

作者成功预测近十年全球的房价走势

被绑架的 全球房价

When Bubbles Burst:
Surviving the Financial Fallout

(美) 约翰·P. 卡尔弗利◎著
冯亚彬 余瀛波 刘祥亚◎译

渣打银行北美区研究主管、美国运通银行首席经济学家
约翰·P. 卡尔弗利为我们层层解析房地产泡沫，解读危机的来龙去脉。

石油工业出版社



作者成功预测近十年全球的房价走势

被绑架的 全球房价

When Bubbles Burst:
Surviving the Financial Fallout

(美) 约翰·P·卡尔弗利◎著
冯亚彬 余瀛波 刘祥亚◎译



图书在版编目 (CIP) 数据

被绑架的全球房价 / (美) 约翰·P. 卡尔弗利著. 冯亚彬, 余瀛波, 刘祥亚译. —北京: 石油工业出版社, 2010.8

书名原文: When Bubbles Burst: Surviving the Financial Fallout

ISBN 978-7-5021-7920-5

I. ①被…

II. ①约… ②冯… ③余… ④刘…

III. 房地产—价格—研究—世界

IV. F299.1

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2010) 第 143225 号

Copyright ©2010 by Jhon P. Calverley Published by arrangement with
Nicholas Brealey Through Andrew Nurnberg Associates International Ltd.
Beijing Representative Office

Simplified Chinese Translation Copyright © by Petroleum Industry Press

ALL RIGHTS RESERVED

外文版权登记号: 01-2009-3840

被绑架的全球房价

(美) 约翰·P. 卡尔弗利 著 冯亚彬 余瀛波 刘祥亚 译

出版发行: 石油工业出版社

(北京安定门外安华里 2 区 1 号 100011)

网 址: www.petropub.com.cn

编辑部: (010) 64523616 64523610

营销部: (010) 64523603 64523604

经 销: 全国新华书店

印 刷: 中国石油报社印刷厂

2010 年 8 月第 1 版 2010 年 10 月第 1 次印刷

710×1000 毫米 开本: 1/16 印张: 15

字数: 230 千字

定价: 36.00 元

(如出现印装质量问题, 我社发行部负责调换)

版权所有, 翻印必究

翰·卡尔弗利先生所做的，就是为所有人编撰了这样一本入门指南，它从逻辑和资讯两个方面都为我们解答了众多难题。对于看似问题重重的未来，他在书中给出了许多极富建设性的建议。”

中前忠志 (Tadashi Nakamae)

日本中前忠志国际经济研究中心主任

“这是一本相当熟练地运用了统计学数据来揭示泡沫及泡沫周期性破裂的实质，并极富见地地提出解决之道的分析性论著。”

迪安妮·朱利叶斯博士 (DeAnne Julius)

英国 CBE 勋章获得者、伦敦智库 Chatham House 主席、前英国央行货币政策委员会理事

“卡尔弗利为我们这个时代撰写了这本书：当经济增长因资本泡沫而膨胀，银行家们便会因为惧怕它们的崩塌而沦为人质。他以一种全球性的视野和经济发展史上的教训来为这个时代把脉——诊出问题，为政策制定者们提出全新观点，并向所有投资者给出最具智慧的建议。”

理查德·奥布莱恩 (Richard O'Brien)

英国管理咨询公司 Outsights 合伙人

“如果你对未来感到担心，那就认真研读此书。如果你对未来毫无顾虑，那么同样但看无妨。这是一本高质量的读物，它清晰而全面的阐述会令你眼前一亮。对于大众来说，这是一本财经课程的必读书。”



序

当《泡沫：从股市到楼市的繁荣幻象》(*Bubbles and How to Survive Them*)于2004年出版时，我曾在前言中写道，几乎没有一本比它更加应时的书了。资本价格在疯狂飙升，特别是房地产价格的迅猛上涨之势，已经登上这个时代经济的中央舞台。当然，从那时起，我们就已经开始经历了一场大规模的全球经济危机，世界主要经济体随即纷纷进入萧条期。正如我在那本书中所预见的一样，随着泡沫的破裂，房屋价格急剧下跌。本书的核心主题仍然延续了这一论断，即资本泡沫的存在使得经济和金融体系存在着潜在的不稳定性。

就这一点而言，约翰·卡尔弗利在本书中继续阐明了当下的关键问题和面临的风险，并且雄辩地论证了过多的债务累积周期性的危险和房屋价格可能继续下跌的风险。卡尔弗利在第一本书中的许多预言如今都已经突出地显现出来。特别是，作者继续延伸了对截止到2008年年底这场全球性金融危机的内在本质、原因以及后果的深入分析。而在这个过程中，他敏锐地指出一国经济中的金融和地产部门之间是怎样相互影响，尤其是房地产泡沫是如何在债务的驱使下居于这场危机的中心的。

