

房债

【1】房债 1：为什么会出现大衰退

各位书友大家好，欢迎继续做客老齐的读书圈，如今我们的经济，正在遭遇后房地产时代的困扰，大量的家庭因为背上了房贷，所以导致消费不足，而居民杠杆率过高，也导致此次的经济复苏变得非常的困难。今天我们找来一本书，叫做房债，为什么会出现大衰退，如何避免重蹈覆辙，给大家好好研究一下 2007 年美国的次贷危机，当年到底是因为什么导致 800 万人失业，400 万家庭流离失所，这个跟美国的房地产周期，难道只是时间上的巧合吗？这里面还讲了很多有意思的话题，比如穷人是如何变得更穷的，消费驱动经济的模式，是如何衰退的。财富是如何在社会实现再分配的。大泡沫是如何产生的，美国又是如何拯救金融系统的，还有一个更可怕的观点，穷人的负债，就是富人的资产。这个又该怎么理解。其实我们正在经历美国当年经历的一切。也要跟美国学习，在后地产时代，如何把社会资本引向科技行业。

2008 年，其实美国是出了大问题的，不光在金融领域，实体经济也遭遇到了重创，作者从一个叫做摩纳哥的房车公司写起，他们的销售几乎下降了 30%。大量员工遭到解雇，印第

安纳州，埃尔克哈特县失业率从 4.9%，一下干到了 16.2%。失去了 2 万个工作岗位。这个地方的救济处，到处都排满了，领取救济金的人。而学校里面，60% 的学生都已经符合最低收入家庭标准。在申请免费午餐。

如果站在全美去看，这次全美大衰退夺走了 800 万个岗位，400 万家庭面临流离失所。衰退期间，失去工作的人，平均丧失了整整三年的收入。大量研究表明，失业者产生了严重的负面心理影响。美国人，那段时间，也情绪十分悲观。甚至有不少人都不知道到底是为了什么？自己明明没做错什么，也没有丢掉知识，丢掉技能，就是莫名其妙的被裁员了。是不是跟现在我们的状况有点像呢？这种经济衰退，让我们很多人都会感觉到一脸懵逼。既不知道怎么去应对，也不知道未来还能不能起来。开始变得抱怨，甚至怨天尤人。但这些也都于事无补。

一般大衰退之前，都会有一个特殊的现象，就是债务总额极具上升。美国 2000 年到 2007 年，家庭债务 7 年翻了一番，达到了 14 万亿美元，并且家庭债务收入比从 1.4，攀升到了 2.1，29 年大萧条和，70 年代美国陷入通缩之前，也同样出现过类似的情况。比如 29 年的时候，美国家庭，大量贷款，购买汽车。分期付款购买洗衣机和各种家具，消费信贷十分活

跃。与此同时，储蓄率从 7.1%降到了 4.4%。所以这就是第一个规律，家庭债务大幅增长，就是要倒霉的先兆，那么老齐补充一个数字，我们也是如此，2007 年，我国的居民家庭杠杆率，不到 20%，而 2022 年，超过了 60%，09 年是一波居民加杠杆，提升了 10 个百分点，12 年又加杠杆，到 2015 又涨了 10%，最后这波就是 2016 到 2018，涨价去库存，棚改货币化，让居民杠杆率大幅提升到了 60%以上。那么结果可想而知，这几年房价涨了 10 倍，其实并不是老百姓的收入增加了多少，而都是加杠杆加上来的。一旦杠杆加不动了，就得连本带利的还回去，经济也就走向了衰退。表现就是大家不再买房，但也不敢消费。甚至因为房产跌价，而消费降级，更不敢投资。企业也因为没有需求，而大范围收缩。

所以作者的观点就是，一旦消费债务占比翻倍，可能麻烦就会随之而来，不可避免，道理很简单，都是寅吃卯粮，透支太多了，后面就得出现回归。而发达国家的 5 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，还有 1992 年的日本，也都是如此，都是由资产价格崩溃所引发的，导致银行业大规模损失。而且这些经济体，也都陷入了深度衰退当中，后面的复苏却都十分的缓慢。还有经济学家研究发现，有银行危机参与的经济衰退，要明显比普通的经济衰退严重的多。而银行危机之前，私人债务膨胀，也

要更加明显，往往债务会扩大 5 倍。也就是说，私人债务扩张更多，带来了银行危机，而银行危机又带来了更深的衰退。所以衰退的根源，还是私人债务。

居民部门加杠杆，最大的问题就在于会创造虚假繁荣，大家会感觉，经济很繁荣，未来生活会发生巨大的改善，收入也会越来越多，所以他才敢寅吃卯粮，透支未来的收入，但殊不知不光你在透支，全社会都在透支。所以人们的预期已经高到了不切实际的程度。比如股市永远涨，楼市永远涨。收入永远涨。当这种观念已经开始根深蒂固之后，楼市，股市就会进入繁荣，资产价格会出现超级膨胀。最终外面的钱，不足以支持这个增速，那么就会发生崩溃，经济陷入失控状态。人们开始担心经济下滑，纷纷从资本市场抽回资金，大家越是卖出，情况就会越糟。从而陷入一个螺旋式下降的衰退当中。在这中间，银行也因为发放了太多的贷款，而产生烂账。而这些烂账会造成银行危机，储户们开始挤兑，造成金融危机发生。加速了危机的蔓延。

后来美国人学聪明了，他开始用美联储给银行当最后贷款人，保证银行不出现集体性危机倒闭的局面，从而截断恐怖情绪和挤兑的蔓延。同时扩大财政支出，直接给老百姓发钱，带动经济复苏，但也同时创造出了更多的政府债务。说的更简

单一些，就是把一部分居民债务，转移到政府身上。从而使经济出清，修复资产负债表。让经济恢复平稳，当然要想让他底部复苏，还需要有产业带动才行，美国很幸运，在房地产崩溃后，科技行业蓬勃发展，接棒经济增长。而我们在房地产之后，其实也本可以靠互联网和教育，以及人工智能等行业的崛起，创造更多的就业，但是自己出了昏招，把这些行业也给打残了。现在这些行业反而也都在裁员。甚至再加上金融降薪，一系列高收入行业，全都在收缩，那么就会加速房价的悲观，所以几个事同时赶到一起。大家的信心就都被打没了。所以我们很多年前，就说过，互联网反垄断是一个昏招，3年了，我们还在为此承受代价。

总之，这本书会告诉我们一个有力的事实，衰退并非不可避免，衰退也不是天灾，而是人祸，是金融体系的产物，是因为之前产生了太多的家庭债务。

房价下跌是非常危险的，他会给房产所有者，带来一种无法预料的严重风险。甚至对很多美国人来说，房屋资产是他们唯一的财富来源。他们还要指望房屋资产的增值，来支付养老费用和供养孩子教育。房价下跌，往往跟龙卷风灾难一样，来的如此突然，而风险完全集中在了房屋所有者身上。，特别是那些，还有房贷没还完的所有者。比如一个人，贷款80万，

买了 100 万的房子，他的资产净值是 20 万，但如果房价下跌 20%，意味着他将损失全部净资产。卖掉房子，偿还贷款后，他将一无所有。而银行发放的房屋按揭贷款，则是由储户们的钱构成。如果房价下跌的风险，不由房屋所有者承担，那么就要由储户们共同承担。也就是说，银行收不回这笔贷款，那么他就破产倒闭。储户的钱就拿不回来了。

所以作者说，银行代替储户，行使了优先索赔权，也就是向房屋所有者追偿债务。但如果房价下跌过多过快，那么其实优先索赔权，也是要遭受损失的。作者认为，在美国有储蓄的人，一般都是相对富裕的人，而贷款买房的人，则是低净值者，也就是穷人，所以是富人把钱借给穷人，让穷人承担了更高的风险。一旦房价下跌，银行替储户，也就是这些富人行使索赔权，加大了财富的不公平。在房价下跌之前，储户占了房产价值的 80%，而房屋所有者占了 20%，房价崩溃后，则房屋所有者被赶出，储户独享了房屋价值，让穷人更穷，富人更富。但这个事吧在咱们国内可能会有些争议，我们的银行贷款，可能恰恰相反，过去 10 几年的房地产牛市，一直都是穷人储蓄，富人买房。所以是穷人把钱集中在一起，让富人拿去买房，然后房价上涨，加剧了贫富分化。但那是到了最近几年，有所变化。比如 2021 年之后，还在贷款买房的，可能就真是穷人了。都是那些早些年买不起房的人，好

