

我们会有经济危机么？

——两次经济危机比较

核心内容：

1、新冠疫情会引起经济危机么？

金融危机即是经济危机，而金融自由化之后，金融引领经济的趋势更加明显，经济危机几乎都是从金融危机而来。2008年金融危机波及涉及全球，而美联储直接货币投放稳定金融系统，开启了央行引领经济的时期，这种引领不仅是利率的引领，也是货币直接的投放。可以说现代社会，**稳定了金融系统即是稳定了经济体系，消除了金融危机即是消除了经济危机。**

从这个方面来讨论，新冠疫情会引起经济危机么？3月下旬，美联储连续的货币投放和超额的财政救助已经稳定了金融市场流动性，那么金融危机的风险已经大幅下降。而之后只是新冠疫情的延续时间对经济打击的评估，是一次性的打击还是会引起全球经济衰退。

我们认为如果新冠疫情能在2个月之内结束，那么其对全球经济的影响可能就是一次的，对资产负债表的影响是短时的，而且企业债务和损失可以通过金融救助弥补。而如果新冠疫情延续超过1个季度，那么全球经济不可避免会陷入衰退，尽管有超量的流动性支持，但企业债务压力和利润的下行不可避免，全球需求会受到打击，企业不肯避免的削减投资，消费者继续压低消费，全球会进入衰退，如果以2008年来计算，这种衰退可能会持续5-6个季度。

2、2020年危机与两次金融危机并不相同

2020年我们所处的经济时期，人民的生活水平以及整体金融系统的监管都与1929年与2008年有很大的不同，历史不会简单的重演，从历史中学习的经验会指导我们面临接下来的困难。

(1) 2020年经济并未有过热表现；(2) 2020年美联储应对更为迅速；(3) 2020年社会更加公平，监管更为有力。

3、疫情前美国经济仍然较为稳健

2020年疫情爆发前，美国经济仍然较为稳健，美国CPI小幅走高，失业率仍然处于低位，工业生产处于扩张区间。美联储预计2020年将不会进行降息，主要因为美国CPI稍有上行，2020年2月份美国CPI录得2.3%，核心CPI录得2.4%，比上月稍有上行。同时美国就业处于较好的状态，2月份失业率只有3.5%，就业水平较高。

3月份新冠疫情在全球爆发，美联储迅速降息以应对经济停滞带来的影响。从最新的数据来看，全球封锁和美国自身的封城对商业活动产生较大的影响，但制造业仍然较为活力。2月份新屋销售年化总是76.5万户，高出市场预期的75万户，房地产处于稳定状态。3月14日的初请失业金人数有所上行，预计3月21日初请失业金人数会有150万以上的增长。同时3月份金融市场大幅下滑，会影响未来的整体消费。

美国货币政策和财政政策交互发力，同时全球央行和政府出现合力，我们仍然认为新冠疫情如果在2个月内得到控制，全球经济会在3季度得到恢复。

分析师

许冬石

☎：(8610) 8357 4134

✉：xudongshi@chinastock.com.cn

执业证书编号：S0130515030003

目录

一、新冠疫情会有经济危机么?.....	3
二、新冠疫情与两次经济危机并不相同.....	3
1、2020 年经济并未有过热表现.....	3
2、2020 年美联储应对更为迅速.....	4
3、2020 年社会更加公平，监管更为有力.....	5
三、美国经济仍然较为稳健.....	6

一、新冠疫情会有经济危机么？

经济危机的定义为较长时间内经济体失业率处于较高水平，物价处于较低的水平，贸易、投资和消费持续下滑。在人类历史上比较著名的经济危机可能是从1637年的郁金香狂热开始的，随后1720年的南海泡沫，1825年英国经济危机，1837年的美国恐慌至1857年第一次世界性经济危机，而影响深远的是1929-1933年的世界经济危机，本次危机后美联储直接抛弃了金本位，美联储实现了独立于政府的目标。随后全球经历的各种危机后，中央银行的货币调控都成为至关重要的因素。20世纪70年代起，世界发生巨大变化，70年代的经济“滞胀”、布雷顿森林体系崩溃、经济全球化发展、银行分业经营的衰落，美国开启了金融自由化的道路，至1999年美国国会通过《金融现代化服务法案》奠定了美国金融自由化的制度基础。极度的金融自由化带来了2008年金融危机，危机期间美联储开启了保护金融体系的进程。可以说1929年和2008年两次金融危机对全球经济和金融环境影响深远。

