

比较译丛 钱颖一◎主编

HOUSE OF DEBT

房 债

为什么会出现大衰退，
如何避免重蹈覆辙

[美] 阿蒂夫·迈恩 (Atif Mian) ◎著
阿米尔·苏非 (Amir Sufi)

何志强 邢增艺◎译

*How They (and You) Caused the Great Recession,
and How We Can Prevent It from Happening Again*



中信出版集团 · CHINACITICPRESS

房 债

[美] 阿蒂夫·迈恩 著
阿米尔·苏非

何志强 译
邢增艺

HOUSE OF DEBT

How They (and You) Caused
the Great Recession,
and How We Can Prevent It from Happening Again

图书在版编目 (CIP) 数据

房贷：为什么会出现大衰退，如何避免重蹈覆辙 / (美) 迈恩, (美) 苏非著; 何志强, 邢增艺译. —北京: 中信出版社, 2015. 8
书名原文: House of debt: how they (and you) caused the Great Recession, and how we can prevent it from happening again
ISBN 978-7-5086-5201-6

I. ①房… II. ①迈… ②苏… ③何… ④邢… III. ①住房抵押贷款-金融危机-研究-美国 IV. ①F837.124

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2015) 第 103675 号

HOUSE OF DEBT by Atif Mian and Amir Sufi

Copyright © 2014 by Atif Mian and Amir Sufi

Licensed by The University of Chicago Press, Chicago, Illinois, U. S. A.

Simplified Chinese translation copyright © 2015 by CITIC Press Corporation

ALL RIGHTS RESERVED

本书仅限中国大陆地区发行销售

房贷：为什么会出现大衰退，如何避免重蹈覆辙

著 者：[美] 阿蒂夫·迈恩 阿米尔·苏非

译 者：何志强 邢增艺

策划推广：中信出版社 (China CITIC Press)

出版发行：中信出版集团股份有限公司

(北京市朝阳区惠新东街甲 4 号富盛大厦 2 座 邮编 100029)

(CITIC Publishing Group)

承印者：三河市西华印务有限公司

开 本：787mm × 1092mm 1/16 印 张：13.25

字 数：175 千字

版 次：2015 年 8 月第 1 版

印 次：2015 年 8 月第 1 次印刷

京权图字：01-2014-7288

广告经营许可证：京朝工商广字第 8087 号

书 号：ISBN 978-7-5086-5201-6/F · 3390

定 价：36.00 元

版权所有·侵权必究

凡购本社图书，如有缺页、倒页、脱页，由发行公司负责退换。

服务热线：010-84849555 服务传真：010-84849000

投稿邮箱：author@citicpub.com

谨以此书献给我们的父母，感谢他们的陪伴
献给塞马和艾莎

本书的评论

2014 年度最重要的经济学著作，在众多分析 2008 年金融危机和大衰退的书中，堪称最重要的一本。本书的观点值得仔细关注，它的出版使我们有机会重新审视 2009 ~ 2010 年美国在住房抵押贷款债务上的政策选择。本书还令人信服地论证了将危机归咎于金融中介崩塌的传统观点不足为据……未来所有与金融危机相关的工作都必须考虑家庭资产负债表效应。读罢此书，我们仍然可以坚信金融救助是必要的，但仅有救助还不够。本书最后给我们提出了一个值得考虑的新改革议程，以防未来的危机。

劳伦斯·萨默斯
美国前财长、奥巴马经济顾问委员会前主席

迈恩和苏非从债务对消费行为的影响出发，就近期的房地产泡沫及其破灭做了最重要和令人信服的研究。这本优秀的新书展示并扩展了这项研究，深入浅出，引人入胜。

克里斯蒂娜·罗默
奥巴马经济顾问委员会前主席

《房贷》是一本非常重要的书，它拨开云雾，让我们清晰地看到大衰退的根本原因——危机前繁荣时期私人债务的过度积累。本书既有细致的实证研究，又有恢弘的全景描述。它传递的信息值得重视，改革建议值得认真考虑，以使我们避免在将来重蹈覆辙。

阿代尔·特纳勋爵
英国金融服务局前主席、英格兰银行前副行长

这是一本极为重要的书，为广大读者提供了有关金融危机的大量经验证据。迈恩和苏非各自的一系列研究成果令人瞩目，而本书尤其值得关注。虽然他们在呈现其观点时冷静、客观、严谨，但他们坚持加快减记住房抵押贷款的观点，是有理有据、令人信服的。