不容易凑齐了首付，下了决心，但却赶上了房价的崩溃。明天我们继续来讲讲，衰退当中，是如何实现财富再分配的。

【2】房债 2：次贷危机的惨痛教训

各位书友大家好，欢迎继续做客老齐的读书圈，今天我们继续来讲这本书，房债，昨天说到了，大衰退期间，美国的房屋价值减少了 5.5 万亿美元，当时美国的 GDP 也才 14 万亿美元，所以对经济的影响十分巨大。2007 年美国的净值分布是这样的，一个家庭，主要两部分资产，金融资产和房屋资产，金融包括，股票，债券，储蓄，金融资产加上房屋资产，减去他的负债，就是净资产。而债务方面，主要是住房抵押贷款，和房屋权益负债。也就是把房子抵押出去的债务。2006 年末，这些债务，占了美国居民债务总额的 80%，所以也就是说，当年美国人的负债，几乎都在房子上了。信用卡什么的消费负债，倒是可以忽略不计。

另外，富人和穷人也有所不同，最富的 20%的人，房产所有者的杠杆比率仅仅是 7%，而最穷的人，则高达 80%。也就是说，穷人是 4 美元房屋资产，对应 1 美元其他资产，而富人是 1 美元房屋资产，对应 4 美元其他资产，完全是相反的。那么如果按照资产和负债的平衡理论，作者说了一个重要的

观点，穷人的债务就是富人的资产，也就是富人的钱，都是通过金融体系的产品，借给了穷人，让他们去进行买房。穷人不断支付的利息，最后也就都成为富人金融资产上的收益。整个的金融系统，就是这么运转的。如果房价上涨，皆大欢喜，穷人获得资产增值，富人获得现金收益。但问题是，房价不涨了，2009年，全美房价下降了30%，直到2012年，依旧没有恢复，而08年之后，股市也急剧下跌。反而债券价格上涨了30%多，也就是说，资产价格都在暴跌，但是现金收益的债权价格却在持续上涨，持有股票和房产的人受损，而持有固收的人受益。但其实这里面还有一个问题，就是股市。

美股你一直持有，也是先跌后涨。但如果你高买低卖，就一定会赔钱。而你赔掉的钱，都被那些低买高卖的人赚走了。房子其实也是如此，高买低卖才会亏，如果2009年之后抄底呢，其实也还是赚钱的。所以富人大量持有债权，他就可以不断地抄底。而你如果大量持有股权，那就没机会抄底了。反而因为仓位过高，而损失惨重。很可能还会因为扛不住而放弃。特别是房子，还会因为杠杆太高，最后无力偿还，只能被迫割肉。

所以最终的结果是，穷人只有房子，所以房子大跌，他们的

净资产就损失殆尽，甚至变成了负资产，而富人则拥有更多地金融资产，不但没有受损，甚至在低点还能抄底。当然这只是针对平均而言的。也不是全都这样。即便是富人，恐怕也有 2-8 法则，20%的人赚走了 80%的利润，剩下那 80%，不赔钱也已经很难的。就比如咱们这来说，经过了 3 年下跌，今年下半年以来，其实很多高净值家庭也已经扛不住了。

所以财富分配，是每个国家都绕不过去的问题，而贫富分化也是大势所趋，经济波动的越是厉害，科技创新越多，贫富分化就越是不可能均衡。作者展示了最穷的 20%家庭，他们 90 年代的时候，经济持续向上的情况下，还能有些净资产，但也只是从 2 万美元，涨到了 3 万美元，而到了 2007 年金融危机爆发，一下就都干没了。而前 10%富裕家庭，占经济体的财富，1992 年才是 66%，2007 年干到了 71%，到了 2010 年，进一步增长到了 74%。但是最富有的这部分家庭，在危机当中其实财富也是大幅受损的。只是全社会财富都没了，所以他们占比反而提升了。

从地区来分析，净值下跌最多的是加州的佛罗里达。而中部的一些州，比如堪萨斯，俄克拉荷马，德克萨斯，则避免了房价崩盘。咋解释呢？就是越是富裕的地区，房价涨幅更高的地区，房价下跌越猛，旧金山附近的一个默塞德县，受到

信贷刺激，房价上涨了 60%。家庭债务增加了 80%。危机爆发后，房价跌去了 50%，加杠杆上去的繁荣，最终都会一地鸡毛。

对于很多居民来说，房价下跌之后，他的房屋价值，已经低于了抵押贷款。因此这些房屋所有者已经是资不抵债。他们的房子已经变成了典型的负资产。如果他们出售，收回的钱还不足以支付银行的贷款。如果不出售，则要向银行追加保证金。否则就会被银行扫地出门。让银行止赎，也就是走司法拍卖。但最后可能卖的价格更低，你欠银行的钱也就会更多。最后美国出现了一个情况，4 套住房中，就有一套资不抵债。

当这种情况发生，房屋所有者们只有两个选择，要么自己大甩卖，要么断供，让银行过来收房。但最后其实都是低价抛售。而越是这么卖，价格也就越低。形成恶性循环。在大衰退期间，银行的止赎，让住房市场进一步下跌。2009 年到 2010 年，在全部销售的房屋中，越有 3-4 成都是止赎房屋或者是短售房屋，也就是跟咱们这的法拍房一样。止赎越是简单，房价跌的也就越多，那些有程序的州房价下跌 25%，连程序都没有的州，则下降幅度超过 40%。所以可以得到结论，一个地区法拍房越多，房价越是容易跌。违约的增加，会形

成更加低迷的甩卖价格。而资产价格降低，则会引发更多地违约。

美国是一个比较健全的金融市场，所以他们的保险体系无处不在，比如火灾，龙卷风什么的，每年都有大量的保险，帮助大家降低无法控制的风险。但债务是反保险的，债务并没有帮助人们，分担与房屋所有权相关的风险，而是将风险集中到了社会上，风险承受能力最低的一群人当中，债务也放大了，财富分配的不平等，他们还通过止赎的方式压低了房价，一旦房价下跌，就毁掉了负债购房者的净值。造成的灾难性后果，就是他们停止消费，从而也压低了整个的经济增长。

2008 年的金融海啸是从雷曼兄弟破产开始的，很多书里都说到，允许雷曼破产是一个巨大的错误，包括我们在大而不倒这本书里也给大家讲过。政府不再救助雷曼，从而造成了多米诺骨牌效应，酿成了一场金融海啸。最后整个金融市场，都在撤回资金，那些没问题的投行也纷纷受到牵连，而一些大型企业，也因为亏损，被迫解雇工人。但本书的作者则认为，如果按照这种论调，那么阻止雷曼破产，就能够阻止金融危机。但着显然是有问题的。

他认为大衰退是消费驱动的，而到了 2008 年秋季，支出已经发生了大幅下降，住宅投资和耐用品消费极具下滑，经济状况进一步恶化，汽车，家具，电器，电子设备，这些消费都出了问题。简单来说就是，房子卖不动之后，一系列的消费你也就都卖不动了。从 2006 年开始，其实住宅投资就在持续下降，一直持续到 2009 年。而耐用品消费，是从 2007 年开始下降的。早于银行危机的出现。后来随着雷曼和 AIG 暴雷，银行危机全面爆发。汽车，家具，装修也都出现了大幅度的支出下跌。所以应该这么理解，消费在雷曼破产之前，就已经开始恶化了，只是雷曼的破产，让耐用品消费雪上加霜。从而进一步让实体经济遭受到了更加陈痛的打击。最后消费成为拖累 GDP 的罪魁祸首。他影响了企业业绩，而企业裁员，反过来又进一步影响经济预期，大家也就更不敢买房。

作者把美国按照房价跌幅分为了 5 个档次，跌幅最大的县分布在加州，佛罗里达，佐治亚，马里兰，密西根，平均下降了 26%，而下跌幅度较低的县，则几乎没啥损失。那么为什么有的地方低得多，有的地方跌的少。这对于后面的经济表现又有怎样的影响？

