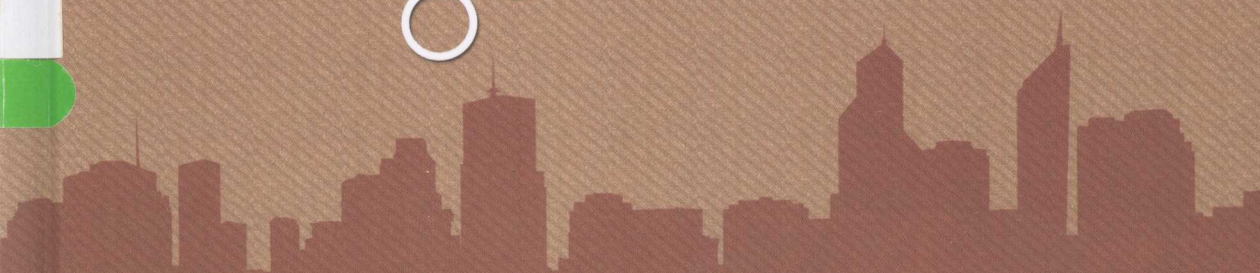
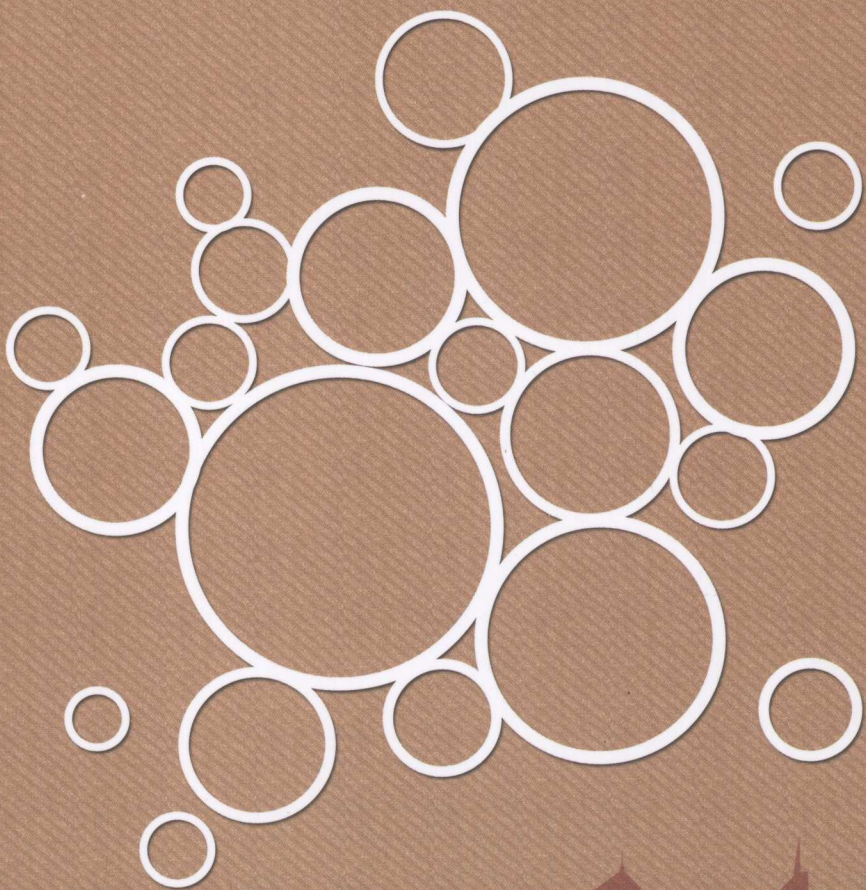


《华尔街日报》：迄今为止研究周期最长的地产泡沫经济杰作

美国房地产泡沫史

(1940—2007)

【美】罗伯特·M. 哈达威 (Robert M. Hardaway) 著 陆小斌 译



014032899

F299.712
06

美国房地产泡沫史

(1940—2007)

