发展中的颠簸：私人部门债务去化期的政策应对——以美国次贷危机后的响应为鉴

刘婧蓉　卢　赫　刘士嘉

摘　要　次贷危机发生后，美国金融体系和经济增长遇到巨大的冲击，私人部门也随之进入债务去化周期。在此期间，美国政府实施了强有力的政策组合，通过政府部门加杠杆来托底经济，实施宽松稳定的货币政策支持经济复苏，“快速响应”和“力度坚决”是调控政策能行之有效，帮助私人部门较快走出债务去化期的要点之一。这些经验或可为中国当下的政策应对提供一定的借鉴。

关键词　杠杆率　债务去化　政府部门　私人部门

一、引言

一般而言，当经济增长的预期较为积极时，举债能够获得较好的收益，私人部门（居民部门和非金融企业部门）倾向于增加自身杠杆率，扩大投资消费。而一旦杠杆率达到一定水平，且经济预期转为悲观时，私人部门倾向于偿还债务并降低自身杠杆率，减少投资消费，影响经济增长，即经济进入债务去化期（张晓晶，2022）。

近年来，中国宏观杠杆率水平呈上行趋势。根据国际清算银行公布数据，中国实体经济中，居民部门、政府部门和非金融企业部门杠杆率持续走高。截至2023年底，中国宏观杠杆率已攀升至283.4%，其中居民部门和政府部门杠杆率分别为62.1%和83%，而非金融企业部门杠杆率为138.3%[①]，与美国、英国、欧元区等主要经济体相比处于较高水平（表1）。目前，中国正处于从高速增长模式向高质量发展模式转换的时期，国内有效需求不足，地产行业存在下行压力，社会预期偏弱，私人部门债务面临去化问题。

因此，本文以美国作为研究对象，选取2007年次贷危机至2016年私人部门杠杆率从逐步下降到企稳回升的时间段进行研究。对美国次贷危机后债务去化期间的经验进行总结，有助于认识和理解中国当前宏观杠杆率较高的局面，并对宏观政策力度、货币政策导向和财政支出应对有所启示。

二、美国次贷危机爆发后的应对：果断与强力的政策组合

2007年下半年，美国次贷危机爆发，大量金融机构面临巨额亏损，信贷市场几乎停摆，美国供应管理协会（ISM）制造业月度PMI指数一度萎缩至33.1，并产生严重通缩。面对这一非常的严峻局面，美

刘婧蓉，中信证券债务资本市场部团队负责人；卢赫、刘士嘉，中信证券债务资本市场部。

① 宏观杠杆率是指非金融企业部门、政府部门和居民部门的债务余额与国内生产总值（名义GDP）之比，即为非金融企业部门杠杆率、政府部门杠杆率和居民部门杠杆率之和。

联储和美国政府密切配合，分别采取强力的货币政策和财政政策，缓解危机给金融体系造成的冲击，并刺激经济复苏。其中，美联储在2008年11月至2014年10月期间，共推出四轮量化宽松政策，同时美国政府通过大规模刺激政策托底经济，政府杠杆率大幅提升。

（一）次贷危机后金融经济形势与应对目标

次贷危机对美国金融体系造成严重的冲击。由次级贷款派生出的资产支持证券产品被大型交易商复杂且巧妙地嵌套进各类衍生品，并进行过度的质押，杠杆倍数极度放大。当作为底层资产的次级贷款出现价格下跌时，大型金融机构面临客户和对手方的双重不信任：对手方要求提供更多的担保品，而客户则尽力将自己的资产从金融机构中转出，以保全自身财产。这导致金融机构的流动性迅速减少直至枯竭，而金融机构为了获得流动性采取的资产抛售措施又进一步导致资产价格的下跌，负面影响逐步扩散至尚未出现风险的产品。同时，大型交易商复杂的业务联系和交易敞口促使危机通过交易网络向全美乃至全世界传播。

与此同时，市场信心受到严重冲击。为了降低自身风险，金融机构大幅减少资金拆出，交易活动变得极度谨慎，金融机构的流动性难以得到有效补充，导致更多机构面临流动性危机。

金融体系的危机随后进一步蔓延到实体经济层面。一方面，为了应对资产价格下跌带来的财富受损以及保证资产负债表的平衡，企业部门和居民部门不得不大幅减少支出计划，造成总需求的大幅减少。另一方面，由于金融机构自顾不暇，无法拿出资金购买企业的债券或为企业放贷，企业的融资渠道遭到严重堵塞。由于资金来源的缺失，部分企业面临着严重的生存困境，加剧危机在实体企业层面的扩散。