【3】房债 3：是什么影响了房价下跌？

各位书友大家好，欢迎继续做客老齐的读书圈，今天我们继续来讲这本书，房债，昨天我们说到了，美国的房价下跌，也是分地区的，房价下跌最多的地方，净值也下跌了 26%，而有的地方几乎没有减少，作者说，主要这里面有两个因素，房价下降和杠杆乘数，房价即便跌幅相同，杠杆负担越重的地方，净值下降幅度也就越大。而净值下降越多，消费支出也就越差。老齐把这段翻译成人话就是，加杠杆越多的地区，在房价下跌当中，对经济的影响就越是严重。如果不加杠杆，1 是房价涨幅也会有限，2 是对经济的影响也相对较小。但是大家还是会感觉自己变穷，也会导致消费下降。人都是有心理弱点的，房价下跌的损失总是想通过吃穿上节省出来。包括股市的投资者也一样，股市赚了钱，也倾向于更多地消费，但如果股市没赚钱。还赔了钱，就会节衣缩食。会严重影响消费信心。房子比股市更严重，就是因为房子大多数都加了很高的杠杆。股市你跌 20%还能忍，房子跌 20%，首付就没了，自己就变成了负资产。

另外作者说，还有一个概念叫做边际消费倾向，也就是家庭面对同样财富变化的时候，做出的反映，边际消费倾向越大，大家的反映越剧烈，有人多赚 1 万块钱，就要多花 5000，而有人多赚 1 万，就没啥反应。根据研究，负债越多的家庭，往往边际消费倾向越大，也就是你背着太多房贷，一旦房价

下跌，你就特别不愿意花钱。

在衰退期间，房屋价值下跌，对于高杠杆家庭和低杠杆家庭完全不一样，高杠杆家庭，通常比较穷，自己的全部财富，几乎都在这套房子上。一旦市场崩溃，他们几乎就是万劫不复。我们也看到了很多悲剧，什么把首付跌没了，还倒欠银行一大笔钱等等。但此时后悔也于事无补。很多人还受害者心态，我就想买个房子，有个家有什么错，但其实我们做说不辨忠奸，不辨是非，本身就是错。而且不管你愿不愿意认错，结果都必须由你自己来承担，这就是现实的残酷。而受害者心态，会让你一次又一次的犯错，你越不想承认错误，就越是要承担没完没了的损失。所以在现实面前，最好别嘴硬，尽快认错，提高认知。降低损失，尽量未来别再犯这么大的错。不过，遗憾的是不是每个人都如此幸运，有的人，一次错误，就足以让人生万劫不复，再难翻身。一开始老齐还哀其不幸，但后来主要也是怒其不争，因为事前，如果你要是拦着他，他还会觉得你挡他财路。前几年我也为看空房地产甚至看空信托这些事，没少挨骂。

楼市暴跌的影响，远大于股市，还是因为楼市有杠杆，大家是借了债的。作者也说，科技股泡沫造成的家庭财富损失，其实并未对家庭消费支出造成多大的影响，但是楼市暴跌，

经济立马就不行了。出现了严重的衰退。这也给我们提了醒，之前我们觉得，楼市下跌，股市上涨，这样能够对冲负面心态的影响，从而拉动经济复苏。但如果按照作者的研究，可能未必会实现，股市上涨所带动的效应，远不如楼市下跌带来的痛苦更大。所以要想实现经济复苏，可能务必还是得先把楼市稳住才行。那么楼市软着陆，最好的方式就应该是长期不涨不跌，等待收入提升，慢慢消灭泡沫，但这个极难做到。

作者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，但我们并不确切的知道，这为什么会发生，他找到的初步证据显示，在严重经济衰退来临之前，几乎总会伴随着家庭债务的迅速增加，美国大衰退和大萧条，都是很好的例子，欧洲也是如此，发生了 10 多次严重经济收缩，也是一样。另一个重要的事实就是，在房价暴跌时，债务会导致财富再分配。房价下跌，对于穷人的影响尤为严重。负债的购房者，而且是新进的购房者，成为了第一承担者。也就是高点接盘的损失最惨，那么什么人最后高点接盘呢，后知后觉，羊群效应，贪婪恐惧，乌合之众。大多都指向了穷人。所以先买房的人，发财了，然后卖给后知后觉的穷人，坐收利息。当然还是强调，这里的穷人和富人都是指的平均而言，有没有傻大款最后接盘，变穷人呢，肯定是有的。老齐就遇

到了一个富二代，怎么劝都不听，2023 年 3 月份，几乎最高点，花了 6000 多万，到上海买豪宅。拿到年底，已经 1000 多万没有了。所以市场很公平也很残酷，他就是根据认知分配财富的地方。你既然进入这个市场，想在里面赚钱，就得先衡量一下自己的认知。到底是不是属于那前 10-20%。如果不是，那你就是被收割的对象。

一直以来经济学家都在研究衰退和萧条，他们也很差异，并没有出现战争，甚至没有自然灾害，但大萧条大衰退，就在突然之间发生了，而且还快速蔓延。你在基本面上，几乎发现不了任何端倪，突然之间，大家的消费信心，就急剧下降。可能很多人会说，是因为经济前景不好，是因为没有工作，是因为降薪了，那么为什么导致的预期不好，为什么降薪裁员？特别是股市，楼市，前一天还信心满满，转过天来，很可能就突然遭遇集体抛售。再然后就展开了多米诺效应，大家感受到资产价格下跌，自己变穷了，减少消费，然后东西卖不掉，企业开始裁员，裁员后，没有房子和股票的人，也开始受到传染。经济进入了螺旋式下降阶段。

前几年为了应对经济不振，很多国家还把利率降到了 0，但是 0 利率几乎也是利率的极限了，但他可能并不足以填平支出缺口，所以这样的社会，就会陷入流动性陷阱，比如日本

就是这个情况，零利率也不能刺激大家多消费，大家宁可拿着没有利息的储蓄和债券。

这里面先讲一下，所谓名义利率，就是银行公布的那个利率，而实际利率是名义利率减去通胀率之后的利率，实际利率是可以为负值的，但名义利率，有没有可能低于 0 呢？这个几乎不可能，举个例子，你去银行存一万块钱，明年只给你 9900，那么你还存吗？我宁可自己刨个坑，把钱埋了也不会再去存钱了。所以名义负利率，可能会引发更严重的流动性危机和银行挤兑。所以名义利率，最极端的情况，也就是 0，如果 0 利率都不能刺激经济增长，那么经济学几乎就失效了。所以这个意义上来说，通缩也远比通胀更可怕，通胀的话，你可以持续加息，加到 10%，甚至 20%都行，但是你降息刺激经济，最多就降到 0。如果降到 0，经济还起不来，那就陷入了债务-通缩循环。当年的大萧条，日本失去的 30 年，都是这个情况。大家不想消费，也没钱消费。这种感觉越强烈，经济就越差。通常造成这种局面，都是政策比较反复无常造成的，比如日本，当年一会宽松，一会紧缩，搞得企业不知所措，刚把公司干起来，就紧缩了，于是公司又破产了，反反复复赔钱之后，大家也就都躺平了。你再怎么说，他也不信了。中国现在有点这个苗头。2023 年初，经济复苏的口号坑了一批企业主。本来这些人，想甩开膀子加油干的，但后来

政策没跟上，一下让他们赔了大钱。然后就纷纷减产，经济需求就不转了。所以这种政策反复特别坑人。往往遇到这种情况，市场信心都会遭遇重大打击。

在经济紧缩的时候，很多人都提出一种观点，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，安置工人，等等，也就是我们说的逆周期调节，来降低经济下行的伤害，让他能够重新启动。最关键的一步其实就是重塑就业，就业好了，大家收入增加了，就能逐渐增加支出，明天，我们再继续聊聊，失业这个话题，看失业对经济造成了怎样的影响，以及如何解决失业困境。

【4】房债 4：如何解决失业困境

各位书友大家好，欢迎继续做客老齐的读书圈，今天我们继续来讲这本书，房债。昨天那我们说到了失业，稳就业，往往被作为重要的逆周期调节政策，增加就业岗位，让更多的人有收入，资产价格也就能够稳住。作者举例，大衰退时候，田纳西州，汽车制造业损失惨重，原来这里有 11 万 4000 名产业工人，后来 3 万人失去工作，也就是说 4 个人里，就有 1 个被裁员。这些人即便没买房，没投股票，也会影响他们的消费能力。2007 年 3 月到 2009 年 3 月，美国私营部门流