肯尼斯·罗高夫
哈佛大学经济系公共政策 Thomas D. Cabot 讲席教授

围绕 2007~2009 年冲击美国经济的繁荣与萧条，著述颇丰，但有见地的分析寥寥无几。本书可谓凤毛麟角之作，它深入研究了住房、消费信贷、家庭收入和债务危机，并全面分析了危机的原因和后果。本书对危机处理的分析不仅适用于美国，对许多深陷严重经济困境的国家来说，也具有重要借鉴意义。

卡门·莱因哈特
哈佛大学肯尼迪政府学院教授

本书简明而有力地解释了大衰退是怎么发生的，如何才能避免再次发生。作者们运用强有力的证据，论证了家庭债务是经济衰退的罪魁祸首。他们还在以往的衰退中发现了家庭债务的身影，通常与住房市场泡沫为伍……如果不把道德说教放在一边，冷静地分析导致最近这次危机的真正原因，我们将无法避免下次危机。

《华尔街日报》

从本书的研究中提炼出危机的经验教训，就可以设计出一揽子可行的政策方案。

《经济学人》

来自美国邮政编码区的数据，成为解释欧洲经济现状的最重要观点之一。在这本令人印象深刻的著作中，迈恩和苏非发现，表面上是信用危机，实际上只是贷款需求下降。他们的分析印证了资产负债表衰退的想法，即负债的家庭和公司不在乎低利率，而只想出售债务。当这种情况发生时，货币政策就变得无效。

英国《金融时报》

危机后的金融体系改革使政策制定者有了更多的金融工具，来监管住房金融。然而，持续的过度负债和体面的工作岗位不足使家庭面临风险，使经济暴露在由债务推动的另一次信贷泡沫危机中。本书通过描述美国梦如何深陷错综复杂的债务融资之网，绝大多数民众如何暴露在更广泛的经济后果中，向我们展示了信贷的另一面。

《大西洋月刊》

2002年，我为中信出版社刚刚成立的《比较》编辑室推荐了当时在国际经济学界产生了广泛影响的几本著作，其中包括《枪炮、病菌与钢铁》、《从资本家手中拯救资本主义》、《再造市场》（中译本后来的书名为《市场演进的故事》）。其时，通过二十世纪九十年代的改革，中国经济的改革开放取得阶段性成果，突出标志是初步建立了市场经济体制的基本框架和加入世贸组织。当时我推荐这些著作的一个目的是，通过比较分析世界上不同国家的经济体制转型和经济发展经验，启发我们在新的阶段，多角度、更全面地思考中国的体制转型和经济发展的机制。由此便开启了“比较译丛”的翻译和出版。从那时起至今的十多年间，“比较译丛”介绍了数十种译著，内容涵盖经济学前沿理论、转轨经济、比较制度分析、经济史、经济增长和发展等诸多方面。

时至2015年，中国已经成为全球第二大经济体，跻身中等收入国家的行列，并开始向高收入国家转型。中国经济的增速虽有所放缓，但依然保持在中高速的水平上。

与此同时，曾经引领世界经济发展的欧美等发达经济体，却陷入了由次贷危机引爆的全球金融危机，至今仍未走出衰退的阴影。这种对比自然地引出有关制度比较和发展模式比较的讨论。在这种形势下，我认为更有必要以开放的心态，更多、更深入地学习各国的发展经验和教训，从中汲取智慧，这对思考中国的深层次问题极具价值。正如美国著名政治学家和社会学家李普塞特（Seymour Martin Lipset）说过的一句名言：“只懂得一个国家的人，他实际上什么国家都不懂”（Those who only know one country know no country）。这是因为只有越过自己的国家，才能知道什么是真正的共同规律，什么是真正的特殊情况。如果没有比较分析的视野，既不利于深刻地认识中国，也不利于明智地认识世界。

相比于人们眼中的既得利益，人的思想观念更应受到重视。就像技术创新可以放宽资源约束一样，思想观念的创新可以放宽政策选择面临的政治约束。无论是我们国家在上世纪八九十年代的改革，还是过去和当下世界其他国家的一些重大变革，都表明“重要的改变并不是权力和利益结构的变化，而是当权者将新的思想观念付诸实施。改革不是发生在既得利益者受挫的时候，而是发生在他们运用不同策略追求利益的时候，或者他们的利益被重新界定的时候”^{*}。可以说，利益和思想观念是改革的一体两面。囿于利益而不敢在思想观念上有所突破，改革就不可能破冰前行。正是在这个意义上，当今中国仍然是一个需要思想创新、观念突破的时代。而比较分析可以激发好奇心、开拓新视野，启发独立思考、加深对世界的理解，因此是催生思想观念创新的重要机制。衷心希望“比较译丛”能够成为这个过程中的一部分。

钱颖一

2015年7月5日

^{*} Dani Rodrik, “When Ideas Trump Interests: Preferences, Worldviews, and Policy Innovations,” NBER Working Paper 19631, 2003.