【美】罗伯特·M. 哈达威 (Robert M. Hardaway) 著 陆小斌 译



F299.712
06



北航

C1721131



海峡出版发行集团 | 海峡书局

THE STRAITS PUBLISHING & DISTRIBUTION GROUP

998500710

著作权合同登记号 图字：13-2013-071

Translated from the English Language edition of the great American Housing Bubble: The Road to Collapse, by Robert M. Hardaway, originally published by Greenwood, an imprint of ABC-CLIO, LLC, Santa Barbara, CA, USA. Copyright ©2011 by Robert M. Hardaway. Translated into and published in the Simplified Chinese language by arrangement with ABC-CLIO, LLC. All rights reserved.

No part of this book may be reproduced or transmitted in any form or by any means electronic or mechanical including photocopying, reprinting, or on any information storage or retrieval system, without permission in writing from ABC-CLIO, LLC.

Simplified Chinese rights arranged through Ca-Link International LLC.

图书在版编目 (CIP) 数据

美国房地产泡沫史:1940~2007/ (美) 哈达威著;
陆小斌译. — 福州: 海峡书局, 2014.2
书名原文: The great American housing bubble
ISBN 978-7-80691-905-7

I . ①美… II . ①哈… ②陆… III . ①房地产经济-
泡沫经济-经济史-美国-1940~2007 IV .
①F299.712.3

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2013) 第 309874 号

美国房地产泡沫史 (1940—2007)

著 者: (美) 罗伯特·M.哈达威

出版发行: 海峡出版发行集团

海峡书局

地 址: 福州市鼓楼区五一北路 110 号海鑫大厦 7 楼

邮 编: 350001

印 刷: 北京彩虹伟业印刷有限公司

开 本: 710mm×960mm 1/16

印 张: 20

字 数: 270 千字

版 次: 2014 年 2 月第 1 版

印 次: 2014 年 2 月第 1 次印刷

书 号: ISBN 978-7-80691-905-7

定 价: 65.00 元

书中如有印装质量问题, 影响阅读, 请直接向承印厂调换
版权所有, 翻印必究

献给朱蒂·特雷霍斯·斯威灵珍

中译本序

“前车之覆，后车之鉴”，而且“殷鉴不远”，所以我们必须“前事不忘”，从2007—2008年美国房地产业泡沫堪称惨烈的大崩溃中吸取教训。

曾记得，毛泽东同志有一次问一位民主党派人士，你知道我是靠什么吃饭？问得这位朋友一脸茫然。毛泽东接着说，是靠总结经验吃饭的。以前我们人民解放军打仗，在每个战役后，总来一次总结，吸取过去正反两方面的经验。发扬优点，克服缺点，然后轻装上阵，继续前进，从一个胜利走向另一个胜利，终于建立了中华人民共和国。

显然，这里所说的经验，既包括自己的经验，也应包括别人的经验；既包括直接的经验，也包括间接的经验。我们应认真总结美国和日本房地产泡沫破灭造成巨大危害的经验和教训，并着力选择好妥善解决房地产业发展中遇到的矛盾和问题，促进中国的房地产业走上健康、可持续发展的道路。

近几年来，美国出版了大量有关房地产泡沫的专著，这些书籍，整理汇集了丰富的资料，从各个角度对房地产泡沫进行分析研究，提出了许多言之有据、言之成理的观点，很值得我们去了解，去研究。现在，海峡书局出版社出版了美国人写的《美国房地产泡沫史（1940—2007）》一书的中译本，这是一件很好的事情，使我们得以一见美国人这方面研究的最新成果和见解。

这本书是一位法学教授撰写的，他在分析总结历史的经验教训时，更多侧重于研究推动房地产泡沫产生和发展的社会环境、法律环境和政策环境。我想，这对于我国的情况，或许更富启发意义，更有教益。在我国，现在已经看得很清楚了，房地产行业的健康发展，不仅只是经济的问题，不仅是个金融方面的问题，也不是单纯仅靠经济手段就能解决的问题，它也是一个社会问题，更是一个民生问题，需要树立基于社会整体可持续发展的正确认识，需要一个合适的法律、制度和政策框架，需要有针对性的宣传，需要进行教育和再教育，或许还要做好特殊情况下超经济干预的准备。

