

首席观点  
2020 年 3 月 23 日

# 追问金融危机 的可能性

丁安华 招商银行首席经济学家  
☎ 0755-83146635 ✉ [dinganhua@cmbchina.com](mailto:dinganhua@cmbchina.com)



我们应当仔细研究各种资产类别的价格变化，追寻其中关于经济衰退和金融危机的信号，从而判断未来可能的方向。

## 一、疫情影响经济的三个渠道

新冠肺炎已经构成全球大流行（Global Pandemic），广泛冲击全球经济和金融体系的运行。分析传染病对经济的影响，由近而远、由浅入深可以分为三个阶段或情形：

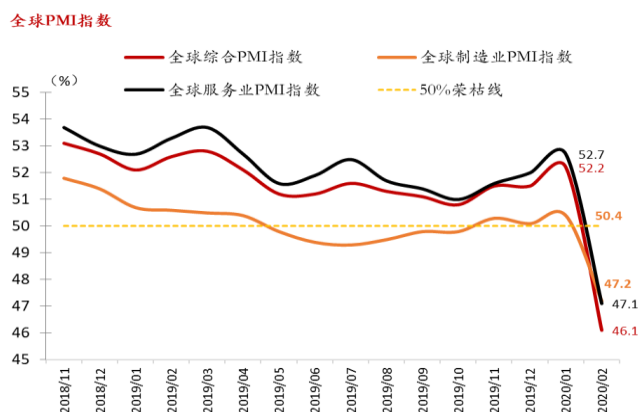
一是高强度的防疫导致消费急剧萎缩，通过需求端影响经济增长；

二是若疫情短期内无法得到有效控制，持续的消费萎缩不可避免地冲击供给侧。高强度的防疫措施对供给侧的影响并非线性的，部分行业尤其脆弱，例如航空、酒店、旅游、餐饮、休闲等；

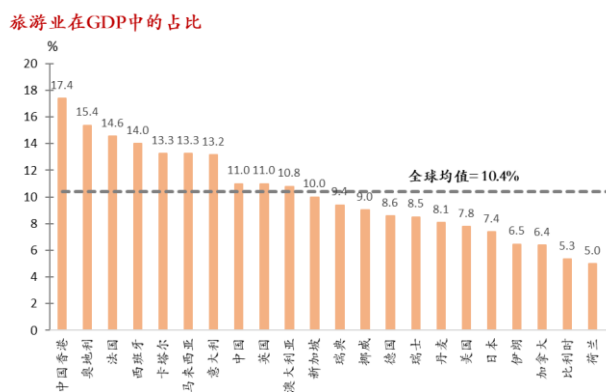
三是疫情对供给侧的负面影响，通过广泛的金融连接传导至全球金融市场，资产价格大幅下跌，金融体系风险上升，甚至引发金融危机。

从对经济的破坏程度来讲，上述三种情景之中，消费萎缩导致的短暂需求变化是最为温和的，尽管在短期内可能出现断崖式的下行，但是疫情一旦过去，经济的反弹相对确定。这相当于给经济按下了暂停键，但机器并没有损坏。而供给端受到打击的场景，要严峻一些，疫情持续导致相关企业陷入困境甚至倒闭，以及失业率随之快速上升，经济运行这架机器受到损害。若情况继续恶化，随着疫情对供给侧损害的加剧，就会通过金融渠道对整体经济造成打击，这是最危险的前景。从实体企业自由现金流的中断，到相关资产价格的大幅下跌，进而恶化金融机构的资产负债表，引发债务到资产的螺旋式恶性循环，导致系统性的金融危机。对经济增长的长期影响而言，这是最有害的一种前景，需要很长时间才能得到纠正。

所以说，维护金融体系的稳定至关重要，是抗击疫情双线作战的另一个主要战场。股票价格持续而陡峭的下跌，在广泛高企的杠杆作用下冲击金融稳定，造成家庭财富的收缩，其影响是结构性的，尤其是在美国等家庭对股票风险资产敞口较高的发达经济体。这也是各国必须维护资本市场（股票与房地产）稳定的原因所在。

