

# 债居时代

房贷  
如何影响  
经济

HOUSE OF  
DEBT

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

Atif Mian Amir Sufi

[美] 阿蒂夫·迈恩 [美] 阿米尔·苏非 著  
何志强 邢增艺 译

# 债居时代

## ——房贷如何影响经济

[美]阿蒂夫·迈恩 [美]阿米尔·苏非 著

何志强 邢增艺 译

中信出版集团

# 目录

[“比较译丛”序](#)

[第1章 波西米亚丑闻](#)

[凶杀悬疑小说？](#)

[国际证据](#)

[其他观点](#)

[大蓝图](#)

[第一篇 大毁坏](#)

[第2章 债务与毁灭](#)

[严峻的债务](#)

[大衰退期间的债务与财富不平等](#)

[穷人是如何变得更穷的](#)

[净值损失的地理分布](#)

[止赎与大甩卖](#)

[债务：反保险](#)

[第3章 减少支出](#)

[消费驱动式衰退](#)

[哪些地方的支出下降了](#)

[与债务有何关系？](#)

[超越财富效应](#)

[对证据的总结](#)

[第4章 杠杆化损失：理论](#)

[基本面与罗宾逊·克鲁索](#)

[杠杆化损失框架](#)

[经济体如何反应？](#)

[摩擦](#)

[无一幸免](#)

[重新配置？](#)

[第5章 对失业的解释](#)

[量化失去的工作岗位](#)

[摩擦，摩擦](#)

[为什么会失业？](#)

[杠杆化损失：小结](#)

[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？](#)

[动物精神？](#)

[原因、结果及住房供给弹性](#)

[房产所有者的反应](#)

[搭泡沫的便车](#)

## [第7章 灾难的传输渠道](#)

### [储蓄过度](#)

### [资产证券化](#)

### [制造安全的债务](#)

### [愚人链](#)

### [不可避免的崩溃](#)

## [第8章 债务与泡沫](#)

### [泡沫的科学](#)

### [什么是泡沫？](#)

### [为什么债务可以助推泡沫？](#)

### [为什么贷款导致了泡沫？](#)

## [第三篇 阻止恶性循环](#)

## [第9章 救银行，救经济？](#)

### [挽救银行](#)

### [最后贷款人](#)

### [恢复信贷流动](#)

### [是银行贷款渠道导致了大萧条吗？](#)

### [银行借贷观的影响力](#)

## [第10章 债务减免](#)

### [干预的经济学原理](#)

### [宏观经济失灵](#)

[历史教训](#)

[特别措施](#)

[道德风险](#)

[第11章 货币与财政政策](#)

[通货膨胀的魔术按钮？](#)

[利率渠道](#)

[通货膨胀预期](#)

[财政政策是可行的选择吗？](#)

[政治瘫痪](#)

[第12章 责任分担](#)

[风险分担原则](#)

[责任分担式住房抵押贷款](#)

[量化分析责任分担式住房抵押贷款的收益](#)

[阻止工作岗位丢失](#)

[其他收益](#)

[为什么我们对责任分担式住房抵押贷款无动于衷？](#)

[债务是如此便宜！](#)

[更广泛地分担风险](#)

[为我们服务的金融体系](#)

[致谢](#)

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

## “比较译丛”序

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”引介了数十种译著，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。这种对比自然地引发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”<sup>[1]</sup>。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。

銭穀一

2015年7月5日

[1] Dani Rodrik, “When Ideas Trump Interests: Preferences, Worldviews, and Policy Innovations,” NBER Working Paper 19631, 2003.

## 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15 000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3 000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1 430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2万个工作岗位。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所确定的最低家庭收入标准。<sup>[1]</sup>

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。<sup>[2]</sup>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1.7万美元。<sup>[3]</sup>深层次的人力成本影响更为严重，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。<sup>[4]</sup>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”。<sup>[5]</sup>

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”。<sup>[6]</sup>

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。”<sup>[7]</sup>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。

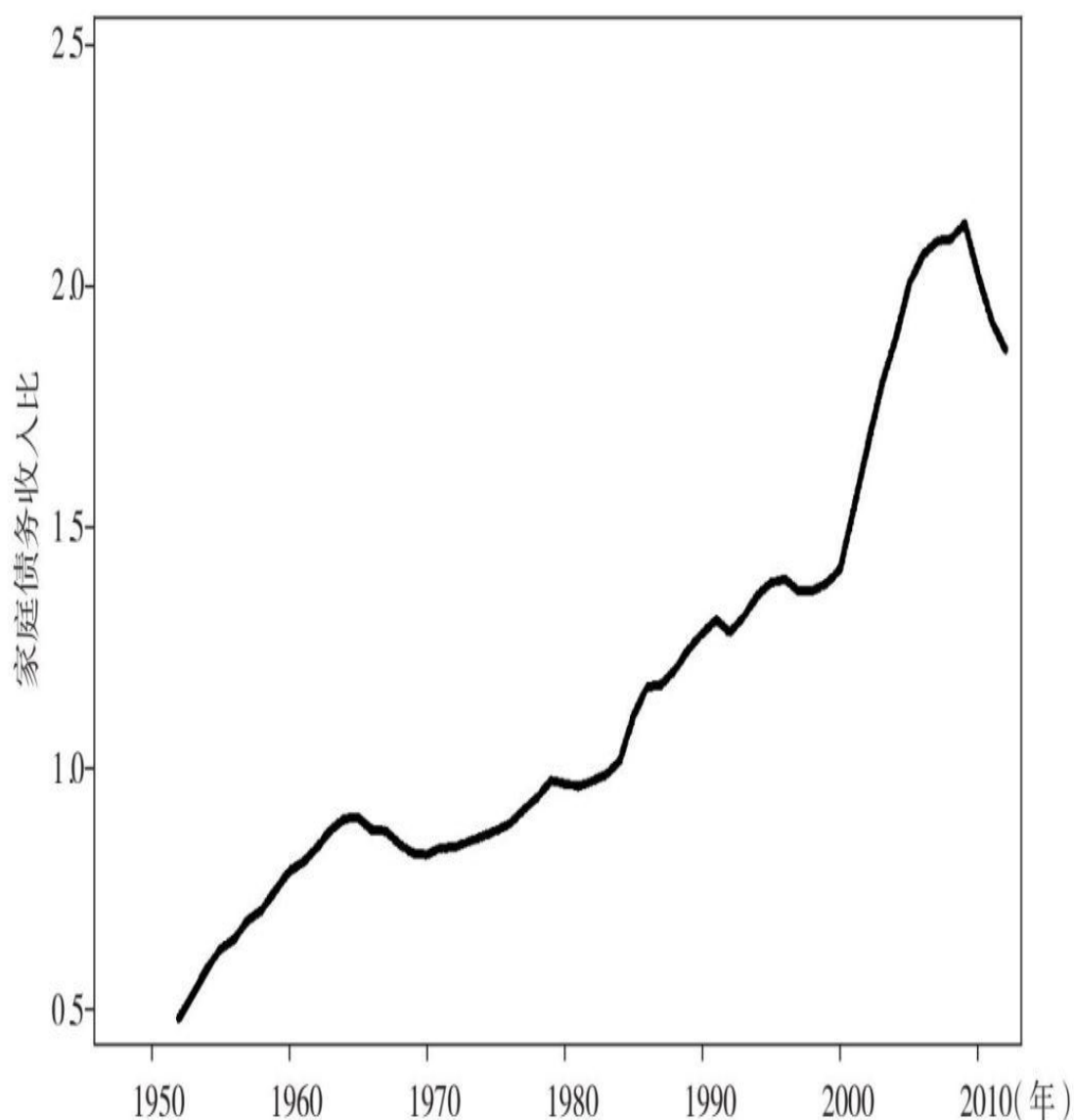


图1.1 1950—2010年美国家庭债务收入比

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。[\[8\]](#)1920年至1929年，用于购买汽车、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在1920年至1929年增长了两倍。<sup>[9]</sup>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”。<sup>[10]</sup>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。<sup>[11]</sup>在大萧条的前10年，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”。<sup>[12]</sup>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。”<sup>[13]</sup>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年的7.1%下降到1922—1929年的4.4%。

因此我们观察到一个现象，那就是在大衰退和大萧条之前，家庭债务都出现了大规模增长。与此同时，还有另一个引人注目的共同现象：二者都始于家庭支出莫名其妙的大幅下降。摩纳哥房车有限公司的工人们对此感受颇深，他们被解雇的主要原因就是2007年和2008年家用汽车购买出现大幅下滑。这种情况非常普遍，在大衰退早期，也即在2008年9月金融危机最严重之前，汽车、家具和家电类耐用消费品的购买量就出现直线下降。与2007年相比，2008年1—8月，也即在大衰退或金融危机最严重之前，汽车的销售量下降了近10%。



大萧条开始时也出现了居民支出大幅下降的情况，经济史学家彼得·特明认为：“大萧条之所以如此严重，就在于自主支出出现大幅持续下降。”他还进一步谈到，1930年的消费下降“真的是自发的”，且下降幅度很大，很难用收入下降和价格来解释。就像大萧条一样，支出下降引发了此次大衰退，下降幅度也是出奇的大。<sup>[14]</sup>

## 国际证据

在经济灾难爆发前，家庭债务大幅攀升、居民支出大幅下降这种情况并非美国所独有，证据显示这种关系在国际上也很常见。从国际上看，我们注意到另外一些情况：债务增加越多，消费下降就越厉害。2010年，鲁文·格利克和凯文·兰辛对经合组织（OECD）16个成员国在大衰退期间的情况所做的研究显示，1997—2007年，家庭债务增加最多的国家恰好就是那些在2008—2009年居民支出下降最大的国家。<sup>[15]</sup>他们还发现在经济下滑前家庭债务增长与大衰退期间的消费减少存在强烈的相关性。他们指出，爱尔兰和丹麦消费下降幅度很大，同时这两个国家在21世纪的前几年家庭债务大幅增加。就像美国在2000—2007年家庭债务显著增加一样，爱尔兰、丹麦、挪威、英国、西班牙、葡萄牙和荷兰的家庭债务甚至增加得更多，然而也像美国家庭支出剧烈下降一样，这六个国家中有五个国家的家庭支出下降幅度比美国大（一个例外是葡萄牙）。

国际货币基金组织的研究人员在一项研究中将格利克和兰辛的样本扩大到36个国家，引入了很多东欧和亚洲国家，将重点集中到2010年的数据上。<sup>[16]</sup>他们的研究结果证实，在衰退期间家庭债务增长是预测家庭支出下降的最好指标之一。这些研究得出的基本观点非常简单：如果你在大衰退之前就知道一个国家的家庭债务增加了多少，那么你也就能够准确地预测在大衰退期间哪个国家的居民支出下降最严重。



但是，家庭债务和衰退严重程度之间的关系是大衰退期间独有的特征吗？早在大衰退前的1994年，最近一任英格兰银行行长墨文·金曾在欧洲经济学会发表了题为《债务紧缩：理论与证据》的主席致辞，在摘要的第一行，他就指出：“20世纪90年代早期，那些衰退最为严重的国家也是前期私人债务负担增加最多的国家。”<sup>[17]</sup>在致辞中，他还提供证据说明一国在1984—1998年家庭债务增长与1989—1992年该国经济增长下降之间的关系。这里的分析与格利克和兰辛及国际货币基金组织研究人员20年后所做的分析类似。尽管所面对的是完全不同的衰退，却发现了完全相同的关系：家庭债务负担增加最多的国家，特别是瑞典和英国，在衰退期间经历的经济增长下滑也最严重。

我们可以研究另外一些经济下滑情况，也即卡门·莱因哈特和肯尼斯·罗高夫所称的发达国家战后“五大”银行业危机：1977年的西班牙、1987年的挪威、1991年的芬兰和瑞典以及1992年的日本。<sup>[18]</sup>这些经济衰退都由资产价格崩溃所引发，导致银行业大规模损失，而且所有这些经济都陷入深度衰退且恢复都十分缓慢。莱因哈特和罗高夫表示，在所有这五起经济衰退之前，所在国都出现了房地产价格大幅上涨和大规模经常账户赤字（该国作为整体向国外借贷的数量）。

但是莱因哈特和罗高夫并没有特别强调银行业危机出现之前的家庭债务情况。为了考察家庭债务情况，莫里茨·舒拉利克和艾伦·泰勒整理出了一个很好的数据库，涵盖了除芬兰以外的其他国家的危机。在这四个经济体中，在莱因哈特和罗高夫所强调的银行业危机爆发之前，都出现了私人债务负担大幅攀升的情况（这里的私人债务，是指家庭和非金融企业债务，不是政府或银行的债务）。从一定意义上看，这些银行业危机也是一种私人债务危机——在这些危机发生前都出现了私人债务大幅增加的情况，与美国出现的大衰退和大萧条类

似。因此，银行业危机与家庭债务大幅增加密切相关，二者的结合助推了金融危机的爆发，莱因哈特和罗高夫所做的开创性研究表明它们与最严重的经济衰退紧密相连。<sup>[19]</sup>尽管银行业危机可能是更容易引起人们关注的严重事件，但我们也必须关注银行业危机发生前的家庭债务增加情况。

在金融危机中哪个方面的因素决定了经济衰退的严重程度？是私人债务负担增加还是银行业危机？奥斯卡·约尔达、莫里茨·舒拉利克和艾伦·泰勒的研究给出了这个问题的答案，<sup>[20]</sup>他们考察了14个发达国家在1870—2008年所发生的200多次经济衰退，在研究开始时他们确认了莱因哈特和罗高夫提出的基本模式：银行业危机导致的经济衰退比普通的经济衰退要严重得多。但约尔达、舒拉利克和泰勒也发现，相比于其他衰退，银行业危机型衰退发生前的私人债务增加要大得多。实际上，在银行业危机型衰退发生前，债务扩大了五倍。此外，私人债务水平低时的银行业危机型衰退与普通的衰退相似。因此，如果债务水平没有上升，银行业危机型衰退将比较普通。他们也表明带有高私人债务的普通衰退将比其他普通衰退更加严重。换言之，即便没有银行业危机，私人债务水平的上升也将加剧衰退。不过，他们也指出最严重的衰退既包括高的私人债务水平，也包括银行业危机。<sup>[21]</sup>约尔达、舒拉利克和泰勒从分析其庞大的衰退样本中得出了一个直接的结论：

据我们所知，我们首次证明在发达国家一个多世纪的现代经济史中，经济扩张时期的信贷增加与此后出现的经济衰退程度之间存在紧密的相关性。我们证实金融危机的经济代价可能有所差异，主要取决于危机之前的信用扩张阶段所形成的债务杠杆。<sup>[22]</sup>

总之，国际上的证据及美国的证据都表明一种模式：经济灾难爆发前几乎都出现了家庭债务的大幅增加。实际上，这种相关性非常显著，接近于宏观经济学中的经验法则。而且，家庭债务的大幅增加、经济灾难的爆发似乎与支出崩溃相关。

因此，证据初步显示家庭债务、支出和严重的经济衰退间存在关联，但三者间的确切关系并不十分清楚。这就需要考虑其他解释，而很多睿智的、令人尊敬的经济学家们的确关注到了其他方面。他们认为家庭债务仅仅是一个侧面，要用它来解释严重的经济衰退问题，没有那么大的说服力。

## 其他观点

那些对家庭债务重要性持怀疑态度的经济学家一般都有一些其他观点，或许最常见的就是基本面观点。根据这种观点，严重的经济衰退主要是由于经济体受到一些基本面冲击而造成的：自然灾害、政变或者对未来增长预期的改变。

但是我们上面讨论的大多数严重经济衰退，在发生之前并未发生明显的自然灾害或政治动荡。因此，基本面观点通常将衰退归因于经济增长预期的变化，衰退发生前的债务增加仅反映了人们对收入或生产率增长的乐观预期，或许人们相信将出现某些技术促进生活福利发生巨大改善。当这些高期望没能实现时，就会导致严重的经济衰退。人们不再相信技术会进步或者收入将改善，因此将会减少支出。按照基本面观点，在经济衰退前债务仍会增加，但这种关系是伪相关的，并未显示出因果关系。

另一种解释是动物精神观点，其中经济的波动主要受非理性的或不稳定的信念所影响，除了信念不是任何理性过程处理的结果外，这

种观点实际上与基本面观点比较相似。例如，大衰退前的房地产繁荣，人们可能非理性地认为房价将永远上涨。然而不稳定的人类特性导致人们对其信念做出巨大调整，变得悲观，进而减少支出。由于预期的自我实现，将出现房价崩溃，经济陷入失控状态。人们开始担心经济下滑，而他们的恐惧使经济下滑不可避免。在这种观点里，家庭债务也与经济衰退无关。在基本面观点和动物精神观点中，都可以感觉到一种强烈的宿命论：经济活动的大幅下滑要么不可预测，要么不可避免，我们仅需要简单地将它作为经济发展过程中的自然部分加以接受。

人们常常提出的第三种观点就是银行业观点，认为经济面临的中心问题就是极为脆弱的金融行业导致信贷流动出现停滞。根据这种观点，债务增加并不是一个问题，问题在于我们阻止了债务的流动。如果我们可以使银行向家庭和企业发放贷款，那么经济将不会出现任何问题。如果我们拯救了银行，我们就可以拯救经济，一切都将重回常态。

在大衰退期间，银行业观点得到了政策制定者们的大力支持。2008年9月24日，小布什总统在其标志性讲话中对此表现出极大的热情，列出了政府部门的响应措施。<sup>[23]</sup>正如他所言，“在房价下跌期间，与住房抵押贷款相关的金融资产价值下跌较多，持有这些资产的银行限制发放贷款。由此造成的结果就是，我们整个经济处于危险境地……因此我建议联邦政府降低这些问题资产所带来的风险，提供所必需的资金，这样一来，银行和其他金融机构就能够避免崩溃，重新恢复贷款……这些救助措施……目标是为了保护美国整体经济。”他认为，如果我们救助了银行，就能够帮助“创造工作岗位”，因此“也就可以帮助我们的经济实现增长”。所谓的过度债务之类的事情并不存在，相反，我们应该鼓励银行发放更多贷款。

\* \* \*

我们能够解决乃至阻止经济大灾难发生的唯一办法就是理解引发灾难的原因。在大衰退期间，人们在经济危机发生原因上的分歧使政策制定者们全力处理经济乱局的行动黯然失色。我们必须搞清楚家庭债务与严重的经济衰退之间是否存在某种联系或上述其他观点是否正确。检验的最佳途径就是借助科学方法：仔细分析数据，然后检验哪一种理论是有效的。这也是本书的目的。

为了弄清楚家庭债务是如何影响经济的，我们将目标聚焦到大衰退时期的美国。要感谢目前可用数据的大幅增加及计算能力的提高，这使我们比生活在经济衰退之前的经济学家有更大的优势。我们现在有丰富的微观经济结果方面的数据，包括借款、支出、房价和违约情况。所有这些数据都可以借助美国邮政编码系统来获得，甚至一些个人层面的数据也都可以获得。这就使我们可以研究谁的债务更多一些，谁减少了支出以及谁失去了工作。

## 大蓝图

综上所述，我们认为债务是危险的。如果这种论断是正确的，而且家庭债务的确引发了经济大衰退，那么我们就必须从根本上反思金融体系。金融市场存在的主要目的就是帮助经济体中的人们分散风险。金融体系提供很多降低风险的产品：人寿保险、股票投资组合或者主要指数的卖出期权。居民家庭需要一种免受不可知事件影响的安全感。

如果一个金融体系的繁荣发展靠的是向家庭大量发行债务，那么它就做了我们不想让它做的事情——它将风险完全集中在债务人身上。我们希望金融体系帮助我们免受房价下跌冲击的影响，但恰恰相

反，正如我们将展示的那样，它将损失完全集中到了房产所有者身上。金融体系实际上伤害了我们，而不是帮助我们。例如，对负担住房抵押贷款的房产所有者来说，我们将论证为什么房屋资产比银行持有的住房抵押贷款的风险要高得多，而只有当房价崩溃时房产所有者才会意识到这个问题。

但并非所有的都是坏消息。如果我们认为过度依赖债务是相关问题的始作俑者，那么这个问题就存在弥补的可能。我们将经济严重衰退和大量失业视作商业周期不可避免的组成部分，我们能够决定自己的经济命运。我们希望本书可以提供一个知识框架，以事实作为支撑，帮助我们应对未来的衰退，甚至阻止它们发生。我们也知道这是一个雄心勃勃的目标，但我们必须这么做。我们坚信衰退并非不可避免，它们不是我们必须接受的神秘自然现象。相反，衰退是金融体系的产物，它产生了过多的家庭债务。经济灾难是人为的，正确的分析框架有助于我们理解如何防止它们再次发生。

[1] 北印第安纳的相关信息，包括直接引用的，来源如下：Jim Meenan, “1400 Monaco Jobs Lost,” *South Bend Tribune*, July 18, 2008; James Kelleher, “Economy Slams Brakes on Winnebago,” *Global and Mail* (Canada), July 22, 2008; Jim Meenan, “Monaco Says State Requirements Met,” *South Bend Tribune*, August 9, 2008; Tony Pugh, “Is RV Capital of America on the Road to Ruin?,” *Knight Ridder Washington Bureau*, December 19, 2008; Andrea Holecek, “Notices of Closings or Layoffs Tell Sad Story in Indiana,” *Times* (Munster, IN), August 11, 2008; “Corporate Fact Sheet,” Monaco Coach Corporation, [http://media.corporate-ir.net/media\\_files/IROL/67/67897/Monaco\\_factsheet10.11.06.pdf](http://media.corporate-ir.net/media_files/IROL/67/67897/Monaco_factsheet10.11.06.pdf); Joseph Dits, “Agency Leaders Digest the News,” *South Bend Tribune*, July 18, 2008。

[2] 止赎是指因借款人无法按期偿还抵押住房贷款，住房被贷款机构强行收回的法律行为。——译者注

[3] 止赎数据来自 CoreLogic Press Release, “CoreLogic Reports 61000 Completed Foreclosures in January,” February 28, 2013, <http://www.corelogic.com/about-us/news/corelogic-reports-61000-completed-foreclosures-in-january.aspx>。收入减少数据是根据NIPA数据对GDP长期增长趋势的一个线性预测。

[4] Timothy Classen and Richard A. Dunn对自杀风险进行了研究, “The Effect of Job Loss and Unemployment Duration on Suicide Risk in the United States: A New Look Using Mass-Layoffs and Unemployment Duration,” *Health Economics* 21 (2011): 338–50; Steven J. Davis and Till von



Wachter研究了收入损失, “Recessions and the Costs of Job Loss,” *Brookings Papers on Economic Activity*, Fall2011。

[5] Franklin Delano Roosevelt, “Fireside Chat,” September 30, 1934.

[6] John Maynard Keynes, *The General Theory of Employment, Interest, and Money* (1935; reprint, Create Space Independent Publishing Platform, 2011) .

[7] Arthur Conan Doyle, “ A Scandal in Bohemia,” in *The Adventures of Sherlock Holmes* (London: George Newnes Ltd. ,1892) , [http: //168.144.50.205 /221bcollection / canon / scan. htm](http://168.144.50.205/221bcollection/canon/scan.htm).

[8] David Beim, “ It’ s All about Debt,” *Forbes*, March 19, 2009, [http: // www.forbes. com/2009 /03 /19 / household-debt-gdp-markets-beim. html](http://www.forbes.com/2009/03/19/household-debt-gdp-markets-beim.html).

[9] Charles Persons, “Credit Expansion, 1920 to 1929, and Its Lessons,” *Quarterly Journal of Economics* 45 (1930) :94-130.

[10] Martha Olney, “ Avoiding Default: The Role of Credit in the Consumption Collapse of 1930,” *Quarterly Journal of Economics* 114 (1999) :319 -335.

[11] Barry Eichengreen and Kris Mitchener, “The Great Depression as a Credit Boom Gone Wrong,” *Bank for International Settlements Working Paper* 137 (2003) :36.

[12] Olney, “ Avoiding Default,” 321; Frederic Mishkin, “ The Household Balance Sheet and the Great Depression,” *Journal of Economic History* 38 (1978) :918 -937.

[13] Persons, “Credit Expansion.”

[14] Peter Temin, *Did Monetary Forces Cause the Great Depression?* ( New York:Norton, 1976) .

[15] Reuven Glick and Kevin J. Lansing, “Global Household Leverage, House Prices, and Consumption,” *Federal Reserve Bank of San Francisco Economic Letter*, January 11, 2010.

[16] International Monetary Fund, “ Chapter 3: Dealing with Household Debt,” in *World Economic Outlook: Growth Resuming, Dangers Remain*, April2012.

[17] Mervyn King, “ Debt Deflation: Theory and Evidence,” *European Economic Review* 38 (1994) :419 -445.

[18] Carmen Reinhart and Kenneth Rogoff, “Is the2007 US Sub-Prime Financial Crisis So Different?: An International Historical Comparison,” *American Economic Review* 98 (2008) :339 -344.

[19] Carmen Reinhart and Kenneth Rogoff, *This Time Is Different* (Princeton, NJ: Princeton University Press, 2009).

[20] Oscar Jorda, Moritz Schularick, and Alan M. Taylor, “When Credit Bites Back: Leverage, Business Cycles, and Crisis” (working paper no. 17621, NBER, 2011).

[21] IMF的研究也确认了这一点，他们认为，即使没有银行业危机，家庭债务的上升也会使衰退更加严重，参见IMF, “Chapter 3: Dealing with Household Debt”。

[22] Jorda, Schularick, and Taylor, “When Credit Bites Back,” 5.

[23] George W. Bush, “Speech to the Nation on the Economic Crisis,” September 24, 2008, <http://www.nytimes.com/2008/09/24/business/economy/24textbush.html?pagewanted=all&r=0>.



第一篇  
大毀坏

## 第2章

### 债务与毁灭

我们每个人都面临一些可能改变命运的未知威胁：突如其来的疾病、恐怖的暴风雨、火灾。我们知道我们需要保护，免受这些事情的影响，因此我们购买保险，以便在这些事情发生时获得赔偿。这是我们与金融市场发生关系的最普通的方式之一。由金融体系整体承担这些风险远比由个人承担要好得多。

我们俩中有一位（阿米尔）是在堪萨斯州托皮卡长大的，那里的居民对龙卷风的威胁久久难忘。堪萨斯人从小就在学校进行龙卷风演习，小孩子们快速冲出教室涌向走道，按要求用手捂住脑袋和脖子，卷成球状，紧挨着墙。这样的演习每年至少有两次，校长们知道必须对龙卷风的不期而至做好准备。同样，堪萨斯的房主们也需要对龙卷风有所准备，确保他们的房屋一旦被龙卷风毁坏（但愿这不会发生），他们购买的保险能够对此给予补偿。尽管这部分资金不足以完全弥补房屋损失，但可以确保一个家庭在绝望时刻能够重建生活。保险可以保护人民——这是金融体系存在的主要功能之一。

尽管房价下跌一般不会导致受伤或者死亡之类的危险，但给房产所有者带来了另一种无法预料的严重风险。对很多美国人来说，房屋资产是他们唯一的财富来源，他们还指望用它来退休养老或支付孩子的大学教育费用。房价的急剧下跌就像摧毁堪萨斯小镇的龙卷风那样出乎人们意料。但是一旦提到与房价相关的风险，金融体系对住房抵押贷款债务的依赖却扮演了与提供保险相反的功能：它将风险完全集中到房产所有者身上。保险可以保护房产所有者，但债务将房产所有者置于危险境地，下面就是债务运作的机理。

## 严峻的债务

债务在经济中扮演着很普通的角色，常常使我们忘记了它的残酷性。债务的一个基本特点是借款人必须承担与资产价格下跌相关的第一损失。举例来说，如果一个房产所有者利用8万美元的住房抵押贷款购买了一幢价值10万美元的房屋，那么房产所有者在房屋上的资产净值为2万美元。如果房价下跌20%，房产所有者将损失2万美元（他的全部投资），然而住房抵押贷款的发放人却毫无损失。如果房产所有者以8万美元这个新的价格卖掉房子，他必须用其全部收益偿付住房抵押贷款，这样他将一无所有。用金融术语讲，住房抵押贷款发放人享有房屋的优先索赔权，因此他在房价下跌时是受到保护的。房产所有者享有次级索赔权，如果房价下跌，他将遭受巨大损失。

但是在这个例子中，我们不应该将住房抵押贷款发放人作为一个独立的个体来考虑。在经济体中，住房抵押贷款发放人使用的是储户的钱，储户将钱以存款、债务或权益的方式交给银行，因此是住房抵押贷款银行的最终拥有者。当我们说住房抵押贷款发放人拥有房屋的优先索赔权，我们真正所指的是经济体中的储户拥有房屋的优先索赔权。那些高净值的储户在面对房价下跌时所得到的保护要比借款人多得多。

我们退一步，看看经济整体中的借款人和储户。当房价整体下跌20%时，损失全部集中到经济体中的借款人身上。考虑到在价格暴跌前借款人已经是低净值者（这就是他们为什么要借款的原因），损失完全集中到他们身上，将恶化其财务状况。他们已经没有多少净资产，现在他们的净资产变得更少。与之相比，储户一般拥有较多的金融资产，并且基本没有住房抵押贷款，房价下跌时，其净资产价值不会有太大损失。这是因为他们通过存款、债券及持有的资产，最终享

受经济体中房屋的优先索赔权。尽管房价可能下跌很多，优先索赔权也可能遭受损失，但他们比借款人遭受的损失要低得多。

因此，损失完全集中在债务人身上将不可避免地<sup>1</sup>与财富不平等联系在一起。当高债务水平经济体的房价出现下跌，那么这种下跌将放大财富的不平等，因为低净值家庭承担了大部分损失。尽管储户也可能受到负面影响，但他们在经济中的相对地位提高了。在上面的例子中，在房价崩溃前，储户占有房屋价值的80%，而房产所有者占有房屋价值的20%；但房价崩溃后，房产所有者的房屋所有权被完全排除，而储户百分之百占有房屋价值。

## 大衰退期间的债务与财富不平等

大衰退期间，房屋价值减少了5.5万亿美元，这个数字是很巨大的，特别是考虑到美国经济的产值也才约为14万亿美元。面对如此巨大的打击，房产所有者的净值遭受明显的损失。但是损失的分配情况如何呢，借款人的境遇究竟又是如何变得更糟糕的呢？

首先考察2007年美国净值的分布情况。<sup>[1]</sup>一个家庭的净值主要由两类资产组成：金融资产和房屋资产。金融资产包括股票、债券、支票和储蓄存款以及居民拥有的其他业务收益。资产净值的定义就等于金融资产加上房屋资产，减去所有债务。住房抵押贷款和房屋权益负债是目前家庭债务的最主要组成部分，截至2006年末占有所有居民债务的80%。

2007年美国不同家庭在净值的组成和杠杆（债务总额）上存在巨大差异。在净值分布中位于底层20%的房产所有者——也是最穷的房产所有者——是高度杠杆化的，他们的杠杆比率，或总债务与总资产的比率，接近80%（就像上面房屋价值为10万美元的例子）。而且，

最穷的房产所有者的净值几乎完全依靠房屋资产，因此贫穷的房产所有者几乎没有金融资产用以应对经济衰退。他们只有房屋资产，而且是高度杠杆化的。

而富人在两个方面有所不同，首先，衰退到来时他们的债务要少得多，与最穷的房产所有者高达80%的杠杆比率相比，最富的20%的房产所有者的杠杆比率仅为7%；其次，他们的净值绝大多数都放在了非房屋资产上。穷人是4美元的房屋资产对应1美元的其他资产，而富人恰恰相反，是1美元的房屋资产对应4美元的其他资产，比如货币市场基金、股票和债券。图2.1生动地展示了这些事实，根据净值，将2007年美国的房产所有者划分为五等份，最穷的家庭靠近图的左边，而最富的靠近右边。图例显示在五等份的每组中，总资产的组成包括债务、房屋资产和金融资产。当将视线向图的右边移动时，可以看到杠杆是如何下降的，金融资产是怎样增加的。

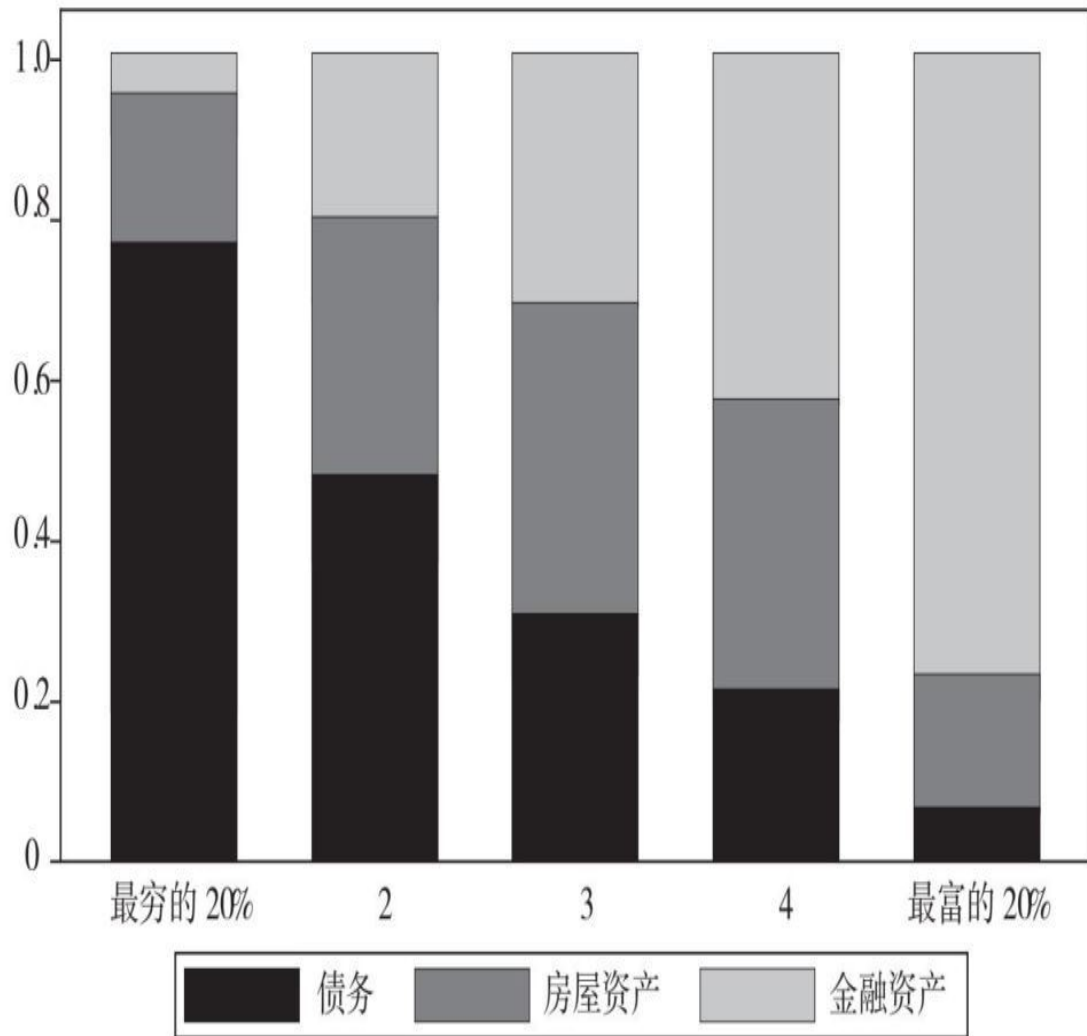


图2. 12007年房产所有者的杠杆率（按净值五分位）

这一点都不令人惊讶，穷人的债务就是富人的资产。既然最终都是富人通过金融体系借贷给穷人，因此当我们从贫穷的房产所有者成为富裕的房产所有者时，债务就会减少而金融资产就会增加。正如我们上面所提到的，债务的使用和财富的不平等是紧密相连的。富人向穷人提供融资本身不是什么善恶的事情，但关键要记住这种借贷是以债务融资的方式实现的。当富人拥有一家银行的股票和债权时，他就拥有这家银行所发放的住房抵押贷款，支付的利息也通过金融体系从房产所有者流向了富人。在开始讨论衰退问题时，我们需要牢记图

2.1概括出的几个关键事实。最穷的房产所有者也是杠杆化最高的，面对房地产业风险的暴露也是最大的，同时他们几乎没有金融资产。当高杠杆、高房屋风险暴露和缺乏金融资产这几组合在一起时，对于社会中最弱势的家庭来说是灾难性的。

## 穷人是如何变得更穷的

2006年至2009年，全美房价整体上下降了30 %，并且一直保持在低位，到2012年末仅有小幅恢复。标准普尔500指数从2008年至2009年初急剧下降，但之后强力反弹。用先锋全债券市场指数（Vanguard Total Bond Market Index）衡量，在衰退期间，市场利率急剧下降，债券价格强力反弹——2007年至2012年，债券价格上升了30 %多。面临大衰退，任何家庭只要持有一定债券，都可以完美地对冲经济崩溃。但正如上文所示，仅有经济体中最富有的那部分人持有债券。

房价下跌对低净值家庭的打击最为沉重，因为他们的财富完全与房屋资产相关联。但这仅是故事的一部分，事实上由于低净值家庭拥有非常高的债务负担，这将放大其净值的减少程度，这种放大就是杠杆乘数。用数学语言讲，杠杆乘数描述的就是房价的一定下降怎样导致有债务杠杆家庭的净值出现更大幅度的下跌。

为了理解其原理，我们回到使用过的例子，其中房产所有者在一套价值10万美元的房屋中拥有20%的权益，因而贷款价值比为80%（因此存在一笔8万美元的住房抵押贷款）。如果房价下跌20%，那么房产所有者在房屋上的权益下降的百分比是多少呢？需要提醒的是：要比20%大得多！在房价下跌之前，房产所有者拥有2万美元的资产，当房价下跌之后，房屋仅值8万美元，但住房抵押贷款仍然是8万美元，这就意味着房产所有者的资产被完全毁坏掉了——100%的下降。在这个

例子中，杠杆乘数是5，房价下降20%导致房产所有者的资产下降100%，放大了5倍。<sup>[2]</sup>

2006年至2009年，尽管全美房价下降了30%，但因为贫穷的房产所有者是杠杆化的，所以他们的净值下降更多。实际上，因为低净值家庭的杠杆比率高达80%，房价下降30%毁掉了他们的所有净值。一个事实常常被忽略：当我们谈到房价下降30%时，由于杠杆乘数的存在，负债的房产所有者净值下降的幅度将大得多。

上述事实可以确切地告诉我们哪一部分房产所有者在大衰退期间受到的打击最为沉重，贫穷的房产所有者几乎没有任何金融资产，他们的财富几乎完全由房屋资产构成，而且他们对房屋资产也仅享有次级索赔权，因此房价下跌受杠杆乘数的影响而进一步放大。尽管金融资产价格得到恢复，但贫困家庭并未由此有任何收获。

图2.2将这些事实汇总到一起，向我们展示了大衰退最为重要的一种情况，并给出了底层、中层和最高层房产所有者的财富分布中房屋净值的变化情况。贫穷的房产所有者的净值在大衰退期间绝对受损，2007年至2010年，他们的净值从3万美元下降到几乎为零，其中杠杆乘数发挥了作用。大衰退期间净值的减少几乎完全侵蚀掉了1992年至2007年获得的收益。考虑到贫穷的房产所有者对房屋资产的依赖以及庞大的债务负担，这种结果是我们完全可以预料到的。富裕的房产所有者的平均净值从320万美元下降到290万美元。尽管从金额上看这样的损失还是比较可观的，但下降的百分比几乎可以忽视——他们基本上毫发无损。这种下降并未大到足以抵消1992—2004年获得的收益。富人们的生活依然滋润，因为他们持有的金融资产在衰退期的表现比房屋资产要好得多，而且很多金融资产本身享有房屋的优先索赔权。



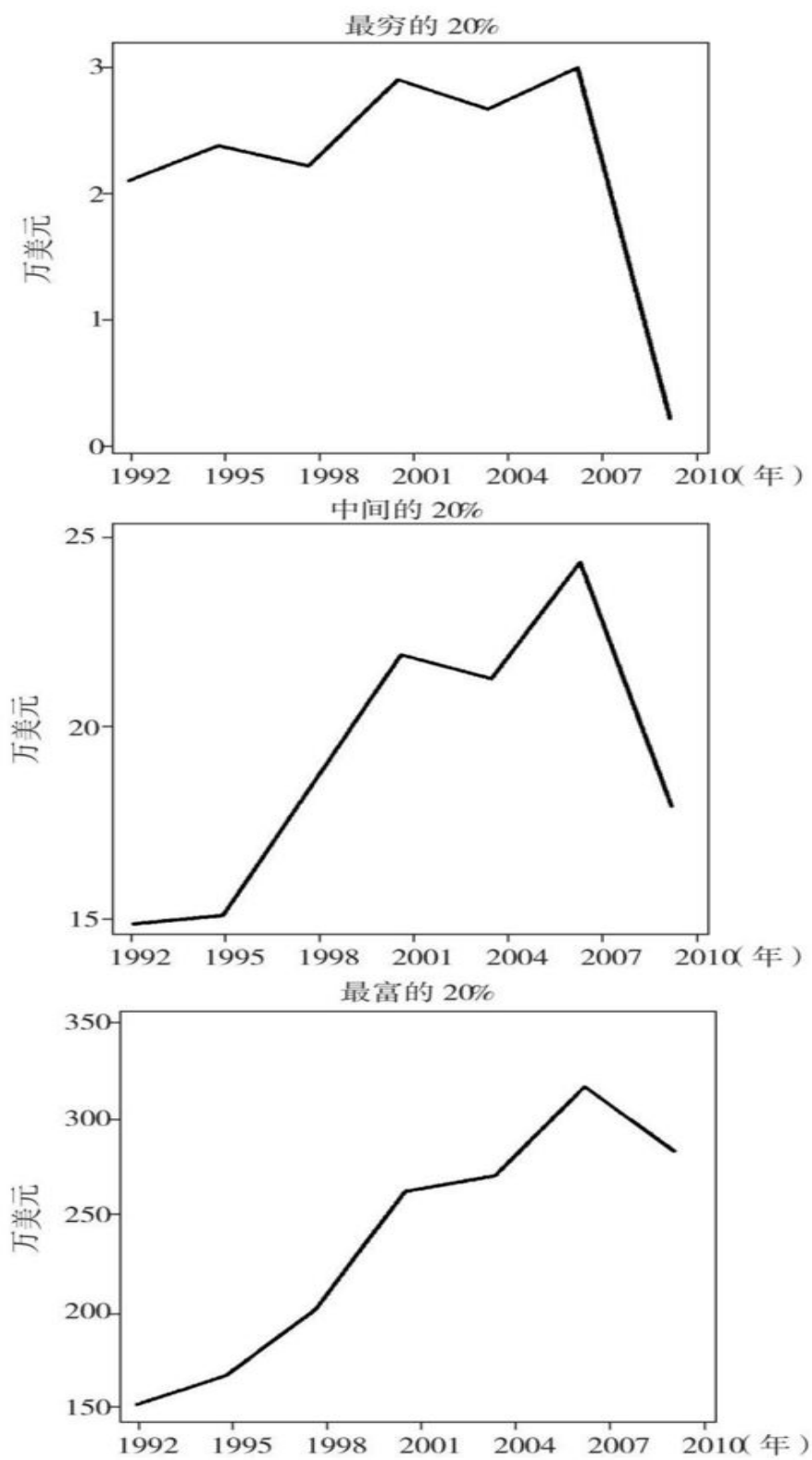


图2.2房产所有者的净值分布

高负债再加上房价大幅下跌，进一步拉大了美国富人和穷人间本已悬殊的差距。的确，穷人原本就贫困，但由于债务将房价的所有下跌直接集中到他们的净值上，穷人失去了一切。这就是债务的基本特征：它将房价下跌的巨大损失强加到了那些本来就身无分文的家庭身上。而那些富足家庭的处境要相对好得多，因为他们对经济体的资产享受优先索赔权。美国的这种不平等在衰退之前就已经十分严重了。2007年，净值分配中前10%家庭占有经济体71%的财富，比1992年的66%有进一步上升，而2010年前10%家庭的财富占比进一步上升到74%，这与上面表述的情况是一致的。富人依旧富足，而穷人更加贫困。

很多人讨论收入变化趋势与财富的不平等，但他们常常忽略了债务在其中所发挥的作用。一个金融体系过度依赖债务，那么它将放大社会财富的不平等。尽管通过分析债务的作用，我们可以从中了解很多不平等产生的原因，但是我们的关注点在于损失分配的不平等是如何影响整体经济的。

## 净值损失的地理分布

大衰退期间，房价暴跌有很强的地理因素，因此我们的研究有赖于此。<sup>[3]</sup>净值下降最大的县位于加利福尼亚和佛罗里达。在其他州中，也出现了小范围大幅下降，包括科罗拉多、马里兰和明尼苏达。美国中部的一些州，如堪萨斯州、俄克拉何马州、得克萨斯州，在很大程度上避免了房价崩溃。

在美国的部分地区，房屋净值下降的幅度是相当惊人的。北加利福尼亚中央山谷地区的4个县——默塞德、圣华金、索拉诺和斯坦尼斯拉斯，房价下降导致净值减少了50%，而且所有四个县的净值水平已经低于美国2006年的中位数净值水平。马里兰州的乔治王子县，正

好紧邻华盛顿特区北边，其净值下降了40%，也刚好低于全国中位数水平。

在位于旧金山东南130英里的默塞德县，2000年该县的中位数居民年收入为3.5万美元，与加利福尼亚其他地区相比，这个收入是相对较低的。2002年至2006年，受低信用评级家庭借贷大量增加的刺激，该县的房价上涨60%。房产所有者以更加疯狂的借贷方式做出回应，因此该县家庭债务增加了80%。当房地产市场恶化时，结果是灾难性的。默塞德县的房价从2006年到2009年下跌了50%。

对大衰退期间的很多居民来讲，房价下跌后其房屋的价值已经低于他们所欠的住房抵押贷款，因此从住房抵押贷款的角度看，房产所有者已经“资不抵债”或者“价值倒挂”了，实际上他们所拥有的房屋是负资产。如果他们选择出售，还得向银行支付住房抵押贷款与房屋售价之间的差价。面对这样恶劣的情况，房产所有者要么继续保留房屋，而所欠银行的住房抵押贷款超过房屋的价值，要么即刻卷铺盖走人，让银行止赎。

大多数人选择了保留房屋。2011年，有1 100万套房屋——占有住房抵押贷款房屋的23%——变成了负资产。<sup>[4]</sup>尽管已经很了解这些数字，但在写到这些数字时我们仍然感到吃惊。它们的确让人震惊，值得反复宣讲：在美国每4套住房抵押贷款住房中便有1套是资不抵债的。在上面提及的中央山谷的4个县中，4个邮政编码区的购房者中有70%成为资不抵债者。就默塞德县看，这个数字达到60%。也有很多房产所有者选择离开，让银行止赎。当然，离开不是毫无代价的。未能偿还住房抵押款将使个人信用积分完全丧失。而且，止赎将会导致恶性循环，进一步减少家庭的净值。

## 止赎与大甩卖

大衰退期间，债务的负面影响远不止对债务人本身。当房价暴跌时，与过度加杠杆相关的问题会扩散到整个经济体。这种溢出效应包括失业率增加、建筑业破产。但是，最直接的后果就是止赎出现惊人上升。长期以来，经济学家一直都在关注资产价格崩溃时债务对个人的影响，以极大的折扣甩卖资产可能是最常见的原因。甩卖是债务人或债权人愿意以远低于市场价值的价格出售资产时才会出现的情况。从住房市场看，甩卖一般出现在止赎之后：当银行从拖欠贷款的购房者手中收回房屋后，他们以极低的折扣价格出售房屋。

房屋出售后，其他购房者和评估师就会按照甩卖价格评估该地区其他房屋的价格。由此造成的后果就是，该地区所有房屋的价格都会受损，甚至根本没有债务的房产所有者也会感到他们房屋的价值出现下跌。因此，财务状况健康的房产所有者可能也无法为其住房抵押贷款进行再融资，也无法以一个公平的价格出售其房屋。在过去的几年中，房产所有者利用房屋进行再融资时，评估价格之低令人惊讶。这样的低评估价格很显然是因为评估师按照止赎房屋的甩卖价格来评估临近地区所有房屋的价值。

债务融资潜在的最大危害就是止赎的外部性。用经济学术语讲，无论什么时候只要双方的私人交易对其他人产生了负面影响，就会产生负的外部性。在止赎情况中，出售房屋的银行并不承担甩卖房屋所产生的负面影响，但该地区的其他房产所有者却得承担。所以，尽管社会从总体上并不希望银行降低价格出售房屋，但是银行非常乐意这么做。

在大衰退期间，止赎使下行的住房市场进一步恶化。2009—2010年，房屋止赎达到了空前水平，而大衰退之前的一个高峰出现在2001年，当时在全部住房抵押贷款中，约有1.5%出现止赎。而在此次大衰退中，止赎情况是以前的三倍：2009年，在全部住房抵押贷款中，约

有5%存在止赎的情况。丹尼尔·哈特利估算，2009—2010年，在全部销售的房屋中约有30%~40%是止赎房屋或短售房屋。<sup>[5]</sup>

在与弗朗切斯科·特雷比合作的研究中，我们估算了止赎所产生的负面影响。<sup>[6]</sup>我们使用了美国部分州比其他州有更为宽容的止赎规则这一现象。例如，在一些州，贷款人必须通过法院才能将欠款人从所住房屋中赶出。另外一些州则不需要法院的介入，于是这些州的银行止赎速度更快。因此，在大衰退期间，这些州的止赎情况比其他州要多，而这种差异可以用来评估止赎对当地经济的影响。