尤为重要的一点是，我们在判断房地产市场的前景时，绝不能一厢情愿，盲目乐观。以美国为例，这本书介绍说，从1940年起到2007年，67年间，美国住房价格一路上涨，势不可当，以至于美国人的思想和行动，全都是基于房价只涨不跌的僵化观念和预期，这才形成了世界经济史上最大的资产泡沫。

还要特别指出的是，关于发展房地产行业的良好愿望，不能代替冷静的思考和客观的判断。“扩大住房所有权”，曾经是美国房地产业发展的一面旗帜。一般而言，这个口号本身似乎并无不当。但是，如果其具体的目标不尽合理或者漫无节制，不是针对有效需求而是引发了超前消费，金融系统承担或招揽了过大的风险，发展的速度过快，那么，良好的愿望也会成为制造泡沫的重要推手。

当然，中国与美国国情不同，许多方面情况差别很大。比如美国的房贷零首付，什么人都可以得到贷款，中国至少需百分之三十至百分之四十的首付，同时十分注重还款能力和来源；美国市场这只无形的手强一些，政府这方面调控则要弱一些，而中国这无形和有形之手相对要强得多；还有，美国人超前消费意识非常强烈，国人则持有节俭和量入为

出适度消费的理念，等等。因此，不能简单拿美国的情况与中国类比。再者，本书的观点也并非全都正确，甚至存在疏漏，但是我们仍然可以从中得到不少启发。

一切都是为了防患于未然。中国的房地产业当前是不是存在局部的泡沫迹象？几乎所有的人都会给出肯定的回答，特别一线城市和特大城市，房地产价格上涨速度过快，群众对此反映十分强烈。那么，中国的房地产泡沫会不会发展成为全局性的现象并且有朝一日轰然破裂？我认为不会。但是这样一个判断是要有前提条件的。最重要的一条是，我们应吸取中外各国房地产业发展的经验和教训，对泡沫的发生和聚集保持高度的警惕，采取各种综合措施去妥善应对，并努力构建一种真正解决问题的长效机制，这或许才是最重要的。

宋辅良（中国《金融时报》总编辑）

序

本书的英文版书名直译为中文是“美国房产大泡沫——通往破灭之路”，这也是眼下的现实，还是一个隐喻。罗伯特·哈达威治学严谨，他讲述的是一个阴郁的或许是悲剧性的故事，即他称之为的“世界经济史上最大的资产泡沫”。哈达威教授的论点是，这个泡沫属于自残，招致了而且仍然还在引发无尽的痛苦和财富毁灭。所有的经济利益相关方都从这个泡沫的膨胀中得利，对之大加怂恿的政治家们也不例外。哈达威教授指出，如《社区再投资法》一类的公共政策，强迫银行和其他贷款机构以近乎官僚主义的玩忽职守方式，滥施滥为，发放高风险贷款。克林顿行政当局^[1]和国会内的要人们，对此泡沫推波助澜，对坚持不降低贷款标准的贷款机构大张挞伐。

结局无可避免，也在少数人的意料之中。根本就想象不出，那么多的借款人还能有什么办法归还贷款，所以，证券化投资工具（securitized investment vehicle）（许多是新发明出来的），除了鸡飞蛋打，别无其他结果。这就诠释了本书书名，阐明了美国人身处的真实境况。但是，上面我说了这里存在一个“隐喻”。这个隐喻是我而不是哈达威教授提出来的，虽然如此，本书的每一页都在向我讲述这个隐喻：整个西方世界或

[1] 指克林顿担任总统时的美国联邦政府，克林顿的总统任期是1993年至2001年。——译者注（本书所有的页下注均为译者注，用[1]、[2]、[3]……标明；所有的书后注均为作者原注，用①②③……标明）

