

这次不一样

【1】这次不一样 1：八百年金融危机的历史

各位书友大家好，欢迎继续做客老齐的读书圈，之前老齐在讲投资的时候，经常会提到，世界上最贵的一句话就是这次不一样，说的是遇到金融危机的时候，大家都会觉得，跟以往不同了，我们现在进步了，新技术革命了，然后就会放弃常识，疯狂的拥抱泡沫，最后反而让自己损失惨重，而我们发现了一本书，书名就叫做这次不一样，他就是研究各种金融危机的，这本书用定量的语言，还原了金融危机的历史，传递了一个很简单信息，就是这些危机，我们曾经都经历过。无论新世纪到来之后的危机，有多么的与众不同，但其实都跟历史上的那些危机，有很多的共同之处，我们就是要在整个的危机历史当中，缕出一条线索，提炼相似之处，从而让我们可以更好的应对危机。甚至利用危机获利。这本书分为六个部分，第一，先讲金融危机入门，讲述危机的类型，第二部分讲主权外债危机，第三部分讲国内债务危机，第四部分是银行危机和通货膨胀以及货币危机，第五部分是美国次贷危机和第二次大通缩。最后总结一下我们能从这些危机当中学到什么，如何提早预警，政策如何应对，如何克服人性中的弱点。

下面我们先来看看金融危机入门，作者管这次不一样叫做综合征，他的本质很简单，源自于人们心目中一种根深蒂固的信条，就是金融危机是一件，在别的时间别的国家，发生在别人身上的事情，不会发生在自己身上。原因在于我们比别人做的更好，更聪明，同时我们也会吸取教训，于是我们就会说，旧的估值已经过时了，但是不幸的是，高度杠杆化的经济，可能会在金融危机悄然运行很多年，直到擦出一个火星，点燃整个的火药桶。

金融危机也分很多种，先是可量化定义的危机，包括通货膨胀，货币危机和货币贬值，通货膨胀是最常见的手段，一般国家会通过通货膨胀的方式来侵蚀债务，一些通胀是慢性的，会持续很多年，有时候会自行消失，也有的时候，会在某个中间水平，稳定一段时间之后，突然爆发，一般会把通货膨胀率 40%以上，作为严重通胀的标志，之所以这么定义，是因为纸币出来之前，很少出现这种水平的通胀，根据作者的研究，1500-1799 年，通货膨胀平均只有 0.5%，1800-1913 年，也就是一战之前，其实也只有 0.71%，但是一战之后到 2006 年，平均通胀就高达 5%了。在低通胀时期，也有经济危机，但那个时候其实更多是衰退。

再说说货币危机，说白了就是汇率大幅贬值，一般临界点设在 25%，二战之后，货币危机比较严重。说白了还是因为金本位脱钩了。还有一种叫做货币贬值，原意说的是，货币中含有的金银量大幅

下降。其实也是一种货币贬值，或者是严重的通货膨胀化的，比如津巴布韦，最后钞票上的 0 你都数不过来。我们其实也发生过一次严重的货币减值，在解放之前的 1948 年，转换比率是 300 万比 1，这个还当时保持了记录，后来才被津巴布韦打破。

在这些危机当中，通常会引发资产泡沫的破灭，通常发生于银行危机之前，而银行危机，外债和国债违约，通常被叫做事件定义的危机。

一个国家的债务分为内债和外债，外债就是从别的国家借来的，以外币为主的债务。比如我国改革开放之前，大量的借外债，来搞经济开发，后来酿成了巨大的危机，比如三年自然灾害，就是要偿还当年向苏联借的外债。外债通常是比较危险的，也是没办法赖掉的，一旦遭遇外债危机，通常都会让信用扫地，比如俄罗斯之前就爆发了国债危机，就是外债还不上。还有一种债务是内债，主要是向本国老百姓借来的钱，内债相对来说简单很多，只要货币超发，就能够慢慢的赖掉内债。比如日本负债率就很高，但是日本一点都不危险，就是因为他大部分都是内债。

银行危机一般都是事件引起的，银行的问题通常不是来自负债方，而是来自于资产质量的长期恶化，比如由房地产价格崩盘，导致的银行破产，在 90 年代的日本发生过，2007 年的美国也发生过，

我们国家的海南发展银行，也是唯一的破产的银行，也是因为房地产暴跌，造成了挤兑。不良贷款的大幅增加，可以作为银行危机的重要标识。但遗憾的是，这个东西你没办法提前判断。有些东西一开始你觉得他没问题，但是爆发危机都是突然之间的，很多资产一开始可能还是优质资产，最后就全都变成了不良。金融机构倒闭，有可能是链条式的，也就是会呈现出明显的传导机制，所以有一家机构倒闭，就要引起我们足够的重视。比如 2007 年 4 月，美国第二大次级房贷公司，新世纪金融破产倒闭，这时候其实很多人都没有意识到一场金融海啸就要来临。当时标普 500 指数，还在一路高歌猛进，一直涨到了 10 月份才开始掉头向下，如果你能通过新世纪金融的倒闭，识别出银行危机即将发生，那么其实是有可能逃顶的。所以我们的小伙伴，一定要留意，一个大的金融机构倒闭，通常都不会是孤立事件。要引起足够的重视。

历史上最大的外债危机，是在 2001 年阿根廷发生的，违约债务达到 950 亿美元，最终这个危机是通过债务减免和延长利息来解决的，有的时候，极端情况，可能会拒绝支付。也就是说，债权方会血本无归，但大部分不会这么赤裸裸，会通过外债重组来解决和化解。外债违约，有的时候是会持续很长一段时间的，比如苏联十月革命后的违约，竟然创下了长达 69 年的记录。

国内债务危机就相对比较少，一般政治动荡的国家，才会发生

这种问题，比如还是阿根廷，1980 年以来发生了 3 次国内债务违约，但是有两次，其实也伴随着外债危机。所以其实整体看，内债问题不大。即便内债规模过大，只要政治稳定，也不容易出现太大的风险，日本就是典型的例子。欧洲也一样。

每次债务危机爆发之前，无一例外，都会先上演一波大繁荣，比如当年的密西西比泡沫，29 年前的柯立志繁荣，大家都会觉得，这次跟以往不一样，这次有什么什么东西的加持，所以即便资产价格再疯狂，债务更多，也无济于事。

比如在 30 年代，当时主流观点认为，不太可能再次发生世界大战，政治局面很稳定和强劲，这种 20 年代的全球经济增长可以延续下去。80 年代债务危机之前，大家认为，商品价格强劲，资金投资的都是高回报的基础设施，债务都是银行贷款，所以银行会保障监管，确保资金还本付息。特别有意思的是，90 年代和 21 世纪初的拉美债务危机，当时的主要观点是，债务采用债券形势而非银行贷款，他们觉得债权人要比银行更上心，所以很安全，是不是很崩溃，反正怎么说都有理。但最后的结果告诉我们，无论是债权，还是银行贷款全都不靠谱，不管谁来监管，只要是借钱的人不对，都会发生事故。

90 年代亚洲金融危机之前，大家觉得，亚洲拥有保守的财政政

策，稳定的汇率，较高的增长和储蓄，同时亚洲也从来都没发生过金融危机，之前不会，之后也不会。但是后来大家知道，索罗斯发起攻击，一些国家恰恰企图干预外汇市场稳定币值，结果反而造成了巨大的损失。最后财富被洗劫一空。韩国，印尼，泰国，最后都要求助货币基金组织。最后就是次贷危机之前，大家都觉得全球经济一体化，技术快速进步，造成了金融系统有了长足的进步和升级，资产证券化已经将风险分散掉了。但最后，其实底层资产一倒塌，上面的大厦就全都稀里哗啦了，你再怎么资产证券化，他也总要有人来承担损失。这个金融的链条越长，全世界的损失也就越大。