在经历了与2004—2006年相似的房地产发展轨迹后，止赎较容易的州，其房价下降得较多。那些拥有司法止赎程序的州，房价下降了25%；而那些没有司法止赎程序的州，房价下降了超过40%。图2.3给出了两类州的房价变化情况——很清楚，那些没有司法止赎程序的州，房价下降相对较快。<sup>[7]</sup>使用各州的这种差异，我们研究发现，在2007—2009年，面临止赎的房产所有者每增加1个百分点，房价将下降1.9个百分点。而且，止赎不仅使房价下降，还抑制了消费和住房建设。

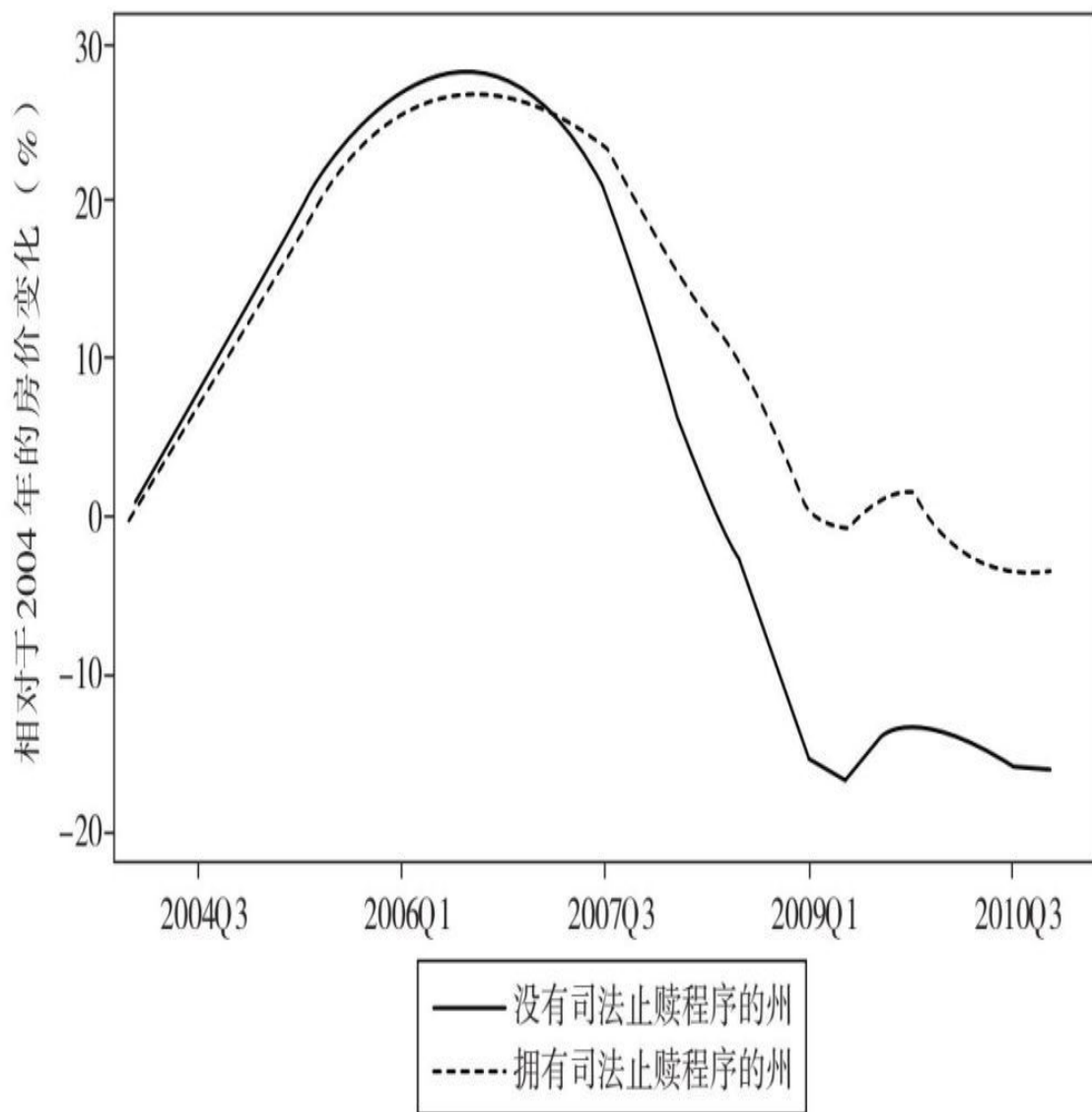


图2.3 止赎与房价

债务引致的抛售还不仅限于住房市场。在20世纪80年代末的杠杆收购浪潮后，也出现了抛售现象，[\[8\]](#)安德烈·施莱弗和罗伯特·维什尼强调了这种抛售的重要性。在那个时期，一些杠杆非常高的公司被迫以极低的折扣价格出售其资产，同时也降低了企业所有抵押品的价值。约翰·吉纳科普洛斯对资产抛售进行了大量研究，[\[9\]](#)其工作展示了违约怎样意味着将对一个人（借款人）来说价值很多的资产转移到另一个人（贷款人）身上，而这笔资产对后者来说一文不值。贷款人

并不想要这类资产，而借款人又支付不起这笔资产。其结果是，贷款人被迫降低价格出售这类资产。这就导致一个恶性循环，当资产价格暴跌时，违约就会上升。但是贷款人要处理资产，因此违约的增加就会形成低迷的甩卖价格。当资产价格降低引致更多借款人违约时，就会进一步导致更多的违约。

毫无疑问，在住房市场泡沫破灭后，经济资源需要重新配置。过去太多的租客成了购房者，太多的购房者住进了他们根本负担不起的房子里，同时也建造了太多的房屋。但当住房市场崩溃时，受困于负债的经济体再也不能以有效的方式来再配置资源。因此，债务导致了资产的抛售，加剧了净值损失。

## 债务：反保险

每年美国要发生约35万起住宅火灾。<sup>[10]</sup>如果一个家庭在火灾中失掉了房屋，损失可能是毁灭性的。他们不得不从零开始重建生活，孩子的教育可能被耽误，或者彻底放弃大学教育，一些必需的疾病治疗可能就得去无名诊所，因为这些家庭再也负担不起这笔支出了。龙卷风和火灾只是我们每天都面对的众多风险的例子。让个人来承担这些风险毫无意义，相反，一个健全的金融体系可以让我们以集体保险的方式应对这些任何个人无法控制的风险。对我们而言，定期互保方式的成本较低，并且从长期看对大家都有利。当一个家庭在灾难发生后举步维艰的时候，保险可以照顾他们的孩子，继续他们的工作。我们整个社会的经济生产率和幸福感都会得到提升。

债务是反保险的。债务并没帮助人们分担与房屋所有权相关的风险，而是将风险集中到社会上风险承担能力最低的人群身上。正如上文所述，在大衰退期间，债务显著地放大了财富分配的不平等。它还



通过止赎压低了房价。房价一旦下跌，便毁掉了负债购房者的净值，进而带来灾难性的后果——他们停止了消费。

[1] 本部分的所有数据来自美联储的消费者金融调查。

[2] 杠杆乘数的数学定义为  $1 / (1 - LTV)$ ，其中LTV是家庭的贷款与房屋价值的比率。在这个例子中，LTV为80%，这就使得  $1 / (1 - 0.80) = 5$ 。LTV越高，那么杠杆乘数就越大。

[3] 要了解我们研究所用数据的全面概括，可以参看以下研究：Atif Mian and Amir Sufi, “The Consequences of Mortgage Credit Expansion: Evidence from the U. S. Mortgage Default Crisis,” *Quarterly Journal of Economics* 124 (2009) :1449 -1496; Atif Mian and Amir Sufi, “Household Leverage and the Recession of 2007 -2009,” *IMF Economic Review* 58 (2010) :74 -117; and Atif Mian, Kamelesh Rao, and Amir Sufi, “Household Balance Sheets, Consumption, and the Economic Slump,” *Quarterly Journal of Economics*, forthcoming.

[4] CoreLogic Press Release, “CoreLogic Third Quarter 2011 Negative Equity Data Shows Slight Decline but Remains Elevated,” November 29, 2011, <http://www.corelogic.com/about-us/news/corelogic-third-quarter-2011-negative-equity-data-shows-slight-decline-but-remains-elevated.aspx>.

[5] Daniel Hartley, “Distressed Sales and Housing Prices,” *Federal Reserve Bank of Cleveland Economic Trends*, February 24, 2012.

[6] Atif Mian, Amir Sufi, and Francesco Trebbi, “Foreclosures, House Prices, and the Real Economy” (working paper no. 16685, NBER, May 2012).

[7] 另一项研究使用了不同方法却得到了相似的结果：Elliot Anenberg and Edward Kung, “Estimates of the Size and Source of Price Declines Due to Nearby Foreclosures” (working paper 2013-09, UCLA, January 11, 2013)。他们发现了相似的渠道：止赎迫使他们以低于先前市价的价格出售房屋，进而压低了临近地区的房价。

[8] Andrei Shleifer and Robert Vishny, “Liquidation Values and Debt Capacity: A Market Equilibrium Approach,” *Journal of Finance* 47 (1992) :1343 -1366.

[9] John Geanakoplos, “The Leverage Cycle” in *NBER Macroeconomic Annual 2009*, vol. 24, ed. Daron Acemoglu, Kenneth Rogoff, and Michael Woodford (Chicago: University of Chicago Press, 2010), 1 -65.

[10] 参见国家火灾保护协会数据, <http://www.nfpa.org/research/fire-statistics/the-us-fire-problem/home-fires>。



## 第3章

### 减少支出

对大衰退的叙述大都集中在2008年9月雷曼兄弟的破产上。有观点认为，允许雷曼兄弟破产是一个“巨大的错误”，不出手救助触发了全球性的经济大滑坡。<sup>[1]</sup>《每日野兽报》的雅各布·韦斯伯格在一篇有关大衰退原因的文章中将此描述为“几乎是全民共识”“政府决定不再救助雷曼兄弟，一场全球性大衰退就不可避免”。<sup>[2]</sup>这一论调与第1章所述的银行业观点紧密相连。按照这种观点，雷曼兄弟的破产冻结了信用体系，妨碍了企业获得必需的贷款以维持经营。由此造成的结果就是，这些企业被迫削减投资，解雇工人。按照这种论调，如果我们能够阻止雷曼兄弟破产，那么我们的经济将毫发无损。

### 消费驱动式衰退

雷曼兄弟破产是所有衰退理论的关键因素吗？我们先回到数据上，出现在第1章的一个事实是大衰退是消费驱动的。让我们更加仔细地看看消费下降发生的时间点及其程度。

在2008年秋季之前，支出已大幅下降。国民经济研究局将衰退的起始点确定为2007年的四季度，雷曼兄弟破产前的三个季度。在2008年秋季破产事件发生前，住宅投资和耐用品消费就已经急剧下滑了。毫无疑问，2008年秋季发生的事件使虚弱的经济进一步恶化，但不应将其视为主要原因。

我们进一步看看耐用品消费和住宅投资的情况。耐用品是消费者期望能够使用较长时间的那些产品，如汽车、家具、电器和电子设备。住宅投资既反映新建住宅也反映现有住宅的改建。住房新建和改

建都是居民对房屋服务需求的一种反映。因此，完全可以将住宅投资看作居民在耐用消费品上的另一种支出形式。

实际上在2006年住宅投资下降就已经达到高潮，在雷曼兄弟破产的整整两年前。2006年第二季度，按年率计算，住宅投资下降17%。从2006年第二季度到2009年第二季度，住宅投资在每个季度至少下降12%，2007年第四季度和2008年第一季度达到了-30%。2006年后三个季度，仅住宅投资下滑就使当年GDP（国内生产总值）增长减少了1.1至1.4个百分点。

尽管居民在其他耐用消费品上的支出下降并没有像住宅投资那么早，但其下降仍然早于银行业危机的全面爆发。与2006年相比，2007年家具购买下降了1.4%，在家庭装修方面的支出下降了4%。家用电器方面的支出在2007年仍然增长2%，但增速明显低于2005年和2006年的7%。

然而，认真审视一下2008年，可以为我们提供重要的启示。2008年9月当雷曼兄弟和美国国际集团（AIG）相继破产后，银行业危机全面爆发。因此，将焦点集中在1—8月，我们就可以估算2008年银行业危机爆发前的支出下降情况。作为基准，考虑到零售行业具有季节性，我们想比较2008年1—8月与2007年1—8月的支出情况。从中可以看到一种明显的情况，2008年，汽车支出下降9%，家具支出下降8%，装修支出下降5%。这些下降全部出现在雷曼兄弟破产之前。因此，居民在耐用消费品上支出的急剧减少一定是由某种事情引发的，但不是银行业危机。第1章摩纳哥房车有限公司的例子与这里的证据是相吻合的。需要记住，该公司在北印第安纳的工厂大规模解雇员工发生在2008年夏季，先于银行业危机的全面爆发。实际上，对房车的需求在2007年和2008年初就开始骤减了，也先于雷曼兄弟的破产。

当然，在2008年第三季度和第四季度，居民总支出下降的程度是史无前例的。根据国民收入和国民生产核算账户测算，在这两个季度，总消费下降了5.2%。从1947年国民收入和国民生产核算账户开始测算消费以来，此次下降是连续两个季度下跌幅度最大的一次。与这次比较接近的是1980年的第一季度和第二季度，当时消费下降了4.6%。在2008年末之前消费就出现了骤降，但毋庸置疑的是，在银行业危机期间，这一情况进一步恶化。

然而，如果我们进一步看看银行业危机时期的情况，可以发现即使在此期间，消费也是导致衰退的重要因素。国民收入和国民生产核算账户将美国经济的总产出或者GDP分成了几个消费子类——投资、政府支出和净出口，并给出每一类消费对GDP增长贡献的数据。我们将投资细分为住宅投资和非住宅投资，前者反映了在居住服务方面（包括新建和改建）的投资，而后者反映了在厂房、生产资料、计算机和设备方面的商业投资。

在那些认为是银行体系出现问题导致了衰退的观点中，企业和银行扮演了主要角色，而不是居民家庭。按照这种观点，当雷曼兄弟破产，银行就紧缩信贷，这就迫使企业大规模削减非住宅投资，解雇工人。但是国民收入和国民生产核算账户给出的证据与这种观点相矛盾。在银行业危机之前，住宅投资就已经对GDP的增长形成了严重的拖累，并且消费对经济的贡献在2008年第一季度和第二季度已经为负，这与前面在银行业危机之前居民支出减弱的证据是一致的。在图3.1中，我们将进一步展示大衰退方面的证据。图例将全部GDP增长的贡献源分解为消费、住宅投资和非住宅投资。如图所示，住宅投资和消费是导致经济在衰退期前三个季度走弱的主要推动因素。

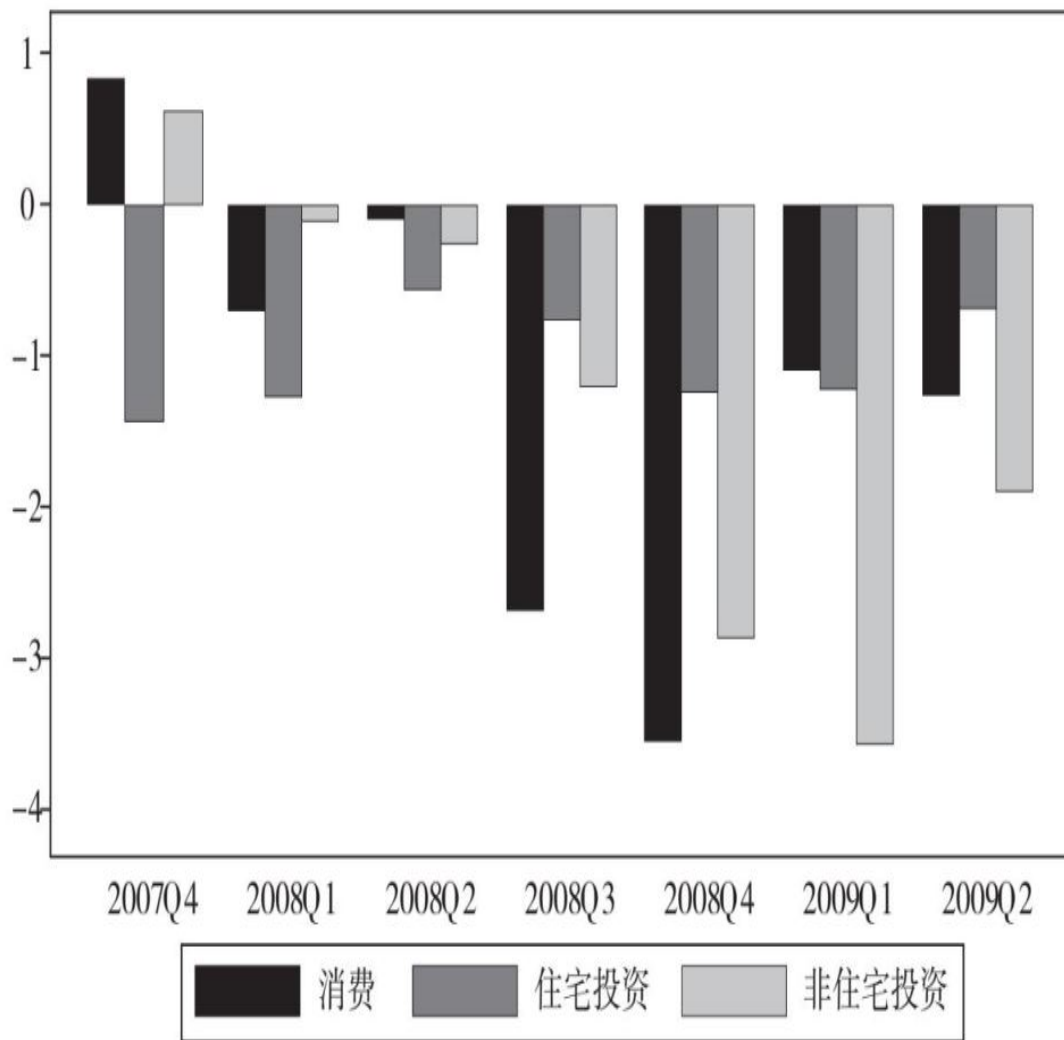


图3.1 什么导致衰退？GDP增长率的来源

但是更重要的在于，衰退最坏时期所发生的情况。在2008年第三季度，GDP的下降主要由消费下滑导致。非住宅投资对GDP增长的贡献是负的，但其影响效果还不到消费的一半。在2008年第四季度，消费再次成为拖累GDP增长的罪魁祸首。直到2009年的第一季度和第二季度，企业投资才成为拖累GDP增长的主要原因。

这种时间点上的巧合意味着家庭支出成了衰退的关键驱动因素，而不是银行业危机对商业的影响。失业变成了现实，是因为家庭不再

购买东西，而不是因为企业停止了投资。事实上，证据显示企业投资下降是对家庭支出大幅下降的一种反应。如果企业发现它们的产品没有需求，那么它们当然会削减投资。要解释2008年末和2009年初的企业投资下降，根本没有必要诉诸银行业危机。

然而，尽管美国的总量数据给出了一种明确的模式——消费是驱动经济衰退的关键力量，不过，单单这些数据不足以揭示支出下降的原因。也许消费下降是因为人们预计到了银行业危机？也许人们隐约知道他们可能在未来失业，所以在衰退开始前就减少耐用品的购买？抑或消费的提前下降是受非理性恐惧的驱动？在本章的余下部分，我们将使用地理方面的数据来探讨衰退期间家庭支出下降的原因。这些数据可以使我们确切地知道哪里的支出下降了。正如我们所展示的，支出下降的地域分布将有助于我们了解为什么支出会急剧下降。

## 哪些地方的支出下降了<sup>[3]</sup>

在上一章中，我们知道美国一些地方遭受房地产崩溃打击的程度要比其他地方更严重。例如，佛罗里达的家庭由于房价下跌净值平均减少16%，而得克萨斯的家庭净值仅下降了2%。在北加利福尼亚的中央山谷地区，家庭净值减少高达50%。在一个更加具体的层面研究这些数据，可以使我们知道支出下降的关键推动因素究竟是房屋资产的下降，还是像雷曼兄弟破产这样的其他因素。如果负债家庭净值下降是衰退的关键推动因素，我们就应该预期到那些经历了房屋净值下降最大的地区，其当地家庭的支出下降也更加剧烈，而且这种下降应该始于衰退的早期。

按照2006—2009年由于房价暴跌导致净值下降的程度不同，我们将美国的县分成五个五分位数，每个五分位数包含美国总人口的20%，我们称净值下降幅度最大的五分位数为“高净值下降县”，称

净值下降最少的五分位数为“低净值下降县”。高净值下降县分布在全美多个州，包括加利福尼亚、佛罗里达、佐治亚、马里兰、密歇根和弗吉尼亚。低净值下降县也广泛分布在全美各州。

高净值下降县的净值平均下降了26%，而低净值下降县的净值几乎没有减少。回忆前文提及由于房价暴跌导致的净值减少可以分解为两个因素：房价下降和杠杆乘数。由此造成的结果是，即使在房价下降百分比相同的情况下，那些债务负担越高的县，净值下降幅度也越大。高净值下降县并不是那些房价暴跌县，反而是那些高债务水平与房价暴跌兼而有之的县。

2006年至2009年，高净值下降县消费支出几乎减少了20%，这个幅度是相当大的。换一个角度看，在相同的这些年份里，美国经济支出总计下降了约5%，而高净值下降县的支出下降幅度是总体下降的4倍。与此相比，低净值下降县2006年的支出数字几乎与2009年相同。图3.2显示了低净值下降县的支出情况（两个序列都按照2006年水平进行了指数化处理）。甚至早在2007年，高净值下降县与低净值下降县巨大的支出差距就已经显现。受负净值冲击的县，其衰退迹象出现得非常早。但2008年是这种差距显著恶化的一年。2007年至2008年，那些房产净值小幅下降的县，家庭支出实际上是上升的。如果我们仅研究美国那些避免了2008年净值下降的县，我们甚至找不到衰退的太多证据。而与此相反，在2008年净值大幅下降的地区，其家庭支出骤减。

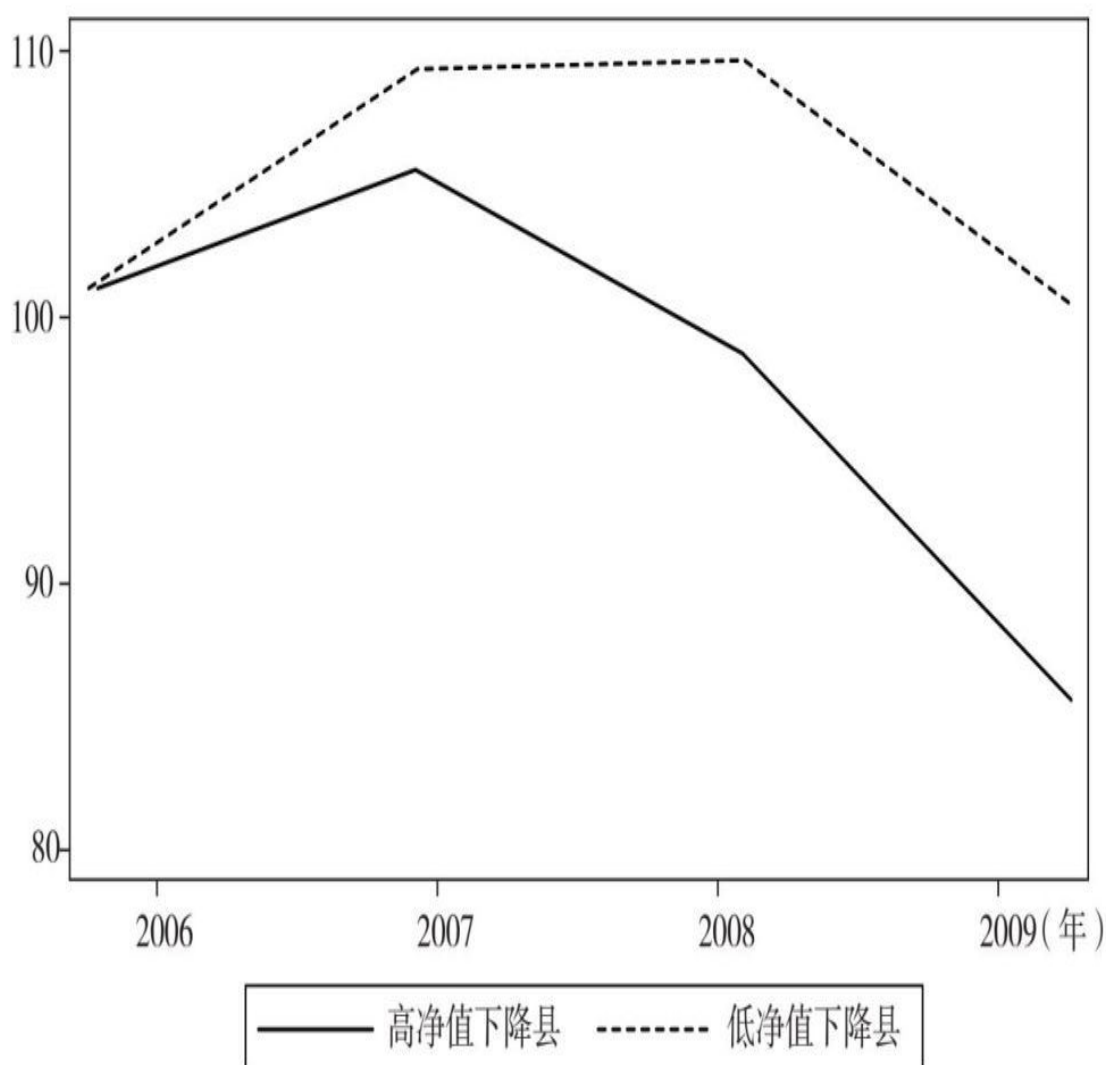


图3.2高净值下降县和低净值下降县的支出

当然，幸免于净值暴跌的地区最终还是感受到了经济灾难所带来的影响。净值下降最小的那些县，其支出在2006年至2008年出现上升后，在2009年下降了近10%。但是，这些县在2009年出现支出下降，并不是说金融危机冲击对净值毫无影响。当高净值下降县的支出下降时，损害就不再仅限特定区域，而是扩展到了全国各地（在第5章讨论大衰退期间的失业问题时，我们将再回到这一点上）。



当我们集中观察加利福尼亚中央山谷地区住房市场的大混乱时，就可以非常清楚地了解净值下降对支出产生的巨大影响。正如前文所述，房价出现大幅下降的四个县——默塞德、圣华金、索拉诺和斯坦尼斯洛斯——它们的净值下降了大约50%。支出方面的反应非常剧烈，这些县2006—2009年的支出下降了30%。这种情况很多发生在衰退出现之前。与2006年夏季相比，2008年夏季，也即在雷曼兄弟破产之前，汽车购买就已经下降了35%。2008年秋季的银行业危机根本无法解释2008年夏季中央山谷地区已经出现的支出大幅下降。

地理分布情况是非常清楚的。受净值暴跌影响的地区比那些没有受此影响的地区支出收缩要早得多，而且也严重得多。我们将此归因于负债家庭的净值减少。即使有人认为存在其他更加重要的渠道，但是图3.2展示的情况削弱了其他可能的假说。无论一个人想将严重衰退归因于什么，都必须与支出数据显著的地域分布相一致。

## 与债务有何关系？

2011年12月，詹姆斯·索罗维基在很有影响的《纽约客》专栏上发表了一篇题为《去杠杆神话》的文章，声称债务不是大衰退期间导致家庭支出剧减的主要原因。他反倒认为甚至不用提及债务，仅用房价下降就足以解释消费支出为何减弱。他是这么论述的：“显然，当房价上升时，人们会感觉自己变得更富裕了，因此支出也就更多了……而当房价下降时，人们会相应地减少同等数量的开支。这就意味着即使消费者完全没有任何债务，我们仍然可以预期消费下降。”

[\[4\]](#)

我们在开展研究的过程中常常听到这样的观点：即使在不考虑债务的情况下，仅房屋财富效应就足以解释房价暴跌时家庭支出为何大幅下降。但是，我们认为这种观点有两个问题。首先，回想我们在第



2章描述的止赎的外部性。止赎对房价有显著影响。如果不存在债务，也就不存在止赎问题，房价下降的程度也不会那么大。在本书的后半部分我们将量化分析止赎对支出的影响，但重要的一点是，我们不能将房价下降与债务独立开来。

第二，在纯房屋财富效应论中，净值的分布情况并不重要，房价暴跌对家庭支出是灾难性的，无须考虑什么样的家庭会承担这样的损失。正如我们在前面所做的概述，债务可以将损失集中到那些净值最少的家庭身上。这就提出了一个实质性的问题：债务将损失强加到净值最少的借款人身上会放大房价下降对支出的影响吗？在纯房屋财富效应论中，这种情况是不会发生的，而在债务集中论中，这种情况是会发生的。

我们再来看一下数据。支出的地域分布显示，净值的负面冲击会导致人们减少支出。在经济学术语中，支出的这种响应被称为房屋财富的边际消费倾向。房屋财富的边际消费倾向告诉我们，个人在面对房屋财富冲击时会减少多少支出作为响应。例如，如果一个人在房屋价值下降1万美元时以减少支出500美元作为响应，那么边际消费倾向就是0.05（500美元/1万美元）。边际消费倾向越大，家庭面对同样的财富变化所做出的响应也就越大。在纯房屋财富效应论中，每个人都有相同的边际消费倾向，因此债务并不重要。

我们的研究估算了衰退期间房屋财富的边际消费倾向，约为0.05 ~ 0.07。换句话说，如果在衰退期间房价下降1万美元，个人平均会减少支出500 ~ 700美元。假设在大衰退期间房屋价值总共减少了5.5万亿美元，我们的估计就意味着房屋价值下降会导致居民零售支出减少2 750亿~ 3 850亿美元，这是一个非常庞大的数字。

但是这里的估计值仅是总体人口的平均边际消费倾向，并没告诉我们谁的支出削减得最多。如果债务在纯房屋财富效应之外对支出还有重要影响，那么我们应该看到负债家庭有更高的房屋财富边际消费倾向，或者换句话说，在面对同等程度的房价下降时，负债越多的家庭相应减少支出的力度也会更大。

这一点非常关键，因此这里举了一个简单例子予以说明。有比邻而居的两个家庭，在2006年他们有同样的房屋，价值都为10万美元。家庭D（有债务）有8万美元的住房抵押贷款，是从家庭N（没有债务）处借来的，且家庭N没有任何住房抵押贷款。因此，2006年，家庭D的房屋净值为2万美元，杠杆率为80%；家庭N的房屋净值为10万美元，杠杆率为0，有价值8万美元的金融资产（住房抵押贷款）。

2006年至2009年，他们所在地区的房价下降了10%，或者1万美元。因此2009年，家庭D和家庭N的房屋价值为9万美元，而不是10万美元，从2006年至2009年两个家庭的房屋净值损失了1万美元。家庭D应付的住房抵押贷款价值仍为8万美元，家庭N持有这笔住房抵押贷款，但价值上没有任何变化。因此，两个家庭都因房屋净值变化而导致财富减少1万美元。家庭D持有1万美元的净值，而家庭N持有17万美元的净值，其中9万美元为房屋净值，8万美元为住房抵押贷款资产。

关键的问题是：在两个家庭都损失1万美元的情况下，哪个家庭减少的支出会更多些？如果支出下降只是一种房屋财富效应，那么债务对我们理解购房者因财富减少会削减多少开支并无关系。在我们的例子中，这也可以解释为家庭D和家庭N具有相同的房屋财富边际消费倾向。根据这种观点，如果两个家庭都有相同的边际消费倾向0.05，那么两个家庭都会减少支出500美元。如果这两个家庭有相同的边际消费倾向，那么债务确实不重要，仅房屋价值下降与之相关。

但是如果债务确实很重要，会出现什么情况？如果债务放大了房屋价值下降对支出的影响，我们就会看到家庭D比家庭N有更高的边际消费倾向。换句话说，在面对房屋价值等额下降的情况下，负债家庭在支出方面会减少得更多。如果家庭D比家庭N有更高的边际消费倾向，那么在房价暴跌时杠杆的分布变得很重要。如果房价下降将损失集中到了负债最多的人群中，那么对他们消费的影响将会特别严重。

家庭边际消费倾向也关系到政府扩大需求的刺激计划的有效性。当政府发放刺激资金以扩大需求的时候，就像2001年和2008年所做的那样，政策制定者特别想知道这些刺激资金究竟有多少用于消费。如果个人将大部分刺激资金用于消费，这样的政策就会更加有效，而这种情况只有在接受刺激资金的人拥有更高的边际消费倾向时才会发生。

## 超越财富效应

我们的研究通过关注邮政编码区层面的汽车购买数据来直接检验边际消费倾向是否会随着家庭收入和杠杆的不同而变化。邮政编码区层面的数据使我们深入受净值冲击影响较大的县，观察大衰退期间它们的支出削减是否也是最大的。我们的研究还更具体地估算了面对相同房价下跌时，高杠杆家庭相对于低杠杆家庭在汽车购买上的支出削减。换句话说，我们的研究估算了大衰退期间房屋财富的边际消费倾向会怎样随着家庭杠杆的不同而发生变化。

研究结果充满戏剧性，且强烈显示上面例子中的家庭D的支出削减要远远多于家庭N。在现实世界里，那些2006年房屋的贷款价值比达到90%甚至更高的家庭，相比于房屋贷款价值比为30%或更低的家庭，其房屋财富的边际消费倾向高出三倍多。举例说，如果房屋价值下降1万美元，贷款价值比超过90%的家庭在汽车上的支出减少了300

美元，而贷款价值比低于30%的家庭在汽车上的支出减少不到100美元。在房屋价值等额下降的情形下，债务负担越多的家庭支出削减的幅度越大。图3.3显示了根据杠杆分布所估算的边际消费倾向，二者之间存在显著的相关关系：房屋价值下降时，房屋的杠杆率越高，家庭削减支出的幅度也就越大。

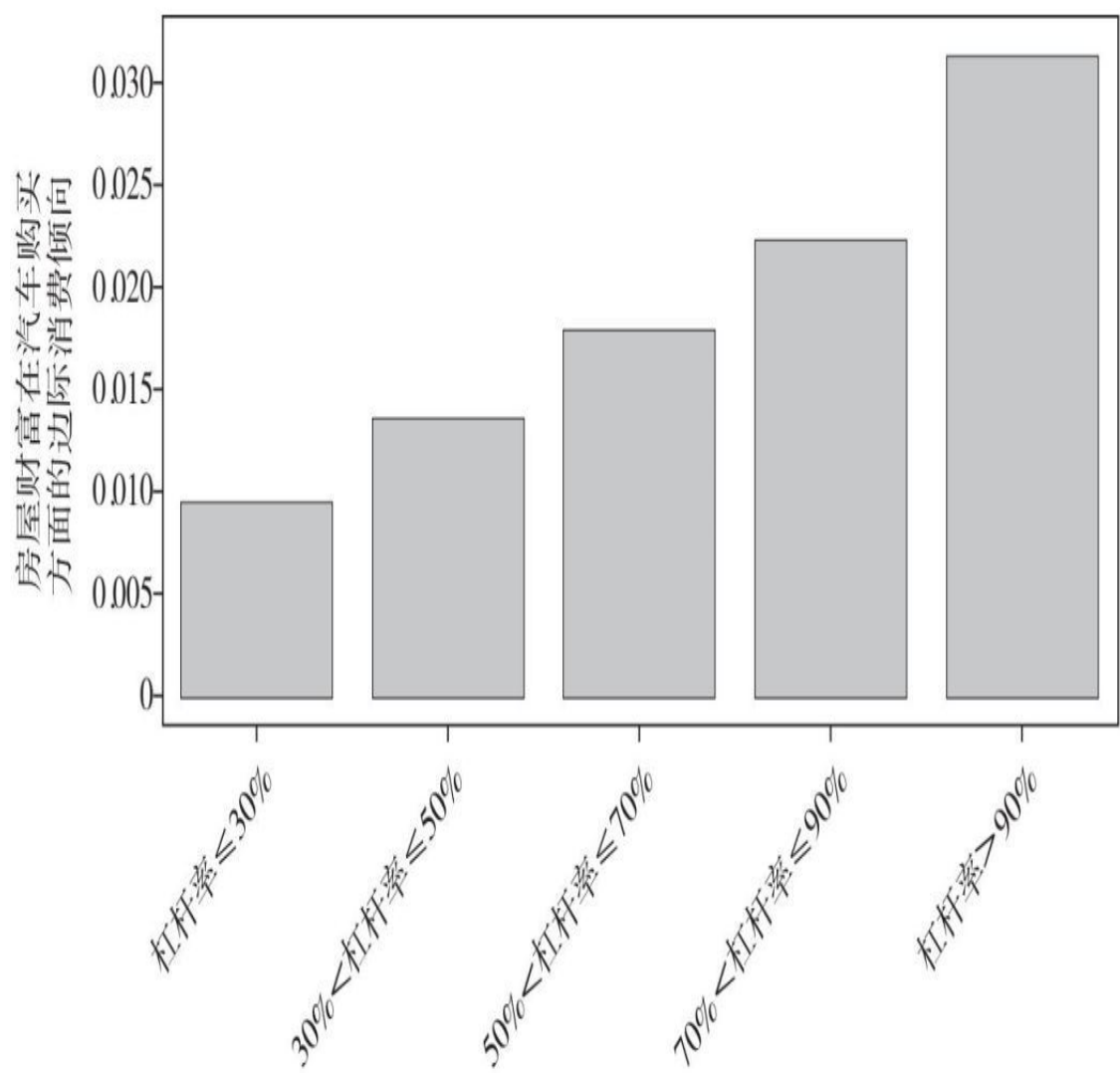


图3.3 受房屋杠杆率影响的边际消费倾向

对于高杠杆率家庭，其房屋财富的边际消费倾向更高，这是我们在研究中发现的一个最重要的结果。它意味着财富和债务的分配非常

重要。在大衰退期间，房屋价值下跌对高杠杆率家庭和低杠杆率家庭的影响并不完全一样：对杠杆最高的家庭来说，房屋价值下跌也最多。正如我们在第2章所讨论的，他们都是低净值家庭，全部财富都与房屋净值联系在一起。由此造成的一个后果就是，住房市场一旦崩溃，对低净值家庭的伤害也特别严重。对那些房屋财富的边际消费倾向最高的家庭来讲，他们面临的不仅仅是房屋价值下跌，而且是下跌得最多。换句话说，对那些债务水平低、金融资产多的家庭来讲，[\[5\]](#)就是房屋价值再多下降一点，他们在2006—2009年的支出也不会下降多少。

人们在边际消费倾向上的差异也有助于我们理解其他类型的资产价格崩溃，如21世纪初的科技泡沫破裂。我们不应当忘记，资产价格崩溃意味着巨大的财富损失。2000—2002年，美国家庭在金融资产上的损失高达5万亿美元，大多源于股票市场价格下跌，这与大衰退期间在房屋财富上的损失极为相似。然而尽管在科技泡沫破灭期间金融财富损失非常大，但家庭支出没有发生多大变化。实际上，2000—2005年，家庭支出还增长了5%。这个增幅低于1998—2000年15%的增幅，但远远高于2007—2009年的家庭支出下降8%。

因此，尽管科技泡沫破灭也造成家庭财富的巨大损失，但未对家庭支出产生影响。然而大衰退期间，房地产泡沫破灭却对支出产生了巨大影响，为什么会出现这种情况？上文所述的边际消费倾向为我们提供了答案：科技股票由非常富有的家庭所持有，几乎没有任何杠杆。截至2001年末，美国约90%的股票是由净值分配中前20%的人群所持有，而这些家庭的杠杆率仅为6%（也就是说，这些家庭每100美元资产中，债务仅有6美元）。低债务的富裕家庭，其财富边际消费倾向也比较低。结果就是科技泡沫破灭对支出几乎没有产生影响，对此我们一点都不意外。

对科技泡沫和房地产泡沫破灭的比较，为未来提供了有益的教训。资产价格下跌绝非好事，相反，当资产高度杠杆化后，资产价格下跌就会变得十分危险。高债务水平一旦与资产价格大幅下跌相结合，将会导致支出大规模下降。

## 对证据的总结

在本书的开头，我们提出了一个富有挑战性的问题：经济紧缩导致令人痛苦的失业，但我们并不确切地知道这为什么会发生。破解任何问题都需要搜集事实材料。目前我们已经列示了很多事实材料，帮助我们发现这些经济灾难得以发生的机制。在下一章，我们将概述经济理论，我们认为该理论可以解释衰退为什么会发生，但我们还是想概括一下到目前为止所列示的证据。

初步的证据显示，在严重经济衰退来临之前几乎总是伴随着家庭债务的急剧增加。美国的大衰退和大萧条就是很好的例子，欧洲在过去十年里多次出现的严重经济紧缩也是很好的例子。甚至早在1994年，就有学者意识到经济衰退的严重程度与衰退前的家庭债务增加之间存在密切的关系。而且，衰退是由家庭支出突然大幅减少所触发的。

另一个重要事实是，在房屋这类资产价格暴跌时债务会导致什么样的损失分配。在美国大衰退期间，房地产市场暴跌对低净值、高负债的购房者影响尤为严重。负债购房者是房地产价格下跌所致损失的第一承担者，由此造成的结果是，他们目睹了自己的净值大幅减少。金融体系对负债的依赖意味着，那些财富最多的人在房价下跌时反而得到了保护，那些没有任何资产的人却受到了沉重打击。在大衰退之前本已严重的财富分配不平等在2006—2009年进一步恶化。

当人们看到了支出的地域分布后，大衰退期间令人不解的消费骤减就不难理解了。那些家庭债务负担较重、房价下跌较多的县，在购房者净值被严重侵蚀的情况下，支出会急剧下降。那些成功躲过净值下降的县甚至在2008年全年都没出现支出下降。然而，即使成功避免房价下跌的县最终也出现了支出下降。

最后，债务是理解消费骤减的关键。由于止赎的外部性，它放大了房屋价值的损失，同时将损失集中到了那些高负债家庭，这些家庭的边际消费倾向也是最高的。

正如我们在本书开头所提及的，类似北印第安纳州那些被解雇的工人们需要有一个基于事实证据的解释，他们为什么会在大衰退期间失业。我们目前搜集了一些事实，使我们距离提供这样的解释更进了一步。在接下来的各章中，我们将提出一个经济紧缩理论，用以解释债务为什么会导致严重的经济紧缩，以及为什么会出现上百万工作岗位丧失的结果。

[1] 这里引自Alan Blinder，他在谈到挽救雷曼兄弟的失败时写道：“这是一个巨大的错误，并且很多人都这么认为。”参见Alan Blinder, “Six Errors on the Path to the Financial Crisis,” *New York Times*, January 25, 2009。

[2] Jacob Weisberg, “What Caused the Great Recession?,” *Daily Beast*, January 8, 2010, <http://www.thedailybeast.com/newsweek/2010/01/08/what-caused-the-great-recession.html>.

