

DOI:10.20032/j.cnki.cn10-1359/f.2026.02.007

危机中的美国家庭资产负债表调整 及对中国的启示

李成 张小波

内容提要 21 世纪以来,美国先后遭遇互联网泡沫破裂、次贷危机和随之引发的金融危机以及新冠疫情三次重大危机。本文重点考察了在上述背景下美国家庭资产负债存量调整情况,分析其对贫富分化、债务风险等方面的影响。总体来看,第一次和第三次危机对美国家庭财富的影响较为有限,而 2007—2009 年金融危机的影响程度最大,危机后美国家庭财富水平迟迟未恢复到之前的水平,家庭部门的金融行为与风险偏好产生结构性改变。在分配方面,危机对富裕阶层的直接冲击大于中低收入阶层,但这种贫富差距的改善并不持久。结合中国实际情况,美国经验可以为中国家庭资产负债表调整提供若干启示:一是加快构建以资产负债表为核心的宏观存量核算体系;二是经济下行时,逆周期调节应加大财政直接救助力度,严格控制资产泡沫和债务杠杆;三是实施有针对性纾困政策的同时,要注重分配调节的长期性与差异化;四是充分评估家庭部门和金融系统的抗压能力,警惕房地产下行引发家庭资产负债表恶化风险,防范债务压力向消费和金融体系传导。

关键词 经济危机;家庭资产负债表;财富分配;债务风险

JEL 分类号 E21, D14

作者简介 李成:中国社会科学院经济研究所 北京市西城区月坛北小街 2 号 100836 电子邮箱:licheng@cass.org.cn;张小波:西南财经大学马克思主义学院 四川省成都市温江区柳台大道 555 号 611130 电子邮箱:zhangxb@swufe.edu.cn。

基金项目 研究阐释党的二十届三中全会精神国家社科基金重大专项“国家宏观资产负债表管理的重要意义、难点问题和机制创新研究”(24ZDA037)。

一、引言

围绕“十五五”时期的经济社会发展规划，党的二十届四中全会提出“编制宏观资产负债表，全面摸清存量资源资产底数，优化资产负债结构”等一系列重要工作部署。这是对党的二十届三中全会关于“探索实行国家宏观资产负债表管理”战略谋划的具体展开和持续推进，为未来五年构建和完善资产、负债宏观管理体系指明了政策思路与实践方向。在这一背景下，从存量视角认识经济活动，把握周期运行规律，成为我国宏观经济研究和政策制定的重要课题。

需要指出的是，尽管近年来我国在宏观资产负债表编制和运用方面已开展了一系列有益探索，但整体看来，相关理论探讨和政策应用仍处于起步阶段，特别是在核算体系、数据质量，以及将资产负债表嵌入宏观管理、风险预警和政策评估等方面均存在较大的改进空间。尤其值得注意的是，围绕家庭部门等微观主体资产负债表在经济周期与金融风险中的动态特征，学术研究与管理实践均较为薄弱。

由此，系统梳理和借鉴相关国际经验，对推进我国宏观资产负债表管理、深化“存量改革”具有重要的理论和政策价值。相对而言，在诸多国家之中，美国以其巨大的经济体量、发达的金融体系、丰富的危机应对实践和成熟的存量核算体系，为探讨相关议题提供了一个典型样本。基于此，本文聚焦 21 世纪以来三次重大危机：互联网泡沫破裂、2007 年次贷危机及其引发的金融海啸以及 2020 年新冠疫情，重点分析美国家庭部门的资产负债表调整及相关政策。需要强调的是，在美国国民经济中，家庭部门在资产、负债

及净资产（或净值、财富）规模上居于绝对的主导地位（张晓晶等，2024）。根据国民经济帐户体系（SNA）等统计标准，家庭部门作为国民财富的最终持有部门之一，基本等同于私人部门，是私人经济活动的主体。^① 因此，当遭受重大危机冲击时，家庭资产负债表的规模变化与结构调整对整个国民经济体系影响深远，进而成为理解危机冲击机制、演化过程以及政策因应的关键线索。

二、资产负债表方法及其应用

考虑到基于资产负债表的研究视角尚不常见，此处稍作回顾。宏观层面的资产负债表在项目、结构、会计原则等方面均类似于相应的企业财务报表，区别主要在于其核算对象是一个经济体或构成部门。它反映了在特定时点相应经济体或部门的资产、负债及净资产等存量财务状况。实际上，早在 20 世纪 60 年代，美国著名经济学家戈德史密斯等人便开始编制、分析美国和其他发达国家的宏观资产负债表（Goldsmith and Lipsey, 1963）。但在相当长的时间内，上述研究并未引起足够重视。直到 20 世纪 90 年代，在对日本、拉美、东南亚等地区的经济停滞或金融危机的研究中，资产负债表的视角才开始增多：Koo 等（2009）辨析了“资产负债表修复”路径，用私人部门的“偿债动机”解释了日本经济的长期萧条；Allen 等（2002）初步提出“资产负债表方法”，并以此考察了泰国、阿根廷等地资产负债的若干“错配”。当然，上述研究虽然在学界产生

^① 在 SNA 体系中，净资产的最终持有部门为家庭（或私人）和政府。其他部门，如非金融企业和金融机构，其在合并之前的净资产会以股权形式，划归家庭或政府所有——作为两部门的金融资产。当然，在美国的统计核算实践中，由于归属划分、市场估值等问题，上述处理并不彻底，因而在合并后的国家资产负债表账户中，非金融企业和金融机构仍保留较小的、未被分配的净资产。

一定影响，但仍限于局部地区的描述性分析，并未进入主流学派的视域。

直到国际金融危机爆发，这一源于美国的全球性危机才引起学术界对资产负债表等存量研究的高度关注。Brunnermeier（2009）和 He 等（2010）较早地从美国金融部门的资产负债表调整及错配风险等角度考察危机的成因及演进。阿蒂夫·迈恩和阿米尔·苏非（2021）则聚焦美国家庭部门的财富积累、贷款形成（以住房贷款为主），及其中蕴含的风险，并在此基础上考察了需求、储蓄、风险偏好等方面的变化及后果。Cochrane（2017）从基础理论层面总结了“宏观金融”分析框架，强调从资产价格、借贷行为、风险态度等金融层面研究商业周期，其中也蕴含了以资产负债表为核心的存量分析框架。就中国而言，基于类似背景，相关研究也开始涌现。其中，关于宏观资产负债表编制及分析的代表性研究包括李扬等（2013）、马骏等（2012）、张晓晶等（2024）。同时，家庭部门资产积累、债务风险、异质行为、房地产市场等专题也在近年来引发学界广泛关注，相关研究包括阮健弘等（2020）、白鹤祥等（2020）、刘子威等（2021）、余静文和姜竣雯（2024）、宁磊等（2024）。总体看，现有文献虽然在思路与分析框架上有所差异，但均为中国资产负债表的编制、数据估算、结构分析、政策应用等提供了良好开端和有益参考。

