

**张馨元** 执业证书编号：S0570517080005  
 研究员 021-28972069  
 zhangxinyuan@htsc.com

**陈莉敏** 执业证书编号：S0570517070003  
 研究员 021-28972089  
 chenlimin@htsc.com

**王以**  
 联系人 wangyi012893@htsc.com

相关研究

- 1《策略：海外被动投资基金的启示》2020.03
- 2《策略：疫情避险资产到逆全球化成长资产》2020.03
- 3《策略：台韩启示录：A股入摩第二程展望》2019.12

# 流动性危机根源与信用危机警兆

## 国内外流动性危机历史回溯与本轮预判

### 本轮流动性危机正现信用危机警兆，但债务根源决定危情难超次贷

近期联储连番推出货币工具对症下药后美股反弹，市场关注流动性危机是否已近尾声、是否仍有升级信用危机隐忧。回顾国内外流动性危机，债务压力核心部门的差异影响危机进程、峰值、冲击纵深，尤其金融中介资产负债表是否出现实质性恶化是升级信用危机警兆。从本轮债务压力来看，企业>政府>家庭，风险主要聚集在非金融企业部门，20Q1至Q2相关债务风险指标突破次贷危机高点的可能性在加大，关注三个催化剂：疫情拐点、原油价格战进程、美联储政策纵深。但积极因素是，本轮居民部门的债务风险处于历史低位，危情或难超由家庭部门债务危机引发的次贷危机。

### 流动性危机发生的根源：政策与经济的两个不匹配

流动性危机根源：货币供给与经济需求期限不匹配、金融创新与监管政策不匹配，或恰恰源于前一轮危机中的政策对冲。两者叠加可能导致风险资产价格脱离基本面支撑，引发权益市场错误定价，驱动某些经济部门（政府\家庭\企业\金融中介）持续加杠杆，高杠杆加剧了其资产负债表的脆弱度，诱发了信用市场的错误定价。两类市场错误定价终将在某些风险事件冲击下，触发杠杆较高部门的资产负债表恶化，甚至传导击穿金融中介资产负债表，实体融资承压形成信用危机，经济陷入衰退。这一过程分为五阶段：触发、流动性风险阶段I、流动性风险阶段II、信用危机、经济衰退。

### 升级信用危机警兆：是否导致金融中介资产负债表恶化

流动性危机导致经济部门中薄弱环节债务风险上升，而市场流动性冲击能否升级为信用危机的转折点在于，金融中介资产负债表是否出现实质性恶化，引发流动性压力沿着金融中介资产负债表→非金融企业/居民信贷→金融市场逐级传导，并形成负循环。海外流动性危机（科网泡沫、次贷危机、欧债危机、新冠疫情+原油价格战）均出现不同程度的金融中介资产负债表恶化或恶化预期，从恶化程度来看，次贷危机>欧债危机>本轮新冠疫情（暂时）>科网泡沫。相比之下，国内流动性危机均止步流动性风险阶段I，短期脉冲式影响宏观流动性，未明显恶化金融中介资产负债表。

### 海外四次 vs 本轮：债务压力部门差异影响危机进程、峰值、冲击纵深

全球流动性危机中债务压力部门，决定危机的进展速度、峰值、冲击纵深。新千年来四次债务风险爆发的核心部门不同，科网泡沫、次贷危机、欧洲危机、本轮分别对应企业、家庭、政府、企业：1)从家庭、政府、企业到金融部门，债务压力部门离流动性市场越远、危机进程越长、越难修复；2)金融中介资产负债表恶化程度来看，家庭部门引发危机峰值最高，如银行CDS价格峰值：次贷危机>欧债危机>本轮当前>科网泡沫，美元流动性紧张峰值：次贷危机>本轮当前≈科网泡沫>欧债危机；3)冲击纵深来看，美国以消费驱动的经济模式下，家庭部门受损对经济冲击纵深更为广泛。

### 本轮流动性危机：中性情形下，三个催化剂或触发美国信用危机警兆

本轮流动性危机已演进至从流动性风险阶段II到信用风险的分水岭时刻，是否升级为信用危机，需关注三个催化剂：疫情拐点、原油价格战进程、美联储政策纵深，分别决定企业部门债务风险暴露广度（重灾企业→其他企业&居民）、债务风险暴露深度（原油企业）、非银中介资产负债表压力（投资顾问/对冲基金等）。预计中性情形下，美国中期内大概率迈入信用风险阶段，美元流动性紧张程度（TED/Libor-OIS利差中枢）维持当前高位，新冠疫情流动性压力≈科网泡沫<次贷危机。此外新兴市场货币风险可能通过主权债→欧洲银行→欧元→美元的路径对美元流动性构成二次扰动。