许就是一个泡沫。对于工业化国家的整体而言，房地产泡沫或许只是一个“小宇宙”。我们的房产和金融服务业泡沫，会不会只是一个大泡沫中的小泡沫？相比于那个大泡沫，房产泡沫及其巨大损害，只是一段小插曲而已？

这个世界沉溺于借贷之中。在美国，联邦债务每个月增加 1000 亿美元。不单美国如此，大多数欧洲国家偿清债务的希望渺茫，而日本为摆脱房地产泡沫的影响，已经苦斗了二十余年。从全世界看，经济增长依靠债务来推动的情况，过于严重，这场游戏正在走向终结。比利时、爱尔兰、葡萄牙和西班牙的债务重负，如果无人出手相助，不可能偿清。^[1]但是，世界又从哪里能搞到纾困所需要的那么多的财富？是什么样的令人心生恐怖的多米诺骨牌，它终于被碰倒，正在步步进逼，行将触发世界金融的覆灭？

然而，问题还不止于国家发债和预算赤字。没有资金准备的负债，就像达摩克利斯剑一样，悬于大多数国家头上。国家、州和地方政府处理账务的方式，要是用在私人公司里，会有人因之坐牢的。债务的不断增长并非只是反映在政府会计账簿上，以美国而言，据估计，在国家资产负债表上，添加了实实在在的 50 万亿或 60 万亿美元债务。

美国已经从世界最大的债权国沦为世界最大的债务国。我们不再是净出口国，而变成了净进口国。在这个国家，节俭不再当道，挥霍大肆流行。作为一个国家，我们靠借钱来维持本已不该享受的高水平生活。

不会有好下场的。在 2010 财政年度，美国为联邦债务支付了 4410 亿美元的利息，平均利率是 2.3%，大部分是短期债务，利率一旦上升（这种情况是必然会发生的），利息费用就会急剧增长。即使将美国纳税人的

[1] 指 2010—2013 年欧洲债务危机。这几个国家为债务所困，不能自拔，接受了欧盟的救助。

全部收入都征了税，政府仍然不得不举债，以弥补这一年的财政赤字。

以上阴郁的预言，本不该由我来做，而哈达威教授十分明智，将讨论范围限于我们正在经历的这次危机。本书既富于洞察力，也是对当前房产泡沫的清晰分析。然而我认为，本书传递出的基本信息是：信贷巨量扩张，后果堪忧。

理查德·D. 拉蒙 (Richard D. Lamm)^[1]

[1] 理查德·D. 拉蒙 (Richard Douglas Lamm, 1935—)，美国政治家，作家，大学教授，律师。作为民主党人，三次出任科罗拉多州州长，现为丹佛大学公共政策研究所所长。

前 言

“美国房产大泡沫”破灭之后，千夫所指的替罪羔羊并不短缺。可惜的是，找到的替罪羊主要都是些“应该对房产泡沫破灭负责”者。而本书认为，这在基本指向上就是错误的。所有的泡沫，正如一切庞氏骗局(Ponzi schemes)^[1]一样，其最终破灭，只是时间问题。不错，各种事件和影响因素汇合而成一场“完美风暴”^[2]，在房产气球的薄壁上扎上最后一针，尽管如此，本书认为，较之于泡沫本身产生的根源而言，所有这些泡沫破灭的“成因”都无足轻重。确实，完美风暴使必然发生的崩溃提前发生而不是延后出现，实际上是因祸得福了——就是说，没有让泡沫膨胀得更大，具有导致更大经济灾难的潜力。

所以，本书的要旨在于，要探究是什么造成了房产泡沫，特别强调，是政府的政策和法律，尤其是税收法律和社会政策，激励了私人部门的泡沫膨胀，为其推波助澜。

为使内容更为明晰起见，本书将房产泡沫的各方面原因都单列出来，作为独立的章节。尽管这种分析架构难免只见树木而不易形成一个概念上的森林——这一任务只有迄今尚未发明出来的最强大的计算机才能完成——然而我已经尽力量化地分析房产泡沫各种原因的影响，并且在

