



为什么判定全球已进入金融危机还为时尚早？

——肺炎疫情疫情影响评估（九）

宏观专题

财信国际经济研究院 伍超明宏观团队

伍超明 胡文艳 陈然

2月下旬以来，境外新冠肺炎疫情加快扩散蔓延，国际金融市场大幅调整，市场对发生金融危机的担忧急剧升温。对于全球是否已经发生金融危机，市场看法不一。有认为全球已经发生金融危机的，也有判定尚未发生金融危机的。如3月22日央行领导称“目前来断定全球已经进入了金融危机还为时尚早”，并指出“国际金融危机通常有三个基本的特征：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”。

判断是否会发生金融危机，除了观察资本市场价格信号、恐慌情绪等指标外，如何理解引发危机背后的运行机制，可能更为关键和深刻。本文基于疫情公共卫生危机和金融危机性质有异，以及金融危机的本质是企业、家庭和金融机构资产负债表的被动快速收缩的理解，认为全球主要经济体尤其是美国已经给企业、家庭和金融机构筑起了“三道防火墙”，导致金融危机发生的“金融加速器”机制和“财富效应”机制被暂时冻结，金融危机短期无忧。

但是，如果疫情防控时间过长，实体经济“休克”过久后经济指标的持续恶化，将轻易击破“三道防火墙”，在“金融加速器”和“财富效应”机制的作用下，金融危机就会发生，金融与实体经济陷入恶性循环。因此，全球当务之急是做好疫情的有效防控。

一、目前确已出现一些金融危机前期信号

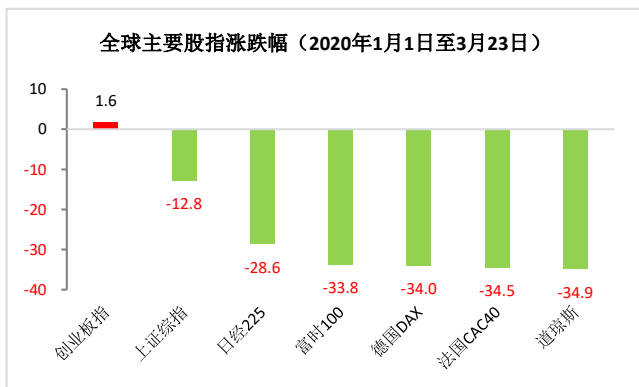
从金融市场资产价格、信用利差、美元流动性、短期经济增长等指标来看，目前确已出现一些危机信号。

一是金融市场资产价格罕见地持续超预期下跌。2020年2月中下旬以来，美股罕见地接连出现四次“熔断”，刷新历史记录，截止3月23日，美、欧、韩、部分新兴市场经济体股指年内跌幅均超30%（见图1）；同时年内原油价格跌幅超50%，铜、锌等金属价格跌幅约20%（见图2）。从历史经验来看，股市、大宗商品巨幅下挫是危机期间的重要特征之一。

二是长端利率大幅下降，信用利差飙升至危机水平。3月16日，美联储在月初紧急降息50BP的基础上，再降息100BP，直接将联邦基准利率降至0-0.25%，这带动美国十年期国债收益率一度降至0.54%，年内最大降幅超130BP。与之相反，美国高收益

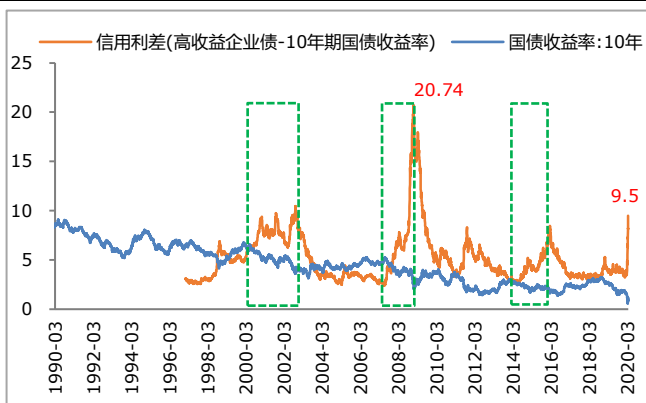
企业债券利率却出现飙升，其与十年期国债收益率之差表征的信用利差升至 9.5%（见图 3），与历史上危机期间水平相当。这表明市场风险偏好出现急剧下降，投资者对经济增长预期较为悲观，减少高风险资产投资意愿强烈。