下面我们看看，连续债务违约的根源，作者管这个叫做债务不耐，很多新兴市场国家，在一定外债水平上，会面临着巨大的束缚，而这些外债水平在发达国家看来是完全可控的。啥意思，也就是说，发达国家认为很安全的债务水平，放在发展中国家，他就已经崩溃了。所以经济发展程度不同，所能承担的债务水平也就完全不同。那么到底该怎么设置这个债务的临界点呢？什么样的债务水平，对应怎样的国家，明天我们详细来讲。

【2】这次不一样 2：债务危机的临界点在哪？

各位书友大家好，欢迎继续做客老齐的读书圈，今天我们讲这本

书，叫做这次不一样。昨天我们说到了债务不耐，也就是发达国家和发展中国家对于债务的忍受程度是不同的，新兴市场国家债务比上 GNP 超过 100%，他就会面对比较大的违约风险，甚至更低，比如 82 年墨西哥危机的时候，这个比率只有 47%，阿根廷 2001 年债务违约的时候，比例也只略微超过 50%，但日本这样的发达国家，这个比例已经达到了 170%，也没有什么太大问题。

之所以这样，就是因为政府的掌控能力不一样，当信用事件发生的时候，国内外投资者会抛售本币，导致汇率贬值，推高债务与 GNP 的比值，这其中债务结构就显得尤为重要，外债水平高，外汇储备低，就是致命的，那么你的债务耐受程度肯定就会很低。数据也证实了这一点，有违约历史的国家，比那些没有违约历史的国家，借入了更多地外债。而一旦你有过违约，那么必然会影响你的评级。而这个评级，将影响你继续借债的能力，以及利息。有些国家已经陷入了借债陷阱当中，只能通过不断地借债来维持国家运转，那么这时候只要是信用事件发生，借债会瞬间中断，他们就会快速的陷入到债务危机当中。作者得出结论，当新兴市场国家，外债与 GNP 的比率超过 30-35% 的时候，发生债务违约的风险就会显著提升。所以用外债衡量，更加准确一些。

外债有的时候，也并非全是政府行为，所以衡量一国的债务风险，有的时候还要引入另外一个指标就是总外债水平，除了政府外债，

还要加上私人外债。作者说，有些私人外债，在危机发生后，会快速变成公共债务。这些数据再加上机构投资者对于一国的主权债务评级，基本上能够看出风险状况。评级会让国家分为 ABC 三组，A 组是最好的，C 组是基本上已经爆发风险的，而 B 组则根据外债比上 GNP 再分为 4 类，比如 2000 年，阿根廷的机构评级就不是很高只有 44 分，被分在了 B 组，外债比上 GNP 大于 51%，属于是 B 组中，最大债务不耐类型，也就是说最差的那一类，在危险的边缘，随后 2001 年，他也就发生了重大的危机。

一个国家一旦发生连续违约，那么他可能就会持续保持很高的债务不耐水平，也有一些国家会实现升级，但其实非常艰难，有的可能会持续几十年的时间。有些国家是因为制度缺陷，导致的债务不耐，对于经济会产生实质性的阻碍，比如有些国家，跟西方的制度不太一样，一旦遇到经济衰退，很多国家反而还收紧政策，而不是放开，所以反而会加速爆发债务问题。造成资本大幅度的退出。拿我们自己来说，在改革开放之前，我们自己就出现过类似的问题。经济刚见起色，往往就开始收缩，而且经济越不好，政策收缩的就越紧。最后就是陷入衰退。直到 97 年金融危机之后，我们才开始学会逆周期调节，也就是经济不好的时候放开货币政策。

应对债务不耐，就需要在长期内维持一个比较低的债务水平，同

时推进更多地基础性改革。确保本国在不产生债务不耐的情况下，消化更多地债务负担，这不仅适应于外债，内债也同样管用。比如原来我们国家也有债务不耐的问题，但是 2001 年入世之后，创造了越来越多的贸易盈余，债务问题得到了明显的好转。现在我们基本也没什么外债了。还手握巨大的外汇储备，所以基本上已经具备了很强的抗风险能力。

国家不会破产，或者说国家不会像公司那样破产，因为国家有时候虽然爆发主权债务危机，但是他还有很多办法，甚至还可以开放一些经济领域的权力，也可以申请到债务重组的机会。完全不用出卖他的稀缺资产，债务人破产，债权人一般可以接管债务人的资产，而主权国家破产，债权人，很难去这么做。特别是进入当代之后，这种因为逼债而入侵的情况，少之又少。一般债权国会通过，开放债务国经济主权，或者主权信用降级，还有扣留债务国贸易货物的方式。来保护自己的利益。

不能偿还债务，和不愿意偿还债务，也是有区别的，有些国家短期遇到了流动性危机，他如果偿还债务，自己要遭受巨大的损失。所以这个时候一般都有国际货币基金组织，给他提供相应的贷款，缓解流动性的危机。债务就是这样，有时候就是流动性的问题，取决于债权人还有没有信心，如果债权人有信心，持续的把钱借给你，他就没有问题，如果债权人信心崩溃，那么就是贷款崩盘。

所以流动性成为了是否违约的关键。所以流动性不足，和偿债能力不足有时候也要区别对待。处理方法也不一样。好多资产其实还是很不错的，就是短期内资金管理出问题了，然后就违约了。一旦给他们输血，就能救活。其实美国也是如此，比如 2020 年疫情爆发之后，美国股市活久见的下跌，也是流动性出现问题了，如果当时美联储坐视不理，那么后果可能会造成股市崩盘。

债权人在面对违约的时候，通常也会做一些妥协，毕竟把债务人逼死了，自己也会血本无归，债权人通常情况下，会先想办法，通过一些手段，先收回一些贷款，而且往往是其中很大一部分，比如苏联 1918 十月革命之后，一度拒绝偿还任何债务，但坚持了 69 年之后，他还是重返债务市场，不得不对其之前的债务，开始象征性的偿还。债权人也会做出一些妥协，比如让债务国只偿还利息，不偿还本金。还有的只还本金，利息就不要了。反正也多多少少的会做出一定的让步。而债务国，通常也都会好说好商量，因为不把眼前的债务平息，他以后可能就很难再借到钱了，于是自己就会陷入孤立当中。这也是他无法承受的。

还有一种债叫做恶债，意思就是父债子偿，父母那一代玩命的借债，然后留给下一代去偿还，基本理论指出，贷款人把钱借给腐败的政府时，不应该要求他的继任者偿还，但这个其实一直有争议，他在借款的时候，可能还没有作恶。比如他为国家融资，你

怎么去界定他是不是恶债。所以既然没办法界定，那就统统都要偿还，不管你哪个政府借的钱。苏联当时就一度不承认十月革命之前的外债，但是后来，69年后，还是妥协了。

我们再看看国内债务违约，一般来说国内债务违约，不如外债违约那么频繁，一个强有力的制度，可以对内不断地债务融资，这就是一个重要的战略优势，比如光荣革命之后的英国，就拥有这种对内融资的优势，而法国当时就不行，当时法国正处于连续违约的时代。内债一般都会通过通货膨胀，慢慢的给与消除。所以为什么我们看到政府赤字率一般都定在 3%，当赤字率低于通货膨胀率的时候，政府债务就是持续在缩小的。所以除非一个国家政治很动荡，国内出现战乱，否则很难对内违约。必要的时刻打开印钞机就行了。