风险提示：海外疫情超预期影响内外需求，导致国内外流动性危机乃至信用危机超预期；石油价格战升级导致相关企业债务压力升级。

## 正文目录

近年流动性危机发生的根源与升级分水岭.....	5
流动性危机发生的根源：财政货币政策与经济的两个不匹配.....	5
流动性冲击升级分水岭：是否导致金融中介资产负债表恶化.....	6
近年来全球流动性风险事件综述.....	7
新冠危机：当前处于流动性风险阶段 II，预计三种演变趋势.....	9
流动性冲击前三阶段：传导式 Risk-off→自发式 Risk-off→流动性挤兑.....	9
升级分水岭：金融市场内部的流动性冲击 or 系统性流动性危机？.....	9
市场预期的债务导火索：大概率为非金融企业部门.....	10
流动性风险预演：三种潜在路径 vs 三个关键变量.....	12
海外流动性危机：持续出清，多次击穿金融机构资产负债表.....	15
科网危机：货币政策与经济增速不匹配，科网成为风险资产泡沫催化剂.....	15
根源：货币供给超过经济需求，科技周期开启加速资产泡沫.....	15
金融危机升级：科网危机叠加 911 事件，流动性危机升级至信用危机.....	16
次贷危机：金融创新产品日益偏离旧时代的金融监管体系视野.....	17
根源及路径：上轮危机后监管放松+金融创新，家庭资产负债表脆弱度上升..	17
危机终止与后遗症：压力测试通关，金融改革落地为下轮危机埋下隐患.....	19
欧债危机：政府端→银行端→市场端的宏观流动性危机.....	20
溯源：财政骗局是表现，治理结构缺陷等是原罪，债务风险是根基.....	20
欧债危机的四轮冲击与蔓延机制——欧洲银行业资产负债表恶化.....	21
国内流动性冲击：均止步流动性风险阶段 I.....	26
“钱荒”危机：金融部门去杠杆导致的短期流动性冲击.....	26
根源：经济走弱+金融创新引发脱实入虚，与海外经济差收窄热钱加速流出..	26
路径：流动性冲击脉冲式传导，未造成金融机构资产负债表大幅恶化.....	27
两融“股灾”危机：非银金融部门去杠杆，短期脉冲式损伤资产负债表.....	28
根源：货币信用双宽+金融创新+科技周期推升权益资产泡沫.....	28
路径：对债券市场短期脉冲式冲击，未造成金融机构资产负债表大幅恶化....	29
股权质押“危机”：非金融企业端的市场内部流动性冲击.....	30
发展阶段：政策驱动下场内股权质押的“兴衰三段式”.....	30
核心问题：爆雷点为何是 18 下半年？外部冲击-风控隐患-政策取向三重奏...31	31
路径追踪：是否演化为宏观流动性危机？大概率为非金融中介资产负债表....33	33
风险提示.....	34