表1　各主要经济体杠杆率指标

	宏观杠杆率	居民部门杠杆率	非金融企业部门杠杆率	政府部门杠杆率
中国	283.4%	62.1%	138.3%	83.0%
美国	263.5%	72.9%	77.2%	113.4%
英国	245.9%	79.5%	64.2%	102.2%
欧元区	237.2%	53.7%	94.9%	88.6%
日本	399.9%	65.7%	114.8%	219.4%

注：为了数据的可比性，中国、美国、英国、欧元区和日本杠杆率均使用国际清算银行官网公布的数据，且最新数据为截至2023年底的数据。

数据来源：国际清算银行官网。

棘手的问题被摆到美联储和美国政府的桌面上。针对金融领域，迫切需要解决的问题是如何恢复市场信心，缓解金融体系的流动性危机，以促使金融信贷体系恢复稳定正常运转（陈创练和李颖卓，2023）。除了对金融领域提供支持以度过危机外，如何帮助企业和居民部门修复其受损的资产负债表，恢复经济内生动力也是必须面对的问题。

（二）美联储采取极度宽松货币政策，为金融市场提供充足流动性

在危机开始之初，美联储将联邦基金目标利率下调至极低水平，大型银行能够以极低利率从美联储获得资金。然而由于次贷危机冲击，金融市场间的拆借变得异常困难，信贷传导机制不畅，美联储提供的流动性并未有效投入市场，通过利率调节进行宏观调控的方式失效。

为应对这一问题，美联储改变以往通过利率调节货币供应量的思路，直接向市场投放流动性，开启量化宽松（QE）政策，

主要包括三方面。①创设一系列金融工具如 TAF、PDCF、TSLF、AMLF 等，让更多的金融机构可以用资产作为抵押从美联储获得资金，向一级交易商、银行等重点机构提供流动性。②开启三轮大规模资产购买计划（LASP），其中 2008 年 11 月至 2010 年 3 月的第一轮 QE，购买了 1.7 万亿美元资产，规模最大。③在 2011 年 9 月开展 4 000 亿美元的“扭曲操作”（Operation Twist），通过买入长久期债券和卖出等量短久期债券，引导长端利率下行，助推与长端利率挂钩的按揭和车贷等贷款利率下行。

美联储通过直接向金融机构注资与四轮 QE 操作，避免金融机构陷入倒闭的境地，并对经济起到明显促进作用。同时大规模的刺激让美联储资产负债表的规模极度膨胀，在第四轮 QE 结束后，美联储资产负债表规模超过 4 万亿美元，是 2008 年资产负债表规模的四倍（图 1）。

（三）美国政府实施大规模的财政刺激措施以托底经济

面对次贷危机导致的债务去化，美国政府实施大规模的救市和经济刺激计划，以政府加杠杆的形式来托底经济。

针对居民部门，美国政府出台大量的优惠政策和税收减免，旨在保住居民部门的现金流并鼓励投资，恢复民众信心。2008 年，布什政府推出《一揽子经济刺激法案》，向居民部门进行退税，多孩家庭最高退税额度达到 1 200 美元。2009 年，奥巴马政府公布《房屋所有者负担能力和稳定性计划》，为部分房贷占收入比重较高的家庭提供救济，切断因房屋价格下跌引发的负反馈循环。

针对涉险金融机构，美国政府进行强力援助和接管，稳定市场信心。2008 年 7 月，美国政府为出现风险的核心企业房利美和房地美提供 3 000 亿美元的援助，并对其进行接管。2008 年 10 月，美国政府设立 7 000 亿美元的问题资产救助计划（TARP），允许政府直接购买各大金融机构无表决权的优先股，以实现对金融机构的救助。2009 年 2 月，美国政府公布《金融稳定计划》，取代 TARP，可最高动用 2 万亿美元对银行不良资产进行清理，以稳定公众对银行的信心，促进信贷流动恢复正常。

