的金额在这时是关键性的。如果，一个国家像阿根廷一样，在巨大债务负担下艰难前行，那么就会受到诱惑去干涉资本市场来减少其财务负担，就像阿根廷做的一样。虽然这种激烈的策略会引发危机，并在几十年内阻碍市场发展，但这些策略在政治上而言可能比不受欢迎的增加税收或削减支出给人们带来的痛苦程度要低，当政府债务较重时，这些策略更加有吸引力。如果政府债务庞大，那么任何国家都会把牺牲金融市场视为有吸引力。

如果有一些简单的规则能告诉我们这一危险区域从哪里开始，那倒是很好的事情。例如，这一规则可能使该区域设置在债务相对于国家经济的规模或政府征收的税收的金额的一个域值。政府预算令人不爽的数字可能在概念上赋予我们这一域值所处位置的某种感觉，因为，长期而言，政府的支出须等于政府的收入。^②但是，问题是，政府支出和政府收入是由政治过程决

^① 参见 North and Weingast 1989; Olson 2000; Ferguson 2001; Stasavage 2003。

^② 参见 Sargent and Wallace 1981。



定的，这一过程是由一系列的政治和经济因素所形成的，从政治体系的性质，到收入的分配和经济增长的水平。因此，这一域值各个国家各不相同。它会反映一个国家的历史的微妙之处，其政治领导人所面对的激励因素，以及贷款人为了得到偿付而施加的压力。将统计数字和经济模型与当代数据相关联，可以确定这一域值在一组类似国家中可能所处的位置，但是，这种做法产生的规则从来不会适用于其他的地方或其他的时期。因此，今天在发展中国家引发警报的政府债务的水平——例如，在2001年年末的阿根廷债务超过政府年度收入的两倍——在富裕的民主国家根本不会引发担心，特别是当这一民主国家碰巧处于战争中并拥有慷慨的同盟，抑或当向政府预支现金的贷款人碰巧在政治上很强大时更是如此。例如，在第二次世界大战结束时，英国可以维持超过政府收入6倍的公共债务。^①

因而，我们没有办法精确说出每一个国家的危险区域的起始点。尽管如此，任何给定国家的政治领导人对这一起始点肯定会心中有数，正如贷款人心中有数一样；而密切关注单个国家的特质的政治学家可能得出与这些领导人和贷款人一样的推断。此外，至少有一个规则是普遍成立的：庞大的债务（特别是相对于政治上可行的税收收入进行度量显得庞大时）会增加一个国家接近或甚至进入其自身特有的危险区域的几率。即使该国还没有处于其危险区域，一个冲击却可以轻而易举地将其推向危险区域，致使金融市场遭殃。另一方面，如果其债务远没有达到极端情况，那么它处于危险区域并对金融市场进行掠夺的可能性也会变小。

没有一个国家可以逃脱这一铁定的逻辑，它源于政府财政的约束，以及增加税收和削减支出的不断变化的政治成本。事实上，这一逻辑今天和昨天一次又一次地上演。例如，在上个世纪，一些国家没有频繁地借款，尽管对今天的我们而言似乎是无法令人相信的，中国以前就是这样的。另一些国家

^① 参见 Great Britain, Statistical Office 1951, 265; B. R. Mitchell 1981, 762; Roubini 2001。英国和阿根廷债务的数字只涉及中央政府，而不涉及地方或省级政府。没有简单公式可以告知危险区域起点的一个理由是，政府可以以多种不同方式使金融市场成为牺牲品。对政府可能采取的任何一种掠夺行为建立模型是一件复杂的事情，须考虑各种不同的因素和历史或有事项。有关演示，请参见以下关于政府违约的研究：Eaton and Gersovitz 1981; Grossman and Van Huyck 1988; Bulow and Rogoff 1989; Atkeson 1991; Manasse, Roubini, and Schimmpennig 2003; Kraay and Nehru 2004。