

# 流动性冲击是否会导致金融危机和经济危机？

## 核心观点

资产价格大幅下跌易引起产品赎回和局部保证金不足，诱发流动性冲击，避险资产也难以幸免。流动性冲击不等价于金融危机，是否能转化为金融危机，后续需关注金融机构的流动性变化，以及银行偿付能力所对应的资本充足率和拨备覆盖情况。经济危机和金融危机也不同，美国当前不能称为经济危机，但是要高度关注各债务链条的风险及交叉风险。不论何种原因导致的美元阶段性走高，新兴市场国家均面临一定汇率风险，疫情冲击下新兴市场国家存在发生危机的可能，重点关注外储不足、外债过高、财政经常项目双赤字及杠杆率较高的经济体，其出现金融危机和经济危机的概率较高。

### □ 资产价格的大幅下跌容易引起流动性冲击

资产价格大幅下跌容易引起产品的赎回或局部保证金不足，导致流动性冲击。在面临流动性冲击时，资产组合可能卖出获益资产，传统意义上的避险资产——黄金、美债也同样可能受到抛售。本轮新冠疫情引发的流动性冲击特征包括：短期内金价回调，美债收益率上行，投资者的持币需求推动美元指数上涨。近日原油期货价格跌到负值的核心原因是，期货交割后面临无法存储的困局，本质上是流动性冲击。在流动性冲击下，投资者更愿意持有美元现金，美元指数会形成阶段性走高。

### □ 流动性冲击是否意味着金融危机？

国际货币基金组织和各国央行都有对金融危机相对统一的定义，只有金融机构出现大面积偿付能力问题及风险传染，才能称之为金融危机，主语是金融机构，而非金融市场和金融产品。观察金融机构的流动性，一是要看商业银行在美联储的超额存款准备金水平以观察整体流动性状况，二是观察金融机构对美联储紧急贷款的使用来跟踪个体机构流动性，目前整体和个体机构均未出现大的流动性问题，各国监管部门也正积极采取措施防范金融机构自身风险及相关风险传染，后续还可密切跟踪商业银行的资本充足率与拨备覆盖情况，以观察其偿付能力状况。

### □ 流动性冲击是否意味着经济危机？

经济危机与金融危机不是同一概念，一般指的是经济出现大幅下行，并伴随大量的债务违约，因此经济危机又可以表现为居民、企业或政府三个部门的债务危机。当下，美国居民部门在财政政策的加持下风险可控，企业部门债务有美联储保驾护航，政府部门债务风险出现概率较小，因此美国当前尚不能称之为经济危机，但需高度关注各债务链条的风险及交叉风险。

### □ 新兴市场逐渐要观察的风险点是什么？

不论何种原因导致的美元阶段性走高，都会使新兴市场资本流出压力加大，诱发一定汇率冲击，并可能进一步升级冲击金融市场，且存在演化成金融、经济危机的可能。当前疫情冲击下，部分新兴市场国家被调低评级，主权债务风险提升，IMF已开始积极实施紧急融资计划帮助新兴市场国家稳定经济。我们认为，后续新兴市场国家仍存在危机发生的可能，重点关注外储不足、外债过高、财政经常项目双赤字及杠杆率较高的经济体。由于经济内生脆弱性、政策空间不足和外生冲击的综合作用，这些新兴市场国家出现金融危机和经济危机的概率较高。综合来看，阿根廷、黎巴嫩、南非、巴西等国需保持关注。

