



靳毅：“资产负债表衰退” 是如何发生的？



意见领袖 | 靳毅

“资产负债表衰退”是对 1990 年-2005 年日本经济衰退的特殊现象做的总结。我们认为类似的历史演绎，还有 20 世纪 30 年代的美国大萧条及罗斯福新政时期。

我们判断一个国家出现长期资产负债表衰退，需要经历四个步骤：

(1) 前期私人部门动用大量杠杆资金参与资本市场投机，泡沫破裂后私人部门资产负债表受损；

(2) 私人部门破产，风险传导至以银行为核心的金融体系；导致银行不良资产率上升、流动性收紧，进一步加剧经济衰退；

(3) 政府救助缓慢，没有及时帮助金融系统清理坏账、以及加杠杆刺激经济，导致衰退时间延长、衰退幅度加深，深度损害了私人部门信心；

(4) 金融危机结束后，一个国家因为外部竞争、或内部严格监管，导致产业发展停滞、信心不振，“流动性陷阱”长期存在。

所谓“资产负债表衰退”，本质上还是短期“金融危机”与长期“增长停滞”相结合的现象。其他国家若想要避免发生类似的衰退与危机，则需要做好三件事情：

(1) 遏制杠杆资金进入金融市场炒作。

(2) 金融市场泡沫破裂后，关注银行业不良资产情况，政府及时进行

救助。

(3) 有活力的实体经济，是脱离经济危机的最重要手段，危机后谨慎出台收缩性、强监管政策。

风险提示：货币政策超预期收紧、财政政策不及预期、资本市场波动风险、历史数据无法预测未来走势，相关资料仅供参考。



正文

1、什么是资产负债表衰退？

资产负债表衰退是指一国的资产价格发生暴跌下，居民、企业资产大幅缩水导致技术性破产。在这时。私人部门从追求利润最大化转为追求负债最小化，继而引发企业（居民）大幅度、长周期去杠杆的行为。

对比正常的经济运行，资产负债表具有以下几个显著的特点：

1. 资产价格暴跌；
2. 货币政策失效，信贷需求不足；
3. 企业（居民）大幅去杠杆；
4. 物价出现通缩。

这一经济现象，类似于凯恩斯所提出的“流动性陷阱”——即利率水平下降，也无法刺激实体经济的融资需求恢复，货币政策濒临失效。

“资产负债表衰退”是对 1990 年-2005 年日本经济衰退的特殊现象做的总结。我们认为类似的历史演绎，还有 20 世纪 30 年代的美国大萧条及罗斯福新政时期。

我们将用上述两个例子做详细说明：

2、资产负债表衰退的历史演绎

2.1 美国大萧条及罗斯福新政

2.1.1、衰退前期

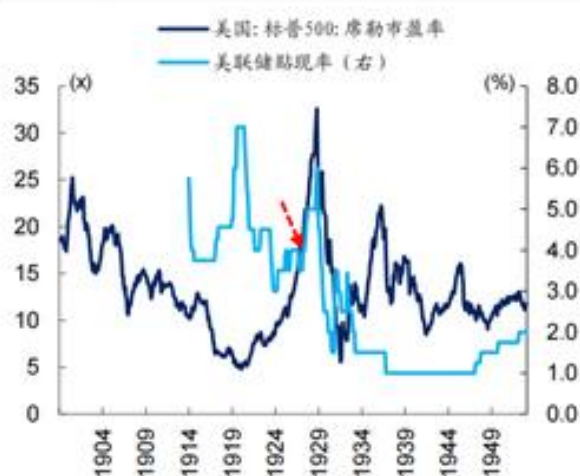
20 世纪 20 年代中后期，美国经济繁荣、货币政策宽松，催生了柯立芝时期的美股大牛市。牛市中后期，股价上涨诱使投机者不断加杠杆入市，催生股市泡沫。

股市杠杆资金，一方面来源于美国银行机构。由于当时美国金融体系并未实行“分业经营”，大量银行机构借贷给股市投资者。同一时期美国通胀温和，美联储在 20 年代实行较为宽松的货币政策，助推了银行资金入市。

另一方面来源于美国大型企业。例如标准石油公司，当时每天拆借给股市经纪人 6900 万美元，以获取高额利息。在股市投机最兴盛的 1928 年，非银行机构对股市经纪人的贷款较前一年翻了一番，共有 39 亿美元企业结余资金通过拆借给经纪人的方式流入股市，甚至超过了银行投放的经纪人贷款。