下面我们看看债务违约的周期，西班牙是历史早期，连续违约的国家，分别发生在 1557 年，1560 年，1575 年，1596 年，后面还有 1607 年和 1627 年，一开始就是因为西班牙从南美洲发现了大量的白银，并且搬回了欧洲，让他们一下膨胀了，认为可以不靠税收产生收入了，当时大量的贵金属流入，其实产生了比较严重的通货膨胀，跟现在印钞机是一个道理。所以是一种财富幻觉，然后西班牙国王开始各种作死的军事冒险，并为这些军事行动，筹集军费，当时欧洲很多的银行家和商人都纷纷慷慨解囊，

为西班牙提供了大量的贷款。都是冲着西班牙当时号称的无敌舰队给的。但后来无敌舰队被英国海军打败，这下西班牙就彻底输惨了，之前借的钱也就只能违约了。[更多完整分享微信 shufoufou]

这种战争之下的违约事件，在后来越来越普遍，比如拿破仑战争时期，还有 1830 年以后，再有就是 1880 年以后，和 1940 年以后。这都是战争密集期。也是债务违约的密集期。比如 1947 年，二战刚结束，这时候全球 40% 的国家，都处于违约或者重组当中。这其中有战争的原因，还有很多国家压根就没从大萧条当中走出来。到了 20 世纪 80 年代，债务危机才打破了战争的束缚，变成了以发展中国家为主，开始跟银行危机伴随出现。另外，主权债务违约，和通货膨胀的相关系数也持续提升。那么为什么会出现这种情况呢？这又说明了什么，咱们明天接着讲。

【3】这次不一样 3：主权债务违约和通货膨胀同时出现

各位书友大家好，欢迎继续做客老齐的读书圈，今天我们继续来讲这本书，这次不一样。今天我们来看看，主权债务违约和通货膨胀，他们几乎同时出现，相关性非常高，一开始的相关系数只有不到 0.4，但 1940 年之后，这个相关系数上升到了 0.75，原因很简单，就是很多国家都有一种脏心眼，就是要通过通货膨胀，

去赖掉很多的债务，但是经常搞砸了，当大家都不相信你的本币之后，就开始反过来进行抛售，然后造成本币贬值，外债违约。

后来欧文费雪给出了一个推论，在不利的经济环境下发生主权违约的可能性更高，相反，在高通胀的情况下，经济进入通货紧缩恶性循环的概率更小。所以各个国家，也都宁可通胀，也不通缩。而通胀越多，再加上经济不好，那么最后就出现了越来越多的主权债务违约。政府也更愿意，通过债务违约和通货膨胀，来缓解自己的债务压力。

还有一个规律就是，大量的，突然的发生资本流入的国家，将处于很高的债务风险当中。资本流入的猛增，将冲击一个国家的金融稳定。其实逻辑也说的通，就好比一个人，突然之间，你从别人那里借来了很多的钱，那么这些钱，都是债务，未来都要还的。那么在这种情况下，确实违约的风险，就大大上升了，因为你的外债杠杆率本身就上升了。老齐还可以补充一个数据，哪怕是居民杠杆率，如果短期上升过快的话，其实也有爆发金融危机的风险，比如当年的美国和日本，都是在房地产危机之前，出现了连续几年的居民加杠杆情况。

从违约的时间来分析，二战之后，违约时间，比之前的 150 年缩短了一半。一个有效的解释是，自打炮舰外交以来，危机的解决

得到了明显的改善。也就是说，如果你欠债不还，那就揍你，甚至如果你一直不服，那干脆就吞并你。1928 年纽芬兰对外违约，由于渔价暴跌，政府收入骤降，进出口瘫痪，债务与财政收入的比例是 8 倍，财务状况几乎破产，而纽芬兰 1933 年干脆卖身给了加拿大，后来成为了加拿大的一个省。此外，19 世纪当中，埃及，希腊，土耳其违约之后，也向英国出让了相应的主权，美国甚至占领了多米尼加共和国，还入侵了海地和尼加拉瓜，以控制起关税。其实大家也可以想想我们大清，连续的战败，让我们赔了很多钱，拿不出这么多钱怎么办呢，大清的海关，1863 年，也就是第二次鸦片战争之后，也交由英国人赫德来管理。英国人一直把持大清的海关，到 1911 年，长达半个世纪之久。更讽刺的是，海关衙门竟然成为晚清，最为清廉的衙门。连大清都觉得赫德功不可没，最后还给她追封太子太保。一点都不觉得丧权辱国，反而觉得挺好。也确实如此，要不是海关给了英国人，那么估计大清，可能寿命将大大缩短。当年也就海关的关税，还是一笔相当稳定的收入。

有一种债券叫做布雷迪债券，他是新兴市场国家发行的以美元计价的，并以美国国债担保的债券，他产生于 20 世纪 80 年代，为的就是减少发展中国家的债务。而这个所谓的布雷迪，就是当时主导这个计划的美国财政部长，尼古拉斯布雷迪。当时参与布雷迪债券计划的国家包括，阿根廷，巴西，保加利亚，哥斯达黎加，

多米尼加，厄瓜多尔，墨西哥，菲律宾，波兰，乌拉圭，越南等等。这其实就是一次典型的债务重组，但是效果其实并不好，只有很少的国家债务比率下降了，大部分国家其实变化都不大，甚至到了 2000 年，有 4 个国家，阿根廷，巴西，厄瓜多尔和秘鲁，反而债务比率还创新高了。2003 年，阿根廷，科特迪瓦，厄瓜多尔和乌拉圭，再次发生外债违约。所以可见，一旦借钱借习惯了，你很难再回到艰苦朴素的轨道上去。

下面我们来了解一下历史，看看历史上都有哪些著名的外债违约，西班牙是历史上的债务违约大户，仅仅在 19 世纪他就违约了 7 次，而在此之前，他还违约过 6 次，之前我们也说了，西班牙的违约，主要是他借了很多的债务，然后对外发动战争，最后还被英国打败。而法国违约的次数也不少，但基本都集中在了 16 世纪到 18 世纪，法国之前名声很不好，在 1303 年，他就开始往银币里兑水，让含银量下降了 50%，法国这种操纵货币取得的收入，甚至比她的其他收入还要多，1522 年，法国又是债台高筑，自己本身就十分脆弱，后来受到西班牙违约的牵连，法国出现了连续的外债违约。后来到了 18 世纪，法国在 1779 年和 1788 年又发生了违约，法国的金融信誉，当年远不如英国。所以金融更发达的英国，轻易地战胜了法国。后来爆发了法国大革命，而自此之后，法国就基本告别了外债违约。在 19 世纪之后，法国也成为了为数不多的，从连续违约中，升级的国家。

进入 19 世纪之后，主要的违约对象，就变成了拉美，非洲和欧洲，欧洲当中，以西班牙和葡萄牙为最多，奥地利和希腊也都不少，然后是哥伦比亚和多米尼加，大部分违约，其实都跟拉美国家的独立战争有关，而葡萄牙和西班牙，他们的主要殖民地就在拉美，所以长期的战争，让交战双方，都产生了巨大的债务负担，无论战胜国还是战败国，最后都出现了违约。

当时拉美也兴起了投资热，1822-1825 年拉美国家共筹集了 2000 万英镑的资金，跟炒作南海公司的股票如出一辙。当时在欧洲都盛传，说在拉美能够发现金矿。遍地黄金。所以欧洲人都争抢各种拉美债券。但后来，很显然这些东西全都兑现不了，拉美爆发了债务危机。欧洲的投资者损失惨重。

