

全球震荡何时结束？还在第一阶段！

分析师 梁中华

执业证书编号：S0740518090002

电话 021-20315056

邮箱 liangzh@r.qlzq.com.cn

相关报告

- 1 中国进入“第四消费时代”了吗？
- 2 业绩符合预期，内生增速环比改善
- 3 市场在发生什么？第 63 期

投资要点

- 新冠病毒疫情其实只是全球市场的一点“外伤”，而真正的“内伤”在于杠杆的攀升和资产泡沫的膨胀。当资产价格下跌过程中，杠杆不断被“拆除”，破产违约也会陆续出现，当前还没有看到这些现象。
- **1、病毒是市场的“外伤”。**回溯近期的走势，美股的暴跌开始于 2 月 24 日，主要是新冠病毒疫情在海外不断发酵，引发投资者对全球经济和企业盈利的担忧。而原油额外减产协议失败，油价暴跌，对风险资产相当于“雪上加霜”。
- **2、杠杆是市场的“内伤”。**07 年次贷危机的时候，美国居民加高杠杆买房，将财富配置在房产泡沫上；而过去十多年，美国居民部门加杠杆不多，而是将财富直接或者间接配置在上市公司的股票和债券的泡沫上。虽然标的不一样，但泡沫都是相似的。
- **3、短期重点并不是信用，而是流动性。**短期来看，美国股市的大跌很大程度上是泡沫从“追涨”的模式转向了“杀跌”，资金踩踏离场。而美国债市的问题，更多在于恐慌带来的流动性问题，重点还不在于信用。流动性风险也同样波及了避险资产，甚至出现了“美元荒”。
- **4、全球震荡何时结束？还在第一阶段。**当前还处于底层资产——股价、垃圾债下跌的阶段，目前还没有看到企业的违约，金融机构的危机，似乎还处于危机的第一阶段。后续高杠杆投资金融资产的资产管理类金融机构，可能会出现破产违约的情况，仍存在较高不确定性。救市最重要的环节是“接盘”问题资产，而美联储和政府部门的措施更多是隔靴搔痒，作用不大。海外经济金融形势震荡，国内也会受到冲击，短期避险为主，保存实力，等待机会。
- 风险提示：疫情扩散，贸易问题，经济下行

内容目录

1、病毒是市场的“外伤”。	- 3 -
2、杠杆是市场的“内伤”。	- 4 -
3、短期重点并不是信用，而是流动性。	- 7 -
4、全球危机何时结束？还在第一阶段。	- 9 -

图表目录

图表 1：本轮美股的暴跌开始于 2 月 24 日	- 3 -
图表 2：油价暴跌雪上加霜（美元/桶）	- 4 -
图表 3：美国实际房价指数（2005 年 Q1=100）	- 4 -
图表 4：美国居民和政府部门杠杆率（%）	- 4 -
图表 5：美国企业部门杠杆率（%）	- 5 -
图表 6：美国房贷相关债券和公司债规模（十亿美元）	- 5 -
图表 7：美国公司债评级分布	- 6 -
图表 8：美国 CLO 规模（十亿美元）	- 6 -
图表 9：美国居民资产配置（万亿美元）	- 7 -
图表 10：美国股市波动率	- 7 -
图表 11：美国信用利差大幅走扩（%）	- 8 -
图表 12：流动性短期冲击避险资产	- 8 -
图表 13：LIBOR-OIS 利差（BP）	- 9 -
图表 14：TED 利差走势（BP）	- 9 -

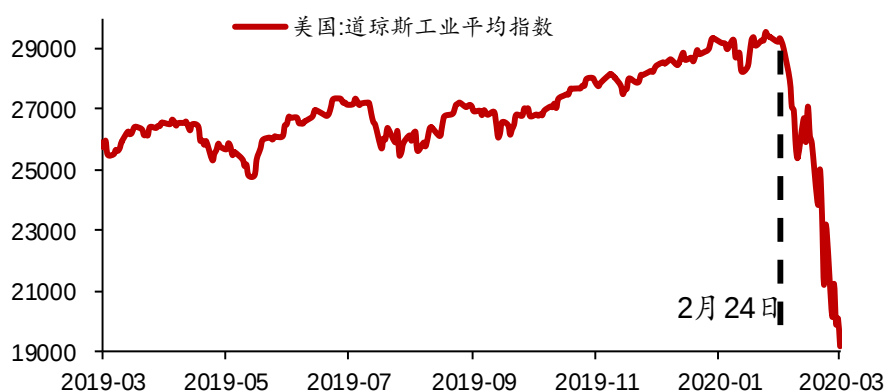
新冠病毒疫情其实只是全球市场的一点“外伤”，而真正的“内伤”在于杠杆的攀升和资产泡沫的膨胀。当资产价格下跌过程中，杠杆不断被“拆除”，破产违约也会陆续出现，当前还没有看到这些现象。