作者认为，当在短期内存在通货紧缩的风险时，政策上的反应就可能把经济引向另外一个方向——通货膨胀的上升。他提到，正是由于2001—2004年股票市场泡沫的崩溃而导致的超低利率，为此后的房价泡沫播下了种子。而当我们意识到在目前这场危机中的政策反应有可能是收紧管制时，作者又指出，就目前来看，政府在未来更应加强的是注重金融监管的质量，而非只是增加监管中的条条框框。

约翰·卡尔弗利采用了一种严谨的编年史“绝技”(tour de force)的手法，以异常清晰而引人入胜的方式，有力地为我们揭开了有关“泡沫”的许多谜团，尤其是房地产市场。作者用行为金融学给我们做出了精彩的诠释，

特别是在市场为何会与实体经济出现脱节的方面。

在所有解析房地产价格泡沫的论著中，本书堪称是最出色和最富锋芒的一部，书中观点和理论之于全球金融危机的意义，就是它的叙述手法具有很高的阅读价值。每个人都对这一课题感兴趣，而卡尔弗利就为我们奉上了一本无论专业人士还是外行都能轻松阅读的好书。这本书值得作为一本普及读物推荐给所有读者，其影响亦将超过其前身——《泡沫：从股市到楼市的繁荣幻象》。

戴维·里维里恩 (David T.Llewellyn)

拉夫堡大学货币与银行学教授，(伦敦) 卡斯商学院 (CASS Business School)、(苏黎世) 瑞士金融学院 (Swiss Finance Institute)、维也纳经济管理学院 (the Vienna University of Economics and Business) 客座教授



前言

2007年初，世界经济便开始在一系列金融危机的冲击下摇摆不定，这一趋势在2008年9月随着雷曼兄弟（Lehman Brothers）的破产而达到“高潮”。随之而来的是银行体系的近乎崩溃——银行对于同业拆借和对于普通客户的信誉度都渐失信任，只有那些最具信誉度的客户除外。而随着这种恐慌的蔓延，各国政府都被迫施以援手，向银行和保险公司注入巨资，并为其客户提供担保。然而，这却并未能阻止银行、对冲基金（hedge funds）经历一场恶性的“去杠杆化”（deleveraging）过程，而投资者们为了偿还债务也不得不卖掉房产。股票市场暴跌，世界经济骤然放缓并弥漫在第二次世界大战以来最低迷的恐慌中。

与此同时，美国、英国、西班牙和爱尔兰等国引领着世界的房价以令人眩晕的速度持续下滑。

而这场灾难的首要原因就是美国的楼市泡沫。

这是20世纪90年代股市泡沫的继续，两次泡沫都是由于信用扩张导致了高风险资产的价格通胀而造成的。

在连锁反应的最后，包括日用品价格，特别是石油价格，甚至当代艺术品的价格都会纷纷出现显著的泡沫。历史表明，任何泡沫，尤其是在房地产行业的泡沫，其实质都是创造出一种“泡沫化”（bubble mentality），即一种价格不会跌落的信念——人们信奉住房抵押贷款证券是一种非常安全的投资。正是主动以及被动卷入到这场信用泡沫中的人所持有的这种信念，把房价抬高到一个不可思议的高度。而等到这些泡沫破裂时，整个世界金融体系和世界经济都正在崩塌。

泡沫破裂所带来的恶果正在不断地显现出来。当泡沫破裂时，房价通常会一路下滑，我想我们将看到房价在若干年内都低迷不振，许多国家的房价都会暴跌30%～50%。

这种经济形势将会相当严峻，失业人口急剧增加，与此同时，许多人的退休计划都遭遇到毁灭性的打击，因为他们的养老金要么投资了房地产，要么投资了股市。整个经济将会经历一段漫长的复苏过程，事实上以往的每一次泡沫破裂都是如此。泡沫过后，许多事情都将发生改变——人们之前对于银行家和金融体系的信任将会被彻底摧毁，而随着通货紧缩成为一种现实威胁，人们对于传统上指导性通胀（targeting inflation）的货币政策的信任亦将受到动摇。

发生改变的还不仅于此，甚至市场本身也将因此而受到质疑，对于投资者来说，无论他们投资的是股市还是楼市，信心都会大大降低。

房地产泡沫并非第一个破裂的泡沫。在过去的 30 年中，全球股市和房地产市场已经有过一系列的泡沫以及破产的先例，而无论对投资者还是政策制定者来说，它们都已成为被关注的焦点，因为受这些泡沫影响，使得价格波动脱离了正常的消费物价上涨的规律。很长时间以来，大部分时事评论家和政策制定者都对房价崩塌的威胁无动于衷、视而不见，但 2008 年的经济危机及其对世界经济所产生的破坏性影响改变了一切。

