

THIS TIME IS DIFFERENT

HZ BOOKS
华章经管

全球思想家正在读的二十本书之一

这次不一样 珍藏版 八百年金融危机史

(美) 卡门 M. 莱因哈特 肯尼斯 S. 罗格夫 著
(Carmen M. Reinhart) (Kenneth Rogoff)

綦相 刘晓锋 刘丽娜 译



机械工业出版社
China Machine Press

THIS TIME IS
DIFFERENT

这次不一样
珍藏版
八百年金融危机史

(美) 卡门·M. 莱因哈特 肯尼斯·S. 罗格夫 著
(Carmen M. Reinhart) (Kenneth Rogoff)

蔡相 刘晓锋 刘丽娜 译



机械工业出版社
China Machine Press

Carmen M. Reinhart, Kenneth S. Rogoff. *This Time Is Different: Eight Centuries of Financial Folly*.

Copyright © 2009 by Princeton University Press.

Simplified Chinese translation rights arranged with Princeton University Press through Bardon-Chinese Media Agency.

Simplified Chinese Translation Copyright © 2012 by China Machine Press.

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

All rights reserved.

本书中文简体字版由Princeton University Press通过Bardon-Chinese Media Agency授权机械工业出版社在中国大陆独家出版发行。未经出版者书面许可，不得以任何方式抄袭、复制或节录本书中的任何部分。

封底无防伪标均为盗版

版权所有，侵权必究

本书法律顾问 北京市展达律师事务所

本书版权登记号：图字：01-2010-0427

图书在版编目（CIP）数据

这次不一样：八百年金融危机史（珍藏版） /（美）莱因哈特（Reinhart, C. M.），（美）罗格夫（Rogoff, K. S.）著；綦相，刘晓锋，刘丽娜译。—北京：机械工业出版社，2012.7

书名原文：This Time Is Different: Eight Centuries of Financial Folly

ISBN 978-7-111-39155-5

I. 这… II. ① 莱… ② 罗… ③ 綦… ④ 刘… ⑤ 刘… III. 金融危机—经济史—世界 IV. F831.9

中国版本图书馆CIP数据核字（2012）第159652号

机械工业出版社（北京市西城区百万庄大街22号 邮政编码 100037）

责任编辑：王振杰 版式设计：刘永青

北京诚信伟业印刷有限公司印刷

2012年9月第1版第1次印刷

170mm × 242mm · 20.25印张

标准书号：ISBN 978-7-111-39155-5

定价：59.90元

凡购本书，如有缺页、倒页、脱页，由本社发行部调换

客服热线：(010) 68995261；88361066

购书热线：(010) 68326294；88379649；68995259

投稿热线：(010) 88379007

读者信箱：hzjg@hzbook.com

如果从2007年夏美国次贷危机爆发算起，本轮全球金融危机历时已近5年。直到目前，关于这场危机的根源与成因依然是各方热衷探讨的话题，并且没有确凿统一的答案。不管对事情本身的看法有多大分歧，思想者们至少在一点上存在共识，那就是，对于重大历史事件的判断，最需要的元素是：时间。

本书一个突出的特点在于，它在全球金融危机史的研究上可谓迄今时间跨度最长的一部著作。如作者所言，当一位研究人员用25年的数据观察一场“百年一遇的洪水”，只有1/4的机会；而如果以长达8个世纪的时间来观察，则有8倍的机会。

这恰好引出了作者研究方法的特点，即充实的定量和经验分析。在充满不确定性的世界中寻找确定性，在周而复始的变化中寻找恒常，在历史的多棱镜中探求规律，最可依赖的工具依然是数字。而西方学者对数字的痴迷不禁让人想起2 000多年前的古希腊毕达哥拉斯学派，那时的先哲们就确信，通过数字可以发现宇宙的奥秘。