主要发达经济体的官方统计核算也取得重要进展。美国经济分析局（BEA）和联邦储备银行（美联储）合作构建了“整合宏观账户”数据（IMA）。IMA 以联合国等发布的《2008 年国民账户体系》（SNA 2008）为蓝本，经过一定调整，核算了近六十余年来美国年度及季度国家和各机构部门的资产负债表。该数据还区分了资产价格和数量等不同因素对存量规模的影响。相较于其他主要经济体，

有如此长时段、高频度、精细化的资产负债表数据尚不多见。

除 IMA 外，自 20 世纪 60 年代起，美联储开始对消费者的金融状况进行微观抽样调查，并在 20 世纪 80 年代形成了比较成熟的“消费者金融调查”数据（Survey of Consumer Finances）。调查以美国约 6500 户家庭为样本，通过概率抽样、对富裕群体进行“过采样”等方法来确保代表性。该数据最大特色在于区分了不同经济阶层（包括按照收入或财富占比分位划分）的资产负债情况，因此对于研究收入 / 财富分配和债务压力差异性等问题有着特殊价值。

三、危机中的经济起落及资产负债表整体调整

为便于理解家庭资产负债表调整的现实背景，本文对三次重大危机以及相关应对政策作简要介绍与分析。在具体展开前，首先需要明确：这三次危机导致美国产出、就业、消费等宏观指标明显下滑，因此均被美国国民经济研究局（NBER）判定为出现“经济衰退”，即经济活动在一段时期内呈现出从波峰到波谷的下行过程。表 1 列出了具体的周期阶段划分。

波峰出现时间	波谷出现时间	波峰到波谷持续月数（收缩期）	前次波谷到此次波峰月数（扩张期）	其间季度 GDP 最低增速	危机前后 GDP 变化（亿美元，现价）
2001 年 3 月	2001 年 11 月	8 个月	120 个月	2001 年三季度：-1.6%	2001 年一季度至 2002 年一季度：+3133
2007 年 12 月	2009 年 6 月	18 个月	73 个月	2008 年四季度：-8.5%	2007 年四季度至 2009 年三季度：-2662
2020 年 2 月	2020 年 4 月	2 个月	128 个月	2020 年二季度：-31.2%	2019 年四季度至 2020 年三季度：-5559

资料来源：GDP 及其增速来自 BEA，且经季度调整；其他由作者计算。

（一）事实演进

从表 1 可见，互联网泡沫破裂危机持续时间较短，导致的经济衰退程度也较温和，且相应的产出损失在一年内得以补偿甚至有所超越。由此可见，这是一场发生在“大稳定”（Great Moderation）期间的局部性调整，对其他国家的影响也极为有限。2007—2009 年的危机持续时间最长，对全球影响最深远，美国经济增速下滑程度也明显大于第一次。特别是在 2009 年三季度走出衰退时，其产出规模仍未恢复到危机前的水平。若考虑通货膨胀和时间间隔，这一差距更为显著。实际上，直到 2010 年一季度，美国 GDP 名义值才超过危机前的水平，而且此后的潜在增长率也开始下降。相比之下，新冠疫情导致的经济收缩虽然仅持续两个季度，但起伏最为剧烈：谷底时（2020 年二季度），产出萎缩近 1/3，此后又在三季度强力反弹，单季降幅和升幅均创美国第二次世界大战后的纪录。但与金融海啸冲击类似，在增长企稳回升时，GDP 规模仍低于冲击前的水平，直至 2021 年一季度才实现超越，而受大规模救助计划、病毒变种等影响，失业人数到 2021 年底才恢复到疫情前的水平。

整体看，历次危机的成因和演进各有特点，因此对家庭相应行为和资产负债表调整的影响也不尽相同。互联网泡沫破裂危机源于 20 世纪 90 年代信息行业的快速崛起，这直接推动美国及全球信息产业相关股票持续拉升。加之过度投机活动、乐观情绪以及对资本友好的财税政策等因素影响，资产泡沫不断膨胀，出现“非理性繁荣”（罗伯特·J·希勒，2016）。1995 年 1 月至 2000 年 2 月，纳斯达克综合指数从 700 余点飙升至 4600 余点。此后，随着互联网热潮消退，该指数在短时间内迅速回落。更为重要的是，泡沫破灭不仅重创互联网相关行业，还通过家庭财富缩水、消费者信心受挫、上下游产

业链受阻等多种渠道，波及美国整体经济表现。2001年一季度，美国GDP实际增长率降至-1.3%，此为1991年一季度以来首次记录的负值，2001年三季度进一步下行至-1.6%。需要注意的是，美国股市持续下行始于2000年一季度，即早于整体经济衰退近一年。与这一演进特点相对应的是，美国家庭持有的金融资产（特别是股权资产）在2000年初便开始大幅度萎缩，随后在危机期间企稳并小幅回升。但与此同时，住房资产及相应贷款规模却持续膨胀。两者相比，债务增长快于资产扩张，导致家庭资产负债率整体上行（见表2）。

表2 危机中的家庭资产、负债变化

单位：亿美元（现价）

危机	参考期间	家庭总资产	住房	金融资产	股权投资	家庭负债	住房抵押贷款	家庭净资产
互联网泡沫破裂	2001年一季度至2002年一季度	+ 30779 (5.92%)	+ 14801 (9.94%)	+ 14309 (4.25%)	+ 4939 (3.27%)	+ 7147 (9.53%)	+ 5711 (11.35%)	+ 23632 (5.31%)
次贷危机与金融海啸	2007年四季度至2009年三季度	- 88833 (-10.49%)	- 44000 (-17.02%)	- 45876 (-8.49%)	- 57464 (-23.3)	- 2249 (-1.54%)	- 1342 (-1.24%)	- 86584 (-12.35%)
新冠疫情	2019年四季度至2020年三季度	+ 64327 (4.83%)	+ 21227 (6.33%)	+ 40337 (4.32%)	+ 2201 (4.88%)	+ 3361 (2.04%)	+ 3006 (2.80%)	+ 60967 (5.22%)

