

THE HOUSING

BOOM

AND

BUST

房地产^的
繁荣与萧条

[美] 托马斯·索维尔 著
(Thomas Sowell)
吴溪 译

THE HOUSING **BOOM** AND BUST
Revised Edition

美国人人必读的房地产泡沫入门书
已有的事，后必再有；已行的事，后必再行。日光之下，并无新事。



F299.712.335
20101

阅 览

THE HOUSING

BOOM

AND

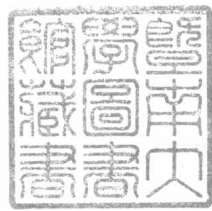
房地产^的
繁荣与萧条

BUST

THE HOUSING BOOM AND BUST

Revised Edition

[美] 托马斯·索维尔 著 吴溪 译
(Thomas Sowell)



图书在版编目 (CIP) 数据

房地产的繁荣与萧条 / (美) 索维尔 (Sowell, T.) 著 ; 吴溪译 . —北京 : 机械工业出版社 , 2013.11

书名原文 : The Housing Boom and Bust

ISBN 978-7-111-44516-6

I. 房… II. ①索… ②吴… III. 房地产市场—研究—美国 IV. F299.712.335

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2013) 第 251190 号

版权所有 · 侵权必究

封底无防伪标均为盗版

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 : 01-2012-2423

Thomas Sowell. The Housing Boom and Bust, Revised Edition.

Copyright © 2009 by Thomas Sowell.

Simplified Chinese Translation Copyright © 2013 by China Machine Press.

Simplified Chinese translation rights arranged with Thomas Sowell through Bardon-Chinese Media Agency.

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 Thomas Sowell 通过 Bardon-Chinese Media Agency 授权机械工业出版社在中华人民共和国境内 (不包括中国香港、澳门特别行政区及中国台湾地区) 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

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 : 左 萌 版式设计 : 刘永青

北京瑞德印刷有限公司印刷

2013 年 11 月第 1 版第 1 次印刷

170mm × 242mm · 12.75 印张

标准书号 : ISBN 978-7-111-44516-6

定 价 : 39.00 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

投稿热线 : (010) 88379007

购书热线 : (010) 68326294 88379649 68995259

读者信箱 : hzjg@hzbook.com

两位《纽约时报》的金融作家如此总结当前房地产市场以及整体经济的状态：

房地产，一贯引领经济走出衰退的引擎，这一次却一反常态，似乎越来越可能成为经济的绊脚石。房地产市场从本世纪初盛大的绽放已然转入壮观的溃败，而其影响将可能会持续数年才得以消退。

我们如何陷入如此尴尬的境地，以及华盛顿当前的作为是否会让事情转好或变坏，这些，便是本书阐述的主题。

多数书籍的再版都是对第1版的零星修正，本书则不然。有鉴于第1版中的分析、推论异常精准，这一次的再版主要便是更新经济态势，引入自首版以来获取的新实证，并分析两党政客颁布的混淆视听的新政策。或许，相对于“修订版”而言，将此版叫做“加强版”更为合适。

任何灾难——经济领域的或其他方面的，余波中

不可避免的互相谴责、推诿已经滋生出许多政治性的修辞和政治性的导向宣传，其中许多反反复复见诸媒体，并有一部分现身学术界。因此，要想穿越政治迷雾，理解究竟是什么将我们带到了何处，关键在于将事实与辞藻剥离。否则，我们的研究工作将难免成为无益的延伸，甚至是重复。

这个问题究竟有多复杂？房地产繁荣与衰退的经济学原理简单而直白。但它的政治学原理却充斥着许许多多误导性的修辞，不过这些完全能够借助事实逐个击破——我们剖析的事实越多，我们能够清除掉的浮华辞藻也越多，犹如日出扫除阴霾。有时，我们会被深入辨析后看到的事实所震惊，但是，至少，我们不再被政治蛊惑所困扰。

伟大的大法官奥利弗·温德尔·霍姆斯（Oliver Wendell Holmes）一语击破那些为懈于思考而做出的种种借口，他指出，“要思考事物的本质而不是浮于其上的修辞。”本书将直击事实，致力于切断包括在其外的虚妄辞藻。

