

2020 年 04 月 10 日

深度研究

宏观研究

研究所

证券分析师：
021-60338120樊磊 S0350517120001
fanl@ghzq.com.cn

金融海啸离我们有多远？

——近期全球金融市场动荡的背后

投资要点：

相关报告

《政治局会议背后的逻辑是什么？：经济增长与就业压力加大》——2020-03-28

《武汉疫情如何影响 2020 年中国经济？：变的是短期增长节奏而非中期增长趋势》——2020-02-01

《站在 2025 年看中国系列：人口与需求结构：奶粉 VS 早教孰弱？医疗 VS 养老谁强？》——2020-01-23

《2020 年中国宏观经济展望：出清之痛》——2019-12-08

《证监会放松定增业务监管影响几何？：A 股定增规模有望显著恢复》——2019-12-08

- 美国金融市场动荡引发金融海啸重来的担忧，但本次的流动性危机与 2008 年的信用危机迥然不同。前期美国和全球金融市场的动荡引发广泛关切，一些投资者担心 2008 年的金融海啸会卷土重来。我们认为，美国的金融体系的稳健性已经较十年之前大幅改善，不仅仅银行系统拥有更高质量的资本、其自营投资等的风险敞口规模大大降低，而且影子银行领域在 2008 年期间暴露出的主要脆弱性也都经历了非常明显的修补。与 2008 年金融体系的信用风险持续暴露并最终引发金融危机不同，本轮动荡更主要的是流动性危机，在联储大规模扩展其流动性支持工具的应用之后就逐步走向缓和。
- 避免金融危机意味着美国大概率可以避免持续时间较长的深度经济衰退。从 IMF 对二战之后 OECD 国家从 1960 到 2008 年的 122 次经济衰退和复苏所作的历史回顾来看，普通经济衰退，平均衰退的时间约为 13.4 个月，从经济最低点恢复到与上一轮经济产出高点相同的水平大约需要近 12 个月。而以系统性金融机构违约为标志的金融危机触发的经济衰退，平均衰退时间长达 22.7 个月，而平均从经济谷底复苏到上一轮产出高点水平的需要的时间大约在 22 到 23 个月。如果美国不发生金融危机，大概率不会陷入到经济下行时间较长的金融危机型衰退。
- 推动全球经济复苏仍然挑战重重。虽然美国不会陷入到金融危机型衰退值得庆幸，但是海外经济体实现经济复苏仍然需要诸多努力。首先，疫情防控的挑战仍然相当巨大。如果疫情迟迟不能改善，在极端情况下经济深度衰退也有可能因为实体部门信用问题冲击金融机构资产负债表并触发金融危机。其次，美国在新冠疫情爆发之前，已经经历了相当程度的过度繁荣并存在潜在的出清和调整的需要。在这种情况下，即使疫情受到控制，经济是否能够出现 V 型反弹，也存在一定不确定性。此外，当前主要发达经济体的政策空间都较此前的经济衰退明显收窄，实施政策刺激难度上升。

风险提示：经济下行超预期，政策低于预期，疫情持续恶化

内容目录

1、 危机本质不同：流动性危机 VS 信用危机	4
1.1、 08 年回顾：金融机构信用危机	4
1.2、 十年后美国金融体系的变化	5
1.3、 本次动荡：避险情绪驱动下的流动性冲击	7
2、 经济衰退还是金融危机？	8
3、 推动全球经济复苏仍然挑战艰巨	9
3.1、 疫情防控的挑战	9
3.2、 更深层次的衰退压力	9
3.3、 政策空间的日益逼仄	10
4、 风险提示	11

图表目录

图表 1: 美国银行历年倒闭和救援数量	5
图表 2: 美国不变价 GDP(十亿美元) (季调年化)	5
图表 3: 美国股票市场主要指数近期表现	7
图表 4: 美股市场 VIX 指数近期表现	7
图表 5: 不同类型经济衰退的时长和复苏需要的时长	8
图表 6: 全球新冠肺炎累计确诊病例	9
图表 7: 美国隔夜回购利率 (overnight repurchase rate)	10