**风险提示：**海外疫情防控不及预期；全球央行超预期收紧货币政策；各国协同政策刺激不及预期；全球爆发金融、经济危机。

分析师：李超

执业证书编号：S1230520030002

邮箱：lichao1@stocke.com.cn

联系人：张迪

邮箱：zhangdi@stocke.com.cn

## 相关报告

1 《G20 豪掷五万亿，多少子弹已落地？——全球5万亿美元经济刺激计划深度解析》2020.04.12

报告撰写人：李超

数据支持人：张迪

## 正文目录

<b>1. 资产价格的大幅下跌容易引起流动性冲击</b>	<b>4</b>
1.1. 资产价格大幅下跌容易引起产品的赎回或局部保证金不足, 导致流动性冲击	4
1.2. 流动性冲击下, 资产组合可能卖出获益资产, 可能冲击到避险资产	4
1.3. 原油期货价格的大幅下跌, 主要源于交割后无法存储, 本质上也属于缺少流动性	5
1.4. 流动性冲击下, 投资者愿意持有美元现金, 美元指数会形成阶段性走高	6
<b>2. 流动性冲击是否意味着金融危机?</b>	<b>7</b>
2.1. 国际货币基金组织和各国央行都有对金融危机相对统一的定义	7
2.2. 所以重点应该放在金融机构的流动性, 而不能只看市场的流动性	7
2.3. 商业银行总体流动性很充裕并不代表个别商业银行, 如何观察个体流动性风险?	8
2.4. 偿付能力问题要看商业银行的资本充足率与拨备覆盖情况	8
<b>3. 流动性冲击是否会导致经济危机?</b>	<b>9</b>
3.1. 居民负债风险短期可控, 中期看政策和复工情况	9
3.2. 企业债务风险集中在垃圾债, 美联储已给予一定支持	11
3.3. 美国主权债务风险出险的概率最小, 但预期损失巨大, 需要给予更大关注	12
<b>4. 新兴市场逐渐要观察的风险点是什么?</b>	<b>13</b>
4.1. 美元阶段性走高对新兴市场汇率会产生冲击	13
4.2. 新兴市场受疫情影响, 经济基本面承压, 主权债务风险上升	13
4.3. 新兴市场初露风险, IMF 驰援紧急应对	15
4.4. 哪些国家存在危机可能?	16
<b>风险提示</b>	<b>18</b>

## 图表目录

图 1: 08 年 7 月中旬~11 月中旬, 美元指数上涨和金价回调的主逻辑是流动性冲击	4
图 2: 本轮新冠疫情引发流动性冲击时, 黄金现货被抛售, 金价暴跌, 美元走强	5
图 3: 本轮新冠疫情引发流动性冲击时, 美债被抛售, 美债收益率与美元指数双双走强	5
图 4: 新冠疫情致原油库存量居高不下, 负油价体现多头交割困局和“流动性挤兑”	6
图 5: 次贷危机期间流动性紧缺, LIBOR-OIS 利差走高	6
图 6: 今年 3 月美股大跌期间 LIBOR-OIS 利差走高	6
图 7: 《中国金融稳定报告 2008》对系统性金融风险给出明确定义	7
图 8: 美国存款准备金以超额准备金为主	8
图 9: 目前美国超额存款准备金率超 18%	8
图 10: 主要经济体银行资本充足率走势稳健	9
图 11: 美国居民负债余额已远超 2008 年金融危机时期的水平	10
图 12: 美国居民部门人均负债超过 5 万美元	10
图 13: 美国租客房租逾期支付的比例增多	10
图 14: 抵押贷款延期支付的比例	10
图 15: 美国居民部门的资产状况相比 08 年金融危机要更稳健	10
图 16: 垃圾债收益率快速上行	11
图 17: 避险情绪下, 垃圾债利差走阔	11
图 18: 部分行业的垃圾债发行实体面临较大的生存压力	12
图 19: 美国债务余额快速上升, 现已突破 24.5 万亿美元	12
图 20: 美债短端收益率下探到 0 附近	12
图 21: 2 月起, 新兴市场的广义美元指数显著上行	13
图 22: 年初至今, 部分新兴市场国家汇率明显贬值, 幅度不一	13
图 23: 2020 年 1 月疫情爆发以来主权评级调低情况, 其中, 墨西哥、赞比亚、阿根廷被三大评级机构均降低评级	13
图 24: 截至 4 月 22 日新兴市场国家的累计确诊病例	14
图 25: 截至 4 月 22 日, IMF 已经发放的紧急贷款投向	15
图 26: 截至 4 月 22 日, IMF 已经投放紧急融资支持多个国家 (附表为救助资金规模超过 8000 万 SDR 的国家)	16
图 27: 部分新兴市场国家外债对 GDP 占比较高 (2018 年)	17
图 28: 部分新兴市场国家外债对外汇储备占比较高 (2018 年)	17
图 29: 印度、南非、巴西、阿根廷、印度尼西亚等国或存在较大风险隐患	17
图 30: 阿根廷、巴西的政府杠杆率较高, 存在一定风险 (单位: %)	18