[3] 本部分的事实基于两项研究报告：Atif Mian, Kamallesh Rao, and Amir Sufi, “Household Balance Sheets, Consumption, and the Economic Slump,” *Quarterly Journal of Economics*, forthcoming; Atif Mian and Amir Sufi, “Household Leverage and the Recession of 2007–2009,” *IMF Economic Review* 58 (2010): 74–117。

[4] James Surowiecki, “The Deleveraging Myth,” *New Yorker*, November 14, 2011。他在专栏中还写道：“为了大幅刺激消费，以房屋净值做抵押进行借款的消费刺激是不可持续的，我们也不要指望经济回到那种状态。”我们完全同意这种观点。参见第6章到第8章。

[5] 布鲁金斯学会的Karen Dynan使用了完全不同的方法和数据库并发现了债务对家庭支出的强有力影响。她的分析发现：“在2007—2009年，高杠杆购房者支出下降的幅度比其他购房者要大，尽管净值的变化

要小一些。这就表明杠杆对消费的影响要高于单纯的财富效应对消费的影响。” Karen Dynan, “Is a Household Debt Overhang Holding Back Consumption?” *Brookings Papers on Economic Activity* (Spring2012) :299 -344。



## 第4章

### 杠杆化损失：理论

哈尔·范里安是谷歌公司的首席经济学家和加州大学伯克利分校的经济学荣休教授，他非常相信数据的力量。“自文明开始到2003年，”他在近期接受的一次采访中说道，“人类仅创造了5个EB的信息，而现在我们每两天就会创造那么多的信息。”他还曾振振有词地说道：“未来十年统计学家将是最性感的工作。”范里安也明白数据大爆炸使得解释它们的技能要求也相应提高。正如他所说：“在未来十年，获取数据的能力将是一项非常重要的技能，包括理解数据、处理数据、从数据中提取有价值信息、交流数据。”<sup>[1]</sup>你也许已经猜到了，我们同范里安一样对数据抱有激情，这也是为什么我们在前面花费三章的篇幅搜集事实证据，帮助我们理解经济严重衰退的原因。但是我们也同意范里安关于要正确解释这些数据需要技能的观点。

在宏观经济学中，解释数据的能力特别重要。美国整体经济是一个非常难以处理的对象，因为它包含了数以百万计的企业和家庭，它们彼此的交互关系就像一个生态系统，一方的行为会影响到其余的每个个体。在范里安所描述的信息爆炸环境下，一个人只能搜集有限数量的数据点来确定发生了什么事情。是什么样的行为正推动当前的经济发展？谁的行为更为重要？什么样的行动可以帮助恢复经济的活力？但是一个经济学

家要试图回答这些问题，如果不能对数据进行结构化处理，那么他将一头扎进数字的汪洋大海中。

这就将我们带到了经济模型的重要性上。很大程度上，宏观经济学家是由处理数据所使用的理论模型来定义的。在给定可得信息的情况下，一个模型为我们提供了必要的结构，用来识别哪些数据是较为重要的，然后决定采取正确的措施。在这一章里，我们将提出本书的核心经济模型，一个可以视作杠杆化损失框架的模型。我们迄今揭示的一些事实促使我们提出了这个模型。我们需要一个模型，它能从理论上合理解释为什么经济衰退前家庭债务会大幅上升以及为什么此后支出开始急剧下降。我们提出的理论将这些要点联系起来，用来解释为什么经济体的债务水平上升后，资产价格的暴跌会导致经济灾难。

在利用杠杆化损失框架进行解释时，我们还是从标准的无摩擦宏观经济学标准模型开始，我们之前称之为基本面观点。[\[2\]](#)我们认为该模型既不符合实际，也不能用来解释经济的严重紧缩。但尽管如此，在我们深入研究杠杆化损失框架之前，这一观点对于我们的理解非常重要，因为在完全理解基本面观点后，我们才能心悦诚服地不再认为是基本面造成了经济灾难。

## 基本面与罗宾逊·克鲁索

基本面观点背后的根本思想是经济的总产出或GDP是由生产能力决定的：工人、资本和企业的技术。经济是由其能生产什么来定义的，而不是由需求什么来定义的。总产出只是受一些自然因素的制约，如机器将各种投入转化成产出的比率、每个

人一天的工作时间、人们选择工作或休闲的意愿。有时人们将这种观点称为供给方观点，因为它强调的是资源的生产能力或供给。

当强调经济的供给方时，模型中的经济波动就由经济体的生产能力变化所致。例如，基本面观点的一个关键部分就是“罗宾逊·克鲁索”经济体，该经济体就包含一个人——罗宾逊·克鲁索和一种商品——椰子。<sup>[3]</sup>椰子的产量由椰子树的数量（“资本”）和罗宾逊·克鲁索选择从椰子树上摘取椰子的工作时间（“劳动供给”）决定。该经济体的GDP就是给定资本和劳动供给时所生产的总椰子数量。

那么在这个简化的经济体中是什么导致产出严重缩减呢？任何摧毁海岛生产能力的冲击，台风就是一个明显的例子。如果一次台风袭击了海岛，摧毁了大量椰子树，那么椰子的产量会大幅减少。经济就会经历一个以椰子消费下降为特征的“衰退”，消费下降是由台风摧毁生产能力造成的。这里经济产出是由可用于生产的资源决定的，而不是需求的变化。（更d书f享搜索雅书.YabookK）

更进一步看，如果生产能力没有消失，我们就很难理解为什么罗宾逊·克鲁索会突然选择大规模减少对椰子的消费。在没有任何灾难的情况下，罗宾逊·克鲁索减少椰子消费的唯一原因可能是消费偏好或者信心发生了变化。例如，或许他某天早上醒来，决定暂停吃椰子，以后才会重新开始消费椰子。或者他有一种台风即将来临的预感，所以需要囤积一些椰子。在我们看来，这类冲击很难测算，也难以在现实中加以证明。

基本面观点很难解释发达经济体出现的严重紧缩。在严重的紧缩发生时，几乎没有出现对经济的生产能力产生影响的显著冲击。例如，并没有出现战争或自然灾害这样严重的灾难性事件，来触发大萧条、大衰退或当前在欧洲蔓延的经济低迷。技术能力也没有遭到破坏，我们并没有忘记如何建造汽车、飞机或房屋。虽然在这些事件爆发期间都出现了房地产价格暴跌，但我们并没看到房屋或建筑物的崩毁。甚至在生产能力都没出现任何毁坏的情况下，严重经济衰退就触发了。

基本面观点的失灵可以归结为两个主要问题。首先，经济的大衰退并非由某个摧毁了经济生产能力的灾难性事件所触发。它们发生于资产价格暴跌、家庭支出急剧减少之时。其次，按照基本面观点，即使存在导致支出下降的某些冲击，也没有明显的理由可以解释经济受到的影响。也就是说，就基本面观点而言，支出下降并不导致经济收缩或失业。需要记住的是，在基本面观点中，产出是由经济体的生产能力决定的，而不是由需求决定的。为应对消费的急剧下滑，基本面观点中的经济体具有天然的矫正力量，使经济满负荷运行，这些矫正力量包括更低的利率和消费价格，我们将在下文做进一步解释。然而，事实表明，这些矫正力量并不足以使经济体重回正轨。

要解释经济的大紧缩问题，就需要完全不同于基本面观点的理论，而任何不同于基本面观点的替代理论都必须回答如下关键问题：为什么家庭会大幅削减支出？为什么支出削减会对总产出产生这么大的破坏性？为什么经济体没有对支出下降做出相应调整？为什么经济的产出会下降？为什么人们会失去工

作？杠杆化损失框架可以回答这些问题，并得到了数据的强力支持。我们现在就来看看这一理论框架的具体内容。

## 杠杆化损失框架<sup>[4]</sup>

杠杆化损失框架的第一个组成要素就是债务导致的人群差异。在经济中有借款人和储户，并且借款人有很高的杠杆。借款人以债务合约的形式向储户借款，债务合约要求每期支付利息。债务合约赋予储户对借款人资产的优先所有权。或者换句话说，当出现借款人不能偿还借款时，储户有权回收借款人的资产。如果房价下跌，并且借款人卖了房子，他仍然必须全额偿付住房抵押贷款。借款人对房屋拥有次级所有权，因此将直接承担与房价下降相关联的损失。

借款人通常都是低净值家庭，这也正是他们必须借款买房的原因。储户一般都是高净值家庭。在模型中，储户直接借贷给借款人，这就相当于富人借款给穷人。当然在现实中，储户将钱存在银行、投向货币基金或者直接持有类似股票的金融资产。这些钱会通过各种渠道变成借款人的住房抵押贷款。有一点保持不变：储户通过持有的金融资产，享有对标的房屋（underlying houses）的优先索偿权。富人在房价下跌时受到保护，不仅是因为他们富有，而且也因为他们对房屋拥有优先所有权。

杠杆化损失框架的第二个组成要素是对经济的冲击，它导致了负债家庭支出的急剧减少。通常，这种冲击可以是任何事



件，只要它降低了杠杆化家庭的净值头寸，或者使这些家庭借款变得更加困难。从实际情况看，房地产价格暴跌几乎总能成为冲击。正如我们在第2章所展示的那样，大衰退期间的房价暴跌毁掉了负债家庭的净值。

在杠杆化损失框架下，由于两种效应的存在，放大了房地产价格下跌对支出的影响。首先，损失被集中到其支出对房屋财富最敏感的人群身上，即债务人。其次，止赎导致初始房价冲击被放大。

当债务将损失集中到负债家庭身上时，这些家庭就有很多停止支出的原因。其中一个原因就是他们必须重新积聚财富，以确保在未来有钱可花。例如，考虑一对五十多岁、年届退休的夫妇，他们在其房屋上有20%的净值，正考虑利用这些净值申请作为退休的财务支出之用，他们既可以卖掉大房子换成小房子，也可以申请房屋净值贷款。当房价下降20%，房屋净值化为泡影时，他们将陷入困境。他们将没有足够的财富来覆盖退休时的计划支出。由此造成的结果就是，他们为了增加储蓄而减少支出。<sup>[5]</sup>

杠杆化家庭除了因为财富损失直接影响储蓄意愿外，还因为借贷面临更严格的约束而减少支出。例如，杠杆化家庭不再有足够的房屋资产用作抵押，来进行借贷，他们还可能在一段时间里很难获得低利率住房抵押贷款融资。这些更加严格的借款约束将抑制负债家庭的支出。在杠杆化损失框架下，如果房屋损失较为公平地分布在各类人群中，那么总体支出下降的幅度可能比实际发生的还要大。正如我们在第3章中所展示的，负

债家庭的支出对财富损失的敏感度要比储蓄家庭高。换句话说，储蓄家庭更能够在不减少支出的情况下承担损失。

债务将住房市场冲击的影响放大的第二个途径就是第2章讨论的止赎所产生的外部性。如果房价初始下降的幅度足够大，一些负债的购房者所欠的住房抵押贷款比房屋价值要多，资不抵债的家庭对其住房抵押贷款支付违约的可能性要大得多，要么因为负担不起，要么出于策略性动机。不管怎样，违约导致止赎，这反过来导致房价进一步下跌。房价初始下跌推动的支出削减随着止赎推动房价进一步下跌而放大。

尽管在杠杆化损失框架下，我们关注的是例子中的放贷家庭和借贷家庭，但这种直觉的适用性非常广泛。举例来说，借款人也可以是一个国家，如西班牙，向其他国家（如德国）大量举债。此时，由于上文讨论的同样原因，西班牙的房价下跌将迫使西班牙家庭急剧减少支出。德国将免受房价下跌的影响，因为它拥有对西班牙房屋的优先所有权。

我们目前已经描述了在杠杆化损失框架下支出大幅下降是如何发生的，这种下降是基本面观点不易解释的。但是，正如我们在上文指出的，我们还必须解决另外一个基本面观点没有解释的问题。在基本面观点中，即使支出严重下降，但经济体本身具有天然的矫正力量，因而能满负荷运行。

## 经济体如何反应？

在负债家庭减少支出时，经济体避免经济灾难发生的第一条途径就是大幅降低利率。当借款人通过减少借款修复资产负债表时，经济体中对储蓄存款的需求上升。当这些资金流入金融体系而又没有人借款时，将推动利率下行。最终，利率将变得足够低，激励企业借款进行投资，这也有助于弥补消费支出的下降。而且，这也可能刺激经济体中那些受房价下跌影响较轻的储户增加消费——当利率处于极低水平时，应该会激励储户购买新车或重新装修厨房。中央银行也会对这一过程施以援手，应对危机的典型方式就是压低短期利率。储户增加的支出和企业增加的投资应该能够填补借款人减少支出所留下的缺口，经济整体应该不会受到伤害。

经济体也可以通过商品市场来避免经济灾难的发生：当支出下降时，企业会降低商品价格。当商品价格下降时，购买者最终还是会返回市场。同样，对那些严重依赖出口的小国来讲，国内支出的下降将导致汇率贬值，这将使出口的商品对国外的消费者来讲相对以前更加便宜，因此可以提振国内产出。总之，经济体可以综合运用降低利率、国内商品价格、本币贬值等，来应对来自负债家庭的负面需求冲击。

但我们已经知道这些调整并不有效。在大衰退时，经济体无法应对来自负债家庭的大规模需求冲击。肯定存在一些阻碍这类调整的摩擦——这些摩擦放大了杠杆化家庭的支出下降，使之演变成全国范围的衰退，大量失业随之产生。

## 摩擦



最为有名的摩擦就是所谓的名义利率的零下限约束。<sup>[6]</sup>零下限约束意指利率不可能降到足以刺激经济体中的储户开始消费的水平。如果利率无法降到足够低的水平，因杠杆化家庭削减开支所导致的支出缺口将无法填平。这也被称为“流动性陷阱”，因为当利率保持在零水平而无法下降为负值时，人们就会以流动性工具的方式存储其资金，如现金及美国政府债券。储户会以无风险资产形式持有货币，而不是用于消费。

利率的零下限之所以存在，是因为政府发行了纸币，即现金，而现金的收益不可能为负。<sup>[7]</sup>我们通常以交易目的评估现金：付款给保姆或饭店的泊车服务生。但现金也是一种资产，在理论上你能以现金形式持有你的全部资产。如果你将全部货币变成现金，你可能得到的最糟糕的利率是多少呢？答案是0。在没有通货膨胀的情况下，对投资者而言现金的利率总是0，并且是无风险的。假如投资者总是持有无风险资产（现金），确保获得零收益，那么就没有资产会获得负的预期名义收益。这就意味着利率存在一个零下限：经济体的名义利率不可能低于0。

相反，假设对储户的银行存款收费。如果你今天存100美元，那么一年后你只有90美元。在这种情况下，储户就有动机购买商品而不是储蓄——本来可以买新房或新车，为什么要把钱存在银行亏掉呢？储户会通过消费来应对负利率，因此有助于弥补借款人减少的那部分支出。

但是零利率下限阻止了利率变成负值。在上面的例子中，如果银行对存款账户收取10美元的费用，你就可能取出钱放入

自家的保险柜里，这将确保你可以得到零收益，这就是有零下限。于是，经济会落入流动性陷阱。因为借款人需要重建资产负债表，同时面临苛刻的借款约束，所以他们不可能有支出。储户也会拒绝支出，因为利率尚未充分下降到促使其消费的负水平。<sup>[8]</sup>这样一来，经济活动就变成了需求驱动型的，经济体中任何能够引致家庭消费的行动都可以增加总产出。经济史上几乎每一次严重经济紧缩都与过低的名义利率相关联，这就不足为奇了。正如我们所写，美国短期国债的利率已经连续5年为0了。

通货膨胀显然是一种使实际利率进入负区间的方法。通货膨胀起到了类似银行对储户所持现金收费的作用。目前，我们将不考虑通货膨胀（但在本书第11章的政策部分，我们将回到这个问题上）。

那么消费价格降低会怎么样？难道它们无法提起人们花钱的欲望吗？答案再次是否定的，而且消费价格的降低甚至会使问题更加严重。只有企业降低成本，即减少工资，低价格才有可能实现。然而，削减工资只会挤压那些负债家庭，它们的债务负担以名义值计价，是固定不变的。如果负债家庭面临工资下降而需要支付的住房抵押贷款保持不变，那么他们可能进一步减少支出。这就形成了一个恶性循环，负债家庭减少支出，导致企业降低工资，降低工资使负债家庭的债务负担加重，债务负担加重使家庭进一步减少支出。在大萧条之后，埃尔文·费雪将这种情形称为“债务—通缩”循环。<sup>[9]</sup>

还有其他几种摩擦会阻止经济调整以应对严重支出冲击。例如，借款人购买的产品的种类一般不同于储户。如果借款人开始减少购买，经济体就需要减少生产借款人喜欢的产品，增加生产储户喜欢的产品。在这一再配置过程中就存在摩擦。经济体可能需要将工人从建筑业转向其他行业；还可能需要将工人从当地的零售行业转向出口产业，以实现通过本币贬值增加产出的目的；<sup>[10]</sup>还可能需要将支出从借款人转移到储户身上。总之，任何阻止再配置的摩擦都会将杠杆化家庭支出的减少转变为伴随着高失业率的经济大衰退。

## 无一幸免

当债务导致家庭支出急剧减少时，像利率零下限这样的摩擦阻碍了储户弥补这个支出缺口。但是需求减少所产生的灾难性经济后果并非由债务人单独承担——它会扩散到整个经济。杠杆化损失甚至会影响到那些在繁荣时没有任何债务的人群。

由杠杆化损失导致的需求减少所生产的最灾难性的冲击效应就是失业的大规模增加。因为家庭支出的减少，那些生活在完全不受房地产崩溃影响地区的工人丢掉了他们的工作。摩洛哥房车有限公司就是一个很好的例子。北印第安纳的债务水平并不高，而且房价没有出现大幅下跌，但为什么那里的工人会失业呢？

寻找高失业率的原因是一个严峻的挑战。即使到了今天，宏观经济学家们仍然对非自愿失业产生的原因以及这种失业是否存在争论不休。标准的宏观经济学模型难以处理非自愿失

业，因为它们假定工资面对冲击应该可以自动调节，使想要工作的居民数量（“劳动供给”）与企业想雇佣的数量（“劳动需求”）相等。只有存在阻止工资调整和工人寻找工作的“黏性”，宏观经济学模型中才会有非自愿失业。

我们用一个简单的例子解释杠杆化损失情况下的就业动态情况。<sup>[11]</sup>假设经济体由两个岛屿组成，债务人岛和债权人岛，债务人岛上的每个人都有大量的债务负担，而债权人岛上没人有债务。债务人岛和债权人岛上的家庭都消费两种商品：汽车和理发。汽车可以在债务人岛和债权人岛间交换，但理发不能。换句话说，每个岛上汽车产业的就业数量是债务人岛和债权人岛两个岛屿总需求的函数，但是理发店就业数量只取决于本岛对理发的需求量。我们假设人口不能在岛屿间流动，他们固定在居住地。

假设债务人岛上的房价出现暴跌，杠杆化损失导致该岛在汽车和理发上的支出急剧减少。如果工资和价格可以灵活调整，我们预期什么会发生？理发需求只来自居住在债务人岛上的居民，结果就是理发需求的减少将压低理发的价格。这将反过来压低债务人岛上理发师的工资。理发师不接受低工资，很多理发师就会辞职，到汽车产业去工作。

但是汽车产业工人的增加也会压低汽车厂的工资，直到汽车厂的工资与理发店的工资相等。因为汽车制造商有更多的可雇工人，所以他们可以少支付工资。在债务人岛上，最终结果就是汽车产业的就业人数增加，而理发师减少，工资降低。但

是总的就业人数不会发生变化，工人离开理发店，转移到汽车厂，他们将被迫接受更低的工资。

债权人岛与债务人岛通过汽车产业连接起来，因此尽管债权人岛没有经历杠杆化损失，但仍无法免受影响。债务人岛上的汽车产业工资下降，使得该岛上的汽车制造商能以更加便宜的价格销售汽车。由于债务人岛上生产的汽车可以在债权人岛上销售，债权人岛上的制造商必须通过降低汽车价格以及支付给工人的工资作为回应。在债权人岛上，汽车工人为应对工资下降，会离开汽车厂成为理发师。当然，这会压低理发师的工资，直至理发师的工资再次与汽车厂降低后的工资相等。在这个例子中，尽管工资和价格可以灵活调整，但债务人岛上的家庭仍然受到该岛上杠杆化损失的直接影响，他们不得不接受更低的工资。

但是如果工资和价格不进行充分的调整，就会产生严重的问题。假设我们面临完全的价格和工资黏性，在债务人岛上的家庭需求下降时，价格和工资都无法做出调整。当债务人岛上的房价崩溃时，家庭再次减少在汽车和理发上的支出，汽车厂和理发店的收入将会减少，它们需要降低成本。但是如果它们不能通过降低工资来应对需求的下降，汽车厂和理发店都将被迫解雇工人，债务人岛的失业量就会急剧增加。

但是，一个关键的发现就是：债权人岛上也不得不承受高失业。当债务人岛上的家庭减少在汽车上的支出时，债务人岛对债权人岛工人生产的汽车需求会下降，因此汽车厂的收入也会减少。如果这些工厂无法通过降低工资来减少成本，他们将

解雇工人。被解雇的汽车厂工人试图受雇于理发店，但由于工资无法降低，他们的就业受阻。造成的结果就是，虽然债权人岛上的工人没有任何债务，但他们仍将失业。

这个例子假设存在工资黏性，它阻止了维持充分就业所需的再配置。债务人岛上的工人需要从理发店转移到汽车产业，而债权人岛上的工人需要从汽车产业转移到理发店。当本地经济受到需求冲击时，工人需要重新配置，从满足本地需求的部门转移到满足外部需求的部门。灵活的工资调整可以实现这种重新配置，但是黏性工资则无法做到这一点。当然还存在很多其他摩擦，它们扮演着同样的角色。在这个例子中，如果理发师在成为汽车工人之前需要额外的培训，反之亦然，那么在需求冲击发生时，我们也将看到失业上升。

我们并不想让人们以为实施了灵活调整的工资就能解决问题。我们说明了由于存在埃尔文·费雪所称的“债务一通缩”循环，负债家庭工资的减少如何使支出问题进一步恶化。问题的关键是，当杠杆化家庭减少支出时，经济需要彻底调整，工资必须下降，工人需要转移到新行业。在重新配置的过程中，摩擦就会将支出的下降变成大量的失业。

## 重新配置？

在经济紧缩时，人们提出的一种常见观点是，我们应该通过资源的重新配置来避免经济灾难的发生，考虑降低工资，重新安置工人，理论上说的确如此。但是，这种方法面临诸多障碍，经济体需要快速调整来回应支出的大幅下降，而任何阻止



快速调整的摩擦都可以伤及经济整体。要阻止消费快速下降，一个更加有效的方法就是直接针对杠杆化损失问题。这也是本书后面所做政策建议的一个重要主题。

从上述例子中，我们得到的重要教训就是我们都身处困局。即使经济体中的一些家庭在繁荣时已经远离有毒债务，但在衰退时他们也将承担家庭支出减少所带来的后果。例如，美国很多汽车厂所在地区完全没有出现房地产的暴涨和暴跌：印第安纳州、俄亥俄州和肯塔基州。然而，在大衰退期间，这些州的汽车工人因为美国其他地区的高杠杆化家庭停止购买汽车而受到伤害。就业就是最重要的传导渠道，通过杠杆化损失传染到整个经济体。当然也还有其他传导渠道。当高杠杆化家庭无法偿还到期债务时，银行止赎，压低整个临近地区的房价。违约也可能导致银行减少对其他家庭的贷款。整个国家都受到了损害。

在杠杆化损失导致的经济危机中，人们的自然反应就是道德判断和愤怒。人们纷纷说不负责任的购房者借款太多，他们是自作自受。但是危机期间这样的道德说教无法达到任何效果。杠杆化损失问题迅速蔓延到整个经济体，杠杆化家庭的支出迅速减少波及我们每个人。

[1]. 对Hal Varian的采访来源有两部分：Holly Finn, “Lunch with Hal,” *Google Think Quarterly*, March 2011, <http://www.thinkwithgoogle.co.uk/quarterly/data/hal-varian-treating-data-obesity.html>; and McKinsey & Company, “Hal Varian on How the Web Challenges Managers,” *McKinsey Quarterly*, January 2009, [http://www.mckinsey.com/insights/innovation/hal\\_varian\\_on\\_how\\_the\\_web\\_challenges\\_managers](http://www.mckinsey.com/insights/innovation/hal_varian_on_how_the_web_challenges_managers).

[2]. 宏观经济学家将基于基本面的理论称为实际商业周期理论，因为经济波动主要受“实际”冲击的影响，也就是说对经济生产能力的冲击。经典的引用来自Edward C. Prescott,

“Theory Ahead of Business Cycle Measurement,” *Federal Reserve Bank of Minneapolis Quarterly Review* 10, no. 4 (1986) :9-21。

[3] Robert Barro在其教科书的第2章使用了这个例子， *Macroeconomics*, 5th ed. (Cambridge, MA: MIT Press, 1997)。

[4] 除我们自己的研究外，还有另外四项研究对我们在此问题上的思考有启发：Gauti Eggertsson and Paul Krugman, “Debt, Deleveraging, and the Liquidity Trap,” *Quarterly Journal of Economics* 127, no. 3 (2012) :1469 -1513; Veronica Guerrieri and Guido Lorenzoni, “Credit Crises, Precautionary Savings, and the Liquidity Trap” (working paper, University of Chicago Booth School of Business, July 2011); Robert E. Hall, “The Long Slump,” *American Economic Review* 101 (2011) :431 -469; and Virgiliu Midrigan and Thomas Philippon, “Household Leverage and the Recession” (working paper, NYU Stern School of Business, April 2011)。

[5] 在财富冲击后，与支出减少密切相关的一个原因是预防性储蓄。如Christopher Carroll and Miles Kimball, “On the Concavity of the Consumption Function,” *Econometrica* 64 (1996) :981 -992。Christopher Carroll对财富分配在大衰退期间如何影响支出减少进行了大量的研究。Richard Koo也做了与此相关的研究，他谈到日本的情况时提出了“资产负债表衰退”，其中负债企业为去杠杆化大幅削减投资。参见Richard Koo, *The Holy Grail of Macroeconomics: Lessons from Japan's Great Recession* (Singapore: John Wiley & Sons [Asia], 2009)。

[6] Paul Krugman, “It’s Back: Japan’s Slump and the Return of the Liquidity Trap,” *Brookings Papers on Economic Activity* 2 (1998) :137-205.

[7] 从理论上讲，如果政府或者美联储对现金征税，那么其收益有可能为负。例如，美联储就可以对银行持有的准备金收税。在实践中，我们几乎从未看到这种行为，这就意味着名义利率的零下限约束还是存在的。

[8] Robert Hall对利率零下限约束的机制做了精彩的解释，他说道：“政府发行带有收益（高于负实际利率）的货币，做了私人组织不会做的基本无经济意义的事情——过度补贴了放贷者。”换句话说，现金变成了一种无效率的高收益资产，导致人们会过多地持有它。参见Robert E. Hall, “The Long Slump,” *American Economic Review* 101 (2011) :431 -69。

[9] Irving Fisher, “The Debt-Deflation Theory of Great Depressions,” *Econometrica* 1 no. 4 (1933) :337 -357.

[10] 例如，Zhen Huo和Jose-Victor Rios-Rull建立一个经济模型，其中由于很难将资源转移到出口商品的生产上，导致财富受损，衰退随之而生。Zhen Huo and Jose-Victor Rios-Rull, “Engineering a Paradox of Thrift Recession” (working paper, University of Minnesota, Minneapolis, December 2012)。



[\[11\]](#) 我们在下面的文章中建立了这个正式的模型：Atif Mian and Amir Sufi, “ What Explains High Unemployment?: The Aggregate Demand Channel” (working paper, University of Chicago Booth School of Business, 2012)。

## 第5章

### 对失业的解释

2012年1月，来自田纳西州的共和党参议员鲍勃·柯克猛烈抨击奥巴马政府提出的用纳税人的钱来减记资不抵债住房抵押贷款本金的建议，他称之为“糟糕的公共政策”。他的办公室发表了一份措辞严厉的申明：“（立法）意味着有责任心的田纳西人及其他美国人将为加利福尼亚、佛罗里达、内华达、纽约这些州不计后果的购房行为埋单，在2008年金融危机之前，一些新式住房抵押贷款和无首付住房贷款在这些州大行其道。”为了阻止援助那些轻率的购房者，柯克参议员说：“我将在这一周提出议案，如果加利福尼亚或佛罗里达这样的州想要减记他们所在州的住房抵押贷款本金，他们可以用本州的钱自己做，而不是用联邦纳税人的钱。”<sup>[1]</sup>

在田纳西州选举人看来，真的就像柯克参议员所说，帮助受房地产打击的州的购房者是一项“糟糕的公共政策”？要回答这个问题，让我们近距离审视一下田纳西州的经济。柯克参议员是对的，田纳西州在很大程度上避免了房地产的大起大落。从2002年到2006年，田纳西州的房价只上升了25%，远低于加利福尼亚州和佛罗里达州的60%。田纳西州的家庭陷入衰退时，他们的债务也远低于全国平均水平，而且在房价暴跌时，净值仅下降了2%。

田纳西州避免了房地产的大起大落，因此就意味着他们不会受到其他州所出现的灾难的影响吗？迫使加利福尼亚州和佛罗里达州遭受打击的家庭自己想办法解决危机对田纳西州来说会更好吗？柯克参议员的逻辑有一个问题，那就是田纳西州不是一个孤岛。田纳西州的工作高度依赖于美国经济其他部分的表现。例如，2007年田纳西州的汽车制造业非常繁荣。实际上，从全国各州在汽车制造业就业的工人数

量占比看，田纳西州高居第六。2007年，有超过11.4万名田纳西人受雇于汽车或汽车零部件生产工厂。每当田纳西州的汽车工厂造出一辆车，就会被运到其他州销售，很多汽车运往的所在州，其房地产下滑非常严重。因此，当佛罗里达人大幅减少汽车支出时，田纳西州汽车工厂的工人就得承担后果。在大衰退期间，每四个在汽车制造业工作的田纳西人就有一人失掉工作。也就是说，有3万名田纳西人失去了工作。

这种情况不仅仅发生在汽车厂，凡是将生产的商品销往美国其他地区的企业，我们都会看到类似情况。按照所生产的商品拟销往工作所在州之外的地区的工人所占份额看，田纳西州在全国排名第七位。2007年至2009年，在生产这些销往州外的商品的工人中，每六人中就有一人丢掉工作。加利福尼亚州、佛罗里达州、内华达州以及纽约州的家庭支出急剧下降直接影响到了田纳西州的工人。我们尚不清楚缓解其他地区房地产危机的政策可以挽救田纳西州多少工作岗位，但是田纳西人的观点，即帮助加利福尼亚州和佛罗里达州的问题购房者是一项“糟糕的公共政策”，是值得商榷的。当谈到与杠杆化损失相关的问题时，你在哪里居住其实并不重要。正如我们所说，劳动力市场的涟漪效应意味着我们是命运共同体，休戚与共。

第4章提出的杠杆化损失理论表明，柯克参议员的观点是有问题的。我们展示了债务人岛上的支出冲击最终会通过汽车产业导致债权人岛丢失工作岗位。在本章中，我们将运用数据，确切计算出实体经济中的家庭净值损失会导致多少工作岗位损失。我们也将揭示大衰退以来的摩擦，是它们将需求大冲击最终转换成最大的就业危机。

## 量化失去的工作岗位

2007年3月至2009年3月，美国经济的私营部门流失了600万个工作岗位，失业率攀升到9%，这在美国近期经济史上是从未有过的。有多少工作岗位是由于第4章所强调的家庭净值冲击而丢失的呢？本章的目标就是运用数据来回答这个问题。正如我们在第3章所讨论的，2006年至2009年，那些经历了净值大幅下降的高杠杆化县，它们的家庭支出下降的幅度要大得多。我们试图估算整个经济体有多少工作岗位是由于美国受打击最大的地区支出下降而失去的。

一个自然起点就是弄明白出现房地产问题的地区相对于那些没有出现房地产下滑的地区多失去了多少工作岗位。例如，我们可以给出加利福尼亚州比田纳西州多丢失的工作岗位数。但是这也并不全面，其原因与我们批评柯克参议员的逻辑时所说明的原因相同，即房地产重灾区所购买的商品来自全国各地。这就提出了一个严峻挑战：我们如何估算在没有发生房地产崩溃的地区所丢失的工作岗位中有多少是由于全国其他地区的支出下降导致的？

我们首先将美国的就业分为两大类：服务于当地经济的工作岗位和服务于全国经济的工作岗位。我们称服务于当地经济的工作岗位为不可贸易工作岗位，主要分布在零售业和当地服务业，如餐饮和百货。我们称服务于全国经济的工作岗位为可贸易工作岗位，这些工作岗位生产的商品可以销往全国其他地方。这些工作岗位包括制造汽车或家具、家电等耐用消费品。可贸易工作岗位也包括制造其他行业在生产过程中使用的机器。这些工作岗位依赖于全国的支出。这里使用的标准与我们在田纳西州例子中所使用的一样——就可贸易工作岗位在所有工作岗位中的占比看，田纳西州在全国排名第11位。<sup>[2]</sup>

正如我们在第4章债权人岛—债务人岛的例子中所解释的那样，从杠杆化损失的视角讨论就业，有利于我们具体地预测大衰退期间工作岗位损失的地理分布。我们预计净值受到冲击的地区，不可贸易工

作岗位将会减少更多。然而，我们预计可贸易工作岗位减少并不只限于净值受到冲击的地区。相反，我们预计可贸易工作岗位减少会较为均匀地分布在全国各地。仔细观察数据中的这两种工作岗位的情况可以发现：不可贸易工作岗位的减少集中在受房地产打击的地区，而可贸易工作岗位的减少在全国各地均有分布，这支持了杠杆化损失框架。

汽车业为我们解释这种情况提供了一个很好的例子。汽车生产和销售既有可贸易也有不可贸易工作岗位。汽车厂工人生产的汽车将销往全国各地，因此这些可贸易工作岗位依赖于全国的汽车需求。然而，真实销售发生时，汽车经销商需要销售地的工人。在购买汽车的某个时间点上，工人必须与买方进行交流，尽管可能非常简单。因此当地汽车经销商需要的不可贸易工作岗位主要依赖于当地对汽车的需求。

杠杆化损失框架对大衰退期间汽车产业的就业地理分布给出了强有力的预测。数据应该显示，在全国那些净值下降最大的地区，汽车经销商解雇的工人较多。我们应该可以看到那些房地产没有下滑的地区汽车经销工作岗位丢失较少。同时，在给定房地产受打击地区汽车需求大幅下降的情况下，数据也应该显示那些生产汽车或汽车零配件的工作岗位在全国都会减少。不论当地净值是否受到冲击，杠杆化损失框架都预测汽车厂会解雇工人。

这就是我们在数据中实际看到的情况。一个县的汽车销售工作岗位损失与当地净值冲击的规模之间存在很强的关联。在那些净值受到最大冲击的县，汽车销售工作岗位减少了14%，而在净值冲击最小的县，汽车销售工作岗位仅下降了3%。我们知道受冲击县的负债家庭迅速减少了汽车支出，这种减少直接影响了汽车销售的工作岗位。与之相比，没有受到房地产冲击的县，其支出下降要温和得多，特别是在

衰退刚开始时，因此汽车销售工作岗位的损失要少一些。然而，全国各地汽车生产商的就业损失就非常庞大。在所有汽车生产县，汽车生产工人的就业损失达到20%~30%，完全与当地的房地产市场无关。

当我们将这些证据归集起来，就非常有说服力。在那些经济没有受到影响的县中，企业销售几乎没有下降，销售汽车的工作岗位很安全。然而就在这些相同的县中，汽车制造厂的工人却遭到大规模解雇。这些事实表明汽车制造厂的工作岗位损失是全国范围内房地产受打击地区的支出冲击的直接结果。

当然，可以对所有工作岗位进行类似的检验，而限于汽车产业。证据非常清楚地显示，在那些房产净值下降最大的县，服务于当地需求的不可贸易工作岗位减少的幅度相比于其他地区要大得多。但是服务于全国需求的可贸易工作岗位的减少在全国各地十分普遍。图5.1描绘了这种情况。与第3章的情况相似，在衰退期间，高净值下降县是那些房产净值下降最大的20%的县，而低净值下降县是那些房产净值下降最小的20%的县。如图5.1左侧所示，受到房产冲击影响的县，其不可贸易工作岗位减少要多得多。但图5.1右侧展示了可贸易工作岗位如何在全国以相同比率丢失的情况。不论当地是否出现房地产下跌，那些生产国内需求商品的工作岗位在全国下降了近15%。

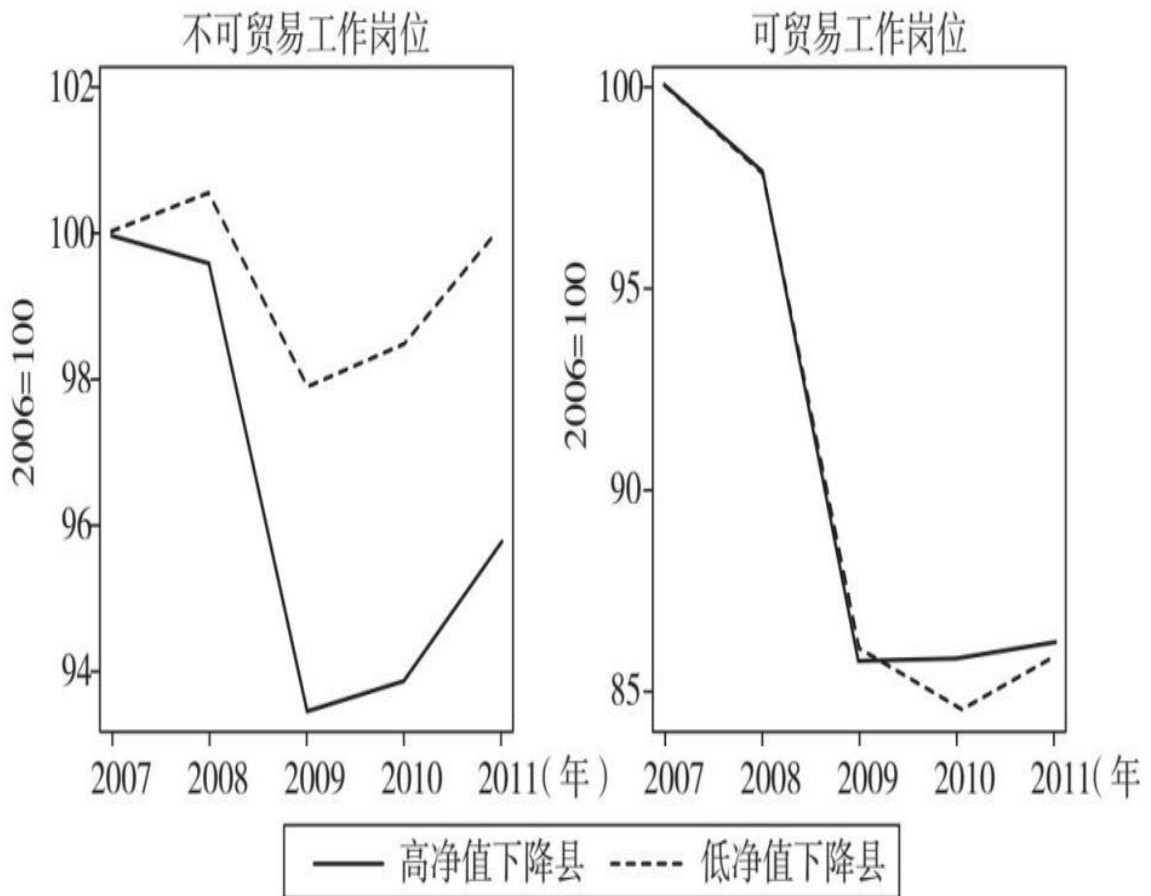


图5.1 大衰退期间的工作岗位流失

图5.1的情况不是仅仅在田纳西州出现。另外一个较好的例子是艾奥瓦州。在房地产繁荣期间，艾奥瓦州的房价上涨水平刚刚超过通货膨胀率。艾奥瓦州进入大衰退时，其家庭债务水平远低于全国平均水平，2006—2009年，艾奥瓦州的房价基本没有变化，也没有出现严重的房地产衰退。而且，在大衰退期间艾奥瓦州的总支出实际上还增长了5%。考虑到艾奥瓦州的经济增长强劲，我们毫不奇怪在大衰退期间那些满足当地需求的工作岗位基本没有流失。零售和餐饮的就业没有发生变化，但是满足全国需求的工作岗位却下降了10%。尽管本地经济强劲，但在这些行业工作的艾奥瓦人却受到影响。如果全国其他

地区的杠杆化损失导致艾奥瓦州出现失业，那么这种情况正是我们所预期的。

图5.1的情况是我们估算美国经济中失业状况的基础，也是房地产崩溃对净值造成冲击的结果。使用一些技术假设，我们估计，2007年3月至2009年3月，由于杠杆化损失，美国失掉了400万个工作岗位，这就表示在我们的样本中失掉了65%的工作岗位。[\[3\]](#)

## 摩擦，摩擦

正如第4章提及的，按照基本面观点，不应该出现如此大面积的失业，相反，经济体应该存在某种机制，使就业具有弹性，以保持充分就业状态，即使面临大的负面需求冲击也应如此。例如，在受到打击的行业和地区，工资应该下降。在加利福尼亚州的中央山谷地区，在需求急剧下降时，餐饮、零售以及其他满足本地需求的工作岗位的工资应该降低。工资水平下降有助于激励零售行业保留部分工人而不是解雇他们。而且随着一部分工人离开这个行业，去寻求更好的待遇，经济体出口部门的工资水平也会下降。

从理论上讲，工资将下降到出口公司发现在中央山谷地区设立工厂是有利可图的水平上。这种出口效应是经济学家所强调的一种标准机制。当一个城市或国家出现支出下降时，有弹性的经济体应该能够通过降低工资使出口行业更具竞争力，以此来进行调整。另外一种调整机制就是迁移。对于工人来讲，正是收拾行囊搬迁到本国那些就业市场较好的地区居住的好时候。那些追随约瑟夫·熊彼特的经济学家们认为这种“创造性毁灭”过程是自然的，甚至是健康的。当经济体需要将生产配置到新的业务领域时，工人们要想利用这些新的机遇就得流动起来。



但不幸的是，在大衰退期间，美国经济并不是这样运行的，失业持续存在。约翰·梅纳德·凯恩斯充分认识到了这一点，他写道：

“也许古典理论代表了我们希望的经济体系的运行方式，但是如果把现实世界假设为这样，就等于把我们的困难都给假设掉了。”<sup>[4]</sup>我们不能假设这些机制能够解决失业问题，相反，我们应该仔细研究它们为什么不能解决就业问题。换句话说，究竟是什么阻止了经济体按照我们认为应该的方式做出调整？

我们已经提到了名义利率的零下限。但另外两类摩擦通过数据凸现出来：工资没有降低，人口也没有迁移。旧金山联邦储备银行的三位经济学家研究了2008年至2012年的工资增长情况，发现了惊人的结果，<sup>[5]</sup>2008年至2011年，在扣除了通货膨胀后工资实际增加了1.1%，这种情况确实发生了，尽管失业率处在近期历史的最高水平。

工资没有下降，要么因为所谓的名义工资黏性，要么出现了以名义美元计算的工资保持不变的情形。旧金山联储的经济学家研究了每年的变化情况，发现那些接受完全相同名义工资的雇员出现了急剧上升。换句话说，大衰退期间，雇主非但没有削减工资，反而保持工资不变或者小幅增加工资。在危机期间，在本年接受与上一年完全相同的名义工资的工人比例是1980年以来最高的。

在深入研究了全国各地的净值冲击差异后，我们在受打击最沉重的地区发现了一些工资相对向下调整的薄弱证据。需要记住的是，在受打击最沉重的地区，服务于全国经济和当地经济的工作岗位都出现了大幅下降，但是这些地区的工资只有轻微下降。没有哪个地方的工资大幅下降到足以阻止失业上升的程度。在那些受房屋净值下降打击最沉重的20%的县中，大衰退期间失业率由不到5%迅速蹿升至13%。2012年夏季，也即官方宣布衰退结束的三年后，失业率仍然保持在10%以上。

面对如此的经济不景气，这些地区的工人有强烈的愿望到其他地区寻找工作，但这种情况并未发生。实际上，2007年至2009年，受打击县的人口增长率与那些房地产没有下滑县的人口增长率完全一样。例如，在加利福尼亚州中央山谷地区受打击最沉重的三个县，其失业率接近20%，但是在2007年至2009年，这三个县的人口实际上小幅增加。尽管面临灾难性的经济环境，人们并没有选择离开。

## 为什么会失业？

从各种事实可以得出一个令人信服的结论：经济完全无法调整以应对源自杠杆化损失的大规模支出冲击。我们看到，工资没有下降，人们也没有到别处寻找工作。但这究竟是因为什么呢？现在仍有大量研究在持续跟踪这个问题。正是这个问题促使凯恩斯在1935年写出了他的新理论，但是我们认为，仍然没有令人满意的答案能解释它。

经济学家们提出的一种解释是技能错配。这一解释的基本思想就是工人从事其他专业工作需要接受再培训。费城联邦储备银行行长查尔斯·普洛瑟简单地总结道：“你无法很轻松地将一名木匠变成一位医生，你也不能轻易地将房地产经纪人变成制造业工厂的计算机专家。”<sup>[6]</sup>但是技能错配解释与经济体出现的就业大幅减少并不一致。每个行业、每个教育层面的工人都出现了失业大幅增加的情况。

另外一个解释就是止赎延迟和政府救助降低了工人在大衰退期间寻找工作的积极性。例如，凯尔·赫肯霍夫和李·奥哈纳图认为，不会立即止赎的跳期支付抵押贷款（skipmortgage）同时起到了类似失业保险的作用。<sup>[7]</sup>当一个工人失去工作时，他可以选择跳期支付抵押贷款，但是为了享受这一好处，他就必须住在当前的房屋里。这样一来，他就没有动力到其他地方寻找新的工作。从失业保险及其他政府救济中也能得到相同的观点，它们在理论上降低了失业工人接受更低

工资的积极性。如果一个被解雇的工人收到了失业保险赔付，按常理，要诱使该工人接受一份工作，工资必须高到足以弥补工作带来的不快乐。

这些观点在理论上有道理，但是几乎没有经验证据的支持。例如，杰西·罗思坦就研究了失业保险对失业率的影响，[\[8\]](#)他发现：扩大失业保险实际上提高了大衰退期间的失业率。但是这种影响非常小，与总体失业率增加5%相比，随着失业保险的扩大，失业率仅增加0.1%~0.5%。约翰内斯·施米德尔、蒂尔·瓦赫特和史蒂凡·本德研究了德国在经济繁荣和衰退时期扩大失业保险的影响。[\[9\]](#)他们发现的证据显示，在衰退期间失业保险对降低人们寻找工作积极性的影响实际上较小。

尽管经济学家们未能解释失业，但不能诋毁他们对人类行为后果的专业看法。他们是严肃认真的。史蒂芬·戴维斯和蒂尔·瓦赫特利用社会保障档案的收入数据评估了衰退期间失业的货币损失。[\[10\]](#)他们发现一名在衰退期间被解雇的工人此后失去的收入等于他在被解雇前年收入的三倍。他们指出，这是一个相当惊人的数目。而且那还仅仅是货币损失。非货币损失——压抑、失去尊严、离婚——更加难以量化，但基本可以肯定的是，这类损失甚至会更大。

持续的高失业给社会施加了极大的成本，它为什么会持续存在，经济学家们也没有好的答案。我们的观点非常简单：我们必须努力，改变经济体系，以避免导致高失业的冲击出现。一旦杠杆化损失出现，支出的快速下降及令人痛苦的失业增加几乎不可避免。我们必须从源头上解决这个问题，而不是在冲击变成现实时，寄希望于经济体的自我调节。

## 杠杆化损失：小结

在本书开篇，我们就使用了大量的统计数据。在历史上，最严重的衰退之前都出现了家庭负债急剧上升和资产价格暴跌的情况。在美国不论是大衰退还是大萧条都遵循了这种模式。从国际情况看，我们观察到，那些家庭债务负担大幅上升的国家，其大衰退的程度更加严重。家庭债务上升、资产价格暴跌和经济严重紧缩之间存在必然关系。

因此我们提出了杠杆化损失框架来解释这种情形。问题的关键是债务。由于止赎以及损失集中到那些经济中净值最少的负债家庭身上，债务就进一步放大了资产价格的下降。债务的基本特点是：它迫使债务人承担这种猛烈冲击。这种情况非常危险，因为负债家庭的支出对净值冲击极端敏感。当净值出现下降时，他们将大幅减少支出。需求冲击毁坏经济，结果就是经济大灾难。

来自美国大衰退的证据支持了这一框架。房地产市场崩溃通过摧毁贫困负债购房者的净值拉大了财富不平等。使用美国各地支出减少的差异，我们说明了支出减少主要集中在那些受杠杆化损失冲击最大的县。支出急剧下降所造成的后果波及整个经济体，那些房地产没有出现下跌地区的工人也丢失了工作岗位。

但是，到目前为止我们回避了一个中心问题：经济体是如何落入杠杆化损失陷阱的？或者，换句话说，是什么导致债务出现如此大规模直至最终不可持续增长？在第6章我们将研究这些问题。正如我们所认为的那样，债务不仅放大了崩溃，还助长了泡沫，使崩溃最终不可避免。如果我们想一劳永逸地解决杠杆化损失问题，我们就必须明白债务为什么不论在衰退时期还是繁荣时期都危害不浅。

[1] Bob Corker参议员：“柯克：奥巴马政府提出的资不抵债住房抵押贷款本金减记计划是一项‘糟糕的公共政策’，迫使田纳西州为其他州不负责任的购房行为埋单。” 2012年1月30日 新闻稿地址：[http://www.corker.senate.gov/public/index.cfm/2012/1/corker-obama-administration-s-](http://www.corker.senate.gov/public/index.cfm/2012/1/corker-obama-administration-s)

principal-write-down proposal-for-underwater-home-mortgages-is-terrible-public-policy-for-ces-tennesseans to-pay-for-reckless-housing-practices-in-other-states.

[2] 此方法是基于我们的研究：Atif Mian and Amir Sufi, “What Explains High Unemployment?: The Aggregate Demand Channel” (working paper, University of Chicago Booth School of Business, 2012)。

[3] 这些假设最重要的一点与家庭偏好相关，其中我们假设家庭在可贸易和不可贸易商品之间的选择是柯布—道格拉斯偏好 (Cobb-Douglas preferences)，我们可以对这一假设进行简单的比例计算。计算出由于杠杆化损失冲击导致不可贸易部门工作岗位损失的部分使我们倒推整个经济体的部分工作岗位损失。参见Atif Mian and Amir Sufi, “What Explains High Unemployment?: The Aggregate Demand Channel”。

[4] John Maynard Keynes, *The General Theory of Employment, Interest, and Money* (1935; reprint, Create Space Independent Publishing Platform, 2011)。

[5] Mary Daly, Bart Hobijn, and Brian Lucking, “Why Has Wage Growth Stayed Strong?” *FRBSF Economic Letter*, April 2, 2012.

[6] Mary Anastasia O’Grady, “The Fed’s Easy Money Skeptic,” *Wall Street Journal*, February 12, 2011.

[7] Kyle Herkenhoff and Lee Ohanian, “Foreclosure Delay and U. S. Unemployment” (working paper, Federal Reserve Bank of St. Louis, June 2012)。

[8] Jesse Rothstein, “Unemployment Insurance and Job Search in the Great Recession,” *Brookings Papers on Economic Activity*, Fall 2011, 143–96.

[9] Johannes Schmieder, Till von Wachter, and Stefan Bender, “The Effects of Extended Unemployment Insurance over the Business Cycle: Evidence from Regression Discontinuity Estimates over 20 Years,” *Quarterly Journal of Economics* 127 (2012): 701–752.

[10] Steven J. Davis and Till von Wachter, “Recessions and the Costs of Job Loss,” *Brookings Papers on Economic Activity*, Fall 2011.