最近新冠肺炎疫情在全球经济体的扩散持续超出市场预期,全球金融市场也出现了大幅动荡并且仍在持续——美欧日的股票市场都出现了大幅下跌,尤其是美国股票市场作为全球资本市场中心在 8 天之内遭遇了 4 次熔断,标普指数一度下跌超过 30%。与此同时,市场对美元需求激增,美元汇率飙升,美元流动性在全球范围内高度紧张。

尽管美联储不断通过多种政策工具向市场加码提供美元流动性,包括实施逆回购操作、与多国央行达成协议进行货币互换,扩大货币市场流动性便利规模甚至直接参与购买企业的商业票据,代表金融市场流动性紧张程度的 Ted 利差仍明显走扩,美元指数也一度大幅走强,甚至连传统的避险资产如黄金、美国国债等价格都出现了下跌。这仿佛又让投资者回忆起 2008 年全球金融危机时的场景。不少人担心 2008 年的金融危机会卷土重来,那么我们距离下一次金融海啸有多远呢?

1、危机本质不同：流动性危机 VS 信用危机

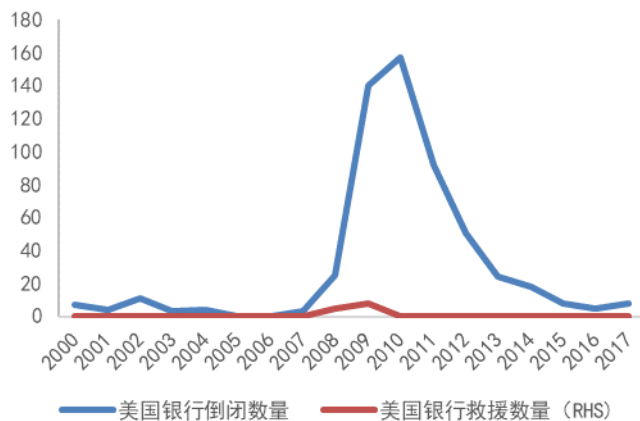
除了一些基本面因素如疫情冲击不同于房地产市场调整之外,我们认为 2008 年危机根本上是金融机构的信用危机,而本次市场动荡更多是在避险情绪驱动下的流动性冲击。在中央银行向市场提供足够多的流动性支持之后流动性冲击就会缓解;而信用危机则会导致金融机构大范围的破产违约,在政府提供信用担保、特别是财政部门真金白银的注入资本金之前,危机可能因为交易对手风险不断扩大。

1.1、2008 年回顾：金融机构信用危机

2007 年 8 月 9 日,法国巴黎银行宣布冻结三个在美国次贷市场面临亏损的投资基金,标志着“次贷危机”的开始。在当时美国房地产市场调整的过程中,住房抵押贷款违约率上升以及相关衍生产品带来的损失不断的冲击金融机构的资产负债表;由于大量金融机构杠杆率较高,一旦出现损失就面临资本金不足的问题,最终出现了大范围破产违约风险并导致了金融恐慌。

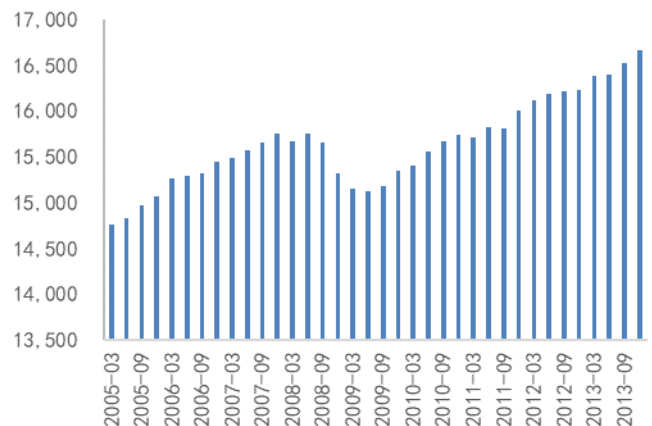
美国第十大抵押贷款机构——美国住房抵押贷款投资公司 2007 年 8 月 6 日正式向法院申请破产保护,成为继新世纪金融公司之后美国又一家申请破产的大型抵押贷款机构。2007 年三、四季度,美国最大的两家银行——花旗银行和美国银行——以及全球最大的券商美林集团三大金融机构先后公布巨额的资产减记和亏损。2008 年 3 月,在联储和财政部的支持之下,摩根大通以收购的方式避免了美国第五大投行贝尔斯登破产违约。但是到了 7 月份,美国两大住房抵押贷款融资机构房地美和房利美也陷入到危机之中,为了避免这两家机构的违约,美国国会被迫通过了援助法案。到 9 月,这两家机构确定资不抵债,美国政府最终将它们彻底接管。