本书收集整理的数据量之巨，堪称恢宏。尽管有些数据受种种因素的影响，可能难免草率，但作者巧妙地在时间与空间轴中抽取典型案例加以辅助叙述，形成立体感，令人信服。作者强调在历史中“捕捉那些容易被遗忘的‘罕见’事件”。这在一定程度上弥补了数据上的缺憾。在研究全球金融危机史的众多著作中，学者们往往把本书的学术价值与金德尔伯格30多年前出版的《疯狂、惊恐和崩溃：金融危机史》相提并举。相比之下，本书在数据的处理和分析上更为娴熟，而思想性和启发性丝毫不逊于前者。不过，有一点需要指出，再庞大

的数据集也只是时间的截图，置于漫漫历史长河，亦不过沧海一粟。

在种种金融危机的表现形式中，作者首要探讨的主权债务违约问题在最近闹得沸沸扬扬的欧洲主权债务危机上得到了鲜活的印证。书中明确指出，从1800年到第二次世界大战以后，以希腊为代表的部分欧洲国家曾持续发生主权债务违约。而当前的这场欧洲债务危机更让人担忧，它是否存在演变为全球财政危机的风险呢？

为何危机一再发生？作者归结到人的本性。人们总是过于乐观，认为错误不容易再犯，一旦历史重演，就去寻找新的借口。然而，人的贪婪与破坏性的原动力总会在一个时期后突破理性的控制，能量在破坏性地释放之后，才会回归于相对的宁静与繁荣。无论是为政者在经济繁荣时的政策推销，还是投资者在商海中搜寻价值坐标，再听到“这次不一样”的说法时，听者心中当有判断。

研究危机旨在为避免危机提供参考，读者阅读之后或许可以自己得出避免危机的最佳途径。另一方面，本书不仅仅是人们考察金融危机历史的工具，还是历练思维的有效借鉴。

美联储主席伯南克最近在总结金融危机的教训时引用了马克·吐温的一句名言：“历史不会重复自己，但会押着同样的韵脚。”尽管历史从来不能提供完美的指引，但它却是人们探索世界和认识自我不可或缺的一面镜子。

本书用定量的语言讲述了以各种面目出现的金融危机的历史。它想传递的信息很简单：我们曾经经历过。无论最近的金融狂热或金融危机看起来多么与众不同，都与其他国家或过去时期所经历的危机存在极多共同之处。有了何其相似和不乏先例的这种认识，就使得我们朝着完善全球金融体系迈进了重要的一步，使我们能够降低未来发生危机的风险，也能更好地在危机来临之际妥善地应对。

在本书中，我们关于各类危机的阐述有一个共同的主题，那就是过度举债。无论是政府，还是银行、企业或消费者，繁荣时期的过度举债都会造成很大的系统性风险。政府往经济中注入大量现金，表面看起来是在推动经济增长，而实际却是私营部门的借钱狂欢推高了房价和股价，超出了长期可持续水平。这使得银行看上去比平时更加稳健，更加赚钱。这种巨额债务的累积会导致风险，因为经济经不起信心危机，尤其是在债务都为短期，需要不时借新还旧之时。债务催生的繁荣会让人产生一种错觉，以为政府决策英明，金融机构赢利能力超凡，人们的生活水平优越，但此类繁荣多结局悲惨。当然，对各个经济体而言，无论在历史上还是现实中，债务工具都是不可或缺的。但如何把债务带来的风险和机遇平衡好，一直是个挑战，政策制定者、投资者和普通民众都不能忽视这个挑战。

在本书中我们讨论了各种类型的金融危机。首先是主权债务违约，当政府无法偿还其外债或内债，或者两种债务同时无法偿还时就会发生。然后是银行危机，如在21世纪头十年后期世界所经历的事件。在典型的银行危机中，一国