## 第二篇

# 沸腾与泡沫



## 第6章

### 信贷扩张

在过去相当长的一段时间里，要想在底特律西部获得住房抵押贷款还是一件比较困难的事情。与底特律西部相邻的布莱特摩尔、五分区和罗斯戴尔公园等区域是美国汽车工业的诞生地。<sup>[1]</sup>作为汽车公司蓝白领员工的居住地，这些地区的房子大多建于20世纪20年代。20世纪50年代至60年代，该地区发展迅速，随后则进入缓慢的衰落期。人们开始离开这座城市，20世纪90年代的犯罪率导致该地区房价进一步下落。即使在2000年，人们仍然认为这些西部地区比较适合居住，甚至是居家的好地方。该地区的家庭年均收入为3.6万美元，与全美4万美元的平均水平差距并不大。部分西部地区的贫困率非常高，但其他地区，如罗斯戴尔公园，贫困率与全美平均水平基本持平。在罗斯戴尔公园地区，至少一半以上的人口接受过大学教育。

但通过住房抵押贷款买房仍然比较困难。1990年和1991年的衰退重创了底特律，此时的底特律失业率高达10%。1992年，住房抵押贷款违约率达到12%，远高于全美平均5%的水平。到2000年时，虽然底特律经济已基本复苏，但贷款人对住房抵押贷款仍持谨慎态度：西部地区居民的住房抵押贷款申请45%遭到了拒绝。信用评分也不容乐观，超过65%的家庭分数低于660分，而这被绝大多数借贷市场视为次级客户。从全美看，仅35%的家庭信用评分被列入次级范围。

然而在21世纪早期的几年，情况发生了变化，在底特律西部获得住房抵押贷款突然变得极其容易了。2002—2005年，住房抵押贷款猛涨了22%，这与前三年仅8%的年增长率形成了鲜明对比。正如某个新闻报道所描述的那样，这些地区的居民“从努力获得住房抵押贷款变成信贷员主动上门”。<sup>[2]</sup>

《华尔街日报》记者马克·怀特豪斯研究了西外环路5100号（West Outer Drive 5100）街区住房抵押贷款的增长情况。<sup>[3]</sup>2000年前，业主主要依靠联邦贷款项目购房或全额购买房产。但在2002—2006年，超过5亿美元住房抵押贷款从私营部门涌入西外环等地区，借贷市场的疯狂程度接近失控。正如底特律房地产经纪协会前任主席德里克·布朗所说，“每个人都在卖住房抵押贷款，每条街道都有许多住房抵押贷款办事处。前一天还在超市从事打包的工人隔一天就开始向我母亲推销住房抵押贷款了，这是怎么回事？”<sup>[4]</sup>

住房抵押贷款的急剧扩张并非只发生在底特律西部。由于某种原因，贷款人更加主动地向那些以前基本上无法获得信贷的借款人发放住房抵押贷款。这些借款人被称为边际借款人（marginal borrowers）。2000—2007年，边际借款人住房抵押贷款的膨胀拉开了美国家庭债务爆炸的序幕。在这七年间，美国家庭债务翻了一倍，达到了14万亿美元。这就是事情发展的起因。

在住房抵押贷款步入繁盛时期之前，通过观察某一邮政编码区信用评分低于660分人口的占比，你就可以较为准确地估算该邮政编码区住房抵押贷款申请的被拒率。在信用评分最高的邮政编码区，住房抵押贷款申请被拒率为16%，而信用评分最低的邮政编码区，例如底特律西部，其住房抵押贷款申请被拒率为43%。<sup>[5]</sup>但2002—2005年，住房抵押贷款不断涌向低信用评分的邮政编码区。低信用评分邮政编码区的住房抵押贷款每年增长30%，而信用评分较高的邮政编码区的年增长率仅为11%。1991—2011年是目前仅有的一个低信用评分邮政编码区抵押贷款快速增长的时期。2007年开始，这些地区的违约率开始上升，信贷开始崩溃，与1999年相比，2011年低信用评分的邮政编码区已经很难获得住房抵押贷款。



住房抵押贷款扩张的范围如此之广令人印象深刻。例如，2002—2005年，芝加哥低信用评分邮政编码区的住房抵押贷款增长率为36%，而高信用评分邮政编码区的增长率仅为15%。与之相对应，明尼阿波利斯的年增长率分别是30%和7%，巴尔的摩分别是29%和12%，纽约则是37%和15%。边际借款人信贷出现增长的情况也同样发生在了亚利桑那州、内华达州、底特律西部等地区。这在全美已经成为普遍现象。在信贷繁荣期，低信用评分邮政编码区的住房抵押贷款申请被拒率从42%急降至30%以内。与此同时，住房抵押贷款申请也在飙升。这意味着，越来越多的边际借款人申请了住房抵押贷款，并且通过的比例还比较高。对于信用评分较高的借款人而言，被拒率只有非常小幅地下降。

信贷流动是如何影响整个房地产市场的呢？在信贷繁荣之前，假设边际借款人无法获得住房抵押贷款，他们都是租房者。美国家庭自有住房率在20世纪90年代开始增加，并在信贷繁荣时期出现加速，到2006年达到了69%。这数字听起来并不算大，但放到历史数据中有重要意义。从20世纪60年代中期到20世纪90年代中期，美国家庭自有住房率一直比较稳定，处于63%~65%。与历史数据相比，这七年间自有住房率的上涨具有历史性意义，增加的数量相当于在2006年500万个家庭拥有了新的住房，而从历史平均水平衡量，他们是不应该拥有新住房的。但是，这种上升如同稍纵即逝的住房抵押贷款繁荣一样：到了2012年，家庭自有住房率又回落至65%。

## 有强劲的经济基本面吗？

2005年10月，在住房抵押贷款达到狂热状态时，经济顾问委员会主席伯南克曾吹嘘说这是美国近期经济发展的结果。他向国会作证时提到：“从衡量实体经济的三个指标（GDP增长、就业机会创造、生产率提高）看，美国与所有工业化经济体相比，近年来都是表现最好

的，而且相互间的差距还相当大。”而且，这些方面很大程度上解释了住房和抵押贷款市场的繁荣：“在过去两年中，房价上涨近25%。尽管部分地区的投机活动有所上升，但从全美看，房价上涨很大程度上反映了强劲的经济基本面。”<sup>[6]</sup>

确信住房抵押贷款繁荣背后有强劲的经济基本面作为支撑是一种很自然的想法，除非认为自己在将来会拥有更多财富，否则为什么人们愿意承担更多的债务呢？并且美国的总量证据也显示：在抵押信贷增长的同时，工人们也享受着生产率提高所带来的红利。面对总量证据时，许多人假设，从生产率提高中获益最多的人也就是那些借贷较多的人。但是这种假设能成立吗？那些承担了前所未有债务数量的人其收入前景真的会改善吗？为了解实际情况，我们需要将焦点集中在边际借款人身上，在房地产繁荣时期他们的债务增加了7万亿美元。

现在我们又回到底特律西部的例子上。2002—2005年，底特律西部的住房抵押贷款出现了前所未有的扩张。这些地区到处都是获得了住房抵押贷款的边际借款人。当我们考察收入时，出现了一个意外的情况：他们所处的邮政编码区的名义收入增长在下降——这些邮政编码区的平均收入下降了1%。如果我们考虑通货膨胀因素，收入的实际购买力甚至下降更多。

这是一个令人吃惊的结果。获得过住房抵押贷款的人都知道，借款人的潜在收入几乎决定了可以从银行获得借贷的额度。收入越高，借款人借贷的额度就越多。在底特律西部，情况却截然相反。2002—2005年，虽然借款人收入下降，但贷款人愿意给予更多的信用额度。在底特律，新的贷款人并不是高生产率的受益者。实际情况与人们的假设完全相反。

这种情况在美国普遍存在。在全美的许多城市，尽管一些低信用评分邮政编码区的收入增长出现了下降，但仍然有大量信贷流入这些地区。在美国，信贷以前所未有的速度扩张，但并未流向收入前景较好的家庭。<sup>[7]</sup>在住房抵押贷款开始繁荣的初期，信贷的流向就特别不正常。2002—2004年，低信用评分邮政编码区的名义收入增长就很平缓，意味着实际收入是负增长的，而高信用评分邮政编码区的收入增长较快。到了2004年和2005年，低信用评分邮政编码区的收入才出现增长，但这远在住房抵押贷款扩张之后了。

2002—2005年，贷款人的借贷行为引发一种不寻常的统计现象：住房抵押贷款的增长与收入增长呈负相关。即低收入增长地区得到了更多的住房抵押贷款。我们收集了1991—2011年的数据，实证结果显示，在这一时间段中仅2002—2005年呈现负相关。在其他时期，住房抵押贷款的增长与收入增长呈正相关，如果强劲的经济基本面推动了住房抵押贷款的增长，那么这种结果就与我们的预期相符。但2002—2005年，一些不寻常的因素导致了信贷扩张。

微观证据与很多人根据总量数据得出的结论并不一致。从总体上看，经济增长强劲，同时住房抵押贷款也出现了增长。但在边际借款人经济情况变差的时候，住房抵押贷款却流向了他们所在的社区。虽然美国整体经济由于生产率的提高而获益，但这并不表明负债地区也是如此。

## 动物精神？

如果收入和生产率的提高并没有导致住房抵押贷款的急剧扩张，那么我们就需要寻找其他原因。一个可能的原因是，住房抵押贷款的扩张是动物精神或者房地产泡沫的结果，它们与经济基本面无关。或许，因为某种解释不清的原因，在房地产泡沫形成的同时，房地产价

格出现上升，而贷款人对非理性泡沫的反应非常简单，就是根据房屋上升的价值向边际借款人发放新的贷款。

债务中心论与动物精神论的关键区别在于因果关系的方向。是信贷供应的初始扩张助长了房地产泡沫（债务中心论）？还是房地产泡沫独立开始而信贷扩张追随其后（动物精神论）？如果动物精神论成立，那么即使没有债务，泡沫的膨胀和崩溃都会发生。按照动物精神论的观点，债务仅是次要因素，并非问题的始作俑者。

我们能区分债务中心论和动物精神论吗？<sup>[8]</sup>让我们先审视低信用评级地区的房价，如我们所知，这些地区的住房抵押贷款出现了急剧扩张。在2006年房地产繁荣的顶峰时期，低信用评级地区的房价自2002年以来上涨了80%。与此相比，高信用评级地区的房价仅增长40%。图6.1显示了1999—2006年低信用评级地区房价急剧增长的情况（该图也说明了2006年之后房价崩溃的情况，这也是本书第一部分的重点）。

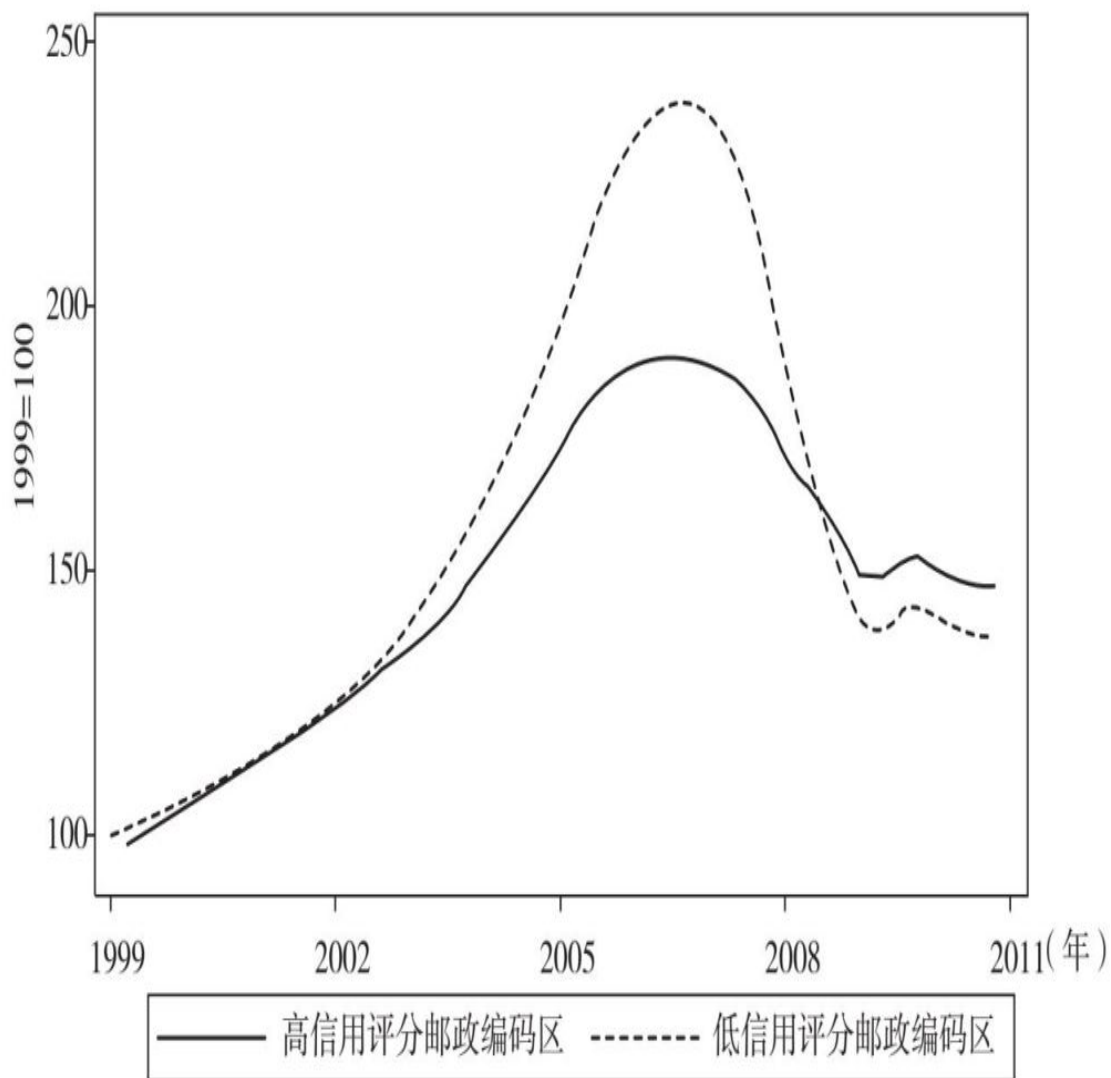


图6.1 高/低信用评分邮政编码区的房价增长情况

究竟是债务引发了2002—2006年的泡沫，还是债务只不过随泡沫产生？动物精神论指向了图6.1所示的情况，认为：“啊哈！贷款人对低信用评分地区的房地产泡沫做出了反应，决定贷款给他们。信贷扩张的根本原因是对这些地区房价的进一步增长出现了非理性预期。”然而，债务中心论却认为因果关系正好相反。这是典型的鸡生蛋还是蛋生鸡的问题，解决起来比较困难。是否有一种方法可以利用

数据理顺因果关系的方向？答案是肯定的。但是如何理顺，我们首先需要一点简单的地理知识。

## 原因、结果及住房供给弹性

实证经济学家经常面对上述因果关系难题。我们通过观察数据的变化来解决这些问题，我们“关闭”两个渠道中的任意一个，以观察哪一个是因果关系的真正驱动因素。在这里，为了检验房地产价格泡沫是否推动了债务的增长，我们需要剔除房地产价格泡沫。如果房地产泡沫影响被剔除后，住房抵押贷款债务仍在增长，那么我们可以肯定房地产泡沫并未导致债务的激增。但是我们如何消除房地产泡沫存在的可能性？这就需要引入地理知识。

美国各地土质结构差异巨大。一些城市，比如印第安纳波利斯，建在平坦地形上，没有大型水域限制新房的扩建。在这些地区，如果房价高于建筑成本，供给方将做出快速反应，建造更多房子。所以，我们称那些不受限制、地形平坦的城市拥有住房供给弹性。另一方面，缺乏住房供给弹性的城市指的是那些位于丘陵地区或者被水域包围限制了自然扩张的城市，旧金山就是一个典型的例子。开发商想要在旧金山附近建房子，将会受到海洋和山丘地形的限制。

城市的住房供给弹性对于厘清债务扩张和房地产泡沫间的因果关系方向非常有用。像印第安纳波利斯这样富有住房供给弹性的城市易于建造房子，所以房价的增长非常有限。因此，在这些城市中，我们可以不考虑房地产泡沫的存在。如果在住房供给具有弹性的城市——这些城市的房价并不上涨，所以并不存在泡沫——对边际借款人的住房抵押贷款仍然扩张，那么我们可以肯定房地产泡沫并不导致信贷扩张。[\[9\]](#)



我们在研究中使用了阿尔伯特·赛泽根据卫星生成的数据所建立的指数来开展这个实验，该指数用于估算美国城市可开发的土地数量。<sup>[10]</sup>正如理论所预测的，住房供给弹性对2002—2006年的房价上涨有很大影响。1999—2001年，住房供给缺乏弹性的城市房价上涨比具有弹性的城市略高一些。但真正的差异发生在2001—2006年的信贷高峰期，在这五年中，缺乏弹性的城市房价上涨了约100%。在具有弹性的城市，房价仅上涨了40%。缺乏弹性的城市房价上涨是具有弹性的城市的两倍。在高峰期，房价上涨的幅度在全国范围极不均衡。

如果房地产泡沫引发信贷扩张，那么我们能观察到只有经历了房地产泡沫的城市才会出现对边际借款人的贷款扩张。换句话说，如果单纯的动物精神论成立，在住房供给具有弹性的城市既然没有显著的房地产价格泡沫，我们就不能观察到这些城市的债务极度扩张的现象。然而，相关论据驳斥了单纯的动物精神论所预测的观点。即使是在没有经历房地产高峰期但具有住房供给弹性的城市，仍然存在对信用评级较低的借款人的信贷扩张。但房价的上涨幅度在信用评级高低者间的区别并不明显。信贷更多地流向次级地区，但是房价上涨幅度并没有高于平均水平，因为住房供给增加了。

信贷向住房供给具有弹性的城市中的低信用评级邮政编码区扩张，这种现象的存在是非常重要的。它证明了房地产价格泡沫并没有推动抵押信贷的增长。图6.2说明了这些情形。<sup>[11]</sup>图6.2的上半部分显示，在住房供给具有弹性的城市，信用评级高和信用评级低的地区的房价上涨幅度并没有差异。图6.2的下半部分说明，虽然价格相同，但抵押贷款的扩张在低信用评级地区更为激进。在住房供给具有弹性的城市，住房抵押贷款的增长——尤其是在低信用评级地区——对房价没有影响，这主要归因于这些地区的地形。但是，这种情形与房地产无法轻松扩展、缺乏供给弹性的城市不同。随着数十亿美元信



贷抵押债务流入住房供给缺乏弹性的地区，房价开始飙升。这种现象在信贷可获得性增长最大但信用评级较低的地区尤其突出。

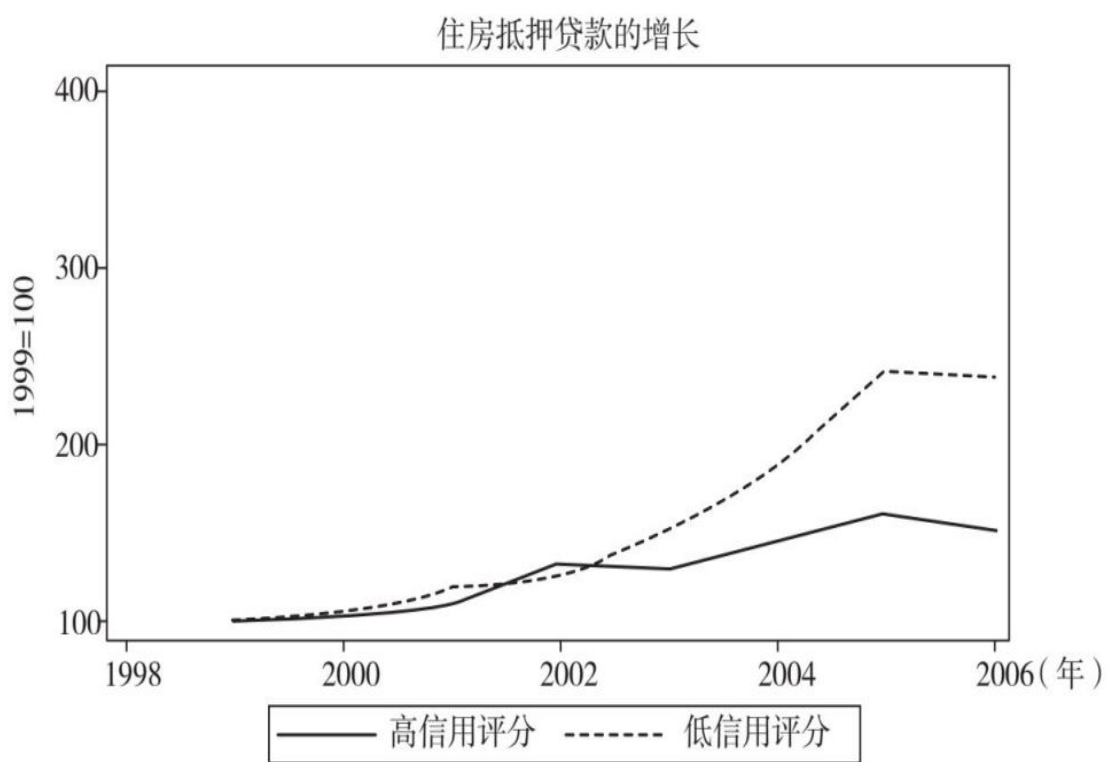
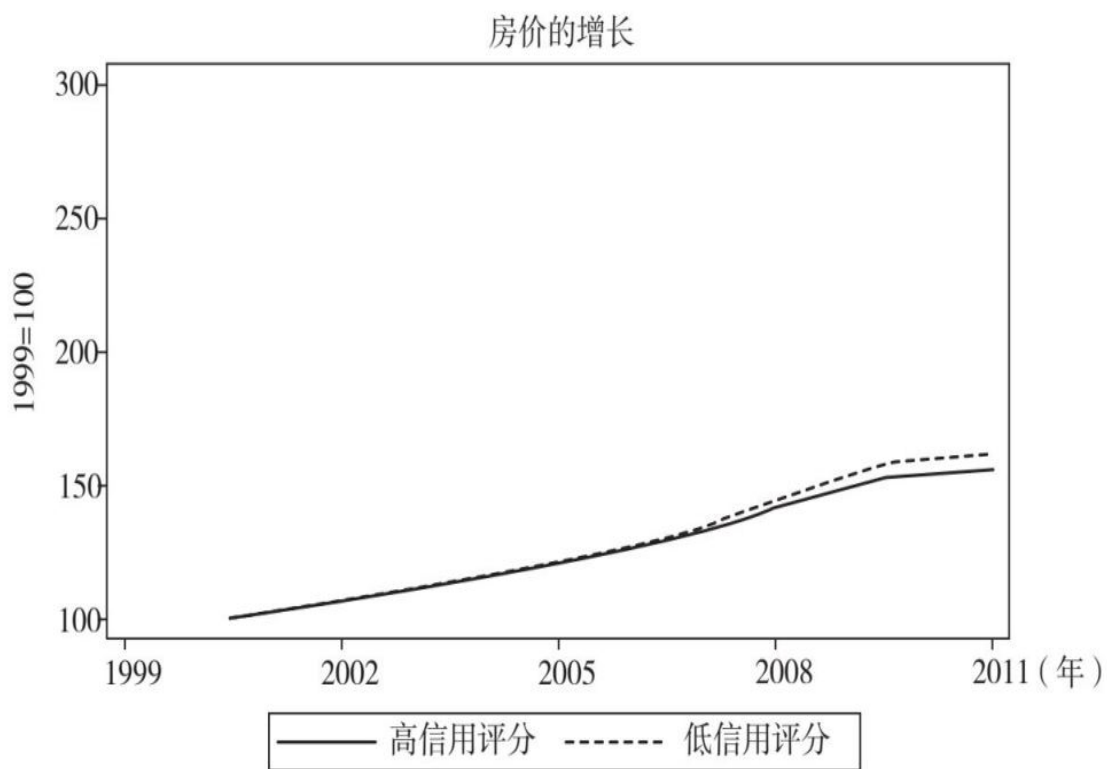


图6. 2住房供给具有弹性的城市的债务和房价

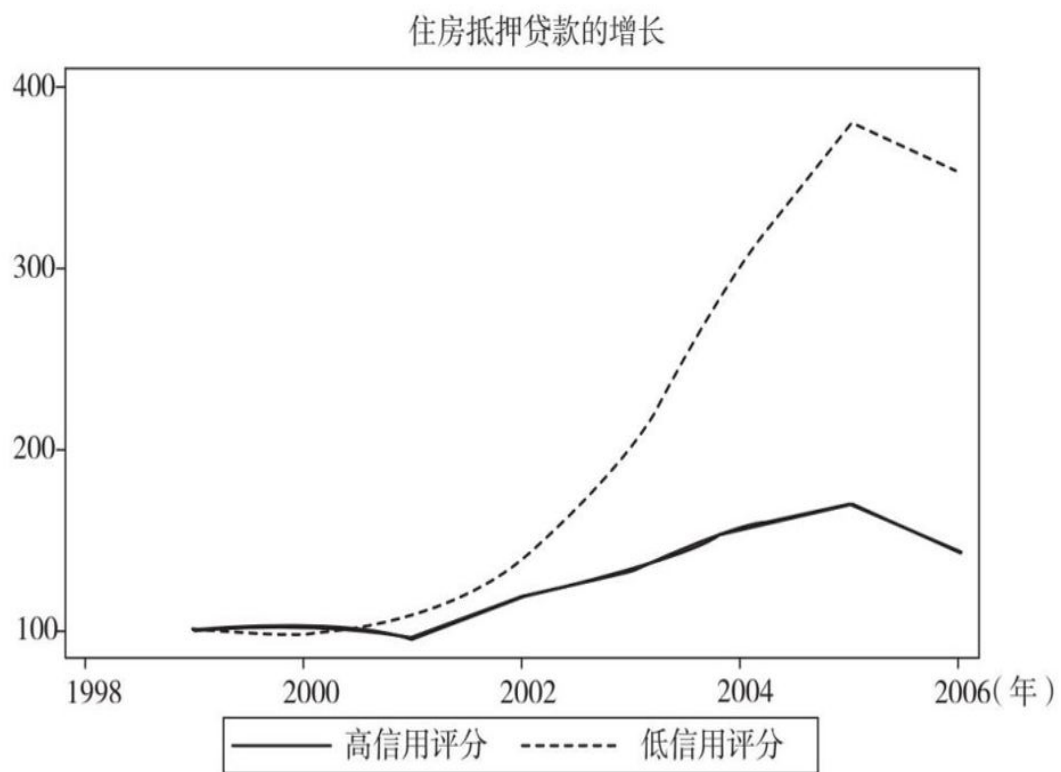
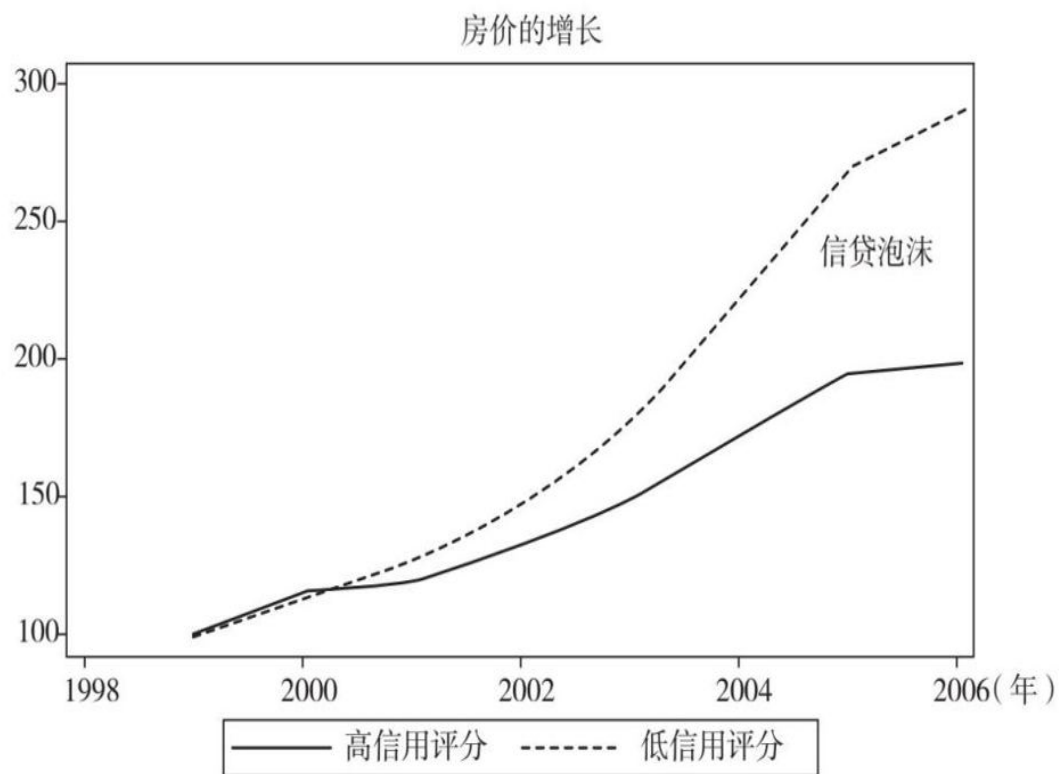


图6.3 住房供给缺乏弹性的城市的债务和房价

2002—2006年，在住房供给缺乏弹性的城市，高信用评分地区的房价上涨了50%。然而，低信用评分地区的房价在同一时期增长了两倍，达到100%。无论是在住房供给具有弹性还是缺乏弹性的地区，低信用评分地区的信贷大幅扩张现象都存在。但是，在低信用评分地区，只有住房供给缺乏弹性的城市的房价上涨，这归因于地形限制。图6.3显示了这些情形。这些论据支持了借贷高峰引发了房价上涨的观点，而不是房价上涨引发了借贷高峰。

## 房产所有者的反应

到目前为止，我们并没有完全说明所有的事情。在继续探讨是什么因素导致向边际借款人的贷款出现如此大规模增长之前，让我们回想一下，2000—2007年，美国家庭的债务负担翻了一番，达到14万亿美元。规模如此之大，仅向边际借款人授信还不足以使家庭总负债出现如此惊人的数量增长。1997年，65%的美国家庭就已经拥有自己的住房。许多房产所有者并非边际借款人——他们中的大多数在此前已有住房抵押贷款。[\[12\]](#)

厄赛尔·柯克兰，居住在底特律的一位老年妇女，在抵押信贷繁荣开始时，就已经拥有房产。1982年她用8 000美元的住房抵押贷款购置了房产，并在此居住25年。2001—2007年，她曾五次对房产进行抵押再融资，到2007年她的住房抵押贷款达到11.6万美元。当住房抵押贷款利率重新设定时，她不能偿还贷款，面临止赎。[\[13\]](#)很多人都经历了和厄赛尔相似的情况。房产所有者并不是被动地看着房价上涨。相反，他们积极地利用房产套现。所以，边际借款人授信的激增并不是房价上涨导致的，但它却成了导火索，使房价上涨影响已有的房产所有者。

那么在房价上涨时，房产所有者借了多少钱？我们的研究所使用的证据基于上述住房供给弹性来回答这个问题。<sup>[14]</sup>2002—2006年，在住房供给缺乏弹性的城市，房产所有者经历了家庭资产价值的大幅上涨。在住房供给缺乏弹性的城市，房价快速上涨的同时并没有伴随工资增加、人口增长以及就业增加。因此，我们可以肯定，在住房供给缺乏弹性的城市，房产所有者借款积极性提高是由于房价增长导致的，并非由于经济基本面出现变化。

如果我们拿住房供给缺乏弹性的城市和具有弹性的城市做比较，就可以看到巨大的差异。2002—2007年，在住房供给缺乏弹性的城市，房产所有者的债务增长了55%，而在住房供给具有弹性的城市，房产所有者的债务仅增长25%。我们估计，在房地产繁荣时期，家庭资产价值每增长1美元借贷就增加0.25美元。图6.4显示了1998—2008年现有的房产所有者的债务增长情况。在2003年，住房供给缺乏弹性和具有弹性的城市，其借贷情况相类似，此后便出现了巨大的差异。图6.4中的房产所有者在1998年前就购置了房产，借款就意味着从当前房产中套现。

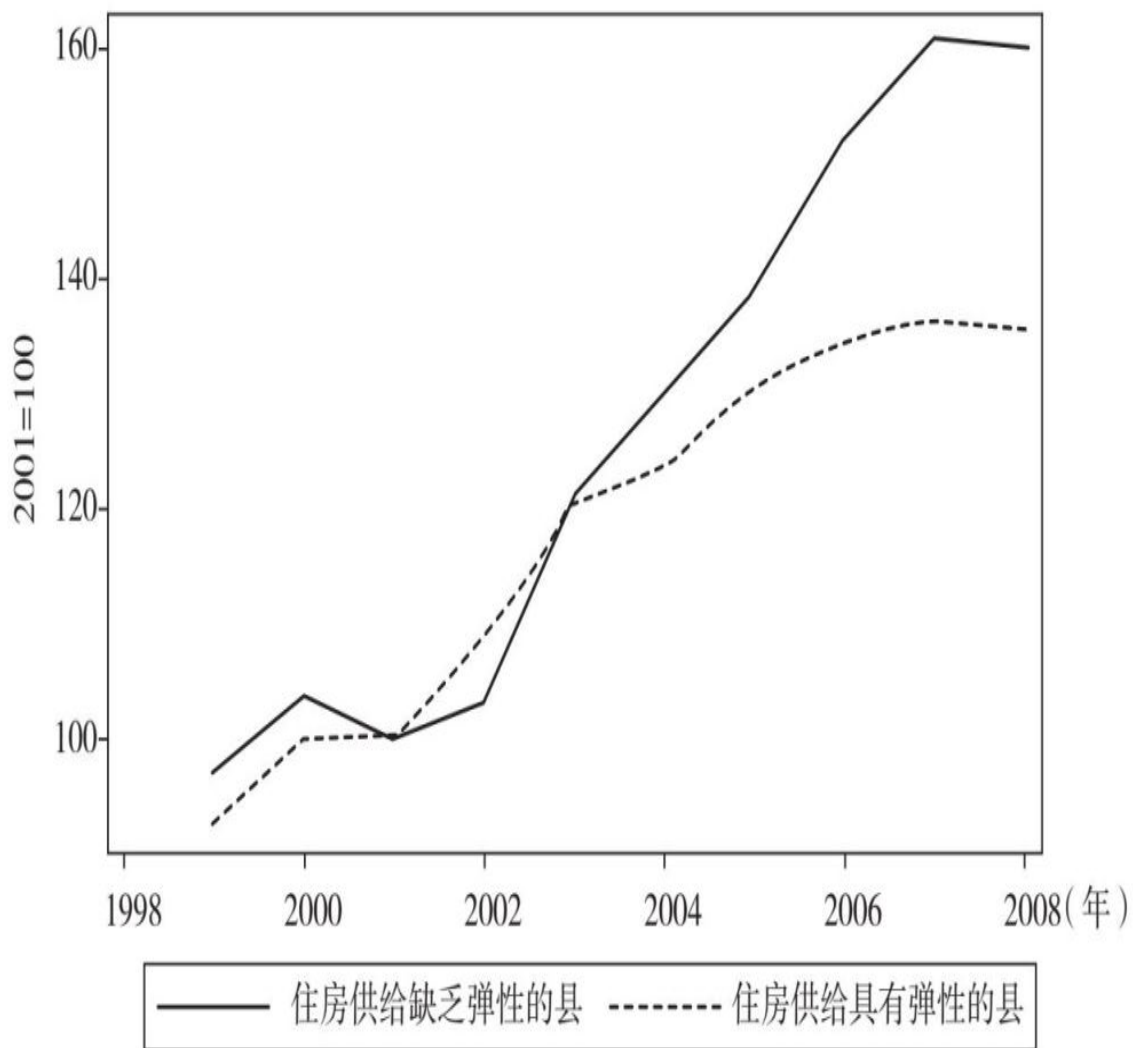


图6.4 住房供给缺乏/具有弹性的县的房主债务

我们的研究表明，2002—2006年，过半家庭债务的增长归因于房价的上涨。美国家庭债务的危机很大程度上是因为房产所有者对房价上涨所做出的过激反应。什么样类型的房产所有者借贷最为激进？在我们的研究中，我们根据信用评分的分布，将房产所有者分为最低评分和最高评分，接着我们比较住房供给缺乏弹性和具有弹性的城市中高评分者和低评分者的借贷情况。

结果是非常明显的。2002—2006年，高信用评分房产所有者的借贷行为对房价的影响很小，而低信用评分房产所有者的借贷行为对房价影响巨大。2002—2007年，在住房供给缺乏弹性的城市，低信用评分房产所有者的借贷增加了70%；在住房供给具有弹性的城市，低信用评分房产所有者的借贷额度仅增长20%。为应对房价的上涨，低信用评分房产所有者激进借贷。我们的研究表明，房产净值每增加1美元，信用评分最低者就会借入0.4美分。

房产所有者并不只是从房产净值中套现——他们还会花掉套现的钱。尽管在研究中我们无法直接获得消费数据，但一些研究显示主要用于消费和家居装修。例如，许多房产所有者在信用卡尚有大量债务时，仍然以房产做抵押借贷。他们也不使用套现的资金偿还信用卡债务，尽管利息负担很高。此外，没有任何研究表明，房产所有者从房产中套现，并使用现金购置新房产或投资于物业。美联储的调查显示，从房产中套现的资金50%用于家居装修或是消费支出。<sup>[15]</sup>

## 搭泡沫的便车

从引起美国家庭债务危机的情况看，房产所有者不可思议的激进借贷行为起到了重要作用。如果房产所有者只是被动地应对房价上涨而不是从房产中套现，那么总体经济的后果就不会那么严重。许多人用“房屋财富效应”来解释因为房屋净值所导致的借贷增长。这种观点认为，房价的上涨意味着房产所有者财富的增长，而房产所有者对财富增长的反应则是通过借款增加消费。

但是这个论据也有问题。当房价上涨时，房产所有者不应该感到更富有。原因是与股票这类资产投资不同，房产所有者也在“消费”他们自己的房产。每个人都要居住在某地，房价反映了居住的价格。当附近区域的房价上涨时，房产所有者的房屋价值和生活成本会提



高。房屋价值的提高让他感到更为富有，但生活成本的提高又让他感到更为贫穷。轧差后，两种效应相互抵消。

为理解这一点，我们用汽车替代房产。假设每个人都拥有一辆汽车，且汽车的价格均上涨10%。从技术上讲，他的净值增加了，因为他本人拥有汽车资产。但是他感到更富有了吗？如果他需要用车，他就感觉不到。尽管他的汽车价值增加了10%，但他并不能利用“汽车财富”增加的这部分。如果他以较高的价格出售汽车，可以获得额外的现金收入。但是，如果他需要用车，就要以更高的价格购买。只要他还需要汽车，汽车价格的上升并不能增加其财富。他必须“消费”汽车，而这种消费现在更加昂贵了。这一逻辑同样适用于房屋。

但是，我们已经观察到在2002—2006年，房产所有者借贷的确更为激进。<sup>[16]</sup>为什么？一个“合理性解释”是经济学家提出的借贷约束。设想一下，一对有着较好收入前景的年轻职业夫妇，他们有两个小孩，母亲暂时决定在家照顾小孩。但是，她希望几年后回去工作，并赚取高工资。在我们的例子中，家庭收入目前较低，但未来的收入前景较好。这个家庭不想因为母亲临时停止工作而大幅减少支出。对于这个家庭来讲，解决问题的逻辑就是借贷。当母亲抚养小孩的时候，他们可以将借来的钱更多地用于当前消费；当母亲回去工作时，他们可以偿还贷款。

借贷约束的意思是指这对夫妇不能获得贷款。银行可能拒绝给予贷款。尽管他们有很好的收入前景，但他们并不能像他们所希望的那样进行消费。他们的借贷约束是如何放松的呢？对于家庭来说，解决方法之一是将某些值钱物品抵押给银行，比如房产。如果一对面临借贷约束的夫妇能提供足够价值的房子做抵押，他们就可以通过房屋抵押获得贷款。此外，如果因某些原因他们的房屋价值上涨，这个家庭可以获得更多的贷款。如果这个家庭的借贷从一开始就受到限制，

那么房价上涨使他们的借贷和消费额度可以高于从前。在这一案例中，这对夫妇的行为是理性的。他们的消费源于较高的家庭资产价值，因为更高的资产价值有助于他们克服贷款人强加的“借贷约束”。

但是，这就引出了一个大问题：我们能解释2000—2007年作为放松“借贷约束”的结果，美国家庭所承担的7万亿美元债务吗？我们真的相信所有债务都是那些收益前景较好的借贷受限的房产所有者拿走的吗？这一论点从直觉上站得住脚吗？我们认为，在这一案例中借贷约束理论很难解释贷款大幅增加的原因。我们已经知道在21世纪初的信贷高峰期，新借贷者的工资收入在降低，我们也没有看到工资上涨的迹象。如果一个家庭当前借贷较为激进，同时也看不到将来工资上涨的迹象，借贷约束理论是无法解释这种行为的。

这极有可能是非理性的行为倾向导致了大规模的借贷。例如，假设部分消费者拥有牺牲长期消费满足即期消费的不变欲望，这样的消费者在经济学中被称为“短视”或者是“双曲线贴现”。<sup>[17]</sup>过度消费是非理性的，从某种意义上说个人会在将来后悔自己当初的决定。在行为经济学看来，未来的自己将后悔今天的自己为何过度消费而让自己将来成为一个穷人。

短视的消费者有过度借贷的倾向。当面临便宜的贷款或一笔横财诱惑时，他们就会过度消费。他们甚至意识到这是人性的弱点，还可能以各种方式约束自己，但2002—2006年，信贷的获得实在太容易了，这样的诱惑让人难以放弃。<sup>[18]</sup>

然而无论是什么原因，贷款人向消费者发放更多的贷款时，后者都会接受。同时，还有大量急于放款的贷款人。但为什么有这么多的贷款人突然想借钱给那些有可能违约的借款人呢？我们已经看到，边

际借款人的借贷激增并不是盈利能力和生产率提高的结果，甚至也不是房价上涨所致。这种情况在美国之外的其他地方已存在了几十年。

[1] 我们定义的底特律西部地区是指人们生活在下列邮政编码区：48219, 48223, 48227, 48228, 48235。相关背景信息来自维基百科关于布赖特摩尔（Brightmoor）的条目：[http://en.wikipedia.org/wiki/Brightmoor,\\_Detroit](http://en.wikipedia.org/wiki/Brightmoor,_Detroit), and authors' calculations.

[2] Ron French, “How the Home Loan Boom Went Bust,” *Detroit News*, November 27, 2007.

[3] Mark Whitehouse, “‘Subprime’ Aftermath: Losing the Family Home,” *Wall Street Journal*, May 30, 2007.

[4] French, “Home Loan Boom Went Bust.”

[5] 在计算过程中，最高和最低指的是信用评分分布顶层和底层20%的人群，被拒率截至1998年。

[6] Ben Bernanke, testimony on “The Economic Outlook” on October 20, 2005, before the Joint Economic Committee, 109th Congress.

[7] 想获得计算的细节，可以参见Atif Mian and Amir Sufi, “The Consequences of Mortgage Credit Expansion: Evidence from the U. S. Mortgage Default Crisis,” *Quarterly Journal of Economics* 124 (2009): 1449–1496.

[8] 在现实中，债务论和动物精神论彼此并不是独立的。例如，债务可以允许那些拥有非理性信念的人购买房屋，这是我们在第8章中会强调的某种渠道。

[9] Edward Glaeser, Joseph Gyourko, and Albert Saiz, “Housing Supply and Housing Bubbles,” *Journal of Urban Economics* 64 (2008): 198–217, 本文提供了使用住房供给弹性分析房地产市场泡沫多样性的动机。

[10] Mian and Sufi, “Consequences of Mortgage Credit Expansion”; Albert Saiz, “The Geographic Determinants of Housing Supply,” *Quarterly Journal of Economics* 125 (2010): 1253–1296.

[11] 为了与图6.2的y轴题例相匹配，我们有意识地使用了这个y轴便签，这样我们就可以对住房供给具有弹性和缺乏弹性的城市进行直接对比。

[12] 信贷供给的持续扩张使那些已经拥有房屋的人想购买更大的房屋，但是这代表了人口的一小部分。

[13] Ron French and Mike Wilkinson, “Easy Money, Risky Loans Drive Area Home Losses; 70 000 Filings for Foreclosure in the Past Two Years,” *Detroit News*, November 27, 2007。这篇文章提到柯克兰太太受到住房抵押贷款经纪人的欺骗，由于通过住房抵押贷款再融资，欠了一大笔债务。

[14] Atif Mian and Amir Sufi, “ House Prices, Home Equity-Based Borrowing, and the U. S. Household Leverage Crisis,” *American Economic Review* 101 (2011) :1232 -1256.

[15] Glenn Canner, Karen Dynan, and Wayne Passmore, “Mortgage Refinancing in 2001 and Early 2002,” *Federal Reserve Bulletin* 88, no. 12 (2002) :469 -481.

[16] 另外一些研究显示在信用卡和二手车销售方面也出现了相似的激进借贷行为。参见David Gross and Nicholas Souleles, “ Do Liquidity Constraints and Interest Rates Matter for Consumer Behavior?: Evidence from Credit Card Data,” *Quarterly Journal of Economics*, no. 117 ( 2002 ) :149 -185; and William Adams, Liran Einav, and Jonathan Levin, “Liquidity Constraints and Imperfect Information in Subprime Lending,” *American Economic Review* no. 99 (2009) :49 -84。

[17] See, for example, R. H. Strotz, “ Myopia and Inconsistency in Dynamic Utility Maximization,” *Review of Economic Studies* 3 (1955) :165 -180; E.S. Phelps and R. A. Pollak, “ On Second-Best National Saving and Game Equilibrium Growth,” *Review of Economic Studies* 35 (1968) :185 -199; and David Laibson, “Golden Eggs and Hyperbolic Discounting,” *Quarterly Journal of Economics* 112 (1997) :443 -478.