图表 1: 美国银行历年倒闭和救援数量



资料来源: Wind, 国海证券研究所

图表 2: 美国不变价 GDP(十亿美元)(季调年化)



资料来源: Wind, 国海证券研究所

政府的救助虽然暂时性的缓和了危机,然而美国第四大投资银行雷曼兄弟还是没能避免破产的命运。虽然市场一直认为是监管部门为了避免过大的道德风险才允许雷曼的倒闭,但是时任美联储主席伯南克的回忆录称联储确实已经竭尽全力的救助,但是实在无法找到足够多合格的抵押品来提供资金,雷曼的破产实际上也是不得已而为之¹。

雷曼的破产对美国的金融稳定构成了重大冲击。由于其资产规模庞大、交易对手众多,在短期之内市场根本无法评估雷曼违约造成的损失会危及多少其它金融机构的生存,而如果这些机构也破产倒闭,其它金融机构又将面临什么样的命运更加无法判断。交易对手风险的急剧上升与背后的信息不对称导致了金融市场交易的大幅萎缩,美国金融体系流动性几乎枯竭,大型金融机构如 AIG,甚至是美国最好的投资银行高盛、摩根斯坦利等也都陷入到危急状态,市场信用风险大幅抬升,美国的金融危机全面升级(《柠檬市场与金融供给侧改革(二)》)。最终,金融危机从局部迅速蔓延到全球,从发达国家传导到发展中国家,从金融领域扩散到实体经济领域,并带来了一次全球经济的深度衰退。

在美国金融体系趋于崩溃的情况下,美联储被迫直接提供信用支持,而美国国会通过了 7000 亿美元救市方案,给予财政部向大量金融机构提供贷款和注资的权力,美国的金融市场才逐渐趋于稳定。

1.2、十年后美国金融体系的变化

08 年金融危机已过去了十余年,而今天的美国金融体系无论是在经营稳健性还是信息透明度上与十年前相比都有了非常显著的进步。这使得金融市场的动荡对金融机构信用质量的冲击相对可控。

首先,如今美国银行业在经营稳健性上有了非常明显的改进。

- 08 年金融危机暴露出了美国金融业监管体系的巨大漏洞,为加强监管和提

¹ 伯南克,《行动的勇气》,中信出版社,2006 年

高效率，美国之后相继颁布了《金融监管改革方案》、《多德-弗兰克华尔街改革和消费者保护法案》等多个法案，实施了沃尔克法则等重塑金融监管体系。这些新监管规定大大限制了商业银行自营交易的范围以及其投资对冲基金和私募基金出现的风险敞口规模。

- 此外，监管部门对银行业实施了更严格的资本和流动性的监管标准，并要求定期进行自我管理的压力测试。所有大型系统性金融公司都被要求向美联储和联邦存款保险公司递交“生前遗嘱”，以控制所谓“大而不能死”的系统性风险，同时也能避免危机到来时使用公共资源救助个别企业所面临的道德性风险。在严格监管下，与十年前金危机时相比，银行体系资本质量有了很大提高，而且在大部分具有系统性重要的金融机构中高流动性资产在总资产中的占比也更大。