[1] 庞氏骗局(Ponzi schemes)，此称谓源自美国一名意大利移民查尔斯·庞兹(Charles Ponzi)，他曾设下一场典型的庞氏骗局。现用于泛指拿后来投资者的钱作为快速盈利付给最初投资者以诱使更多人上当的骗局。

[2] “完美风暴”(perfectstorm)，一部著名美国电影名。

“结论”一章提出相应的改革建议，这些建议如能实施，或可避免此类泡沫今后再次发生。房产泡沫产生的原因固非一种。从这一点看，需要类似于木星公转¹⁾那样长久的另一类“完美风暴”，需要经过漫长的 67 年的酝酿，才能创造出“美国房产大泡沫”。

[1] 木星绕太阳公转的周期为 4332.589 地球日，约合 11.86 地球年。

致 谢

尽管本书作者署的是我的名字，然而事实上，它是团队工作的结晶，出自研究助手队伍的贡献（他们都是丹佛大学法学院的学生），还有丹佛大学法学院教授迈克尔·D. 萨（Michael D. Sousa），他撰写了有关破产法的那一章。

在此，我对丹佛大学法学院的研究助理们和全体工作团队成员表示衷心感谢，他们搜集资料，整理数据，研究观点来源和根据，奠定了本书结论的基础。以下学生研究助理的贡献尤为可贵：艾莉森·布莱姆伯格，安德鲁·布朗，乔治·柯蒂斯，安德鲁·弗罗哈特，丹妮阿米尔·马肯森，约书亚·米勒，加布里埃尔·奥利瓦雷斯，克丽斯塔·波契，约翰·波克，克莱尔·罗兰，杰·M. 西姆，特拉维斯·辛普森，丹尼尔·威德拉，艾丽森·鲁杰罗，查得·艾默斯和艾琳·卡罗尔。

此外，我还要对下列人士致以特别的谢忱：林德赛·帕林和克莱尔·罗兰，他们孜孜不倦做了大量的编辑工作；杰·M. 西姆，他精心编辑和做计算机排版工作；丹尼尔·威德拉，费尽心力汇总和更新本书数不清的稿本；约翰·霍恩，他起草了关于会计那一章的初稿和第6章中有关南海泡沫的内容；莱维·肯德尔，起草第12章“联储”；安德鲁·弗罗哈特，起草第18章“诉讼乱局”；简·迪默，她起草了第6章有关郁金香泡沫的那一部分，并协助整理附录；丹妮尔·哈根，整理附录和专业词汇表；约翰·波克，协助起草第6章关于郁金香泡沫的内容；特

拉维斯·辛普森，起草第 11 章“银行实务”；阿图尔·莫海金，起草了第 13 章“税收政策”。

尤其要感谢朱迪·特雷霍斯·斯韦林根，没有她的支持，本书不可能完成。

罗伯特·M. 哈达威

导 论

考虑到目前支撑房产需求的各种基本因素，我们认为，次级贷款市场的混乱，其影响应该是有限的……重要的是，我们没有看到次级贷款市场的问题广泛溢出到银行和储蓄贷款机构中去。

——美联储主席，本·伯南克^[1]（2007年5月17日）^①

（为避免因未能达到《社区再投资法》规定的贫困社区贷款配额要求而受到处罚，）贷款机构在执行贷款标准时不得不稍做宽松。

——全国金融公司（Countrywide Financia）^[2] 首席执行官^②

2007—2010年“美国房产大泡沫”破灭之后，对泡沫破灭进行解读的相关书籍如潮水般涌向市场。其所阐释的泡沫破灭原因，可谓面面俱到，从监管失灵和监管者的愚蠢，到市值计价的会计方法^③；从监管过滥^④，到监管不足^⑤；从房产评估师^⑥、审计师^⑦以及评级机构^⑧的利益冲

[1] 本·伯南克（Ben Bernanke，1953—），美国经济学家，2006年接替格林斯潘出任美联储主席。曾任联储理事，总统经济顾问委员会主席。

[2] 全国金融公司（Countrywide Financia），当年美国最大的次级住房抵押贷款服务公司之一，因陷入次贷危机濒临破产，于2008年7月被美国银行收购，这是美国次贷危机发展的一个标志性事件。