## 图表目录

图表 1: 金融危机发生的源头和演进过程.....	5
图表 2: 流动性压力的层次、传导链条与反馈机制.....	6
图表 3: 1990 年以来的全球金融市场 12 次主要流动性冲击 vs 冲击事件.....	7
图表 4: 债务风险基础: 美欧各部门债务总额/GDP vs 新世纪四次宏观流动性危机.....	8
图表 5: 银行资产负债表恶化: 美欧及全球代表性银行 CDS 价格 vs 新世纪四次宏观流动性危机.....	8
图表 6: 银行 CDS 价格飙升反映银行端资产负债表已经受到冲击或预期受到冲击.....	10
图表 7: 当前阶段花旗银行 CDS 价格峰值与次贷危机初期峰值相当.....	10
图表 8: 3Q19 美国企业部门债务/GDP 均处于 1999 年以来最高水平.....	11
图表 9: 3Q19 美国企业部门债务负担比率与次贷危机前夕相当.....	11
图表 10: 全球/北美/西欧的债务存量中, 能源+可选消费+交运占比约 30%, 能源占比约 10% (2020.3).....	11
图表 11: 美国商业银行资产端分布 (2020/3/18): 对非金融企业部门债权约占 27% (商业地产+工商业贷款).....	11
图表 12: 居民部门债务/GDP: 美国处于历史低位.....	12
图表 13: 政府部门债务/GDP: 美国处于历史高位.....	12
图表 14: 美元 TED 利差: 新冠疫情 vs 次贷危机.....	13
图表 15: 信用风险与市场风险偏好二维指标体系, 对比三种情形演绎.....	14
图表 16: 95 年-99 年, 全球风险事件扰动下联储利率保持低位.....	15
图表 17: 1998 年至 1999 年货币供给超过经济需求.....	15
图表 18: 标普 500 指数风险溢价率在 96/1 接近-0.1%后回落至负值区间.....	15
图表 19: 99/6 美联储开启新一轮加息周期, 00 年 3 月纳斯达克指数见顶.....	15
图表 20: 00 年金融危机经历五阶段: 加息触发、流动性危机 I、流动性危机 II、信用危机、危机缓解经济探底.....	16
图表 21: 01 年 10 月 3 个月 LIBOR-国债利差再攀高峰.....	17
图表 22: 01 年 GDP 回落幅度超过 95 年“软着陆”时期, 货币政策转向.....	17
图表 23: 01-02 年政府加杠杆、鼓励家庭部门加杠杆, 经济走出信用危机, 但也为下一场危机埋下伏笔.....	17
图表 24: 银行和实体流动性危机拐点分别在 2008/10、2008/12 出现.....	18
图表 25: 就业指标在 2009/2 出现拐点, GDP 增速在 2009/6 见拐点.....	18
图表 26: 2008 年危机经历五阶段: 加息触发、流动性危机 I、流动性危机 II、信用危机、危机缓解经济探底.....	19
图表 27: 次贷危机后, 欧洲高利差六国 (希腊、爱尔兰、比利时、葡萄牙、意大利、西班牙) 政府部门债务风险高企.....	21
图表 28: 欧债危机的四轮冲击: 希腊→爱尔兰→葡萄牙等欧洲各国+美国→西班牙 (左轴: 主权债收益率, 右轴: 斯托克 50 点位).....	21
图表 29: 欧债危机四轮冲击波均最终传导至金融市场流动性, 第三波出现最强的 FlighttoUSD.....	22
图表 30: 2009Q3 法国、荷兰、德国、英国银行持有的欧洲危机六国债权占 GDP 比重	

均超过 40%.....	23
图表 31: 欧债危机四轮冲击中, 欧洲银行 CDS 价格普遍上升 (单位: 美元) .....	23
图表 32: 2009 年后欧洲各国银行不良贷款率快速上升 (单位: %) .....	24
图表 33: 欧美市场在欧债危机第一、三、四轮冲击中出现不同程度下跌, 风暴中心欧洲 银行股领跌.....	24
图表 34: 中资大型银行资产端结构 (2010Q1): 国外资产占比仅 3%.....	24
图表 35: 2011 银行间市场流动性紧缩 .....	25
图表 36: 通胀预期升温下, 2010 年起央行连续调升准备金率.....	25
图表 37: 上证综指 PE 估值在 2011 年年底-2012 年年初曾跌至 12x 以下.....	25
图表 38: 2011Q3 开始流动性脱实入虚 .....	26
图表 39: 2011 年至 2013 年上半年委托贷款、信托贷款规模大幅增长.....	26
图表 40: 2013 年中美利差走阔趋势终止, 外汇占款增量下降触发 5 月国内市场流动性 骤然收紧 .....	26
图表 41: 质押式回购及 SHIBOR 利率快速飙升, 钱荒爆发 .....	27
图表 42: 2013/6 和 2013/12 受两波流动性冲击影响, 信用债发行出现两个波谷 (剔除 1-2 月春节效应) .....	27
图表 43: A 股 PE 在流动性风险时期两次触及 10x 以下 .....	28
图表 44: 10 年至 15 年底, 两融余额占 A 股流通市值比从 0.09% 快速提升至 4.64%, 最 高达 6.85% (2015/6) .....	28
图表 45: 两融同比和环比增速分别在 2015/6 和 2015/3 月见顶 .....	29
图表 46: 15/6 股灾对 7 天中短期票据利率造成短期冲击, 利差微幅走阔 .....	29
图表 47: 15/6 股灾对 3 个月企业债收益率造成短期冲击, 利差未走阔 .....	29
图表 48: 2015 年权益市场波动大于 2013 年钱荒危机时期 .....	30
图表 49: 场内质押热度三阶段: 发展期→平稳期→萎缩期 .....	31
图表 50: 民企参与场内股权质押的热度较高.....	31
图表 51: 传媒、纺服、地产、农业参与场内股权质押的热度较高 .....	31
图表 52: 基于上交所质押率与上证综指表现的质押风险测算.....	32
图表 53: 基于深交所质押率与深证成指表现的质押风险测算.....	32
图表 54: 2014-2015 沪市无限售条件平均质押率长期位于 50% 以上.....	32
图表 55: 2014-2015 深市无限售条件平均质押率长期位于 50% 以上.....	32
图表 56: 场内质押到期金额在 2017Q3 和 2018Q3 出现双高峰 .....	33
图表 57: 2018 年企业融资压力剧增.....	33
图表 58: 2018 年 10 月 A 股债券违约数量到达阶段性高峰 .....	33
图表 59: 股权质押余额的质押方结构: 券商占比最高 (2018 年 9 月末) .....	34
图表 60: 券商计提股权质押减值损失占资产端比重有限.....	34
图表 61: 大型中资银行资产端构成 (2017Q4): 非金融公司债权约 38% .....	34
图表 62: 两次股权质押冲击期间商业银行广义不良贷款占比稳中有降 .....	34