到了 20 世纪，违约的就变成了非洲和亚洲，比如尼日利亚，具有丰富的石油资源，但是他自打 1960 年开始已经违约了 5 次，比任何一个国家都要多，印尼违约 4 次，摩洛哥也违约 3 次，印度也有 3 次外债重组。咱们中国的外债违约，发生在 1921 年和 1939 年。主要都是民国和国民政府时期。非洲的违约大多数都集中在 75 年-2008 年之间。而欧洲的违约主要在一战和二战之间，80 年代之后，主要是东欧和拉美违约比较多。其实还是跟政局有关。越是政局动荡，就越是容易产生外债违约。

有人问了为什么有些国家发行内债，甚至内债占比占了绝大部分，而有些国家就只能发行外债呢，主要就是因为政府的信用，和一个国家的发展水平，当政治稳定，社会稳定，政府信用很高的时候，才能够具备发行内债的条件。如果一个国家和社会，总是想搞通货膨胀来赖掉债务，那么内债是发不出来的。比如 90 年之前，秘鲁的内债一共才占了 10% 几，那几年他就是恶性的通货膨胀。但其实秘鲁并不是一直这样，在一战之后，他也一直以内债为主。50 年代之后，占比也不低。但是直到通胀爆发，内债就发不出来了。

在 90 年代末，越来越多的国家进行了市场化利率改革，这导致了国内债务利率水平，跟国外债务利率水平基本一致，即便想在国内压低利率，也很难实现。很多国内债务，还跟外币挂钩，比如阿根廷在 19 世纪末，发行了以英镑计价的国内政府债券，而 60 年代，泰国也发行了以美元计价的国内债务。墨西哥在 80 年代也同样如此，让他的本币汇率盯住美元，并使用了特索，让大量的短期内债，跟美元挂钩。这个特索就是以墨西哥比索支付，但是与美元挂钩的一种短期债务工具。目的就是让美国投资者相信，政府会稳定比索的币值。但是最后的结果很糟糕，94 年底，比索投机开始，所有国内债务都开始以美元计价，比索开始自由浮动，很快就崩盘了，到了 95 年，墨西哥引发了严重的货币和

银行危机。后来美国政府和国际货币基金组织紧急施救。才算救下来墨西哥，没让他外债违约。当时墨西哥已经命悬一线，他的中央银行里已经没有美元储备了，不足以支付到期债券。但是墨西哥的教训，并没有被后人吸取，后来巴西也重蹈覆辙，也发行了大量与美元挂钩的债务。老齐给你解释一下，挂钩美元的债务，你就没办法通过本国的货币超发，来解决偿付问题，所以当你外汇储备很有限的时候，他就会很容易爆发危机。那么有没有国内债务违约呢？这其实比外债违约要少的多，但他还是有的，明天我们来看看，国内债务违约的一些特征。

【4】这次不一样 4：国内债务违约的特征

各位书友大家好，欢迎继续做客老齐的读书圈，今天我们继续来讲这本书，这次不一样。我们来看看国内债务违约的案例，比如苏联在 1917 年到 1918 年 10 月，他的外汇被充公，各类黄金也都被充公，所以债务也就拒绝支付了。而 1917 年 11 月正好是十月革命胜利的日子，所以显然这是苏联的政权的动荡期。再说说我们自己，1932 年我们也发生了债务内部违约，出现了国内债务整理计划，债务月偿还额被减半，利率也从 9%，降到了 6%，偿还期限被延长了一倍。当时我们内忧外患，国内正在打内战，而 31 年日本又占了东北。所以国民政府显然已经没钱了

美国也在 1933 年，债务违约，黄金条款废止，也就是说，他不再向外支付黄金了。然后就是二战之后的战败国，日本和德国，日本只允许民众兑换 100 日元，其他账户作废。也就是说不管你之前有多少存款，你现在只能拿走 100 日元，其他的都没有了，国家也不再支付给你了，这就是生抢了，德国也一样，货币改革，每人只能兑换 40 马克。其他的全部都取消。到了 70 年代以后，亚非拉比较动荡，所以内债违约重组就越来越多。最著名的就是 90 年巴西违约，98 年俄罗斯国债危机，还有 2001 年阿根廷债务危机。这些国家主要都是外债还不上，所以内债也就都不还了。在外面当了老赖，国内肯定就更好不了了。

作者用 2 个数据来分析债务违约，一个是外债与政府收入之比，另一个是债务总量与收入之比，阿根廷 2001 年违约的时候，外债与收入之比是 1.59，而债务总量与收入之比是 2.62 倍。俄罗斯国债危机的时候，外债与收入之比是 3.9 倍，债务总量与收入之比是 4.95 倍。而菲律宾就比较冤了，他 1983 年违约，外债与收入之比只有 0.23，债务总量是收入的 1.25 倍，南非更冤，外债几乎没有，债务总量只有 1.32 倍。所以从这些债务违约，我们好像也看不出什么太多的规律。作者还做了个表格，分析了 89 次债务违约的情况，非洲外债只要达到政府收入的 1 倍就比较危险，亚洲和欧洲可以放宽到 1.5 倍，而拉美忍受度要更高能到近 3 倍。而债务总量方面，也是非洲耐受度最低，2.5 倍就有风险，

亚洲和欧洲能到 3.5 倍，拉美还是最高的，能到 4.5 倍。有些国家在外债违约后，已经得不到外部资金的支持，只能转而向国内融资，咱们国家就是一个很好的例子，在 1921 年和 1939 年两次外债违约之后，国际市场都不再为我们提供贷款。于是我们就只能对内融资，在抗日战争期间，我们的内债数量大幅上升。当然也伴随着严重的通货膨胀发生。

下面我们讨论一下，国内债务违约，和外债违约，哪个更加严重？作者研究了 GDP 的变化，国内债务违约前，产出的下降，通常明显大于外债违约前产出的下降，国内债务违约发生的前三年，产出平均累计下跌达到 8%，仅在国内债务违约的危机当年，产出就下降了 4%，而外债违约，产出平均下降只有 1.2%，也就是说，内债违约之前，通常都有比较严重的经济衰退发生。而外债违约之前，这些经济衰退的信号并不太明显。

而在违约发生后，内债对于经济造成的破坏力，也远远大于外债违约，甚至外债违约发生后，实际 GDP 可能都不怎么受到影响。但内债违约的影响却相当巨大。在通胀方面，外债违约，当年的通货膨胀率非常高，平均能到 33%，而内债违约，通胀就更要起飞了，甚至能高达 170%，而且内债违约之后，几年内通胀都降不下来，仍然会高于 100%。所以得出结论，外债违约更加高发，有些不起眼的因素，就能够触发。而内债违约，则不太常见，需要

经济烂到一定程度才有可能发生。所以我们大部分情况下，是不用担心内债违约的。或者说，只要是政治稳定的社会经济环境下，内债杠杆率再高也很难出现违约。通过概率计算，外债违约的概率，也远高于内债违约。作为政府，总是希望一定的通货膨胀出现，通过通货膨胀，来消除自己本国的债务水平，所以货币超发也是必然会出现的。老齐多说一句，这其实就是我们投资的最根本基础，投资未来长期取得回报，需要两大驱动力，一个是资产长期增值，甚至增值的速度跑过经济增长，另外一个动力，就是长期的货币贬值，长期持有货币，购买力一定是下降的。所以聪明的投资者，应该意识到，不是你想不想投资的问题，而是必须要投资的问题，否则你辛辛苦苦赚来的钱，都会被通货膨胀给收回去了。