就我本人来说，对“泡沫”产生兴趣要追溯回大学时代，当时我分别师从于四位老师，并从他们的言传身教中获益匪浅，他们分别是迈克尔·库辛斯基、海曼·明斯基、戴维·菲利克斯——此人一贯强调金融市场的不稳定性，以及拉里·迈耶——此人推崇依靠制定明智的政策来应对危机。其中，海曼·明斯基先生在过去几年里一直走在金融稳定研究领域的最前沿，声名享誉业界。

其实一段时间以来，金融市场上一直都在谈论“明斯基时刻”（Minsky moment，也称明斯基拐点，意思是说，在某个临界点上，投资者资产所产生的现金流不足以偿付债务，投机性资产的损失促使放贷者收回贷款，从而导致资产价值崩溃），这也就是意味着，当债务越积越多，最终在资产价格上必定要有一个急剧的跌落。明斯基的观点是，如果碰巧幸运或者依靠聪明的政策，使得能够在很长一段时期内保持经济的强势增长和金融的稳定，但与此同时，金融不稳定的隐患也被传播给每个人，包括投资者、银行家和金融监管部门在内，都在逐渐承受愈来愈大的风险。

20 世纪 80 年代，在我成为一名执业经济师和分析师的最初几年，在股市或房地产市场上已经有迹象表明开始涌现出泡沫。大幅的消费价格上涨对于经

济和市场来说，是无法抵抗的结果。随后便出现了1987年的股市崩盘，后来又相继出现了欧洲的房地产泡沫和日本的泡沫破裂。20世纪90年代中后期，美国股票市场再度暴跌和亚洲泡沫崩溃，最终让我下定决心来写一本关于泡沫的书。

2004年，在我出版《泡沫：从股市到楼市的繁荣幻象》一书时，20世纪90年代的股市泡沫已经被房地产泡沫所取代。当时，我就已经对此明确提出警告，美国的泡沫将会越来越大，并将很快暴露出巨大的问题——当然，后来的事实已经证明这种判断是绝对正确的。2007—2008年的这场经济危机，在那本书中同样也全都被预测到，包括金融危机的风险和一系列的经济衰退。我曾提出，必须赶在危机到来之前有所行动，以找到解决之策，但直到最后，也没人采取任何措施来阻止这些泡沫的不断膨胀。事实上，即便到了那时，前美国联邦储备委员会（以下简称“美联储”）主席艾伦·格林斯潘仍在否认当时存在泡沫。

本书中，将对这场经济危机的研究继续跟进到2008年，并分别以普通的经济观察家和投资者的两种视角来审视和看待当下的泡沫。一个无可争议的事实是，几乎我们每个人都直接或间接地把我们的房产或养老金用于了投资，而且我们又全都必须依赖国家经济和公共财政的健康发展，而另一个让人感到恐慌的事实是，这两者同样都要受到房地产泡沫破裂后果的严重威胁。为此，我在不断地思索能够采取哪些措施，不管是由政策制定者也好，还是由投资者也罢，只要能够控制泡沫所带来的风险，让金融体系远离麻烦就行。而作为政策制定者来说，首先需要做的就是严格把关货币政策和金融市场规则，谨防其中潜在的巨大危险。作为投资者来说，也需要更好地理解市场，认识到经济周期和泡沫的存在，从而避免在泡沫崩塌时被席卷而来的惊涛骇浪所吞噬。

本书的焦点仍然集中于美国，因为当我们再次回顾2008年的这场风暴时，在这个世界最大经济体中所发生的一切对于整个世界经济来说仍旧至关重要。同期，在我的祖国——英国也爆发了类似危机，世界上最大的一次房地产泡沫就不幸发生在那里。此外，我也从加拿大（我的第二故乡）、澳大利亚、西班牙、日本和中国香港以往的泡沫经历中汲取了一些经验。

在本书的开篇部分概述了当下我们所面临的这场危机，并重温我们是如何通过一系列的泡沫和泡沫破裂从而达到今天这种局面。第一章是对泡沫的剖析和罗列出一份帮你识别泡沫的清单。