## 近年流动性危机发生的根源与升级分水岭

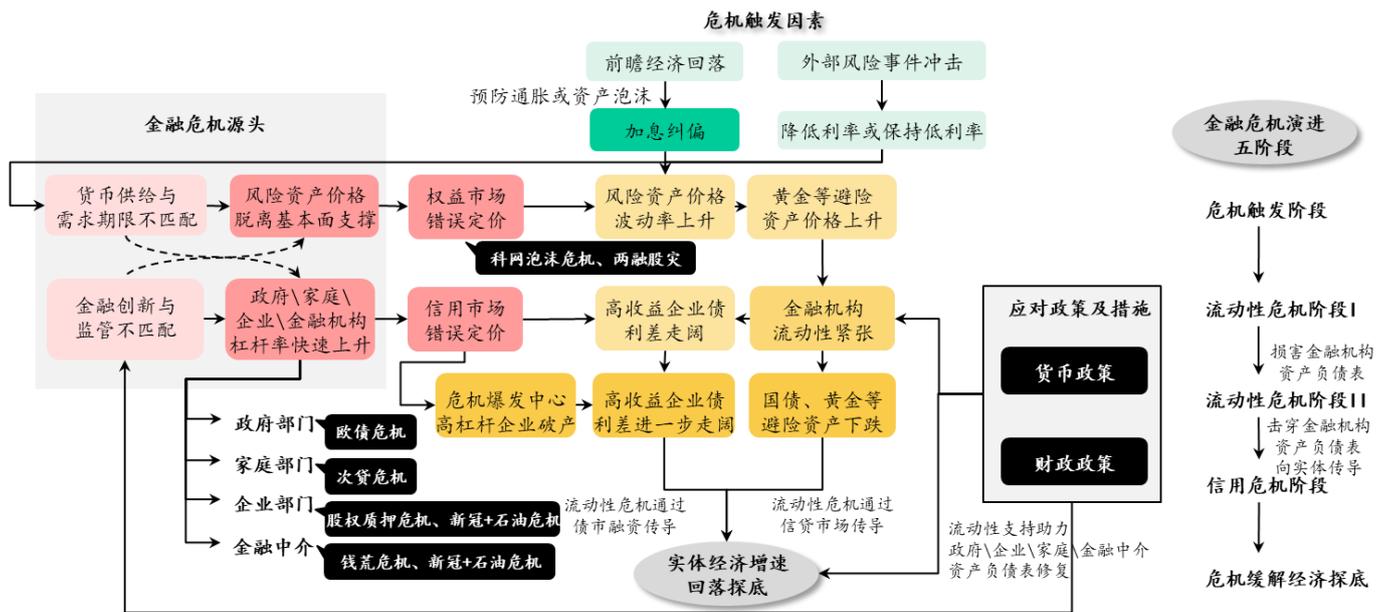
### 流动性危机发生的根源：财政货币政策与经济的两个不匹配

什么是流动性危机？指的是流动性的枯竭，具体可以表现为资产价格下降到其内在价值之下，或者金融机构外部融资条件恶化，或者金融市场参与者数量的下降，或者金融资产交易发生困难等等。因此我们通常用流动性危机风暴中心的资产类别来分类描述流动性危机，如科网危机（科技互联网价值泡沫破裂）、钱荒危机（国内短时间内银行间流动性匮乏），但这并不利于我们看到流动性危机的核心原因，从而分辨流动性危机的发展层次，判断是否会转化为信用危机、危机对实体经济的影响以及政策应对的效果。