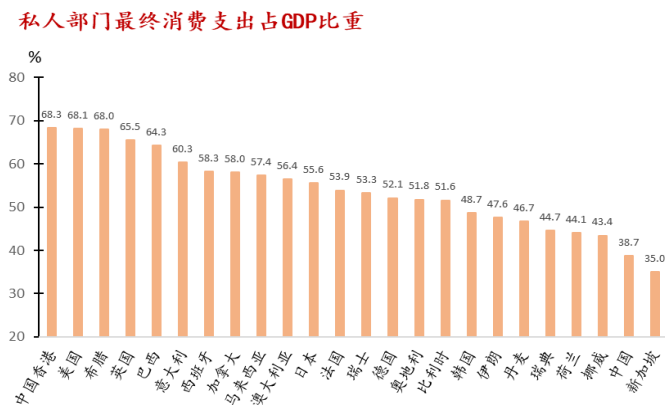
**图 1：疫情从二月开始给全球经济造成全面冲击**


资料来源：CEIC、招商银行研究院、招银国际证券

**图 2：疫情影响明显：旅游业占 GDP 的比重**


资料来源：世界旅游及旅行理事会、招商银行研究院、招银国际证券

注：数据为 2019 年

**图 3：消费冲击：发达经济体私人消费占比更高**


资料来源：世界银行、招商银行研究院、招银国际证券

注：数据为 2018 年

**图 4：美国家庭对风险资产的敞口**


资料来源：美联储、招商银行研究院、招银国际证券

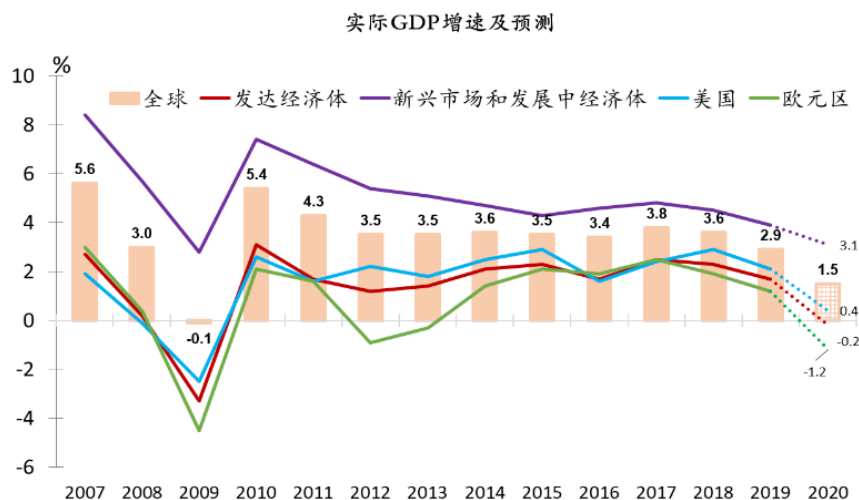
## 二、全球正步入技术性衰退

我们 3 月 11 号发表《与病毒共存：下调 2020 年中国经济预测》报告，率先将第一季度中国经济预测调至负增长。考虑到过往几年中国对全球增长的贡献大约是三分之一，如此显著负增长的中国，势必拉低全球在一季度的增长水平。进入二季度，疫情对欧美和全球的冲击升级，将导致本来就很脆弱的欧洲、日本和美国陷入负增长，使得二季度全球增长大概率将明显收缩。根据定义，两个季度收缩确认全球经济进入技术性衰退。随着疫情在全球蔓延，毫无疑问将持续对经济社会生活施加负面影响。几乎可以肯定地说，从季度增长来看，全球正步入一场由公共卫生危机导致的另类衰退。

基准情景下，我们预测今年全球增速仅约 1.5%，较我们之前的预测下调 1.5 个百分点，该体量的冲击比上一次世卫组织认定的“全球大流行病”（即 2009 年甲型 H1N1 流感）严重得多，在全球大流行病历史上已属于中高等级别，仅次于 1918 年大流感那种死亡人数达亿级的超严重疫情。

按照世界银行和 IMF 的定义，考虑到人口增长的因素，这一增速水平已经低于约 2.5% 的经验衰退阈值。也就是说，从全年来看，全球经济进入衰退已是难以逃避的大概率事件。