突，到傲慢自大的华尔街金融家^⑨攫取天价报酬的贪婪——正是这些家伙炮制出异型金融工具，意图规避资本金要求，以极高的杠杆水平进行投资。

从1940年到2007年，美国住宅价一路上涨，势不可当，形成了世界经济史上最大的资产泡沫。这一时期长达67年之久，尽管历经衰退和经济低迷，但是，美国住宅的平均价格还从来没有出现过连续两年停止上涨的情况。没完没了的泡沫扩张，掩盖了多少恶行。事实上，在泡沫膨胀时期，几乎每一个经济部门或经济成分，都因自己的不良行为而受到奖励。房主，尤其是最富有的房主，享受到政府慷慨大方的税收补贴，经常是一夜之间就发了大财。贷款人收取抵押贷款利息，源源不断，稳当可靠，几乎全无风险，而华尔街上的金融机构买入这些抵押贷款，然后将其“证券化”，从中赚得数以十亿美元计的费用，发给职员成百万美元的奖金。对冲基金和货币基金让投资者人人发财，靠的是以证券化抵押贷款充作高杠杆抵押品，并为此付给基金管理人成百万美元的酬劳。房地产经纪人以泡沫价格卖房，收取高额佣金，无所顾忌地将购房者推向掠夺式贷款机构。房地产评估师也轻轻松松地屈服于房地产经纪人的压力，将房产价值评估到购房者甘心支付的最高价位上（这些购房者拿到了低首付或无首付分期付款，手头正好十分宽裕），而上涨的房价很快就把评估价值抛在后面。最后但同样重要的是，政治家凭借房产泡沫的东风登上权力顶峰，这是他们鼓吹扩大住宅所有权^⑩——甚至扩大到无力承担者头上——的民粹主义政策所获得的奖赏。（见表 I.1）

然而，一旦泡沫破灭（正如人类历史上所有的泡沫一样），突然之间，所有的恶行邪德，立即暴露无遗，人人相互攻讦，指责别人是造成泡沫破灭、引来大难的罪魁祸首，唯独自己除外。

表 I.1 美国住宅中位价格

1940	\$ 2, 938
1950	\$ 7, 354
1960	\$ 11, 900
1970	\$ 17, 000
1980	\$ 47, 200
1990	\$ 79, 100
2000	\$ 119, 600
2008	\$ 260, 200

来源：美国人口调查局，<http://www.census.gov>。

常言道，“成功有上千个父亲，而失败只是孤儿”^①。房产泡沫破灭造成的损失高达数万亿美元，包括2008年次贷市场崩溃时超过2500亿美元的“资产减记”^②，所以毫不奇怪，几乎所有的经济部门，只要与房地产行业哪怕只有一丁点的瓜葛，都在指责其他各个部门应为房产的崩溃负责，就是不包括自己。各种批评指责满天飞舞，自然，房产的崩溃引致法律诉讼案的空前爆发，律师们的竞技运动会开幕了，他们代表那些自认为是房产崩溃的受害者，看上去，所有的人都是受害者。

随着房价下跌，许多房主陷入“倒挂”的困境（即欠款数额超过了住宅所值），贷款机构提出止赎诉讼，特别是针对次级贷款市场上的违约，这个市场的规模在2006年达到5000亿美元以上，或者说，超过全部住房抵押贷款的四分之一。^③止赎诉讼案件（大多为次级贷款止赎案），仅在2007年内就增加了75%^④，前两个季度超过了32万件^⑤，但是，以往法律关系明确的止赎案件，现在变成噩梦般的一团乱麻：住房抵押贷款“证券化”了。^⑥贷款发放者将抵押贷款“卖”给其他金融实体，后者又将这些贷款“掰开揉碎”，做成证券，作为投资工具，在世界各地发售。^⑦法院费尽心力，根据含混不清的法律条文，在贷款发放人、贷款购买人、证券投资者（如果有的话）当中，确定谁有法律上的权利主张止