财政货币政策与经济的两个不匹配是各类流动性危机的根源：一是货币供给与需求不匹配，二是金融创新与监管政策的不匹配（回溯原因，大部分也是财政政策为了助力经济走上轮低谷导致的）。货币政策与经济增长的不匹配，一方面可能导致风险资产价格脱离基本面支撑，引发权益市场错误定价；另一方面会在金融监管漏洞下，助长某些经济部门（政府\家庭\企业\金融中介）持续加杠杆，高杠杆加剧了这些经济部门资产负债表脆弱度，同时也引发了信用市场的错误定价。两个市场错误定价终将在某些风险事件冲击下，引发资产价格的泡沫的破裂、交易困难，资产贬值引发资产负债表脆弱度较高部门资产负债表恶化，甚至击穿金融中介资产负债表，向实体传导融资压力，升级为信用危机，导致实体经济大幅回落。回溯历史上几轮流动性危机，均沿着这一链条爆发，区别在于权益市场错误定价往往导致风险资产价格回落，但较难击穿金融机构的资产负债表，从而导致更深层次的流动性危机甚至信用危机，而信用市场的错误定价常升级到更高级别的流动危机、信用危机，或许这与金融机构对风险资产、信用资产的参与程度不同有关。

因此我们将 2000 年以来的几次国内外流动性危机分为两类：①某类经济部门杠杆率过高导致流动性危机，包括 2015 年两融股灾、2018 年股权质押危机和 2013 年钱荒危机；②流动性危机进一步升级为信用危机，冲击金融机构资产负债表：包括 2000 年科网泡沫危机、欧债危机、次贷危机。2020 年新冠危机发端于非银金融机构杠杆率在特定环境下的风险暴露，但同时权益市场也由于非银金融机构资产负债表恶化、新冠疫情影响、长期低利率环境而出现大幅回落。