注：表中括号内为累计增减幅度。

资料来源：作者根据BEA数据计算，且经季度调整。

2007—2009年的危机直接源于美国次级贷款的大面积违约和金融衍生品的泛滥，后者又引发美国乃至全球的系统性金融危机。

此次危机的政策背景主要有两方面：一方面，小布什执政期内的若干鼓励自有住房政策，激发住房市场的繁荣；另一方面，受“大稳定”期间良好的宏观经济影响，此段时期美国的货币政策趋向宽松，格林斯潘领导下的美联储多次降息，并放松金融监管。上述一系列政策因素和其他结构性、周期性因素叠加，最终酿成“金融海啸”。在这一冲击下，美国家庭部门的住房资产价值萎缩近17%——主要由估值调整引起，但受债务“刚性兑付”的影响，同期负债变化不大，因此资产负债率相应攀升。在此后相当长一段时期内，随着住房政策的调整和公众购房、借贷等行为的转变，房产积累速度放缓、房贷增速骤降，美国家庭资产配置开始更多转向金融资产。

需要注意的是，前两次危机有一个重要的共性，即均主要来自经济/金融系统内部。相比之下，2020年的衰退则主要源于由新冠疫情造成的“外生”冲击，在此之前美国经济扩张已持续128个月，创下历史纪录。因此，至少从目前情况看，在较好的经济基本面条件下，无论是美国经济总量还是家庭资产配置均在剧烈但短暂的调整后重新回归原来的趋势，并未“脱轨”或“换轨”，家庭财富积累、借贷行为以及风险偏好等趋势也未发生较大改变。当然，由于疫情延续、复苏未稳，且通胀高位运行，新冠疫情对美国经济、社会的影响还在延续，对家庭资产负债的影响还需进一步观察。

（二）应对政策

在三次危机中，美国均从财政、货币、金融监管、社会救助等多方面推出应对政策，虽取得短期成效，但也遗留诸多问题。这在家庭资产负债表中也有所体现。

互联网泡沫破裂时期，为抵御下行压力，美联储实施了宽松货币政策：联邦基金利率连续下调至 1%，30 年期房贷利率也显著下降。与此同时，小布什政府推出多项扩张性财政政策：不仅沿用了《社区再投资法案》(Community Reinvestment Act)，更推出《美国梦首付法案》(American Dream Downpayment Act) 等立法举措，以倾斜性金融政策降低房贷申请门槛，助力中低收入群体购房。这些措施导致美国房价持续攀升：标普 / 凯斯 - 希勒指数 (S&P/Case-Shiller Index) 从 2002 年 1 月的 116 升至 2006 年 7 月的 185。家庭财富快速膨胀，但也扭曲了市场行为：存款机构大量发放次级房贷，出现过度证券化与金融衍生品泛滥现象；中低收入家庭房产及房贷规模激增，风险被房地产市场的繁荣所掩盖，为日后的危机埋下伏笔。

次贷危机爆发后，美国政府推出更大规模的应对措施。美联储综合运用传统与创新性货币政策，包括连续降息、调整公开市场操作规则、新增多种融资工具和启动多轮量化宽松政策等，为市场注入充足流动性。同时，美联储与财政部联合对受困大型金融机构实施紧急救助：2008 年 9 月接管房利美和房地美，10 月推出 2500 亿美元银行业注资计划，避免金融体系瘫痪。小布什与奥巴马政府先后签署包括《多德 - 弗兰克华尔街改革和消费者保护法案》(Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act) 在内的多项立法，旨在规范金融部门活动、强化消费者保护，并赋予美联储及新设委员会更强的金融监管责任。整体而言，此轮救市有得有失：初期因雷曼兄弟公司等重要金融机构未及时获得救助加剧了市场恐慌，但后续政策力度持续加大且更具系统性，有效修复了金融机构资产负债表，抑制了系统性风险的蔓延，并对家庭部门的现金流恢复、存量财富回升和债务去杠杆起到了一定的积极作用。然而，上述举措在危机后支撑了住

房、股票等资产价格的上涨，这显然更加有利于财富所有者而非普通工薪阶层，进一步拉大了贫富差距。同时，各类刺激计划也推高了政府财政赤字、加剧了通胀压力，挤压了财政政策未来的操作空间。

2020年新冠疫情对美国经济造成空前的短时冲击，联邦政府迅速出台强力干预措施。美联储两次紧急降息至接近零的历史低位，并通过消费信贷、债券市场等渠道为家庭与实体企业提供融资支持，推动股市快速反弹，助力家庭金融资产恢复增长。同时，特朗普与拜登两届政府相继推出多轮财政支持计划，通过直接支付、延长失业救济、税收优惠等措施对家庭与企业纾困。与次贷危机不同，此次救助重点转向微观市场主体，短期内在一定程度上缓解了家庭债务风险、保障了居民的基本生活和社会运转。然而，从中长期来看，与前次危机应对类似，扩张性政策进一步加剧了政府赤字，损害其资产负债表稳健性，并推高了资产价格与整体通胀水平。这既为金融体系与物价稳定埋下了新的隐患，也给家庭现金流和资产负债表带来压力。

四、贫富阶层资产负债调整的异质性

对于家庭部门整体的资产负债变化而言，危机及其因应举措对不同收入/财富阶层的影响往往存在巨大差异，甚至会催生绝对的受益者和受损者。显然，这种异质性又会进一步影响分配格局，因而成为利益冲突、社会动荡的主要诱因。

实际上，美国国民财富主要由少数位于分布顶端的“富人”拥有，而广大中低经济阶层则所获寥寥。根据法国学者估算，2018年，美国最富有的前10%人群拥有全国74%的私人财富，而位于分布后端的半数人口其财富合计占比仅为2%（Piketty, 2019）。前者的经济状况变化主要可以通过净资产反映，而后者