图 5：新冠疫情打击原本已很脆弱的全球经济



资料来源：IMF、招商银行研究院、招银国际证券预测

注：虚线为预测值

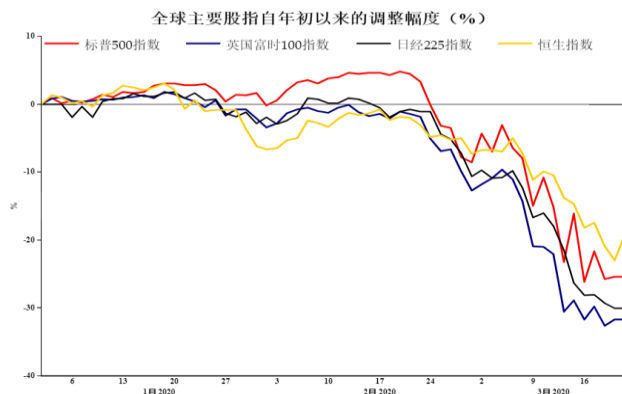
### 三、形势正朝不利的方向发展

从全球看，形势正朝不利的方向发展。疫情发展至今，显然已经不是短期和局部的消费萎缩的格局。一方面，从全球范围看供给侧的伤害已经开始浮现，相关行业和中小企业受到重创；另一方面，供给侧的损害正在通过金融渠道影响全球资本市场。近期股票市场大幅波动，交易对手风险明显上升，现金流紧张局势迅速蔓延。在恐慌情绪和不确定性下，金融危机的可能前景，并非危言耸听。

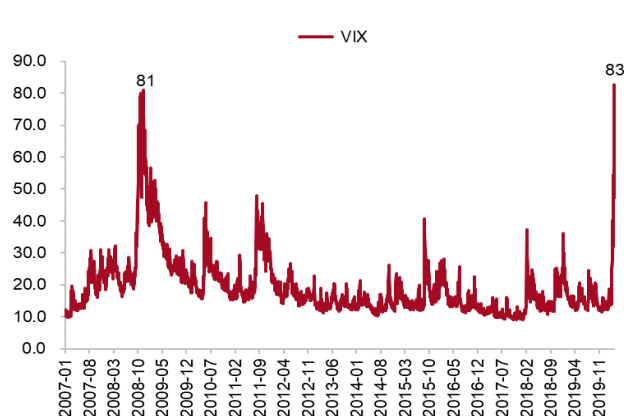
目前，疫情对经济冲击的程度，正处于第二阶段（供给侧损害）向第三阶段（金融危机）发展，必须采取有力的政策措施遏制这种不利的发展趋势，将供给侧的损害降到最低，维护金融市场的稳定，从而防止金融危机的可能前景。

全球资本市场的信号，正加深我们对金融危机的忧虑：

一是近期全球股市出现“史诗级的暴跌”。美股两周内出现 4 次熔断，欧美主要股指累计跌幅普遍超过 30%（纳指以盘中最低点衡量）。市场恐慌情绪加剧，VIX 指数升高并突破上一轮金融风暴的水平。

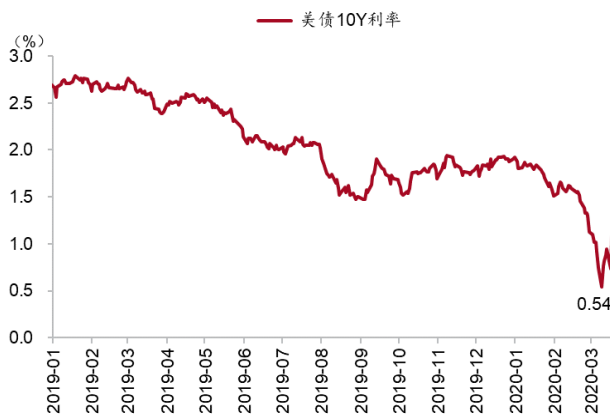
**图 6：主要股指自年初以来的调整幅度**


资料来源：路透、招商银行研究院、招银国际证券

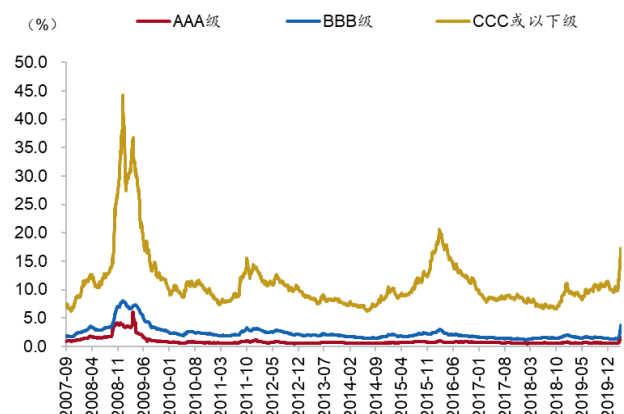
**图 7：VIX 波动率指数**


资料来源：Wind、招商银行研究院、招银国际证券

二是美债 10 年期国债利率一度下跌至 0.5%，曾刷新历史新低，上周在美元流动性短缺的冲击下回升 40BP；同时信用利差走阔，反映投资者的避险情绪和市场对信用风险的严重忧虑。