[18] 将借款约束理论与行为偏差观点区别开仍然是家庭支出行为研究的最大挑战之一。主要问题在于在两种理论下观察到的行为几乎是一样的。尽管面临挑战，它仍然是宏观经济学领域最重要的课题之一，我们期望未来对这个问题的研究会取得进展。

## 第7章

### 灾难的传输渠道

20世纪90年代初期，泰国的贷款人处于疯狂状态。当追逐高利率的外国投资者出现在看似稳定增长的经济体中时，大量海外资本便开始流入，拉开信贷热潮的序幕。泰国的总债务占GDP的比重从1990年的34%上升到1996年的51%。<sup>[1]</sup>大部分海外资金进入泰国的金融市场，然后在国内市场被激进地借出去。这些贷款很快流入了房地产市场，1993年至1996年，泰国的房地产贷款增长了3倍，并兴起了新建住房的热潮。与21世纪初的美国相似，贷款泛滥将房价推到了极高的水平。莱斯特·瑟罗意识到了房地产泡沫的存在：“曼谷，这个人均生产率（productivity，原文如此）仅为旧金山1/12的城市，其土地价值不该高于旧金山，但它真的比旧金山高……严重虚高的资产价格肯定会降下来。”<sup>[2]</sup>

大多数投资者认为，泰国的银行和金融机构的损失是受政府担保的。<sup>[3]</sup>他们认为政府无法承受银行破产的打击，不过，他们也知道，许多金融机构都与政府有着千丝万缕的政治和裙带关系。1998年，保罗·克鲁格曼对当时发生的事情做了总结：

问题开始于金融中介——这些机构的债务被视为具有隐性的政府担保，但本质上没有受到管制，因此有严重的道德风险问题。这些机构大量的风险贷款制造了通货膨胀

——不是商品的通货膨胀，而是资产价格的通货膨胀。资产价格虚高得以持续的部分原因是存在一种循环，在此过程中风险贷款的增加推高了风险资产的价格，使得中介机构的财务状况看起来比实际情况要好。然后泡沫便破灭了。[\[4\]](#)

如果我们没告诉你这是克鲁格曼描述1998年泰国的情况，你或许会以为他指的是21世纪初美国的情况。虽然这个案例的确有助于说明我们论点的普遍性，但它跟美国的信贷繁荣有太多的相似性，因此我们没有将之包括进来。实际上，泰国金融危机引发了一连串事件，它们为美国的信贷繁荣铺平了道路。虽然泰国与底特律西部相距近9 000英里，但它们因为债务和破坏的恶性循环而联系在了一起。

## 储蓄过度

1997年泰国泡沫崩溃引发了席卷整个亚洲和世界其他地区的金融危机，影响了马来西亚、印度尼西亚、菲律宾、韩国和俄罗斯，甚至也威胁到了中国。当泡沫破灭时，外国投资者蜂拥撤离新兴市场，他们大量抛售债券，同时拒绝发放新的贷款。

这是相当危险的，因为新兴市场国家银行借入的是美元。一般来说，中央银行能以“最后贷款人”身份为国内银行提供救助。银行自身可以用短期债务如存款和商业票据等方式进行融资，但它们将这些资金投入了长期贷款中。如果要求某家银行一次性偿付其所有短期债务，该银行可能一时无法收回以长



期贷款方式借出去的资金。换句话说，期限错配很容易让银行发生挤兑。即使银行有基本的偿付能力，挤兑也会使破产自我实现。

中央银行可以通过向银行注入流动性（如现金）避免银行挤兑发生，从而防止银行危机的自我实现。中央银行向商业银行注入现金也许足以防止挤兑的发生，因为储户相信他们的存款是受保护的。

然而在东亚危机中，中央银行无法向商业银行注入现金，因为这需要美元。因为无法印制美元，当外国资本逃离时，这些中央银行只能无助地看着国内银行和企业破产。许多人被迫寻求能以美元形式提供流动资金帮助的组织，即国际货币基金组织。

当然，国际货币基金组织的帮助是有附加条件的，在危机期间被迫依赖国际货币基金组织的东亚国家就此留下深刻的创伤。亚洲国家在国际货币基金组织治理结构中的代表相对较少——日本、中国、韩国在国际货币基金组织的投票表决份额都低于其GDP份额。在看到这些情况后，富兰克林·艾伦及其合作者（Franklin Allen and Joo Yun Hong）写道：“尽管韩国是20世纪下半叶最成功的经济体之一，但也被迫提高利率和削减政府债务，这引发了经济的大萧条。”1998年，韩国实际GDP下降了6%，失业率从2%上升至9%。艾伦及其合作者认为，国际货币基金组织“强加的高利率政策持续时间太长，给经济带来了不必要的损害”。<sup>[5]</sup>东亚中央银行官员学到了代价高昂的重要一课。为维持独立性和对本国经济的控制，他们需要防止当地

银行借入以美元计价的贷款。此外，为了抵御未来本国货币及银行潜在的挤兑风波，他们需要保有大量的美元“战争基金”（war chest）。

新兴市场国家的中央银行因此大量购买以美元计价的安全资产。1990—2001年，新兴市场国家的中央银行每年购买1 000亿美元。2002—2006年，新兴市场国家外汇储备增长了近七倍。这导致对安全资产的需求以惊人的速度增长，外国中央银行把大量资金投入美国国债。当外国中央银行囤积美元作为储备时，资金就流入美国经济。在理论上，这种流动并不会带来什么灾难性后果，它只会大幅压低美国国债的利率，经济的其他部分则保持不变。但是，美国与东亚的共同点比市场原来设想的要多得多，亚洲资本的迅速流入并非没有副作用——它最后演变成一些不良后果。

## 资产证券化

在电影《美好人生》（*It's a Wonderful Life*）中，詹姆斯·斯图尔特扮演的乔治·贝利是贝德福德瀑布镇储蓄贷款机构的领导人，也是房贷的主要提供商。他的贷款对象都跟他认识，一起长大。《美好人生》在1946年上映，反映了当时银行对某一地区及其居民的专业化了解程度。银行在当时已经非常社区化了。人们把钱存入银行，这些存款又被用于发放贷款。随着贷款和利息的不断偿付，这些贷款为银行提供了收入流，这些贷款就是银行的资产。



乔治·贝利所在的这类储蓄贷款机构提供了有价值的服务，但它们在面临局部或特定风险时非常脆弱。如果一个大雇主离开了银行所在的社区，情况很快就会变得糟糕。失业使借款人无法偿还他们的住房抵押贷款，银行流入的资金就会减少。如果情况变得更差，银行将无法给社区的其他人提供贷款，甚至无法偿还储户的存款。乔治·贝利的这种传统社区银行借贷模式在给贷款人提供借款人的信息方面做得非常好，但在面临局部风险时却特别脆弱。

意识到住房抵押贷款市场的这一弱点，1970年美国住房和城市发展部在政府资助企业（government sponsored enterprise）中推广资产证券化。<sup>[6]</sup>资产证券化为社区银行将其发放给本地居民的住房抵押贷款出售给政府资助企业提供了途径，使它们不必担心局部市场风险。为了尽可能减少银行将低质量的住房抵押贷款出售给政府资助企业，后者设定了最低的合格要求，如限制贷款规模和贷款价值比。政府资助企业购买的住房抵押贷款来自美国各地，但它们如何支付呢？它们将所有住房抵押贷款汇集到一个池子里，并依托这个资产池出售金融债权。这些债权就是住房抵押贷款支持证券（又称抵押贷款证券化，以下简称MBS）。借助这些渠道，借款人支付的利息经由证券化池子流向了MBS持有人。政府资助企业对利息支付进行切割，以保护MBS持有人免受违约风险的影响。

然而，问题的关键在于MBS并不是对某一单个住房抵押贷款的债权，它是对整个住房抵押贷款池的债权。作为一个整体，整个住房抵押贷款池是极度多元化的，这可以将其特定风险最

小化。由于政府资助企业还向MBS提供了担保，所以投资者愿意以更高的价格购买政府资助企业发行的MBS。对政府资助企业而言，只要不出现大规模的违约，资产证券化是有利可图的。

政府资助企业发行的MBS数量受到“合格”住房抵押贷款的限制，即这些住房抵押贷款需要满足贷款规模和信贷质量的要求。但在20世纪90年代末，随着全球资产对安全的美国债务需求的激增，这些要求成为一种约束。增加的需求只能在非政府资助企业的私人市场得到满足，即通过不合格的住房抵押贷款池能够创造出低风险的MBS。这一目标通过分级（tranching）得以实现，所谓分级就是将住房抵押贷款池划分为不同的等级，以此明确了MBS投资者领取报酬的先后顺序。最高级别是最安全的，因为它拥有获得标的住房抵押贷款偿付的优先权。次级债务只能在高级债务以承诺的利息得到全额偿付之后获得赔偿。所以，高级债务看似受到次级债务的保护，免于违约风险。因为借款人如果违约，次级债务不能优先得到赔付。非政府资助企业发行的高级MBS在投资者评级机构看来是超级安全的。由此开启了私营资产证券化市场。

资产证券化并不是新事物，但私有的MBS的大爆发却是独一无二的，它负责满足全球对高等级美元计价债务的需求。<sup>[7]</sup>私营证券化与基于政府资助企业的传统资产证券化有很大的不同，尤其是在涉及风险方面。亚当·列维京和苏珊·瓦赫特做了很好的研究，说明了这种差异，他们认为：

只要政府资助企业的资产证券化主导着住房抵押贷款市场，通过承销标准就能控制信贷风险，不合格的次级普通贷款的证券化没有多大市场。然而在20世纪90年代，一种全新的不受监管的资产证券化开始取代标准的政府资助企业的资产证券化。这种私营证券化由专门从事住房抵押贷款的新型贷款人和资产证券化的发起人提供支持……私营证券化为不合格的次级普通贷款创造了市场。[\[8\]](#)

2002年至2005年，私营证券化发展迅猛。在2007年完全崩溃之前，在所有已发行的MBS中，私营证券化占比从2002年的低于20%上升至2006年的50%以上。我们将在最后一章讨论，住房抵押贷款授信在低信用评分地区泛滥为什么碰巧发生在2002年至2005年。两起事件的时机暗示着它们是相关联的。我们的研究表明，低信用评分邮政编码区的资产证券化率要高于高信用评分邮政编码区，从而将抵押贷款授信泛滥与证券化直接联系起来。资产证券化将全球流入的资本转变成对边际借款人发放的住房抵押贷款的大幅增长。但是这只有在贷款人确信他们的资金得到保护时才有可能实现。

## 制造安全的债务

对金融创新持怀疑态度的人认为，这只不过是银行家欺骗投资者购买貌似很安全的高风险证券而已。大量研究表明，这正是房地产繁荣时期私营证券化所做的。乔希·科瓦尔、雅各布·尤雷克和埃里克·斯塔福德认为，当投资者购买MBS时，只要在评估这些证券的脆弱性时犯一点小错误，资产证券化就能

使银行放大这些错误的影响。而投资者恰恰犯下了两个相互关联的最重要的错误：低估了住房抵押贷款的违约概率以及这些违约的相关性。[\[9\]](#)

我们用一个简单的例子说明实际所发生的事情。假设某个银行贷10万美元给违约率为10%的次级借款人。如果违约，通过没收和以低价格出售房屋，银行仅能收回5万美元以弥补初始贷款。但是银行家必须让投资者相信他的债券是超级安全的。换句话说，投资者必须相信债务是永远不会失去价值的。

假如银行把此笔贷款分成两级，每级各5万美元，如果发生违约，那么高级证券将首先获得偿付。这个超级安全的高级证券风险为零，因为即使违约事件发生它仍可以获得全额偿付。次级证券是非常危险的，因为它失去所有价值的概率是10%：如果借款人违约，房屋价值5万美元，但这5万美元将全部偿付给高级证券的持有人。通过对贷款分级这一方式，银行所需的半数资金来自全球对安全资产的需求。

银行能做得更好吗？是的，可以将分级和资产池相结合。现在假设银行将两笔额度为10万美元的贷款分别贷给两个不同的次级借款人。银行把这两笔贷款组合在一起或将它们组成一个资产池，并将此池子中的MBS分为高级证券和次级证券，这些证券的价值均等同于其票面价值10万美元。与之前一样，高级证券无风险，如果两个住房抵押贷款都违约了，每个房屋价值5万美元；结果是，10万美元的MBS都不会失去价值。需要超级安全资产的投资者更愿意持有高级证券。

有趣之处在于次级证券所发生的事情。在没有资产池，且只有一笔贷款的时候，次级证券完全失去价值的概率是10%。然而，资产池的出现改变了次级证券的风险特征。现在次级证券由两笔住房抵押贷款组成。如果两笔贷款的借款人同时违约，那么这个资产池没有太多价值。但如果这些违约是独立的，那么这个资产池就很有价值。随后我们将解释，不同住房抵押贷款的违约相关性是估计住房抵押贷款池中安全资产数量的重要参数。

我们假设这两笔贷款在统计上是相互独立的：其中一笔贷款的违约与另一笔贷款违约的概率无关。在这种情况下，次级证券的风险小了很多。两笔贷款都违约及次级证券持有人失去一切的概率只有1%（ $10\% \times 10\%$ ）。其中一笔贷款违约的概率是18%，在这种情况下，次级证券持有人将失去其投资总额的50%。假设银行进一步将次级证券划分为票面价值相同的“高级”夹层证券和“次级”权益证券。高级夹层证券比原来的次级证券风险要低得多。当两笔住房抵押贷款都违约时，原来的次级证券持有人会失去投资总额的10%，而高级夹层证券持有人仅损失1%。如果只是其中一笔贷款出现违约，那么高级夹层证券持有人不会有损失，因为在次级证券中它有优先索赔权。

正如你所猜到的，这种分级和池子的组合可以无限制地操作。只要住房抵押贷款的违约被认为是彼此独立的，银行就可降低“高级”夹层证券的风险以满足投资者或信用评级机构的需求。在实践中，银行会将足够的贷款放入池子，以让评级机构认为“高级”夹层证券是“安全的”，或者给其一个AAA评

级。在极端情况下，银行会加入更多的贷款和做更多分级以及组成更多的池子，最后宣称在MBS池子中，90%的MBS是非常安全的，尽管事实上标的住房抵押贷款是很危险的。银行可以将贷款分级，还可以将90%的贷款作为“超级安全资产”销售给投资者，而只需要保留10%的贷款价值以维持经营。

但只有在各笔贷款间的违约概率是相互独立时，它才能按这个方式有效运作。也就是说，一笔住房抵押贷款的违约与其他住房抵押贷款违约的概率无关，才能使得这个运作方式有效。所以违约的相关性至关重要，它决定了整个抵押贷款池子中有多少证券是安全的。例如，假设所有的违约都是完全相关的而不是相互独立的，这意味着一笔住房抵押贷款违约，那么所有的住房抵押贷款都违约。如果违约的住房抵押贷款仅得到其50%的票面价值的偿付，投资者知道所有住房抵押贷款将有可能同时违约，他们有可能损失50%的投资。在这种情况下，超过50%的抵押贷款池被视为超级安全的情况就不复存在了。

在现实中，贷款的关联性和贷款违约的可能性当然是不确定的。人们可能对贷款的关联性和贷款违约的可能性有不同的信念。一些投资者可能比其他人乐观，他们认为贷款关联性较低，违约可能性较小，或者两者都很小。对于那些错误地评估了这些因素的人来说，他们的投资似乎是非常安全的。资产证券化使银行可以利用投资者对贷款关联性和违约可能性的不同信念，并掩盖资产支持证券真正的脆弱性。这使他们能够创造和销售越来越多被误以为是安全实际上却很危险的证券，同时



也刺激了对信用较差的借款人的信贷供给。就像科瓦尔和他的合著者所描述的：

把危险的住房抵押贷款重新包装并创造“安全”资产的结构型融资能力导致了结构型证券的大量发行，这些证券大多被投资者和评级机构视为几乎无风险。近期金融市场危机的核心教训就是这些证券远比原来宣传的危险。[\[10\]](#)

## 愚人链[\[11\]](#)

私营住房抵押贷款证券化的问题远不止利用投资者所犯的错误。如果住房抵押贷款发放人知道他们能通过资产证券化向投资人高价兜售低质量的住房抵押贷款，他们往往就会冒险放低贷款标准和故意放贷给还款能力弱的借款人。换句话说，私营证券化可能是不负责任的住房抵押贷款发放和违约的原因。如果这是真的，我们可以验证吗？

阿米特·塞鲁的几项有趣研究给我们提供了答案。在第一项研究中，他与本杰明·基斯、坦莫伊·慕克吉和维克兰特·维格合作，利用资产证券化市场的一个异常特性。当市场决定抵押贷款池中的哪些住房抵押贷款可以接受时，它遵循的是断点原则。在MBS池中，信用评分高于620分的借款人的住房抵押贷款更有可能被接受，而那些信用评分低于620分的借款人的住房抵押贷款被接受的可能性极小。结果是，虽然信用评分为615分的借款人与信用评分为625分的借款人有着非常类似的信用状况，但其住房抵押贷款被证券化的可能性差异极大。用经



济学术语说，住房抵押贷款被证券化的概率在620这一信用评分点出现不连续的跳跃。[\[12\]](#)

资产证券化的可能性在620这一信用评分点上，出现跳跃，可以用来检验贷款人是否真的利用这一便利证券化销售不良住房抵押贷款。如果贷款人同样严格地审查能被证券化的住房抵押贷款（信用评分高于620分）和不能被证券化的住房抵押贷款（信用评分低于620分），那么我们认为信用评分为620分左右的住房抵押贷款借款人有着大致相同的违约率。更有可能的是，信用评分高于620分的住房抵押贷款借款人的违约率应低于信用评分低于620分的住房抵押贷款借款人。

但是，作者发现实际情况恰好相反。信用评分低于620分的住房抵押贷款借款人的违约率远远低于信用评分高于620分的住房抵押贷款借款人。这意味着，可证券化的住房抵押贷款的风险比不能证券化的住房抵押贷款还要大。这一证据表明，资产证券化直接鼓励了不负责任的放贷。那么某些住房抵押贷款如何被发放给信用评分大体一致但风险更高的借款人呢？或者，换句话说，在资产证券化过程中，哪一类住房抵押贷款对发起人的不当行为最敏感？阿米特·塞鲁等人发现了令人震惊的无收入证明的住房抵押贷款事件，借款人并没有从工资单存根或者从国税局提供他们的收入证明。当借款人不能提供收入证明时，与发起银行保有的住房抵押贷款相比，住房抵押贷款资产证券化的表现差强人意。当银行知道他们可以把住房抵押贷款出售到资产证券化池子时，就不会仔细调查无收入证明的借款

人。结论是显而易见的：资产证券化降低了银行对借款人的审查和监督动机。<sup>[13]</sup>

在第二项研究中，塞鲁与托马什·皮斯科尔斯基、詹姆斯·威特金说明了私营证券化如何明目张胆地向投资者虚假陈述住房抵押贷款的质量。他们发现在私营证券化池中，10%的住房抵押贷款被错误地归类为自住型房产抵押贷款持有而实际上是投资型房产抵押贷款。对自住房发放的住房抵押贷款被认为是风险较低的——当房价出现大幅下跌时，与房产投资者相比，自住房房主更愿意继续支付住房抵押贷款。把非自住型房产的抵押贷款假冒自住型房产的抵押贷款就是一种欺诈。<sup>[14]</sup>塞鲁等人表明，资产证券化池子的发起人为了让池子的风险看上去小一些，就系统性地低估了投资型房产的抵押贷款的风险。此外，MBS的投资者被系统性地欺骗了——资产证券化池子的较高利率被虚假地表述为最高利率，而这并不能弥补他们遭受的风险。这些被虚假陈述的池子的信贷违约率比其他类似的抵押贷款高60%。投资者相信他们购买的是超安全资产，而实际上，他们受骗了。该研究另一个令人震惊的结果是整个行业的欺诈深度，塞鲁等人发现几乎每一个证券化资产池的发起人都从事此类欺诈，这成了私营证券化的一种通病。

资产证券化的这些严重问题导致抵押贷款的增长不具可持续性。处于资产证券化链条下端的参与方，尤其是最终投资者，受到欺骗，承担了他们未被合理告知和补偿的风险。但部分责任也归咎于评级机构。纽约联邦储备银行的研究表明，简单的、可观察的风险指标，例如较低的费寇（FICO）得分或者

是借款人较高的杆杆，显著提高了对抵押贷款证券化池子违约率预测的准确性。或者，换言之，信用评级机构在给私营MBS评级时忽略了显而易见的信息。[\[15\]](#)

## 不可避免的崩溃

对越来越多的有可能违约的借款人发放贷款带来了灾难性的后果。尽管没有较好的收入前景，但贷款人还是将大量贷款投向了低信用社区。投资者通过购买MBS助长了信贷扩张，他们犯下了简单的错误，而资产证券化池子的发起人则利用了这些错误。欺诈行为充斥着整个私营证券化市场，信用评级机构要么是不知道发生了什么，要么就是乐于睁一只眼闭一只眼。到了2012年，投资者对资产证券化发起人的诉讼堆积如山。[\[16\]](#)

为创造和销售盈利的证券，贷款者人放贷给许多边际借款人，甚至不惜给信用不相称的借款人放贷，给这些借款人放贷后，他们几乎立即出现违约。一旦违约数量开始上升，整个抵押贷款体系就开始瓦解，杠杆化损失随即而来。尤利娅·杰米扬克和奥托·范·赫默特的研究证明了这种循环，显示抵押贷款违约危机“**开始于2007年，其重要特点是2006年和2007年发放的很大部分次级抵押贷款仅在几个月之后就出现违约或止赎（黑体为作者强调）**”。他们还发现了一个“贷款质量恶化”现象，其中“综合贷款价值平均比率增加、无收入证明的贷款占比上升、次级贷款—优质贷款的利差缩小”。对2006年和2007年抵押贷款违约率做全面观察后，他们得出的结论是：

“次级抵押贷款市场的急速膨胀和快速回落不禁让人联想到典型的信贷繁荣和衰落的景象。”<sup>[17]</sup>

经济衰退时期违约率上升让整个国家陷入前所未有的境地。从1979年的衰退到近期的崩溃，美国的抵押贷款违约率从未超过6.5%，但2009年违约率突破了10%。我们没有1979年之前的信贷违约数据，但我们知道1940—1979年没有严重的家庭违约危机。可以十分肯定地说，自大萧条以来，美国大衰退时期的家庭信贷违约率达到了顶峰。我们在第6章提到的底特律西部地区，抵押贷款违约率在2009年达到了近30%，超过20%的家庭被止赎。2006—2009年，房价下跌50%，到2012年房价仍在低位徘徊。这些地区因抵押贷款违约危机遭到重创。

那些超级安全的MBS在信贷膨胀的高峰期是如何运行的？发行于2007年且账面价值为100美元、信用评级为AAA的MBS在2012年的成交价仅为50美元。<sup>[18]</sup>投资者在他们认为超级安全的投资上蒙受了重大损失。

\* \* \*

关于证券化中的公然欺诈和虚假陈述存在这样一个基本问题：如果证券化发起人没有声称证券化产生了超级安全的债务，那么是否仍然会有证券化？如果投资者知道他们的投资有下行风险，他们会更加留意吗？这是一个难以回答的问题。当然，在股票市场中也存在欺诈行为——21世纪初的安然事件就是一个例子。但与债务相关并加剧泡沫的欺诈行为更惊人，对整个经济的伤害也更大。历史为我们提供了一个又一个以证券

欺诈为基础的债务加剧资产泡沫的例子，而泡沫最终会破灭，并将整个经济推向深渊。在第8章中，我们将深入探讨债务的真正本质，论证为什么过度依赖债务会产生如此普遍的危害。

[1] Laurids Lauridsen, “ The Financial Crisis in Thailand: Causes, Conduct, and Consequences?” *World Development* 26 (1998) :1575 -1591.

[2] Lester Thurow, “Asia: The Collapse and the Cure,” *New York Review of Books*, February 5, 1998.

[3] Ramon Moreno, “ What Caused East Asia’s Financial Crisis?” *Federal Reserve Bank of San Francisco Economic Letter* 98-124, August 7, 1998.

[4] Paul Krugman, “ What Happened to Asia,” *Mimeo*, January 1998, <http://web.mit.edu/krugman/www/disinter.html>.

[5] Franklin Allen and Joo Yun Hong, “ Why Are There Global Imbalances?: The Case of Korea” (working paper 11 -32, Wharton Financial Institutions Center, University of Pennsylvania, February 27, 2011) .

[6] Leon Kendall, “Securitization: A New Era in American Finance,” in *A Primer on Securitization*, ed. Leon Kendall and Michael Fishman ( Cambridge, MA: MIT Press, 2000) .

[7] 例如，可以参见 Claire Hill, “ Who Were the Villains in the Subprime Crisis, and Why It Matters,” *Entrepreneurial Business Law Journal* 4 (2010) :323-350。她提到：“20世纪90年代晚期，华尔街就开始对那些无法获得‘优质’信贷的借款人所获得的住房抵押贷款证券化。发放的这类住房抵押贷款在所有发放的住房抵押贷款中占比还是很小的，但情况很快发生了变化。”

[8] Adam Levitin and Susan Wachter, “Explaining the Housing Bubble,” *Georgetown Law Journal* 100 (2012) :1177 -1258.

[9] Joshua Coval, Jakub Jurek, and Erik Stafford, “ The Economics of Structured Finance,” *Journal of Economic Perspectives* 23 (2009) :3-25.

[10] Coval, Jurek, and Stafford, “The Economics of Structured Finance.”

[11] 这是《经济学人》文章所给的标题，该文介绍了我们2008年2月研究的内容。参见 the *Economist*, “Chain of Fools,” February 7, 2008。

[12] Benjamin Keys, T. Mukherjee, Amit Seru, and Vikrant Vig, “ Did Securitization Lead to Lax Screening?: Evidence from Subprime Loans,” *Quarterly Journal of Economics* 125 (2010) :307-362.

[13] Christopher Mayer, Karen Pence, and Shane Sherlund, “The Rise in Mortgage Defaults,” *Journal of Political Economy* 117 (2009) :27-50。本文提供了进一步支持，他们“发现承销情况从几个方面开始恶化：在给借款人发放的贷款中，贷款首付非常少，收入或资产证明很少甚或完全没有。

[14] Tomasz Piskorski, Amit Seru, and James Witkin, “ Asset Quality Misrepresentation by Financial Intermediaries: Evidence from RMBS Market” (working paper, Columbia Business School, Columbia University, February 12, 2013) .

[15] Adam Ashcraft, Paul Goldsmith-Pinkham, and James Vickery, “ MBS Ratings and the Mortgage Credit Boom,” *Federal Reserve Bank of New York Staff Report* #449, May 2010.

[16] Piskorski, Seru, and Witkin, “Asset Quality Misrepresentation.”

[17] Yuliya Demyanyk and Otto Van Hemert, “Understanding the Subprime Mortgage Crisis,” *Review of Financial Studies* 24 (2011) :1848 -1880.

[18] 这个估计数是基于ABX指数，它跟踪MBS的价值，这些住房抵押贷款是2007年发放的。



## 第8章

### 债务与泡沫

查尔斯·金德尔伯格是一位经济学巨匠，1948年他加入了麻省理工学院经济系，但不是以新毕业的博士生面孔出现。相反，他的学术生涯与其之前的政策制定经历紧密相连。他曾以少校身份在美国军队服役，做过联邦储备系统的经济学家，也是“马歇尔计划”的重要设计者。因此在他抵达麻省理工学院时，他就已经对西欧经济体产生了巨大的影响。<sup>[1]</sup>与很多同时代的人相比，金德尔伯格的研究风格有点另类，这可能反映了他在象牙塔之外的真实世界的经历。与提出理论不同，他像自然科学家那样处理经济现象。他的同事、诺贝尔经济学奖获得者罗伯特·索洛将金德尔伯格比作贝格尔号上的达尔文：“不断地搜集、研究、分类各种有趣的标本……不断学习了解各种有趣的事件就是金德尔伯格作为经济史学家的风格，没有什么系统日程安排。”<sup>[2]</sup>金德尔伯格搜集大量有关泡沫数据的顶峰之作——《疯狂、惊恐和崩溃：金融危机史》，是经济史中最具影响力的著作之一。该书是一部杰作，它涵盖的泡沫追溯到17世纪荷兰的郁金香狂热、日本“失去的十年”前的商业房地产繁荣以及由长期资本管理公司崩溃引发的1998年金融危机。在相关的各类著作中，该书可谓是对泡沫和金融危机所做的一次最系统、最大规模的研究。

### 泡沫的科学



尽管金德尔伯格并没有试图证明任何理论，但他对历史数据的仔细研究使他得出了有说服力的结论。首先，他注意到资产价格的主要推动因素几乎总是信贷供给的扩张，也就是说，在收入增长没有任何明显改善的情况下，贷款人向借款人放贷的意愿增强。那么，在房地产市场中信贷供给扩张会表现出什么特征呢？试想一位租房客走进银行，要求申请住房抵押贷款来购买新房。通常银行会立即询问租房客的收入情况，如果银行认为他的收入太低，不足以支撑这样一笔大额住房抵押贷款，它就会将住房抵押贷款在房屋总价上的占比限定在一定范围内。很多情况下，这样的限制可以阻止租房客购买他理想中的房屋。现在想象一下，由于一些与租房客收入水平完全不相关的原因，银行决定向租房客提供一笔住房抵押贷款，比他在正常情况下可获得的住房抵押贷款金额更大、初始利率更低。在收入完全相同的情况下，银行突然愿意提供更多贷款，这可能影响租房客对房屋的需求。例如，他可能选择购买更大的房屋。如果这种情况在更大范围内扩散，贷款人提供信贷意愿的上升将推高房价。在同样的风险水平下，银行愿意提供更多的贷款，导致房价上升。

金德尔伯格注意到在很多历史阶段都出现了这种情形，多到他据此确立了“资产价格泡沫取决于信贷增长”的公理。他给出了许多例子，17世纪的荷兰郁金香泡沫就是由卖方融资方式所引发的，它是郁金香买主和卖主之间的一种债务。18世纪英国的运河狂热就是由新成立的国家银行向开凿运河的企业主提供贷款所引发的。这种情况也发生在了底特律，面向借款人的住房抵押贷款大量扩张，助推了很多类似借款人所在街区的

房价泡沫，没有这些住房抵押贷款，很多人根本买不起住房。在房地产崩溃的前10年，底特律的这些地区房价上涨了80%。当房价泡沫突然破灭，房价暴跌了60%。

## 什么是泡沫？

像股票或房屋这样的资产，它的价格应该是什么样的呢？标准的资产定价理论显示，其价格应该等于这些资产预期收益的总和。从股票看，其价格就是个人持有股票所得预期股息的总和，并适当进行时间和风险贴现。房价可以用隐性租金收入或个人出租住房所得收益测算。

泡沫存在吗？历史上有很多价格快速上升的例子——如2002—2006年的房地产繁荣或1997—2000年的网络繁荣。这些事件都以价格的大崩溃收场，并且事后人们才称之为泡沫。但如果价格上涨是真实的，并且是基于当时对经济前景的展望，那么情况又会怎样呢？又如何去证明泡沫确实存在呢？

2002年诺贝尔经济学奖得主弗农·史密斯与他的合作者格里·苏查内克及阿灵顿·威廉姆斯在1988年发表了一篇有关泡沫存在的开创性论文。<sup>[3]</sup>他们做了一个实验，起初给每一位参与者分配一定的现金和股票，他们可以相互交易。实验分为15个交易阶段，在每个交易阶段结束时，股票的持有人能以相同概率获得4种价值——0、8、28和60——中的一种股息，其期望值为24美分。标准资产定价理论为这一例子中的股价提供了确切的价值，在任何时点上，股价应该等于股票未来的预期股息。因此，在第一阶段开始时股票价格应该为 $24 \text{ 美分} \times 15 =$

3.60美元，同时该价格在以后的每一轮交易中都将减少24美分。史密斯及其合作者让每一位参与者都知道这种计算方法，以确保他们理解他们所交易的证券。

史密斯等人为实验构造的环境是对真实世界的一种夸张描述，其中没有复杂性和不确定性，也不存在股票停止支付股息或个人从股票可以得到最多或平均收益这样的不确定性，没有政治上的不确定性，也不必担心股票现金流管理出现失误。如果存在一个市场，其股票价格等于预期报酬的现值，那么这个市场就是史密斯的实验环境。然而，作者们发现了一些异常情况——后来的很多研究者都重复得出这一个结果。史密斯实验中的股价波动非常剧烈，在一些情况下股价偏离其基本价值的2~3倍。在22次实验中，有14次实验中的股票市场“按照股息来衡量，表现出了价格泡沫的特征”。

这种结构与罗伯特·希勒1981年首次证明美国股市存在“过度波动”的情况惊人地相似。<sup>[4]</sup>希勒的这篇开创性论文导致了行为金融学的创设，在该文中他展示股价的波动轨迹远远偏离了后续股息变化所确定的合理区间。之后，1997年杰弗里·彭蒂夫对这种现象进行了简要的总结，他证实封闭式共同基金的波动程度要比标的证券的市值显著得多。<sup>[5]</sup>封闭式共同基金与普通的“开放式”共同基金一样持有股票和债券，但一个关键的不同在于封闭式共同基金是单独交易的——独立于标的证券——并且有自己独立的价格。从理论上讲，封闭式共同基金的价格应该与标的证券的总价值相似。但是，彭蒂夫发现，

情况经常并非如此，封闭式基金的价格偏离了标的证券的价值。

所有这些都表明泡沫确实存在，而且它们也能够使价格大幅偏离其长期基本价值。但是我们的问题更加具体：债务与泡沫之间存在关联吗？正如金德尔伯格所广泛论证的那样，为什么现实世界中的泡沫案例经常伴随着债务的增加？资产价格应该等于它所带来的预期总收益是一种简单直观的想法。债务并未在这样的计算中发挥什么作用，但是如果资产购买人通过借钱为自己的购买行为融资，就像金德尔伯格所揭示的各起泡沫事件那样，股票和房屋的价格就有上升的理由吗？资产价格应该仅仅取决于持有这些资产所能获得的预期收益，不管购买人通过什么途径为资产购买融资。金德尔伯格关于债务在泡沫形成中的重要性的见解很难与标准的定价理论相一致。

如果我们在资产价格决定中引入债务的作用，就必须偏离标准的资产定价理论。在我们需要考虑的世界中，资产价格可能定期偏离其未来收益流的总和，换言之，这是一个可能存在泡沫的世界。或许，在这样的世界中，债务确实重要。这就将我们带回到弗农·史密斯的实验，史密斯扩展了他原来的实验，允许实验中的交易员以交付保证金的方式购买股票，也即他们可以借钱买股票。根据标准的资产定价理论，拥有借钱的能力对资产价格没有任何影响，但是史密斯与合作者大卫·波特的研究发现，允许举债的确可以助推泡沫。[\[6\]](#)

## 为什么债务可以助推泡沫？

交易员买卖资产是为了赚钱。如果交易员知道自己买入的是泡沫，在未来还会破灭，他就不会购买这些资产。如果资产没有买家，那么泡沫也就不存在了。这一理论表明，只有在购买人是“乐观者”（对那些持有“非理性繁荣”想法的人的委婉说法）或购买人相信在未来资产价格涨到更高时会有“更大的傻瓜”来接手资产时，泡沫才有可能存在。[\[7\]](#)

现在我们可以开始建立一套债务如何助推泡沫的理论。约翰·吉纳科普洛斯研究了债务是怎样提升乐观者或者那些相信资产价格会继续上涨的人的购买能力的。债务在提升乐观者未来购买能力的同时，也增大了出现更大傻瓜的概率。[\[8\]](#)

假设在一个世界中有100套同样待售的房屋，有两类人居住在这个世界中：乐观者和悲观者。悲观者认为房屋只值10万美元，相反，乐观者认为房屋的价值要高出25%，为12.5万美元，因此乐观者将会在等于或低于这个金额的任何价格水平购买房屋。这种关于世界的简化模型假设人们对资产价格存在“看法差异”，正如任何与朋友或家人讨论过房价的人都知道，这只是一种相当符合实际的假设。

那么，在这种情形下房屋的实际价格会是怎么样的呢？它取决于乐观者对悲观者的数量。如果有足够多的乐观者来买这100套房屋，那么所有房屋的销售价格都将是12.5万美元。但是如果乐观者数量不够多，一些房屋肯定会被悲观者购买，那么所有房屋肯定会以10万美元的价格出售。之所以出现这样的情况，是因为竞争意味着同样的房屋必定会以同样的价格出售。



因此，市场价格就等于最低的市场出清价格，这个价格将确保至少有100个买主。

假设我们这个世界开始时是没有债务的，乐观者购买房屋时需要支付现金。我们还假设所有乐观者合起来的总财富为250万美元，因此按照12.5万美元的房价他们最多能购买20套房屋。乐观者不能购买所有房屋，那么房价必定下降到10万美元来吸引悲观者购买。在没有债务的情况下，所有房屋的价格都是10万美元，乐观者购买25套，而悲观者购买剩余的75套。

债务融资的引入是怎样影响房价的呢？假设我们现在允许乐观者借入房屋价值的80%。换句话说，在购买房屋时，他们在获得贷款前仅需支付20%的首付款。借贷能够极大地提高乐观者的购买能力，他们每投入1美元的资金，就可以借入4美元的债务。他们现在就能够使250万美元现金发挥五倍的杠杆作用，使得用于购买房屋的资金高达1250万美元。实际上，乐观者的购买力在债务的支持下得到提升，他们就能购买市场上全部的100套房屋。当我们引入债务时，房价将由乐观者的支付意愿决定。引入债务后，房价迅速跳升至每套12.5万美元。<sup>[9]</sup>

在有债务的世界中，乐观者购买了所有房屋。他们向每套房屋支付了20%的首付，或者2.5万美元，其余部分则是借入的贷款。但是谁愿意借钱给乐观者呢？如果不能确信无损失地收回自己的资金，没有谁愿意放手自己的血汗钱。既然我们的世界只有两类人，悲观者必须愿意借出，以成为乐观者的借入。

悲观者愿意借出吗？悲观者认为房屋的价值不会超过10万美元，因此他相信乐观者出价过高。但是他非常愿意借10万美元给乐观者购买12.5万美元的房屋。为什么呢？悲观者有房屋做抵押。按照悲观者的判断，一旦泡沫破裂，过度自信的乐观者就将被迫放弃首付，价格也将回到10万美元的真实估价上。但是悲观者明白他们的资金是得到保护的，他们提供了10万美元的贷款，并且房屋最终也值10万美元。

在这个简单的例子中，债务通过增强乐观者对市场价格的影响力助推了资产价格的上升。具有讽刺意味的是，恰恰是悲观者——尽管他们并不认同乐观者的估值——导致了事情的发生。没有悲观者的帮助，乐观者根本无法将房价提高25%。当我们在房价崩溃后想要追究责任时，这是一个关键的教训。我们更愿意责备“不负责任的购房者”，他们竭力购买房屋。但是，只有在银行激进的放贷行为下，买房热才成为可能。

在上面的例子中，债务推高了房价，但这一定就是泡沫吗？在我们的经济体中，我们将人群分为两类，要么是乐观者，要么是悲观者。房价上升是否就代表泡沫取决于二者中哪一方是正确的。如果乐观者是正确的，那么房价将保持在提高后的水平，也就不会有任何泡沫破灭或危机。然而，如果悲观者是正确的，那么房价上升将是临时性的，泡沫将在未来的某个时候破裂。

除了助长泡沫以外，由于对预期的影响，债务还帮助维持了泡沫——至少维持了一段时间。放宽贷款条件意味着更多的乐观者在今天和未来都能获得贷款，这将促使人们相信未来会



有更大的傻瓜用更高的价格购买这些资产。房地产盛宴越变越大。泡沫会继续膨胀的预期诱使除乐观者以外的其他投机者进入这个市场。需要注意的是，在我们解释的房地产繁荣中存在动物精神因素，尽管债务同时发挥着重要作用。在我们的框架中，可以将乐观者视为非理性的购房者，他们愿意出价越来越高，因为他们相信房价将永远上涨。就此而言，债务观和动物精神观并不相互排斥。

但是最大的区别在于债务所发挥的作用。在债务观中，如果非理性的乐观者无法通过债务融资来维持泡沫，那么泡沫将不会失控。此外，如果理性的投机者相信乐观者在泡沫扩大的时候还能获得贷款，他们也会进入这个市场。债务发挥了关键作用。突出债务的作用是非常重要的，因为一些人认为债务与大衰退之前美国的房价泡沫毫不相关。[\[10\]](#)

## 为什么贷款导致了泡沫？

正如上面的例子所表明的，贷款人之所以愿意出借仅仅是因为确信他们的资金是安全的。他们相信即使房价不可避免地出现下跌，基础抵押物也能够保护他们。债务之所以导致泡沫，部分原因是它给了贷款人一种安全感，即使泡沫破灭，他们也不会受到影响。

但是如果贷款人错了会出现什么情况？如果他们实际暴露在风险之下，情况又会怎样呢？答案非常接近于妮古拉·真纳约利、安德烈·施莱弗和罗伯特·维什尼所说的“被忽略的风险”。[\[11\]](#)他们认为某些完全没有预料到的不可能的事件之所以

发生了，是因为投资者忽略了这些可能发生的风险。从房地产崩溃的情况看，很多投资者可能忽略了房价下降超过10%的风险。在金融危机期间，投资货币市场基金的人们相信没有什么基金会“跌破净值”，或者偿还的名义金额不会低于投入账户的金额。

显然，这样的疏忽会使投资者犯系统性的错误，做出糟糕的经济决策。真纳约利、施莱弗和维什尼说明了金融业如何放大这种疏忽，从而导致一场全面的金融大灾难。要点在于银行所创造的证券只会在这些受到忽略的风险面前表现出脆弱性。换句话说，卖给投资者的证券本身就承载了被忽略的风险。例如，如果投资者相信全国的房价不可能下降10%或更多，那么银行就会创设一种证券，除非出现全国房价下降10%或更多，其他任何情况都不会改变这种证券的价值。因为这些证券对投资者来说是无风险的，所以银行就大量生产。看似无风险的证券的供给大肆扩张，使乐观者可以购买更贵的房屋，助推了资产价格泡沫。当房价下降事实上超过10%时，结果就是金融大灾难。

向那些忽略了特定风险的投资者销售的最好类型的证券是什么呢？债务。债务拥有独一无二的特征，它使投资者相信他们在未来任何情况下都会得到偿付。购买了债务的投资者相信他们所持有的东西是安全的，独立于他们所提供融资的基础资产。金融行业使投资者相信他们持有的是“绝对安全”的债务，即使出现了明显的资产泡沫。这有助于我们理解为什么金德尔伯格发现了另外一种历史上常见的情形：债务常常助推资产价格泡沫，它们看上去绝对安全。正如他所说，“在很多情

形下，信用扩张是因为开发了对之前传统货币的替代物。”<sup>[12]</sup> 债权人相信新的债务工具与受到稀有金属支持或受到政府担保的货币一样安全。

风险忽略框架背后还有另一个教训：债务工具导致投资者只关注极小部分的各种可能结果。所以，他们容易忽视相关信息，甚至对明目张胆的欺诈熟视无睹。例如，假设投资者向一家企业发放了一笔贷款，如果投资者相信他们的贷款会得到偿还，即使企业经理从现金柜偷了钱，投资者也会有意忽略这种偷钱行为。相反，如果投资者是股权投资者，意味着他们将分享企业的利润，他们就有强烈的动机甄别这个窃贼。债务使投资者相信他们不必担心欺诈，因为他们有资产优先索赔权的保护。

在一个忽视风险的世界中，对金融创新应该保持一定的怀疑态度。如果投资者系统性地忽略某些后果，金融创新就可能沦为银行用来欺骗投资者购买证券的秘密工具，这些证券虽然看上去很安全，实际上却极其脆弱。

\* \* \*

极具讽刺意味的是，2003年金德尔伯格以92岁的高龄去世，而此时住房抵押贷款和信贷繁荣正开始。在去世的前一年他还接受了《华尔街日报》的采访。什么市场最让他担心？住房。文章这样写道：“当前他最感兴趣的对象就是房地产市场。数周以来，金德尔伯格先生一直对那些暗示房地产市场存在泡沫的新闻做剪报，特别是在西海岸。”他还不十分确定，

但怀疑存在房地产泡沫。他看到了一个警示信号：“银行随时愿意发放的住房抵押贷款越来越多、越来越多，”他说，“我认为，这很危险。” [13].

[1]. Daniel Altman, “ Charles P. Kindleberger, 92, Global Economist, Is Dead,” *New York Times*, July 9, 2003.

[2]. Robert Solow, foreword to *Manias, Panics, and Crashes: A History of Financial Crises*, 5th ed. , by Charles Kindleberger and Robert Aliber (Hoboken, NJ: John Wiley & Sons, 2005) .

[3]. Vernon Smith, Gerry Suchanek, and Arlington Williams, “ Bubbles, Crashes and Endogenous Expectations in Experimental Spot Asset Markets,” *Econometrica* 56 (1988) :1119 -1151.

[4]. Robert Shiller, “Do Stock Prices Move Too Much to Be Justified by Subsequent Changes in Dividends?” *American Economic Review* 71 (1981) :421 -436.

[5]. Jeffrey Pontiff, “ Excess Volatility and Closed-End Funds,” *American Economic Review* 87 (1997) :155 -169.

[6]. David Porter and Vernon Smith, “ Stock Market Bubbles in the Laboratory,” *Journal of Behavioral Finance* 4 (2003) :7-20.

[7]. 参见下列研究的模型，它们描述了这一逻辑：Michael Harrison and David Kreps, “ Speculative Investor Behavior in a Stock Market with Heterogeneous Expectations,” *Quarterly Journal of Economics* 92 (1978) :323 -336; Jose Scheinkman and Wei Xiong, “Overconfidence and Speculative Bubbles,” *Journal of Political Economy* 111 (2003) :1183 -1219; and Dilip Abreu and Markus Brunnermeier, “Bubbles and Crashes,” *Econometrica* 71 (2003) :173 -204.

[8]. 下面的讨论主要受到以下文章的启发：John Geanakoplos, “ The Leverage Cycle,” in *NBER Macroeconomic Annual 2009*, vol. 24, ed. Daron Acemoglu, Kenneth Rogoff, and Michael Woodford (Chicago: University of Chicago Press, 2010) , 1 -65.

[9]. 可以通过以下公式确认： $100 \times \$125,000 = \$12.5 \text{ 百万}$ 。

[10]. See, for example, Edward Glaeser, Joshua Gottlieb, and Joseph Gyourko, “Can Cheap Credit Explain the Housing Boom?” (working paper no. 16230, NBER, July 2010) .

[\[11\]](#) Nicola Gennaioli, Andrei Shleifer, and Robert Vishny, “ Neglected Risks, Financial Innovation, and Financial Fragility,” *Journal of Financial Economics* 104 (2012) :452 -468.

[\[12\]](#) Solow, foreword to *Manias, Panics and Crashes*.

[\[13\]](#) Jon Hilsenrath, “A 91-Year-Old Who Foresaw Selloff is ‘ Dubious’ of Stock Market Rally,” *Wall Street Journal*, July25,2002.

# 第三篇

## 阻止恶性循环

## 第9章

### 救银行，救经济？

21世纪前10年的西班牙房地产业就是增强版的美国经历。在这10年的早期，家庭债务收入比翻番的同时，房价暴涨了150%。当房价暴跌时，很多西班牙购房者的房屋资产被一扫而空，开始启动的杠杆化损失循环甚至比美国的还要严重。西班牙经济濒临破产，2012年的失业率攀升至25%。西班牙购房者遇到的问题比他们的美国同行更加严峻。在当时的美国，房价下跌摧毁了房屋资产后，很多购房者被收回了房屋。但是在西班牙，1909年以来的法律明确规定，大多数西班牙购房者仍将需要履行对住房抵押贷款的偿付负责，即便他们将房屋交回给了银行。如果一个西班牙人因为拖欠住房抵押贷款而被收回房屋，他在破产时可以不用偿付住房抵押贷款的利息，但仍然对全部本金负有责任，<sup>[1]</sup>累计的罚金以及负债将在此后的生活中一直伴随他。而且，破产记录会使他租住公寓或者签订移动电话合约都变得困难。<sup>[2]</sup>

这些法律造成的结果就是，即使西班牙的家庭被迫搬出了房屋，住房抵押贷款的债务负担仍会继续压迫着他们。《纽约时报》的苏珊·戴利报道了马诺洛·马尔万的故事，他在2010年无法偿付其住房抵押贷款，等待银行的驱逐。即便被扫地出门，他也不要指望14万美元的住房抵押贷款有任何减轻：“马尔万先生最近说道，‘在我的余生，我都将不停地为银行打工了’。他不禁潸然泪下，‘我将一无所有，甚至连一辆汽车都没有’。”<sup>[3]</sup>西班牙严格的住房抵押贷款法律引起了社会广泛的不满和动荡。开锁匠和警察拒绝协助银行驱逐拖欠贷款的房主。<sup>[4]</sup>2013年，西班牙的消防队员也宣布他们将不再帮助驱逐房主，打起“我们应该救的是人民，而不是银行”的标语。



甚至一些局外人都意识到了西班牙住房抵押贷款法律的冷酷：欧洲联盟法院在2013年做出裁决，要求西班牙通过法院对繁重的住房抵押贷款条款提出异议的方式，使住房抵押贷款负担者可以更加容易避免止赎。<sup>[5]</sup>甚至连不支持负债购房的《华尔街日报》编委会也要求西班牙修改住房抵押贷款法律，以“防止被逐出的房主需要永远承担债务”。<sup>[6]</sup>西班牙议会中的很多反对党也试图修改与住房抵押贷款合同相关的法律。但到最后，都毫无进展。正如我们所写，冷酷的西班牙住房抵押贷款法律依然白纸黑字写在那里，西班牙仍然经历着异常严重的衰退，完全可以与美国的大萧条相提并论。

那么为什么不采取更多措施帮助西班牙的房主呢？西班牙的立法者做出了明确的选择：任何减轻负债家庭住房抵押贷款的措施都将伤及西班牙的银行，而银行业必须尽可能得到保护。例如，如果立法者使房主能更加容易地通过交出房屋卸掉债务，更多西班牙人将选择停止偿付债务，交出房屋。留给银行的是不值钱的房屋而不是带息的住房抵押贷款，这将导致更大的经济代价。西班牙最大房地产网站的住房抵押贷款部门经理直言不讳地说：“如果政府对住房抵押贷款法律采取了过分的措施，就将影响银行，到目前为止使银行体系恢复健康的辛苦努力也将因此而付诸东流。”<sup>[7]</sup>

苏珊·戴利在《纽约时报》的报道中写道：“何塞·路易斯·罗德里格斯·萨帕特罗政府反对……让住房抵押贷款违约者通过交出房屋的方式处理与银行的债务……政府官员说西班牙的个人担保制度使银行避免了在美国出现的混乱。”文章援引住房部副部长的话：“我们现在的确生活在房地产大狂欢的后遗症中，太多的西班牙人出现过度负债也是事实。但我们没有看到美国的（银行业）问题，因为担保（要求西班牙人偿还其住房抵押贷款债务）在这里要好得多。”<sup>[8]</sup>

然而，西班牙破产法给予银行极端优先的待遇仍然不足以保护银行业。随着经济的紧缩，西班牙银行业越来越脆弱。2012年7月，欧元区政府给予西班牙银行1250亿美元的一揽子救助。这实际上是由西班牙的纳税人提供后盾的。<sup>[9]</sup>

这样不惜代价保护银行的政策成功了吗？完全没有。金融危机爆发5年后，西班牙的衰退在全世界是最严重的之一。如果不惜代价保护银行能够挽救经济，那么西班牙应该是一个重要的成功典范。

## 挽救银行

当银行业可能出现重大损失时，市场和政策制定者面临着一个不可避免的问题：应该由谁来承担损失。自然方案就是银行的利益相关方，即它的股东和债权人应该承担损失。毕竟，他们自愿融资给银行，并且有管理投资的责任。然而，当具体到银行，另一种观点就会跑到前台。经济学家、监管者和政策制定者告诉我们，银行是很特殊的。政府采取各种手段挽救银行体系，常常以牺牲普通公众的利益为代价。

西班牙的故事绝对不是孤例。在大衰退期间，这种故事极其有规律性地在欧洲其他国家和美国反复上演。2008年，喜剧演员乔恩·斯图尔特就美国的银行救助提出了一个很多美国人都已经问过的问题：

“为什么不拿出7 000亿美元，直接将它分给老百姓；为什么我们要把它交给制造问题的银行？”<sup>[10]</sup>那么银行为什么如此特殊？为什么要如此迫切地不惜代价救助它们？一个可能的原因是出于政治方面的考虑：组织好银行有助于保护他们的利益。然而，在考虑政治解释之前，我们先回顾一下经济学的基本原理。这就需要对银行业有基本的了解，从很多方面看，银行是有其独特性的。

一家普通的企业，例如家具制造企业，它的资产负债表非常简单。家具制造企业的资产就是用于制造家具的设备、厂房和机器。一家家具公司需要使用投资的资金购买这些资产，一些资金是以债务形式从债权人处筹集的（例如，通过发债）。剩余部分来自股东，称作股权。加总起来，债务和股东权益构成了这家家具公司的负债。家具公司通过制造和销售高质量的家具为股东赚钱。销售利润扣除债务，剩余的钱就是股东的利润。

如果家具公司经营得不好，它的资产价值就会降低。首先出现损失的就是家具公司的股东。如果家具公司经营得十分糟糕，甚至最终债权人也必须承担损失。走到那个地步，家具公司就会破产。破产裁定将有助于决定是否允许公司继续经营下去。如果可以，那么老股东就被清除，通常遭受损失的债权人将得到公司的股权，其价值低于他们在公司破产前的债权价值。因此债权人出现了损失，但是他们知道自己面临风险。这不需要政府进一步干预，也不需要纳税人救助。在美国，非金融企业的破产程序运行得相当顺畅。

从银行看，它的资产不再是设备或机器，而是贷款。当银行向购房者提供一笔贷款，这笔贷款将列示在其资产负债表的资产方。因此银行资产的价值将由借款人的偿付能力决定。如果银行的借款人对其贷款全部违约，那么银行资产的价值将会暴跌。与家具公司一样，银行需要从投资者那里获得资金来充实资产，在这里就是发放贷款。

银行的独特之处就在于它们是怎样在资产负债表的负债方进行融资的。多数银行的主要负债是存款，大多数存款人并不认为他们在银行的资金是一种投资，但实际上这就是投资。它是给银行的“贷款”，需要时就可提取。银行不会将存款人的资金放到保险柜里，它们使用存款人的资金，以发放贷款的方式将这些资金放在资产负债表的资产方。这些贷款将在未来得到偿还，尽管存款可能被存款人即刻

要回。因此银行要开展业务就要求所有的存款人不能在同一时间都需要资金，电影《美好人生》中就有这一幕剧情。银行的其余负债包括非存款负债和股东权益。因为存款人通常都得到保险，并且可以即刻要回他们的资金，所以相对于存款，银行的非存款债务通常被认为是次级的，被称为次级债务。股东权益是最次级的权益，用银行业的话来说，就是资本。

假设很多人的住房抵押贷款出现违约，那么银行贷款（资产）的价值就会迅速下降。这种骤降首先损害的是股东权益。股东如果损失非常大，股东权益被完全侵蚀掉，那么次级债务就要承担损失。如果损失大到危及存款人的利益，政府就会介入，对存款人的资金做出担保，同时关掉银行。存款人得到救助，但是股东权益和次级债务被一笔勾销。

## 最后贷款人

保护银行体系的主要正当理由是基于存款在支付体系中的功能。存款不仅仅是银行的负债，它也是经济中结算的工具。而且，存款人可以在任何他们想要的时点取出资金。如果银行资产价值下降，当惊慌的存款人感觉银行出了问题，他们可能会一起要求收回他们的资金——银行挤兑。银行挤兑甚至可能波及经营健康的银行。例如，如果一家健康银行的存款人惊慌地看到其他存款人正从银行提取资金，他就会“挤兑”银行。挤兑的力量非常危险，它迫使银行以低于市场价格的方式卖掉资产，可能损害国家支付体系，后者依赖于银行存款：当一个人开出一张支票时，清算方式就是将存款从一家银行转向另外一家银行。企业经常通过存款账户向工人支付工资。如果银行存款价值出现问题，国家的整个支付体系可能崩溃。