1、病毒是市场的“外伤”。

回溯近期的走势，美股的暴跌开始于2月24日。在此之前的几个交易日，美股虽然也有下跌，但每天的波动幅度都在1%以内。而2月24日当天，美国道琼斯指数大跌1000点以上，跌幅达到了3.6%，之后就开始直线往下掉。

新冠病毒疫情在海外不断发酵，引发投资者对全球经济和企业盈利的担忧，是股市大跌最直接的导火索。

图表1：本轮美股的暴跌开始于2月24日

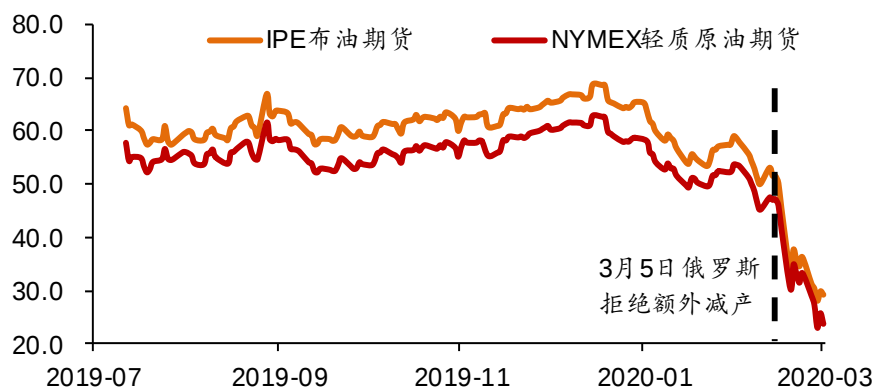


来源：Wind，中泰证券研究所

原油额外减产协议失败，导致油价暴跌，对风险资产相当于“雪上加霜”。新冠病毒冲击全球经济，原油价格本身就有调整压力，但每天的跌幅也大都不超过4%。而3月5日，俄罗斯拒绝了OPEC额外减产的提议，导致3月6日当天原油价格暴跌了9%以上。当周末沙特突然宣布将大幅提高原油产量，导致国际油价进一步暴跌27%。

近几年在“OPEC+”限产的同时，页岩油革命大幅提高了美国的原油生产能力，美国当前已经成为全球最大的产油国，而且从原油净进口国转变为净出口国。油价下跌不仅会影响美国经济，还进一步打压全球投资者风险偏好，加速了其它风险资产的下跌。

图表2：油价暴跌雪上加霜（美元/桶）



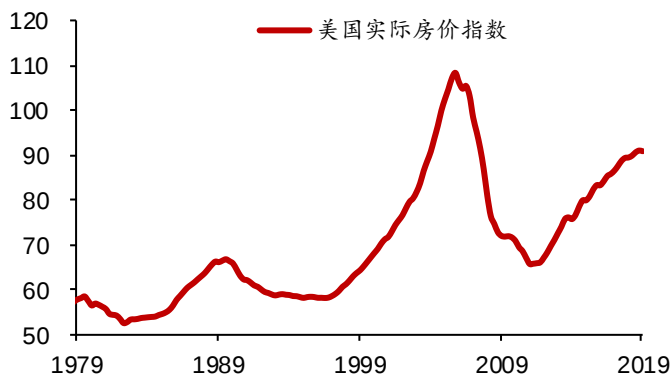
来源：Wind，中泰证券研究所

2、杠杆是市场的“内伤”。

就像一个人一样，如果只是受点外伤，休息疗养一段时间可能就恢复了。但如果这个人本身体质就偏弱，有内伤，外伤可能会把内伤激发出来，问题就更严重了。新冠病毒疫情对经济和金融体系的冲击更多是“外伤”，而美国经济本身就有很大的“内伤”，当前病毒本身的问题已经没有那么重要，而重要的是内伤能否痊愈。而经济、金融体系的“内伤”往往都是杠杆和泡沫的问题，每一次大的危机也基本都和杠杆相关。