**图 8：美债 10 年期国债利率快速下行**


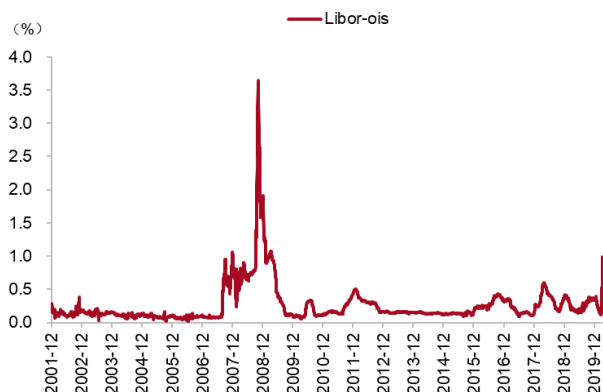
资料来源：Wind、招商银行研究院、招银国际证券

**图 9：美国企业债信用利差走阔**


资料来源：Wind、招商银行研究院、招银国际证券

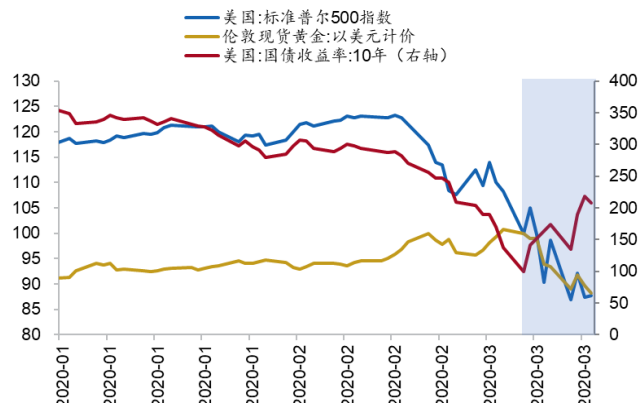
三是美元流动性紧张，导致近期出现黄金、股市和债市同向下跌的现象，表明全球投资者正在不计成本地抛售一切资产，转为持有现金。而美联储无论是实施零利率还是 QE 操作都未见有效扭转市场面临的流动性紧缺问题，广谱资产齐跌的现象暂未得到明显缓解。

图 10: LIBOR-OIS 息差



资料来源：彭博、招商银行研究院、招银国际证券

图 11: 黄金、股市和债市同向下跌（指数化）



资料来源：Wind、招商银行研究院、招银国际证券

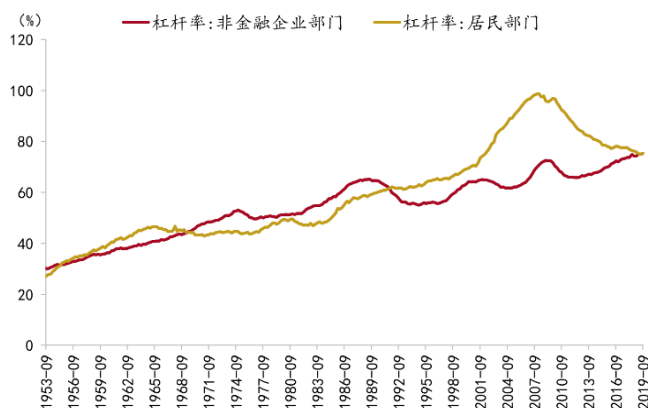
## 四、会不会引发金融危机？

疫情持续之下，经济陷入技术性衰退，供给侧的损害逐渐浮现出来，金融市场面临多方面的压力，其中包括美国企业信用风险（尤其是能源、航空等企业的债务风险）、金融机构流动性风险、意大利银行业风险等。正如病毒蔓延一样，这些风险一旦触发就具有传染性，进而影响金融体系的稳定。

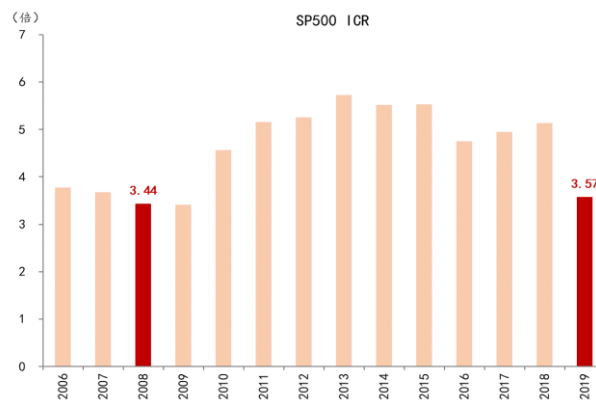
### （一）美国企业信用风险

首先，观察宏观杠杆率。2008 年金融危机以来，在低利率和低通胀环境的推动下，美国非金融企业部门债务快速扩张，当前企业部门杠杆率已处于历史最高水平。疫情影响下，美国企业现金流恶化预期上升，盈利前景弱化，叠加债务高杠杆，带来的风险不可小觑。