图 1：全球主要经济体股票指数表现



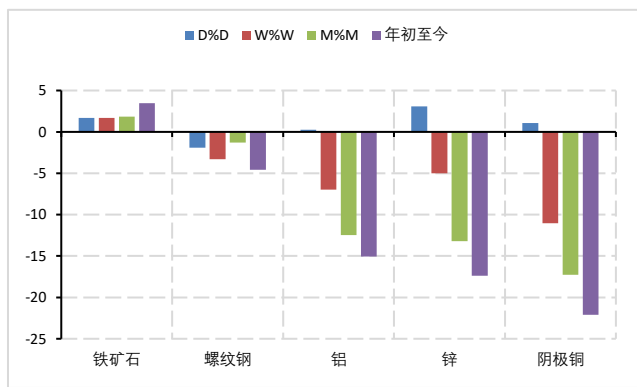
资料来源：WIND，财信研究院

图 3：美国长端利率快速下降和信用利差飙升



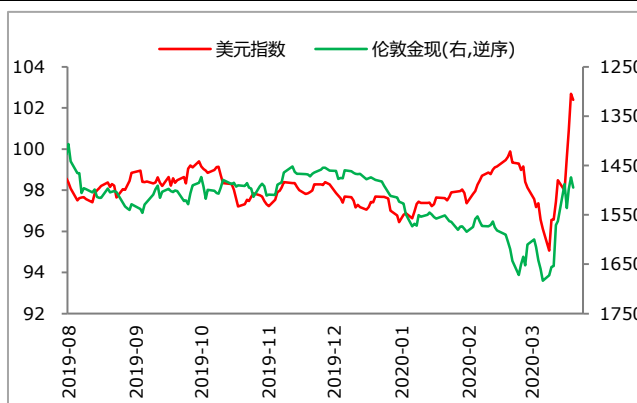
资料来源：WIND，财信研究院

图 2：国内主要金属期货涨跌情况 单位：%



资料来源：WIND，财信研究院

图 4：美元指数大幅上涨与黄金价格回落



资料来源：WIND，财信研究院

三是全球出现“美元荒”，黄金等避险资产也遭抛售。受新冠肺炎疫情蔓延影响，美国经济下行压力持续加大，但3月中旬以来，美元指数与基本面背道而驰，获强势拉升约8%突破100关口（见图4）。这背后反映出金融市场动荡或已引发美元流动性担忧，为应对金融市场冲击实现资产负债表的有效调整，同时防范未来美国贸易逆差减小带来海外美元供给收缩风险，投资者对美元的需求大幅增加，推升了美元指数。为此，投资者甚至不惜将黄金等避险资产也抛售出去，以换取美金，如伦敦金现价格自3月9日高点以来的最大回撤已接近15%（见图4）。

四是国内实体经济指标创历史新低，二三季度全球衰退概率大。从国内1-2月经济数据看，供给端工业增加值降幅超10%，需求端消费、投资降幅超20%，均创下历史新低，2月制造业景气指数PMI降至35.7%，低于2008年11月份38.8%的最低值，表明疫情对国内经济的短期冲击实际上已超过2008年金融危机。从国外的情况看，美、欧新冠肺炎正处于爆发期，对经济的冲击才刚刚开始显现，如已公布的部分数据显示，3月美国费城联储制造业指数为-12.7%，环比下降近50个百分点，同期德国商业景气指数亦大幅下挫。如果根据疫情冲击下中国经济数据表现，推演未来数月欧、美经济状况，