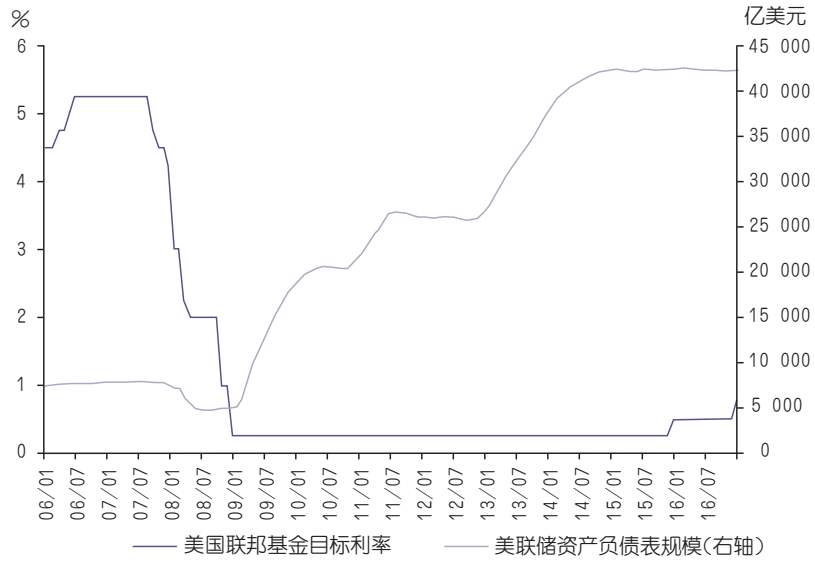
针对非金融企业，美国出台了强有力的产业政策。2009 年，奥巴马政府制定美国复苏和再投资法案（ARRA），旨在弥补私人部门投资的放缓。ARRA 涉及政策刺激规模达到 7 870 亿美元，为二战以来之最。内容涉及税收减免、医疗保障、教育支出和 1 200 亿美元基础设施建设计划。此外，由于次贷危机严重冲击美国的汽车金融体系，美国政府为汽车金融公司提供资金推动重组，并开启旧车换购补贴计划，以推动汽车业的发展。

在债务去化期间，美国财政政策维持积极基调，美国国债债务规模也相应地不断扩大，财政预算赤字大幅提升。2009 年，美国政府预算赤字达到创纪录 1.42 万亿美元，占 GDP 比重接近 10%，之后略有下降，但总体保持在历史较高水平，直到私人部门债务去化接近尾声才明显降低（图 2~3）。

三、强力政策作用下美国金融体系、经济和市场表现

（一）美国金融机构和金融体系恢复稳定运行

在经历贝尔斯登被收购、雷曼兄弟



数据来源：美国联邦基金利率来自 Wind 数据库中“经济数据库（EDB）- 全球综合 - 全球经济 - 利率汇率 - 美国：联邦基金目标利率”；美联储资产负债表规模来自 Wind 数据库中的“经济数据库（EDB）- 全球宏观 - 美国 - 银行业 - 美联储资产负债表 - 所有联储银行：资产：总资产”。

图 1　美国联邦基金目标利率和美联储资产负债表规模（2006—2016）

倒闭等严重事件后，美国政府联合美联储向各金融机构进行注资与收购。同时美联储创设各项金融工具，通过质押各金融机构手中的资产为其提供流动性，确保其现金流稳定。这些措施阻止了危机的进一步蔓延，逐步重建社会对金融机构的信心。

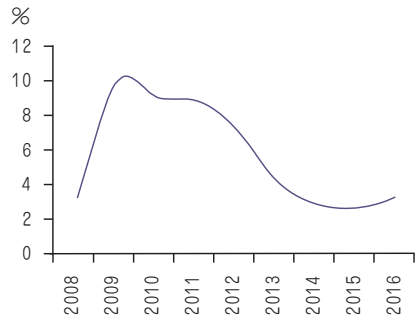
2009 年 5 月 7 日，美联储完成对 19 家银行的压力测试。结果显示，美国 19 家银行仅再需补充 750 亿美元资本即可应对可能出现的极端风险，而这一额度在此前国会通过的《救助法案》限额之内。这一结果表明美国银行体系的风险已基本可控。在此之后，美国金融体系恢复稳定运行。