由于几乎“无产”，高度依赖现金流量，即工资收入和其他福利补助。基于此，为反映危机对不同经济阶层的差异化影响，本文比较了相关指标在危机前后的增减情况。

表3 危机期间劳动者报酬、社会福利与净资产变化

单位：亿美元（现价）

危机	劳动者报酬	社会福利	劳动者报酬及 社会福利合计	家庭净资产
互联网泡沫破裂	+ 106 (0.18%)	+ 1132 (10.22%)	+ 1238 (1.73%)	+ 23632 (5.31%)
次贷危机与金融 海啸	- 2310 (-2.90%)	+ 4083 (23.62%)	+ 1773 (1.83%)	- 86584 (-12.35%)
新冠疫情	- 671 (-0.58%)	+ 11926 (38.25%)	+ 11255 (7.64%)	+ 60967 (5.22%)

注：时间区间同表1；表中括号内为累计增减幅度。
资料来源：作者根据 BEA 数据计算。

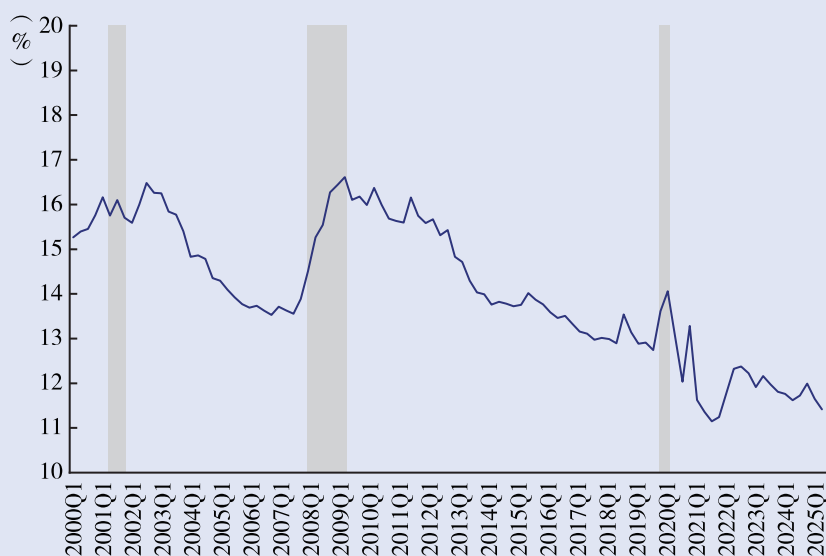
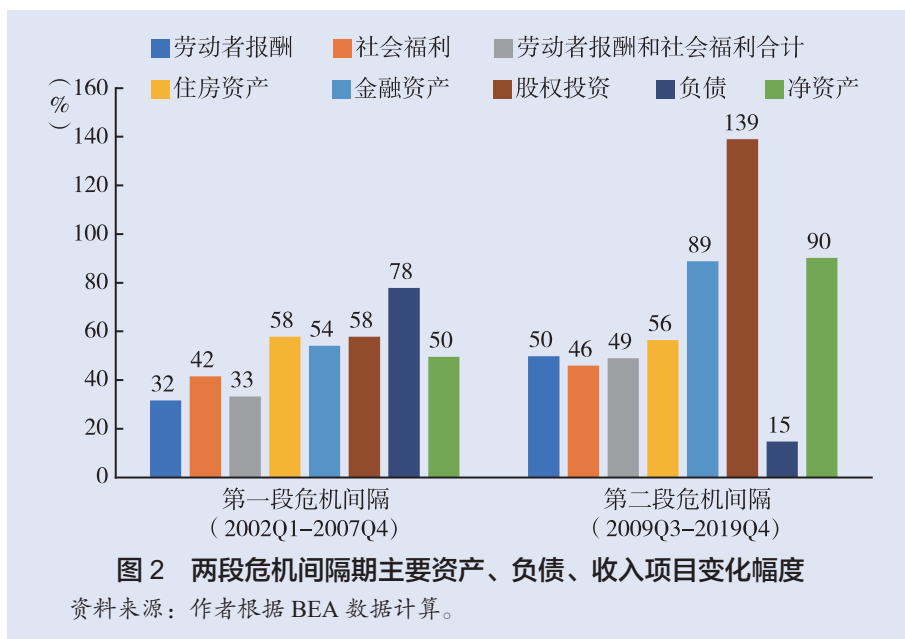


图1 劳动者报酬及社会福利合计 / 净资产

注：暗色区间对应 NBER 定义的衰退季度（下同）。
资料来源：作者根据 BEA 数据计算。

从表 3 可见，在互联网泡沫破裂前后，劳动者报酬略有增长，社会福利涨幅较大，两者合计增长 1.73%，仍明显低于家庭净资产的增速 5.31%。因此，相比于“富人”，尽管有社会救助和纾困政策的支持，但中低经济阶层在此次危机中受到的直接损害更大。更为重要的是，从图 1 反映的长期趋势看，危机结束后不久，劳动者报酬和社会福利的相对增速虽一度回升，但大部分时间里仍低于净资产的增长。从危机间隔期间的分项增速看（见图 2），在互联网泡沫破裂和次贷危机之间的近六、七年间，得益于前述的住房政策和宽松的金融监管，美国居民住房资产规模增长 58%、金融资产增长 54%、净资产增长 50%，而同期劳动者报酬和社会福利仅增长 33%。



这种分化趋势从美联储公布的“消费者金融调查”中也可得到进一步印证：对比 2001 年、2007 年两次调查数据，位于净资产分布

顶端前 10% 家庭的户均净资产从 463 万美元升至 569 万美元，^① 增幅近 23%，快于其他分位人群；而底端 25% 家庭的户均净资产从 130 万美元降至 -3010 美元，即陷入资不抵债的状况。显然，这也加剧了次贷危机前美国金融系统的脆弱性。