图表1：金融危机发生的源头和演进过程



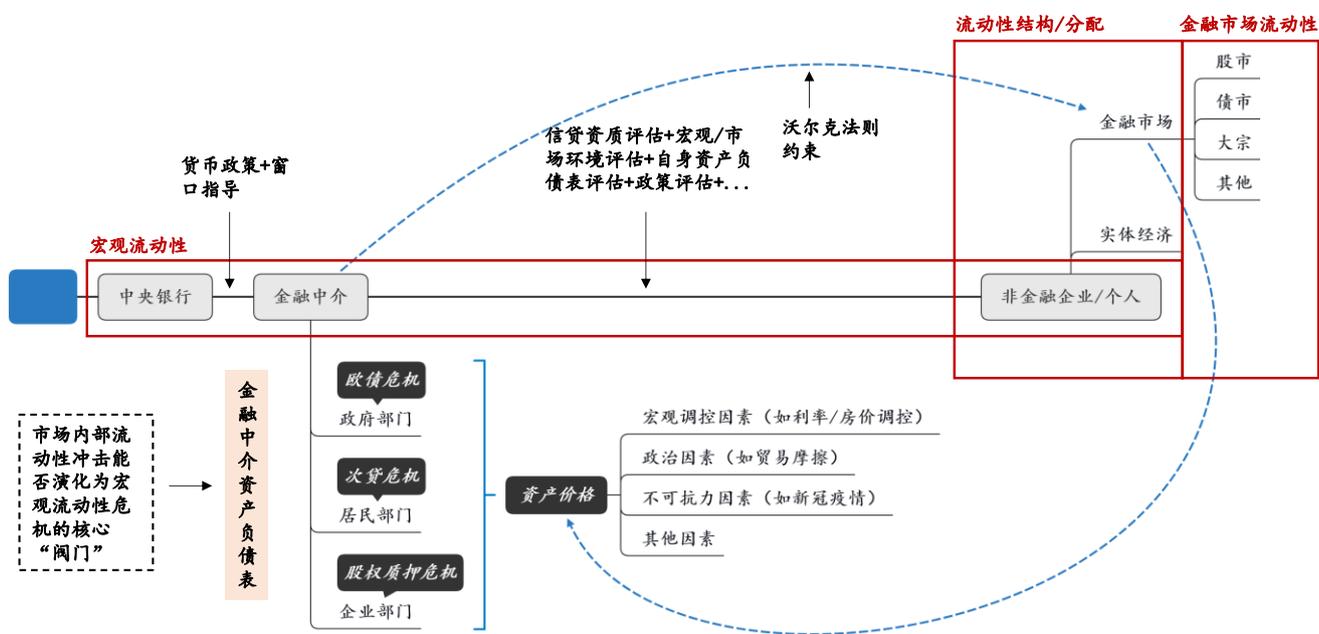
资料来源：Wind，华泰证券研究所

### 流动性冲击升级分水岭：是否导致金融中介资产负债表恶化

当我们讨论流动性紧张的时候，需要厘清两个问题：1) 流动性有其循环反馈的特征，资产价格下跌引发债务压力上升通常是开启循环的导火索，受这一冲击最显著的部门是居民、非金融企业还是政府部门？→对应流动性紧张的根源；2) 资产价格下跌对该部门的冲击是否足够大到引发金融中介（银行、非银金融）资产负债表的恶化，如持有的债权价值缩水、不良贷款率上升，从而演化为宏观流动性危机？→对应流动性紧张发生的层次（金融市场内部流动性冲击 or 宏观流动性危机）。

回答这两个问题的原因在于，宏观调控、贸易摩擦、不可抗力等诸多因素均可能导致资产价格的下跌，但在沃尔克法则约束下，金融中介投资风险资产的比例受到控制，因为资产价格下跌直接导致自身资产负债表恶化的概率较小，从资产价格的下跌演化为宏观流动性危机，需要满足的条件是——政府、非金融企业或居民部门的债务压力在资产价格下跌过程中快速上升，且这一压力对金融资产资产负债表的负面影响足够大，导致其资产负债表恶化，大幅收紧信贷支持→宏观信贷获取受阻→实体经济与金融市场流动性收紧→各大类资产在流动性挤压下同时抛售→资产价格下跌进一步加剧债务压力→进入自我循环式反馈。

图表2：流动性压力的层次、传导链条与反馈机制



资料来源：Wind，华泰证券研究所

基于这一框架，我们可以梳理出历史上多次流动性危机的传导机制。次贷危机：央行加息刺破房价泡沫→居民部门次级贷款债务压力与违约率飙升→持有大量次级贷款的雷曼兄弟资产负债表大幅恶化→雷曼兄弟破产并引发其大量对手方金融中介倒台→非金融企业部门与居民部门信贷链条断裂→金融市场流动性压力上升，房价下跌进一步加剧居民部门次贷压力→进入自我循环式反馈机制；欧债危机：希腊财政赤字骗局揭开→希腊主权债评级下调→政府部门债务压力与预期违约率飙升→持有大量希腊主权债和公司债的欧洲其他国家的银行资产负债表恶化→非金融企业部门与居民部门信贷链条断裂→金融市场流动性压力上升，主权债抛售进一步加剧政府部门债务压力→进入自我循环式反馈。

本次新冠疫情期间，我们同样可以追溯到类似的传导链条，新冠疫情及原油价格战导致非金融企业部门预期债务压力与违约率飙升，且面临急速升温的破产风险（主要为石油石化、航空、消费者服务、商贸零售等疫情与原油供给冲击相关行业）→持有这些行业的公司债的金融中介资产负债表出现一定程度的恶化或恶化预期→非金融企业和居民部门信贷链条断裂→金融市场流动性压力上升，公司债抛售进一步加剧企业部门债务压力→自我循环式反馈。

我们认为，当前阶段的全球市场流动性危机在一定程度上是伴随着金融中介资产负债表的恶化或潜在恶化概率的，这一点上与2000年科网泡沫+911、2008年次贷危机、2009-2012欧债危机有类似之处，两个原因：（详见我们后文“新冠危机”部分的分析）