的大部分银行在投资巨亏后破产，或者出现银行业恐慌挤兑，抑或二者兼具。另一类重要的危机是汇率危机，如20世纪90年代打击了亚洲、欧洲和拉丁美洲的那些危机。而典型的汇率危机的表现是，一国货币急速贬值，尽管该国政府“保证”不会让这种问题在任何情况下出现。最后，我们认为过高的通货膨胀也是危机的一种形式。通货膨胀率不可预期地上升实际上与违约完全等同，因为通货膨胀使所有债务人（包括政府）还债时货币的购买力远远低于借债时的水平。在本书的大部分内容中，我们将分别探讨这些危机，当然，这些危机也总是同时发生。在本书最后一章，我们考察了20世纪30年代大萧条及21世纪头十年后期金融危机的情况，这两次危机是集中爆发而且是波及全球的。

金融危机当然不是什么新鲜事，自从货币和金融市场产生以来，金融危机就一直没有断过。许多早期的危机受到“货币贬值”（currency debasement）的驱使，统治者缩减辖区内硬币中黄金或者白银的含量，用来支付通常由战争造成的预算短缺。而随着技术的不断进步，政府无须再通过缩减硬币的贵金属含量来填补预算赤字。但金融危机依然不断发生，直到今天还在折磨着许多国家。

本书重点关注两种特殊形式的危机，这两种危机最普遍：主权债务危机和银行危机。两种危机都有几个世纪的历史，并且跨越多个地区。在这两种危机中，主权债务危机历史更长。实际上，现在一些似乎已经从阶段性破产中“毕业”的发达经济体，主权债务危机曾经十分常见。在新兴市场中，重复出现的违约（或称系列违约）仍属慢性重症。与此相比，银行危机则一视同仁，它们是概率均等的威胁，无论是发达国家还是发展中国家，都会受到冲击。本书的考察线索将带我们回顾金融危机的历史，从拿破仑战争时期的欧洲银行挤兑致银行倒闭，一直到2007年美国的次贷危机。

我们写作本书的目的是提供一个大跨度、系统性、量化的视角。经验分析涵盖了近8个世纪以来66个国家和地区的金融危机。关于国际金融危机的历史¹，此前已有许多重要著述，最知名的或许是1989年出版的金德尔伯格（Kindleberger）的《疯狂、惊慌和崩溃：金融危机史》一书。²不过，总的来说，这些早期著作

1 特别是Winkler (1928)、Wynne (1951) 和Marichal (1989)。

2 最近有Ferguson (2008) 颇为打动人的关于货币金融基础和历史的优秀著作，也请参见MacDonald (2006)。

重在叙述，所用数据相对不多。

相比而言，我们的分析建立在海量量化的图表和数字的基础上，它们来自一个巨大的数据库。该数据库的信息涵盖了自12世纪以来中国和中世纪欧洲的很多国家。本书的核心包含在简单的数据和图表中，而不过多着墨于对人性、政治和谈判的叙述。相信我们这些看得见、摸得着的数量化金融危机史不逊于先前的叙述著作，希望它能为政策分析和研究开创一个新局面。

首先，我们强调的是审视长期的历史时段，捕捉那些容易被遗忘的“罕见”事件。尽管人们有时好像觉得这些事件看起来太普通了，实际上，分析师、决策者，甚至学院派经济学家通常都以短时间窗口的标准数据集来看待最近发生的事件，但从所涵盖国家的数量和时间的长短来看，这些数据集通常跨度很短。关于债务和违约的大部分学术著作和政策文献，其结论都是以1980年以后的数据为基础研究得出的，主要原因在于此类数据最容易获得。要不是分析周期更长的金融危机，这样做当然可以，但25年的数据集显然不足以对政策和投资风险进行充分的分析。在25年中发生的看似罕见的事件，如果把它们置于更长的历史周期观察，可能并不那么罕见。毕竟，当一位研究人员用25年的数据观察一场“百年一遇的洪水”，只有1/4的机会；而如果以长达8个世纪的数据来观察，则有8倍的机会。此外，标准数据集在其他几个方面也存在局限，特别是在对政府债务类型的涵盖上。事实上我们会发现，在大多数国家，国内债务历史数据都极难获得。与现代社会银行表外业务和其他做账花招比起来，这种债务的透明度好不到哪里去。