“比较译丛” 序 // XI

第 1 章

波西米亚丑闻

凶杀悬疑小说? // 005

国际证据 // 007

其他观点 // 010

大蓝图 // 011

第一篇 大毁坏

第 2 章

债务与毁灭

严峻的债务 // 018

大衰退期间的债务与财富不平等 // 019

穷人是如何变得更穷的 // 021

净值损失的地理分布 // 024

止赎与大甩卖 // 025

债务: 反保险 // 027

第 3 章

减少支出

消费驱动式衰退 // 031

哪些地方的支出下降了 // 034

与债务有何关系? // 037

超越财富效应 // 039

对证据的总结 // 041

第 4 章

杠杆化损失: 理论

基本面与罗宾逊·克鲁索 // 046

杠杆化损失框架 // 048
经济体如何反应? // 050
摩 擦 // 050
无一幸免 // 052
重新配置? // 054

第 5 章 对失业的解释

量化失去的工作岗位 // 061
摩擦, 摩擦 // 064
为什么会失业? // 065
杠杆化损失: 小结 // 067

第二篇 沸腾与泡沫

第 6 章 信贷扩张

有强劲的经济基本面吗? // 075
动物精神? // 077
原因、 结果及住房供给弹性 // 078
房产所有者的反应 // 082
搭泡沫的便车 // 084

第 7 章 灾难的传输渠道

储蓄过度 // 090
资产证券化 // 091
制造安全的债务 // 094
愚人链 // 096
不可避免的崩溃 // 098

第 8 章 债务与泡沫

泡沫的科学 // 104
什么是泡沫? // 105
为什么债务可以助推泡沫? // 106
为什么贷款导致了泡沫? // 109

第三篇 阻止恶性循环

第 9 章 救银行, 救经济?

挽救银行 // 119

最后贷款人 //	121
恢复信贷流动 //	122
是银行贷款渠道导致了大衰退吗? //	124
银行借贷观的影响力 //	126

第 10 章 债务减免

干预的经济学原理 //	135
宏观经济失灵 //	137
历史教训 //	139
特别措施 //	141
道德风险 //	143

第 11 章 货币与财政政策

通货膨胀的魔术按钮? //	150
利率渠道 //	153
通货膨胀预期 //	155
财政政策是可行的选择吗? //	157
政治瘫痪 //	159

第 12 章 责任分担

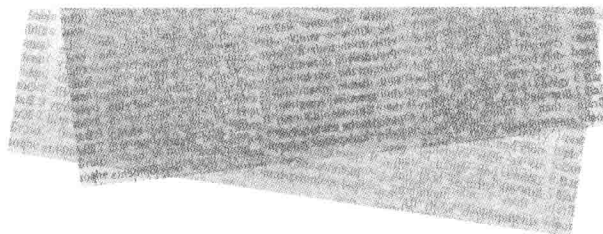
风险分担原则 //	164
责任分担式住房抵押贷款 //	166
量化分析责任分担式住房抵押贷款的收益 //	169
阻止工作岗位丢失 //	172
其他收益 //	173
为什么我们对责任分担式住房抵押贷款无动于衷? //	173
债务是如此便宜! //	174
更广泛地分担风险 //	176
为我们服务的金融体系 //	178

致 谢 //	179
注 释 //	181

House of Debt



第 1 章 波西米亚丑闻



过去在美国销售房车还是一件比较容易的事情，正如温尼贝戈（Winnebago）房车公司的首席执行官鲍勃·奥尔森所秉持的理念，“美国人的生活是离不开性、酒和周末的”。但是形势在 2008 年急转直下，房车制造领域的巨头摩纳哥（Monaco）房车公司的销售几乎下降了 30%，这使得摩纳哥的管理层别无选择，公司的发言人克雷格·万尼奇科叹息，“我们非常遗憾，经济形势很明显已经超出了我们的控制范围，迫使我们做出艰难的决策”。