不难发现，二三季度全球主要发达经济体经济陷入衰退的概率已非常大。

上述具有危机信号的金融和实体经济指标，是否意味着全球已进入金融危机或经济危机？

二、金融危机的本质是资产负债表的快速被动收缩

上文中的资本市场指标，频频显示金融危机预警或已经发生的信号，但要做出当前是否是金融危机的判断，仅凭借这些信号是不够的，还需更严谨的逻辑辩证。引起金融危机的原因很多，尽管最终结果大多表现为系统性金融结构的倒闭，全球金融市场资产价格的恐慌性下跌，实体经济增速出现大幅下降等。这次引发全球股市大幅调整的直接原因，是疫情在全球的蔓延扩散。在判断这次公共卫生危机是否会进一步导致全球金融危机之前，有必要先区分一下疫情公共卫生危机和金融危机的性质差异，因为两者对经济的影响机制是不一样的，因此导致结果也会有所不同，不宜将导致股市大幅调整的原因混为一谈，魔鬼都在细节里。

（一）疫情公共卫生危机与金融危机性质有异

对于疫情公共卫生危机，尽管疫情是短期的，但疫情防控将导致经济生产活动休克性暂停，因此其对经济的影响短暂但伤害程度大。疫情爆发过程中，资产价格的调整，并不是经济体系中家庭、企业和金融机构等部门的资产负债表出现问题导致的，因此疫情过后也无需进行大幅收缩调整，不用经历短期大幅去杠杆的痛苦进程。“播放键”开启后，存留下来的各经济主体可以继续正常的生产生活活动。

对于金融危机，由于经济体系中家庭、企业、金融机构、政府等部门的资产负债表出现了大问题，需要快速收缩调整，面临长期去杠杆过程，因此危机对经济的影响不是短暂的，而是长久的。此外，金融危机中，社会生产生活活动无需休克性暂停，供给和需求都会存在，只是强度在减弱，但需求要恢复到正常水平，需要资产负债表恢复到健康状态才行，其中耗费的时间要数年之久。

因此，疫情公共卫生危机对经济的影响短暂但影响大，经济主体无需大幅去杠杆；金融危机的影响长久且深远，经济主体面临长期的去杠杆过程。

（二）导致金融危机爆发的两条关键机制

资产价格如股票和房地产价格的大幅调整，之所以能引爆金融危机，主要源于两条作用机制：一是金融加速器机制，二是财富效应收缩机制。在这两条机制的作用下，企业、家庭和金融机构快速被动收缩资产负债表，导致杠杆的快速去化。

在第一条金融加速器机制中，资产价格的大幅调整，将导致企业部门用于抵押贷款的资产价值快速减少，企业抵押贷款能力下降，此时银行评估企业信用风险增加，要么要求企业追加抵押物或提前归还贷款，银行出现惜贷现象，要么提高贷款利率水平，企业资产负债表进入被动快速收缩阶段，投资增速下降变得不可避免。在机制的作用下，企业和银行都将面临资产负债表的快速收缩，银行的金融中介功能削弱和干脆退出，形

成实体经济增速快速降低和金融风险急剧恶化的负反馈循环。

在第二条财富效应机制中，资产价格的大幅调整，家庭部门财富缩水，一方面导致家庭部门抵押贷款能力下降，另一方面直接削弱消费能力，最终都将导致消费支出减少，家庭部门需要收缩调整其资产负债表。

在两条机制的作用过程中，金融部门都深度参与其中，企业和家庭部门信贷能力的减弱和信贷资产质量的恶化，都将影响到金融部门的资产和负债结构，这是其一；其二是金融机构本身也有股票、房地产等资产投资，这些资产价格的调整，也都将恶化其资产和负债质量。因此，金融部门也不可避免地要收缩资产负债表。