第二和第三章中关于 20 世纪 30 年代大萧条和 90 年代日本经济危机的介绍，让我们在面对近几年所发生的此类危机时，重新把它们联系到一起。我验证了 30 年代大萧条时期的政策失误，并由此解释出为何那场大萧条后果如此严重。在日本经济危机的案例中，我同样发现了通货紧缩的问题（即不断下落的消费价格），以及该国是如何尝试解决这场危机的。日本的通货紧缩始于 20 世纪 90 年代后期，此后多年都饱受其苦。不久之后，美国和英国也可能会面临同样的紧缩。

第四章详细阐释了各国在 2001—2003 年的股市泡沫崩溃中所采取的应对之策，特别是美国的低利率政策，为房地产泡沫埋下了种子。其实，此前的许多评论家都曾援引过这个观点——它既是保守货币政策的控诉，也道出了格林斯潘领导下的美联储是如何犯下的这个错误。此外，人们对于 20 世纪 90 年代后期亚洲金融危机的理解也明显不足，这导致各国在很长一段时间内纷纷降低利率，而这也正是酿成美国房地产泡沫的罪魁祸首。

从 2004 年那本《泡沫：从股市到楼市的繁荣幻象》至今最大的变化，也就是房地产泡沫，都体现在本书的第二部分中。在这部分，将进一步分析房地产泡沫的破裂是如何导致金融危机的，并将研究房地产价格距离崩溃还有多远。就此，本书对美、英两国的房地产泡沫都进行了深度分析。

第八章的内容关于家庭债务。我们将看到的，是当房产价值暴跌之后的凄惨景象。与 20 世纪 90 年代的日本不同，当时社会所承受的大部分都还是公司债务，而美国 and 英国现在的问题则是大量的家庭负债。而在过去 10 年间，家庭债务的上涨既是房价飙升的原因，又是其结果。现在虽然看起来好像是与其相反，但这种因果循环对于经济来说必将产生严重的后果。

原书的第三部分，虽然时间流逝，但其内容至今仍足以适用，故此版本无更多更新。第九章从行为经济学的学术研究角度阐释了这种泡沫破裂带来的后果，并从金融学的角度论证了投资者是如何一步步脱离现实盲目投资的。而当泡沫与政策失误并存时，这种联姻就可能造成灾难性的后果。对风险进行评估的关键要素将在第十章中进行阐述：我要说明的是，我们能够识别市场的“合理”尺度，因此当泡沫涌现时投资者可以事先得到预警，而政策制定者也可以提前考虑应对之策。第十一章将介绍一些应对泡沫的可行性

对策，例如，使用货币政策、公共预警，或者对银行借贷进行“限速”。

第十二章是关于投资者的战略问题，他们必须竭力避免泡沫以及更危险的事情发生，并找到驾驭风险的方法。在《泡沫：从股市到楼市的繁荣幻象》中，我曾强烈警告过提防房地产泡沫的风险，也提醒人们股票市场可能再次崩盘，跌到一个相当脆弱的水平（2007年所发生的一切已经证实了这些预测）。此外，我还在一些章节中针对在股市和房地产市场陷于低迷时该如何应对，以及应选择何种时机再次投资的问题做了进一步延伸。作为本书的最后一章，“最后的思考”，与上一本书相比，也被赋予了全新的内容，它预测了接下来市场还将发生哪些变化。

致谢

在此，我要向以下曾对本书给予宝贵意见和建议的诸位致以诚挚的谢意，他们是：凯特·巴克尔 (Kate Barker，英国央行理事)、罗杰·布特 (Roger Bootle，英国财政部前顾问、现德勤经济顾问)、克劳迪奥·博里奥 (Claudio Borio，国际清算银行专家)、葛丽·塞拉亚 (Gerry Celaya，英国研究机构 Redtower Research 首席经济学家)、阿莱克斯·厄斯金 (Alex Erskine)、简·哈祖斯 (Jan Hatzius，高盛首席经济学家)、迪安娜·朱利斯 (DeAnne Julius，前英国央行理事)、理查德·奥布莱恩 (Richard O'Brien，美国消费者产品安全委员会国际项目及政府间事务主任)、马克·塔普利 (Mark Tapley)、戴维·沃顿 (David Walton，英国央行理事) 和苏茜尔·瓦德瓦尼 (Sushil Wadwani)。我还要感谢我的同事们，他们包括：鲍勃·弗里德曼 (Bob Friedman)、凯文·格力斯 (Kevin Grice)、萨拉·海文 (Sarah Hewin)、戈登·汤斯德 (Gordon Townsend)、克里斯·王 (Chris Wang) 和杨美萍 (Meiping Yang)。此外，莎朗·恩萧 (Sharon Earnshaw)、玛利亚·魏特克 (Maria Whittaker) 和乔纳森·嘉灵顿 (Jonathan Garlington)，他们在本书的图表分析方面也给予了很大帮助。