本书数据信息涵盖范围广、跨越时间长，并以此来研究国际债务及银行危机、通货膨胀、货币崩溃和贬值问题。这些数据来自非洲、亚洲、欧洲、拉丁美洲、北美洲和大洋洲的66个国家和地区；变量范围涉及很广，包括外债和内债、贸易、国民收入、通货膨胀、汇率、利率和商品价格；有700多年的历史跨度，可追溯到大多数国家独立之初，以及一些国家的殖民地、半殖民地时期。当然，我们承认，相对于具有如此深度和广度的数据库的潜能，本书的应用和展示只是初步的尝试。

叙述数据的细节对理解本书的要义并不重要，本书重在用数据证明：我们

曾经经历过这些危机。世代在变迁，金融工具有盈有亏，金融机构“其兴也勃焉，其亡也忽焉”。历史上金融危机遵循着繁荣与萧条（boom and bust）的交替。虽然国家、金融机构和金融工具可能随时间而变，但人性难移。如我们在本书最后几章所讨论的，21世纪头十年后期这场发端于美国并扩散到全球的金融危机——我们不妨把它称做“第二次大紧缩”，只不过是这种形态的最新例证罢了。

在本书最后4章我们将谈到这场最新发生的危机，读者可能会发现第13~16章的材料相对直截了当，也自成一体。（实际上，主要对最近危机教训感兴趣的读者可以跳过前面部分直接阅读这几章）。我们列举了在次贷危机爆发前夕美国各种标准化指数的表现，如资产价格泡沫、不断攀升的杠杆率、长期高企的经常项目赤字以及缓慢的经济增长轨道，显示了一国濒临金融危机（实际是一次严重金融危机）几乎所有的迹象。早在之前的上升阶段我们就应该警醒，因为我们已经发现下跌过程非常恐怖。系统性银行危机之后，经济活动长期处于严重萎缩状态，使得政府调动资源受到很大限制。

本书第一部分讨论了基本数据，并描述危机概念的精确定义。我们的数据集在很大程度上建立在以前学者工作的基础上，不过，也有很多一手和二手的新近资料。除了系统地跟踪外债和汇率危机外，本书附录还对各国自身的通货膨胀和银行危机按日期进行了梳理，如对主权债务对内违约（多为本币）日期的梳理就是我们危机研究的一大特色。

这种推敲在本书其他部分也有所体现，我们把这些概念应用到经过扩展的全球数据集中。第三部分转向政府债务研究，按年代记录了数以百计的主权国家外债违约事件。这些“债务危机”涵盖从14世纪中期佛罗伦萨金融家给英国国王爱德华三世的贷款，到德国商人银行向西班牙哈珀斯堡王朝的贷款，再到20世纪70年代（很多）纽约银行家向拉丁美洲的大规模贷款。我们确实发现，在现代新兴市场发生的主权国家外债违约危机比银行危机要多得多，不过需要强调的是，在从新兴市场经济体发展到成熟发达经济体的过程中，主权国家外债违约一直是各国普遍发生的现象。此类经济、金融、社会和政治发展形态可能历经多个世纪。

实际上，在法国作为一个民族国家的早期阶段，它在外债上的违约不少于8

次（我们将在第6章讨论这些内容）！西班牙在1800年以前的违约只有6次，但在19世纪的违约有7次，从而使总量达到13次，超过了法国。因此，当今天的欧洲强国度过了其发展过程中的新兴市场阶段，它们同样一再经历了外债违约问题，正如现在很多新兴场所经历的一样。