银行监管有一个广为接受的公理，那就是中央银行必须承担“最后贷款人职能”，以防止银行挤兑。中央银行履行这项职能时，可以直接向银行存款提供保险，就像联邦存款保险公司（FDIC）所做的，或者不受限制地向流动性受到约束的银行提供贷款。以英国著名新闻记者沃尔特·白芝浩的名字命名的“白芝浩原则”（Bagehot Rule），呼吁中央银行以惩罚性利率无限量地向有偿付能力的企业提供贷款，同时需要提供好的抵押品。如果有偿付能力的银行面临挤兑，它可以向中央银行融资以满足存款提取要求。如果银行没有偿付能力，意味着银行资产的价值比它的存款价值还要低，那么监管者可以介入，并接管银行，这就是联邦存款保险公司负责做的事情。所以，只有最后贷款人出场，才能在第一时间阻止挤兑事件发生。

在大衰退期间，美联储在扮演最后贷款人时采取了一些极端措施。它们将银行从联储获取贷款的利率从5.25%下降到几乎为0。银行可以不受限制地按照需要的数量借款，只要它们能够提供抵押品。美联储也扩大了谁可以借款以及哪些抵押品是可接受的定义范围。美联储启动了一揽子新项目，包括1500亿美元的定期拍卖便利（Term Auction Facility, TAF）、与国外中央银行的500亿美元互换额度（swap lines）、2 000亿美元的定期证券借贷便利（Term Securities Lending Facility, TSLF）、200亿美元的一级交易商便利（Primary Dealer Credit Facility, PDCF）、7 000亿美元的商业票据融资便利（Commercial Paper Funding Facility, CPFF）以及1万亿美元的定期资产支持证券贷款便利（Term Asset Backed Securities Loan Facility, TALF）。<sup>[11]</sup>美联储实施了规模最大、持续时间最长的计划：大规模资产购买（Large-Scale Asset Purchase, LSAP），也即众所周知的“量化宽松”，该计划涉及美联储购买长期资产，包括政府支持机构债务、MBS以及银行的长期国债。从任何标准看，这个计划都是十分庞大的。到2013年中，美联储的这

些购买行为已经使其资产负债表的规模从2007年的约8 000亿美元增加到巨额的3.3万亿美元。

2008年秋季爆发的金融危机还产生了一个并发症，因为银行用超短期的非存款类融资工具为自己融资。这些短期融资很多是由货币市场基金提供的，并没有直接获得美联储或联邦存款保险公司的担保。2008年9月，当投资者开始挤兑货币市场基金时，财政部开始介入，为这些基金提供担保。它们提供的一揽子担保使市场迅速恢复平静，这表明政府能够和应该防止金融行业的挤兑。从政府和中央银行在防止极端银行挤兑方面所扮演的合适角色看，我们认为这些政策是明智的，也是适宜的。

要防止挤兑就需要美联储提供贷款，并且从2008年秋季货币市场基金的情况看，甚至需要美国财政部提供贷款。然而，这种支持不应被视为救助。对于那些有支付能力的银行，资金会带息还回。对于那些丧失支付能力的银行，如果政府干预得当，长期债权人和银行股东的权益就会被勾销。从支持银行中得到的主要政策教训就是：政府绝无任何理由为了防止挤兑和保障支付系统而去保护长期债权人和银行股东的利益。

## 恢复信贷流动

大衰退期间，美国对银行的支持已经远远超越了保护支付体系的范围。事实上，政府的政策就是拿纳税人的钱直接给债权人和股东。据彼得罗·韦罗内西和路易吉·津加莱斯估计，2008年秋季财政部向大型金融机构注资100亿美元。<sup>[12]</sup>布赖恩·凯利、汉诺·卢斯蒂格和斯泰恩·范·纽沃伯格研究了银行的股票和指数期权，发现“政府对金融行业的集体担保”明显推动了银行股价的上涨。<sup>[13]</sup>那么在帮助



购房者的政策被束之高阁的同时，政府却用纳税人的钱支持银行的债权人和股东。这是为什么？

小布什总统在2008年9月24日 对全国的讲话中直白地解释了其中的原因。<sup>[14]</sup>他强烈呼吁通过支持银行的立法，他信誓旦旦地说：“这将解放银行，使它们恢复对美国家庭和企业的流动性信贷，这也有助于经济增长。”支持银行业的论点超出了保护存款人和支付体系的范畴，该论点认为，为了确保银行持续提供贷款，银行的债权人和股东必须得到保护。

这样的言论不仅听起来有点怪异，而且真的很怪异。银行的基本业务就是贷款，跟家具公司的基本目的就是卖家具没什么两样。很少有经济学家会认为，为了保护经营不善的家具公司的债权人和股东，政府应该介入，帮助销售质量不佳的家具。因此，如果银行出现了不良贷款，为什么要政府介入来保护不称职的银行经理、债权人和股东呢？

政府保护背后的经济理论就是银行提供了其他任何机构不可复制的独特服务。早在担任美联储主席之前，本·伯南克就在对大萧条的分析中强有力地提出了这个观点。他认为，“不同类型的借款人和贷款人之间的中介服务需要重要的做市和信息搜集服务”。而且，“1930—1933年的破坏降低了金融作为整体提供这些服务的效率”。按照伯南克的理论，银行破产导致了贷款下降，进而引发了大萧条。<sup>[15]</sup>

这里要指出的是，支持银行体系的两个独立原因之间是有差异的。在第一个原因中，存款人和支付体系必须得到保护，但没有要求向银行的长期债权人或股东提供救助。实际上，完全可以在保证支付体系完整的同时，彻底将股东和长期债权人清理出银行。联邦存款保



险公司已经多次这么做了。但是，在第二个原因中，银行的债权人和股东必须得到保护，因为银行拥有独一无二的放贷能力。

## 是银行贷款渠道导致了大萧条吗？

银行借贷观认为，如果我们能够再次从银行获得贷款，经济自然就会恢复健康。经济的严重衰退不是由家庭支出大幅减少导致的，企业和家庭仅需要更多的债务来渡过难关。这就有点类似用另一场狂饮治愈上一次的酒醉。增加债务并不是摆脱过度负债造成衰退的方法。在整体经济都面临崩溃的时候，我们真的认为家庭和公司还会拼命借钱吗？

为了帮助回答这个问题，我们有来自全美独立企业联盟（National Federation of Independent Businesses, NFIB）的问卷调查证据。<sup>[16]</sup>银行借贷观的支持者们非常关注小企业的信贷情况。小企业高度依赖银行信贷，它们会受到极大的影响。而大企业可以通过债券或商业票据市场进行债务融资。全美独立企业联盟的信息非常丰富，因为它们对小企业进行了调查，这些企业在切断了银行贷款途径后变得非常脆弱。调查问卷要求小企业列出它们最关心的事项，“销售不佳”“监管和税收”“融资和利率”是其中一些选项。选择“融资和利率”作为主要关注事项的小企业在金融危机期间从来没有超过5%，事实上，这部分企业所占的比例在2007—2009年还是下降的。这一调查结果很难与小企业迫切需要从银行融资的观点相调和。另一方面，2007—2009年，选择“销售不佳”作为最关注问题的小企业占比从10%上升到近35%。当负债家庭大幅削减支出时，企业就会看到销售快速下降。而且，那些“销售不佳”成为最受关注问题的地区与家庭净值下降最大的地区完全相同。<sup>[17]</sup>

我们也研究了银行业观点是如何解释失业的。正如我们在第5章已经提及的，在家庭净值下降最大的县，服务于当地消费需求的行业的工作岗位损失要相对大得多。如果借贷是个问题，我们预计这些岗位损失应该集中在小企业身上，因为它们依赖银行的贷款。但我们发现，事实恰恰相反，在受打击最大的县中，解雇工人的公司都是最大的企业，与无法获得银行贷款相比，这种情况与企业反映的缺乏消费需求更加一致。[\[18\]](#)

在大衰退期间，失业的真实景象不是因为零售小店缺少银行贷款而解雇工人，而是塔吉特（Target）这样较大的零售商解雇了工人，因为负债家庭不再上百货店买东西了。凯瑟琳·卡尔和勒内·斯图尔兹以公众公司为对象全面研究银行业观点，他们提供了更多驳斥银行业观点的证据。他们的研究显示，企业普遍在资产负债表上积累了大量现金，并在大衰退期间持续了这种情况。如果很多企业在某种意义上有好的投资项目但受制于无法获得银行信贷，那么我们可以预期这些企业将使用它们持有的大量现金进行投资。但是，卡尔和斯图尔兹发现企业的做法恰恰相反，他们由此得出结论认为银行业观点“无法解释工业企业的融资和投资政策上反映出的重要特征”。[\[19\]](#)

总量证据也驳斥了银行借贷观。银行体系的压力指标之一就是短期金融商业票据的利率与美国财政部发行的短期国库券利率之差。短期金融商业票据的利率反映了银行为获得短期债务融资愿意支付的价格。短期国库券利率反映了美国政府所支付的价格。当银行体系面临严重威胁时，金融商业票据的价格将比国库券的价格高得多。

2008年秋季，金融商业票据和国库券的利差达到峰值。银行融资成本上升时，想投资的企业从银行获得信贷的成本也将上升。然而，如前文所述，财政部和美联储的积极干预迅速降低了银行的资金成本。早在2008年12月末，金融商业票据和国库券的反常利差就完全消

失了。美联储和美国政府成功阻止了挤兑的发生，这也是服务于银行体系的基本职能。没有任何证据显示除2008年外银行体系面临严峻的压力。

然而，在2009年和2010年，尽管银行体系的压力水平并不高，但银行贷款骤然下降，这与企业不想增加信贷所以银行贷款才会下降的观点更加一致，这也是在企业销售下降后所预期到的情况。图9.1显示了银行压力与银行借贷之间的关系。如果有一点关系的话，在金融危机的高峰期，当企业动用信贷额度时，银行实际上提供了更多的现金。银行一旦安全，我们看到银行贷款有任何快速增加吗？没有，银行贷款在2009年和2010年出现了大幅下降。

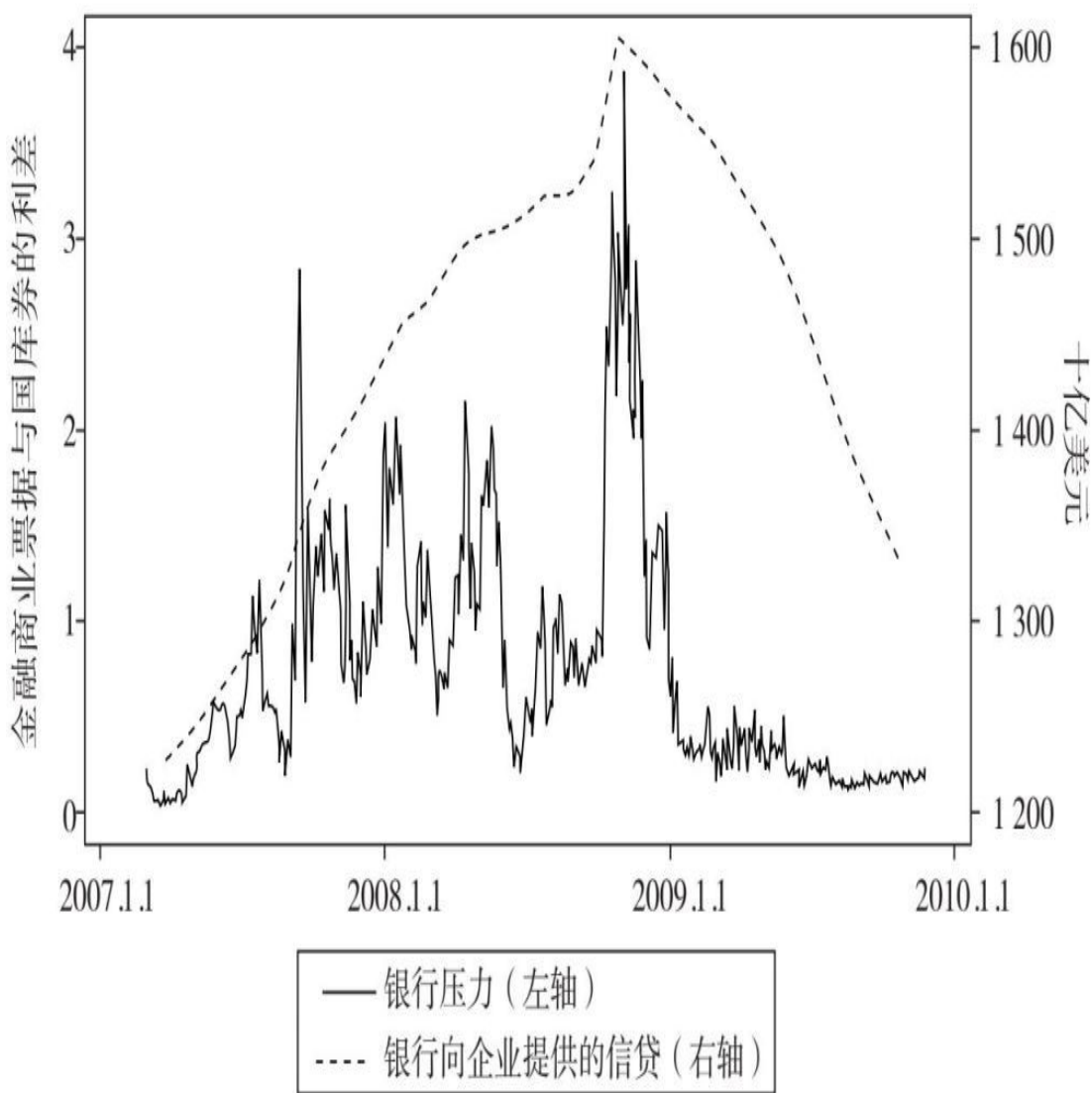


图9.1 银行压力与银行借贷

正如我们在本书前面所展示的，2009年就业出现大幅减少，而零售消费的疲软态势甚至持续到了2011年。即使银行获得救助后，经济仍然持续走弱，这与银行借贷观是相矛盾的。2008年后没有任何证据显示银行受到限制，但经济仍然受到影响。

## 银行借贷观的影响力

即使银行借贷观与那么多证据相矛盾，为什么它还那么有影响力呢？最嘲讽的观点就是债权人施加了广泛的政治影响力，当然也有一些证据支持这种观点。我们与弗朗切斯科·特雷比共同进行的研究发现，金融企业的竞选捐款使国会代表们更倾向于支持银行救助立法。这不仅是一种相关关系，例如我们显示即将退休的代表比试图连任的代表对竞选捐款的敏感性要低一些。一些迫切需要竞选资金的国会议员明显被金融业所收买拉拢。[\[20\]](#)

但是，我们认为，在对抗银行借贷观上，经济学家们也失败了，这也是我们决定写作本书的主要原因。银行借贷观得到了一些职业经济学人的大力支持，并且他们还推动其进入大衰退期间政策的公共讨论主题中。整个讨论完全聚焦于银行危机，而忽略了解决家庭债务危机的一些可能方法。

美国国家公共广播电台货币星球栏目的亚当·戴维森是一名出色的记者，他对金融危机做过全面报道。2009年5月，在采访伊丽莎白·沃伦（她当时是问题资产救助计划监管委员会的一员）时，戴维森表达了他对经济学家之间的主流观点的看法：

信用中介需要论在每一位思考这个问题的思想者中几乎成为广为接受的原则。美国家庭正遭受严重冲击的观点，也就是你所持观点，并未成为共识。我采访过许多左翼、右翼、中立的经济学家，而在报道金融危机的这一年里，你是我采访过的唯一认为我们面临两场同等规模严重危机的人：一场金融危机和一场家庭债务危机，它们的严重程度完全相同。实际上我并不清楚我

采访过的人有谁支持这一观点。我实际上不知道除了你还有谁持这种观点。<sup>[21]</sup>（粗体为作者强调）

戴维森是一位顶尖的经济记者，他同许多经济学家进行过严肃的讨论，发现没有其他专家支持那些看看数据就能一目了然的东西：在家庭支出大幅下降的背后，家庭债务是重要的推动力量。这是经济学界的失败。

即使危机之后，对银行业观点的思想支持仍然非常强大。例如，我们提出的一个中心论点就强调了2000年科技崩溃和2007年房地产崩溃所产生的不同经济后果。正如我们在第3章所讨论的，房地产崩溃更加严重的主要原因就在于，源自房屋财富冲击的边际消费倾向要高得多——房屋财富是由低净值家庭所持有的杠杆财富。富人是科技股的主要持有者，他们对财富下滑的反应要低得多。负债家庭有更高的边际消费倾向，是我们理解房地产崩溃比科技崩溃更加严重的关键。

2013年4月，本·伯南克被问及面对大衰退宏观经济学应该如何做出改变。<sup>[22]</sup>在回答这个问题时，伯南克指出了房地产崩溃比科技崩溃要严重得多这一相同事实。但是他得到了什么启示呢？“当然，到目前为止就我们所知，它之所以更具破坏性，是因为信用中介体系、金融体系、机构和市场在面对房价下跌及其对住房抵押贷款产生的相关影响时，要比面对股价下跌时表现得更为脆弱。”他继续说道，“从根本上说，第二次衰退的程度之所以比第一次深，原因在于金融体系的中介能力被摧毁了。”在回应中他根本没有提到房地产崩溃之所以更加严重，是因为它直接影响了低净值的购房者，这类购房者的财富边际消费倾向非常高。我们非常尊重伯南克主席，在美国历史上最困难的时刻之一，他高超地掌控着美联储。但是，甚至连他都



一直认为银行借贷能力受损是导致大衰退的主要原因。正如我们在本书中所展示的那样，事实表明，情况是另外一回事。

当金融危机爆发时，立法者和监管者必须解决银行体系的问题，他们必须防止挤兑，保持流动性。但是，政策制定者走得更远，看似要将保护银行债权人和股东的价值作为唯一的政策目标。银行借贷观变得如此强大，以至于帮助购房者的努力显得极其不利。这是不可接受的，负债家庭财富的巨大损失才是严重衰退的主要驱动因素。单是银行救不了经济，相反，通过直接处理杠杆化损失问题来提振经济却可以挽救银行。

我们并不是认为银行不重要。实际上，我们在大衰退之前的研究中发现，银行在信用中介中发挥着关键作用。在金融危机最严重的时期，经济出现的一些下滑可以归结为银行部门出了问题。但是银行借贷观的影响力非常强大，以至于它扼杀了很多本有助于减轻导致经济大衰退的巨大家庭债务负担的努力。政策制定者一直将帮助负债家庭视为一个零和博弈：帮助了购房者就意味着伤害了银行，而伤害银行是经济中最糟糕的事情。

对银行借贷观的强烈坚持严重阻碍了奥巴马政府的住房政策。彭博的克里·本森报道了奥巴马总统的住房政策，得出的结论是：“尽管他的（住房）计划被美国乏力的经济复苏部分削弱，但也缺乏广泛、积极的措施。救助计划只是在房地产金融体系边缘修修补补，因为奥巴马的顾问们早就做出了选择，不会花费政治资本来迫使银行免除住房抵押贷款债务。”<sup>[23]</sup>（粗体为作者强调）

克里斯廷·罗伯茨和斯泰西·卡普在《国家杂志》上全面评述大衰退期间的住房政策时也有类似的说法。他们写到，从奥巴马政府一



开始，住房政策指导原则就是“政府不会强迫银行修改贷款，对住房抵押贷款条款的任何修改必须有利于投资者和购房者”。政府官员们“被一次又一次地鼓动着，深感有必要支持那些正在挣扎着摆脱金融危机的银行，减少贷款人和债券投资人的损失”。[\[24\]](#)

从杠杆化损失的观点看，用纳税人的钱救助债权人和股东，忽略家庭债务问题，将事与愿违。请谨记，消费支出下降是低净值负债购房者导致的。银行债权人和股东是经济中最富裕的家庭。救助银行债权人和股东就是将纳税人宝贵的资金提供给了边际消费倾向最低的那群人。银行借贷观将纳税人的馈赠给予了最不需要馈赠的家庭。

银行受损的真实原因就是家庭支出骤减导致的经济衰退。如果我们想要拯救银行，最好的方式就是直接处理家庭的杠杆问题。

[\[1\]](#) *Euronews*, “Spain’s Unforgiving Eviction Law,” December 11, 2012; Suzanne Daley, “In Spain, Homes Are Taken but Debt Stays,” *New York Times*, October 27, 2010.

[\[2\]](#) Gabriele Steinhauser and Matthew Dalton, “Lingering Bad Debts Stifle Europe Recovery,” *Wall Street Journal*, January 31, 2013.

[\[3\]](#) Daley, “In Spain, Homes.”

[\[4\]](#) Matt Moffett and Christopher Bjork, “Wave of Evictions Spurs Sympathy in Spain,” *Wall Street Journal*, December 11, 2012.

[\[5\]](#) Ilan Brat and Gabrielle Steinhauser, “EU Court Rules against Spanish Mortgage Laws,” *Wall Street Journal*, March 14, 2013.

[\[6\]](#) *Wall Street Journal*, “Spanish Mortgage Misery,” March 21, 2013.

[\[7\]](#) Sharon Smyth and Angeline Benoit, “PP Aims to Change Spanish Mortgage Law within Two Months,” *Bloomberg*, March 27, 2013.

[\[8\]](#) Daley, “In Spain, Homes.”

[\[9\]](#) Raphael Minder, “Bailout in Spain Leaves Taxpayers Liable for Cost,” *New York Times*, June 12, 2012.

[10]. “ Robert Reich, ” *Daily Show with Jon Stewart*, Comedy Central, October 16, 2008.

[11]. Stephen G. Cecchetti, “Crisis and Responses: The Federal Reserve in the Early Stages of the Financial Crisis,” *Journal of Economic Perspectives* 23, no. 1 (2009) .

[12]. Pietro Veronesi and Luigi Zingales, “ Paulson’s Gift,” *Journal of Financial Economics* 97 (2010) :339 -368.

[13]. Bryan Kelly, Hanno Lustig, and Stijn Van Nieuwerburgh, “ Too-Systemic-to Fail: What Option Markets Imply about Sector-Wide Government Guarantees” (Fama-Miller working paper, University of Chicago Booth School of Business, March 21, 2012) .

[14]. George W. Bush, “Address to the Nation on the Financial Crisis” (speech, Washington, DC, September 24, 2008) , New York Times, [http://www.nytimes.com/2008/09/24/business/economy/24text-bush.html?pagewanted=all&\\_r=0](http://www.nytimes.com/2008/09/24/business/economy/24text-bush.html?pagewanted=all&_r=0).

[15]. Ben Bernanke, “Nonmonetary Effects of the Financial Crisis in the Propagation of the Great Depression,” *American Economic Review* 73 (1983) :257 -276.

[16]. NFIB调查由首席经济学家William Dunkelberg领衔，可以从下列地址获得相关信息：<http://www.nfib.com/research-foundation/surveys/small-business-economic-trends>.

[17]. Atif Mian and Amir Sufi, “ Aggregate Demand and State-Level Employment,” *Federal Reserve Bank of San Francisco Economic Letter* 2013-04, February 11, 2013.

[18]. Atif Mian and Amir Sufi, “What Explains High Unemployment?: The Aggregate Demand Channel” (working paper, University of Chicago Booth School of Business, 2012) .

[19]. Kathleen Kahle and Rene M. Stulz, “ Access to Capital, Investment, and the Financial Crisis,” *Journal of Financial Economics*, forthcoming.

[20]. Atif Mian, Amir Sufi, and Francesco Trebbi, “The Political Economy of the U. S. Mortgage Default Crisis,” *American Economic Review* 100 (2010) :67 -98.

[21]. 打印手稿可以从 *Columbia Journalism Review* 的网址获得，地址如下：[http://www.cjr.org/the\\_audit/so\\_thats\\_why\\_the\\_press\\_wont\\_co\\_1.php?page=all&print=true](http://www.cjr.org/the_audit/so_thats_why_the_press_wont_co_1.php?page=all&print=true). Davidson later apologized to listeners for this segment of the interview.

[22]. 2013年3月25日 在伦敦经济学院会议上提出了这个问题，当时的标题为 “经济学家和政策制定者应该从金融危机中学到什么？” Brad DeLong 的手稿可以从其个人主页获得：<http://delong.typepad.com/sdj/2013/04/reconstructing-macroeconomics-exchange-mervyn-king-ben-bernanke-olivier-blanchard-axel-weber-larry-summers.html>.

[23]. Clea Benson, “ Obama Housing Fix Faltered on Carrots-Not-Sticks Policy,” *Bloomberg News*, June 11, 2012.

[\[24\]](#) Kristin Roberts and Stacy Kaper, “Out of Their Depth,” *National Journal*, March 22, 2012.

## 第10章

### 债务减免

里克·圣泰利毫不掩饰他对救助负债购房者的立场，2009年2月，这位美国全国广播公司财经频道的记者在芝加哥交易大厅发表了慷慨激昂的演说，当时正值新一届奥巴马政府走马上任。“总统先生及新一届政府，你们会怎么办？”他问道，“你们为什么不设立一个网页，让人们在网上进行公投，看看我们是否真正想补贴那些受损者的住房抵押贷款？”他转向大厅的交易员问道：“你们中有多少人想为有着超大浴室而付不起钱的邻居来偿付住房抵押贷款呢？请举手！”交易员们发出了巨大的嘘声，其中一个交易员回应道：“这存在道德风险！”圣泰利的言语触动了人们的神经，有人怀疑这场演讲为主导2010年中期选举的茶党运动发挥了重要作用。美国人对他们不负责任的邻居获得救助充满愤怒。<sup>[1]</sup>

一个可悲的事实就是，当圣泰利发表他的演讲时，几乎没有购房者获得债务减免，此后也没有获得救助。尽管这是自大萧条以后美国历史上最大的房地产崩溃，但负债的购房者被置之不理，很少获得来自政府的资助。

2008年夏，在国会通过《美国房屋救援与防止止赎法案》后，美国才开始尝试救助负债购房者。该法案向联邦住房管理局提供了3 000亿美元用以鼓励私人部门减记住房抵押贷款本金余额，预计将帮助40万户购房家庭避免房屋被收回。到2008年

12月，仅收到312份申请，一分钱都没花出去。住房与城市发展部部长史蒂芬·普雷斯顿公开指责国会通过了一份糟糕的法案，完全是一项失败的立法。[\[2\]](#)

2008年9月在协商《紧急经济稳定法案》时，很多立法委员要求问题资产救助计划的资金不仅要帮助购房者，也要帮助银行。法案设立了许多缓解家庭债务负担的项目，其中就包括“住房可负担重振计划”。通过放松住房抵押贷款条件，预计可以帮助300万~400万户面临风险的购房家庭避免房屋被收回。五年后，也仅有86万户家庭得到了永久性的重振。[\[3\]](#)

与银行获得救助相比，问题资产救助计划中实际用于减免家庭债务的资金少得可怜。2013年一季度，问题资产救助计划特别检察长报告显示，财政部用在购房者债务减免项目上的资金不到问题资产救助计划资金的2%。与此相比，财政部将问题资产救助计划中75%的资金用于救助金融机构。正如问题资产救助计划特别检察长报告所指出的那样，单家银行，如PNC金融服务集团，所获得的救助额就与全国所有购房者获得的救助额相当。问题资产救助计划特别检察长报告提到了对待银行和购房者的不公平问题：“财政部全力以赴地救助最大的金融机构，它必须同等对待购房者。”[\[4\]](#)

甚至奥巴马政府的一些成员都对未能在住房及家庭债务处理上有所建树而懊恼。奥巴马总统的首席经济顾问劳伦斯·萨默斯在2012年承认：“如果说我们犯了一个严重的错误，最有利的论据就与住房问题相关。”前白宫预算局主任彼得·奥萨格认为未能成功处理住房问题是“一个严重的政策失误”。在

2012年，前总统经济顾问委员会主席克里斯蒂娜·罗默表示需要更努力地帮助资不抵债的购房者减记本金余额。<sup>[5]</sup>克里斯廷·罗伯茨和斯泰西·卡普在《国家杂志》上毫不客气地全面评论了奥巴马政府的住房政策，他们将奥巴马政府的住房政策归纳为“不温不火、半心半意、政策相互冲突……这是个灾难性的方法，面对市场快速下滑，千百万美国人资不抵债、房屋面临没收的境况，毫无建树，成效甚微”。而且，“尽管联邦政府花费了大量资金用于弥补损失，从某种程度上看，都用在了金融行业、汽车行业、各级州和地方政府的损失上，受损的购房者没得到任何救助……对他们的救助也从未真正有过。”<sup>[6]</sup>

## 干预的经济学原理

经济学家们为了证明政府干预的必要性，就借助市场失灵这一概念。大衰退期间，明显的市场失灵使推动住房抵押贷款债务重组显得非常合理。这些失灵可以划分为微观经济学和宏观经济学两类，我们先从微观经济学谈起。

止赎对每个人都不利。家庭被驱赶出他们的房屋，房价下跌，由此给贷款人造成重大损失，除了一些极端情况，贷款人也不想止赎。房价暴跌时，购房者和借款人都有强烈的重回谈判桌修改贷款条款的动机。不幸的是，房地产繁荣时期的抵押贷款证券化使住房抵押贷款再谈判工作变得非常困难，即使这么做对大家都有好处。需要记住的是，房地产繁荣时期住房抵押贷款都被集合成资产池，然后细分成不同等级的MBS（如第7章所述）。一个服务商将代表MBS的持有人，负责住房抵押贷款



的管理和重新谈判工作。当房价出现暴跌致使购房者返回银行要求重新谈判住房抵押贷款事宜时，银行已经不再持有住房抵押贷款。相反，购房者需要同服务商交涉，而这些服务商通常漫不经心。

但是，证券化妨碍借贷相关方就住房抵押贷款进行有效谈判还有其他原因。<sup>[7]</sup>最直接的原因就是，一些证券化合同明确禁止服务商重新谈判，另外一些则给服务商施加很多苛刻的限制。研究显示，有40%以上的私营MBS包含了约束条款，限制了服务商对证券化资产池中的住房抵押贷款进行调整。<sup>[8]</sup>即使有些没有明确禁止，证券化资产池的结构也很难使所有各方都同意减记本金，虽然这样做对大多数人来说是有益的。1939年的《信托契约法案》规定：“要修改MBS的经济条款必须取得证券持有人100%的同意。”<sup>[9]</sup>如果有一个持有人认为拍卖房屋比重重新谈判更好，服务商就束手无策。更一般的情况是，证券化合同使服务商的处境相当困难。正如约翰·吉纳科普洛斯所述：“修改贷款条款对不同的证券持有人有不同的影响。事实证明，用修改贷款条款的方法使每个人都满意将非常困难……如果谈判很复杂，它将无法进行，因此政府部门就需要介入，以打破公共产品中出现的僵局。”<sup>[10]</sup>

而且，证券化安排中也没有什么确切的激励措施促使服务商来做这份艰苦的修订工作。例如，很多安排是用止赎的费用补偿服务商，而不是用贷款条款修改的相关费用补偿。<sup>[11]</sup>考虑到住房抵押贷款违约危机的规模，服务商需要开展相当大的住房抵押贷款重新谈判工作，但是他们的补偿协议并没有给他们



这么做的理由。从事理论和监管研究的一流经济学家对“住房可负担重振计划”（上文提及的帮助负债购房者的诸多尝试之一）所做的研究显示，这些问题非常明显。“住房可负担重振计划”是为了激励服务商修改住房抵押贷款条款。然而，这些研究者认为阻止该项目成功实施的主要障碍就是服务商没有能力处理如此大规模的住房抵押贷款。他们的结论是，服务商“对住房抵押贷款进行重新谈判缺乏积极性，这种情况在‘住房可负担重振计划’开始实施前就已经观察到了，这反映了服务商特有的影响因素，这些因素似乎与服务商已有的组织能力相关”。[\[12\]](#)

当然，还有更严谨的研究支持证券化妨碍有效率的重新谈判的观点。托马什·皮斯科尔斯基、阿米特·塞鲁和维克兰特·维格发现，如果拖欠的住房抵押贷款是由证券化资产池持有，那么它将比保留在单家银行资产负债表上的住房抵押贷款更有可能以止赎告终。[\[13\]](#)他们的研究设计确保所考察的住房抵押贷款除了是否进入证券化资产池外，在其他各个方面都一样。萨米特·阿加瓦尔、吉恩·阿穆罗明、伊扎克·本-戴维、苏普哈拉·休姆斯森菲特和道格拉斯·伊万诺夫使用一个完全不同的数据库，却得出了相似的结论：证券化阻止了购房者对住房抵押贷款进行重新谈判的能力。他们进一步表明，银行持有的可重新谈判的贷款比证券化资产池中的住房抵押贷款质量要好得多。没有进入证券化资产池的住房抵押贷款不仅重新谈判的可能性大，而且再次违约的可能性也较低，因而对贷款人来讲也更有利可图。[\[14\]](#)

证券化并不是导致住房抵押贷款重新谈判偏少的唯一原因。另一个原因是服务商为了塑造“酷吏”形象，以防止违约范围进一步扩大。尽管对某笔住房抵押贷款减记本金对服务商来讲具有一定的经济意义，但是由于担心其他借款人为了也能获得债务减免而策略性地选择停止偿付贷款，服务商宁愿选择不这么做。<sup>[15]</sup>这些策略性违约问题限制了私下的重新谈判，即使这些债务重建有助于经济的改善。由于策略性违约降低了相关各方就住房抵押贷款重新谈判的积极性，2007年住房抵押贷款市场的结构与大衰退的房价崩溃形成恐怖的契合。

## 宏观经济失灵

或许没有哪位政府官员有爱德华·德马科对住房抵押贷款债务减免努力造成的伤害大，他是联邦住房金融局代理主任，负责监管房地美和房利美这两家政府资助企业。尽管来自住房金融局研究人员的证据显示，本金减记对政府资助企业和纳税人都有很大的好处，但德马科固执地拒绝在这件事上做任何让步。<sup>[16]</sup>他顽固地反对减记本金的立场激起了财政部部长蒂莫西·盖特纳的极大不满，2012年7月盖特纳向德马科写了一封公开信，谴责他拖延本金减记工作。<sup>[17]</sup>2013年一群知名的州检察长采取了非同寻常的措施，公开呼吁奥巴马总统辞掉德马科，因为他拒绝帮助减轻资不抵债购房者的住房抵押贷款负担。<sup>[18]</sup>这不是党派问题。甚至2012年共和党总统提名者米特·罗姆尼的首席经济顾问格伦·哈伯德也谴责联邦住房金融局在实施本金减记及再融资工作方面的失职。<sup>[19]</sup>

德马科为自己反对本金减记的立场辩解时，非常狭隘地集中在了政府资助企业的盈亏平衡上。就是从这个狭隘的视角看，他手下的研究人员的观点也与他相矛盾，但是还有一个更大的瑕疵：他狭隘的观点还忽略了作为一名他所在位置的政府官员应该意识到的宏观经济失灵。尽管激进的本金减记会危及政府资助企业的盈亏平衡，但为了减轻家庭债务负担，减记本金仍然符合国家利益。如第3章所述，大衰退期间那些低收入、高杠杆化家庭的财富边际消费倾向才是最高的，2006—2009年家庭支出的下降部分是因为财富损失集中在这些家庭身上。

本金减记可以更加公平地分担房价下跌造成的损失。债务人和债权人可以更加均衡地消化对财富的冲击，而不是几乎完全由债务人承担所有的痛苦。考虑到债权人一般拥有较高的收入和较低的杠杆，而债务人一般收入较低且杠杆较高，更加公平地分担损失就可以将财富从低边际消费倾向的人群向高边际消费倾向的人群转移，这将能够提振总需求。债权人很少会因为减少一美元而减少支出，债务人会因获得一美元而增加支出。正如我们在第3章所强调的，负债家庭的财富边际消费倾向是其他人群的3~5倍。

经济政策不应该总是试图向边际消费倾向最高的家庭要钱。经济严重衰退是非常特别的环境，因为宏观经济失灵会阻止经济体对需求的大幅下降做出反应。我们在第4章中列出了几种宏观经济失灵的情况，包括利率零下限和其他黏性。当这些失灵妨碍经济应对消费大幅下滑的情况时，政府政策应该做的就是提振家庭支出。债务减免正是这样的政策，考虑到债务减

免在减少房屋止赎以及降低债权人和债务人之间巨大的消费倾向差异方面的作用，它有可能是最有效的政策。[\[20\]](#)

可能有人会认为为了广大公众的利益自愿减记住房抵押贷款本金不是一家私人银行该做的事情。然而，作为政府资助企业的官员，德马科所处的位置完全不同，此时政府资助企业是一个公共实体，完全属于纳税人。为了广大美国公众的利益，德马科有责任采取行动推进本金减记工作。不幸的是，事情并非如此，没有充分对住房危机做出反应可能是大衰退期间最大的政策失误。

一些人认为债务重组可能没有多少益处，因为源自房屋财富的支出，甚至来自负债家庭的支出都太小，几乎对GDP没有显著贡献。[\[21\]](#)这是一种狭隘的观点，正如我们在本书第一部分的解释。负债家庭支出的大幅下降通过房屋止赎和就业波及整个经济。在前面几章中，我们讨论了来自县域层面分析的证据，显示家庭债务水平上升是解释衰退严重程度的重要因素。在大衰退早期就积极重组家庭债务，将可以放缓房价下跌的速度，同时可以支持就业。由此带来的好处远比单单负债家庭增加支出带来的好处要大。在本书的最后一章，我们考虑一种情形，其中2006—2009年的住房损失自动地在债权人和购房者之间更均衡地分摊，我们的数据显示，在这种情形下大衰退将只是一场温和的衰退。

正如第9章所提及的，在大衰退最严重的时期，经济学家和政策制定者全面偏向于不惜代价救助银行。但是当经济仍然持续下滑时，更加积极的家庭债务减免所呈现的优势逐步成为金

融经济学主流。2011年，哈佛大学教授、国民经济研究局荣誉主席马丁·费尔德斯坦写到，解决住房乱局的“唯一方法”就是“永久地减少悬在美国头上的达摩克利剑住房抵押贷款债务”。<sup>[22]</sup>2011年，一些顶尖的经济学家在与总统和副总统会面时说，总统“如果能够更好地解决房价暴跌遗留的住房抵押贷款债务问题，也就能够显著地加速原本缓慢的经济复苏”。<sup>[23]</sup>2011年，卡门·莱因哈特得出结论，“美国家庭债务的重组，包括低收入美国人的债务减免，将可能是加速美国经济增长最为有效的方法。”<sup>[24]</sup>

## 历史教训

在杠杆化损失出现时，政府对家庭债务重组进行干预有充分的微观经济和宏观经济原因。在过去，美国的政策制定者致力于减轻经济冲击对债务人的影响。实际上，在大衰退期间，针对家庭债务的政策措施是异常情况。

突袭美国的第一次经济危机出现在19世纪10年代末期，它与我们近期经历的这次危机有很多相似之处。在那个年代的早期，有两股主要力量助推城市和农村房地产价格上涨。第一股力量就是高商品价格，主要为欧洲海外市场旺盛的需求所推动，那里连续经历了几次歉收；第二股力量就是新银行通过发行自己的流通券造成不可持续的信贷扩张。这种情况非常容易出现杠杆化损失型崩溃。正如历史学家穆雷·罗斯巴德所述：“出口价格上升以及货币和信贷扩张使得城市和农村的房地产



价格持续上涨，出现了购买公共土地从事投机的行为，农场主也因预期经济情况将进一步改善而快速增加负债。”<sup>[25]</sup>

引爆点出现在1819年，当美国银行从其他银行收回资金以偿还到期的政府债务时，导致了通货紧缩式危机的爆发。与此同时，由于欧洲需求走弱，商品价格也出现暴跌。1818年1月至1819年6月，棉花价格下跌了50%。<sup>[26]</sup>这两股力量导致房地产价格的大崩溃，而杠杆化使这种情况进一步恶化。正如罗斯巴德所记录的：“（1819年）恐慌造成的最严重的问题就是债务人困境。他们在房地产繁荣前夕大举借债，现在面临还债要求，而价格下跌，增加了他们的债务负担。”<sup>[27]</sup>罗斯巴德是在1962年写下这些文字的，但是他似乎提前给出了大衰退的写照。

这些只是一些相似之处。与大衰退相比，1819年州和国家政府层面在响应负债个人特别是农场主的需求方面要积极得多。很多州政府立即强制实施债务偿付延期和推迟止赎。<sup>[28]</sup>在国家层面，最重要的一群债务人是农场主，他们从联邦政府借债购买了公共土地。<sup>[29]</sup>1818—1820年，国会通过了延迟偿贷的法律，允许债务人延迟偿付贷款。1820年，詹姆斯·门罗总统的财政部部长威廉·克劳福德建议立法：（1）允许农场主在保留部分土地的同时放弃一部分土地；（2）减免25%~37.5%的债务；（3）允许借款人对到期债务总量以免息方式分十次等额偿付。<sup>[30]</sup>在讨论立法期间，来自伊利诺伊州的尼尼安·爱德华兹要求坚决保护债务人。正如罗斯巴德所写：“为了替债务人的行为辩解，爱德华兹详细陈述了各种原因。正像整个国家一样，这些债务人被短暂的‘人为和虚假的繁荣’所迷惑，他们

以为这种繁荣可以永久持续下去……他也指出了债务人所面临的困难……所有这些都强调政府有必要进行债务减免。”<sup>[31]</sup>立法很容易就获得了国会的批准。

大萧条期间，政府最终也给予债务人强有力的支持。这些方案中最著名的就是“房主贷款公司”。房主贷款公司是一家纳税人提供资金的政府银行，它实际上从私人贷款人手中购买住房抵押贷款，然后修改贷款条款以更有利于借款人。房主获得了很大的好处。如果不修改贷款条款，大多数房主不可能分期偿付本金，最终将面临止赎。而且，修改条款的贷款一般可以减记本金，同时往往还可以减少利息和延长付款期限。在大萧条之前发生的大部分住房抵押贷款期限一般仅有5年，而房主贷款公司的住房抵押贷款期限长达15年。<sup>[32]</sup>房主贷款公司的规模非常大，截至1936年，有10%的美国购房者从房主贷款公司获得了贷款。到目前为止，对房主贷款公司最全面的研究就是普莱斯·费希拜克、肯尼斯·斯诺登和乔纳森·罗斯的新作《救有所值》，他们的结论指出，尽管房主贷款公司有一些损失涉及纳税人，但是贷款人和房主所获得的收益远远大于这些损失。<sup>[33]</sup>

大萧条时期另一次引人注目的政府干预就是动用黄金。当时，美国所有的长期债务合同都包含了给予债权人选择以黄金做偿还的条款。1933年当美国放弃金本位时，美元所能兑换的黄金比金本位时少多了。因此，所有债权人都想让债务人按原先能兑换的黄金数额来偿还债务。但是，国会取消了债务合同中的黄金条款，这就意味着借款人可以用美元偿付，其实际价



值比他们借款时要低得多。正如美联储前主席兰代尔·克洛兹纳所指出的：“这些条款的废除就相当于债务大赦免。”当国会这么做时，就相当于实施了一次规模等同全美GDP的大规模债务减免项目。[\[34\]](#)

更有意思的是，废除黄金条款对贷款人和借款人的影响都是非常正面的。正如克洛兹纳所示，当最高法院支持国会的行动时，股票价格和债券价格都出现了上涨。换句话说，债务减免实际上使债权人更加富有了。如果在大衰退期间政府能够更加积极地重组家庭债务，我们很可能得到相似的结果。

## 特别措施

人们常常认为大衰退在本质上与以前的衰退不同，这种差异使得债务减免不论从政治还是从实施角度看都更加复杂。这种说法有其道理，这也是为什么我们在第12章中建议首先要尽量避免陷入这样的麻烦中的原因。但需要强调的是，有很多债务减免建议本身是可实施的，能够显著地加速经济复苏。

2008年10月，约翰·吉纳科普洛斯和苏珊·科尼亚克指出，证券化内生的缺陷使有效的住房抵押贷款重新谈判变得困难。[\[35\]](#)他们建议将住房抵押贷款服务商清理出去，取而代之的是授权政府任命的受托人就已经出售并证券化的住房抵押贷款进行重新谈判，而不管与MBS投资者签订的合同是如何规定的。贷款条款的修改只是在购房者和受托人之间进行，只要在经济上合理，就可以重新修改贷款条款。正如他们写道：“不知情的受托人考虑的事情只是，重新修改贷款条款是否能比止赎带

来更多的资金。”这样的政府干预可能完全违反了服务商和MBS投资者签订的合同，但因为这些合同的目的并不是要处理住房抵押贷款拖欠大规模上升的问题，所以需要被完全抛弃掉。而且，这样的干预也不会花多少纳税人的钱，而是仅需要补偿一下受托人。这个建议还考虑了更有效的住房抵押贷款重新谈判问题，这样的重新谈判可以减少债务，使购房者和MBS投资者的情况变得更好，而且基本没有花纳税人的钱。

在住房危机开始时，有人提出了另一条建议，就是根据《破产法》第13章，由法官宣布容许实施住房抵押贷款强制重组。在《破产法》第13章中，债务过多的个人为了减少总体债务负担，可以向破产受托人提交一份债务偿还计划。<sup>[36]</sup>《破产法》第13章也允许减免那些无明确抵押物担保的债务，信用卡债务就划入此类。但是，对自住房抵押贷款，《破产法》第13章没有涉及本金减记问题，也没有止赎的内容。<sup>[37]</sup>

在2008年大选的前一周，候任副总统约瑟夫·拜登告诉佛罗里达州的民众，“乡亲们，如果我们能帮助华尔街，相信我们也能帮助奥卡拉这里的银泉大道。这也解释了为什么认为应该修改我们的《破产法》，授予法官减少拖欠本金数量的权力，给予他们处理问题、重新修改住房抵押贷款条款的权力，这样人们就可以继续住在他们的房屋里。”<sup>[38]</sup>奥巴马在任国会议员时也支持住房抵押贷款强制破产重组立法，在亚利桑那州的一次总统竞选演讲中，他还承诺将推动这项政策。<sup>[39]</sup>但2012年本亚明·阿佩尔鲍姆在《纽约时报》的一篇文章中提到，当

要开始立法时，总统就“不停地按暂停键”。<sup>[40]</sup>2009年初，就连一个缩水版的立法也未获得参议院通过。

两位广受尊敬的房地产专家，来自风险测算网的多里斯·唐吉和比尔·麦克布赖德，也强烈支持住房抵押贷款债务重组。他们的博客在经济学界广受欢迎，也最早预警债务推动式房地产泡沫的危险。早在2007年10月，唐吉就提出了强有力的理由，呼吁让法官迅速对破产中的住房抵押贷款债务予以减免。<sup>[41]</sup>按照唐吉的思路，强制性破产重组的好处在于“它不仅对债务人是一种减免，而且可以抑制贷款人过分放松信贷标准”。<sup>[42]</sup>在2012年8月，麦克布赖德指出“破产中的强制性债务重组仍然是一项适宜的政策”。<sup>[43]</sup>

住房抵押贷款强制重组对经济有重要的好处。<sup>[44]</sup>很多研究显示，本金减记是永久性控制违约的最有效方法。<sup>[45]</sup>本金减记给予了房产所有者在房屋上的净值，同时显著降低了偿还额，这两项措施都对保持偿还能力提供了激励。那些资产负债表保留住房抵押贷款的银行最可能减记本金，这些经过调整的住房抵押贷款出现违约的概率也是最低的。<sup>[46]</sup>

现任和前任奥巴马政府官员事后承认，没有更加积极地减免住房抵押贷款债务是一个失误。正如《国家杂志》所指出的那样：“按照政府部门内部和外部经济学家们的观点，两种被动忽视的选择——一是所谓的强制破产重组政策，二是广泛减记贷款本金政策——有可能扭转整个局势。甚至一些高层政策官员和顾问们也欣然承认不选择这些政策就是错失良机。”<sup>[47]</sup>一篇文章引用住房与城市发展部长肖恩·多诺万的话，没有实

施住房抵押贷款破产重组“相当于失去了一次机会，住房抵押贷款破产重组将是一件非常正确的事，而且也很有帮助”。前国家经济委员会成员彼得·斯怀尔也认同及早推动强制破产重组对政府来说很有意义：“从现在看来，强制破产重组本来有可能是一个好想法。”<sup>[48]</sup>

就连国际货币基金组织也强烈认同“应该考虑通过个人破产方式对主要住房抵押贷款进行修改，而无须获得债权人的同意（强制破产重组）”。<sup>[49]</sup>在一份研究数次杠杆化损失事件的长篇报告中，国际货币基金组织得出结论：“大胆的家庭债务重组安排……可以显著地减轻债务偿付负担，减少家庭违约和止赎的数量。因此，这样的政策也有助于避免家庭违约→房价进一步下跌→产出进一步收缩这样的自我增强循环。”<sup>[50]</sup>

我们从其他类型的债务上也能看到住房抵押贷款减记所带来的好处。威尔·多比和宋杰利用破产判决中愿意使用非住房抵押贷款债务减免的差异情况，来研究负债个人的反应。<sup>[51]</sup>他们发现，获得更多债务减免的个体五年死亡风险下降，而且收入和就业都有显著上升。就业方面的这一研究结论特别重要。它表明负债的个人宁愿选择失业，因为债权人会立即拿走新工作可能带来的任何收入。回想第9章讲述的西班牙人马诺洛·马尔万的故事，他悲痛地表示他“下半辈子将为银行打工了”。债务减免可以消除会吞噬个人收入前景的债务，给予人们寻找工作的强烈激励，这将有助于整个经济。多比和宋杰的研究使用非常聪明的研究设计，发现了一个明确的因果效应：更多的个人债务减免将带来收入和就业率的增加。

## 道德风险

圣泰利的指责反映了很多持有的一种信念，那些资不抵债的购房者之所以身处困境，完全是因为他们不负责任的行为。就像芝加哥交易所大厅的那位交易员一样，很多人相信政府干预会诱发道德风险，因此家庭必须自己承担损失，这样他们再也不会疯狂借债。正如我们在第6章所讨论的，在房地产繁荣时期，很多购房者对待他们的房屋就像对待自动取款机一样，由此造成的结果就是不断地消费。

作为在最优融资安排设计方面有着深厚背景的经济学家，我们非常欣赏对道德风险问题的关心。但具体到债务减免，我们不应用道德风险来处理。道德风险是指这样一种情形，其中精明的个人利用对手方的无知与有缺陷的制度进行博弈。道德风险的经典案例就是一个人为汽车投保后不负责任地驾车，因为他知道保险公司将支付事故费用。如果汽车保险公司以便宜的价格提供无限保险，那么驾驶员的道德风险问题将变得非常严重。

这还不能解释房地产繁荣时期究竟发生了什么。购房者并不是精明的人，没有像精明的人那样因为知道房价会人为上涨而利用了幼稚的贷款人。他们也没指望政府救助，事实上他们也没有得到任何救助。实际上，购房者错误地认为房价将永远上涨。或许这是一个愚蠢的想法，但是将此想象成精明的购房者与贷款人和政府博弈是错误的。如果有的话，也是精明的贷款人利用购房者的无知，让他们相信房价将持续上涨。

道德风险并不适用的另一个原因在于：房价的下跌超过了经济体中任何购房者的控制范围。想象一下，一个购房者在2006年首付20%在加利福尼亚州的莫德斯托购买了一套房屋，并且从未套现房屋增值部分。没有人可以控诉购房者“行为不当”。然而，这位负责任的购房者，自己并没有过错，却承受了从2006年至2009年全部的房屋净值损失，因为房价下降了60%，他被推入资不抵债的境地。由此导致的财富损失怎么就成了购房者的过错呢？为什么他们就应该受到惩罚？这样大规模的整体性冲击不是任何个人的过错，因此不应用道德风险这种概念来描述。

道德风险也不大适用于我们所倡导的主要政策，因为它们不是大规模地用纳税人的钱来资助购房者。相反，我们主张房屋损失应该更加平均地由债务人和债权人分担。更加平均的债务分担是“不公平的”吗？需要记住的是，这不是财富从无辜的一方转移到犯错的一方。购房者和债权人在推动房地产繁荣方面都应承担责任。问题在于如何分配由双方助推而成的泡沫所带来的损失。我们的主要观点是，更加平均地让债务人和债权人分担损失不仅是公平的，而且从宏观经济角度看也更有意义。

我们常常听到的另一种观点是，我们所倡导的政策是要让购房者住在他们根本负担不起的房屋里。我们同意这样的观点。更加积极的家庭债务重组可以使那些负担不起的家庭更容易地卖掉房屋。当一个购房者想卖掉价值低于住房抵押贷款的房屋时，他卖房的价格肯定低于所欠的贷款额。因此，他就必



须用现金偿付贷款人，而他们很可能没有现金。唯一的选择就是拖欠，从很多方面看这都是不可取的。在这种情况下，很多购房者继续偿付住房抵押贷款，并居住在他们负担不起的房屋里。如果他们的债务可以重组，他们将不再资不抵债，很多类似的购房者将卖掉房屋搬走。

道德风险的确是一个严重的问题，但是我们也必须意识到大衰退这种极端环境。当一个病人因心脏病发作濒临死亡时，并不是向他说明应该少吃红肉的最佳时间。很多人都同意在经济快速下滑时需要政府的干预。任何政府干预都涉及再分配。救助金融机构迫使无辜的纳税人承担不负责任地放贷所造成的负担。财政刺激要求未来的纳税人为当前的政府支出埋单。

因此，当严重衰退来袭时，问题不在于政府是否应该干预。真正的问题在于哪些干预能够更有效地提高产出、减少失业。我们在第9章中概述了政府对银行的紧急保护，在本章中我们讨论了债务减免这一可能选择，这是政府没有实施过的政策。在大衰退期间，政府也曾利用财政和货币政策来抗击经济衰退。这些政策究竟有多大效用？我们可以利用财政和货币政策组合代替债务减免吗？在下一章，我们将解释财政和货币政策如何与我们的杠杆化损失框架相吻合。

[1]. 以下链接可以看到CNBC的视频：[http:// video. cnbc. com / gallery /? video=1039849853](http://video.cnbc.com/gallery/?video=1039849853)。

[2]. Dina ElBoghdady, “HUD Chief Calls Aid on Mortgages a Failure,” *Washington Post*, December 17, 2008.