与互联网泡沫破裂危机有所不同，在 2007—2009 年，劳动者报酬虽有下降，但社会福利的增长幅度远高于前期，两者合计在两年内实现了 1.83% 的轻微上浮。在财富方面，由于总资产剧烈收缩，特别是住房资产降幅高达 17%，金融资产中的“股权投资”骤降 23%，使得净资产出现较大负增长。如图 1 所示，整个衰退期间，美国劳动者报酬与社会福利对净资产的比率持续上升，甚至在 2009 年二季度创本世纪新高。由此可见，此轮危机至少在核心爆发期对较为富裕的“有产者”冲击更甚。但与前次危机类似，危机过后这一比率旋即回落。从图 2 的分项统计可以探知其中的原因：在更长的第二次间隔期内（约 10 年），劳动者报酬及社会福利增速较慢，虽然住房资产扩张明显放缓，但得益于股权投资大幅上扬和住房贷款急剧收缩等因素，净资产积累速度依然较快。

同样地，“消费者金融调查”也进一步佐证了以上贫富分化的长期趋势。对比 2007 年、2010 年数据，各阶层的家庭净资产均出现下降。但在 2010—2019 年，顶端前 10% 家庭户均净资产从 503 万美元升至 662 万美元，增长 32%。这一幅度仅略低于中等偏低阶层（25% ~ 49.9% 分位）的增幅，但明显高于其他分位人群的增幅。其中，底端 25% 家庭的净资产仍为负值，仅从 -1.66 万美元微升至 -1.58 万美元。

^① 本文引用的“消费者金融调查”数据均以 2022 年价格衡量，已经剔除了通货膨胀因素。

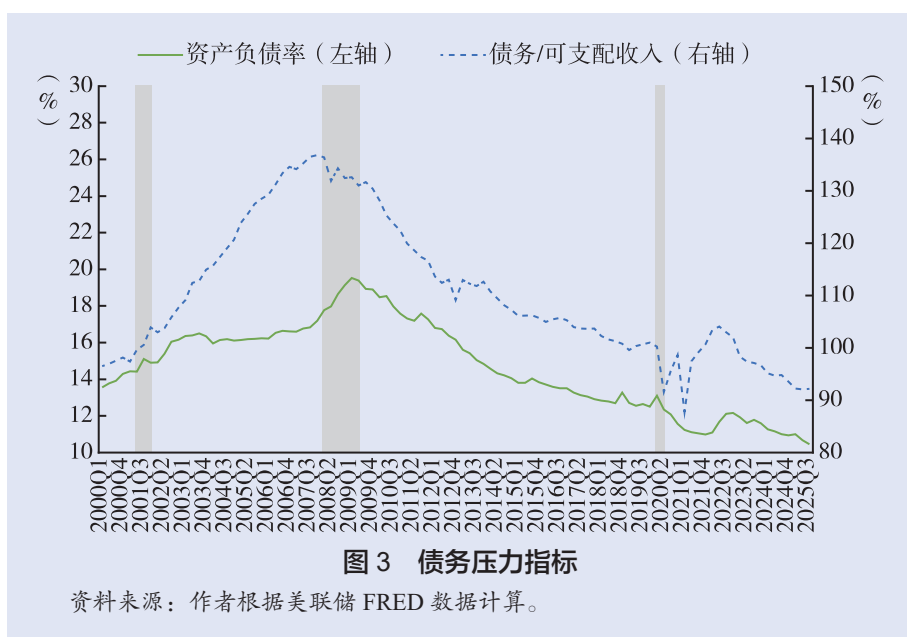
与前两次危机类似，受特朗普、拜登两届政府推出的救助计划以及美联储的宽松货币政策等因素影响，新冠疫情引发的经济衰退也在短期内出现有利于中低收入阶层的变化。如图 1 所示，危机爆发以来，劳动者报酬和社会福利合计占净资产的比例虽有反弹，但仍呈波动下行的趋势，并出现本世纪的新低。此外，相关扩张性的宏观政策引发美国近四十年来最为严重的通货膨胀。这一局面产生了双重影响。一方面，充裕的流动性推动股票、住房等资产价格上涨，家庭持有的相应资产规模也快速膨胀。在 2020 年三季度，家庭股权投资和住房价值均已超过疫情前（2019 年四季度）的水平，分别上涨 5% 和 7%。其后，股票、住房等资产价值在 2021 年进一步快速上涨，同年四季度较疫情前增长 38% 和 30%。另一方面，由于工资、福利等收入的调整滞后于通胀，工薪阶层的实际购买力遭受侵蚀。

五、危机对家庭金融风险的影响

显然，经济周期波动会对家庭部门的金融风险、债务压力等产生重要影响，而后者也会对经济活动产生反作用。需要指出的是，2008 年国际金融海啸之后，前文提及的“宏观金融”研究进展尤其引人注目，而经济周期、资产价格与债务调整又是其中的关键问题。如阿蒂夫·迈恩和阿米尔·苏非（2021）、Jordà 等（2019）都聚焦经济周期中的借贷行为和风险偏好等议题。本文通过观察资产负债表相关流量指标，探讨三次危机中美国家庭债务风险变化及相关作用机制。

从反映资本结构和债务风险的核心财务指标——资产负债率看，从互联网泡沫积累到“金融海啸”，美国家庭的这一比率大致呈现

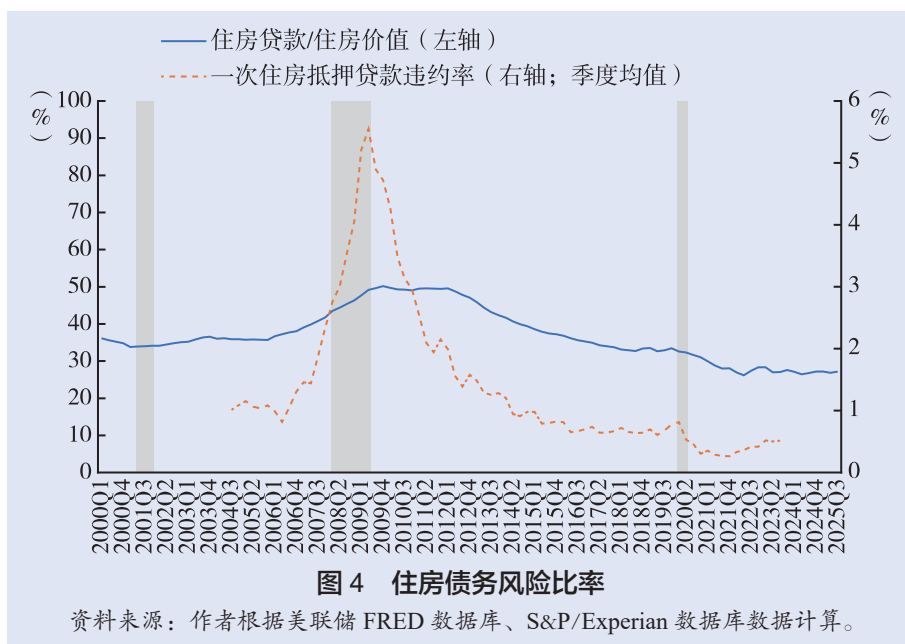
上升态势（见图3）。这主要是房地产市场走强、住房资产较快扩张所致。但在2002—2006年，升幅变缓甚至基本保持稳定。随着住房市场转向、次贷违约频现，资产负债率再次抬升，直到金融海啸高潮时达到近半个世纪的最高点后才开始震荡下行。值得强调的是，这种“资产负债表修复”或“去杠杆”趋势一直延续至今，即便新冠疫情危机也仅对其形成了短暂的扰动。