从1800年到第二次世界大战以后，希腊持续发生违约，奥地利在某些方面甚至更为惊人。实际上，我们将看到，对于很多度过新兴市场阶段（这个过程可能会持续几个世纪）的国家来说，违约的一再发生是正常现象而非个别现象。在1800年以前，尽管国际资本市场发展非常有限，但我们还是搜集到法国、葡萄牙、普鲁士、西班牙和早期意大利城邦的大量违约事件。在欧洲边缘地带，埃及、俄罗斯和土耳其也有长期的违约历史。

本书提出的一个令人惊异的问题是，为什么少数国家，如澳大利亚、新西兰、加拿大、丹麦、泰国和美国能够避免中央政府外债违约，而数量众多的其他国家却一次又一次发生系列违约事件。

与欧洲和拉丁美洲相比，人们对亚洲和非洲金融危机的研究要少很多。的确，人们普遍认为现代主权违约只是拉美和少数欧洲穷国的现象，原因在于对其他地区缺乏研究。20世纪60年代，印度和印度尼西亚也都出现过违约，这些都远早于第二次世界大战后拉美首轮违约事件。在后殖民时期的非洲，其违约记录看起来超过了此前任何的新兴市场地区。通过对亚洲和非洲后殖民时期大量违约记录的系统性考察，我们得出的结论是，大多数国家并没有避免主权违约的威胁。

在本书第二部分，随着我们开始应用数据集，并广泛使用图表和数字来描绘债务违约和金融危机的历史，违约的普遍性就显得非常清晰了。有一点没有分析到的是，最近（2003~2008年）的一段平静时期，政府普遍能够履行债务偿付，这跟以往的正常情况很不一样。

当代学者和决策者（甚至像国际货币基金组织这样拥有官方数据的机构）常常会忽视新兴市场经济体内债的历史演变，他们把21世纪初出现的这种情况看做是令人震惊的新现象。然而，正如我们所言，新兴市场经济体的内债问题在过去曾多次显现，实际上就是为何历史上会有大量高通胀和违约事件这一系

列迷局的答案。我们认为，政府债务数据难以获得只是反映政府账目透明度整体较低的一个方面，即使是美国，其透明度都相当低。想想看，政府向抵押贷款机构提供的大规模隐性担保，最终使2008年美国国债的实际规模增加了数万亿美元。再想想看，政府为美联储资产负债表外的交易提供了数万亿美元的担保，为不良资产从银行资产负债表内剥离提供了隐性担保，就更不用说存在资金缺口的养老金和医疗债务了。政府债务缺乏透明度是通病，要想寻找一些关于中央政府债务的基本历史数据，其难度之大令人匪夷所思。

第四部分就一个多世纪以来公开的违约和内债重组事件的分类进行了初次尝试。（由于学者们大多忽视了内债的演进历史，违约历史也常被抛诸脑后，这一点并不令人感到奇怪。）与外债违约相比，这一现象在某种程度上来说比较少见，但又太普通而难以证明政府总是能按面值偿还内债这一极端假设。内债违约大面积发生通常发生在经济困难时期，其困难程度往往超过单纯的外债违约时期，不论是表现在产出的下滑还是通货膨胀的加速上。

第五部分把讨论扩展到银行危机、货币危机和通货膨胀危机。直到最近，关于银行危机的研究通常要么关注发达国家较早期的经历（主要是第二次世界大战前的银行业恐慌），要么就是只管新兴市场当前的情况。这种非此即彼的二分法可能是受到关于发达经济体的一种观念的影响，即认为不稳定、系统性、横跨多个国家的金融危机早已经被埋入历史。当然，最近从美欧发端的全球金融危机打破了这种错误的观念，尽管付出了巨大的社会成本。

实际上，银行危机长期以来一直是种概率均等的威胁。在考察了从拿破仑战争时期的丹麦金融恐慌到当前“21世纪头十年第一场全球金融危机”之后，我们得出了这一结论。银行危机的发生高收入和中低收入国家都是类似的。银行危机几乎总是导致税收锐减和政府开支激增（其中一部分可能是损耗性的）。平均而言，银行危机发生后的3年内，政府债务会比平时增加86%。这些间接的财政后果比一般的银行救助成本要大得多。