[3]. SIGTARP, “ Quarterly Report to Congress,” April 24, 2013, [http://www.sigtarp. gov / Quarterlypercent20Reports/ April\\_24\\_2013\\_Report\\_to\\_Congress. pdf](http://www.sigtarp.gov/Quarterlypercent20Reports/April_24_2013_Report_to_Congress.pdf).



[4]. Office of the Special Inspector General for the Troubled Asset Relief Program, “Quarterly Report to Congress,” April 24, 2013. Available at [http://www.sigtafp.gov/Quarterly%20Reports/April\\_24\\_2013\\_Report\\_to\\_Congress.pdf](http://www.sigtafp.gov/Quarterly%20Reports/April_24_2013_Report_to_Congress.pdf).

[5]. Zachary Goldfarb, “Why Housing Is Still Hindering the Recovery,” *Washington Post*, November 24, 2012.

[6]. Kristin Roberts and Stacy Kaper, “Out of Their Depth,” *National Journal*, March 22, 2012.

[7]. 特别是，可以参见 Anna Gelpern and Adam Levitin, “Rewriting Frankenstein Contracts: Workout Prohibitions in Residential Mortgage-Backed Securities,” *Southern California Law Review* 82 (2009) :1075-1152。

[8]. 特别是，可以参见 Anna Gelpern and Adam Levitin, “Rewriting Frankenstein Contracts: Workout Prohibitions in Residential Mortgage-Backed Securities,” *Southern California Law Review* 82 (2009) :1075-1152。

[9]. 特别是，可以参见 Anna Gelpern and Adam Levitin, “Rewriting Frankenstein Contracts: Workout Prohibitions in Residential Mortgage-Backed Securities,” *Southern California Law Review* 82 (2009) :1075-1152。

[10]. John Geanakoplos, “Solving the Present Crisis and Managing the Leverage Cycle,” *FRBNY Economic Policy Review* 16, no. 1 (August 2010) .

[11]. Christopher Mayer, Edward Morrison, and Tomasz Piskorski, “A New Proposal for Loan Modifications,” *Yale Journal on Regulation* 26, no. 2 (2009) .

[12]. Sumit Agarwal, Gene Amromin, Itzhak Ben-David, Souphala Chomsisengphet, Tomasz Piskorski, and Amit Seru, “Policy Intervention in Debt Renegotiation: Evidence from the Home Affordable Modification Program” (working paper, University of Chicago Booth School of Business, 2012) .

[13]. Tomasz Piskorski, Amit Seru, and Vikrant Vig, “Securitization and Distressed Loan Renegotiation: Evidence from the Subprime Mortgage Crisis,” *Journal of Financial Economics* 97 (2010) :369-397.

[14]. Sumit Agarwal, Gene Amromin, Itzhak Ben-David, Souphala Chomsisengphet, and Douglas Evanoff, “Market-Based Loss Mitigation Practices for Troubled Mortgages Following the Financial Crisis,” (working paper, SSRN, October 2010) .

[15] 研究由Christopher Mayer、Edward Morrison、Tomasz Piskorski和Arpit Gupta完成, “Mortgage Modification and Strategic Behavior: Evidence from a Legal Settlement with Countrywide” (working paper no. 17065, NBER, May2011), 本文支持了对这些策略性违约的担忧。

[16] See Jesse Eisenger, “Fannie and Freddie: Slashing Mortgages Is Good Business,” ProPublica, March23, 2012, <http://www.propublica.org/article/fannie-and-freddie-slashing-mortgages-is-good-business>.

[17] See Ben Hallman, “Ed DeMarco, Top Housing Official, Defied White House; Geithner Fires Back,” *Huffington Post*, July 31, 2012, [http://www.huffingtonpost.com/2012/07/31/ed-demarco-principal-reduction\\_n\\_1724880.html](http://www.huffingtonpost.com/2012/07/31/ed-demarco-principal-reduction_n_1724880.html).

[18] Annie Lowrey, “White House Urged to Fire a Housing Regulator,” *New York Times*, March 17, 2013.

[19] 参见与《下一轮新政》的作者Mike Konczal的访谈: <http://www.nextnewdeal.net/rortybomb/post-debate-interview-glenn-hubbard-housing-policy>.

[20] 人们通常认为当出现名义黏性时, 由于总需求的外部性, 金融市场的结果可能是无效率的。参见Emmanuel Farhi and Ivan Werning, “On the Inefficiency of Financial Market Equilibria in Macroeconomic Models with Nominal Rigidities” (working paper, Harvard University, 2013)。正如该文所示, 我们所建议的转移支付就是有意义的。

[21] 例如, 一种常见的反驳观点认为: 有7500亿美元资不抵债的住房抵押贷款债务。即使给了负债家庭7500亿美元, 他们也可能每1美元只花0.1美元, 总支出仅有750亿美元, 这相对于GDP总量来说很小。然而, 这种测算完全忽略了止赎对房价的连锁影响, 以及对就业的连锁影响, 就像我们在第5章所解释的, 这些影响是非常大的。

[22] Martin Feldstein, “How to Stop the Drop in Home Values,” *New York Times*, October 12, 2011.

[23] Goldfarb, “Why Housing Is Still Hindering the Recovery.”

[24] Craig Torres, “Household Debt Restructuring in U. S. Would Stimulate Growth, Reinhart Says,” *Bloomberg*, August5, 2011.

[25] Murray N. Rothbard, *The Panic of 1819: Reactions and Policies* (New York:Columbia University Press, 1962), 7.

[26] Patrick Bolton and Howard Rosenthal, “Political Intervention in Debt Contracts,” *Journal of Political Economy* 110 (2002):1103-1134.

[27] Rothbard, *Panic of 1819*, 24.

[28] Bolton and Rosenthal, “Political Intervention.”

[29] Rothbard, *Panic of 1819*.

[30] Rothbard, *Panic of 1819*.

[31] Rothbard, *Panic of 1819*, 第28页。

[32] Price Fishback, Jonathan Rose, and Kenneth Snowden, *Well Worth Saving: How the New Deal Safeguarded Home Ownership* (Chicago: University of Chicago Press, 2013) .

[33] Price Fishback, Jonathan Rose, and Kenneth Snowden, *Well Worth Saving: How the New Deal Safeguarded Home Ownership* (Chicago: University of Chicago Press, 2013) .

[34] Randall Kroszner, “Is It Better to Forgive than to Receive?: Repudiation of the Gold Indexation Clause in Long-Term Debt during the Great Depression” (manuscript, University of Chicago, 1998) .

[35] John Geanakoplos and Susan Koniak, “ Mortgage Justice Is Blind,” *New York Times*, October 29, 2008.

[36] 有关第13章破产法的相关信息来自Mark Scarberry and Scott Reddie, “Home Mortgage Strip Down in Chapter 13 Bankruptcy: A Contextual Approach to Sections 1322 (b) (2) and (b) (5),” *Pepperdine Law Review* 20, no. 2 (2012) : 425 -496.

[37] 关于这个解释在法律上存在大量争论，20世纪80年代末至90年代初的一系列案件随着1992年“贵族诉美利坚储蓄银行案” (*Nobleman v. American Savings Bank*) 而结束，法院裁定根据初始《破产法》第13章的规定，有担保的住房抵押贷款债务不能减记。在此之前，很多法官处理破产案件时允许住房抵押贷款减记。参见Scarberry and Reddie, “ Home Mortgage Strip Down in Chapter 13 Bankruptcy” 。

[38] Clea Benson, “ Obama Housing Fix Faltered on Carrots-Not-Sticks Policy,” *Bloomberg News*, June 11, 2012.

[39] Binyamin Appelbaum, “ Cautious Moves on Foreclosures Haunting Obama,” *New York Times*, August 19, 2012.

[40] Binyamin Appelbaum, “ Cautious Moves on Foreclosures Haunting Obama,” *New York Times*, August 19, 2012.

[41] Doris Dungey, “ Just Say Yes to Cram Downs,” *Calculated Risk*, October 7, 2007, <http://www.calculatedriskblog.com/2007/10/just-say-yes-to-cram-downs.html>.

[42] Doris Dungey, “ House Considers Cram Downs,” *Calculated Risk*, December 12, 2007, <http://www.calculatedriskblog.com/2007/12/house-considers-cram-downs.html>.

[43] Bill McBride, “ Mortgage Cramdowns: A Missed Opportunity,” *Calculated Risk*, August 20, 2012, <http://www.calculatedriskblog.com/2012/08/mortgage-cramdowns-missed-opportunity.html>.

[44] 一个相关的建议来自Eric Posner和Luigi Zingales, 修改《破产法》第13章, 允许邮政编码区的购房者在破产时减记住房抵押贷款, 特别是那些受到房价下跌沉重打击的家庭, 条件是这些家庭需要在未来出售房屋时放弃部分可能上升的收益。参见Eric Posner and Luigi Zingales, “ A Loan Modification Approach to the Housing Crisis,” *American Law and Economics Review* 11, no. 2 (2009) :575 -607.

[45] Geanakoplos, “Solving the Present Crisis.”

[46] OCC Mortgage Metrics Report, “ OCC Reports on Mortgage Performance for Fourth Quarter,” March 27, 2013.

[47] Roberts and Kaper, “Out of Their Depth. ”

[48] Benson, “Obama Housing Fix Faltered. ”

[49] International Monetary Fund, “ Concluding Statement of the 2012 Article IV Mission to the United States of America,” July 3, 2012, <http://www.imf.org/external/np/ms/2012/070312.htm>.

[50] Daniel Leigh, Deniz Igan, John Simon, and Petia Topalova, “ Chapter 3: Dealing with Household Debt,” in *IMF World Economic Outlook: Growth Resuming, Dangers Remain*, April 2012.

[51] Will Dobbie and Jae Song, “Debt Relief and Debtor Outcomes: Measuring the Effects of Consumer Bankruptcy Protection” ( working paper, Harvard University, May 2013) .

## 第11章

### 货币与财政政策

在大萧条起初的四年里，价格和工资大幅下跌30%。家庭累积了巨额债务，快速的通货紧缩严重破坏了整个经济。工资出现了快速下降，但以美元计的债务负担保持不变。因此，由于债务过高，那些已经减少支出的家庭被迫进一步减少支出。在大萧条期间，债务与通货紧缩形成了一个致命的混合体，它放大了我们分析的杠杆化损失的作用力。

债务和通货紧缩是天然的“同案犯”。当负债家庭减少支出时，商家为了增加销售就会降低价格。然而，只有在降价企业通过降低工资减少成本时，这种情况才可持续。因此，需求减少转化为工资下降，家庭的债务负担大于其收入，使问题进一步恶化。这将迫使家庭进一步减少支出，如此循环往复。

伟大的美国经济学家埃文·费雪将这个恶性循环称作“债务通货紧缩”。正如他在1933年所言：“我……确信这两大经济疾病，债务疾病和价格水平疾病，在大繁荣和大萧条期间比所有其他因素加总都还重要。”<sup>[1]</sup>他提出了一种分配论观点。因为债务合同是按美元签订的，通货紧缩使债务人在偿还债务时面临更重的负担。另一方面，债权人却从通货紧缩中获益，因为他们可以用相同的贷款利息收入购买更多的商品。通货紧缩是一种再分配，它将购买力或者财富从债务人转向债权人。

因此，如果通货紧缩带走了债务人的购买力，那么通货膨胀可以通过将购买力转回给债务人来减少对他们的冲击吗？从理论上讲，是这样的。价格和工资上涨使得借款人可以更加容易地用他们上涨的工

资偿还固定的债务负担。同样，价格上升也使支付给债权人的利息价值减少。债务人的高边际消费倾向意味着这样转移购买力对总体经济来说非常有益——债务人因为购买力上升而增加的支出超过债权人因为同等损失而减少的支出。这就将我们带到货币政策的重要性方面，按照上面的逻辑，如果信贷政策可以阻止通货紧缩，支持通货膨胀，它就能够减少债务推动式衰退的不良影响。

在大萧条期间，美联储没有阻止通货紧缩，因而饱受批评。例如，米尔顿·弗里德曼和安娜·施瓦茨在1963年的经典著作《美国货币史》中严厉批评美联储严控货币供应量，未能阻止通货紧缩。在2002年米尔顿·弗里德曼90岁生日时，本·伯南克——原普林斯顿大学经济学教授、大萧条研究专家——公开表示：“我想对米尔顿和安娜说：关于大萧条的研究，你们是正确的，我们的确犯错了。我们非常遗憾。但是由于你们，我们将不会再次犯错。”<sup>[2]</sup>

事实证明伯南克是言而有信之人。当2007年和2008年真正面临考验时，美联储的水龙头不受约束地往外放水（参见第9章美联储的政策清单）。美联储的积极措施的确有助于防止大萧条时期通货紧缩螺旋的重演。然而，在大衰退时期我们并未看到通货膨胀上升，尽管这些措施降低了债务造成的宏观经济损失。那么为什么美联储还是未能利用通货膨胀冲销杠杆化损失呢？

## 通货膨胀的魔术按钮？

不幸的是，中央银行没有什么魔术按钮，轻而易举地用以推高通货膨胀。阻止通货紧缩是一回事，而制造明显的通货膨胀则要难得多。实际上，当经济面临过度债务负担，并且身陷零利率下限时，货币政策推升价格的能力将严重受限。即使没有受到零利率下限施加约束的影响，杠杆化损失也严重削弱了货币政策的作用。



为了知道其中的原因，我们必须详细了解美联储是如何操作的。制造通货膨胀最直接的方法就是大规模增加流通中的货币量。当更多货币追逐相同数量的商品和服务时，价格和工资肯定会上涨。美国的基础货币包括流通中的货币（硬币和纸币，即我们通常所说的货币）和银行准备金两类。银行准备金是银行体系所持有的现金，部分作为银行的库存现金，部分作为银行在美联储的存款。

银行准备金不是流通中的货币。当美联储想要增加基础货币时，它就向银行购买债券（通常是美国国债），然后用银行准备金方式向银行支付。换句话说，美联储创造了银行准备金，而不是流通中的货币。<sup>[3]</sup>只有当银行因准备金增加而增加贷款时，银行准备金增加才会导致流通中货币的增加。如果银行没有增加贷款——或者，同等的，如果借款人没有增加借款——那么银行准备金的增加并不会影响流通中的货币。大衰退期间就发生了这种情况。美联储所采取的积极措施包括向银行贷款，这增加了银行的准备金，并降低了银行间市场的利率，但对实际借贷的影响非常有限，因此对流通中货币的影响也有限。正如第9章所示，大衰退期间银行贷款暴跌，而银行准备金急剧上升。

很多读者可能有些吃惊，但这是事实：美联储并不直接控制流通中的货币，它并不印钱，它印的是银行准备金。大萧条之后，一群著名经济学家，包括埃文·费雪，对无法控制货币感到愤怒，强烈建议制定给予美联储充分授权的政策。他们写道：“（当前的政策）赋予成千上万商业银行通过增加或减少银行贷款和投资的方式来增加或减少流通媒介总量的权力。因此银行行使着一直以来拥有的特权。”<sup>[4]</sup>然而，经济学家无法实施他们的政策，70年后面对大衰退，同样的问题困扰着货币政策。



从杠杆化损失式衰退的情况看，依靠银行来增加贷款将严重削弱货币政策的效果。要记住，在每一次杠杆化损失事件中，家庭乃至企业都竭力偿还债务，而银行受困于高债务拖欠率。在这样的情况下，银行不想提供更多贷款，而家庭也不想增加债务。所以，当货币政策需要更多的贷款以将货币投入流通领域时，经济中的自然因素却阻碍了贷款发放。[\[5\]](#)

我们可以通过比较银行准备金的增长与流通中的货币情况了解这是如何发生的。2008年8月至2009年1月这5个月，银行准备金增加了10倍——从900亿美元到9 000亿美元——它反映了美联储非常积极的姿态。积极的货币政策持续到了2013年，到我们写作本书时银行准备金已经超过2万亿美元。

流通中的货币增加了，但与银行准备金的增加相比，也仅是少量增加。图11.1显示了这种情况。积极的货币政策使银行准备金发生了显著变化，但对流通中的货币仅有轻微的连带影响。银行不想放贷，而家庭不想借入，这限制了货币政策作用的发挥。美联储想竭力避免通货紧缩，但它显然没有办法引起显著的通货膨胀。

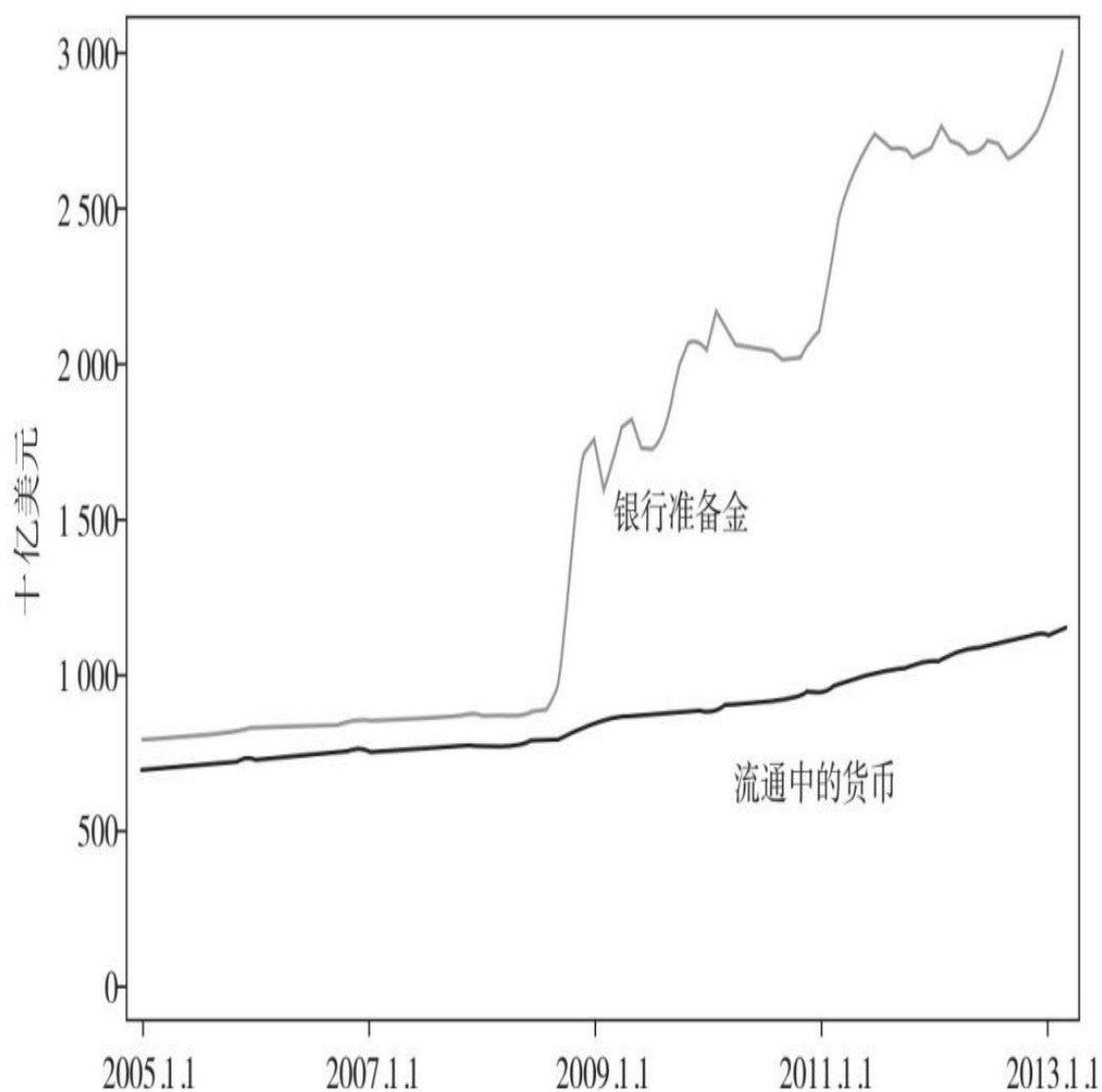


图11.1大衰退期间的货币基础

杠杆化损失发生期间，中央银行家无能为力这种情况也不唯美国大衰退所独有。保罗·克鲁格曼和彼得·特明均指出，[\[6\]](#)图11.1所展示的情形在大萧条时期也存在。辜朝明表示，在大衰退期间，欧洲大陆和英国都出现了相似的银行准备金增加而流通中货币保持不变的情况。1994年至今，日本一直保持这种情况。[\[7\]](#)中央银行为了抗击杠杆化损失式衰退，用准备金来漫灌银行系统，却没有人想贷出或借入。

一个建议就是用更加强硬的手段要求银行贷款。但是我们在第9章看到了使用这种方法所带来的问题。如果经济体正受困于债务过度，那么银行的贷款将没有经济意义。增加贷款不是解决债务问题的方法。

一个较好的方法就是允许中央银行直接向经济体注入现金，彻底绕开整个银行系统。闪入脑海中最极端的画面就是美联储主席授权用直升机抛撒现金。向经济体直接注入现金的想法一开始似乎有点疯狂，但在严重经济衰退时期，一些著名的经济学家和评论员的确建议采用这样的政策。<sup>[8]</sup>在就任美联储主席的前几年，本·伯南克就建议20世纪90年代日本的中央银行家实施直升机撒钱政策，给他赢得了“直升机·本”的绰号。<sup>[9]</sup>2013年2月，《金融时报》专栏作家马丁·沃尔夫写道：“有人认为有意识地采用扩大财政赤字方式的货币融资来应对金融危机绝对是不正确的，但是这样的观点是错误的，它只不过是工具箱的必备工具。”<sup>[10]</sup>威勒姆·布伊特通过严密的建模得出结论，实际上直升机撒钱这样的方式对陷入名义利率零下限的经济体是有帮助的。<sup>[11]</sup>如果直升机能够瞄准一国的负债地区撒钱，效果会很好。这样的政策将会产生积极的效果，类似于我们在第10章提议的债务重组。

可能你已经猜到了，通过直升机撒钱只不过是个比喻。实际上，美联储可以通过印刷钞票并向教师支付薪水的方式注入现金。然而，问题在于，印刷钞票然后将它们交给人们，对于美联储来说是违法的。从技术上讲货币是一种政府负债，并且任何政府债务的发生都是一种财政行为，而这只能由财政部来操作。这也解释了为什么美联储必须用证券交换银行准备金。在没有证券作为交换的情况下，货币或银行准备金是不允许投入流通领域的。再者，我们真的相信中央银行获得授权就会采取这样的行动吗？在大多数发达国家，中央银行家们开展工作是建立在降低通货膨胀这一保守立场上的，很难想象他们会

愉快地在全国各个城市抛撒现金。在本章的后面我们将回过头来讨论这一点。

## 利率渠道

增加基础货币并不是中央银行在危机时期刺激经济的唯一方法，它们也可以降低利率，此时的利率尚未达到零下限。例如，在大衰退期间及之后，美联储积极购买MBS，目的就是为压低了家庭面临的住房抵押贷款利率。这个想法就是，家庭支付住房抵押贷款余额和其他贷款的利率低一些，就可以对经济起到刺激作用。

然而，那些对贷款有最高边际消费倾向的家庭既不能也不愿意再借款。要记住，在杠杆化损失的情况下，借款人的财富经受了巨大的冲击，他们当中很多人要么在住房上是资不抵债的，要么因为拖欠而遭到信用降级。很多人竭力想通过储蓄重建他们的资产负债表，追加债务是他们最不愿意做的事情。他们当中的一些人的确也想借款，但很多被挡在了信贷市场之外，经历了金融危机的信贷市场只给那些有良好信用记录的人群发放贷款。

尽管30年期住房抵押贷款利率从2007年7月的6.5%下降到2012年7月的3.5%，但银行严格限定可以享受低利率人群的范围。这样做造成的结果是，2012年3月，尽管事实上市场住房抵押贷款利率仅为3.8%，但70%的30年期固定利率住房抵押贷款的借款人支付的利率是5%或更高。[\[12\]](#)

负债的购房者无法得到较低的住房抵押贷款利率，那么大衰退期间和之后的货币政策就变得不是特别有效。为了给已有的住房抵押贷款再融资，很多银行要求购房者有较高的房屋净值。但是，当房价暴跌时，购房者的净值也下降了。在亚利桑那州、佛罗里达州和内华达

州，一半以上的购房者是资不抵债的，也是全美再融资倾向最低的。图11.2显示了2010年所有州的这种相关性。

而且，在大衰退期间，当购房者对其现有住房抵押贷款再融资时，他们并没有变现。实际上，2012年购房者利用再融资套现更多净值的比例是1993年以来所有时点中最低的。图11.3显示了购房者有套现的再融资比例。在房地产繁荣时期，再融资出现爆炸式增长，然而从2008年至2012年快速下降，此时正值美联储拼命通过降低利率刺激更多借贷。

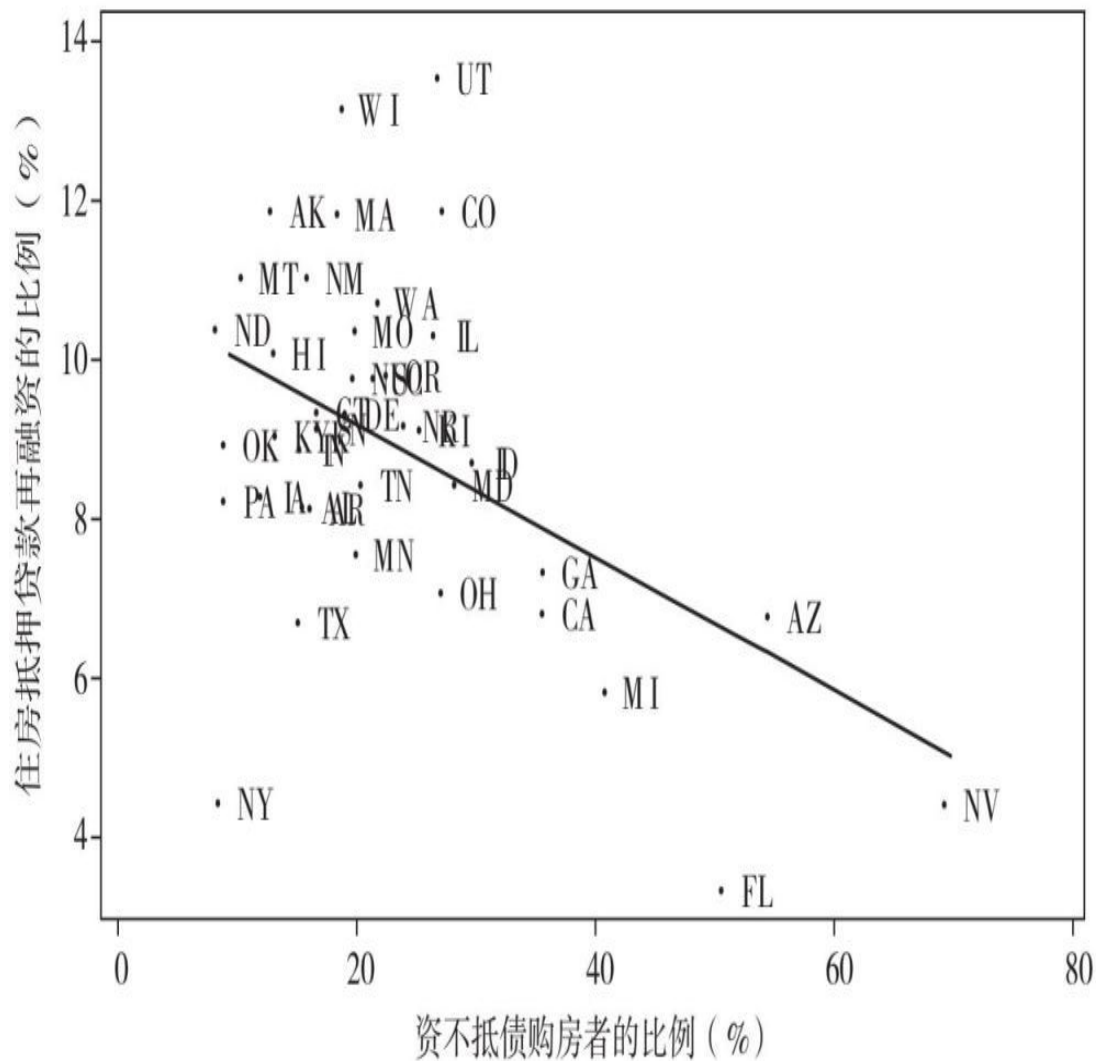


图11.2 2010年资不抵债购房者和住房抵押贷款再融资的比例

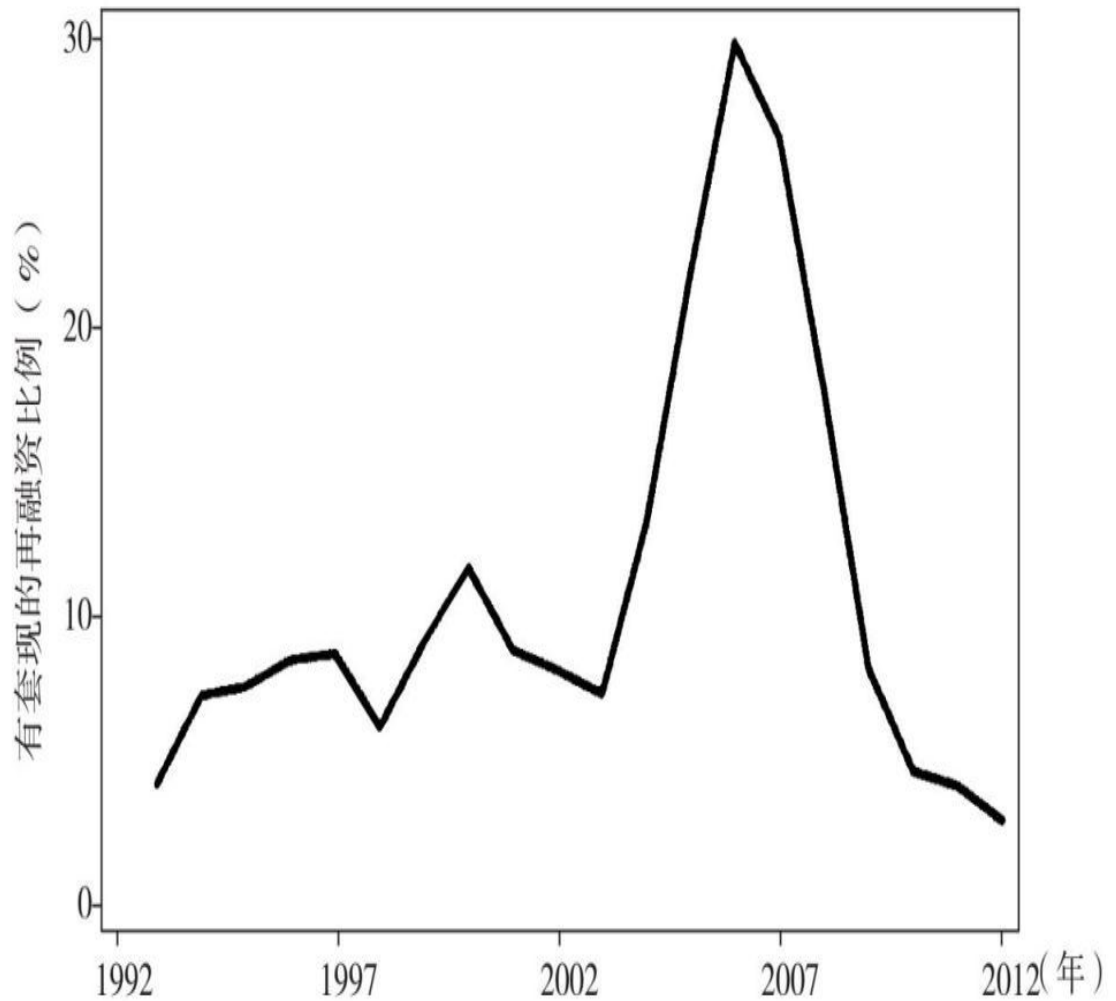


图11.3 再融资套现的消失

在杠杆化损失的情形下，银行拒绝贷款而家庭避免借款。那些妨碍了中央银行家们试图增加流通中货币的问题，也削弱了他们刺激家庭借款的能力。货币政策无法重新恢复债务循环。

## 通货膨胀预期

当中央银行在杠杆化损失式衰退期间增加银行准备金时，贷款或借款并没有增加，而严重、长期的经济下滑却发生了。但是经济最终还是会恢复的，如果中央银行将利率保持在非常低的水平，银行将会恢复贷款，进而引起通货膨胀。一些人认为，如果公众从长期预期通货膨胀，那么经济可能在短期内就会获益。根据这种观点，通货膨胀预期可能导致支出增加，即使经济面临利率零下限约束。回想第4章，要推动一些家庭增加支出，利率可能有必要为负。换句话说，要想让家庭增加开支，就需要他们为储蓄而不是支出付费。推动通货膨胀预期上升有助于形成负利率。

例如，假设你在银行存了1 000美元，利息为零。如果你预期计划购买的商品的价格会上涨，那么你存放在银行的1 000美元在未来的购买力就会下降。换句话说，从你想购买的实际商品看，通货膨胀导致你在银行的存款只能获得负利率。这将鼓励你消费而不是储蓄，从而增加总需求。如果美联储能让你相信通货膨胀最终会出现，通货膨胀预期论就相信这会刺激经济增长。

然而，这种观点的问题在于它假设家庭支出对实际利率的变化非常敏感。这在一般环境下可能是正确的，但杠杆化损失可能切断了这种联系。当经济面临过度负债和资产价格暴跌时，负债家庭被迫大规模削减支出，同时他们即使想借款，也已经被挡在了信贷市场之外。结果就是，即使是负利率也不能使支出大幅增加。

姑且让我们假设家庭支出会对更高的通货膨胀预期做出反应，仍然存在一个严重问题：在杠杆化损失式衰退期间，中央银行要创造更高的通货膨胀预期变得非常困难。如果中央银行承诺在经济复苏并摆脱名义利率零下限时仍容许通货膨胀，那么家庭才会形成更高的通货膨胀预期。



但是，中央银行的声誉建立在抗击通货膨胀的基础之上。有鉴于此，大众会预期，经济一旦开始复苏，中央银行就会采取措施从银行系统回收准备金。如果没有人相信中央银行会在经济复苏时容许通货膨胀，那么经济体并不会得益于更高的通货膨胀预期。正如保罗·克鲁格曼就日本“失去的十年”曾写过的一个著名论断：“实际上，如果中央银行可信地承诺它们将**不负责任**（粗体为作者强调）时，货币政策才会有效……”<sup>[13]</sup>我们将更进一步。在杠杆化损失式衰退期间，货币政策制定者需要承诺**极不负责任**地制造通货膨胀预期。房价暴跌一旦成为现实，家庭支出就会大幅减少。面对需求大规模减少，企业自然而然会削减价格和工资。在大萧条时期这确实确实发生了。在严重的经济衰退期间，经济的自然力量与通货膨胀背道而驰，走向通货紧缩。货币政策要打的是一场硬仗。

为了赢得战役中央银行愿意不负责任地采取行动吗？证据表明，答案是否定的。欧洲中央银行缩手缩脚，英格兰银行亦然。美联储走得很远，它推出了激进的量化宽松政策，在声明中使用了条件性指导语言。但是总统经济顾问委员会前任主席克里斯蒂娜·罗默写道：“实际上这些措施都是一些小动作……重要的是美联储不愿意实施制度上的变革。因此，货币政策在推动经济复苏方面已经不能发挥决定作用了。”<sup>[14]</sup>

希望货币政策通过预期来制造通货膨胀在宏观经济学模型中可能运行得很有效，但冀望于中央银行家们不负责任的行为是一个注定要失败的策略。我们不能指望他们魔法般地修补债务问题。

## 财政政策是可行的选择吗？

与“凯恩斯主义”理论不同，我们建立的杠杆化损失式框架关注的是需求冲击的来源，因而自然会得出直接解决家庭过度负债的政策建议。尽管如此，在经济严重衰退期间，政府支出仍然是有帮助的，因为它增加了总需求。大多数经济学家认为在平常时期，政府的支出对经济基本没有影响，因为它挤出了私人支出，同时也因为家庭清楚他们终将缴纳更多税赋为这些支出融资。在平常时期，政府支出即使有影响，也可能是有害的负面影响，因为它通过征税扭曲了激励。但是当零利率下限使经济处于萧条状态时，通过债务来为政府支出融资可能会有正面的经济影响。

大量证据显示财政刺激有短期效果，特别是当经济面临零利率下限时。中村惠美（Emi Nakamura）和乔恩·斯坦森（Jon Steinsson）研究了过去50年国防支出冲击对各州GDP的影响。他们发现影响相当大，1美元的国防支出能够带来1.5美元的经济产出。正如我们所写：“我们的估算为模型提供了证据，在模型中需求冲击可以对产出产生巨大影响。”<sup>[15]</sup>两份独立的研究发现，2009年的《美国复兴与再投资法案》有正面的效果。利用立法中各州所获资金的差异，两份报告都发现这一法案对就业有显著影响。<sup>[16]</sup>

因此财政刺激还是有帮助的，在杠杆化损失期间试图实施紧缩将产生相反的效果。然而，从我们的观点看，当经济体面临的基本问题是私人过度负债时，财政刺激不如家庭债务重组有效。最有效的政策就是将现金发放到那些将支出最多的人手上，而负债购房者有特别高的边际消费倾向。与财政刺激相比，债务重组更为有效的情况出现在一些最有影响的大衰退“凯恩斯主义”模型中。例如，戈蒂·艾格特松和保罗·克鲁格曼写了一份很有影响力的研究报告，其中杠杆化损失观点起了重要作用。一个主要的启发就是“从模型中自然而然地得出了扩张财政政策的基本原理”。<sup>[17]</sup>但是，在他们的模型中，经济

触及名义利率零下限，因为负债的购房者被迫大幅削减支出。在他们的模型中，家庭债务重组将首先可以使消费不会快速下降，从而帮助经济避免流动性陷阱。克鲁格曼强力支持家庭债务重组。[\[18\]](#)

财政刺激是一个笨拙的替代方法。如果财政刺激不能采取本金减记方式，就不能锁定正确的目标人群。[\[19\]](#)而且，政府支出最终还是要一些人通过纳税支付的。如果这些税赋不是由经济体中对房地产暴涨负有责任的债权人承担，那么财政政策也未让债权人向债务人提供转移支付，而这是最能促进总量需求的方式。换句话说，最有效的财政刺激措施就是政府向债权人征税而向债务人提供资金。但我们为什么需要财政刺激呢？例如，通过破产中的强制性住房抵押贷款重组也能实现同样的目标而又无须牵涉征税。

财政政策是想复制债务重组，但是这在美国特别有问题，因为政府所得是通过向收入征税而不是向财产征税。[\[20\]](#)政府应该向债权人征税，他们一般都是经济体中最富裕的人群，这也是他们为什么能够向借款人放贷的原因。但是富人不一定有很高的收入，同样，那些有很高收入的人未必就是富人。例如，一位退休的银行家没有收入，但有很多的财产，而一对年轻的职业夫妇可能有很高的收入但财产很少。考虑一下这对年轻的职业夫妇，从学校毕业后刚开始工作，他们有很高的收入，但几乎没有财产。他们的收入边际消费倾向可能很高，因为他们预期有很高的稳定收入流，但他们需要进行较大规模的资本投资，例如给他们的第一套公寓购置家具，向他们征税将伤及经济。政府向收入征税，也造成了工作激励的扭曲，可能导致相关的一些专业人员留在劳动力市场之外。所有这些问题表明，依赖税收收入解决杠杆化损失式衰退不如家庭债务重组有效。

最后，债务重组保留了市场中的激励。正如我们在第8章所论证的，在每一次杠杆化损失灾难发生之前，都出现资产价格泡沫，它完

全是债权人通过提供唾手可得的贷款催生的。他们理应为引致的灾难承担部分责任，强制让他们承担部分损失有助于在第一时间惩罚助长了危机的人。纳税人完全有理由对被迫为别人的错误埋单而感到愤慨，而强制债权人承担损失在政治上比其他形式的财政刺激更容易被接受。经济学家汉斯-维纳·辛在描写欧洲对危机的愤慨时也表达了同样的观点，在那里德国的纳税人被要求救助银行。正如他说：“救助在经济上毫无意义，并且可能使情况变得更糟。这样的计划破坏了责任原则，它是市场经济的基本原则之一，责任原则认为在选择债务人时债权人负有责任。如果债务人不能偿还，债权人就应该承担损失。”[\[21\]](#)

## 政治瘫痪

在前面三章中，我们评估了在出现杠杆化损失危机时政府可以实施的政策。不惜代价救助银行达不到目的，货币政策和财政政策有一定帮助，但不如直接对家庭债务重组有效，因为家庭债务毕竟是最主要的问题。重组债务在提振病态的经济方面是最有效的。

尽管在危机爆发时讨论哪些政策更好是有益的，但这样的讨论忽略了“房间里的大象”：如果我们在过去几年对政治有所了解的话，应该知道在经济严重紧缩时期，党派冲突对政府产生了严重的不良影响。在最需要政策的时候，政策却软弱无力。例如，在大衰退期间美国的选民严重极化。类似茶党运动以及“占领华尔街”群体的出现表明极化有扩大趋势：在大衰退最严重的时期，一部分美国人声称自己在温和地坠落。[\[22\]](#)

我们与弗朗切斯科·特雷比的研究显示，在过去的七年中美国政治的极化是常态而非例外。[\[23\]](#)具体来说，我们研究了1981年至2008年70个国家在金融危机后的政策极化问题。[\[24\]](#)当危机出现时，称自



已属于温和派的人群占比迅速下降。同时，极端主义者的占比大幅增加，左翼和右翼都有增加。

相应的，金融危机使政治体制向着立法更加分裂、议题更加政治化的方向发展。政府基本上无法形成切实可行的联盟，而政治分裂则成为常态。尽管某些正确的政策得到了每位经济学家的认同，但我们无法指望政府会组织实施这些政策。2011年夏季的债务上限闹剧、2013年的预算隔离以及过去几年美国政府未能执行任何有意义的立法，这些都不是例外，相反，它们反映了美国政府在经济崩溃时的无能为力。在杠杆化损失式衰退来临时，我们不能依靠政府官员快速实施正确的政策，我们必须建立机制，能够帮助经济在资产价格暴跌时自动做出反应。

债务是一种可怕的工具，因为它缺乏弹性：危机发生后需要政府干预，以帮助更加公平地分担由房价暴跌导致的损失。因为政治的极化，这样的干预几乎无从实施。将时间、精力和资源浪费在债务重组的争斗中代价太大。在下一章中，我们认为只有从根本上改变家庭的自我融资方式，才能打破杠杆化损失带来的恶性循环。我们必须建立机制，以在第一时间避免杠杆化损失式危机的爆发。我们只有摆脱依赖债务的金融体系，才能真正享受金融体系的成果。

[1] Irving Fisher, “The Debt-Deflation Theory of Great Depressions,” *Econometrica* 1 no. 4 (1933) :341.

[2] Ben Bernanke, “On Milton Friedman’s Ninetieth Birthday” (speech, Conference to Honor Milton Friedman, University of Chicago, November 8, 2002).

[3] 从技术上讲，美联储也从非银行公众手中购买了债券。但是如果非银行公众将收入存入银行系统，银行系统以准备金形式持有的资金就会增加，其影响是相似的。

[4] Paul Douglas, Irving Fisher, Frank Graham, Earl Hamilton, Willford King, and Charles Whittlesey, “A Program for Monetary Reform” (paper, reprinted by the Kettle Pond Institute, July 1939).

[5] Richard Koo在研究20世纪90年代的日本时,得出了相似的结论。参见Richard Koo, *The Holy Grail of Macroeconomics: Lessons from Japan's Great Recession* (Singapore: John Wiley & Sons [Asia], 2009)。

[6] See Peter Temin, *Did Monetary Forces Cause the Great Depression?* (New York: Norton, 1976); and Paul Krugman, "It's Baaack: Japan's Slump and the Return of the Liquidity Trap," *Brookings Papers on Economic Activity* 2 (1998): 137-205.

[7] Richard Koo, "The World in Balance Sheet Recession: What Post-2008 West Can Learn from Japan 1990-2005" (presentation, "Paradigm Lost: Rethinking Economics and Politics" conference, Berlin, April 15, 2012), <http://ineteconomics.org/conference/berlin/world-balance-sheet-recession-what-post2008-west-can-learn-japan-1990-2005>.

[8] 有关使用直升机撒钱被引用最多的文献来自Milton Friedman: "The Optimum Quantity of Money," in *The Optimum Quantity of Money and Other Essays* (Chicago: Aldine, 1969), 1-50.

[9] Ben Bernanke, "Japanese Monetary Policy: A Case of Self-Induced Paralysis" (paper, Princeton University, 1999)。

[10] Martin Wolf, "The Case for Helicopter Money," *Financial Times*, February 12, 2013.