（二）经济迅速企稳，并在持续刺激中逐步修复

在债务去化期间，美国经济表现大致可分为三个阶段。

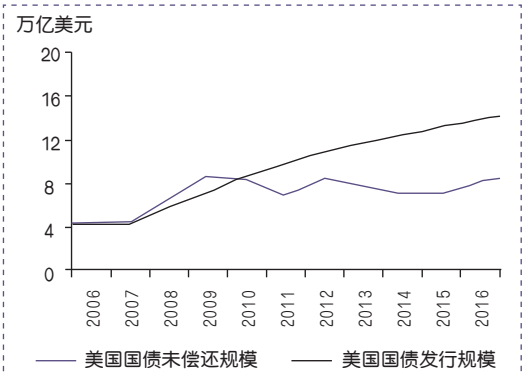
第一阶段是 2008—2010 年，次贷危机冲击下美国经济迅速走弱。融资渠道不畅与信心低迷最先冲击美国的制造业体系，美国制造业 PMI 自 2008 年三季度开始大幅下滑，并于 2009 年初萎缩至低点 35 左右。通缩随之而来，自 2009 年 3 月开始，CPI 指数连续 8 个月同比处于 0 值以下。这也对美国经济产生较大的负面影响，2009 年美国 GDP 出现三个季度的负增长。随着美联储和美国政府出台大规模救市和刺激政策，制造业 PMI 触底反弹，CPI 同比指数也于 2009 年第四季度回正，成功摆脱了持续通缩，阻止经济进一步恶化（图 4~5）。

第二阶段是 2010—2013 年末，随着 2010 年初推行的第一轮 QE 和其他相关刺激政策的到期，美国经济复苏势头受到影响，CPI 同比增速维持在 1% 左右，仍存



数据来源：Wind，该数据使用美国联邦政府财政赤字除以美国 GDP 总额得出，联邦政府财政赤字来自“经济数据库(EDB)- 全球宏观 - 美国 - 财政 - 美国：联邦政府财政赤字（盈余为负）”，在使用时对每年各月数据进行加总得到年度数据；美国 GDP 规模来自“经济数据库（EDB）- 全球宏观 - 美国 - 国民经济核算 - 国内生产总值（年）- 美国 :GDP: 现价”。

图 2　美国财政赤字占 GDP 的比重



数据来源：Wind，美国国债未偿还规模来自“经济数据库（EDB）- 全球宏观 - 美国 - 金融市场 - 债券市场：国债和机构债（月）- 美国：适销国债未偿还余额：总计”，使用每年 12 月的数据作为年度数值；美国国债发行规模来自“经济数据库 (EDB) - 全球宏观 - 美国 - 金融市场 - 国债拍卖 - 美国：国债发行额：合计”。

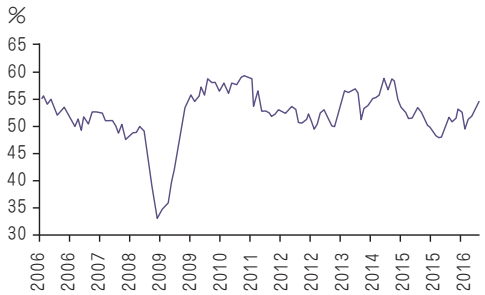
图 3　美国国债发行与未偿还规模

一定通缩风险。美国国内经济内生动能仍显不足，叠加欧债危机爆发，经济增长再度陷入低迷和停滞。美国继而实施第二轮 QE，促使 CPI 持续提升（图 5），力求彻底摆脱通缩风险，失业率缓步进入下行通道。2012 年，为了降低仍处于高位的失业率，美国推出第三轮 QE。在推出时，第三轮 QE 并未设置明确的截止日期，而是以就业市场的改善为最终目标。三轮量化宽松推出后，美国依旧担心既有的宽松政策不足以让劳动力市场状况持续改善，并于 2012 年末宣布第四轮量化宽松，最终促进失业率进一步下行（图 6）。

第三阶段是从 2013 年末至 2015 年。在此前几年的强力政策组合作用下，私人部门去杠杆进程逐步完成，非金融企业部门杠杆率于 2012 年起逐渐企稳回升（图 7），失业率稳步下降，PMI 增长较为稳定，美国经济逐步恢复。在此基础上，美联储逐步缩减资产购买规模，并于 2014 年 10 月正式退出第三轮和第四轮 QE。随着美国家庭部门杠杆率在 2015 年企稳，美国正式度过债务去化周期。