其次，具有高度不透明和高杠杆特点的影子银行一直被认为是次贷危机爆发的根源之一；在危机之后监管机构显著加强了对影子银行的监管并将其纳入重点监管行列，改善了影子银行领域的信息不透明并降低了交易杠杆。

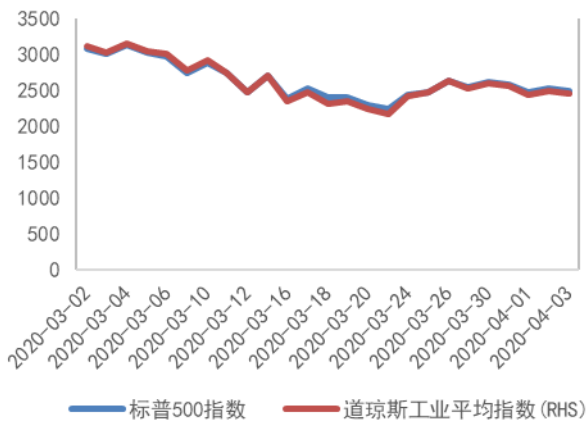
- 《多德-弗兰克华尔街改革和消费者保护法案》规定可标准化的衍生品必须在交易所和清算所进行交易、清算。由于风险共担机制，集中清算大大降低了交易对手破产对其他交易方的冲击；同时，集中清算也大大的改善了衍生品市场信息透明度。
- 美国的回购市场（以三方回购为主）一直是美国金融机构最重要的短期融资渠道之一，但回购市场机制潜在的期限错配和高杠杆风险在 08 年金融危机中充分暴露，并对金融稳定构成了较大冲击。危机之后，监管部门也进行了一系列改革提高回购市场信息透明度，同时降低了第三方清算机构的风险敞口，并拉长了市场上回购的期限以减少期限错配的风险。
- 在次贷危机中陷入挤兑风波的美国货币市场基金（Money market funds）此前一直按照固定净资产价格报价，被投资者视为无风险的存款替代品，危机之后也改变了报价方式，按照浮动的净资产价值进行报价，这样更类似于普通的公募基金。
- 即使是被广泛认为信息最不透明、被监管最少的对冲基金，从联储主席鲍威尔 2018 年 11 月发表的关于美联储监测金融稳定的讲话来看，监管部门也对其广义杠杆率实施了监督，并且在调查中没有发现存在“过度的杠杆积累”或广义异常。虽然影子银行体系注定会存在一定的信息透明度不足和杠杆偏高的风险，但整体来说近十余年来美国金融体系的脆弱性大大改善了。

实际来看，在本次金融市场动荡调整和剧烈冲击之下，美国目前的金融体系也尚未暴露出非常明显的信用风险。回顾上一轮金融危机，当时美国 20 个主要城市的平均房地产价格从 07 年开始一路下跌，直到 2009 年二季度才结束下行，开始回升，两年内总共暴跌幅度达三分之一，而在危机蔓延过程中各类金融机构也逐步暴露出严重的信用问题，纷纷倒闭破产，最终使整个金融体系陷入崩溃。

尽管本轮美股市场在不到一个月之内调整幅度就超过 30%，但迄今为止系统性

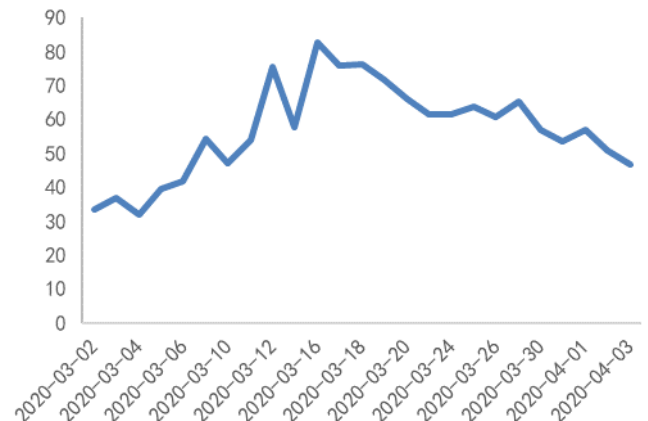
重要的金融机构还没有出现资不抵债的明显信用问题。市场上关于某大型对冲基金违约的传闻随后也被辟谣，实际上该对冲基金的最大损失也只是部分产品距高点回撤 20%，还远算不上资不抵债。如果未出现系统性重要金融机构违约，仅单纯资产市场价格的下跌——例如 2000 年互联网泡沫破灭后纳斯达克综合指数从峰值下跌了约 80%——只会对美国金融稳定性产生相当有限的冲击。