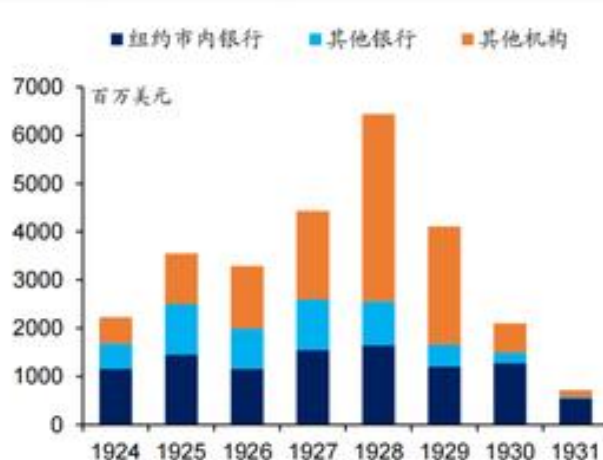
在大量的杠杆资金作用下，美国股市泡沫化严重，1929 年 9 月美股席勒市盈率达到 32.56 倍的历史最高点。

图 1：1927 年下半年美联储一度降息



资料来源：圣路易斯联储、Wind、国海证券研究所

图 2：美国股市经纪商贷款来源



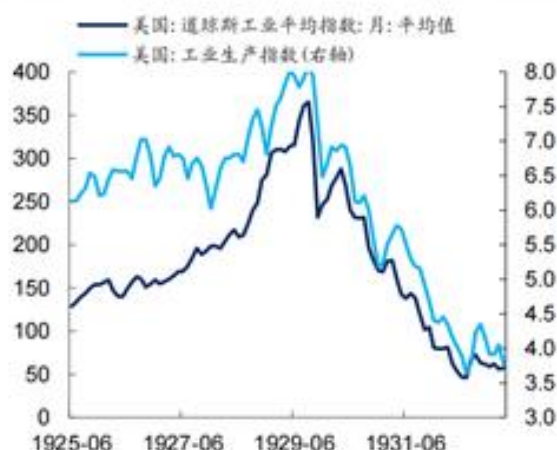
资料来源：美国商务部、国海证券研究所

2.1.2、衰退中期

从 1928 年开始，美联储认为“大量企业正在向股市放贷，破坏了美联储系统的稳定”。为了遏制股市投机，美联储开始提高贴现率。从 1928 年下半年到 1929 年 9 月，美联储贴现率从 3.5% 提高至 6%。

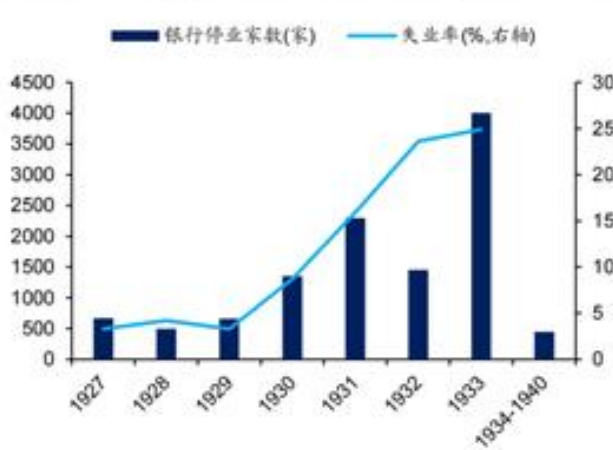
美联储货币政策收紧，引发了 1929 年 10 月份之后的美股崩盘。股票价格大幅下跌，首先使得股票经纪商破产。参与股市借贷的银行和企业，贷款无法收回，继而也大面积破产。

图 3：美国大萧条期间，股价与工业生产暴跌



资料来源：Wind、国海证券研究所

图 4：美国大萧条期间，银行大面积破产、失业上升



资料来源：美国商务部、国海证券研究所

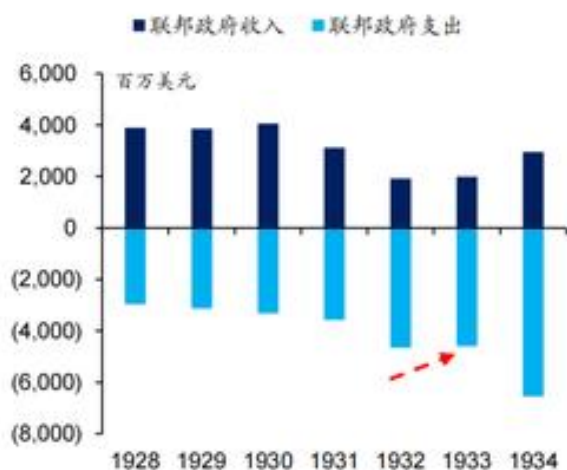
然而，股市崩盘并非大萧条的全部诱因。在大萧条期间，美国政府与美联储在财政、货币政策方面救助不及时，也加深了经济衰退幅度。