托马斯·索维尔

胡佛研究院

斯坦福大学

惊骇的标题、更惊骇的统计数据演绎着这场数十年罕见，当然也是大多数美国人在有生之年所未见的金融危机的故事。不仅如此，这还是一场世界性的金融危机。大西洋两岸无数的金融机构，因为所购入的基于美国房地产的证券价值被严重侵蚀甚至人间蒸发，或仅仅是侥幸得到政府的资金援助而幸存。

这场金融灾难源自于政治修辞的泛滥，却同时滋生了方方面面的相互责难和推诿。究竟谁是真正的责任人？究竟是什么引发了灾难？

在这场灾难中，并不存在明确触发灾难的任何标志性的信号或是戏剧性的事件，一如刺杀费迪南大公的系列事件导致的第一次世界大战，或是政治特工在水门饭店的当场被捕导致尼克松总统的辞职等。许多人，在许多地方，历经多年一系列值得商榷的决策，累积起导致

房地产市场轰然倒塌的压力，而金融机构，则由于投资基于房价的各类证券继而倒塌，犹如多米诺骨牌一般。

本书以揭开这场金融灾难的神秘面纱为己任。也力图去辨认各种应对灾难的作为究竟是雪中送炭，还是落井下石。

托马斯·索维尔

胡佛研究院

斯坦福大学

就像我的其他著作一样，本书的出版仍然离不开我的两位得力研究助手的倾心工作，她们是刘娜（Na Liu）和伊丽莎白·科斯塔（Elizabeth Costa）。除了在浩如烟海的各类资讯中深挖出有价值的研究资料外，科斯塔女士还肩负着本书的编辑及资料核查工作，而刘娜女士则不胜其烦地帮我将那些古老的 WordPerfect 5.1 版本的文字处理文件转换成了更加复杂的 Quark 文件，便于本书的直接打印。十分感谢两位的帮助！同时，感谢胡佛研究院，没有它的慷慨支持和协助，我们的一切研究都将无从谈起。当然，也要感谢卡图研究院的高级研究员杰拉德 P. 奥德里斯科尔（Gerald P. O’riscoll）教授，他对于本书草稿的指正，为我，最终也为读者澄清了许多困惑。与来自美国企业研究所（American Enterprise institute）的学者彼得 J. 沃利森（Peter J. Wallison）、亚历克斯 J. 波洛克（Alex J. Pollock）的交流，以及与来自

纽约大学的劳伦斯 J. 怀特 (Lawrence J. White) 教授的沟通, 也为我澄清了诸多有关证券评级机构, 以及证券交易委员会对于证券评级机构的管理法规的历史谜团, 而胡佛研究院的彼得·史威泽 (Peter Schweizer) 则为我扫清了许多联邦法规的困扰。本书中的任何错误仅与本人有关, 也仅由本人负责。

修订版序

第1版序

致 谢

第 1 章 房地产繁荣的经济学原理 // 1

在房地产的繁荣时期，人们一致认为抵押贷款“保守”“稳当”“万无一失”。接着，“狂热”一词被更多地采用，再后来，繁荣演变成为泡沫，“失控”贴切地描述出房地产的状态。

第 2 章 房地产繁荣的政治学原理 // 29

政治家明明知道有些事情很疯狂，却并不去阻止它。

第 3 章 房地产的萧条 // 59

最为讽刺的是，那些发起这场经济危机的人，正是缔造这场危机的主要受益者。

第4章 房地产的繁荣神话与潜藏危机 // 101

国家不能凭借法律来强制推行慈善。

第5章 房地产的过去与未来 // 143

很清楚，这无疑是一次资本主义的监管危机，但首当其冲的问题是，究竟是资本主义还是监管应该承担最主要的责任。

参考文献^①

① 请参见华章网站<http://www.hzbook.com>。

房地产繁荣的经济学原理

在房地产的繁荣时期，人们一致认为抵押贷款“保守”“稳当”“万无一失”。接着，“狂热”一词被更多地采用，再后来，繁荣演变成为泡沫，“失控”贴切地描述出房地产的状态。

——马克·赞迪 (Mark Zandi)