失了 600 万个岗位，失业率 9%。在房价跌幅最大的地区，失业尤为严重。而且作者还发现，在裁员当中，销售岗位相对安全，反倒是制造业岗位最为危险，裁员最多。

失业是真的，但是在岗员工，是否被降薪了呢？这个恐怕未必，有人研究 2008 年到 2012 年，工资情况，发现在扣除掉通胀因素之后，实际工资还增长了 1.1%，也就是说，雇主们并没有给员工降薪，反而还增加了工资。你只要不失业，其实收入是有保证的。跟大家想象当中的，降薪其实并不太一致。老板们并不会通过降薪，来保证大家都不失业，而恰恰相反，他会通过裁员，然后保住剩下员工的收入水平。所以，这也许就是失业率迅速提升的原因，也会导致人人自危，虽然没被裁员，但总觉得很穷不敢消费。

而且大家还觉得，美国失业也无所谓，有失业保险机制，也饿不死。但也有经济学家发现，失业保险，其实在一定程度上，扩大了大衰退时期的失业率。总有些人，就干脆不找工作了。所以福利太好，反而是失业的另一个原因。还有一个统计是，在大衰退期间被解雇的员工，大概会损失掉 3 年的年收入。而且还不光是金钱的损失，还包括精神的摧残，失去尊严，离婚，心理疾病等等。所以拯救经济，必须先从拯救就业开始，否则你无法打破这种下降螺旋，一切政府

刺激经济的举动，都要奔着增加就业出发。这才是根本问题所在。或者说，哪个行业能承载就业，就要去救助哪个行业。只要不是产能过剩太严重，就该给与扶持。从这个角度来说，互联网和教育，还有新能源电站，其实是我们未来能不能打破失业螺旋的关键。房地产虽然就业人数众多，但是已经不能再刺激了。

说完了现象，我们讲讲原因，也就是为什么会遭遇到这种困境，出现大的衰退。我们总说一句话，叫做衰退始于繁荣，其实之所以经济崩溃，就是因为信贷大幅扩张。

作者说，底特律在 90 年代要想获得贷款并不容易，65%的客户倍信用评级，视为了次级客户，也就是会被拒绝贷款。这一比例明显高于全美的 35%的水平，然而到了 21 世纪初期，也就是 2002 年左右，底特律获得贷款开始变得极其容易，住房抵押贷款大涨了 22%，这与前三年仅仅 8%的年增长率，形成了鲜明的对比。

这个时期，并不是有多少人主动去申请贷款，而是贷款人反过来，积极的寻找借钱的客户，以前很多根本无法获得贷款的人，被列入了边际贷款人序列，那些贷款机构，开始疯狂的追逐这部分客户。2000 年后的 7 年，美国家庭债务翻了 1

倍，达到了 14 万亿美元。信用评分越低的地区，比如底特律，他的贷款增长越快，达到了每年 30%，而那些信用评分高的地区，才不过 11%。芝加哥，巴尔的摩，纽约也都是如此。开始大量的给那些信用评分低的客户做住房抵押贷款，这其实就是我们所说的次级债。美国自有住房率，由 63-65% 这个区间，快速攀升到了 69%。而这几百万人，其实本不该拥有住房。或者没有能力申请贷款。

2005 年底，后来的美联储主席，本伯南克还大言不惭的吹嘘，说近年来，GDP 就业还有生产率提高，都是表现最好的时期，其实也跟我们爱说遥遥领先一样，美国人也不能未卜先知，他们当时也沉浸在，高杠杆带来的虚假繁荣当中，那时候其实他们的房价 2 年才上升 25%，跟咱们这根本就没法比。所以美国当局，完全没在意，也是可以理解的。带着上帝视角往回看，我们可以批评当时的政策，但是站在当时，你其实很难做出正确的判断。如果房子涨 30% 就崩盘，那么我们这边，早就崩盘 10 次 8 次了。所以金融和经济的逻辑都一样，债务扩张，导致风险爆发，但是难点就在于，你并不知道这个阈值在哪里。股市也一样，我们的沪深 300 在 2021 年初，16 倍估值就爆了，一直跌到 2023 年底的 10 倍估值。还没跌完。那么美国呢，标普 500 最近 10 年就几乎没有低于过 16 倍估值。最近他们已经 24 被估值了，还在涨。所以这个咋理

解，咋比较，上哪说理去？投资最难的，并不是逻辑分析，而是没有标准。中美的股市和楼市，完全都是反着的。反过来说，中国股市跟美国楼市很相似，涨一点就得跌。长期 10 几年都不涨，而中国楼市跟美国股市很相似，长期涨，一直都不跌。但他一旦跌下来，很可能就是致命的。但是他会不会老是这种相关性呢，不知道。反正我们一直期望能股市像股市，楼市像楼市。

那么很多人都会问，为什么住房抵押贷款会有如此的扩张？作者说主要是动物精神，或者是房地产泡沫的结果，与经济基本面无关。也就是说，只要房价上涨，贷款人的反映就会相对简单，他们觉得抵押更充足，更安全，所以更倾向于发放更多地贷款。而信贷的扩张反过来又会助力房地产价格的上涨。所以陷入到了一个上升螺旋。在数据上来看，美国次贷泡沫的顶峰，低信用评分地区的房价上升了 80%，而高信用评分地区的房价只涨了 40%，那么这组数据也说明，美国这轮房价的上升，基本就是加杠杆加出来的。我们的房价是不是也是如此呢，杠杆率最高的地区，包括，杭州，厦门，温州，深圳，这些地方的房价，是不是之前增长最快。似乎有点道理。之前很多专家的理论是，经济发展好，就业岗位多，人口流入，所以房价涨幅快，但用这个理论，并不能完全解释厦门的状况。所以杠杆率，应该至少是一个很重要的

原因。一个城市的管理者，敢于让老百姓加杠杆，这个地方房价就会大幅上涨。所以我们也看到了，棚改货币化之后，全国的房价就都暴涨了。并不是收入增加了，而是拿到拆迁款，变成首付款，加了 3-5 倍杠杆，冲进了楼市。买高了价格。所以这是一锤子买卖，因为你不可能反复拆迁。这波棚改之后，就是漫长的价值回归。回归到涨价之前为止。甚至还可能因为经济衰退，而跌的更深。所以说棚改货币化是一个伟大的主意。不知道多少人，这一辈子，都在为这个主意买单。当年我们反复劝大家，尽快趁着最后一波卖房，而不是买房，但听劝的不多，骂娘的不少，所以有些人是救不活的。

另外，作者还发现一个因素，那就是房子供给弹性，也是制约房价和信贷的一个重要因素，什么意思，他发现在一些有供给弹性的城市，即便信用评分低，房价也不容易上涨，因为一旦上涨，立马就会盖更多地房子，就把价格压下来了。而那些缺乏供给的地区，也就是房子就这么多，然后又加杠杆，就特别容易造成房价的飙升。所以这就是金融炒作的 2 大条件，1 是供给约束，2 是加杠杆制造需求。两个缺一不可。那么中国刚好都符合，供地跟挤牙膏一样，又加了杠杆。所以价格就很容易飙升。然后地价贵了，开始放开供给，地方多卖土地，杠杆也不可持续，就会供大于求，一路下跌。

在房地产泡沫的时候，那些房屋的拥有者还会干一个事，就是反复抵押，作者举例一个老妇女，他 82 年就把房子 8000 美元抵押了出去，然后到 2007 年之前，又 5 次抵押融资，最高的时候拿到了 116000 美元。这个解释一下，当房子的价格持续上升的时候，银行一般会按照房屋价值的 5-7 折给抵押贷款，很多人啥也不干，就坐等自己的房价升值，就能源源不断的从抵押贷款中获得现金。他一看房价涨了，就会重新把房子抵押一遍，拿出更多的钱，用于消费。过两年房价又涨，他就又抵押一遍。在他们心里，房价一直涨，把钱套出来可以干更多地事情，比如重新买一套房，那么这种循环抵押的危害又在哪呢？