## 1. 资产价格的大幅下跌容易引起流动性冲击

### 1.1. 资产价格大幅下跌容易引起产品的赎回或局部保证金不足，导致流动性冲击

金融资产价格短期大幅下跌，容易引发市场的恐慌情绪；对股票市场或基金产品，可能引起短期内集中卖出/赎回；对有交易保证金机制、带杠杆的交易，如股票配资、期货交易，当对应标的资产价格出现下跌时，首先冲击的是客户保证金仓位，可能触发补充保证金的需求。短期内集中卖出股票可能引起踩踏，进一步加速资产价格的下行；基金赎回压力加大将导致流动性冲击；补充保证金的需求同样导致市场流动性出现收紧。冲击还可能在国家之间、市场之间出现传染，具有类似属性的资产都有连带风险。

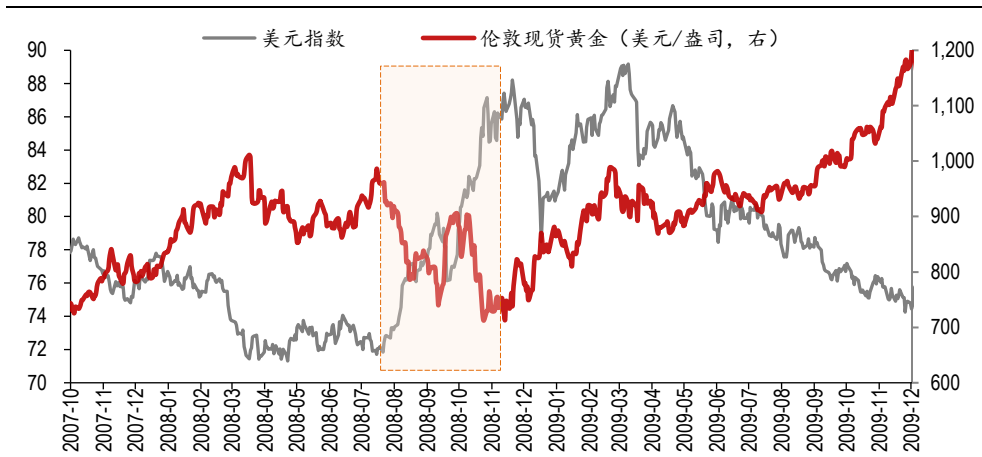
总之，受超预期的风险事件影响，资产价格短期大幅下跌，通常是流动性冲击的先兆。具体是否会形成流动性冲击，一是看当时的市场交易结构，是否累积了太多的杠杆交易？基本面能否支撑当时的资产价格？二是看资产价格的下跌触发点，是局限在局部市场，还是可能蔓延到全球的风险事件？08年的次贷危机，以及今年的新冠疫情触发的资产价格下跌，都对多类资产价格产生了冲击，并呈现出较为明显的流动性冲击特征。

### 1.2. 流动性冲击下，资产组合可能卖出获益资产，可能冲击到避险资产

我们通过一些流动性冲击实例总结：在面临流动性冲击时，传统意义上的避险资产——黄金、美债也同样可能受到抛售。在严重的流动性冲击出现前，通常伴随着经济基本面趋势不良、或系统性风险的提升，最典型的是08年的次贷危机。今年3月的美股暴跌时，也同样出现了流动性冲击特征。对系统性风险/经济基本面的悲观预期，可能会提前反映在增配避险资产上。在流动性危机到来前，避险资产可能已有一定获益。在流动性危机集中爆发时，风险偏好进一步恶化，极端情况下，只有高流动性的现金最安全，投资者可能选择获利了结，抛售黄金、美国国债等其他相对低流动性的资产，而保有流动性更高的美元现金。