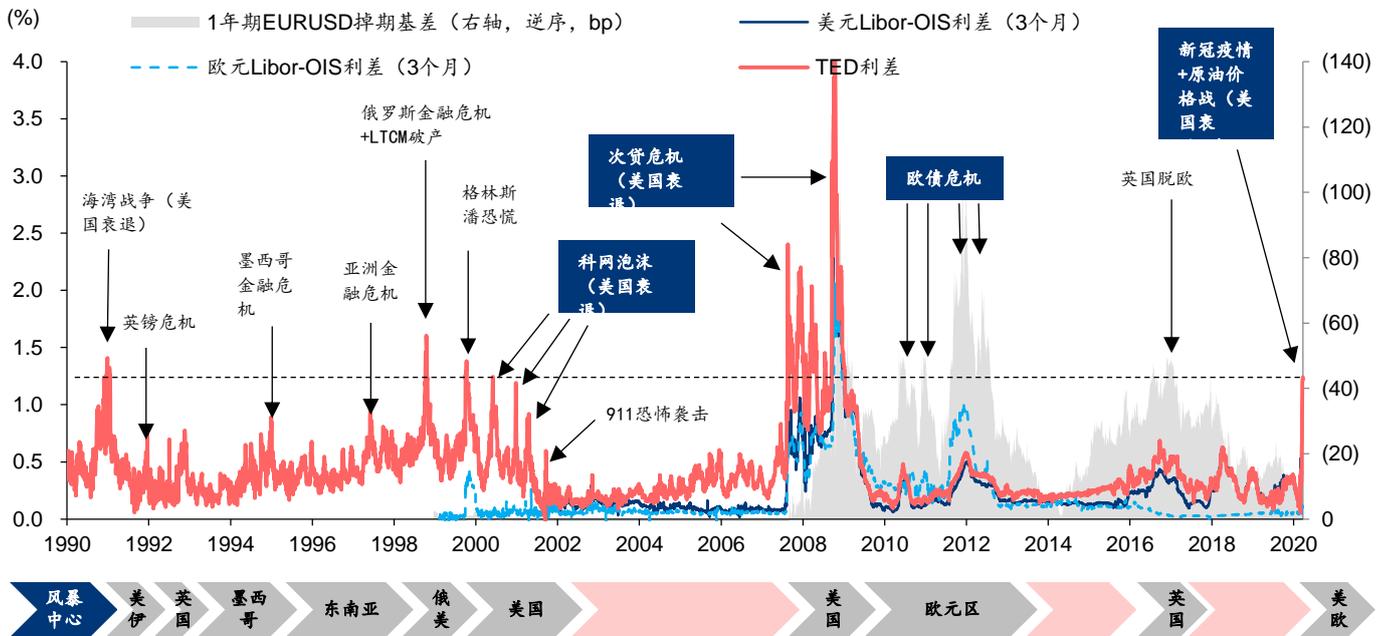
第一，追踪欧美各大银行违约概率的CDS利差在此期间快速上升，美国银行CDS价格达到2008年雷曼兄弟破产前的高位，欧洲银行CDS与2009年年末欧债危机初期的点位类似，反映这一阶段市场在经济数据衰退式下滑和企业倒闭未实际发生前，已经在price in金融中介未来资产负债表恶化的可能；

第二，2018年年末贸易摩擦和美国经济数据不佳同样引发美股跌入系统熊市，但彼时市场或资产价格下跌并未导致大面积的流动性挤兑出现，大类资产相关性处于常规的股跌债涨的Risk-off模式，银行CDS价格未大幅上升，本次大类资产相关性紊乱+流动性挤兑压力飙升反映资产价格下跌并不单纯停留在金融市场内部，对于金融中介存在一定程度的负面溢出（或市场预期存在一定程度的负面溢出），潜在的原因包括，1）当前美国非金融企业债务压力相比2018年年末时进一步上升，接近次贷危机峰值水平，债务压力基础存在明显差异；2）疫情相比于缓慢的衰退对于企业经营的冲击更为迅速，休克疗法下企业面临的破产风险高于彼时；3）美联储货币政策空间相比于2018年年末已经大幅收窄。

### 近年来全球流动性风险事件综述

美元流动性是全球金融市场流动性的锚，我们以Libor-OIS利差、TED利差、1年期EURUSD掉期基差（在支付欧元Libor浮动利率、获得美元Libor浮动利率的掉期交易中，欧元利率支付方愿意补偿的利差）三个指标来追踪全球金融市场美元流动性，1990年以来共出现过12次全球性的美元流动性冲击，地缘政治危机、主要经济体衰退等为触发全球流动性紧张的主要因素。新千年以来，4次全球流动性紧张为2000-2003科网泡沫+911、2008次贷危机、2010-2013欧债危机、2020新冠疫情+原油价格战（我们将在后文中分别展开专题论述，并覆盖2013-2014、2018两次国内流动性冲击）。