极高的通货膨胀率是另一个经常发生的情况。历史上，还没有哪个新兴市场国家逃得过高通货膨胀率的折磨。实际上，很少有国家能避免系列外债违约，也很少有国家能避免系列高通货膨胀，这二者具有高度相似性。

即使是美国也有过充满波折的历史，包括通货膨胀率达到近200%的1779年。在全世界来看，早期政府赖账的主要方式是通过缩减硬币的价值，要么混入较便宜的金属，要么就是缩小硬币的尺寸，发行同样面额更小的硬币。现代货币印制只不过是达到同样目的的、技术更先进、更有效率的方式。结果整个历史呈现出明显的通货膨胀倾向。不过从20世纪开始，通货膨胀冲得特别高。自那以后，通货膨胀危机达到了更高的层次。这没什么好奇怪的，越是现代，越容易发生汇率崩溃，货币价值变化得也越大。更令人惊讶同时也只有透过更广阔的历史时期才能显现的是，早期关于汇率严重不稳定的事件，特别是在拿破仑战争时期。

正如金融危机在资产价格、经济活动、外部指标等方面会有一些共同的宏观经济前奏一样，危机演变的顺序也呈现类似共同的特征，这正是第五部分最后要探讨的主题。

本书结尾部分提出了关于危机、政策和学术研究方法的一些想法。确切无疑的是，国家、银行、企业和个人在好年景时总是一再过度负债，而不考虑当衰退不可避免来临时会出现什么风险。我们在本书前面部分介绍了“债务不耐”的概念，即许多新兴市场国家持续处于违约边缘。全球金融体系中的许多玩家常常挖掘出太大的债务黑洞，以至于深陷其中无法自拔。21世纪头十年后期的美国及其金融体系就是最典型的案例。

政府和政府担保债务（由于存在存款保险，通常也包括银行债务）的问题非常大，因为它的规模可以累积到很大，而且长期无须经受市场检验，尤其是某些监管规章阻止其这样做。根据我们的考察，尽管私人债务在许多危机中扮演着重要的角色，但政府债务通常是各类金融危机中普遍遇到的问题。基础国债数据不透明和难以获得的事实足以证明，在情况不妙时，政府会尽其所能地隐藏账目，就如同金融机构在当前金融危机中的所作所为一样。我们认为，在强化政府债务透明度方面，诸如国际货币基金组织这类机构的国际政策可以发挥主要作用，可以督促政府在债务账目方面实现比现在高得多的透明度。

深入研究过去800年危机的数据和细节，我们得出这样的结论：最常谈到和最昂贵的投资建议就是“这次不一样”。在这种建议之后常常伴随着大手大

脚的冒险行动。金融专家（更常见的是政府中某些人）认为，我们正做得越来越好，我们会变得更聪明，我们会吸取过去错误的教训。结论是，旧有的估值准则不再适用。社会民众每每都相信，过去的许多繁荣景象都曾造成灾难性的崩溃，但这次不一样，当前的繁荣是建立在坚实的基本面、结构改革、技术创新和良好政策基础之上的。尽管本书提供的数据已经够全面了，但它仍不可能涵盖所有数百个事件的全貌。不过，图表还是能雄辩地说明此类危机会重复发生的本质。以图0-1为例，它显示的是世界范围内用GDP加权后的外债违约国家占比情况。



图0-1 主权外债，1800~2008年：外债违约或者重组的国家，按其占世界收入的份额加权

21世纪头十年这一短暂的时期，如图0-1右端所示，看起来相当稳定祥和，但是到了2005年，大量决策层人士开始宣称主权外债违约问题再也不会卷土重来了，那样说对吗？不幸的是，在本书墨迹未干之时，答案已经非常清楚了。我们希望本书证据的分量能够让未来的决策者和投资者再宣称“这次不一样”时要三思而后行。因为，情况从来都不是那样。