下面我们再来看看银行危机，现在主权债务危机和恶性的通货膨胀，其实已经不常见了，但是银行危机，仍然

笼罩资本主义世界。比如 2008 年，就是典型的银行危机。而且银行危机，对于富国还是穷国，全都不会手下留情。银行危机也总是导致税收收入的大幅下滑，也导致赤字攀升，在银行危机过后的 3 年时间，政府真实债务平均要攀升 86%。这直接增加了政府成本。甚至比危机当中，救助银行的成本还要高。所以西方国家有一句话叫做大到不能倒。说的就是，国家宁可救助银行，也

不能让他倒闭，2008 年复盘的时候，美国人也反思，当时应该及时出手救助雷曼，可能就不会引发这么大的金融海啸了，后面政府和纳税人所承担的巨大后果，其实要比救助雷曼大的多得多。
[更多完整分享微信 shufoufou]

在一些国家，比如阿根廷，银行危机就是政府债务违约导致的，国家把金融抑制作为征税的手段，在这种情况下，银行除了货币以外，还垄断了所有的存款和支付系统，成为政府间接收税的工具。大概是这样的，政府会强制要求，本地居民把钱存到一些银行，几乎没得选择。然后通过准备金要求，和其他工具，让银行负债并购买政府公共债务。从而让政府以很低的利率就能筹集到资金。是不是听着很耳熟，但是这种事不能多想。

印度在 20 世纪，70 年代初规定，银行支付的利率最高不能超过 5%，从而引发通胀率高达 20%多，通过这种方式，政府赖掉了很多的债务。银行其实是一个短贷长投的机构，通过资金池，维持期限错配。把大家的短期存款，都投到那些长期的项目上去。比如现在到银行定期存款，也就 1 年，3 年，5 年，而长期的贷款比如房贷，一下能贷款 20-30 年。而这就需要现金流的管理。风险也恰恰在于此，贷款放出去了，一时半会收不回来，如果短期存款中断，或者大家都来取钱，那么就会造成银行挤兑，而爆发

严重的金融危机。而金融危机，又会影响大家的信心，从而反过来造成更多地银行挤兑。进入一个恶性循环当中。银行平常觉得很有流动性的一些资产，一旦遭遇危机，可能也不再具有流动性。举个例子，一些国债，在行情好的时候，他随时都能卖的掉，但是如果遇到危机时刻，那么也有可能完全无人接盘。而最后导致，没办法兑换现金，用于支付。

一家银行被挤兑，可以通过从其他银行调拨资金的方式来化解风险，但是多家银行，如果同时遭遇挤兑，那么相互保险机制也就此消失。2007 年次贷危机就是如此，银行体系当中，广泛持有大量的有问题的按揭贷款，几乎波及了所有银行。一般银行危机之后，往往会带来巨大的经济损失。产出下滑，财富缩水，银行贷款萎缩。然后周而复始。也会伴随其他危机，比如汇率危机，国内外债务危机，严重的通货膨胀等等。这些都会跟银行危机同步发生。

曾经的美联储主席本伯南克，被称为是研究大萧条问题的专家，根据他的研究，大萧条时期，美国银行体系接近一半的机构倒闭，金融体系花了很长时间才得以恢复信贷功能，金融体系的崩溃，才让美国陷入了旷日持久的大萧条，如果当时救助得当，美国本可以避免这次重大的损失。2006 年本伯南克临危受命，成为美联储主席，开始应对次贷危机，也让他的这套理论得以实践。从

结果上来看，伯南克还是很有实力的，没有让美国再次陷入萧条。美联储似乎也已经找到了应对危机的有效方法。明天我们再来分析下，银行危机和主权债务危机的对比，外债危机基本上已经远离发达国家，但是银行危机却始终如影随形，这又是为什么呢？咱们明天再说。

【5】这次不一样 5：银行危机到底是怎么回事

各位书友大家好，欢迎继续做客老齐的读书圈，今天我们继续来讲这本书，这次不一样，我们来讲讲银行危机，对于绝大多数发达国家来说，外债违约，基本上早已经绝迹，但是银行危机却一直还如影随形，他也不分发达国家还是新兴市场国家。

根据作者的研究，银行危机和主权债务危机比例还不太一样，比如在亚洲，日韩，马来西亚，都是银行危机更多一些，主权债务危机要更少，而在欧洲，则明显是主权债务危机更多，银行危机更少。很多国家自打独立以后，主权债务违约就基本没有了，但银行危机却很多，比如法国，美国，韩国。加拿大，新西兰。这种情况多发生于发达国家身上。二战之后，银行危机的次数其实也大幅下降了，也就基本上 1-2 次的水平。但现在还不能说就远离银行危机了，特别是一些小型的，不发达的经济体，银行危机的频率甚至还在升高。发达国家，虽然次数减少，但是破坏力却

很大。有研究学者认为，放松管制，与银行危机之间，存在着密切的联系，之前的金融自由化思想，让这次不一样的想法越来越浓重。不出事则以，一出事就是大事。

还有一个银行危机的导火索，就是资本的持续流入，被称之为资本洪流，根据研究，大多数国家，在资本洪流爆发期，更容易出现银行危机，尽管并非所有的信贷扩张都会导致金融危机，但是很多新兴市场发生危机之前，的确存在着信贷扩张的现象，而信贷扩张，又与资产价格的攀升有关。他们还发现一个现象，就是银行危机往往爆发于真实房价的最高点或者紧随房价崩塌而发生。这个其实没啥可说的，想想也能明白，我们总说十次危机九次房地产，所以不要指望着把房价卖在最高点，国家也会意识到，不要让房价出现最高点，一旦房价出现了最高点，那么很可能就会爆发一次危机。而这个危机，从房价高峰到低谷，大概会持续4-6年的时间。一般下跌幅度都是40-50%。也就是说，楼市危机要是爆发，房价跌一半是常态。最多的是97年的中国香港，房价跌去了58%。而在房价出现下跌的过程当中，发生的银行危机，是不分发达国家和新兴市场国家的，也就是说，不管是谁，只要房价发生大幅下跌，都会伴随银行危机出现。而股市的表现，往往是先跌后涨，在银行危机爆发的时候，股市也会出现明显的大跌，但是随后股市会在2-3年之内涨回到前期高点。在第四年大部分国家都能创出新高。当然这里有一个例外，就是日本。日本

在楼市发生危机之前，股市也已经发生了历史级别的大泡沫，所以股市带动楼市一起崩盘，还叠加人口老龄化，一下就把日本经济打趴下了。

这个统计，对我们的投资其实很有意义，这就是告诉我们，没必要为市场下跌而恐慌。即便是楼市泡沫破灭，股市 3 年时间也就基本涨回去了，所以股市还是有他自身规律的，只要他自己不爬的太高，造成巨大的泡沫，受到其他事件牵连的下跌，其实都会很快涨回去，而且会因为政府救市，释放更多地流动性，而涨的更高。所以短期投资会受到各种方面因素的影响，但是你做长期复盘的时候，估值才是决定因素。

银行危机对于经济的影响，这个不太可衡量，大部分 3 年之后，就恢复如初，有的国家在救助银行的过程当中，还会实现股权的低买高卖，等到危机过后，在市场上高价抛售股权，还能大赚一笔，当然这种操作，那么肯定是有人承担损失的，那么也就是说，在低位割肉的投资者，或者没有持有资产的普通民众，成为了金融危机真正的买单者。所以老齐经常讲，任何一次危机，都会造成贫富分化，那些一到危机就现金为王的人，其实最终会承担所有的代价。[更多完整分享微信 shufoufou]