图表3：1990年以来的全球金融市场12次主要流动性冲击 vs 冲击事件

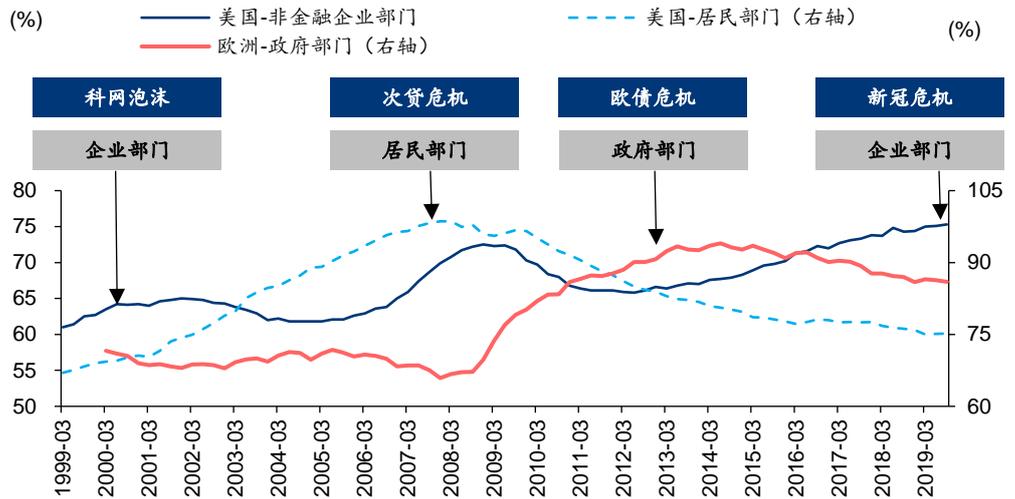


资料来源：Bloomberg，华泰证券研究所

聚焦新千年来的四次全球流动性冲击，相同点在于：1）冲击前夕均酝酿了相当水平的债务风险基础，2）四次冲击对于金融中介资产负债表均造成显著的负面影响（或负面影响预期），风暴中心的银行CDS价格均出现阶段性攀升，引发信用危机；3）四次冲击均引发全球美元流动性紧张。

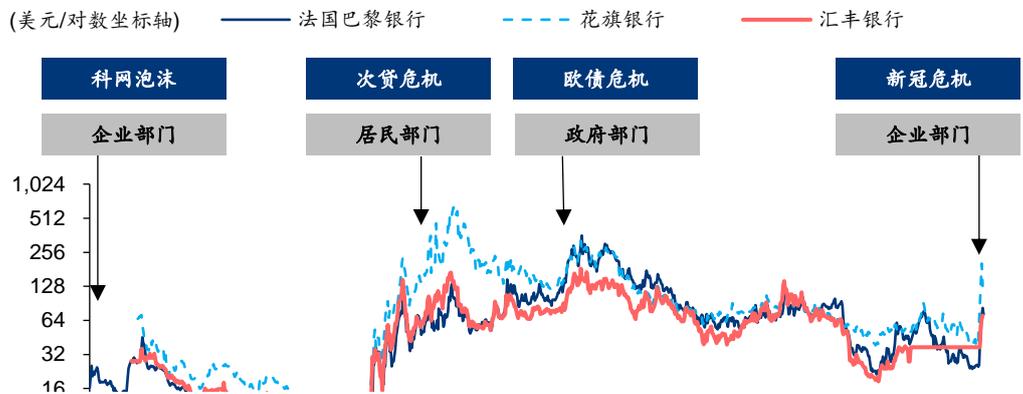
不同点在于：1) 债务风险爆发的核心部门不同，科网泡沫+911、次贷危机、欧洲危机、新冠疫情+原油价格战分别对应非金融企业部门、居民部门、政府部门、非金融企业部门；2) 金融中介资产负债表恶化的程度不同，以银行 CDS 价格在危机阶段的峰值看，次贷危机>欧债危机>新冠+原油价格战>科网泡沫+911；3) 全球美元流动性紧张的程度不同，次贷危机>新冠+原油价格战≈科网泡沫+911>欧债危机（以 Libor-OIS 利差和 TED 利差为基准）；4) 最先受冲击的金融中介类别不同，次贷危机为非银金融业（雷曼兄弟），其余三次危机为银行业。

**图表4： 债务风险基础：美欧各部门债务总额/GDP vs 新世纪四次宏观流动性危机**



资料来源：CEIC，华泰证券研究所

**图表5： 银行资产负债表恶化：美欧及全球代表性银行 CDS 价格 vs 新世纪四次宏观流动性危机**



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\\_5982](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_5982)



云报告  
<https://www.yunbaogao.cn>

云报告  
<https://www.yunbaogao.cn>