摩纳哥是美国头号柴油动力房车制造商，它在北印第安纳的制造企业历史悠久，产品畅销全美。2005 年，公司售出了 15000 多辆车，在印第安纳的瓦卡鲁萨、纳帕尼、埃尔克哈特三个县雇用了约 3000 名员工。2008 年 7 月，摩纳哥房车有限公司解雇了印第安纳两个工厂的 1430 名工人，这让员工们都感到非常吃惊。曾在瓦卡鲁萨县工厂工作过的珍妮弗·艾勒在一家路边餐厅告诉记者，“我感到极为震惊，我们以为只不过是又一次临时性解雇，我们并不希望这样的事情发

生。”瓦卡鲁萨一家饭店的调酒师卡伦·亨特总结了被解雇工人所面临的困难，“他们在这里已经工作多年，现在都已经年届五旬，谁还会雇用他们？他们还处在惊恐中，还有很多困难在后面等着他们呢！”

2008年，这样的伤心场景在整个北印第安纳州不断重复上演，到当年末，印第安纳州埃尔克哈特县的失业率从4.9%大幅攀升到16.2%，失去了近20000个工作岗位。失业所产生的影响在整个地区的学校、救济机构都能感受到，在埃尔克哈特县救济处领取免费食物的人是平时的两倍，圣诞节期间向救世军索要食品和玩具的需求大幅增长。在埃尔克哈特公立学校系统，约有60%的学生符合免费午餐项目¹所确定的最低家庭收入标准。

北印第安纳是较早感觉到这种影响的地方，当然并不是唯一的。2007年至2009年间的这次全美大衰退夺走了800万个工作岗位，400多万个家庭面临止赎。如果没有这次大衰退，2012年美国的收入将多出2万亿美元，每个家庭约为17000美元。²深层次的人力成本影响甚至更为严重，大量的研究指向了失业所带来的严重负面心理影响，包括心理压抑，甚至自杀。在衰退期间，失去工作的工人平均来说将丧失整整三年的潜在终生收入。³富兰克林·德拉诺·罗斯福非常精确地阐释了这样的荒废，将失业称为“我们社会秩序中最大的威胁”。⁴

就像印第安纳摩纳哥房车公司的工人一样，作为无辜的旁观者，在衰退期间丢掉了工作，他们感到震惊和困惑。并且还有一个原因，严重的经济衰退根本就是一个谜团，完全不是因为经济体生产能力受到明显破坏所引发的。例如，在大衰退期间，没有引致建筑、机器发生毁坏的自然灾害或者战争，也没有出现最新的前沿技术。摩纳哥房车公司的工人也没有在突然之间丢掉他们过去多年培训所掌握的大量知识。经济体突然停滞，消费猛然下降，上百万工作岗位丢失。毫无疑问，严重经济紧缩带来的人力成本是巨大的，但又没有明确的原因来解释这一切为什么会发生。

遇到身体上的疼痛，人们可以求医问药，我为什么会有这种疼痛？要减轻疼痛我能做什么？为了感觉好点，我们愿意吃些药或者改变生活方式。当遇到经济上的疼痛时，我们又能向谁去寻求答案呢？我们怎样做才能好一些呢？不幸的是，人们并没有像尊崇医生那样尊崇经济学家。约翰·梅纳德·凯恩斯曾在20

世纪30年代的大萧条期间撰文，批评他的经济学同行“对理论结果与观察到的事实之间缺乏对应关系无动于衷”。结果就是，普通老百姓“越来越不愿意把他们给予其他科学家群体的尊重同样地给予经济学家，因为其他科学家群体将其理论应用于现实时，理论结果同观察到的事实相一致”。⁵

当前与经济活动相关的数据迅猛增加，而且我们可以用之进行评估的手段也有了很大的进步，相对于凯恩斯及其所处的时代，我们已经有了巨大的优势。故而，我们在本书中设定了一个宏伟的目标。我们试图利用数据和科学方法来回答当代经济所面临的一些最重要的问题：为什么会出现这么严重的衰退？我们可以避免大衰退及其带来的严重后果吗？我们怎么阻止类似危机发生？本书基于经验证据对这些问题做出了回答。摩纳哥房车公司被解雇的工人，以及类似的数百万美国失业工人值得拥有基于证据的解释，大衰退为什么会发生，我们怎样做才能在未来避免衰退重复上演。