我们讨论经济危机，但是自全球抛弃金本位，一直到70年代全球金融自由化进程开启，金融和经济就一直联系在一起。金融危机即是经济危机，而金融自由化之后，金融引领经济的趋势更加明显，经济危机几乎都是从金融危机而来。2008年金融危机波及全球，而美联储直接货币投放稳定金融系统，开启了央行引领经济的时期，这种引领不仅是利率的引领，也是货币直接的投放。可以说现代社会，**稳定了金融系统即是稳定了经济体系，消除了金融危机即是消除了经济危机。**

从这个方面来讨论，新冠疫情会引起经济危机么？3月下旬，美联储连续的货币投放和超额的财政救助已经稳定了金融市场流动性，那么金融危机的风险已经大幅下降。而之后只是新冠疫情的延续时间对经济打击的评估，是一次性的打击还是会引起全球经济衰退。我们认为如果新冠疫情能在2个月之内结束，那么其对全球经济的影响可能就是一次的，对资产负债表的影响是短时的，而且企业债务和损失可以通过金融救助弥补。而如果新冠疫情延续超过1个季度，那么全球经济不可避免会陷入衰退，尽管有超量的流动性支持，但企业债务压力和利润的下行不可避免，全球需求会受到打击，企业不肯避免的削减投资，消费者继续压低消费，全球会进入衰退，如果以2008年来计算，这种衰退可能会持续5-6个季度。

二、新冠疫情与两次经济危机并不相同

为什么我们判断新冠疫情不会带来金融危机，我们通过分析1929年和2008年金融危机来对比此次疫情。2020年我们所处的经济时期，人民的生活水平以及整体金融系统的监管都与1929年与2008年有很大的不同，历史不会简单的重演，从历史中学习的经验会指导我们面临接下来的困难。

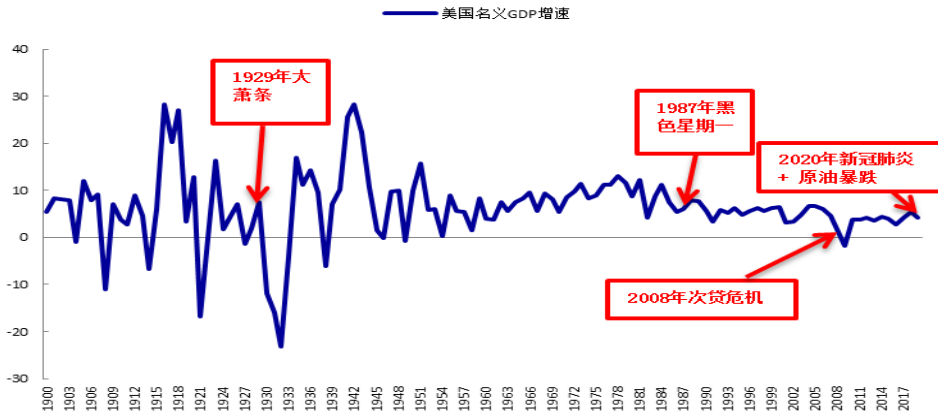
1、2020年经济并未有过热表现

两次危机中，经济都处于过度繁荣阶段。20世纪20年代，美国远离欧洲大陆，躲开了席卷欧洲的第一次世界大战，而战争期间，美国出口贸易急剧扩张，美国成为世界工厂和世界粮仓，美元也代替英镑成为直接货币。全球仍然处于金本位，黄金的不断流入带来了信用扩张，美元供应量翻倍。美联储在此期间为了防止黄金回流欧洲，鼓励美国银行发行美元计价的欧洲政府和公司发行的债券，流动性的泛滥带来的美元的超强地位。20世纪20年代，是美国历史上的“咆哮的20年代”，美国经济在此期间异常繁荣。2008年之前关系措施，国正在经历繁荣，格林斯潘在任期间，美国出现了历史上最长的经济增

长期，尤其是在 2001 年“9.11”事件后，美联储采取注资和降息措施，2002 年 6 月底联邦基金利率降低到 1%，长期放贷利率大幅下降，30 年房贷利率降低到 20 世纪 60 年代以来最低水平。