为了救助银行危机，无论是发达国家还是新兴市场国家，他们都会选择对于银行业进行救助，购买银行的不良资产，或者让一些稳健的大机构去并购那些出问题的银行，甚至政府直接出手进行重组。很多情况下这些措施可能会引发一些严重的后果，尤其是在危机发生之初，银行危机对资产市场，特别是房地产价格和实体经济的影响是有滞后效应的。政府在救助的过程当中，会让收入产生明显的下滑。作者统计了 1800 年到 1944 年，86 次银行危机，在危机中，和危机后的 2 年，财政收入会明显放缓。特别是危机后的第二年，应该是财政收入最困难的一年。比如 2007 年爆发次贷危机，那么美国财政收入大幅减少，应该就是在 2009 年。他把更多地钱都用于救助计划和刺激经济。

不过令作者非常吃惊的是，新兴市场国家受到的损失竟然也非常一致，虽然他们不具备负债空间，也更加依赖国际市场获得融资，这让他们的逆周期财政政策表现的捉襟见肘。但是最后受到的影响却几乎一样，在危机发生的两年内，财政收入影响最大，从第三年开始逐渐恢复，甚至新兴市场，还能比发达国家早恢复一点。

在银行危机发生之后，通常债务水平会上升比较快，真实债务余额，平均值都要上升到 186%，也就是说几乎翻一倍。有些国家甚至翻了近 3 倍。

作者说, 无论你做出什么样的努力, 都很难保证金融危机不发生, 有些国家甚至 45 年之后, 一直相安无事, 甚至很多国家的学者, 已经都认为, 他们已经完全远离了金融危机的困扰, 但是在 2008 年也受到美国的拖累, 出现了金融危机, 不得不对经济展开救助。也就是说, 看起来好像这次不一样了, 但是其实并没有什么两样。美国曾经也是这样, 他们一度认为信息产业革命, 带来了生产率的大幅增长, 为股票市场的市盈率大大高于历史时期提供了可能性, 甚至认为在高科技的助推之下, 将不再受地心引力的束缚, 但是 2001 年随着互联网泡沫的破灭, 还是让这一切幻觉烟消云散。后来他们又觉得, 金融创新突破了瓶颈, 资产证券化, 已经将全部风险分散了出去, 这次肯定不一样了, 结果 2008 年再次打脸。次级按揭贷款的底层资产出了问题, 你无论上面做什么努力, 也是徒劳的。这种历史的经验很多, 比如 90 年日本也是如此, 认为日本经济正在碾压美国, 所以日本未来会成为全球中心, 东京将是全世界的核心, 那么东京的房价, 买下美国似乎也没什么不合理。最后股市和楼市齐升, 日本人倒在了巨大的资产泡沫当中。成为了炮灰。一把好牌, 打的稀烂。

拿我们自己来说, 教训更为深刻 2007 年, 有一半媒体都在鼓吹上证指数 1 万点。另外一半保守一点, 怎么也得涨过 8000 点。到了 2015 年也一样, 改革牛, 红利牛, 反正就是觉得这次不一样了, 甚至很多人竟然做多股市的理由就是国家不会让股市跌,

从此信心爆棚，加着杠杆往里面冲，最后的结果，相当悲剧。一场股灾把很多人都打回了原形。

目前就中国的楼市这个泡沫还没有破，大家感觉中国楼市跟全世界完全不一样的人，大有人在，觉得中国楼市有特殊性，完全不受全世界经验的影响。所以在中国买房，稳赚不赔。但这种观点，其实在 2017 年以后逐渐被打破。所以，深处其中，你总觉得这次不一样，但是一旦风险爆发之后，你又会无比后悔，好像没啥不一样。然后就想抽自己几个耳光，为啥当时这么简单的东西，都没有识别出来。然后又会产生强烈的迷之自信，认为下一次危机，一定可以逃顶。但如果你上一次没逃顶，那么下一次你 8 成也逃不了顶。现实就是这么残酷。

在原来的世界，国家的君主们，一般想赖掉债务，就减少银币里的含银量。一块银币融掉铸成两块银币，这就相当于货币贬值了一半。1400 年一块银币的含银量是不到 9 克，而到了 1850 年，银币的含银量已经不到 1 克。从 1803 年拿破仑战争以来，十几年时间，银币含银量就下降了一半。自打纸币出现之后，就不用这么麻烦了，直接超发货币就够了，效果都是一样，通货膨胀，货币贬值。最终都是导致长期购买力下降。

作者总结了 1800 年之前的通货膨胀数据，十分令人吃惊。绝大

多数国家，都有 10% 以上的时间，通货膨胀率超过 20%，超过 40% 的年份甚至也都不少，比如韩国 44% 的年份通胀率超过 20%，近 30% 的年份，通胀率超过 40%。波兰也差不多。相比较而言，我们的明清时期，通胀率还行，只有 14.3% 的时间，超过 20%，6.2% 的时间超过 40%。明天我们在看看现代通胀率的数据，也就是从 1800 年到 2007 年，其实更加触目惊心。

【6】这次不一样 6：现代通胀率到底是多少？

各位书友大家好，欢迎继续做客老齐的读书圈，今天我们继续来讲这本书，这次不一样。今天我们来看看 1800 年到 2007 年的通胀率。让我们感到奇怪的是，通货膨胀其实并没有改善。甚至拿我们自己来说，反而还更多了，超过 20% 的通胀率，占比也达到了近 20%，超过 40% 的通胀率，占比是 14%，晚清，民国，以及二战，其实让我们的通胀率是居高不下，通胀达到峰值的年份是解放前的 1947 年，当时的通胀率是 1579%，那会的上海，早上发工资，跑到卖米的那里，价格就已经变了。韩国的通胀，依然也很高，最高记录是 1951 年朝鲜战争之后。津巴布韦的通胀率堪称世界之最，历史之最，现在依旧进行当中，通胀率高达 66000%，拿到津巴布韦的钞票，你已经不知道后面有多少个零了。所以这么比较下来，通货膨胀并没有国别和地区的限制，拉美通货膨胀很高，亚洲也同样不低。甚至欧洲，当年的通货膨胀，也

很壮观。加拿大和美国也没有好到哪去。只是从时间上来看，拉美地区，确实在最近 20 年，通胀率要明显高于其他地区，所以才产生了一定的错觉。

面对持续高通货膨胀的国家，往往会发生美元化，也就是巨大的货币转化，也就是都去使用美元了，而不再使用本国货币。对本国货币完全采取了不信任的态度，都在抛售本币，去买美元，这样反而加速了通货膨胀的程度。很多政府也会主动的去美元化，从而拿回货币政策的控制权，做法就是，买回美元债务，要么强制转化为本币计价，还有为美元投资，设置各种各样的障碍，逼着大家去使用本币，但是这些都很困难。美元化程度一旦上升，他就很难再下降。有些国家还会在去美元化的过程当中，爆发新的危机。这就是说，去美元化的成本十分巨大，有些国家挺不住，就会重新放开。去美元化趋势，也就会重新被逆转。

而历史数据表明，在过去几十年，反复发生通货膨胀的国家，最后都实现了更高层次的美元化。那么也就意味着，这个国家他的货币政策，基本上已经丧失了主动性。人家都不用你的货币了，那么你再宽松，超发，调整利率，也就都无济于事了。还有一些国家和地区，基本上采取了联系汇率，比如我国的香港地区，港币长期盯住美元，原来一段时间，人民币也盯住美元，那么美元的政策调整，也会影响到这些货币。