本书写作耗时颇长，欠下太多感激，众多人士提供了帮助。Vincent Reinhart对经济和统计内容提出了意见，并对所有章节进行了编辑和再加工，且他讲述的一段轶闻形成了本书的题目。Vincent在美联储工作近25年。1998年，对冲基金长期资本管理公司（LTCM）倒闭，虽然当时看来是个很大的危机，但和最近的事件比起来算不得什么。在由他参加的那次美联储理事会与业界人士的见面会上，一位记忆力超群的交易员说道：“因为5个字，导致了比以死相逼亏的钱还要多。这5个字就是：‘这次不一样’。”

要特别感谢的是Jane Trahan，她对原书稿做了极有助益、全面的编辑，以及我们在普林斯顿大学出版社的编辑Seth Ditchik，他在整个过程中提出建议和文字指导。Ethan Ilzetzki, Fernando Im, Vania Stavrakeva, Katherine Waldock, Chenzi Xu和Jan Zilinsky的研究助理工作也十分出色。我们还要感谢Peter Strupp及其普林斯顿编辑公司的同事们，他们在出版过程中负责所有技术性细节的沟通，体现了非常专业的水准。

对金融脆弱性和信心波动本质的初步直觉

本书总结了多个世纪以来各种形式金融危机的长期历史。在深入研究危机之前，本章将尝试勾画出一个经济框架，帮助读者理解为何金融危机既难以预测，又贻害无穷。如书中所示，我们将利用其他机会引导有兴趣的读者阅读一些与我们讲述的故事相关的学术文献。请放心，这些内容只不过占较少部分，不愿把经济理论作为探索出发点的读者完全可以绕开这些内容。

我们认为，经济理论比较可信地解释了金融市场，尤其是依赖杠杆（意味着依托少量自有资金借钱购买大量资产）的金融市场如此脆弱和易受信心危机打击的原因。¹然而不幸的是，在给出这些危机的确切时机或者持续时间方面，理论的作用似乎不大，这也是我们为何这么看重经验的原因。

也许最重要的是，无法认识到信心的不稳定与变化无常，尤其当大规模短期债务需要不断延期时，正是造成“这次不一样”综合征的关键因素。经济繁荣时，高度负债的政府、银行或者企业会很兴奋地把债务再延期一段时间，可到头来，还是信心崩溃、贷款人倒闭、危机爆发。

我们最简单也最熟悉的例子就是银行挤兑（将在银行危机这一章中细述）。我们谈到银行是出于两方面原因：第一，这是学术文献所遵循的套路；第二，我们收集的大量历史数据集都与银行借款和政府负债有关（信贷市场里其他大型的流动性交易参与者是金融界相对较年轻的机构）。不过，我们的例子对更广

1 参见Shleifer and Vishny(1992)及Fostel and Geanakoplos(2008)，其中关于乐观者和悲观者财富变化对杠杆周期的影响的技术分析很有意思。

义的金融脆弱性很有说服力。很多通用原则适用于这些市场参与者，不管它们是政府支持实体、投资银行还是货币市场共同基金。

银行传统上借短贷长。也就是说，它们所借的钱是存款，而且在相对短期之内就可提走，但是它们贷出的款项通常期限长得多，且难以在短期内转换成现金。例如，某银行支持一家本地硬件商店扩张业务，在该商店扩大业务和收入时，银行对其长期偿还能力充满信心。但是在扩张的早期，银行可能并不容易收回贷款。店主此时并没有足够的收入，尤其是要同时偿还利率和本金时。