可以看到，两次金融危机中，经济均经历长时间的繁荣，2020 年之前，美国经济同样保持稳定的增长，可以说是自 2008 年后受到宽松货币政策影响，经济在相当长的一段时间内保持增速。但是 2019 年美国经济增长有走入衰退的风险，美联储在 2019 年重新下调利率以期望抬升经济。

图 1：美国 GDP 增速 (%)



资料来源：美国经济分析局 中国银河证券研究院

2、2020 年美联储应对更为迅速

我们认为 2020 年新冠疫情不会引起经济危机主要是由于美联储对危机快速的应对，经济可能会随着疫情时间延长走入衰退，也可能是一次性冲击，但很难走入萧条。

1929 年危机后，美联储仍然无所作为，这与美联储当时的弱小有关系，也与美联储现实状况有关。1929 年美联储仍然没有“独立”，经济危机后美联储继续收紧银根，打击股票投机，同时坚守金本位。这种中央银行的运作使得危机从 1929 年持续至 1933 年，后续企业大量破产，失业率暴增，全球进入大萧条时代。

2008 年金融危机更加危险，遍布全球的金融机构可能会同时倒闭，全球金融秩序可能一夕崩塌。美联储迅速降息，美国财政部顶住压力对接管 AIG 并对全国大型金融机构注资救助。2008 年 11 月开启了史无前例的量化宽松 (QE)，同时中国也开启了大规模的政府投资，全球经济回暖，2010 年美国重新增长。

2020 年美国大型的银行类金融机构仍然较为平稳，生产、物流的暂时停顿和原油市场的突然暴跌，使得市场恐慌指数暴涨，商品市场的暴跌带来大型投资基金的保证金追加，对美元的偏好剧增，流动性危机出现，全球离岸美元市场流动性同时紧张，除美元外全球资产遭到抛售。美联储迅速释放流动性缓解市场紧张情绪，使得金融市场避免更进一步的危机。

表 1: 美联储危机应对政策

	美联储应对	
	危机前	危机后
1929年大萧条	1929年2月2日，从美联储融资不能投资于股市，同时收紧货币。	继续收紧银根，打击股票投机，1929年8月9日银行间贷款利率提高至6%，美联储纽约银行将证券交易商利率由5%提高至20%。
2008年次贷	2004年6月至2006年6月，美联储连续17次加息，联邦基金利率从1%提升至5.25%。	2008年联邦基金利率从4.25%降至0.25%，1月份两周下降125BP。对AIG救助及推出7000亿救市计划。2008年11月至2012年9月推出3轮量化宽松(QE)，直接购买房地产抵押债券、国债、机构债。美国政府接管了大型金融机构。
2020年Covid-19	2017和2018年美联储收紧货币政策，美联储7次提高利率，联邦基金利率从1%上行至2.5%。2019年联邦基金利率重新下行3次至1.75%。	2020年3月不到两周时间美联储2次降息，联邦基金利率下降150BP，降至0%-0.25%。随后不到一周迅速推出2008年金融危机时采用的货币工具，并推出无限量QE计划。美国政府计划推出“2万亿美元财政刺激”方案。

数据来源：《美联储主席》 美国经济调查局

表 2: 2020 年美联储应对 Covid-19 操作

时间	美联储计划
3月3日	盘中降息 50BP，联邦基金利率 1.0%~1.25%
3月12日	纽约联储推出 1.5 万亿美元回头操作
3月15日	调降贴现窗口一级信贷利率 (PCR) 150BP 至 0.25%
3月16日	再次紧急降息 100BP，联邦基金利率 0%~0.25%
3月16日	重启 QE，未来几个月至少净购买 7000 亿资产，包括 5000 亿美债和 2000 亿 MBS
3月17日	重启商业票据融资便利机制 (CPFF) 和一级交易商信贷机制 (PDCF)，直接向市场购买商业票据以及向一级交易商提供贷款
3月18日	重启货币市场共同基金流动性便利 (MMLF)，帮助货币市场基金满足家庭和企业以及其他投资者的赎回要求
3月19日	宣布与主要央行建立临时性流动性互换协议 (Dollar Swap Lines)，以缓解离岸美元流动性
3月23日	宣布向市场提供无限量流动性，支持企业和家庭信贷、扩大市政债和商业票据抵押信贷支持、为中小也提供贷款。不排除未来美联储直接购买股票 ETF 和企业债券，不排除美联储负利率。