尽管资产负债率反映了最终的清偿能力和融资结构风险，但难以反映资产—负债的流动性匹配问题。为此，相关研究通常会考察负债与“现金流”的关系。图3展示了负债/家庭可支配收入这一关键指标的走势。可以看出，该指标的走势同资产负债率大致相同，但起落更为陡峭。其中，在第二次危机期间，其调整明显早于资产负债率近一年：前者阶段峰值出现在2007年四季度（142.7%），后者峰值出现在2009年一季度（19.5%）。如果观

察整个衰退期（即 2007 年四季度至 2009 年三季度），两种比率几乎呈现“一升一降”明显分化的趋势。究其原因，主要在于财税、社会救助等政策干预，在危机爆发期间往往更直接地作用于可支配收入而非资产——后者常因价格下行而迅速收缩。实际上，在 2007—2009 年危机期间，可支配收入每季度平均环比增幅为 0.45%，而总资产每季度萎缩 1.42%。

由于美国家庭主要的负债项和资产项分别为住房贷款和住房资产，因此两者的变化成为部门债务风险的重要来源。图 4 展示了两者比率（即“房贷—房值比”）的走势：在互联网泡沫破裂前夕，该比率处于 20 世纪 90 年代初以来的阶段性低点，在危机爆发期间基本保持平稳，并一直延续至 2005 年。但此后，房贷—房值比开始持续上扬，并且贯穿整个金融危机期间，直至 2010 年突破近六十年来来的最高点（约 50%）后才开始回落。这里需要进一步阐明的是，



这一比率在上行过程中，贷款与房产价值增速均在回落，但前者下降幅度小于后者；而在其下行时，情况与之相反。标普/益百利（S&P / Experian）发布的房贷违约率（一次抵押）与房贷—房值比率变化轨迹类似。在这一视角下，2007—2009年危机的影响更为明显：该比率在次贷危机期间陡升，并在危机结束前夕一度达到近5.5%的峰值，此后迅速滑落，新冠疫情暴发初期短暂抬升后，持续下滑，2021年底已不足0.3%。违约率的显著降低显示出美国住房金融市场出清的力度极强，短时冲击也就相应地更为剧烈。然而，值得注意的是，房贷违约率在2022年后再次有所上扬，但仍低于疫情前的水平。当然，相关趋势还有待继续观察。

危机对家庭债务风险的影响也因经济阶层不同而有所差异。根据“消费者金融调查”，从资产负债率、债务—税前收入比等指标看（见表4），美国收入前10%的家庭在前两次危机期间都经历了比较明显的资产负债表修复过程。相比之下，收入后20%人群的财务修复能力较弱，且绝对值远高于同期高收入人群，新冠疫情前其资产负债率与债务—收入比率已经高于21世纪初的水平。这说明，相较于高收入家庭，美国低收入家庭资产负债表更加脆弱，债务压力也大于前者——这可能既是系统性违约风险的重要来源，也成为抑制低收入人群消费的“罪魁祸首”。疫情前，不同贫富阶层的债务压力差异巨大，导致其在面对疫情和相关政策时的行为迥然不同。疫情后，美国高收入与低收入家庭的债务压力均有所缓解。其中，低收入家庭的资产负债表修复更为明显。这一变化主要得益于疫情期间及后续的政策支持与经济复苏动能的结构性分化。2020—2021年美国推出的多轮财政纾困计划，对低收入家庭的债务缓解起到了关键作用。但从长期看，尽

管疫情后短期修复显著，但美国低收入家庭资产负债表的脆弱性并未改变：2022 年其债务—税前收入比仍达 225%，是高收入家庭的 3 倍以上，且储蓄率仍远低于富裕阶层。这意味着，若未来出现经济衰退或政策收缩，低收入群体仍是债务违约的高风险人群，而高收入家庭凭借资产多样性和抗风险能力，将继续保持财务稳健。

表 4 不同收入阶层的债务压力（平均数）

年 \ 指标	顶端收入 10%		末端收入 20%	
	资产负债率	债务 / 税前收入	资产负债率	债务 / 税前收入
1998	10.1%	79.2%	22.3%	184.4%
2001	8.7%	67.8%	23.4%	168.1%
2004	10.6%	98.8%	27.2%	231.4%
2007	9.6%	87.1%	23.2%	255.6%
2010	11.7%	108.2%	31.1%	383.7%
2013	10.1%	88.1%	32.4%	283.2%
2016	8.4%	79.9%	30.1%	238.9%
2019	8.2%	85.4%	25.4%	244.4%
2022	7.7%	73.5%	19.2%	225.0%

资料来源：作者根据 Federal Reserve 数据库计算。

六、基本结论及对中国的启示

本文通过分析美国家庭在互联网泡沫破裂、次贷危机和继发的金融海啸以及新冠疫情三次危机中的财务状况变化发现，通过资产价格、政策应对、风险偏好等多种渠道，三次危机对美国家庭的资产和负债的规模、结构等均产生重要影响。总体来看，在第一次和第三次危机中，得益于市场自发调节和财政、货币等政策干预，美

国家财富的恢复较为迅速，其中住房资产回升最为明显。相对而言，2007—2009年的危机对家庭资产负债表的冲击最显著，且持续时间最长，家庭财富在危机结束后仍未恢复到前期水平。