如果一家银行的存款基础雄厚，那么从长期来看，持有较大规模此类流动性不高的贷款组合前景还是颇为光明的。但是，出于某种原因，如果存款人全部要求立刻提现。比如，他们受到谣言蛊惑，认为银行在与抵押贷款相关的奇异产品上赌亏了钱，存款人一恐慌，麻烦就出现了。这家银行缺乏抛售其低流动性贷款组合的途径，故不能向恐慌的存款人偿还存款。这就是《生活多美好》(*It's a Wonderful Life*) 和《欢乐满人间》(*Mary Poppins*) 等经典电影中所揭示的银行命运。这些电影源于现实：很多银行都经历过这样的命运，尤其是当政府不能全面担保银行的存款时。

最近最有名的银行挤兑案例是英国的北岩银行。恐慌的存款人对英国政府的存款部分保险计划不满，于2007年9月在银行前排起长队取款。恐慌的蔓延，最终迫使英国政府接管了这家银行，为其债务提供全面担保。

不仅是银行，其他借款人也会遭受信心危机。在肇始于2007年美国的金融危机期间，处于银行监管范围之外的“影子银行”体系中的巨型金融机构遭遇了类似问题。尽管它们主要从银行和其他金融机构借款，但其脆弱性是相同的。当投资者信心下降，贷款人越来越拒绝延期对其的短期贷款时，这些机构被迫在市场上以跳楼价抛售资产。大抛售进一步推低价格，导致进一步损失和信心的螺旋式下跌。最终，美国政府不得不介入以提振市场信心。但好戏还没结束，救助方案的代价是巨大的。

这种变化无常的预期不仅拖垮了银行，对政府的影响也同样不小，尤其是当政府从外国贷款者那里借钱，而这些贷款者又没有什么控制手段时。大多数政府投资都直接或间接与该国的长期增长潜力及其税收基础相关，但这些都是

XVIII

欠缺流动性的资产。设想一下，根据现有的收入、增长预期和市场利率，一国的公债负担看起来是可控的。如果市场开始担心一位知名度虽然不高但受到公众欢迎的候选人将赢得下一次竞选，而且其上任后将大幅增加开支，使债务变得难以控制，投资者可能会突然不再以该国可以承受的利率延期其短期债务。此时信心危机就发生了。

这类情景并不会天天发生，但是以本书考察的长历史时期和众多国家来看，这类金融危机的发生是很频繁的。为什么大国甚至全世界不能共同找出一个办法来阻止信心危机，或者至少在危机的早期遏制其发生呢？

这是可能的。但是有一个问题，设想一个超大的世界政府机构可以提供全方位的存款保险，确保每个值得保护的借款人免遭挤兑打击。比如，有一个超大的国际货币基金组织，一家旨在帮助陷入流动性危机的新兴市场走出危机的多边贷款机构。问题是，如果向任何地方的任何人都无条件提供保险，则会导致某些市场参与者的行为失当。如果国际货币基金组织的贷款条件太松，它自己很快就会破产，金融危机就会如脱缰的野马。为防止危机而提供全面保险的做法既不可取，更不可行。（在最近的金融危机中，全球金融体系都遇到这一难题。为了应对危机，国际货币基金组织的贷款资金量上升了4倍，但同时贷款条件却大大放松了。）

对一国易受金融危机冲击这一问题，用经济理论怎么解释？具体而言，我们现在该重点关注一下政府。政府是本书所考察危机的主要源头。经济理论告诉我们，如果政府足够节俭，它就不会在面对信心危机时特别脆弱无力。持续财政盈余（税收收入超过开支）、保持相对低的负债水平、以借长期债务为主（如10年期或以上）、没有太多隐性的表外对外担保，这样的政府无须太担忧债务危机。

相反，如果政府长年保持大量财政赤字、积累了巨额的短期债务，即使其债务负担水平看起来可控，这类政府也很脆弱。当然，不怀好意的政府可以通过借长期债来降低其脆弱性，但市场会立即察觉，并向其长期借款收取极高的利息。事实上，一些政府选择借更短期（如1年）而非较长期（如20年）债务的主要原因在于，只要信心能延续，借短债就可以享受低利率的好处。