没有几个房地产市场经历过 21 世纪初的大起大落，仿佛一夜间一飞冲天，接着又一夜间跌落地狱。自 2000 ~ 2005 年，美国独栋住宅的平均售价涨幅超过 50%，从每幢 143 600 美元上涨至 219 600 美元。某些区域，涨幅甚至更大，例如，纽约均价上涨 79%，洛杉矶上涨 110%，圣地亚哥上涨 127%。加利福尼亚州沿海岸地段，涨幅尤其突出，当然，之后也同样跌幅超前。

那么，究竟是什么导致了房地产的繁荣与萧条呢？

造成房地产危机的原因当然不那么简单和单一，各种责难甚嚣尘上，尤其是在华盛顿两党的政客之间，不难想象，他们一直有多么努力地寻找华盛顿之外的恶棍。在房地产的繁荣时期，也不乏来自华盛顿和华尔街的清醒警钟，指出房地产业的种种危险行径。然而，在房地产神话大行其道之时，所有的警告自然都被当成了耳边风，对于明智的购买或是持有物业的增值所获取利益的“虔诚”分析更加悦人耳目。

在深入剖析某种主要社会现象的成因时，我们往往发现，其成因来源于各个维度，各个领域。就像房地产繁荣与萧条的成因一样，既有人性的优劣特性，也有来自美国联邦储备系统（下文简称美联储）各项利率政策的具体影响，更有房利美或房地美对抵押贷款资格标准的规定与调整。房地产市场深受利率及信用资格规定的影响，但是，毫无疑问，房地产繁荣与萧条的幕后推手绝不仅只于此。

在史无前例的房地产市场大崩盘前，房地产价格史无前例的涨幅就全美来说并不均衡，而是高度集中在相对较少的几个区域。房地产的区域走势和全美国走势的不同导致政府政策的失效。在揪出房地产衰落的罪魁祸首之前，我们需要理解这两种不同的价格走势，以及它们各自产生的影响，不仅仅是对美国国内的影响，还包括国际影响。

角色名单

为了更容易理解房地产兴衰传奇的故事情节，我们不妨先留出一点时间，将房地产市场这幕剧中的各个主要角色一一加以介绍。虽然对于个别的房地产购买者来说，他可能只需要与个别银行打交道：银行提供购买房地产的资金，购买者以所购买房屋为抵押物，并按月支付贷款，但是，在这个别的银行背后，是各种各样的机构，这些机构的行为将影响和控制着房地产的走势。

在各个政府管理机构中，规范各家银行职能的机构是美联储，它同样有权调整银行利率和货币供应量。除了利率水平对于房屋抵押贷款市场的重要性之外，美联储自身也是房地产市场的主要玩家之一，尽管房地产市场仅只是其影响范围内的市场之一而已。

房利美和房地美是两家由政府创建，却属于私人拥有的盈利性企业，它们的主要业务就是从银行购买抵押权。通过销售抵押权，银行将从这些为期30年的抵押贷款中套现，而不必花费30年的时间等待房屋购买者按月支付欠款。在将抵押权出售给房地美、房利美或是其他金融机构之后，银行回笼资金，得以再次放贷，再度获利。

以2004年为例，超过2/3的抵押贷款被转售给其他金融机构，包括房利美和房地美。在全美全部由原始债权人转售的抵押贷款中，由政府资助的房利美和房地美两家公司买走了超过1/3。为了达到售卖给房利美和房地美的资格，银行必须遵循这两家抵押市场巨头规定的各项要求和标准，当然，这些要求和标准银行转手便转嫁给了申请贷款的购房人。然而，大规模销售抵押贷款的一

个后果便是，原始放款人不再有动机去认真审查贷款人的金融资质。

美国住房及城市发展部（HUD）是房地产市场的另一大主角。它拥有监管房利美和房地美的权利，因此，它不仅直接影响抵押贷款的实践，还间接地影响到银行和房屋购买者。

房地产市场的另一个重要角色，也是近年来涌现出来的新玩家，来自华尔街的各个金融公司，它们购买抵押权，然后将抵押权打包，并根据对按月还款收益的评估发行债券。最后，将这些债券销售给全国乃至全球的投资者。