我还要再次鸣谢尼古拉斯·布里利 (Nicholas Brealey)，在此之前，我从未遇到过这样积极的一位出版商。他的很多建议，而且常常是极具挑战性的建议，总是让人感觉到非常刺激，而这也令本书读来更加有趣，要知道，这些可是我无法拥有的本事！另外，萨利·兰斯德尔 (Sally Lansdell) 也对本书的出版投入了极大的热情。

我非常享受和包括罗伯特·艾利伯尔 (Robert Aliber)、弗瑞德·哈里森 (Fred Harrison) 以及罗伯特·席勒 (Robert Shiller) 在内的同仁们讨论这些话题的乐趣。大约在 2006—2007 年，也就是当泡沫不断涌起的时候，我们也在不停地为即将出现的结果担忧着。我还要在此感谢我的妻子，她是一个

非常成功的房地产投资者，她知道怎样利用泡沫，以及该在什么时间抽身而退。她的分析和预判能力一直相当敏锐。

最后，我还要在此感谢我在渣打银行（Standard Chartered Bank）的新同事们，尤其是首席经济师杰拉德·莱昂斯（Gerard Lyons）。但需要声明的是，本书中的各种观点仅代表作者本人的观点，不代表渣打银行及其分支机构的官方观点。

目录 Contents

开篇	1
----------	---

第一部分 泡沫与经济

第一章 剖析泡沫	12
识别泡沫	14
泡沫和消费支出	20
测算财富效应	23
泡沫和公司行为	25
第二章 大萧条	27
喧嚣的 20 世纪 20 年代	28
20 世纪 20 年代的货币政策	31
20 世纪 30 年代的大萧条	36
解析大萧条	38
资产价格的角色	40
第三章 日本泡沫危机和通货紧缩幽灵	43
日本和通货紧缩	48
全球通货紧缩	50
为什么通货紧缩使泡沫更具危险性	51
通货紧缩和货币政策	53

避免通货紧缩的政策措施·····	55
------------------	----

第四章 20 世纪 90 年代股市泡沫和通货再膨胀 ·····	58
--	----

养老基金的危机·····	61
--------------	----

过低的储蓄率·····	65
-------------	----

过低的利率·····	69
------------	----

第二部分 房地产泡沫

第五章 全世界的经济繁荣 ·····	74
---------------------------	----

房地产泡沫的威胁·····	78
---------------	----

高房价是合理的吗·····	81
---------------	----

泡沫开始转向·····	83
-------------	----

第六章 英国的泡沫崩溃 ·····	86
--------------------------	----

鉴别泡沫·····	88
-----------	----

高房价是否合理·····	90
--------------	----

金融危机戳破泡沫·····	94
---------------	----

房价下跌的风险不容忽视·····	96
------------------	----

英国房地产泡沫原本可以避免吗·····	98
---------------------	----

第七章 美国泡沫及其破灭 ·····	100
---------------------------	-----

美国泡沫的特征·····	104
--------------	-----

房地产金融业的繁荣·····	106
----------------	-----

第八章 金融危机和家庭债务 ·····	112
----------------------------	-----

金融危机的根源·····	112
--------------	-----

危机爆发·····	116
为何银行会过度放贷·····	121
房价下跌威胁到个人财富·····	124

第三部分 泡沫的根源与对策

第九章 泡沫病理学 ·····	130
行为金融学·····	132
“理性泡沫”理论 ·····	139
临界状态理论·····	140
第十章 市场的合理定价 ·····	144
均值回复的力量·····	144
均值回复并非偶然·····	148
债券价值评估·····	150
私营机构债券·····	153
股权风险溢价·····	155
房地产估值·····	158
低收益的世界·····	160
伟大的反通货膨胀·····	161
过高的定价·····	162
经济增长和市场回调·····	164
第十一章 新政策方式 ·····	166
政府应该做些什么·····	167
资产价格和货币政策·····	169
泡沫预警·····	173

资产评估委员会·····	175
控制泡沫的非货币政策·····	178
限制银行放贷·····	180
资产泡沫破裂下的货币政策·····	184
选择：债务清算、债务转移、通货膨胀·····	187
 第十二章 投资者的策略 ·····	 189
股市和股市泡沫·····	189
房地产泡沫中的生存之道·····	194
养老基金和退休·····	195
现实地对待可能的收益·····	198
通货膨胀对资产收益的决定性影响·····	200
压力测试·····	202
 第十三章 最后的思考：房地产泡沫破裂之后 ·····	 204
世界范围内的房价前景·····	209
政府的新对策·····	214