其次，美国上市公司长期偿债能力也在下滑，部分原因是上市公司大量回购股份所致。从利息覆盖倍数（interest coverage ratio）来看，该指标在 2019 年出现下滑，为次贷危机以来历史第二低位。若上市公司盈利能力和现金流持续恶化，杠杆问题有可能恶化为信用风险，成为金融危机的诱发因素之一。

**图 12：美国非金融与居民部门杠杆水平**


资料来源：Wind、招商银行研究院、招银国际证券

**图 13：S&P500 上市公司利息倍数情况**


资料来源：Wind、招商银行研究院、招银国际证券

此外，美国不同行业的信用风险存在结构性的分化，尤其是受到低油价扰动和疫情冲击的能源和航空板块面临的信用风险更高。以能源板块为例，新冠肺炎疫情本身导致全球石油需求预期下滑，而沙特和俄罗斯掀起的石油价格战更是在供给侧添了一把火。在低油价的冲击下，预计全球大部分油企都会出现盈利下滑，而美国页岩油企业面临更加严峻的现金流危机。金融市场正在对这种前景给出价格信号，美国能源板块高收益债利差已经突破 2008 年金融危机时的高位。在这种极为不利的前景下，美国的财政体系必须介入并提供定向纾困资金，否则能源行业的债务违约风险很可能进一步攀升，成为金融危机的一个触发因素。

**图 14：高收益债利差明显上升**

高收益债指数信用利差（经期权调整）



资料来源：FRED、招商银行研究院、招银国际证券

**图 15：能源板块高收益债利差已突破 08 年高位**


资料来源：彭博、招商银行研究院、招银国际证券

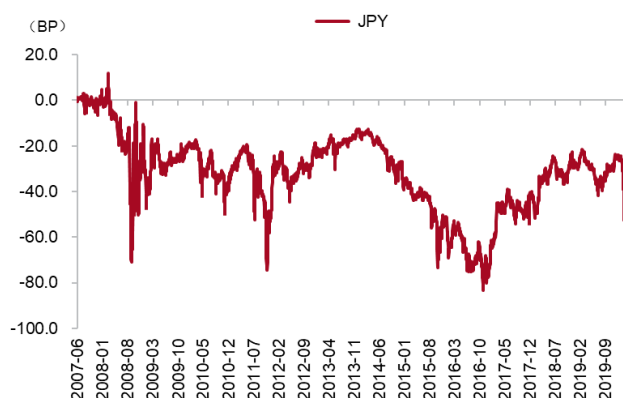
## （二）金融机构流动性风险

随着权益市场和石油价格下跌幅度的不断加深，美元流动性出现紧张，原因在于资产管理机构面临不断增加的产品赎回（Redemption）和保证金追缴（Margin Call）的需求，短时间构成巨大

的现金压力。日元和欧元货币掉期点的走阔说明离岸美元流动性也在收紧，互换市场中的美元融资成本走高。上周股债商品齐跌以及美元指数的走强，印证了金融机构在流动性层面的缺口正在拉大。

尽管美联储紧急降息 150BP 将基准利率压缩至零利率区间，同时释放了 7000 亿美元规模的量化宽松，但是对解决美元流动性紧缺的效果似乎并不显著，原因在于流动性传导机制受制于对交易对手风险上升的担忧。在市场恐慌情绪延续的情境下，非理性的资产抛售情形下，无法估量市场对于流动性的需求缺口具体有多大。若美联储等核心央行的流动性投放不足，或货币政策传导不顺畅的话，金融机构面临的流动性风险需要持续保持警惕。

图 16: JPY basis swap 走阔幅度超过 2008 年



资料来源：彭博、招商银行研究院、招银国际证券

图 17: EUR basis swap 亦有小幅走阔



资料来源：彭博、招商银行研究院、招银国际证券

### （三）意大利银行业风险

2008 年金融危机爆发后，意大利银行业的不良贷款率迅速累积，2011 年欧债危机再次加深了欧洲银行体系的脆弱性，导致意大利银行业成为欧洲经济中最薄弱的一环，一度濒临爆发银行业危机。近年来其不良率虽有所回落，但相较美日和其他欧洲主要经济体，其银行体系不良贷款率仍居高位。

目前，意大利新冠疫情迅速恶化，意大利政府采取“封城”等高强度防疫措施，经济衰退预期随之上升。中小企业因现金流压力无法偿还债务，可能产生巨额坏账，预期银行不良贷款明显上升。

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\\_6309](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_6309)