财政方面，1929 年 3 月-1933 年 3 月共和党胡佛政府执政。胡佛政府秉承“小政府”的传统思路，追求财政平衡，因此在 1930 年-1931 年的衰退前期，胡佛政府并未大幅扩张赤字来挽救经济。而在衰退加深的 1933 年，由于政府税收下降，胡佛政府甚至还缩减了支出，进一步打击经济信

心。

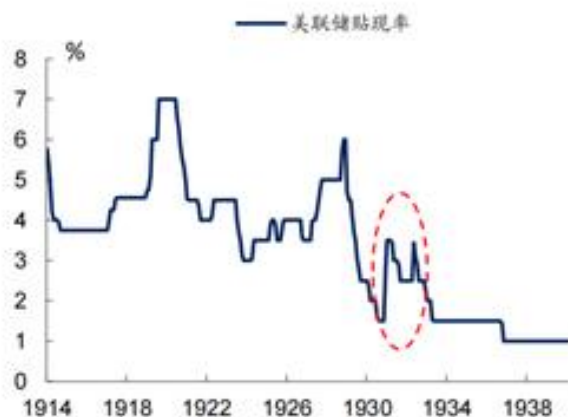
货币政策方面，胡佛政府任期内美国依然维持金本位制度。而美联储黄金库存有限，限制了美联储印钞与救助金融系统的能力。1931年-1933年，由于银根紧张，美联储甚至还上调了贴现率，侧面导致银行破产潮的扩大。

图 5: 1933 年，胡佛政府缩减财政支出



资料来源：美国财政部，国海证券研究所

图 6: 1931-1933 年，美联储上调贴现率



资料来源：圣路易斯联储，国海证券研究所

2.1.3、衰退后期

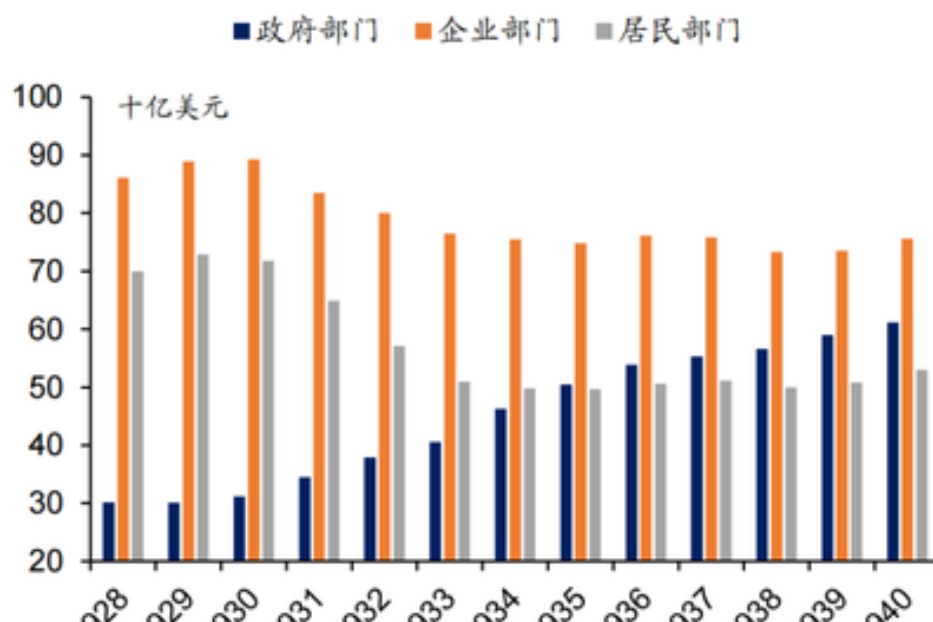
1933 年 3 月罗斯福政府上台执政，实行财政、货币双宽松政策：一方面，联邦政府大幅度举债扩张赤字，进行基础设施建设；另一方面，联邦政府取消金本位制度、禁止私人持有黄金和将黄金出口海外，大幅提高美联储投放货币的能力。在罗斯福政府“财政+货币”的组合拳下，1934 年后美国金融系统重获稳定、经济渐有起色。

然而，美国经济就此恢复繁荣了么？并没有。

相反，在 20 世纪 30 年代中后期，美国出现了凯恩斯所认为的“流动性陷阱”。即使美国政府大幅扩张赤字，叠加美联储将贴现率下调至 1.5% 的历史低位，美国私人部门信贷需求始终没有起色。

从 1930 年至 1940 年，美国企业部门净负债从 893 亿美元下降至 756 亿美元；居民部门净负债从 718 亿美元下降至 530 亿美元。1940 年，美国固定资产投资额竟然没有超过 1929 年，同一年美国失业率高达 14.6%。显然这是一轮典型的“资产负债表衰退”行情。

图 7：1928-1940 年，美国各部门净负债情况



预览已结束，完整报告链接和二维码如下：

https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_44081