凶杀悬疑小说？

在《波西米亚丑闻》中，福尔摩斯有一段名言，“在没有数据之前就开始推理是一种致命的错误。人们会不知不觉地通过扭曲事实去匹配理论，而不是要求理论切合实际。”⁶ 经济灾难疑团所提出的挑战与大侦探所面临的问题非常相似。经济学家们很容易在对证据有充分的理解之前就进行推理，但我们的方法肯定与福尔摩斯相同，我们从一开始就收集尽可能多的事实证据。

在思考大衰退的问题时，一个重要的事实跃然而出：从2000年到2007年，美国的家庭债务急剧上升，七年间总量翻了一番，达到14万亿美元，并且家庭债务收入比从1.4攀升至2.1。为了更直观地展示这种情况，图1.1显示了美国1950~2010年间的家庭债务收入比情况。直到2000年前，债务上升的趋势都较为平稳，此后出现了剧烈变化。

经济学家戴维·贝姆利用更长时间的历史数据（基于家庭债务与国内生产总值的比率），研究显示，大衰退之前的家庭债务大增长在美国的历史上只出现在20世纪的一段时间里：大萧条起初的几年。⁷ 从1920年到1929年，用于购买汽

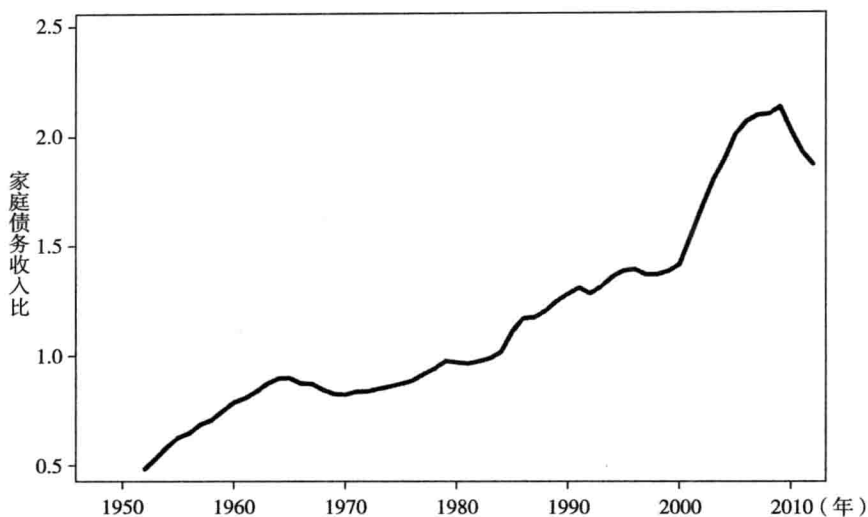


图 1.1 美国家庭债务收入比

车、家具的抵押贷款和分期付款债务都出现大幅增长。尽管数据不是很准确，但经济学家查尔斯·珀森斯在 1930 年所做的测算显示，城市非农户的住房抵押贷款从 1920 年到 1929 年增长了 2 倍。⁸ 抵押贷款债务的大规模增长足以超过 2000 年至 2007 年的房地产繁荣时期。

20 世纪 20 年代，分期付款融资的兴起彻底改变了居民家庭购买洗衣机、汽车和家具类耐用用品的方式。研究消费信贷历史的资深专家玛莎·奥尔尼解释道，“20 世纪 20 年代是消费信贷历史的一个关键转折点”。⁹ 在美国历史上，耐用品经销商第一次开始假定路过店铺的潜在购买者会通过举债的方式来购物。社会对借贷行为的态度也发生了变化，以贷款方式购买商品更加为人们所接受。

随着向消费者借贷意愿的增加，20 世纪 20 年代居民家庭支出增长速度要快于收入增长速度。¹⁰ 在大萧条的前 10 年间，消费债务占居民收入的百分比翻了一番，一些学者也记录了“1929 年家庭不同寻常的负债大增长”。¹¹ 1930 年珀森斯写作时，对 20 世纪 20 年代的债务问题得出了明确的结论：“过去的 10 年，信贷膨胀量非常巨大，我们这个时代的繁荣很大一部分不过是建立在债务膨胀之上。”¹² 当居民家庭通过举债购买新产品时，他们的储蓄相应减少。奥尔尼估算，美国人均储蓄率从 1898 ~ 1916 年间的 7.1% 下降到 1922 ~ 1929 年间的 4.4%。