综上，资产价格大幅调整过程中，企业、家庭和金融机构都将面临快速被动收缩资产负债表的过程。资产负债表的短期剧烈调整，导致金融危机的发生，进而导致实体经济中出现企业倒闭潮、失业潮等现象。因此，金融危机的本质，是资产负债表的快速被动收缩，只要有措施防止或阻断这一收缩进程，金融危机就暂时不会发生。

三、各央行已筑好“三道防火墙”，危机短期无忧

目前，为应对疫情冲击和国际金融市场动荡加剧引发的风险，以美联储为代表的各国央行迅速采取行动，通过降低融资成本、提供不限量流动性，在金融机构、企业、居民部门已构筑好“三道防火墙”，有力避免了三个主体短期内快速被动收缩资产负债表。

“第一道防火墙”经过多轮加固打在金融机构的前方。金融机构作为信用创造核心主体，是维护金融市场稳定、支持实体经济渡过难关的关键。美联储紧紧抓住这一要点，先后启动下述一揽子危机应对计划（见图 5），不让金融机构的金融中介功能弱化或退出。

首先，超预期降息至 0。美联储分别于 3 月 3 日和 3 月 16 日降息 50、100BP，将联邦基金利率直接降至 0-0.25%，以保证金融机构能够获得超低成本资金。**其次**，宣布启动约 7000 亿美元的量化宽松政策。美联储通过分别购买 5000 亿美元国债和 2000 亿美元抵押支持债券，以维持金融体系内部流动性充裕，支持关键市场功能。**第三**，动用四大工具包。包括下调银行间一级信贷利率、鼓励银行利用日内信贷工具、鼓励银行使用银行资本及流动性缓冲工具、取消千家银行机构的存款准备金要求，以增加金融机构流动性。**第四**，重启危机时期工具。如建立一级交易商信贷机制（PDCF）、建立并扩展货币市场共同基金流动性（MMLF）等，直接为金融机构注入流动性。

“第二道防火墙”稳稳地加在企业部门。新冠肺炎疫情导致各国经济短期“休克”，众多中小企业生产经营活动陷入严重困境。为了直接、有效挽救受疫情冲击最大的企业主体基本盘，减少其损失，缓解信贷收缩压力，确保疫情干扰消除后经济能得到快速修复，美联储不惜绕过金融机构，直接成为企业的“贷款人”，为其输送流动性（见图 5）。

一方面，美联储重启危机时期工具，建立并扩展商业票据融资便利（CPFF），为商票发行方提供流动性；建立定期资产支持证券贷款设施（TALF），无条件向某些 AAA 评级的 ABS 持有人提供贷款。**另一方面**，美联储新设多个流动性工具支持中小企业融

资，如新设用于发行新债券和贷款的一级市场公司信贷融资（PMCCF）和用于为未偿还公司债券提供流动性的二级市场公司信贷融资（SMCCF），同时宣布“大街（Main Street）商业贷款项目”以支持符合条件的中小型企业贷款。值得注意的是，因法律规定美联储不能直接向企业和家庭放贷，美联储将通过为特殊目的工具（SPV）提供资金，再从 CPFF、TALF、PMCCF 和 SMCCF 等向企业提供贷款，同时财政部将使用 ESF 对 SPV 进行股权投资。

“第三道防火墙”增给了居民部门。疫情冲击叠加股市剧烈调整，居民收入与财富均面临较大损失，居民消费与偿债压力增加，对经济的损伤不言而喻。为此，美联储重启危机时期工具（见图 5），设立商业票据融资便利（CPFF），通过展期合格发行人的到期商业票据债务来消除其无法偿还投资者的大部分风险；建立定期资产支持证券贷款设施（TALF），为居民消费贷提供流动性支持。

经过上述三层加固，再加上财政部 2 万亿美元的财政支持计划，短期内金融机构、企业、居民部门面临的流动性压力将大幅减轻，资产负债表收缩压力也将大幅减缓，强有力政策对冲下，金融市场发生危机的概率也大大降低。

图 5：美联储与财政部近期危机应对政策一览



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_6264