下面我们来具体研究一下，美国次贷危机，在此之前，世界发生了几次危机，比如说 1907 年金融恐慌，一次大战，然后是 29 年大萧条，到了 70 年代有出现了滞胀，1984 年开始爆发储贷业协会危机，90 年是日本楼市发生核爆，97 年是亚洲金融危机，随后是俄罗斯债务危机，同时阿根廷和墨西哥，也都相继出现问题，2000 年是互联网泡沫。2001 年，阿根廷又发生外债危机。

2007 年之前，美国的房地产泡沫也岌岌可危，住房价格大幅上涨，通过各种渠道，涌入了很多国外资金，一起推动了房价。扣除通胀影响后，96 年到 2006 年，房价累计上涨了 92%，这是之前，100 年，美国房价实际涨幅的 3 倍。根据作者的统计，1890 年到 1996 年，美国房价扣除掉物价变动影响之后，其实只上涨了 27%，也就是说，在 100 多年的时间里，你买房只能起到保值的作用，是不可能投资赚钱的。但是 2005 年之后，房价上涨速度极快。大家可以去看看大空头的电影，高度还原了当时的情境，脱衣舞女郎都供着 5 套房，还有很多人拿狗的名字去申请贷款买房，也都能获批。即便是美联储的主席格林斯潘，他也认为，证券化工具，加上期权定价已经极大的分散了市场风险。所以其实他也相信了，这次不一样。并没有回归常识。甚至格林斯潘认为，日益增大的经常项目赤字，仅仅是全球金融深化大趋势的一个反映，这种深化，能让各国承担比过去更大的经常项目赤字。而且

这样的人还不止一个。当时的美国财长，保罗奥尼尔，当时也有论断，说考虑到美国较高的生产增长率速度，其他国家借钱给美国是自然的，经常项目已经变得毫无意义。甚至伯南克也认为，美国借贷过度，是因为其他国家储蓄过度。所以他们钱没地方去，只能借给美国。

另外一个不正常的表象就是，美国金融业的规模，包括银行和保险，在 70 年代中期的时候，他只占 GDP 的 4%，而到了 2007 年已经飙升到了 8%。五大投行的高级雇员，在 2007 年光奖金分红就高达 360 亿美元。金融行业认为，丰厚的回报，并不是风险，而是源于他们的金融创新。比如他们觉得通过证券化的手段，盘活了很多资产，促进了消费，降低了储蓄的必要。但是也有经济学家对此表示了不同意见，认为美国超大规模的经常项目赤字是不可持续的，他说把世界上爱储蓄的国家都加在一起，包括中国，日本，德国，沙特，俄罗斯，美国已经吸收掉了这些国家储蓄的三分之二，所以后面已经无以为继。很可能会突然逆转，导致资产价格的崩溃。然后还会通过衍生品，考验整个金融系统。比如末日博士鲁比尼，还有 08 年诺奖得主，保罗克鲁格曼这些人，纷纷预言，美国要出现崩盘。

还有一些经济学家引用了另外一组数据，认为资产价格的上涨是由，家庭债务与 GDP 的比例不断上升推动的，该比率在 93 年的

时候基本稳定在 80%，2003 年上升到了 120%，到了 2006 年，升到了 130%。所以买房的热情，其实并非来自于消费能力的释放，而是来自于居民杠杆率的上升，是借钱推升的房价。其实这个问题，我们也要引起重视，2007 年的时候我们的居民杠杆率才 20%，而现在已经快 70%了，特别是 2015 年年之后，居民杠杆率上升了 20-30 个百分点。所以这最后一波房价上涨，其实也不是购买力推动，而是贷款推动。反正在房价持续上升的时候，大家都会觉得这次不一样，但是真等到市场下跌，就一切都晚了。永远别忘了，房价的最高点，就是债务危机爆发的时间点。所以你只能卖在爬坡期，一旦到了高点，你就将满仓迎接暴跌。

在次贷危机之前，全世界最严重的一次危机，并不是亚洲金融危机，而是日本的金融危机，他直接导致日本很多银行崩溃，日本经济失去 30 年。美国和日本这两次危机造成的影响，要比其他国家的金融危机，严重的多。其实中国有句古话，叫做爬得越高，就会摔得越狠。危机之前，你的泡沫越大，那么危机的破坏力自然也就越大。作者最后总结，房价暴涨，而且是杠杆率拉升导致的房价大涨，本应该引起管理者的注意，但是当时大家都在想着保持经济增长，尽量防止股市大跌，所以并未去抑制这个非常明显的泡沫。不过，从结果来说，美国确实也没有违约，他反而把危机通过美元，和订单都转嫁给了世界其他国家。

接下来我们看看金融危机的后果，先看资产价格，持续了很长时间的下跌，房价下跌 35%，持续时间 6 年，而股票指数下跌 56% 持续时间达到 3 年半，大量公司倒闭破产，失业率持续攀升到 7%，并持续了 4 年时间。政府债务激增，也就是在 2007 年美国打破了国债钟。当时国债钟上限是 10 万亿美元，但现在美国债务已经是 30 万亿美元。而且不光美国债务激增，全球其他大部分国家，也都跟着救助金融危机，导致债务激增。

作者也通过数据分析，在二战之后的危机中，很多国家需要 4.4 年才能回到危机之前的产出水平，日韩经济恢复的快一些，但也要花 2 年时间，哥伦比亚和阿根廷则要花 8 年时间。而大萧条时期的情况则更加糟糕，一般都得 10 年才能恢复。而且大萧条时期的失业率也要比战后的这些危机都严重，平均升到了 16.8%。当时美国的失业率都从 3.2% 上升到了近 25% 的水平。所以相比于大萧条来说，2007 年的美国次贷危机，或者说全球金融风暴，我们算是应对得当的。全球经济也是恢复的很快。但是后遗症就是大量的债务上升，这个问题不知道啥时候是个头，以前美国和欧洲那些国家，还会提一下财政平衡，现在基本也都不提了。

明天我们再来看看，次贷危机的全面度量，以及我们到底能从危机当中学到什么？

【7】这次不一样 7：从金融危机当中学到什么

各位书友大家好，欢迎继续做客老齐的读书圈，今天我们继续来讲这本书这次不一样。昨天我们讲到了美国次贷危机，它造成了一个严重的后果，就是全球流动性枯竭，从而刺破了很多的债务泡沫，欧洲很多国家，也跟着爆发了房地产危机和债务危机，欧债危机也随之而来。包括我们也受到了影响，2007 年之前，我们一直都是重度的出口依赖，在 2008 年，出口订单骤然减少，很多沿海企业全都关门倒闭。造成了国内失业率大幅攀升，那段时间股市暴跌，楼市也出现了大幅调整，东南沿海还出现了弃房断供潮，后来我们启动了四万亿政策，通过投资拉动经济，努力释放房地产需求，还家电下乡，汽车下乡，通过国内消费对抗外需减弱。才算是度过了危机，但是之后也产生了巨大的产能过剩的麻烦。

那么怎么来预警危机呢？有人说股市是经济预期的反映，拿股市来预测危机可不可以呢，答案是不太行，萨缪尔森说过，股票市场预测到过去 5 次衰退中的 9 次，这句话肯定是有讽刺意味，也就是说，股市会经常频繁的发出预警信号。他要比危机本身多得多。比如美国著名 1987 年黑色星期一股灾，其实就只是股市下跌而已，他并不能和任何一次衰退和危机关联。2009 年之后股市也出现了一定程度的下滑，但其实经济也并没有再回到衰退当