在2008年次贷危机中，08年7月中旬~11月中旬，美元指数的趋势上涨和期间金价的回调，我们认为主逻辑就是流动性冲击。2008年9月，雷曼兄弟倒闭成为次贷危机的标志性事件，LIBOR-OIS利差由80bp左右迅速上升至360bp；至当年11月中旬，伦敦黄金现货价格较7月高点下跌近30%。在次贷危机刚爆发时，由于对美国主权信用的冲击，美元指数一度呈现下跌；但当危机主要体现为对金融市场流动性的冲击时，美元指数开始反弹。11月中旬，美元指数已升至接近90。

图 1：08年7月中旬~11月中旬，美元指数上涨和金价回调的主逻辑是流动性冲击

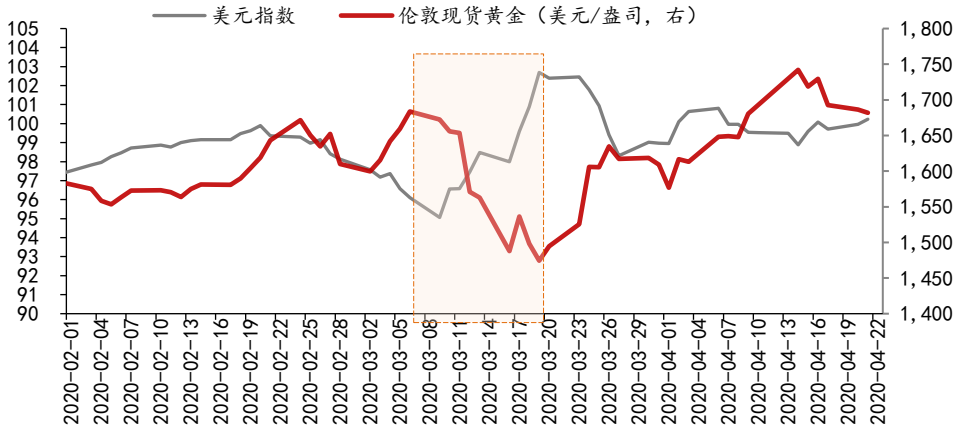


资料来源：Wind，浙商证券研究所

在本轮新冠疫情引发的股灾（2020年3月）当中，流动性冲击的迹象也体现为黄金、美债一度都被抛售，而尽管危机反映为美国疫情蔓延情况的高度不确定性、美国经济增长衰退的风险，美元指数仍然较为强劲，一度站上103左右。从3月6日~3月20日，黄金现货价格跌幅超过12%；10年期美债收益率从0.5%上行至1.2%左右。美债收益率的上行尤其和常识相悖：经济衰退风险难道不应该体现为到期收益率下行？我们认为这期间美债收益率的上行可能正

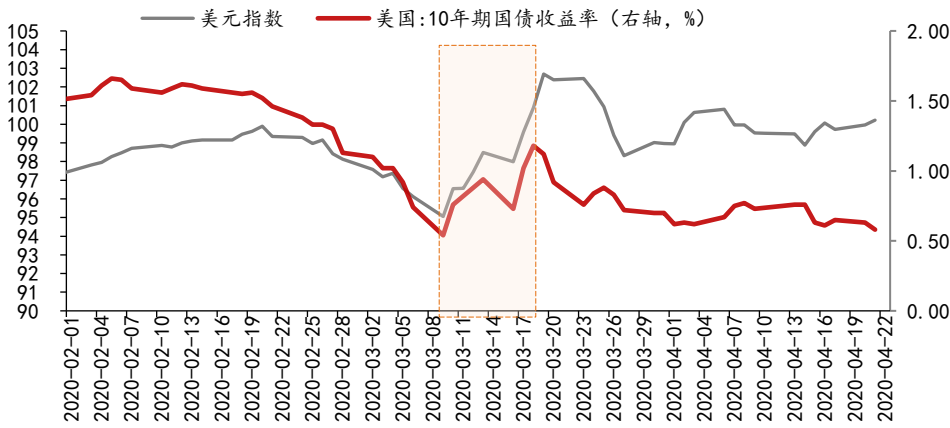
反映机构抛售相对低流动性资产，而选择持有美元。北京时间3月23日晚间，联储宣布启动无限量QE、全面兜底流动性之后，流动性冲击有所缓解，美元指数下跌、美债收益率小幅下行、黄金价格回升。