【5】房债 5：说到底危机还是债务问题

各位书友大家好，欢迎继续做客老齐的读书圈，今天我们继续来讲这本书，房债。昨天我们说到了，随着房价持续上涨，很多房屋所有者开始循环抵押，反复加杠杆，从银行的抵押款中套现，只要房价一直涨，他就会有源源不断的现金流收入，但最后房价不涨了，他的钱也还不上，就要面临银行的止赎。属于是钱房两空。越是供给约束，加杠杆加的凶的地区，房屋所有者就越是倾向于这么干。大家往往就是这样，

秉着有便宜不占王八蛋的心态，看到价格上涨，就会削尖了脑袋往里冲。而房地产繁荣过后，通常还带火了，其他的行业，也来搭便车。从而造成信贷的多次扩张。

比如房子涨价了，大家都会感觉到自己很富有，于是就开始扩大生活支出，而且借贷也更为激进，更重要的是，大家充满迷之自信，总觉得未来会越来越好。所以即便现在没工作，他们也敢于借贷，认为未来一定能找到一些高薪收入的工作。先把钱借出来，等以后再还呗。

那么银行傻吗？肯定也不傻，没工作怎么贷款，唯一的办法就是给抵押物，而最好的抵押物就是房子。所以大量的人，因为房子升值了，就会把房子押给银行获得贷款，支持他当下的高消费，甚至随着房价上涨，他们还会反复抵押。从而拿到更多的贷款。而这么干的人越多，钱从银行体系当中，流出的就越快。造成了社会繁荣的假象，大家都很开心。那么这些人借了钱，难道不担心还不上吗？不少人其实想的就是，大不了把房子卖了，我这辈子依旧衣食无忧。起码咱们这边的人都是这么想的，前两年逃离北上广，很多人都想卖掉房子回老家，发现上千万，够自己舒舒服服的躺平一辈子了。所以人性就是这样，他总有巨大的波动。好的时候，就会把世界想的特别美好，坏的时候，看什么都要完蛋。

97 年金融危机的时候，泰国也发生过泡沫的崩溃，席卷了整个东南亚，说到底也是债务膨胀，泰国房地产贷款增长了 3 倍。总债务占 GDP 的比重从 34%，上升到了 51%。大量外资也涌入其中，炒作资产价格，后来外国投资者蜂拥撤离。大量抛售债券，同时也拒绝发放新的贷款。而东南亚这些银行，基本都是期限错配的结构，所以一旦流动性枯竭，短债被赎回，他们是拿不出现金补充的。所以就会发生挤兑风险。这时候只能由中央银行注入流动性，成为最后贷款人。但此时的流动性并不是内债，而是美元外债，中央银行也没那么多的外汇储备，所以就无法向商业银行注入现金。当这些外国资本逃离的时候，东南亚国家只能眼睁睁的看着他的银行和企业破产。

他们开始转头求助于 IMF，但国际货币基金组织通常都是有条件的，也有说法是趁火打劫。比如我们讲过金钱博弈这本书，IMF 要求，韩国第一银行必须卖给海外的投资者。相当于要出让很多的经济主权。

所以全世界的危机其实都一样，都是短时间内，积攒了太多的债务问题，杠杆率持续提升，最终导致了崩溃。但难点在于，他没有阈值可以预测，有的时候 60%就崩了，有时候过

了 100%都没事。就跟感冒病毒一样，对身体好的人，他就没效果，对身体差的人，沾上就染病，而所谓身体好不好，主要是你的经济掌控力，和你的资产证券化程度。按说美国经济掌控力是很强的，但 08 年还是崩了，其实就是资产证券化导致了太多的衍生品，放大了这个病毒的影响力。比如有个东西叫做 MBS，简称抵押贷款证券化，政府支持企业对于利息支付进行切割和打包，从而让违约风险降低。也就是说，一个大的资产包，里面个别违约，也不影响收益，足够的分散。而银行把这个东西，卖给投资人，这样银行也不承担风险，快速收回资金，继续放贷。那么投资者傻吗？他们也不傻，本身就是高度分散的东西，再加上房价一直涨，大家就觉得挺安全，而且还搞了 CDS，学名叫做信用违约互换，说白了就是保险公司还给上了保险，出了风险我来赔，不出风险，他就坐收保费。最后再由评级机构一锤定音，告诉投资者，这些东西非常安全。

经过一系列的包装之后，私营企业的 MBS 快速扩张，从 2002 年的 20%，上升到了 2006 年的 50%，这一切都完美无缺，所有的风险都分散了，大家都是过一道手而已。快速就能把资金收回来。而最终端的投资者，虽然想到了违约会发生，但是他们也没想到会大面积违约，而且是保险公司都兜不住的那种。

作者说，次级债的迷惑性在于，他把高等级债券和次级债券混装在了一起。形成了一个大的资产池。这是一个伟大的发明，他一下让那些次级债的风险特征改变了。假设原来一个次级债，违约的概率是 10%，那么你得给 15%，甚至 20% 的收益率才能卖掉，而且投资者也会衡量一下，这种东西肯定不能买太多。但放在一起，大家就分不出来概率了。最后都按照高等级评估风险，按照低等级获得收益。所以就特别好卖，然后为了进一步提高收益，这个资产池里的好东西就越来越少，垃圾就越来越多。原来可能是 9:1，现在是 1:9，那么一旦出现风险，他肯定就兜不住了。

作者还发现了一个问题，就是可以证券化的贷款风险，比不能证券化的贷款风险还要更大。甚至跟信用的关系都没那么敏感，简单来说就是，很多人其实根本就没有提供自己的收入证明，为什么不提供呢，是因为银行没查，银行之所以不查，就是因为能资产证券化，快速的把这些贷款，出售给资产池。反之，如果不能出售给资产池，那么银行就会认真审查。所以资产证券化，本意是分散风险，但实际上却加大了风险。让银行觉得这个事不关己。

而且还有研究员发现，为了让整个的风险看上去更低，银行

还故意把一些非自住房的贷款人，说成是自住房贷款人。因为投资者都知道，自住房贷款人，还款的意愿会更高，而投资类贷款人，则更脆弱。所以这其实已经构成了欺诈。但这种事，在金融危机之前，却成为了惯例。

资产证券化的出现，滋生了信贷的大幅扩张，银行认为这是一个没有风险的生意，所以就会加速扩张，寻找客户，一些没有能力贷款的人，也都被纳入了进来。但到了次贷危机爆发，大家突然发现，这个资产池里面，都是一堆垃圾。上面一系列的衍生品也就立不住了。2012 年，投资者对于资产证券化发起人的诉讼已经堆积如山。

1979 年开始，美国抵押贷款违约率从未超过 6.5%，但是到 2009 年，违约率却突破了 10%。在底特律西部一些特殊的地区，这里的房价曾经上涨了 80%，后来违约率甚至超过了 30%。而伴随着大量的房屋被银行止赎，房价也跌去了 50-60%。对美国经济造成了重创。2007 年账面价值 100 美元的，评级 AAA 的 MBS 在 2012 年，成交价，只有 50 美元。

为什么明知道，房价已经是泡沫，还有人愿意接盘。其实就是，购买人相信，后面还有一个更傻的傻子，可以从我的手上，以更高的价格接走。而债务的增加，其实就是在提高未

来购买者的购买力，也增大了出现这个更大的傻瓜的概率。就拿我们的房子来说，北京的平均工资，干一年，也买不了1-2 平米的房子，所以如果按照购买力算，早就已经没有傻瓜了。那为什么房价还能涨，就是因为可以贷款 80%。那么他干 5-10 年，就能凑齐首付了。这其实就大大增加了购买力。所以房价持续上涨，并不是收入提高，而是杠杆持续在提高。但杠杆的提升总有限度。那么房价到顶之后，又会怎么样呢？

【6】房债 6：杠杆到顶之后，会发生什么？

各位书友大家好，欢迎继续做客老齐的读书圈，今天我们继续来讲这本书，房债。昨天我们说到了，明知道泡沫，但是依旧会有博傻的事情发生，因为信贷增加本身就是增加了这种傻瓜的概率。但是杠杆提升总有个限度，一旦大家的杠杆加不动了，就会出现崩溃下跌。而跌到首付没有了之后，就会被止赎，就相当于不计成本的抛售。所以金融杠杆，其实就是借钱投资，他的作用，其实都是一样的，就是助涨助跌。即便有理性的人，他们也会变身为贷款人，参与这场泡沫。也就是说，他们可能会认为房价太高，泡沫太大，所以不愿意直接去买房。但他们愿意把钱借给那些买房的人，从而收取稳定的固定收益，而且手上还拿着房子作抵押。所以在泡