（三）美债收益震荡下行，股市触底后持续走高

在私人部门债务去化期间，美债收益率呈现震荡下行走势，美联储每次 QE 均对收益率产生一定扰动，但效果逐次减弱。2008 年，随着次贷危机来临，市场对避险资产需求大幅增加，美国 10 年国债收益率出现明显下行；随着第一轮 QE 的推出，美国 10 年国债收益率有所反弹；2010 年第一轮 QE 结束后，美国经济增长重新陷入停滞，美国 10 年国债收益率再次下探到最低点，第二轮 QE 推出仅让收益率短暂回升；直到 2013 年，美国经济数据逐步好转，美国 10 年国债收益率才重新转为上行（图 8）。长期的低利率环境也为美国经济

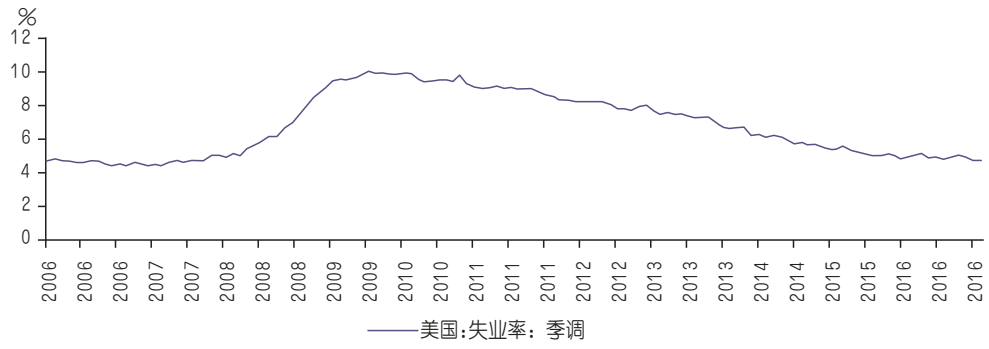


数据来源：Wind，美国制造业 PMI 数据来自“经济数据库（EDB）- 全球宏观 - 美国 - 景气调查 - 采购经理指数（PMI）（月）- 美国：制造业 PMI：季调”。

图 4　美国制造业 PMI（2006—2016）

数据来源：Wind，美国 CPI 同比情况数据来自“经济数据库（EDB）- 全球宏观 - 美国 - 通货膨胀 - 消费者物价指数（CPI）- 美国 :CPI：同比”。