图 2：本轮新冠疫情引发流动性冲击时，黄金现货被抛售，金价暴跌，美元走强



资料来源：Wind，浙商证券研究所

图 3：本轮新冠疫情引发流动性冲击时，美债被抛售，美债收益率与美元指数双双走强



资料来源：Wind，浙商证券研究所

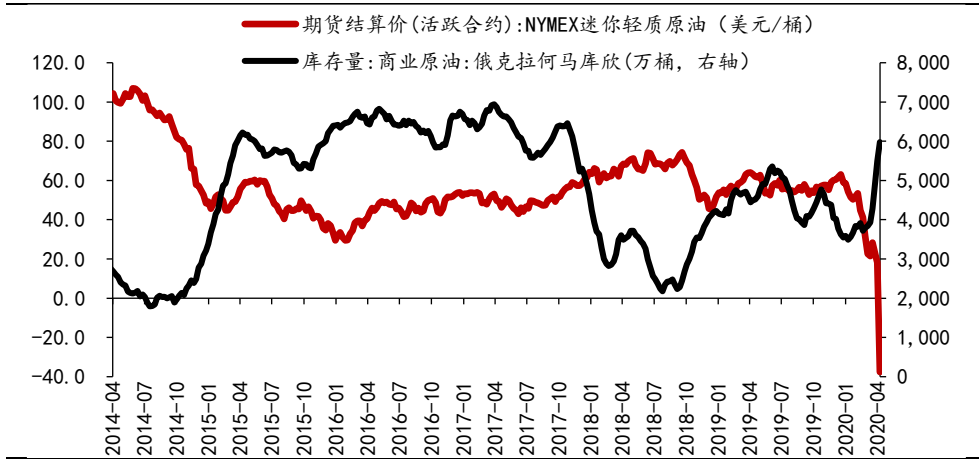
### 1.3. 原油期货价格的大幅下跌，主要源于交割后无法存储，本质上属于缺少流动性

北京时间4月21日，美国期货市场出现惊人一幕：5月交割的WTI期货价格跌到史无前例的-37美元/桶！这在冲击投资者的既有认知：商品价格波动的下限难道不是零吗？原油期货价格负值的意义是什么呢？简单解释，今年以来国际油价的持续下跌，一方面原因是主要产油国关于减产的谈判一度陷入僵局；更重要的原因是，新冠疫情在冲击全球对原油的需求预期。为应对疫情而采取经济休克疗法，城市交通、居民出行将大幅削减，原油供需将大幅向供过于求倾斜。3月以来，疫情在海外发达经济体加速扩散，对原油需求的负面展望体现的更加明显。

按正常理解，油价下跌不正是主要经济体增加原油战略储备的良机吗？实际上包括我国在内的主要经济体可能正是这么做的：3月初以来，与油价加速下行同期，中东-宁波油轮运价指数快速上涨。但原油的物理存储空间也是有限的：截至4月下旬，目前全球原油利用油轮在海上“浮动存储”的空间已较为紧张，需要国际航运公司进一步调集货运输船以满足可能继续增加的储油需求。而对于WTI原油期货的结算地——俄克拉荷马库欣，原油存储空间情况可能更糟糕。截至4月17日的一周，库欣地区原油库存增加至6000万桶左右，而库欣容量约在7800万桶。按当前的美国疫情影响原油需求、油井尚未明确减产的情况推算，WTI原油期货多头面临交割后无法存储的困局。

在 WTI 原油期货 5 月合约临近交割日的时点，这一困局最后反映为多头不计代价平仓、空头趁势打压期货价格，油价暴跌至负值，负值的意义为“只要选择交割，多头可以拉走原油，还能得到经济补偿”。但实际上，考虑库存和管道输油能力高度紧张、实际交割并运走原油难度较大。原油期货价格的大幅下跌，本质上也属于一种“流动性挤兑”。

图 4：新冠疫情致原油库存居高不下，负油价体现多头交割困局和“流动性挤兑”