沫当中，往往不是积极借款加杠杆的，要么就是积极给别人贷款的。这就极大的助涨了泡沫。

而深处泡沫之中的时候，你总觉得这次不一样，总觉得我们这里有特殊性，所以这次债务助推的资产价格上涨，是很安全的。也就是我们常听到的，形势一片大好，遥遥领先。这种迷之自信，总是让金融创新过度，但其实又非常脆弱。在这其中，也会有人提示风险，但是这些人通常都会被房价不断地上涨而打脸。反而成为了小丑。最后虽然很多人都有这个认识，但是已经不敢说话了。最后一致性预期就越来越强烈。直到崩溃为止。所以这个逻辑都是相互的，很多人总是希望有个神仙，在房价大跌之前，马上提醒。但其实这个本质，恰恰是那些提醒泡沫的人，被骂成狗之后，泡沫就会彻底崩溃。因为泡沫的背后也都是人性。骂的已经没人敢发声了，就是泡沫达到一定水平了。所以永远记住，这个世界没有神仙，有的只是人性。而人性永远不变。我们可以利用人性抄底和逃顶，从而赚大钱，但是你却很难精准的找到那个阈值。所以我们经常讲，宁要模糊的正确，不要精确地错误。比如老齐 06 年买房，比 03 年贵了不少，但是也都还是在低点，2016 年卖房，也没卖在 2018 年的高点，但也赚了 5 倍以上，更重要的是安全退出。这里多说一句，你要想成功投资，或者说想在投资市场赚点钱，就要把自己当人看，别总

觉得自己是神仙，或者可以找一个神仙给你引路。如果路选错了，结果不可能会对。老齐看过哪些，天天猜短期涨跌，恨不得买在最低点，卖在最高点，甚至有的还要买在主升浪，卖在主跌浪，熊市当中，还期待能做反弹大赚特赚，这种贪心的人其实说白了就活该赔钱。不值得同情。包括这次楼市调整，很多人到现在都不认错，仍然执迷不悟，还想着抄底。那就只能祝他好运了。

世界上任何一个国家，几乎都发生过房地产泡沫，作者举例西班牙，21 世纪的头几年，西班牙的房价暴涨了 150%，但后来也是同样的剧本，房价暴跌，西班牙购房者的房屋资产被一扫而空，2012 年欧债危机的时候，西班牙失业率攀升到了 25%。西班牙的法律规定，一旦止赎，房主就会被驱赶，但这个后来遭到了人民的集体反对，连消防员都抗议，不愿意在做驱赶房主的工作，他们的口号是，我们应该救的是人民，而不是银行，但这个事让西班牙是左右为难。政策也开始摇摆，如果不能保护银行，那么银行就会破产。最后牺牲的就是储户的利益。很可能将带来更大的经济损失。后来西班牙向欧元区求助，获得 1250 亿美元的救助，但这其实也是以纳税人的钱做后盾的。但这依旧无济于事，金融危机爆发 5 年后，西班牙成为在全世界，衰退最为严重的国家之一。作者说如果不惜代价保护银行，能够挽回经济，西班牙就是

重要的成功典范。

但其实说句实话，这个很难，因为政府不光要考虑到经济问题，还要考虑到政治稳定，即便在美国，也出现了占领华尔街的运动，民众认为，这些该死的银行，他们制造了大的泡沫，最后却要让纳税人为此买单。美国人甚至认为，与其拿出 7000 亿美元救助银行，还不如直接发给老百姓。所以当年保尔森也压力山大，甚至在国会单膝下跪，才获得法案的通过。

不过老百姓的认知是有局限的，因为银行的钱，其实也是老百姓的，不救银行，更多地老百姓就要受到损失，银行的存款并不是银行的资产，恰恰是银行的负债。所以银行是老百姓的对手盘，银行要想赚钱，就必须把钱以更高的利息放贷出去，否则存款越多，他赔的就越多，但绝大多数老百姓认为，我存在银行的钱，银行就应该锁在保险柜里。你拿去投资，就是你的不对。其实这个事吧，老齐客观的讲，银行投资是没错，但投资那么多次级债，这个确实有问题。银行们之所以这么做，其实主要是管理层追求更高的绩效，从而拿到更多地奖金。结果捅了娄子，要财政，也就是纳税人的钱擦屁股，这个确实说不过去。但你又毫无办法，在那种危机的时候，必须要先救银行。否则问题更大。

保护银行体系，就不能让挤兑发生，而挤兑是什么，就是大家同时对银行失去信心，都去提取存款，这样银行就没办法兑付，那么就只能倒闭，要避免挤兑，就必须有一个最后贷款人，一般央行会承担这样的责任，央行甚至都不用出钱，就说我来承担代价，挤兑通常就会终止，储户还是相信央行的信用的，毕竟他掌握着印钞机。在大衰退期间，美联储也是第一时间扮演了最后贷款人的角色，迅速把利率从 5.25% 降低到了 0，银行也可以随时向美联储借款。至于抵押品，看着给就行。那些长债，长期贷款。差不多的东西，基本都能当成是抵押品，目的其实就是尽快把钱借给银行。从而缓解多米诺骨牌效应的发生。通常这个阶段都是美联储扩表，他们美其名曰叫做 QE 也就量化宽松。2007 年，美联储的资产规模差不多是 8000 亿美元，而到了 2013 年，已经达到了 3.3 万亿美元。2021 年美联储的资产规模更是膨胀到了 9 万亿美元，但 2023 年，经过持续的加息缩表，美联储的资产规模缩到了 8 万亿美元以内。这波缩表周期，也差不多结束了，也就是说要想再回到当年 3.3 万亿美元，甚至 2007 年的 8000 亿美元，是基本不可能的事情。所以你也能够理解，为什么美国股市大涨了 10 年。跟美联储的资产负债表 10 倍扩张，不无关系。我们的央行怎么算，这个不太一样，毕竟美联储持有的美元就是他的资产，但我们的央行，持有的外汇才是

资产，而释放的人民币，反而到是负债，所以这个比较复杂，我们回头有机会再详细讲。

那么是不是说，银行一旦受到了救助，经济就会好起来呢？哪有那么简单，银行信贷恢复平稳后，他们为企业提供的贷款，会持续下降。一方面是自己如同惊弓之鸟，开始小心谨慎，另一方面，由于经济衰退，所以资金需求也会大幅减少，这就叫经济的疤痕效应，虽然伤口愈合，但是心里的冲击还在。特别是房地产危机，更是尤为严重，因为大家都是加了杠杆，加了负债的。即便能恢复正常，该还的钱也还是要还。这个会持续上很长一段时间。作者也反复强调，2000 年互联网泡沫之后，和 2007 年次贷危机之后，对于经济的影响，是完全不同的。富人是科技股的主要持有者，对于财富下滑，敏感度不高。但是那些负债买房家庭，边际消费倾向更高。一旦让他们的净资产受损。对消费的影响非常大。这就是我们现在的问题。那么有人说了，房价高的时候，说都买房，没人消费了，所以消费不足，房价跌了，又说净资产缩水，还是影响消费。是的，两头堵，但他是正确的。换句话说，这根本就不是一个二选一的问题，而是你就不应该搞出这么高的房价。一旦房价上来了，杠杆加起来了。怎么着都是危害。所以这个事也只能防患于未然，真出了泡沫，挤不挤破都很难受。

那么我们捋一下，银行受损的真正原因，就是家庭支出骤减导致的经济衰退，我们要想彻底拯救银行，最好的方式就是处理家庭部门的杠杆问题。也就是辜朝明提出的修复居民端的资产负债表。2008 年美国通过了房屋救援与防止止赎法案，动用 3000 亿美元，用以鼓励私人部门减记住房抵押贷款本金余额，也就是帮助大概 40 万户家庭，避免自己的房子被银行收走拍卖。想的很好，但到了年底，发现一共就收到 312 万申请。之所以会出现这样的情况，就是因为这笔钱不太多。那么到底该不该救助房屋持有者呢？也有不少争论