图表 3：美国股票市场主要指数近期表现



资料来源：Wind，国海证券研究所

图表 4：美股市场 VIX 指数近期表现



资料来源：Wind，国海证券研究所

1.3、本次动荡：避险情绪驱动下的流动性冲击

当然，流动性冲击在这次全球金融市场的剧烈动荡中确实产生了相当的影响。在新冠疫情蔓延持续超预期后，股票等资产市场出现了明显调整。出于在不确定风险环境下的避险情绪和预防性需求，包括一些风险平价策略基金控制波动率的需求，大量金融机构，甚至实体企业为弥补激增的现金需求都抛售了其他资产套现，其中不乏黄金、国债等具有良好流动性的资产。

例如，国际清算银行近期公布的研究报告显示，美国国债之所以被大量抛售，是因为之前金融机构通过廉价融资获得高杠杆率，但在市场动荡波动率显著上升时，无法满足保证金要求的杠杆基金会强制平仓，从而进一步推动美债价格走低。而这种抛售资产行为进一步加剧了市场的动荡并且引发了对于流动性的更高需求和资产价格的更大幅度下跌，造成现金挤兑。

当然，无论是非金融企业发行商业票据面临的困难，还是各类基金面临的挤兑，都是流动性冲击在起主导作用，并非是由于对底层资产信用出现了根本怀疑。

在美联储近期持续向市场提供流动性支持的背景下，特别是 3 月 23 日美联储宣布出台“无限量 QE”政策并大规模扩展流动性支持工具的使用范围之后，金融市场本身大幅调整所带来的流动性冲击应该在近期初步告一段落。事实上近期美元指数和美国长期国债收益率持续出现显著回落走势，全球金融市场美元流动性压力已经得到部分缓解。

2、经济衰退还是金融危机？

美国是否会出现新一轮的金融危机是关乎未来全球经济前景的重大判断。在肺炎疫情的冲击下，虽然市场一致预期美国以及其它主要发达国家经济体会在一、二季度出现连续两季度的经济负增长——陷入经济衰退，但实际上以大规模金融机构破产倒闭为标志的金融危机引发的经济衰退和其它类型的经济衰退在衰退时间、复苏时间以及产出影响等各方面差异都很显著。

从 IMF 对二战之后 OECD 国家从 1960 到 2008 年的 122 次经济衰退和复苏所作的历史回顾来看，普通经济衰退，即并非由金融危机触发的经济衰退，平均衰退的时间约为 13.4 个月，从经济最低点恢复到与上一轮经济产出高点相同的水平大约需要近 12 个月。而金融危机触发的经济衰退大约发生了 15 次，平均衰退时间长达 22.7 个月，而平均从经济谷底复苏到上一轮产出高点水平的需要的时间大约在 22 到 23 个月。总体来看，金融危机之后的经济衰退的时间显著的长于正常的经济衰退，总产出下降幅度也更大，相应的经济复苏也需要更长的时间。

图表 5：不同类型经济衰退的时长和复苏需要的时长

经济衰退的种类		衰退时间（月）	从谷底复苏到上轮产出高点的时间（月）	产出下降幅度（%）
全部衰退	平均	14.6	12.9	-2.71
	方差	8.3	10.9	2.93
金融危机衰退	平均	22.7	22.6	-3.39
	方差	12.6	13.3	3.25
其他衰退	平均	13.4	11.8	-2.61
	方差	6.8	10.1	2.89

资料来源：IMF、国海证券研究所

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_5935