图 5　美国 CPI 同比变化（2006—2016）

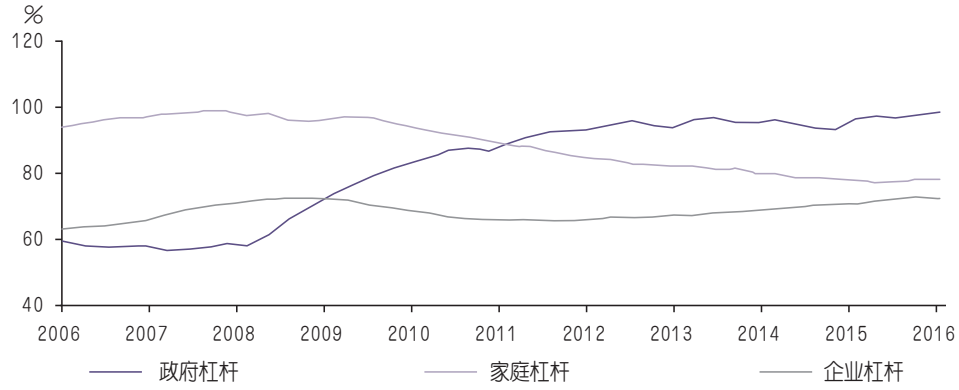


数据来源：Wind，“经济数据库（EDB）- 全球宏观 - 美国 - 人口与就业 - 失业数据（月）- 美国：失业率：季调”。

图 6　美国失业率（2006—2016）

的恢复提供帮助，美国政府能以较低的利率发行国债，为其财政刺激政策提供充足的资金。私人部门和企业部门也能以较低的价格获得信贷。

在私人部门债务去化期间，美股市场则呈现出先抑后扬的走势。受到次贷危机冲击，美国权益市场出现大幅下跌，并在严峻的 2009 年初达到最低点；随着美国各项救市政策出台，美股市场在经济企稳初期就由降转升，并伴随美国经济复苏不断走强，其间尽管有数次回调，但均未触及危机时的低点（图 9）。其中，量化宽松政策对市场信心的影响明显。每一轮 QE 政策的宣布都会使美股市场上涨，特别是 2009 年 3 月美联储宣布扩大第一轮 QE 规模，随后美国财政部长宣布高达 1 万亿美元的资产购买计划时，美国股市随之强势反弹；而在每次量化宽松政策退出的时点附近，美股市场总会出现一段时期的震荡调整。



数据来源：Wind，政府杠杆数据来自“经济数据库（EDB）- 全球综合 - 国际机构 - 国际清算银行（BIS）- 政府部门杠杆率 - 杠杆率（按市场价值计）：政府部门：美国”，企业杠杆数据来自“经济数据库（EDB）- 全球综合 - 国际机构 - 国际清算银行（BIS）- 非金融企业部门杠杆率 - 杠杆率：非金融企业部门：美国”，家庭杠杆数据来自“经济数据库（EDB）- 全球综合 - 国际机构 - 国际清算银行（BIS）- 居民部门杠杆率 - 杠杆率：居民部门：美国”。

图 7　美国各部门杠杆率（2006—2016）

四、对中国私人部门债务去化期间的借鉴

从上文所述可以看出，美国为应对次贷危机引发的金融危机和经济疲软，实施非常规强力政策组合，在六年的时间内提振市场信心，激活了经济内生动能，私人部门完成了债务去化，重新轻装上阵，没有重演 1929 年长达十年的经济大萧条，也没有像日本漫长的债务去化期中“失落三十年”[①]。客观地说，美元作为世界货币的地位，是其能够实施强力政策组合，出清杠杆打破通缩螺旋的重要基础。①美联储货币政策可以通过大量发行货币为重要金融机构注入流动性，阻止金融危机的蔓延。②美国政府可以通过发行国债，吸收全球范围内的美元，以筹措足够的资金实现其产业政策。③美元极强的购买力也让其可以使用新发行的美元购买足够的商品和劳务，避免量化宽松后恶性通胀的出现。尽管其他国家没有“世界货币”得天独厚的条件，但仍可以从美国在次贷危机引发的私人部门债务去化过程的政策应对中取得借鉴。

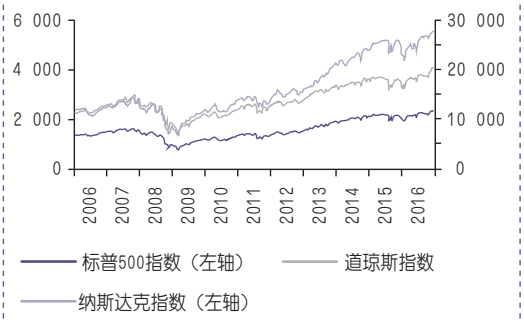
（一）“快速响应”和“力度坚决”是调控政策能够行之有效的要点

面对次贷危机及随之而来的债务去化周期，美联储在宏观政策调控方面体现出“节奏快速”和“力度坚决”的特点。货币政策方面，美联储果断进行多轮量化宽松，向市场投放充足的流动性，同时美国政府

① 根据国际清算银行的统计，1990年末，日本非金融企业部门杠杆率为139.3%，居民部门杠杆率为68.4%。其中，非金融企业部门杠杆率于1993年末达峰144.9%后逐步下行直至2016年；居民部门杠杆率水平则在一段时间内保持稳定，直至2000年后开始持续缓慢走低至2018年。

数据来源：Wind，国债收益率数据来自“经济数据库（EDB）- 全球宏观 - 美国 - 利率汇率 - 国债收益率（日）- 美国：国债收益率：10 年”。

图 8　10 年期美国国债收益率（2006—2016）



数据来源：Wind，三大指数数据来自“经济数据库（EDB）- 全球宏观 - 美国 - 金融市场 - 股票市场主要指数（日）- 美国：标准普尔 500 指数、道琼斯工业平均指数和纳斯达克综合指数”。