【7】房债 7：修复居民资产负债表是关键

各位书友大家好，欢迎继续做客老齐的读书圈，今天我们继续来讲这本书，房债。昨天我们说到了房地产危机之后，如果要拯救经济，务必要做的一点就是修复居民资产负债表，毕竟大家如果被赶出了房屋，就会出现大的风险。一个是借款人迅速返贫，甚至背负负债，另一个也会让银行遭遇风险，因为法拍就很不确定了。所以大家其实都不想止赎，不想走法拍的程序。如果能有办法化解这中间的风险，让房屋持有者慢慢的继续还贷款，等危机过后，可能房价还会有修复，其实可能对大家都有好处。而政府也安排了相应的救助方案，

如果是正常的借贷关系，其实有政府的信用担保，应该也还好说。

但是，麻烦就在于，证券化了，这就阻断了借贷双方，对于房地产抵押贷款的谈判。根据信托契约法案，如果要修改 MBS 的经济条款，必须取得所有证券持有人 100% 的同意。也就是说，如果有一个持有人赞同法拍。那么这种谈判就是无效的。而也没有人，有动力去主动干这个事，找那么多人去重签协议，也是有相当成本的。而且未必能获得成功，所以银行包括一些中间服务商，也压根不想这么干，1 有很大概率干不成，2 成本还很大。即便政府做了资金安排，也几乎没人这么干。银行只愿意去找那些，没有进入资产池的借款人谈判。所以这也反过来证明，没进资产池成为 MBS 的房贷，反而最后更加安全一些。

作者说，在衰退期间，会出现一个现象就是宏观经济政策失灵，政府无论怎么降息，或者怎么给企业减税降费，都很难刺激经济。病根其实就在于，真正在大衰退中受损的是居民家庭的资产负债表，而并非是企业。所以老百姓消费支出意愿不强，这个是宏观上解决不了的。当年的日本就是这个问题，居民端资产负债表衰退，导致了失去的 30 年，而我们国家也是如此，2023 年，也发生了这个倾向。好像经济怎么都

刺激不起来，宏观经济就一直在倒转。3 年疫情，加上房价下跌，出现了这个问题。所以有学者提出，应该尽快解决这个问题。但是目前来看，并没有什么好的方法。即便是直接发钱，你也发不了多少，所以道理都懂，但却不好执行。甚至有经济学家出主意，应该永久的帮那些房屋止赎的人，都把债务还了，那么以后会引发更大规模的投机。造成更大的泡沫。市场无法出清，那么下一次核爆将更为猛烈。因为道理很简单，赚钱了自己发财，赔钱了其他纳税人，给我买单，那我肯定拼命加杠杆，他并不符合社会的道德标准，会把好人也带坏。所以全部免掉债务是不可取的，但部分免掉，或者把利息降低，把时间拉长。还是有可能的。

比如作者就举例美国在遥远的 1819 年，就给当时的农场主们，减免了债务，阻断了危机蔓延，在大萧条时期，也成立了房主贷款公司，这是一家政府银行，从私人贷款人手中，购买住房贷款。然后修改条款，以有利于借款人。让房主得到很大的好处。说的更简单点，就是成立一个新的政策性银行，从那些私人银行手上，把这些不良贷款都接走，然后让借款人不着急慢慢还。这样房屋所有人们，就不用被银行止赎了。他们保住了自己的房子。当时银行给的贷款，通常都只有 5 年，而房主银行可以把期限扩展到 15 年。一下就减轻了房主的压力。但现在已经是 30 年贷款了，还能怎么减轻

呢，我能想到的就是，继续降低存量房贷利率。甚至完全把利息砍了，也可以把房贷延长到 50 年。不知道这样的情况，大家能不能满意。能不能重新唤醒大家的消费，这些其实也都是未知数。

在美国，有人提了建议，说破产法规定，由法官宣布，容许实施住房抵押贷款强制重组。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。而破产法，也允许减免那些无明确抵押担保物的债务。比如信用卡。但是对房屋抵押贷款，却没有这些内容。所以那意思就是说，也应该加上。让房屋所有人，也可以减免一些债务。甚至当时奥巴马在参与竞选的时候，也提到过这样的竞选主张，也得到了人民的拥护。但是在立法的时候，奥巴马就不断地拖延。最后也没干成。这里说下，所谓强制性破产重组。说白了就是打破合同，换一种方式解决债权纠纷。比如在利率，期限上，债务总额上，主体上做出一些修改，这都叫债务重组。他的目的就是让债务，不要爆掉，而是让债务人能够继续还钱。比如我们熟悉的房地产债务重组，还有当年的欧洲债务重组，韩国被 IMF 债务重组等等。都是这个逻辑，给你提供一笔新的贷款，你就不至于破产了。但你要付出一定的代价。作者的建议，其实就是针对个人的住房按揭贷款，进行债务重组，不让个人破产。逻辑和思路是对

的，甚至国际货币基金组织，也是给与了高度的支持，他们也得出结论，应该大胆的做出家庭债务重组安排，可以显著的，减轻债务偿付负担，减少家庭违约和止赎的数量，避免因为家庭违约，到房价进一步下跌，然后影响产出进一步收缩的自我循环。减免债务之后，也能带来更多收入，和就业率的增加。从而拉动经济。

但是，这个理论上虽然成立，问题也不少，最大的麻烦就在于工作成本太大。而且个人也很不好谈判。再加上，当年的MBS资产池，还得要协调投资者，所以几乎无解。

另外一个，就是道德风险，很多购房者，把自己的房产当成了提款机，在繁荣时期，反复的抵押，提现，用于不断地消费。如果债务减免，用其他纳税人的钱，支持他这么干，会不会成为了变相鼓励。作者说，这个有点类似于保险，上了保险之后，就是鼓励危险驾驶吗？如果你要是全保，肯定是这样的，但如果只是部分保障，则没有太多的困扰。而且救助银行，也同样涉及到了类似的道德风险。所以他并不认为，道德风险是个问题。事实上，债务人和债权人，共同推高了房地产泡沫，所以大家共同承担责任，也是合理的。更重要的是，会优化经济总量，解决宏观上的问题。特别是当经济衰退来袭的时候，问题不在于政府是否应该给与干预，真正

的问题在于做哪些干预，才能更有效的提高产出，减少失业。

当年在大萧条时期，也是因为债务杠杆，造成的金融泡沫破裂，带来了经济衰退，甚至伴随着严重的通缩。当时干预过慢，造成了价格和工资大幅下降了 30%。家庭累积了巨额的债务，所以最后罗斯福新政也作用不大了，我们讲过光荣与梦想这本书，在罗斯福第二个任期，其实这套以工代赈也已经不管用了。所以债务和通缩，其实是天然的同案犯，当负债家庭，减少支出的时候，商家为了增加销售，会持续降低价格。然后他们就会利润下降，裁员，倒闭。造成更多地人失业，购买力持续下降。陷入通缩循环。美国经济学家费雪，将这个恶性循环，称之为债务通货紧缩。

我们都知道，通缩造成了经济收缩，资产价格下跌，真正在通缩中受益的人，就是那些持有债权，或者类债券的投资者。啥叫类债券，比如高股息策略。比如日本在失去的 30 年，其实就是持续通缩，最后我们研究发现，日本股市当中的高股息策略，回报最高。6%的年化加上分红，仍然超过 10%，简单总结一下，通胀对债务人有利，比如过去十几年，敢于贷款买房的人都发财了，那么通缩呢，刚好相反，有利于债权人，不利于债务人。债务人会把之前通过资产价格上涨赚到的财富，都还回去。

但现在的央行，有了很多的经验，来对抗大萧条和通货紧缩，比如当年的货币主义大师米尔顿弗里德曼就批评，说大萧条主要是因为当时的美联储严控货币供应量，所以才没有阻止通货紧缩。而伯南克后来吸取了这个经验，在 08 年金融危机之后，他开启了水龙头，用大水漫灌的方式来刺激经济。防止了通缩螺旋重演。但是也只能阻止通缩，并不能形成通胀，所以也就没办法冲销杠杆的损失。