数据来源：美联储 中国银河证券研究部

3、2020 年社会更加公平，监管更为有力

社会环境是在不断变化，政府机构和中央银行在每次经济危机中吸取经验教训。监管环境的不断优化，阻断了金融危机爆发的途径。对居民和中小投资者的关怀也避免了大规模社会危机的爆发。

1929 年大萧条中，居民贫富差距巨大，全美最大的 16 家财阀生产总值占国民生产总值的 53%，全美约 60% 的家庭生活水平仍然在温饱线下挣扎。1920 年连续 3 届共和党总统执政，政治生活中负责公众利益几乎消失。美联储在危机发生后也未能履行职责，美联储仍然是一个独立不足的央行，同时美联储在坚守金本位，更加限制了央行职责发挥的能力。

1929 年大萧条后，1934 年美联储迎来了第一任主席，美联储迎来独立。1933 年罗斯福总统签订《紧急银行法》(即《格拉斯—斯蒂格尔法案》)，通过经营模式的监管限制银行的投机资金进入证券领域，同时抛弃金本位，敦促美元贬值，美国经济在 1937 年走出危机重新繁荣。

20世纪70年代美国经济出现了“滞胀”，高通胀加速了金融机构对金融自由化和综合经营的渴望，同时银行的生存也受到来自非银行机构和国际银行机构的挑战。金融自由化的浪潮到来，政府开始放松金融管制，鼓励金融创新，不同领域金融机构的业务渗透趋势进一步明确。1999年11月12日，克林顿总统签署了《金融服务现代化法案》，宣告了金融业综合经营的彻底合法化，同时也确立了“功能”导向型的“双线多头”的“伞”式监管模式。金融机构监管处于混乱状态，管理效率低下。

2008年后美国相继颁布了《金融监管改革方案》和《多德-弗兰克华尔街改革和消费者保护法》，实施“沃克尔法则”，其核心是禁止银行从事自营性质的投资业务，以及禁止银行拥有、投资或发起对冲基金和私募基金。2020年股市高台跳水后，银行系统仍然较为稳健，私募基金和对冲基金受到冲击，美联储救助及时阻止了危机的进一步爆发。

三、美国经济仍然较为稳健

2020年疫情爆发前，美国经济仍然较为稳健，美国CPI小幅走高，失业率仍然处于低位，工业生产处于扩张区间。美联储预计2020年将不会进行降息，主要因为美国CPI稍有上行，2020年2月份美国CPI录得2.3%，核心CPI录得2.4%，比上月稍有上行。同时美国就业处于较好的状态，2月份失业率只有3.5%，就业水平较高。

3月份新冠疫情在全球爆发，美联储迅速降息以应对经济停滞带来的影响。从最新的数据来看，全球封锁和美国自身的封城对商业活动产生较大的影响，但制造业仍然较有活力。2月份新屋销售年化总是76.5万户，高出市场预期的75万户，房地产处于稳定状态。3月14日的初请失业金人数有所上行，预计3月21日初请失业金人数会有150万以上的增长。同时3月份金融市场大幅下滑，会影响未来的整体消费。

美国货币政策和财政政策交互发力，同时全球央行和政府出现合力，我们仍然认为新冠疫情如果在2个月内得到控制，全球经济会在3季度得到恢复。

图2：美国CPI和核心CPI（%）

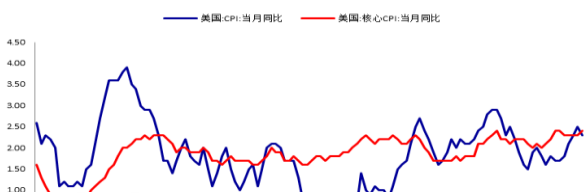
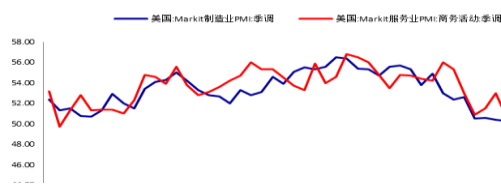


图3：美国PMI下降幅度好于预期（%）



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_6169