[11] Willem H. Buiter, "Helicopter Money: Irredeemable Fiat Money and the Liquidity Trap; Or, Is Money Net Wealth after All?" (working paper, January 31, 2004), <http://www.willembuiter.com/heliber.pdf>.

[12] Alan Boyce, Glenn Hubbard, Christopher Mayer, and James Witkin, "Streamlined Refinancings for Up to 13 Million Borrowers" (draft policy proposal, Columbia Business School, Columbia University, June 13, 2012), <http://www8.gsb.columbia.edu/sites/realstate/files/BHMW-V15-post.pdf>.

[13] Krugman, "It's Baaack."

[14] Christina Romer, "It Takes a Regime Shift: Recent Developments in Japanese Monetary Policy through the Lens of the Great Depression" (speech, NBER Annual Conference on Macroeconomics, Cambridge, MA, April 12, 2013)。

[15] Emi Nakamura and Jon Steinsson, "Fiscal Stimulus in a Monetary Union: Evidence from U. S. Regions," *American Economic Review*, forthcoming.

[16] Gabriel Chodorow-Reich, Laura Feiveson, Zachary Liscow, and William Gui Woolston, "Does State Fiscal Relief during Recessions Increase Employment?: Evidence from the American Recovery and Reinvestment Act," *American Economic Journal: Economic Policy* 4 (2012): 118-145; and Daniel Wilson, "Fiscal Spending Job Multipliers: Evidence from the 2009 American Recovery and Reinvestment Act," *American Economic Journal: Economic Policy*, forthcoming.

[17] Gauti Eggertsson and Paul Krugman, “ Debt, Deleveraging, and the Liquidity Trap: A Fisher-Minsky-Koo Approach,” *Quarterly Journal of Economics* 127, no. 3 (2012) :1469 -513.

[18] Paul Krugman, *End This Depression Now!* (New York: Norton, 2012) .

[19] 当然，也有一些政府支出用于本金减记的例子。最有名的就是我们在第10章讨论过的大萧条期间的房主贷款公司。

[20] 房产税是一个例外，但它仅占全部税收收入的0.6%。参见Center on Budget and Policy Priorities, “Where Do Federal Tax Revenues Come From?” April 12, 2013, <http://www.cbpp.org/cms/?fa=view&id=3822>.

[21] Hans-Werner Sinn, “Why Berlin Is Balking on a Bailout,” *New York Times*, June 12, 2012.

[22] Atif Mian, Amir Sufi, and Francesco Trebbi, “ Resolving Debt Overhang: Political Constraints in the Aftermath of Financial Crises,” *American Economic Journal: Macroeconomics*, forthcoming.

[23] Atif Mian, Amir Sufi, and Francesco Trebbi, “ Resolving Debt Overhang: Political Constraints in the Aftermath of Financial Crises,” *American Economic Journal: Macroeconomics*, forthcoming.

[24] 这些都是Carmen Reinhart和Ken Rogoff所定义的金融危机。



## 第12章

### 责任分担

2010年大学毕业班的同学几乎没有时间为他们获得新的毕业证书而欢呼雀跃。面对严重的经济衰退，他们需要在严峻的就业市场中寻找工作，残酷的现实给了他们一记耳光。在这些大学生毕业的时候，失业率已经超过10%。<sup>[1]</sup>他们在2006年入学的时候，恐怕谁也没有预料到会出现这样糟糕的局面。1989年以来，大学毕业生的失业率从来没有超过8%。

惨淡的就业境况威胁着近期毕业生的生活还有另外一个原因：很多毕业生背负着大量助学贷款。受大学学位可以带来优厚薪水的诱惑，美国人开始借钱上大学。从2005年到2010年，学生债务余额翻了一倍，到了2012年，在美国经济中，学生债务已经超过1万亿美元。<sup>[2]</sup>教育部估计，有2 /3的本科毕业生向政府或私人机构借款。<sup>[3]</sup>

2010年的毕业生是不幸的，因为债务合同不会在乎你毕业时的劳动力市场是什么样子。无论毕业生能否找到一份高薪工作，都必须还款。由于学生贷款无法通过破产来解除，这一点的危害非常大。而且政府可以通过扣发工资，拿走部分税收返还或社会保障金的方式确保学生偿付联邦贷款。<sup>[4]</sup>

在经济最缺乏需求的时候，失业和学生债务负担两方面因素的结合却阻碍了需求。近期毕业的大学生由于负担过高的学生债务，延迟了许多重要的购买活动，他们很多被迫搬回去与

父母同住。<sup>[5]</sup>正如《纽约时报》的安德鲁·马丁和安德鲁·勒伦所写：“从这一代大学毕业生和负债辍学的学生看，日益增长的学生债务就像一团乌云，笼罩着经济复苏。”<sup>[6]</sup>很多人已经重新考虑上大学的总收益。艾兹拉·卡泽是一位失业的大学毕业生，他负担着29 000美元的学生贷款，作为背负学生贷款的当事人接受了采访。“你经常会听到这么个说法：无知的代价难以估量，”他说，“但从高等教育的情况看，无知似乎变得越来越合算。”<sup>[7]</sup>

## 风险分担原则

学生债务问题是金融体系令我们失望的又一个例子。尽管获得大学学位的费用高昂，但是很多经济学家认为这是值得的，因为它会得到工资溢价。然而美国年轻人日益认识到，学生贷款使他们不公平地承担了大量总体经济风险。尽管就业市场恶化，但债务保护了债权人，毕业生被迫四处筹措资金还债。迫使美国年轻人承担这些风险在经济上是没有意义的。大学毕业生陷入这样恶劣的环境中，只是因为他们碰巧在1988年出生，22年后劳动力市场正经历近期历史上最严重的灾难。他们为什么要受到这样的惩罚？建立在债务基础上的金融体系，没有帮助大学生们获得有价值的知识，反倒日益挫伤他们上大学的激情。

学生债务和住房抵押贷款都表明了一个更加普遍的原则。如果我们想修复金融体系，也就是说，如果我们想避免经济大起大落痛苦情况的出现（现在这种情况变得非常频繁），就必

须解决关键问题：债务合同缺乏弹性。当某个人想通过融资购买房屋或者上大学时，他们所签订的合同必须考虑经济下滑风险的分担问题。签订的合同必须依照经济结果而定，这样金融体系就可以帮助我们。签订的合同需要与股权类似，而不是与债务类似。<sup>[8]</sup>

从教育情况看，原则是显而易见的。学生贷款的偿付应该与学生毕业时就业市场的相关指标挂钩。例如，在澳大利亚和英国，学生仅需要用其收入的固定百分比来偿还学生贷款。如果学生没有找到工作，他就不用偿还学生贷款。根据我们讨论的这些原因，我们认为贷款的偿付应该与劳动力市场的系列指标挂钩，而不是个人的收入。但是，原则很清楚：如果学生毕业时面临惨淡的就业市场，他就应该受到保护。<sup>[9]</sup>反之，如果毕业生们工作得很好，他们就应该补偿贷款人。

从学生贷款看，债务的缺点并非一种激进的“左倾”思想。甚至米尔顿·弗里德曼都意识到学生贷款的问题。正如他写道：“使用不恰当的固定货币贷款来为培训投资融资本身就加剧了事情的复杂性。这样的投资肯定面临很多风险。平均的预期收益可能很高，但是在平均基础上又有广泛的差异。死亡和工作能力丧失就会导致这些差异，但它们比个人在工作能力、精力和机遇方面的差异还略逊一筹。”<sup>[10]</sup>弗里德曼的建议与我们相似：他认为学生贷款融资应该更加“类股权”，如果毕业生面临的工作环境不好，那么偿付的金额就自动降低。

总体上使金融合同与股权类似时，就意味着整个经济体有更好的风险分担。当房价上升时，贷款人和借款人都将获益。

同样，当房价暴跌时，他们都要承担损失。这不是要强迫贷款人不公平地承担下行风险，而是要改进金融合同，使得金融体系既能获得经济上行的好处，也要承担经济下行带来的损失。

带有风险分担的金融合同能够帮助避免经济泡沫，也能使崩溃的危害性降低。如第8章所述，债务如何通过使贷款人相信他们的资金是安全的而催生泡沫，以及如何使贷款人借给那些豪赌资产价格会越来越高的乐观者。如果泡沫破灭时，贷款人需要承担损失，他们可能在第一时间就不会贷出款项助推泡沫扩大。他们也就不大可能产生债务所提供的安全错觉。查尔斯·金德尔伯格曾经反复指出，泡沫主要是由于投资者认为他们所持有的债券像货币一样安全而导致的。我们必须打破这个循环。

我们也已经说明了，当借款人被迫承担资产价格暴跌产生的全部损失时，杠杆化损失循环就会启动，严重的经济衰退就会接踵而至。如果金融合同能够更加公平地让贷款人和借款人都承担损失，那么经济就能第一时间避开杠杆化陷阱。当资产价格真的暴跌时，这也将使那些财大气粗的富人们承担更多的痛苦。但是，他们的支出不会受到多大影响，而对经济的初始需求冲击也将小得多。从住房情况看，如果能够更加公平地分担损失，也将有助于避免出现止赎的痛苦循环。如果金融合同设计得足够合理，我们就能完全避免止赎危机爆发。

在第10章中，我们提出了在资产价格暴跌时有助于家庭债务重组的政策。但是这样的干预需要政治意愿和广泛的支持，这两个要素在严重衰退时都不具备。在这里我们提出的条件合

同将能够自动实现很多目标，并且保留了激励因素，因为所有各方都清楚他们为什么签订合同。在下一部分，我们将提议一种具体的住房抵押贷款合同，它包括了上述特点，我们称之为责任分担式住房抵押贷款。正如我们将说明的，在房价暴跌时，如果有这样的住房抵押贷款合同，美国的大衰退也许不会这么“大”，而只不过是一次出现少量失业的普通衰退而已。

## 责任分担式住房抵押贷款

正如我们在第2章所讨论的，一份标准的住房抵押贷款合同会迫使借款人承担房价下跌造成的全部损失，直至他的净值完全耗尽。一份责任分担式住房抵押贷款合同与标准住房抵押贷款合同有两个重要区别：（1）经济下行时，贷款人向借款人提供下行保护；（2）经济上行时，借款人需要放弃5%的资本利得。<sup>[11]</sup>我们通过一个简单的例子看一下这样的合同是如何运作的。

考虑一位购房者简，她用2万美元首付购买了一套价值10万美元的房子，背负8万美元的住房抵押贷款。假设她房屋的价值下降到7万美元，按照一份标准的30年期固定利率住房抵押贷款合同，简失去了她在房屋上的所有净值，而这几乎就是她的全部储蓄。此刻她面临两种选择，要么将房屋交还给银行，要么继续偿付住房抵押贷款，但这些偿付基本不会增加她在房屋上的净值，因而这两种选择对简都没什么吸引力。然而，杠杆化损失框架的核心在于这两种选择对我们其他人来说都是极其糟糕的。房价下跌将导致简大幅减少支出，如果她继续偿付住房



抵押贷款，支出减少将进一步加剧。如果她让银行止赎，会进一步推动房价下跌，加速财富减少的恶性循环。

那么责任分担式住房抵押贷款会有什么帮助呢？如果房价保持不变或上升，简在责任分担式住房抵押贷款上的利息支付将保持不变。例如，如果当前的30年期住房抵押贷款利率是5%，根据责任分担式住房抵押贷款合同，简需要向贷款人每年偿付5204美元，就像典型的固定利率住房抵押贷款一样。<sup>[12]</sup>与固定利率住房抵押贷款一样，简支付的5204美元一部分作为利息，剩余部分用作还本。责任分担式住房抵押贷款合同中的分期付款安排及30年中住房抵押贷款余额下降的比率都与标准的固定利率住房抵押贷款完全一样。

责任分担式住房抵押贷款与一般住房抵押贷款的关键不同就在于，当简购买的房屋在其购买价值的基础上下跌时，责任分担式住房抵押贷款向简提供了一个下行保护。其做法是将简的住房抵押贷款偿付安排与简所在地的房价指数挂钩。将下行保护与简所在地的房价指数而不是房屋本身挂钩，避免了简故意忽略房屋价值而减少偿付住房抵押贷款的可能。<sup>[13]</sup>使用当地房价指数的另一个好处就是这样的指数比较容易获取。有很多机构都发布这些指数，如核心逻辑（Corelogic）、Zillow（美国最大的房地产信息网站）、费哲卡魏施（Fiserv CSW）以及所在地联邦住房金融管理局，在这些指数中，很多是邮政编码区层面的指数。我们还可以采用一个广为接受的框架来构建指数以增强它们的可信度，同时政府或者行业监管部门可以统一负责，以确保指数的真实性。使住房抵押贷款偿付与公共指数

挂钩并不是什么新鲜事。例如，很多国家已经采用将偿付金额与某些通货膨胀指数挂钩。美国政府发放了通货膨胀指数型政府债券，利息支付根据通货膨胀指数而变化。

当房价指数下降到低于简购买房屋的水平时，下行条款就开始生效，等比例地减少简的住房抵押贷款偿付金额。例如，如果简购买房屋时当地房价指数是100，在她购买房屋的第一年末指数下降了30%，那么简在第二年的住房抵押贷款偿付金额将减少30%，为3 643美元。尽管在上例中简的住房抵押贷款偿付金额下降了30%，但是她的分期付款安排仍然保持。结果就是，不仅她偿付的金额减少了，而且她的住房抵押贷款余额也根据初始公式而减少。这实际上意味着当简所在地区的房价降到低于是她购买的水平时，她的本金也会自动减少。具体到我们的例子，如果在住房抵押贷款存续期余下的29年里，简所在地的房价指数一直维持在70的水平，那么她将在第30年末获得30%的本金减记。

然而，人们总是会预测房价上涨。因此，有可能在简所在地的房价指数下降到70以后，又会出现上升，并在某个时点超过100的基准。在房价指数逐步恢复的过程中，简偿还的住房抵押贷款也将逐渐增加。一旦她所在地的房价指数恢复100，她偿还的住房抵押贷款将再次回到全额的5204美元。

衰退期间利率一般会下降。结果就是，在经济突然下滑时，现有的利率可调节住房抵押贷款（adjustable rate mortgage）通过自动降低利率可为购房者提供一些保护。但是责任分担式住房抵押贷款的下行保护所产生的效果要明显得



多，简不仅可以减少利率支付，还可以减少住房抵押贷款本金余额，这使她可以保留一些房屋净值。

下行保护的实施以牺牲贷款人的利益为代价。因此，贷款人就需要收取更高的预付利率来弥补下行风险。那么预付成本是多少呢？提供下行保护的成本取决于预期房价的增长及波动情况。如果房价上升较快，那么提供下行保护的成本就较低；如果房价大幅波动，那么房价在某个时候跌至购买价以下的机会就比较大，这种情况下的下行保护成本就较高。

使用标准的金融公式，在给定房价增长及波动的情况下，我们可以计算出提供下行保护的成本。从历史看，美国房价年均增长3.7%，标准差为8.3%。这些数字暗含贷款人需要向借款人收取初始住房抵押贷款金额的1.4%作为下行保护费用。然而，我们也可以将房价上涨的小部分给予贷款人，以此来消除这部分额外费用。尤其是，责任分担式住房抵押贷款还规定，简在出售房屋或用房屋再融资产生资本利得后，贷款人可以获得其中的5%。5%的资本利得对简来说是一笔很小的费用，尤其是自用住房产生的资本利得是免税的。因此，简可以保有95%的房屋资本利得。

在简出售房屋时，贷款人不必担心。只要贷款人发放了各种类型的住房抵押贷款，就可以获得稳定的资本利得支付流，特别是，每年现有房屋存量的4%~5%会出售。我们可以再次使用金融公式计算贷款人从资本利得条款中获得的收益。历史上的平均房价增长情况显示，5%资本利得条款超过了因下行保护需要对贷款人的补偿。按照净值算，贷款人获得的收益是初始住

房抵押贷款金额的0.81%。如果考虑到因为风险分担导致房价波动的降低，责任分担式住房抵押贷款的成本甚至更低。如果在美国更大规模地采用责任分担式住房抵押贷款，房价波动，特别是出现房价大崩溃的概率，有可能下降。我们将在下一部分更详细地讨论房价下降的原因。

## 量化分析责任分担式住房抵押贷款的收益

责任分担式住房抵押贷款为我们提供了一个解决杠杆化损失问题所必需的重要机制。对借款人的下行保护有助于延迟需求的急剧下降，并且上涨时的资本利得分享能够弥补贷款人的损失。但从支出和就业情况看，责任分担式住房抵押贷款究竟能够带来哪些收益呢？我们采用数据密集型方法的一个好处就是可以提供一个实际的估算数。在下文中，我们会问到以下问题：如果所有购房者都用责任分担式住房抵押贷款代替标准的住房抵押贷款，那么大衰退会有多么糟糕？

当房价出现下降时，责任分担式住房抵押贷款的一个直接后果就是中低财富净值的美国人将会受到保护。回想一下第2章讨论的大衰退期间低财富净值的负债家庭如何成为房价暴跌的最大受害者。责任分担式住房抵押贷款的下行保护能够保证每个购房者至少可以获得他们起初购买房屋时所获得的相同比例的房屋净值。

例如，在一笔责任分担式住房抵押贷款下，如果有8万美元住房抵押贷款的房屋的价值从10万美元下降到7万美元，那么住房抵押贷款的利息偿付也将下降30%（如果预期房价保持在低

位)。其结果是，新的住房抵押贷款价值为5.6万美元，购房者在价值7万美元的房屋中持有1.4万美元的净值，也即20%。需要注意的是，购房者承担了损失，他们的房屋净值从2万美元下降到1.4万美元。但这个损失远小于标准债务合同下的损失，在后一种情况下，2万美元的净值将全部失去。于是，美国将不会出现2006—2009年那样的大规模财富不均的情况。

但是，责任分担式住房抵押贷款的好处远不止于此，它们通过保护总体经济免受止赎及总支出急剧下降的影响而使每个人都受益。责任分担式住房抵押贷款的一个主要的经济好处就来自避免止赎。责任分担式住房抵押贷款中的下行保护意味着贷款价值比将永远不会上升到其初始水平。例如，如果购房者在买房时支付了20%的首付款，那么无论未来房价如何变化，下行保护将保证购房者在此房屋上至少有20%的净值。

如果经济中所有住房抵押贷款都由责任分担式住房抵押贷款构成，我们就不会看到有那么多资不抵债的购房者。即使一些人不再能够按月偿付贷款，他也不一定会落入止赎的境地。既然他在房屋上还有净值，卖掉房屋将房屋净值变现对他们来说可能更好一些。责任分担式住房抵押贷款可以避免大规模止赎危机的爆发。有意思的是，责任分担式住房抵押贷款也可以降低房地产危机的程度。避免出现止赎还可以使2006—2009年房价下降的幅度小一些。

在第2章，讨论了我们与弗朗切斯科·特雷比所做的研究，在那份研究中我们量化分析了止赎对房价的影响。我们的分析显示，在2007—2009年，止赎的购房者每增加1个百分点，房价

将下降1.9个百分点。责任分担式住房抵押贷款可以防止约5.1%的房屋陷入止赎，相当于使2007—2009年的房价下跌减少9.7%，而实际上在此期间房价下降了21%。因此，责任分担式住房抵押贷款通过避免止赎，可以挽救房屋财富总损失的46%，或2.5万亿美元，这是一个惊人的数字。

反过来，缓解房屋财富下降会给经济带来两个方面的积极影响：家庭支出增加和失业减少。在第3章中我们讨论了房屋财富减少对家庭支出的影响。结果显示，2006—2009年，房屋财富每减少1美元，家庭就会减少支出6美分。按照这样估算，房屋财富损失减少2.5万亿美元可以转化成1500亿美元的额外家庭支出。

责任分担式住房抵押贷款还对总支出有比较轻微的其他影响。在第3章中，我们也展示财富较少、杠杆较高的家庭有更高的边际消费倾向。责任分担式住房抵押贷款还可以将部分损失转移到那些边际支出明显较少的贷款人身上，帮助缓解房屋财富减少的冲击。而这样的财富转移可以导致消费支出的总体增加。那么，有多少呢？按照责任分担式住房抵押贷款方案，我们估计房屋财富将减少3万亿美元或2.5万亿美元，少于2006—2009年实际减少的5.5万亿美元，或者说房屋财富下降只及2006—2009年实际下降的55%。

由于贷款人分担了下行风险，一些损失也从借款人转移到他们身上。我们可以使用邮政编码区层面的房价下降及购房者平均贷款价值比数据来估算对贷款人可能产生的影响。在责任分担式住房抵押贷款的替代方案中，我们设定每个邮政编码区

的房价实际下降了55%，我们也保守地假设借款人住房抵押贷款的首付比例仅为10%。通过责任分担式住房抵押贷款中的下行保护机制，那些支付了10%首付的住房抵押贷款借款人仍然保留房屋净值的10%。很多住房抵押贷款的首付比例都超过10%，但我们使用10%以保守估算借款人持有其房屋时的净值。通过责任分担式住房抵押贷款安排，没有一个人的净值降到其房屋价值10%以下，并且贷款价值比也从未超过90%。

贷款价值比不得超过90%的保证条款告诉我们有多少住房抵押贷款需要减免。也就是说，它告诉我们有多少房屋财富损失将转移到责任分担式住房抵押贷款的贷款人身上。<sup>[14]</sup>在责任分担式住房抵押贷款提供下行保护的情况下，我们估算大约有4.3%的单个家庭的住房抵押贷款的余额需要减记。既然2006年末单个家庭的住房抵押贷款有10.5万亿美元，下行保护会将4510亿美元的财富从贷款人那里转移到借款人身上。这种财富转移将转化成贷款人的财务损失和借款人的房屋财富净值。

银行借贷观的支持者们可能认为金融行业的4510亿美元损失将极大地危害经济。然而，我们认为，金融机构永远不承担损失的观点是站不住脚的，因为金融机构的工作就是承担风险。此外，从责任分担式住房抵押贷款的情形看，持有它的投资人有可能自身杠杆程度并不高。我们试图鼓励整个金融体系向股权依赖型方向发展，因而能够吸收部分损失。

根据估算，源于金融财富的边际消费倾向几乎可以忽略不计，然而从杠杆较高、资不抵债的购房者的情况看，房屋财富的边际消费倾向却非常高。我们估算资不抵债购房者的边际消

费倾向约为平均边际消费倾向的2倍。<sup>[15]</sup>利用转移给借款人1美元财富会使支出增加0.12美元来计算，责任分担式住房抵押贷款方案如有4510亿美元的财富转移给借款人，支出将增加540亿美元。

总体上看，在采用责任分担式住房抵押贷款的情况下，按照2006年末的住房抵押贷款计算，支出会因为房屋财富上升而额外增加1500亿美元，同时又会因为财富从低边际消费倾向的贷款人转移至高边际消费倾向的借款人而增加540亿美元，总支出增加将达到2 040亿美元，这将对整体经济产生巨大的刺激效应。需要清楚的是，2009年的政府刺激计划旨在短期内使政府支出额外增加5500亿美元，而责任分担式住房抵押贷款将自动产生经济刺激，几乎只有政府刺激计划的一半，因此政府债务不会有任何增加。

## 阻止工作岗位丢失

责任分担式住房抵押贷款的另一个重要优点是，在经济衰退最严重的时期，既能提升总需求，又能保住工作岗位。我们可以使用第5章的结果估算责任分担机制直接提升需求可以挽救多少工作岗位。与美国的长期趋势相比，2006—2009年，美国消费减少了8 700亿美元，我们已经说明消费下降的一个直接后果就是丧失了400万个工作岗位。如果责任分担式住房抵押贷款可以使消费支出增加2 040亿美元，那么在2006—2009年可以使工作岗位的损失数量下降100万个。

然而，上面的计算并不全面，既然每一个被挽救的工作岗位可以进一步作用于总需求，因此也就建立了一种良性循环，可以使初始支出增加进一步提升。这种结果就是经济学家们所称的“乘数效应”。从政府支出乘数的角度看，支出乘数问题在经济学中受到了大量关注，它衡量除了政府支出的直接影响外，政府支出对增加经济产出的间接影响程度。从文献看，哥伦比亚大学的中村惠美和乔恩·斯坦森做了最细致的研究，她们估计政府的支出乘数平均为1.5。然而，她们估算在2007—2009年这样的失业高峰期，政府支出乘数明显要高一些，在3.5~4.5之间。[\[16\]](#)

支出乘数提及的政府支出增加需要在未来通过增加税收来提供资金。然而，在责任分担式住房抵押贷款机制中，支出的增加并不会产生税收增加的预期，它主要是由私人消费增加所推动。按照这个原理，责任分担式住房抵押贷款所形成的支出乘数可能比政府支出乘数要大。不管支出乘数的确切大小如何，责任分担式住房抵押贷款都能够大幅减轻衰退的严重程度。如果我们使用的支出乘数为2，那么支出减少将是4 600亿美元，而不是8 700亿美元，同时可以挽救200万个工作岗位。如果我们使用的支出乘数为4，那么衰退几乎完全可以避免。

## 其他收益

责任分担式住房抵押贷款的好处远不止立竿见影的经济收益。特别之处在于，责任分担式住房抵押贷款还有助于防止泡沫的产生。责任分担式住房抵押贷款的下行保护将使贷款人关



注未来的房价走势。如果房价在近期出现暴跌，那么最近发放的住房抵押贷款将给贷款人带来最大的损失。贷款人就需要花心思考虑本地房地产市场存在“泡沫”的可能性，特别是新发放的住房抵押贷款。如果贷款人担心市场可能存在泡沫，他们就会提高新发放住房抵押贷款的利率，以覆盖损失可能性增加所产生的成本。因此责任分担式住房抵押贷款提供了一个基于市场的自动“逆风向而动”的机制。

另外一个优点是，购房者在套现式再融资之前需要三思而行。在房地产市场繁荣时，如果购房者想通过套现房屋净值实现再融资，他们就需要首先向现有的贷款人支付净利得的5%。这对借款人是一个有用的约束，特别是从证据看，当套现式再融资变得容易时，很多购房者就会过度举债。

## 为什么我们对责任分担式住房抵押贷款无动于衷？

政府为债务融资提供了大量税收补贴，这也使金融体系过度依赖债务合同。特别是，债务的利息支付是可以抵税的。因此，政府推动金融体系向债务融资方向发展，尽管债务融资可能给经济带来可怕的后果。特别是，住房抵押贷款市场主要由政府控制，而且政府的税收政策也扭曲了住房抵押贷款市场。住房抵押贷款市场的最主要参与者是房地美和房利美。它们决定了什么样的住房抵押贷款合同将成为住房抵押贷款市场主要的合同类型，其他市场参与者只能追随。举例来说，政府支

持企业引入了30年期固定利率住房抵押贷款，这是美国独有的。[\[17\]](#)

从英国的情况看，政府在决定融资合同方面起到了重要作用。2013年，英国政府发起了“帮助购房”计划，它提供了一种大卫·迈尔斯所说的“净值贷款”。如果一个家庭提供5%的首付款，同时获得75%的首次住房抵押贷款，那么政府将提供20%的净值贷款，其中贷款额将固定为房屋价值的20%。因此，如果房价下跌，净值贷款的本金余额也随之下降。从我们的观点看，净值贷款并不像责任分担式住房抵押贷款那样让人满意，因为它引入了首次住房抵押贷款，同时房价下降时的风险分担受到的约束也较多。在“帮助购房”计划中，如果房价大幅下降，购房者仍然可能出现资不抵债。首次住房抵押贷款与净值贷款的结合可能推高房价。但是，如大卫·迈尔斯通过系列计算所展示的，如果存在净值贷款，英国的大衰退可能远不如实际这么严重。从净值贷款的巨大发行量看，该计划广受欢迎，这也说明了政府选择在决定什么样的金融合同主导市场时可以发挥重要作用。[\[18\]](#)

税收政策是限制住房抵押贷款行业创新的另一个因素。住房抵押贷款利息抵税政策鼓励购房者使用传统的住房抵押贷款合同。责任分担式住房抵押贷款合同因其风险分担特征，可能不大适合作为一种“债务工具”，所以也不大可能像标准住房抵押贷款那样享受同样的税收优惠。实际上，如果融资方（购房者或者企业的股东）是“从属于一般债权人权利”的，[\[19\]](#)国

税局才给予抵扣。要想享受税收优惠政策，购房者就必须直接承担房价下降导致的损失。

我们真的不清楚如果政府没有这么强力支持标准住房抵押贷款，类似责任分担式住房抵押贷款这样的机制能否有机会出现，但是当前政府的政策偏好是很重要的。这也意味着我们不能将市场缺乏责任分担式住房抵押贷款作为市场无效率的证据。

## 债务是如此便宜！

除了住房抵押贷款市场，金融体系通常也高度依赖债务，因为它允许那些想要融资的人们——如想买房的人群、想通过融资发放贷款的银行、想建造新工厂的公司——以较低的成本融资。一些人认为离开了基于债务的金融体系将损害经济，因为这样将抬高融资的成本。

举债之所以便宜，是因为政策给予了大规模补贴。我们已经讨论了利息支出的税收抵扣，但政府补贴无处不在。整个金融体系实际上直接或间接地建立在政府对金融中介债务的担保之上。存款保险实质上就是鼓励银行在其资本结构中保留大量的短期债务（存款）。对债务融资的间接补贴实际上就是鼓励金融机构——特别是那些大型金融机构——通过其独有的优势为自己进行债务融资。债务对私人来说可能看上去比较便宜，但是由此产生的费用就需要其他人——纳税人来承担。同时，我们不应该感到惊讶的是，金融中介不仅自己积极利用了高度

无弹性的债务融资形式，而且利用同样缺乏弹性的债务合约向家庭放贷。

正如我们在全书所持的观点，债务融资还产生了有害的副作用——或者称之为负外部性，它们并非由合同当事人所承担。这些外部性，包括资产以低于市价甩卖（如止赎）以及巨大的总量需求冲击（很多人大量削减支出），将经济推入衰退。尽管债务融资对个人来说看似比较便宜，但由此产生的负外部性却要由整个经济来承担。

在我们看来，对债务融资的大量补贴解释了为什么金融体系如此痴迷于债务。但是一些经济学者认为，债务之所以是最优合约还有其他原因，这些原因也能解释债务为什么如此便宜。一种解释是债务融资解决了代价高昂的道德风险问题。例如，不论毕业生未来的收入如何，都要求学生偿付助学贷款，这就激励学生努力学习以增加获取高薪工作的可能性。与此相反，如果助学贷款的偿付取决于学生的收入，那么学生寻找高薪工作的动力就会变弱。银行拿走了我的收入，我为什么要努力工作，并且对不工作也没有什么惩罚？

但是，一旦涉及有些结果不受个人控制时，这样的观点就站不住脚了。一个学生可以控制他在学校努力学习的程度，但控制不了大学毕业时劳动力市场会出现什么情况。我们在此建议的股权类合同，如责任分担式住房抵押贷款，将取决于个人无法控制的风险指标。从责任分担式住房抵押贷款的情况看，合同提供的下行保护是与当地的房价指数挂钩，而不是与购房者的房子挂钩。从助学贷款的情况看，合同需要减少利息支付

是在就业市场恶化时，而不是根据个人的收入情况。合同的或有风险是个人完全无法控制的，因此在向借款人提供必要保护的同时可以避免道德风险问题。

债务为什么便宜的另一个常见观点是投资需要超安全资产。换句话说，投资者愿意为那些价值不发生变化的资产支付溢价。这样的资产只有在借款人承担全部风险的情况下才会创立。如果股权类合同成为主流，那些渴望持有超安全资产的投资者就需要支付非常高的溢价。

但为什么在确保可以获得较高预期收益的情况下，投资者还是不愿意承担风险呢？投资者都是经济体中那些最富裕的家庭，因而应该是最愿意承担风险的群体，只要他们能够得到相应的补偿。我们完全承认，有充分的证据显示投资者极其渴望持有超安全资产。但是，这可能受到获得政府债务融资补贴的驱动，我们在上文中已经提到了这一点。例如，2008年9月当金融危机达到巅峰时，美国财政部开始介入，为货币市场基金提供担保。现在所有的投资者都知道货币市场基金将会享受来自政府的隐性担保，因此他们将资金投入货币市场基金并不是什么原始偏好，而是对政府补贴做出了简单的反应。

此外，即使投资者对超安全资产表现出本能的偏好，也应该由政府直接满足这种需求，而不应该是私人部门。大多数经济体所拥有的与真正的超安全资产最接近的产品就是政府债务。如果私人部门需要超安全资产，那就让政府部门提供。[\[20\]](#)正如在第7章中所讨论的，依靠私人部门提供超安全资产会产生严重的不良后果，而且那些资产根本谈不上超安全。安妮特·

维辛-乔根森和阿尔温德·克里希纳穆尔蒂所做的研究强调了金融危机爆发之前银行业在政府短期债务缺乏的情况下，想方设法创造超安全资产。银行业提供无风险资产的尝试注定失败，进而导致金融危机的爆发。[\[21\]](#)

## 更广泛地分担风险

责任分担式住房抵押贷款所基于的风险分担原则适用于很多场合。举例来说，在大衰退期间，欧洲那些债务负担特别高的国家，如爱尔兰和西班牙，所经历的衰退要比借钱给它们的国家，如德国，严重得多。为什么？部分原因就是缺乏弹性的债务合约，它把损失加在了债务国身上，而债权国却受到保护。杠杆化损失框架不仅适用于美国国内，也同样适用于国际体系。

国家所发行的债务称为主权债务，它存在一个不幸的陷阱，那就是所欠债务数量并不因为债务国经历严重的经济衰退而发生改变。尽管经济急剧下滑，失业率升至25%以上，即西班牙所发生的情况，但主权债务需要支付的利息仍与以前一样多。如果一国所欠债务使用本币计价，它可以用通货膨胀来降低实际的利息支付额，但是那些采用了欧元的国家就没有这样的选择。给这些国家的建议就是放弃欧元，转而使用本国货币。然而，考虑到放弃欧元将导致所有欧元计价债务出现违约，所以退出欧元将摧毁一个经济体。

在一个更富弹性的主权融资世界中，这样的激进做法毫无必要。马克·卡姆斯特拉和罗伯特·希勒提出了主权债券，其



票面利息（国家需要定期支付给投资者）与该国的名义GDP挂钩。<sup>[22]</sup>这样的债券与股权类资产比较相似，因为投资利润随发债国的债务变化而变化，很像股票投资，所获红利的高低取决于公司的收益。从西班牙的情况看，这样的融资安排可以发挥稳定器功能：也就是说，当西班牙经济出现下滑时，其债券偿付金额会立即下降，减轻了西班牙人的一些负担。

肯尼斯·罗高夫，全球顶尖金融危机研究专家之一，就直接将主权金融危机归因于债务合同缺乏弹性。正如他指出：“如果（发达经济体）政府后退一步，问问自己如何将更大比例的失衡引入股权类工具上，那样的全球金融体系可能比我们当前有危机倾向的体系稳健得多。”<sup>[23]</sup>

毫无疑问，这样的工具会引发一些混乱：偿付应该与GDP增长挂钩或是与GDP的水平挂钩？我们如何确保该国不操纵GDP数字来减少利息支付？但是，这些混乱不应该掩盖总体目标：使国际金融体系成为更加有效地分担国际经济风险的体系，而不是将风险集中到最脆弱国家身上的无效体系。

银行体系也需要更多的风险分担，就像安纳特·阿德玛迪和马丁·赫尔维格所阐释的。<sup>[24]</sup>他们呼吁监管者要求金融机构进行更多的股权融资，这将有助于将金融体系与我们最近所经历的可怕冲击隔绝开来。如果银行体系更多地通过股权融资，就不会在资产减少时出现被迫债务违约的情况。更多的股权有助于银行避免恐慌，也可以减少中央银行干预的必要性。

## 为我们服务的金融体系



我们提出的很多建议听起来很激进，这是因为金融体系与它本应有的状态相距甚远。就像当前的情况，金融体系将所有风险强加在那些承担能力最弱的家庭身上。投资者寄希望于金融体系来获取政府对债务的补贴。很多人因而产生一种安全错觉，认为他们持有的是超安全资产，进而加剧了不可持续的泡沫膨胀。金融体系常常与频繁的繁荣—萧条循环联系在一起，使每个人的处境都变糟。金融体系在国民收入中所占比例越来越高，但是很多美国人并不信任它。

我们的建议是将金融体系恢复到更加接近其理想状态的样子。家庭利用金融体系是为了分散与购买房屋或投资教育相关联的风险。投资者寻求金融体系不是为了攫取政府补贴，而是为了通过承担部分风险获得合法的回报。金融体系应该促进经济平稳增长。

危机的始作俑者是债务，解决的方式很明确：金融体系应该更多地采用股权类合同，与家庭无法控制的风险挂钩。投资者应为承担这些风险而获得应得的收益，同时在这些风险突然出现时，家庭可以获得保护。政府部门应该停止对银行业和家庭部门无弹性的债务合约提供补贴。

尽管理论上解决方法似乎很清楚，但是我们对推动这项工作所面临的挑战不抱任何幻想。目前，金融体系只让极少数人群受益，这群极少数人又通过阻止任何有助于减少债务融资的改革而获得巨大利益。然而，我们不能沿着不可持续的过度举债和痛苦的崩溃之路前行。为了稳定全球经济，我们必须改变方向。在本书中，我们试图基于大量证据提供一个理论框架，

它可以作为一个改革的模板。我们可能没有提出具体的细节，但我们相信更多的股权类融资这一基本原则有助于避免痛苦的衰退再次发生，同时有助于支持经济的可持续增长。

[1]. See Heidi Shierholz, Natalie Sabadish, and Nicholas Finio, “The Class of 2013: Young Graduates Still Face Dim Job Prospects,” *Economic Policy Institute Briefing Paper* 360 (2013): 1–30.

[2]. See Federal Reserve Bank of New York, *Quarterly Report on Household Debt and Credit*, February 2013, [http://www.newyorkfed.org/research/national\\_economy/householdcredit/District\\_Report\\_Q42012.pdf](http://www.newyorkfed.org/research/national_economy/householdcredit/District_Report_Q42012.pdf).

[3]. Andrew Martin and Andrew Lehren, “A Generation Hobbled by the Soaring Cost of College,” *New York Times*, May 12, 2012.

[4]. Tara Siegel Bernard, “In Grim Job Market, Student Loans Are a Costly Burden,” *New York Times*, April 18, 2009.

[5]. See Charley Stone, Carl Van Horn, and Cliff Zukin, “Chasing the American Dream: Recent College Graduates and the Great Recession,” in *Work Trends: Americans’ Attitudes about Work, Employers, and Government* (Rutgers University, May 2012), [http://media.philly.com/documents/20120510\\_Chasing\\_American\\_Dream.pdf](http://media.philly.com/documents/20120510_Chasing_American_Dream.pdf); and Meta Brown and Sydnee Caldwell, “Young Student Loan Borrowers Retreat from Housing and Auto Markets,” *Federal Reserve Bank of New York Liberty Street Economics Blog*, April 17, 2013, <http://libertystreeteconomics.newyorkfed.org/2013/04/young-student-loan-borrowers-retreat-from-housing-and-auto-markets.html>.

[6]. Martin and Lehren, “A Generation Hobbled.”

[7]. Bernard, “In Grim Job Market.”

[8]. 本章的很多思想受Robert Shiller著作的影响，他强烈支持不论家庭债务还是主权债务都要更公平地分担风险的金融合同。例如，可以参见Stefano Athanasoulis, Robert Shiller, and Eric van Wincoop, “Macro Markets and Financial Security,” FRBNY Economic Policy Review, April 2009。Kenneth Rogoff也提倡在主权债务方面多采用股权类工具，参见Kenneth Rogoff, “Global Imbalances without Tears,” Project Syndicate, March 1, 2011, <http://www.project-syndicate.org/commentary/global-imbalances-without-tears>。Lord Adair Turner对债务问题及股权融资的优点给予很好的综述，参见Lord Adair Turner, “Monetary and Financial Stability: Lessons from the Crisis and from Classic Economics Texts” (speech

at South African Reserve Bank, November 2, 2012), available at <http://www.fsa.gov.uk/static/pubs/speeches/1102-at.pdf>.

[9] 很多人认为学生教育融资应该与收入挂钩, 例如, 可以参见Kevin Carey, “The U. S. Should Adopt Income-Based Loans Now,” *Chronicle of Higher Education*, October 23, 2011; and Bruce Chapman, “A Better Way to Borrow,” *Inside Higher Ed*, June 8, 2010. Elena Del Rey and Maria Racionero认为: “如果贷款方案是通用的, 并且贷款充分考虑了教育的金融成本和放弃的收益, 那么风险汇总式的收入挂钩贷款能够导致最优参与水平。”参见Elena Del Rey and Maria Racionero, “Financing Schemes for Higher Education,” *European Journal of Political Economy* 26 (2010): 104-13.

[10] Milton Friedman, “The Role of Government in Education,” in *Economics and the Public Interest*, ed. Robert A. Solo (New Brunswick, NJ: Rutgers University Press, 1955), <http://www.edchoice.org/The-Friedmans/The-Friedmans-on-School-Choice/The-Role-of-Government-in-Education-percent281995-percent29.aspx>.

[11] 我们并不是最先建议在住房抵押贷款融资中设置风险分担条款的人。例如, 可以参见Andrew Caplin, Sewin Chan, Charles Freeman, and Joseph Tracy, *Housing Partnerships* (Cambridge, MA: MIT Press, 1997); Andrew Caplin, Noel Cunningham, Mitchell Engler, and Frederick Pollock, “Facilitating Shared Appreciation Mortgages to Prevent Housing Crashes and Affordability Crises” (discussion paper 2008-12, Hamilton Project, September 2008); and David Miles, “Housing, Leverage, and Stability in the Wider Economy” (speech at the Housing Stability and Macroeconomy: International Perspectives Conference, Federal Reserve Bank of Dallas, November 2013), available at <http://www.bankofengland.co.uk/publications/Pages/news/2013/132.aspx>.

[12] 这是一类按年而非按月支付的住房抵押贷款。

[13] 如果住房抵押贷款偿付与简的房屋价值联系在一起, 那么她为了减少偿付贷款就有动机疏忽大意损害房屋价值。这种道德风险问题非常重要, 可以用来解释为什么股权类合同需要以不受借款人控制的资产绩效为条件。

[14] 据CoreLogic估算, 2010年一季度1210万购房者的负净值达到8 820亿美元。我们提议的债务减免要少得多, 因为避免了止赎, 在责任分担式住房抵押贷款方案中, 房价下降的程度也会减少。

[15] See also Xia Zhou and Christopher Carroll, “Dynamics of Wealth and Consumption: New and Improved Measures for U. S. States,” *B. E. Journal of Macroeconomics* 12, no. 2 (2012).

[16] Nakamura and Steinsson, “Fiscal Stimulus in a Monetary Union.”

[17]. Frank Fabozzi and Franco Modigliani, *Mortgage and Mortgage-Backed Securities Markets* (Boston: Harvard Business School Press, 1992).

[18]. Miles, “Housing, Leverage, and Stability in the Wider Economy.”

[19]. See Gregor Matvos and Zhiguo He, “Debt and Creative Destruction: Why Could Subsidizing Corporate Debt Be Optimal?” (working paper, University of Chicago Booth School of Business, March2013).

[20]. Pierre-Olivier Gourinchas and Olivier Jeanne, “Global Safe Assets” (Bank for International Settlements working paper 399, December2012)。他们指出, “在面对全球冲击时, 私人提供的价值存储手段无法提供足够的保险。只有公共安全资产可以, 但也需要得到货币政策的适当支持。”

[21]. Annette Krishnamurthy and Arvind Krishnamurthy, “Short-Term Debt and Financial Crisis: What Can We Learn from U. S. Treasury Supply” (working paper, Kellogg School of Management, Northwestern University, May2013)。

[22]. Mark Kamstra and Robert Shiller, “The Case for Trills: Giving the People and Their Pension Funds a Stake in the Wealth of the Nation” (discussion paper No. 1717, Cowles Foundation, Yale University, August2009)。

[23]. Rogoff, “Global Imbalances without Tears.”

[24]. Anat Admati and Martin Hellwig, *The Bankers’ New Clothes: What’s Wrong with Banking and What to Do about It* (Princeton,NJ:Princeton University Press,2013)。

# 致谢

本书所基于的研究已经开展了五年多，无数同事、研讨会的参与者、讨论者、审稿人都对我们的思想提供了有益的帮助。我们首先要感谢在此期间我们供职的大学，它们为我们提供了良好的知识环境：哈佛大学、加州大学伯克利分校、芝加哥大学布斯商学院。我们要感谢芝加哥布斯商学院法玛—米勒中心、加州大学伯克利分校的费希尔房地产与城市经济学中心、芝加哥布斯商学院的全球市场动议（Initiative on Global Markets）、普林斯顿的尤里斯—拉宾罗维茨公共政策与金融中心以及国家科学基金，它们资助了我们的研究。

我们也要衷心地感谢Kamalesh Rao和Francesco Trebbi，他们在一些重要研究中与我们合作，其中的一些研究成果归纳在本书中。Dylan Hall为我们提供了优秀的研究助理工作，他对本书的通读极大地改进了本书。Adair Turner爵士、Hal Weitzman和两名匿名审稿人的评论对本书助益匪浅。我们也感谢Sarah Niemann，他为我们提供了优秀的行政助理工作。

来自芝加哥大学出版社的Joe Jackson，是我们的编辑，自始至终为我们提供热情的建议，帮助我们从我们的学术研究中提取可读又有趣味的章节内容。我们也要感谢Carrie Olivia Adams以及芝加哥大学出版社团队的其他工作人员，是他们将本书变为现实。

如果没有我们家庭的大力支持，本书的写作以及本书基于的研究工作是不可能完成的，我们的家庭容忍了我们一贯心不在焉的职业习惯。我们将本书献给我们的父母及配偶。

阿蒂夫不善言辞，不能够将父母对自己的关心、关爱以及巨大牺牲的感激之情变成文字。他也非常幸运，有Ayesha Aftab这样人生伴侣的支持。

阿米尔感谢Saima Abedin Sufi的关爱和支持。她在阿米尔事业成功中扮演着不可或缺的角色。他也感谢父母在他面临人生重大挑战时给予的指引。

最后，但肯定不是最不重要的是，我们要感谢我们的孩子们，他们让我们在研究之余可以享受天伦之乐，也为我们提供了做好研究的首要理由：为了下一代，我们要将这个世界变成更加舒适的地方。

图书在版编目（CIP）数据

债居时代：房贷如何影响经济 /（美）阿蒂夫·迈恩，（美）阿米尔·苏非著；何志强，邢增艺译. -- 北京：中信出版社，2021.3

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 978-7-5217-2699-2

I . ①债… II . ①阿… ②阿… ③何… ④邢… III. ①住宅—贷款—关系—金融危机—世界—研究 IV. ①F830.572 ②F831.59

中国版本图书馆CIP数据核字（2021）第032162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 ©2021 by CITIC Press Corporation

ALL RIGHTS RESERVED

债居时代——房贷如何影响经济

著者：[美] 阿蒂夫·迈恩 [美] 阿米尔·苏非

译者：何志强 邢增艺

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)

字数：175千字

版次：2021年3月第2版

京权图字：01-2014-7288

书号：ISBN 978-7-5217-2699-2

版权所有·侵权必究

# Table of Contents

[扉页](#)

[目录](#)

[“比较译丛”序](#)

[第1章 波西米亚丑闻](#)

[凶杀悬疑小说？](#)

[国际证据](#)

[其他观点](#)

[大蓝图](#)

[第一篇 大毁灭](#)

[第2章 债务与毁灭](#)

[严峻的债务](#)

[大衰退期间的债务与财富不平等](#)

[穷人是如何变得更穷的](#)

[净值损失的地理分布](#)

[止赎与大甩卖](#)

[债务：反保险](#)

[第3章 减少支出](#)

[消费驱动式衰退](#)

[哪些地方的支出下降了](#)

与债务有何关系？

超越财富效应

对证据的总结

#### 第4章 杠杆化损失：理论

基本面与罗宾逊·克鲁索

杠杆化损失框架

经济体如何反应？

摩擦

无一幸免

重新配置？

#### 第5章 对失业的解释

量化失去的工作岗位

摩擦，摩擦

为什么会失业？

杠杆化损失：小结

### 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？

动物精神？

原因、结果及住房供给弹性

房产所有者的反应

搭泡沫的便车

#### 第7章 灾难的传输渠道

储蓄过度

资产证券化

制造安全的债务

愚人链

不可避免的崩溃

## 第8章 债务与泡沫

泡沫的科学

什么是泡沫？

为什么债务可以助推泡沫？

为什么贷款导致了泡沫？

## 第三篇 阻止恶性循环

## 第9章 救银行，救经济？

挽救银行

最后贷款人

恢复信贷流动

是银行贷款渠道导致了大萧条吗？

银行借贷观的影响力

## 第10章 债务减免

干预的经济学原理

宏观经济失灵

历史教训

特别措施

道德风险

## 第11章 货币与财政政策

通货膨胀的魔术按钮？

利率渠道

通货膨胀预期

财政政策是可行的选择吗？

政治瘫痪

## 第12章 责任分担

风险分担原则

责任分担式住房抵押贷款

量化分析责任分担式住房抵押贷款的收益

阻止工作岗位丢失

其他收益

为什么我们对责任分担式住房抵押贷款无动于衷？

债务是如此便宜！

更广泛地分担风险

为我们服务的金融体系

致谢

版权页