图 9　美股三大股指走势（2006—2016）

多管齐下加大财政政策支持力度。除了对发生风险的银行、房地产抵押贷款公司及家庭进行救助、恢复信贷市场之外，还直接对汽车等支柱产业及高科技企业、中小企业进行补贴，美国经济活动逐步恢复正常。2015 年，美国居民部门杠杆率恢复增长，成功走出债务去化周期。

相比美国，在面对房地产泡沫破灭对金融体系和经济增长的负面冲击时，日本财政政策与货币政策表现为“边走边看”和“摇摆不定”。1990 年初，日本房地产泡沫破灭后，日本政府于 1991—1995 年推出以财政政策为主的多轮应急经济对策，大幅增加公共投资并给予减税，同时不断下调政策利率实施宽松的货币政策，但在不良资产处置等方面错失很多时机，也鲜少出台产业政策。1996 年，日本经济出现一些恢复迹象，日本政府就推出一系列财政紧缩政策，不断减少公共支出并提高居民消费税收，导致日本经济遭到严重打压。于是，1998—2000 年日本政府又不断颁布新的财政支出计划，而日本央行从 1999 年 2 月开始实施零利率政策，并于 2001 年开始选用量化宽松工具，但通缩预期并未消退，消费需求坍塌，经济情况仍不断恶化。最终，房地产泡沫对金融及经济造成的负面冲击，与技术进步较慢、人口老龄化、少子化等问题相互交织，变成了长期通货紧缩、经济增长乏力的“慢性疑难杂症”。为走出紧缩泥潭，日本花费了近二十年的时间，采用零利率甚至负利率政策、YCC（收益率曲线控制）等量化、质化宽松政策[①]，并推出空前宽松财政刺激政策提振经济，付出巨大的政策成本，背负了庞大的政府债务（李迅雷，2017）。

对我国而言，原有土地财政的发展模

① 1999年2月，日本开始实施零利率政策；2001年，日本开始选用量化宽松工具；2008年四季度，日本再次实施零利率政策并开启新一轮量化宽松以应对全球金融危机；2013年始，日本采用量化宽松、质化宽松货币政策；2016年，日本采用负利率政策，并启用YCC（收益率曲线控制）政策，进一步加大量化宽松、质化宽松力度。

式面临较大压力，居民部门和非金融企业部门杠杆率偏高，叠加疫情的影响以及人口红利消失，我国当下与日本面临的问题具有一定相似性。在经济转型的过程中不可避免面临一些泡沫破灭，在宏观政策应对方面要尽可能避免日本“摇摆不定”模式。同时，考虑到近年来我国通过技术更新换代，释放市场主体活力，并不断提高全要素生产率，叠加中国更广阔的市场容量，建议基于国情更为迅速和坚决地开展宏观政策应对，尽可能地压缩债务去化周期，减轻经济阵痛。

（二）货币政策宽松且稳定是帮助私人部门顺利渡过债务去化的关键

在美国发生次贷危机之后的私人部门债务去化期间，市场风险的蔓延和信心的瓦解使得金融机构资产质量恶化、资金拆借减少，融资市场陷入流动性危机，美联储通过史无前例且紧凑的四轮大规模 QE，成功帮助经济摆脱通缩，阻止恶化并重新逐步复苏。前两轮 QE 主要是危机应对模式，其中第一轮 QE 旨在帮助经济摆脱流动性陷阱和避免陷入衰退，第二轮 QE 致力应对高企的失业率问题，促进就业；后两轮 QE 从危机应对模式转为经济修复模式，着重进一步改善经济内生动能不足的问题，并巩固前两轮量化宽松货币政策果实。美联储四轮量化宽松货币政策结束后，美国经济基本恢复至次贷金融危机前的水平。

我国经济发展处于新旧动能转化的重要时期，传统动能房地产市场疲软以及尚未看到再通胀迹象，新动能如绿色低碳、人工智能有待发展壮大。在新旧发展动能接续转换背景下，叠加债务去化周期影响，居民投资、消费能力均有所下降，企业行为由追求利润最大化转向负债最小化。国内货币政策有必要维持相对宽松以支持经济稳增长。一方面，低利率环境有助于降低居民和企业的融资成本，减少私人部门主动缩表，帮助各主体尽快完成债务出清，并增加社会需求以刺激经济发展（纪敏 等，2018）；另一方面，积极财政政策也需要足量的货币供给予以配合。