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

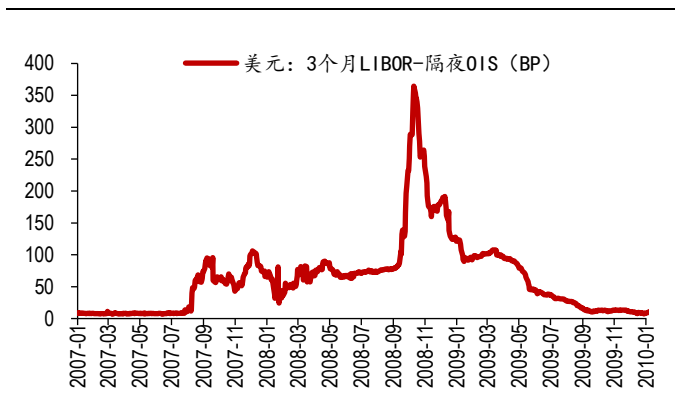
#### 1.4. 流动性冲击下,投资者愿意持有美元现金,美元指数会形成阶段性走高

流动性冲击的最典型特征就是“现金为王”。国际市场最主要的四类避险资产是黄金、美债、日元和美元，考虑到美元最主要的国际货币地位，在国际市场各类商品、期货、股债资产交易结算中的广泛应用性，在面临流动性冲击下，投资者最愿意持有美元现金，美元指数会形成阶段性走高。

反映金融市场流动性紧张程度的指标，如 LIBOR-OIS 利差，在 08 年次贷危机、今年 3 月美股大跌期间均出现上行。此类利差之所以能成为流动性危机的表征指标，是因为它反映了（银行间）拆借资金的成本，利差上升被视为资金拆借难度加大。像 2016 年初全球股市震荡、2016 年 6 月英国公投退欧后的资产价格震荡、2018 年一季度美股震荡，都并未呈现典型的流动性冲击特征，利差指标也相对正常。

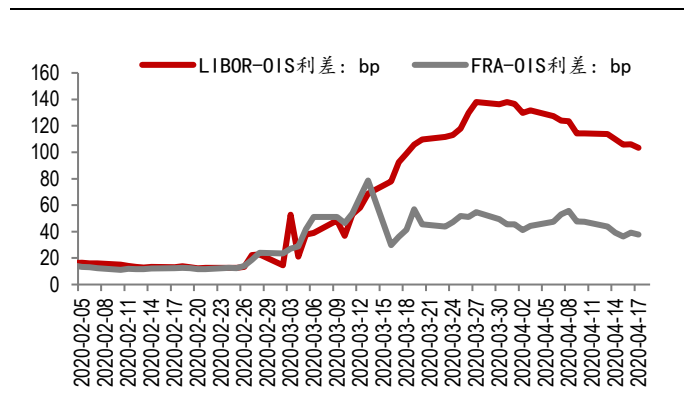
需要注意的是，美元指数在面临流动性冲击时可能只是阶段性走高；由于流动性冲击可能伴生着经济危机的风险，如果联储为对冲经济衰退风险而推出大幅宽松政策——本轮“无限量 QE”就是典型例子，那么出于市场流动性紧张得到缓释、经济增长尚有下行压力的综合考量，美元指数可能从阶段性高点回落。