比较三次危机的成因和传导机制可知，不同类型的冲击在家庭资产负债表中的反映和相关影响的传导路径具有一定共性，也有明显差异：互联网泡沫破裂主要经由股价大幅回调影响持股家庭名义财富和风险偏好，通过“财富效应—消费—企业盈利与投资预期”渠道影响实体经济；次贷危机则以房价反转和住房信贷收缩为主线，经由“房价—抵押贷款—信用约束—消费”机制传导，并在金融机构资产负债表恶化的背景下，引发更深层次、更持久的总需求不足和信用紧缩；新冠疫情属于外生公共卫生事件，首先冲击劳动收入和服务消费，而大规模财政转移支付和超宽松货币政策在相当程度上对冲了家庭部门资产负债表恶化，使消费收缩与资产价格上升两股力量并存，宏观上表现为经济的短期剧烈波动与中期通胀压力抬升。

此外，危机还对美国贫富阶层产生非对称影响。研究发现，除去短暂的“扰动”外，互联网泡沫破裂并未改变美国贫富分化加剧的大趋势。此后的住房市场繁荣和相关信贷的扭曲性扩张，虽然一度缩小了贫富差距，但也催生了新的资产泡沫，更助长了经济底层人群的风险偏好。类似地，此后的金融危机和新冠疫情虽然对资产所有者的直接冲击更大，但相关调整主要源于逆周期政策干预和资产价格的短期下行，因此带来的贫富差距改善也仅限于衰退的特殊时期。在经济企稳复苏和应对政策退出后，收入分配格局继续恶化。

综上，从资产负债表的特征、调整和相关传导机制等角度看，

三次危机共同揭示了一个一般性结论：家庭资产负债表既是冲击作用的主要载体，也是影响宏观经济波动与金融系统稳定性的关键环节。从这个意义上看，危机时期美国家庭资产负债表的演变及其对宏观经济的影响，并非特例，而是具有较强的代表性和参考价值，可以为中国探索实施宏观资产负债表管理提供重要启示。

结合中国的现实背景，资产负债表分析视角及相关应对政策的意义则更为突出。一方面，近年来房地产市场供求关系发生重大变化，房价普遍下行且预期走弱，而股市自 2024 年 9 月一揽子增量政策推出以来，整体表现相对良好。这意味着家庭部门面临的主要风险是住房资产价格调整和按揭贷款负担，而非大规模的股票财富缩水。从美国次贷危机经验看，如果房价持续低迷并叠加整体经济下行压力，家庭可能出于防范资产负债表恶化的动机而提高储蓄率、缩减消费，进而拖累内需恢复，影响地方财政收入。另一方面，我国家庭部门整体资产负债率仍低于美国，但近十余年的加杠杆主要集中在住房贷款领域，房地产价格和按揭负担的变化，对居民消费意愿、风险偏好以及金融体系稳健性的影响重大，甚至可能存在“放大器”效应。

结合上述分析，美国经验可以为中国相关政策制定提供多方面的启示。首先，作为传统流量分析的补充，危机冲击下的存量调整是理解经济周期、识别系统性风险、优化政策选择的重要视角。但目前中国相关存量统计体系仍不够完善，因而对家庭及其他部门的财富增减、资产配置、举债偿债等信息难以系统把握。鉴于此，应当按照党的二十届三中、四中全会有关部署，在借鉴国际标准并结合中国实际的基础上，加快构建以资产负债表为核心的宏观存量核算体系。具体而言，可考虑由统计部门牵头统筹，多

部门协同配合，实现涵盖家庭部门在内的资产负债表的常态化编制与定期发布。特别应指出，相关核算工作中尤其要聚焦住房资产、住房贷款等关键科目的动态变化，并探索基于家庭财富、收入等指标的分位数统计，以期更为精准地反映分配结构和家庭行为异质性。

其次，从美国经验看，危机的应对措施中财政的直接现金救助往往可以起到立竿见影的效果，对满足经济底层群体的消费、偿债等需求尤其重要。货币、住房等政策干预，虽然有助于资产价格的企稳，但会在较长时期内催生资产泡沫并加剧金融风险的积聚，甚至成为触发下一次危机的诱因。在此启发下，中国应在经济周期下行阶段加大财政扩张力度，特别是增强对家庭、中小微企业的直接资金支持，以避免财政发力难以落地或缺乏精准性的弊端，进而较快恢复私人部门的消费、偿债能力，畅通经济循环和金融循环。与此同时，应高度重视货币、宏观审慎等逆周期调控对金融稳定和通货膨胀的影响，特别要严格控制资产泡沫和债务杠杆，防止宏观政策陷于“非常态”的危机干预模式而长期难以回归正轨。

再次，美国实践表明，有针对性的危机救助对于缓解中低收入家庭受到的负面冲击、保障其基本生活水平确有必要。在直接但有差异的救助作用下，分配格局得以改善。但这种效果仅限于经济衰退的特殊时期，对贫富分化的长期趋势难有显著影响。尤其重要的是，货币宽松、监管弱化等举措往往会在此后推高资产价格，加剧中低收入人群资产负债表的脆弱性，导致分配状况随着危机消退而进一步恶化。鉴于此，应将危机期间的纾困和常态时的长效安排相结合。对中国而言，一方面，在逆周期调控中应当更加突出差异化，

特别是依托分位统计和其他信息，加大对弱势群体、欠发达地区的倾斜力度。为此，中央和地方财政可以通过转移支付、减税降费等方式，推出更加积极、更有针对性的调控举措。另一方面，需要充分认识到改善收入分配、实现共同富裕是一项超越单一经济周期的长期系统工程，涵盖财税改革、产业协调、区域合作、城乡统筹、社会保障等多个方面，因此需要在顶层设计之下推动不同部门、行业、地区协同发力、久久为功。