所有这些以及其他影响房地产市场的机构之间均有着极大的差异，它们也对各自身后不同的“赞助商”负责。美国住房及发展部属于内阁级的机构，它直接向华盛顿的权力部门汇报。相比较而言，尽管美联储同样属于政府机构，但其不仅由董事会管理，而且董事会的成员来自不同的管理部门，因此相对来说美联储更好地独立于某个个别的管理部门之外。

房利美和房地美需要对它们的股东负责，在这一点上与华尔街的公司相差无二。但是，除此之外，鉴于房利美和房地美还属于“政府资助型企业”，即由政府创建，因此，政府理所当然地更多介入到它们的业务策略当中。更为重要的是，政府的介入还同时引导着其他金融机构以比其他纯私有化更低的借款利率将资金信贷给这两家杂交型的机构，理由是不言而喻的：一旦危机爆发，政府绝不会允许房利美和房地美破产。

在这个从来没有明文界定，却被广泛认同的联邦担保的潜台词下，投资者踊跃购买着这两家政府资助型企业发行的债券。因此，当房利美和房地美为追逐更大的利益而甘冒更大的风险时，市场

仍然继续购买它们的债券，因为联邦国库似乎一定会弥补冒险有可能造成的任何窟窿。《华尔街日报》一言蔽之，“它们的收益体现的是私有化，而风险则表现为社会化。”

上述一切说明，在各种迥然相异的机构都能够对房地产市场产生重大影响的情况下，我们没有必然的理由期待各个机构能够协调统一各自的行为，而因此制定出符合市场需求的各项政策。每个机构都有着自己的利益驱动、自己的进度表，以及自己背后的赞助者。

还有其他各种各样的组织也在房地产市场中扮演着自己的角色，其中包括不时客串出场的美国司法部，见第4章所述。暂时，我们就只考虑以上提及的各个主要角色吧。

房地产的成本

房地产在很多方面都有其独特性。对于大多数房地产的拥有者来说，该项房产就是他们拥有的最大金融资产，同时，也是他们最大的金融负债。人口财产调查数据显示，房屋净价值——房屋高于或低于它所承担的抵押贷款的价值——无疑是家庭各项资产中最大的单体资产，约占家庭总净资产的42%。与此同时，美联储的某项调查显示，抵押贷款负债占房产产权人总负债的比例高达82%。

不论是购买还是租赁，每个月的居住成本通常也是人们日常生活预算清单上最庞大的单项支出。在某些房产价格特别高昂的地区，例如加利福尼亚州沿海岸一带，月租金或是月还贷都已几乎占据了普通老百姓的半数收入。加利福尼亚州小镇萨利纳斯的情况更是极端，在这里，一幢普通住宅的贷款月供几乎占到一位普

通购买者实际收入的 60%。不用说，这自然严重地制约了购买者所剩无几的收入所能够支撑的生活水平。

利率

房地产的另一个独特性是，它很少能够当场以现金来购买和支付。正是由于房屋通常通过贷款购买，因此，贷款的利率便至关重要。利率不仅随着时间的推移而变化，同时也因人而异，此外，它还与经济环境紧密相连。除了一些影响区域房地产价格的因素外，某些同质的因素将在全国范围内发生作用。美联储将制定全国统一的基准贷款利率，并以该利率贷款给自己的借贷者，这些借贷者再进一步将资金贷给普通大众，包括房屋的最终购买者。

1973 年的时候，30 年连续抵押贷款的利率是 8%，1981 年时为 18%，而 2005 年时为 6%。在任何时间点上，利率都是因人而异的，具体的数字将取决于具体的金融形势和个人的资信记录。资信评级低于一般水平的个人很可能无法享受到基准利率的贷款，但有可能获得“次级”贷款，即银行收取较高的贷款利率，以平衡低收入人群或资信问题人群的较高贷款风险。

总的来说，不仅资信较差的人群获取贷款的利率较高，那些支付月供不及时、有缺陷或是干脆放弃过抵押品赎回权的人群也将被收取更高的利率，因为这意味着市场可以精确界定风险的存在。所有这些都表明，购买特定的房屋的成本将因时而异，因人而异，因各种“创新”的——当然也是高风险的——想方设法让月供可支付的方式而异，尤其是在高房价的市场环境下。

利率一个百分点或两个百分点的不同将引起购房成本的显著波