图 5：次贷危机期间流动性紧缺，LIBOR-OIS 利差走高



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

图 6：今年 3 月美股大跌期间 LIBOR-OIS 利差走高



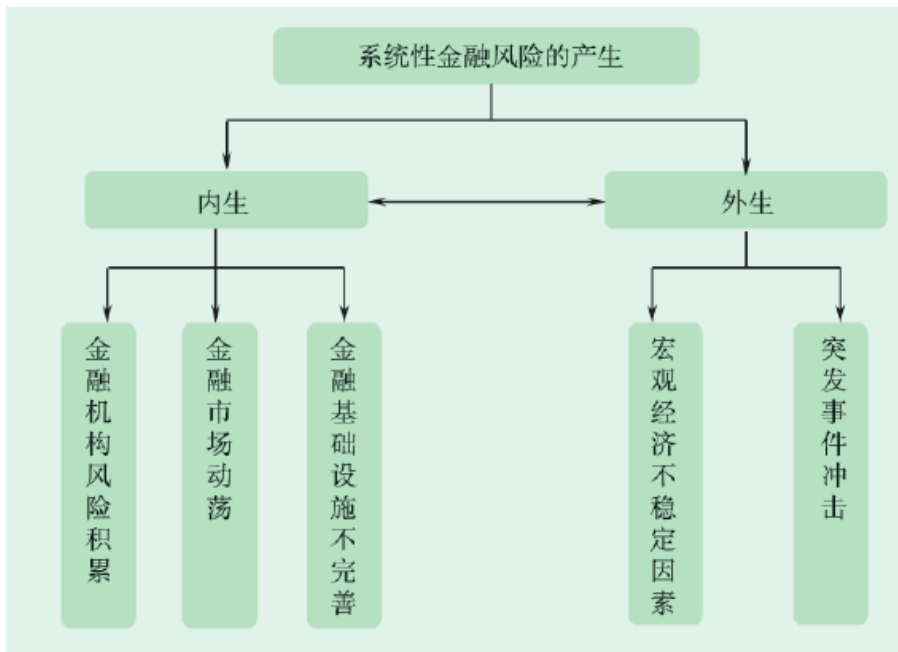
资料来源: Wind, 浙商证券研究所

## 2. 流动性冲击是否意味着金融危机？

### 2.1. 国际货币基金组织和各国央行都有对金融危机相对统一的定义

国际金融危机被公认的三个基本的特征：一是是否存在国际金融市场跨市场的、持续的恐慌性下跌。二是是否出现大量的金融机构，特别是系统重要性金融机构倒闭。三是看全球的实体经济运行是否受到了严重破坏。由此可见，金融机构的倒闭是国际上通常认定金融危机的必要条件之一，比如雷曼兄弟的倒闭视之为次贷危机的标志性事件。想要了解一个和金融危机密切相关的概念就是系统性金融风险，我国央行 2008 年发布的《中国金融稳定报告》中对系统性金融风险给出了明确定义，系统性金融风险通常指金融风险从一个机构传递到多家机构、从一个市场蔓延到多个市场，从而使整个金融体系变得极为脆弱的可能性。也就是说，金融机构出现大面积的流动性和偿付能力风险传染，我们才称之为系统性金融风险，当系统性金融风险足够大，我们就称之为金融危机。我们要注意其主语，是金融机构不是金融市场、金融产品，当然几者都是相关联的。单纯的金融市场资产价格大幅波动或者金融产品被大量赎回，不能称之为金融危机，只有这些风险导致金融机构出现大面积风险传染，才能称之为金融危机。