最后，2007—2009年金融危机后，美国家庭开启了长达十余年的“去杠杆”或资产负债表修复过程，债务风险相应回落。张晓晶等（2024）研究表明，同一时期中国家庭部门经历了一个加杠杆过程，资产负债率和债务/收入之比均呈上行态势。2008—2019年，中国家庭资产负债率从6.1%升至13.2%，债务/可支配收入比从33%升至92.8%。尽管从绝对水平看，上述指标依然低于美国同期水平，但其持续上行的走势不仅反映出中国家庭债务压力在不断加剧，更意味着其风险偏好的增强。而且与美国次贷危机前类似，这种债务杠杆的抬升在很大程度上同房地产市场的持续繁荣相关。事实上，中国人民银行调查数据显示，2019年我国城镇居民住房贷款占全部贷款的比重已达76%，显著高于美国65%的同期水平（中国人民银行调查统计司，2020）。因此，风险应对举措应更加聚焦房地产市场走势及相关金融动态，特别是需要借助家庭资产负债表等信息，考虑房价持续下跌、房贷较大面积违约等潜在极端情景，以充分评估家庭和金融系统的抗压能力。此外，还应汲取美国贫富分化严重的教训，防止分配和债务问题相互交织，避免结构性风险被家庭部门整体上良好的财务状况所掩盖。为此，可针对经济脆弱重点人群（包括失业者、灵活就业者、中小微企业职工等），探索阶段性

房贷延期还款、展期重组等特殊安排，缓解短期偿债压力，防止风险集中释放。

参考文献

白鹤祥、刘社芳、罗小伟、刘蕾蕾、郝威亚：“基于房地产市场的我国系统性金融风险测度与预警研究”，《金融研究》2020年第8期。

李扬等：《中国国家资产负债表2013：理论、方法与风险评估》，中国社会科学出版社2013年。

刘子威、李雪莲、薛蕾：“居民负债增长、金融风险与高杠杆率下的负债结构调整”，《财经科学》2021年第9期。

马骏、张晓蓉、李治国等：《中国国家资产负债表研究》，社会科学文献出版社2012年。

〔美〕阿蒂夫·迈恩、阿米尔·苏非：《债居时代：房贷如何影响经济》，中信出版社2021年。

宁磊、王敬博、罗扬煌：“收入不确定性、家庭部门资产负债表调整与宏观经济波动”，《管理世界》2024年第3期。

阮健弘、刘西、叶欢：“我国居民杠杆率现状及影响因素研究”，《金融研究》2020年第8期。

〔美〕罗伯特·J·希勒：《非理性繁荣》，中国人民大学出版社2016年。

余静文、姜竣雯：“家庭金融资产持有与货币政策传导：资产负债表渠道的识别”，《金融评论》2024年第4期。

张晓晶等：《中国国家资产负债表1978—2022：改革开放以来中国经济的伟大变革》，中国社会科学出版社2024年。

中国人民银行调查统计司：“中国城镇居民家庭资产负债调查”，《上海商业》2020年第5期。

Allen, M., C. Rosenberg, C. Keller, B. Setser, and N. Roubini, 2002, A Balance Sheet Approach to Financial Crisis. *IMF Working Paper*, No.WP02/210.

Brunnermeier, M., 2009, Deciphering the Liquidity and Credit Crunch

2007–2008. *Journal of Economic Perspectives*, 23(1): 77–100.

Cochrane, J., 2017, Macro–finance. *Review of Finance*, 21(3): 945–985.

Goldsmith, R. W. and R. E. Lipsey, 1963, *Studies in the National Balance Sheet of the United States*. New Jersey: Princeton University Press.

He, Z., I. G. Khang, and A. Krishnamurthy, 2010, Balance Sheet Adjustments in the 2008 Crisis. *IMF Economic Review*, 58(1): 118–156.

Jordà, O., M. Schularick, A. Taylor, and F. Ward, 2019, Global Financial Cycles and Risk Premiums. *IMF Economic Review*, 67(2): 109–150.

Koo, R., 2009, *The Holy Grail of Macroeconomics: Lessons from Japan's Great Recession*. Singapore: John Wiley and Sons.

Piketty, T., 2019, *Capital et Idéologie*. Paris: Seuil.

(责任编辑：老 刀)

automation, data-driven decision-making support, and intelligent emergence through human-machine collaboration. Today, AI is deeply integrated into think tanks' research, decision-making, and organizational transformation. This paper provides a detailed analysis of cutting-edge international developments and implementation pathways for AI-enabled think tanks, while also critically examining associated challenges such as data and algorithmic biases, risks of technological over-reliance, organizational and talent gaps, and ethical and security concerns. Finally, by examining exemplary cases of AI adoption in Chinese think tanks, the paper proposes several insights for China: advancing deep human-machine collaboration, promoting the intelligent transformation of think tanks, establishing trustworthy data and algorithmic governance systems, integrating AI with the consultation system that reflects Chinese characteristics, cultivating a strategic research workforce featuring “human-machine collaboration,” and constructing a sound governance framework.

Key words: Artificial Intelligence, Think Tanks, Multi-Agent Systems, Human-Machine Collaboration

JEL: O14

Adjustments in US Household Balance Sheets during Crises and Implications for China

LI Cheng (Institute of Economics, CASS, 100836)

ZHANG Xiaobo (School of Marxism, Southwestern University of Finance and Economics, 611130)

Abstract: Since the beginning of the 21st century, the US economy

has suffered three major crises: the Dot-com bubble collapse, the subprime mortgage crisis, followed by a global financial tsunami, and the Covid-19 pandemic. Each of these episodes brought significant shifts in the financial conditions of American households, with notable implications for macroeconomic activities and the broader financial landscape. To examine this issue from both theoretical and policy perspectives, this paper focuses on balance sheet adjustments in the US household sector, with particular attention to their impact on economic distribution and financial risks. The main findings are as follows: (1) Among the three crises, the 2007-2009 financial turmoil exerted the deepest and most prolonged impact on US households. In particular, it triggered a substantial decline in private wealth, which remained stagnant for many subsequent quarters. (2) Regarding distributional effects, the crises affected the affluent class more than the middle- and low-income classes due to the asset deflation and government interventions. However, this equalizing effect proved temporary, and the long-term trend toward widening income disparity in the US has persisted. (3) While neither the dot-com bust nor the Covid-19 pandemic fundamentally changed the financial behavior and risk appetite of American households, the 2007-2009 crisis prompted a deleveraging of household balance sheets, thereby reducing debt stress and default risks in the sector. Finally, this paper draws on the American experience to offer insights for China's household financial policy and related issues.

Key words: Economic Crisis, Household Balance Sheet, Wealth Distribution, Debt Risk

JEL: E21, D14