【8】房债 8：为什么一定要降房贷利率

各位书友大家好，欢迎继续做客老齐的读书圈，今天我们继续来讲这本书，房债。昨天我们说到了，现在央行有很多的对抗通缩的方法，其中最有效的一条就是大水漫灌，但是这也存在一个问题，就是只能阻止通缩发生，但却不能有效提升通胀，恢复经济，冲销杠杆的损失，主要原因就是，当经济面临过度债务负担，且已经 0 利率的时候，货币政策提升价格的能力将严重受限。因为美联储只能创造银行准备金，而不能创造流通中的货币。也就是说，你可以把马拉到河边，甚至把他拉到河里，但马不喝水你不能强按头。银行准备金增加，但是没有居民和企业贷款，你也是无可奈何，是不是

听着跟我们现在的经济很像了，我们在 3 年疫情和房价下跌之后，价格指数也出现了下跌，并且持续在负值区间徘徊。

当年美国也经历了一个非常困难的时期，2008 年 8 月，到 2009 年 1 月，银行准备金增加了 10 倍，从 900 亿美元，增加到了 9000 亿美元，表示美联储的状态十分积极。这个宽松的状态，一直持续到了 2013 年，银行准备金超过了 2 万亿美元。但是对于流通中的货币，并没有产生明显的刺激效果。流通中的货币，复苏过程，要缓慢的多。而且不光是美国，欧洲和英国也出现了类似的现象。1994 年以来，甚至日本一直这样。

极度宽松的货币政策，其实也作用不大，无法推升经济复苏，但却推升了资产价格。美联储的资产负债表从当年的 8000 亿美元，扩到了现在 8 万亿美元。财政债务也从不到 10 万亿美元，增加到现在的 30 多万亿美元。所以美股持续上涨，科技创新是一方面，但其实也离不开货币的大水漫灌。最后的结果就是贫富分化越来越大。现在咱们的政策上，还没有下这个决心。

当年美联储主席叫做本伯南克，他的理论就是站在直升机上撒钱，所以也得名直升机本，怎么说呢，这套理论确实对于

通缩有效。但却无法让实体经济快速恢复。一直到 2013 年，我们在数据上看到的都是杠杆率持续降低，也就是银行不愿意再做信贷扩张，那些家庭们，也不愿意再贷款买房。房价更是出现了持续的低迷。直到 2021 年，美国开始给老百姓发钱，通胀才开始起飞。美国的房价也才重新开始抬升。克鲁格曼，在点评当时的日本的时候，也说过一个论断，如果中央银行，承诺那些购房人可以不负责任，这时候货币政策才会有效。也就是说，你得让贷款人知道，后面有人给你兜底，他们才敢于重新开始贷款。否则资金，很难从银行体系流出来。本书作者也始终认为，财政刺激，不如家庭债务重组有效。他还提出，最有效的政策，就是把现金，发到那些负债最多的人手上。从而让这些边际消费倾向最高的人，可以恢复消费能力。说的更直白一些，让债权人，做转移支付，把债权人的一部分财富转移到债务人身上。他说这就是市场基本原则，债务人还不上钱，债权人就要承担损失。这么搞经济就恢复了。而传统的财政刺激，则很难起到这个效果。

作者举了一个实际的案例，一个女人，花 2 万美元首付，贷款 8 万美元，买来一套 10 万美元的房子，30 年固定利率 5%。每年要还 5200 美元，后来他的房子贬值到了 7 万美元，这个女人失去了他所有的净值，房子也变成了负资产，他有 2 个选择，1 是继续还房贷，2 是把房子直接扔给银行。显然这

两个方案，都将让他损失惨重。极其糟糕。对于他来说，都会大幅降低生活支出。

作者说，政府可以通过责任分担来处理，可以把他的利率降低，从而大幅减少，总的还款金额。而且房价跌的越多，利率就应该压得更低。这样其实就为房主们，提供了一个下限保护。要知道 30 年利率 5%，借 8 万，要还 15.4 万。而如果利率降到 3%，30 年还 12.1 万就够了，相当于给他降了 3 万债务支出。可以弥补房价下跌 3 万，给他带来的伤害。在咱们这也是一样，这是一个修复居民端资产负债表的很好的方式，老齐也是非常赞同。

从长期来看，房价还是会上涨的，因为货币始终在膨胀，10 年 10 倍只是常规操作，所以其实用不了几年，房价就会逐渐的恢复，不一定有多大的涨幅，但起码不会太遭，这样大家还贷款的意愿就能够持续的维持下去。甚至你到时候可以再把利率加回来。那么债权人受到的损失，可能也就只有区区几年的影响，长期来说，并没有那么大。所以这个事，在成为资产证券化工具之前，是可行的。比如咱们国家其实就没有太多的 MBS，所以进一步降低房贷利率是可行的。降低负债利息，相当于就是降低了负债，但也不完全免除，并非鼓励胡作非为。当然最好还要设定一个财富标准，比如净资产

在 50 万元以内，或者年收入在 20 万以内等等，才可以享受政策优惠。避免有些富人，贷款 5000 万买房子，他也跟着沾光。那就没有意义了。这么做也是为了保护银行，避免过多地债务减免，造成银行过重的负担。总之一一个原则，只修复消费边际支出意愿更强的那部分居民的资产负债表。而且签订一个利率浮动协议，短期帮助修复下来。等过几年，经济稳住了，再调回去。

也就是说，经济政策，既要救急，更要救穷，下一步就是失业率的问题了。增加消费，就可以保住更多地工作岗位。之前作者说了个数字，消费下降 8700 亿美元，直接导致损失了 400 万个工作岗位，那么通过责任分担，减免贷款利息的方式，可以让消费支出增加 2040 亿美元，也就可以让工作岗位损失减少 100 万个。如果形成良性循环，还会带来乘数效应。甚至可能会挽救 200 万个就业岗位。那么对于实体经济的冲击，将会大大降低。

更多课程 完整更新+微信 fougoushus 谨防2手
债务这个东西，有两个关键点构成，一个是便宜，一个是有明显的赚钱机会，当这两个关键点同时出现的时候，债务规模就会膨胀。我们逆周期调节，至少能对利率起到引导作用。当债务明显不足的时候，应该更多地降低利率，甚至做一些

补贴，吸引更多地人过来贷款。而当泡沫严重，贷款太多的时候，就要提高利率，给债务杠杆降温。如果放任债务持续扩张，杠杆率持续提升，就会带来灾难。特别是泡沫的最后，往往是最穷的人刚开始上车。把他们全部坑杀之后，就会造成有效需求不足，导致经济收缩。这时候传统的货币政策和财政政策，效果不多。你也且传导不到，这些底层的穷人身上。所以通缩之后的修复，通常都比较漫长。而且还很可能因为放水过多，导致另外的资产膨胀，让富人更富，穷人更穷。比如美国这 10 几年就是这样，谁会持有微软，谷歌，亚马逊，特斯拉的股票更多呢，谁又会持有普通的房子更多？所以美国看似，科技创新，带动着经济强劲，但是底层的老百姓，可能也并不会这么想，他们的抱怨，并不会比我们这边少。你到美国的匹兹堡，底特律转一转就不难理解，为什么这几年民粹主义抬头了。说白了就是，美国的底层老百姓过的也并不好，但他们的中上阶层，特别是金融，商贸和科技精英阶层，确实非常富有。那么我们未来要不要走美国的路呢，如果真走上美国的路，你又属于什么阶层呢？是属于获得利益的一方，还是被剥夺利益的一方？

这就是本书的全部内容，这本书不长，结论也不复杂，但确实给我们留下了很多的思考，面对 3 年疫情之后的房价泡沫破裂，我们该如何调整政策，避免经济持续下滑，特别是避

免通缩，给了一个很好很实用的建议。前几天，辜朝明也多次提到，日本最大的问题，就是居民的资产负债表长期得不到修复，所以导致了失去的 30 年，那么我们呢？确实已经出现了当年日本类似的问题，而且更加严重的是，日本泡沫破裂前已经是发达国家了，而我们很多债务人，基本上因为一套房子沦为赤贫，绝大多数中产，也因为房屋价格下跌，净资产迅速缩水。那么你到底救还是不救。救的话救到什么程度。光保交楼可能还远远不够。老齐是很赞同继续调降存量房贷利率的，也应该适度调降存款利率。从而减轻底层民众的负担，同时大量发放消费券，刺激消费。这样才能避免，通缩的多米诺骨牌一张接一张的倒下。