图 7：《中国金融稳定报告 2008》对系统性金融风险给出明确定义

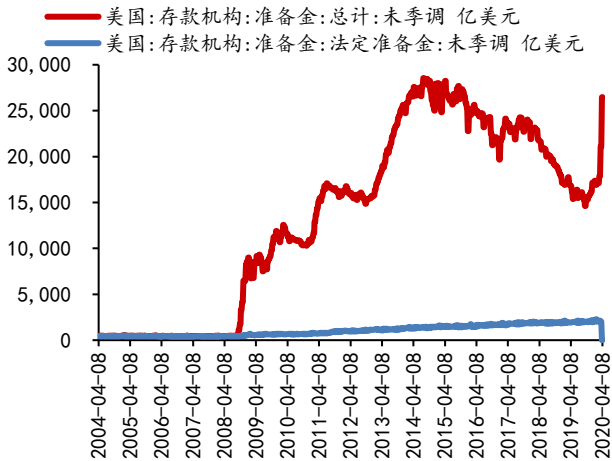


资料来源：中国人民银行，浙商证券研究所

### 2.2. 所以重点应该放在金融机构的流动性，而不能只看市场的流动性

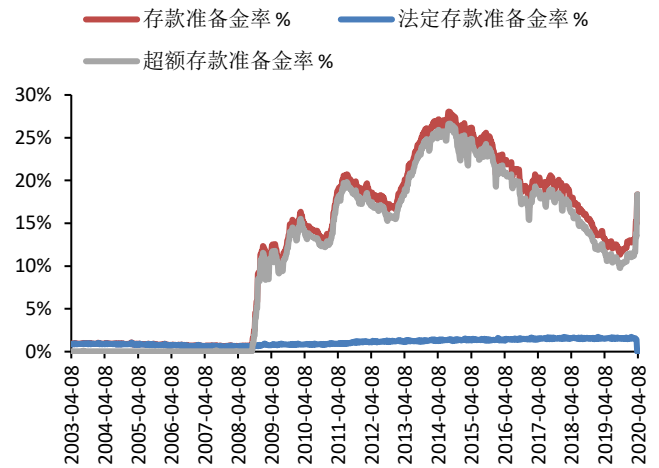
金融机构的流动性如何观察？以美国为例，一是要看商业银行在美联储的超额存款准备金水平。超额准备金是指存款机构在储存在中央银行的法定准备金之外，主要用于支付清算、头寸调拨或作为资产运用的备用资金，超储的规模及超储率可以有效衡量金融机构流动性。次贷危机后，美国存款机构的超额存款准备金规模大幅跳升，次贷危机爆发后美联储通过 4 轮 QE 总计扩张资产负债表约 3.5 万亿美元，但由于商业银行信贷投放意愿不足，有 2.2 万亿美元被存款类金融机构以超额准备金的形式存放在美联储准备金账户，资金沉淀比例达到 63%，这导致超额准备金占全部准备金比重持续处于 90% 高位。今年 3 月 15 日美联储宣布大幅降低联邦基金目标利率 100bp 至“零下限”（0%-0.25%）的同时，也将存款准备金率降至零，3 月 26 日起实施，受此影响，最新公布的 4 月 1 日和 8 日的法定存款准备金规模已经降至 0，总准备金规模 2.65 万亿美元全部为超额存款准备金，4 月 8 日的超额存款准备金率已达 18.38%，相比 3 月 26 日之前提高近 5 个百分点。因此，商业银行总体的流动性很充裕，目前金融机构还没有出现大规模的流动性问题。

图 8：美国存款准备金以超额准备金为主



资料来源：Wind，浙商证券研究所

图 9：目前美国超额存款准备金率超 18%



资料来源：Wind，浙商证券研究所

### 2.3. 商业银行总体流动性很充裕并不代表个别商业银行，如何观察个体流动性风险？

超储率能够衡量市场整体流动性水平，但不代表个别金融机构，如何观察个体的流动性风险？我们提示关注另一重要信号，即金融机构对美联储紧急贷款的使用。在 3 月 15 日美联储的一系列宽松操作中，除了将基准利率降至零，并启动了 7000 亿美元量化宽松计划外，还将银行紧急贷款（又名贴现窗口 Discount Window）利率下调 150 个基点至 0.25%，并将贷款期限延长至 90 天。美联储的贴现窗口类似于我国的常备借贷便利（SLF），其是美联储作为银行业“最后贷款人”职能的一部分，在支持银行体系的流动性和稳定性以及货币政策的有效实施方面发挥着重要的作用，当商业银行出现流动性问题，从市场无法借到资金，可以找央行申请紧急贷款，借款行为由银行主动发起，因此央行需要给予惩罚性利率，以防范商业银行的道德风险。如果央行担心未来市场可能产生流动性问题，就会主动降低紧急贷款利率，鼓励商业银行积极地利用这一工具来满足意外的资金需求。商业银行可以通过紧急贷款满足资金需求，但也会担心一旦采取紧急贷款操作，即表明其存在流动性问题，此类传言导致市场的交易对手方对其进行挤兑。目前美国市场尚未发现相应传言，说明个体金融机构的流动性风险也较为可控。

### 2.4. 偿付能力问题要看商业银行的资本充足率与拨备覆盖情况

金融危机的核心信号是金融机构是否出现偿付能力问题，偿付能力主要看商业银行的资本充足率与拨备覆盖情况。次贷危机暴露了银行系统的脆弱性，此后全球经历了系统化的金融监管改革，以提高金融机构应对风险、减少损失的能力。

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\\_5606](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_5606)



云报告  
https://www.yunbaogao.cn

云报告  
https://www.yunbaogao.cn