中。所以预测危机，其实是个很难的事情，因为这个系统过于复杂。之前我们的一些经验，也只是经验而已，他跟那些物理定律是不一样的。重力加速度就是真理，但是经济学常识，并不能算是真理，比如日本在衰退之后，他们把西方的经济学真理全都实践了一遍，发现没有一个能在日本起作用的。所以很多事情，其实会有巧合的因素在里面，我们总说天时地利人和，有的时候你有天时在那撑场面，所以地利和人和就都不是问题，泡沫大一点，自己也能消化，但是天时不在了，那么可能一点点风险就会爆发巨大的社会影响。举个例子，美国债务 30 万亿美元，这在原来是不可想象的。但是在现在的科技进步，生产力提升的背景之下，他就这么发生了。而且他似乎这几年也都活的很好。但是能不能说他未来一直这么好呢？肯定是不能的。哪天他的科技和军事不再具有统治地位了，美元的控制力下降，那么对美国来说，这 30 万亿美元的债务，就将成为灭顶之灾。所以美国在拼命防止中国崛起，其实对他们来说，这就是生死之战。

栗渺社分享微信 jnztxy 谨防N手群转卖，以免断更

对于一个国家来说，危机和稳定繁荣，都是间歇式发生的，一个国家很难长期一直的稳定，基本上都是 10 年一个循环，在 10 年当中，都会爆发一次比较严重的问题，也会有一次不错的繁荣。如果没有危机，也就没有了繁荣，那么经济可能反而会持续的衰退下去了。而一些新兴经济体，社会和政权更为动荡，那么这种周期间歇性就会更加短暂，比如拉美，在 80 年代的时候，平均每年都要发生 3 次危机，而这几年频繁爆发危机的地方就是土耳

其，老齐的印象中，在很多自媒体的稿件里，每年土耳其都要崩溃好几次，而政治越稳定的地区，爆发金融危机的可能性就越小，稳定的周期也就会越长，但并不意味着他们脱离了危机的影响，只是将危机延后了，也就是说，没事则以，有事就是大事。

从股票市场来看，2008 年的股市下跌幅度，其实跟 29 年大萧条时期差不多，但是从持有者结构来说，2008 年显然有更多的机构投资者，融入其中，股票持有率也远高于大萧条时期。那么这个怎么解释呢，只能说在特殊时间段，股市其实是会进入非理智时期的。在这种流动性被破坏的情况下，无论是机构还是个人，大家的表现都差不太多。

危机之后，对于整个全球贸易，也会造成螺旋式收缩，比如大萧条时期，整个贸易下降了 67%，2008 年的危机也是如此，到了 2009 年，商品出口不但没增长，还下降了 9%，全世界的贸易，都在跟随者全球经济的繁荣和衰退做心电图式的波动。历次金融危机之后，都会有贸易萎缩。全球化遭遇阻碍。那么自然出口为导向的国家，受到的影响就会更大，而这些出口导向国，基本都是一些新兴经济体，所以在全球危机之后，新兴经济体往往也会受到巨大的伤害，比如次贷危机爆发前有金砖四国，巴西，俄罗斯，印度，中国后面还加了一个南非，但是 10 年过去了，只有印度和中国还在增长。其他国家已经衰退了。所以全球金融危机，

要比区域性危机，难恢复的多，因为出口不再成为缓冲区，甚至损失更为惨重。

有经济学家提出了一个危机的演化顺序，从金融自由化开始，然后出现股票市场崩盘，和房地产崩盘，银行危机爆发，接着是货币危机，通货膨胀上升，银行危机到达顶点。继续下去就是国内债务和国际债务违约，最后是通货膨胀恶化。所以我们要想早期发现危机，就要盯住两个事，一个是金融自由化所带来的情绪变动，当大家都觉得经济持续繁荣，应该加更多杠杆的时候，可能就有问题了，另一个就是资产价格，房价和股价爬的太高，我们就要格外给与重视，老齐总说，没有无缘无故的爱，市场给了你超额回报。是在试探你的底线，你要是贪婪，不懂得见好就收，他就会连本带利的统统收回去。市场犯错误的时候，其实说白了就是其他大多数人犯错误的时候，就好比站起来要交卷的时候，发现前后左右，跟自己的答案都不一样，这时候你是否能坚持自己的答案，不去做改变？绝大多数的人可能都扛不住这样的压力，除非你是大学生，去参加小学生的考试。有一种智商碾压感，你才能坚持自己的答案。没有这种出众的水平。大部分人都会从众。

下面我们来看看，我们的到底应该在危机当中学到什么？一个危机很难得到一个定量的预警，但是在银行危机或者是货币危机之前，其实还是有些东西应该去重视的，比如银行危机之前，实际

汇率的变动，房价，短期资本流入占比，经常账户余额占比，股价变动，这些都是预警指标。货币危机方面，也是汇率最先反映，然后是银行危机发生，经常账户余额变动，股价变动，还有出口，以及广义货币 M2，当这些信号都出现了不正常的波动的时候，我们就要主动防范风险了。

那么该如何避免危机，首先就是要有一张政府负债的全景图，特别是外债的到期情况以及可持续性，这个并不难分析。外债太多，短期集中到期，这些都是巨大的风险点。

债务可持续性，就要看资本流动的意图，比如短期资本流入过快，可能就要小心，因为这种流动可能会突然停止。资本能短期集中流入，就有可能短期集中流出，那么到时候就会发生巨大的债务危机。2022 年 3 月，我们 A 股和港股的大幅下跌，其实就有资本反向流出的状况，造成了短期内的市场流动性危机。再往深入研究发现，是因为这段时间美债收益率上升的太快，中美利差快速收窄，最终爆发了这种外资短期流出的状况。

政府应对危机的时候，要更加积极，尽早行动，但是可惜的是，很多时候，官方不愿意承认这是一场危机，也不愿意展开救助，比如 92 年日本银行危机，他们就坐视不管，美国 2007 年，也放任雷曼倒闭。这种情况，其实都是反映过慢，会造成比较严重和

恶劣的后果。之所以不愿意行动，说白了就是不想出钱，当冤大头，替金融机构擦屁股。纳税人那边也很难搞定。但是这种拖延，往往会让政府最后承担更大的损失。就跟看病一样，有些病不愿意早检查，早治理，非得拖成了重症，费时费力不说，还很费钱。自己也十分痛苦。但这就是人性。不到万不得已，大家都是短视的，政府也是一样。

很多富裕国家，还有一众迷之自信，认为自己的金融治理水平空前提高，那些新兴市场才会发生危机，而自己不会，所以即便有些危险信号出现，他们也会天然的认为这次不一样。甚至在 2007 年，很多国家的中央银行，甚至都认为已经找到了保持低通胀，高增长办法。比如当时美国市场，就有著名的格林斯潘看跌期权一说，说的是当时市场的投资者都认为，股市已经不具备下跌的可能性，因为只要一跌，美联储就会出来救市，所以有美联储这个看跌期权做保护，那么大家就应该放心大胆的做多。美联储的行为，放大了大家单向赌博的信心。甚至让杠杆率不断的上升。这就让股市和楼市，都出现了明显的泡沫。

这就是本书的全部内容，作者通过大量的数据分析，给我们展示了历史上那些债务危机的情境，人类不可能避免金融危机的发生，甚至还越来越频繁，我们要想在金融市场获得自保，就要时刻的警惕金融危机的信号，千万要记住，这次不一样，是金融市场上

最贵的教训。