（三）政府部门加杠杆实施积极财政政策是托底经济的必然选择

当经济预期较为悲观且杠杆率较高时，私人部门会自发降低自身负债，收缩资产负债表，引发经济增长趋缓、通货紧缩等问题。凯恩斯主义之前，政府对经济衰退中的私人部门去杠杆态度较为放任，主张通过市场自发行为自我修复。1929 年大萧条后，各国政府为避免出现流动性陷阱，主动承担起加杠杆的责任，通过加大公共支出促进经济发展，避免恶性循环。

次贷危机期间，美国大量金融机构面临巨额亏损，遭到严重冲击，信贷市场进而停摆。私人部门融资渠道受阻，实体企业受到冲击，“投资—生产—消费”的循环受阻增大经济下行压力。同时，私人部门开启自发去杠杆进程，这一进程自 2008 年次贷危机开始，至 2015 年才结束。美国居民部门杠杆率自 2008 年开始持续下降，直至 2015 年才逐步走向平稳，非金融企业部门的降杠杆大约从 2009—2012 年，持续 3 年左右。与此同时，美国政府主动进行逆周期调节对经济托底，通过大规模刺激政策以恢复经济活力，政府杠杆率由 2008 年 60% 大幅提升至 2013 年 96%，在一定程度上对冲私人部门债务去化阶段对经济的负面影响。

当前我国经济基本面依然面临内生动

能不足、社会预期较弱等问题，需要政府托底支持经济稳步复苏。尽管我国宏观杠杆率接近300%，与发达经济体接近，但政府部门杠杆率尤其是中央政府部门杠杆率，相较发达经济体仍处于较低水平，中央政府具备加杠杆发力的空间。2024年《政府工作报告》提出拟连续几年发行超长期特别国债，期限大于10年、具有特殊目的或用途，这释放了积极财政政策的信号。N

学术编辑：卢超群

参考文献

[1] 陈创练,李颖卓.宏观杠杆风险与信贷流向监测的宏观审慎管理对策[J].金融市场研究,2023(08):12-20.

[2] 德邦证券.美国次贷危机复盘与启示[R].2023.4.

[3] 广发证券.债务周期下全球股市大底如何形成——“债务周期大局观”[R].2024.1.

[4] 纪敏,李宏瑾,牛慕鸿.降杠杆需要保持合理适度的利率水平[J].金融纵横,2018(04):3-8.

[5] 李迅雷.日美去杠杆对中国的借鉴[J].新金融,2017(06):4-8.

[6] 张晓晶.“三重压力”下的债务可持续性[J].金融市场研究,2022(01):10-17.

[7] Li,Cheng.Financial leverage interactions:evidence from US households and government sectors.Applied Economics Letters.2022(30):1-5.

[8] Lin,J.Feasible Deleveraging Options for Chinese Corporations:The Experiences of theUnited States and Japan[J].International Journal of English Literature and Social Sciences,2020:5(2).

[9] Ueda,K.Deleveraging and Monetary Policy:Japan since the 1990s and the United States since 2007[J]. Journal of Economic Perspectives,2012,26(3):177-202.

Policy Reaction and Market Performance in the US Post-Crisis Debt Deleveraging Cycle

LIU Jingrong　LU He　LIU Shijia

(Debt Capital Markets Department, CITIC Securities)

Abstract　This paper analyzes the policy initiatives and their effects in the US debt deleveraging cycle after the subprime crisis and draws qualitative conclusions by observing subsequent market trends.The study shows that in the post-crisis debt deleveraging cycle in the US,the private sector downsized spontaneously,while the government increased leverage to prop up the economy.A loose but stable monetary policy in support of economic recovery was crucial,while rapid and aggressive macroeconomic policy measures were the core factors that enabled the US to quickly exit the debt deleveraging cycle.Analyzing the economic and debt deleveraging cycles in the US helps in the understanding of China's current situation of high macro leverage and provides a reference for the nation's policy response to the debt deleveraging cycle.

Keywords　Leverage, Debt Deleveraging, Government Sector, Private Sector, Policy Response

JEL Classification　E44　O11　O23