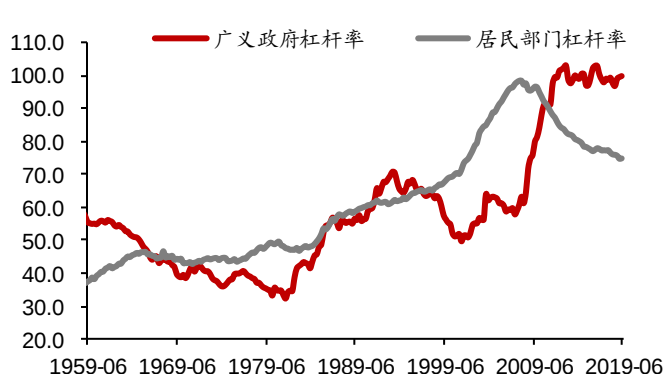
从美国各部门的杠杆率来看，居民部门杠杆率并不高。尽管美国名义房价已经突破次贷危机前的高点，但考虑到其它物价也在上涨，以及居民收入的增长，房地产市场的实际价格并不高。在次贷危机前美国房屋空置率曾达到3%，而当前空置率只有1.5%左右，也处于历史均值附近。各国居民加杠杆主要都是为了买房，美国房地产市场没有出现过热，居民部门杠杆率从08年以后都是往下走的。

图表3：美国实际房价指数（2005年Q1=100）



来源：Federal Reserve Bank of St. Louis，中泰证券研究所

图表4：美国居民和政府部门杠杆率（%）



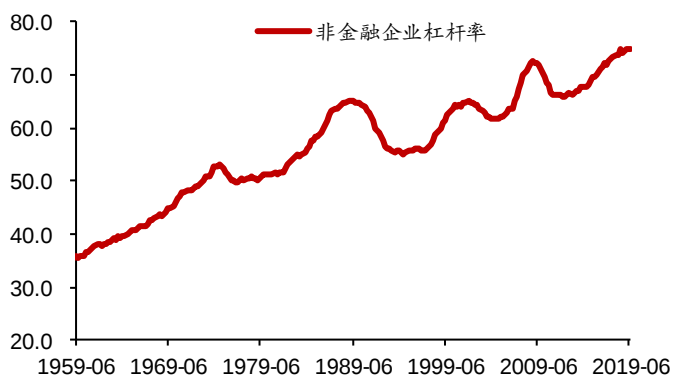
来源：BIS，中泰证券研究所

但美国企业部门的杠杆率已经达到了历史最高点。根据 BIS 的数据统计，

美国非金融企业部门的杠杆率在经历了 08 年之后的短期下滑后，又开始大幅上升，当前已经达到了 75%，为历史最高水平。

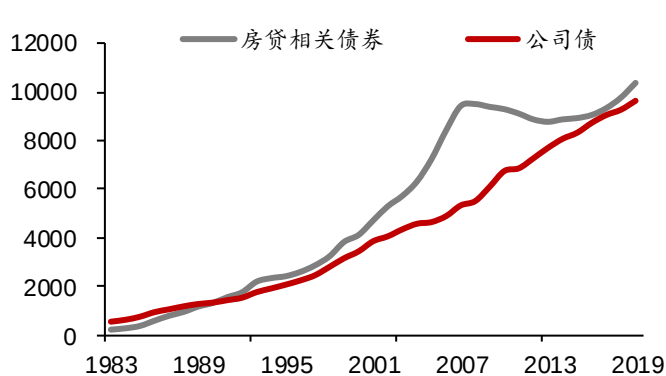
从债券发行的情况也可以看出这一点，在 2008 年的时候，美国公司债规模只有 5.5 万亿美元，只有当时居民房贷相关债券规模的 6 成左右，但截至 2019 年底，美国公司债规模已经达到了 9.6 万亿美元，是居民房贷相关债券规模的 9 成以上。这也说明 08 年以后，企业部门加杠杆的速度要远远快于居民部门。

图表 5：美国企业部门杠杆率 (%)



来源：BIS，中泰证券研究所

图表 6：美国房贷相关债券和公司债规模 (十亿美元)



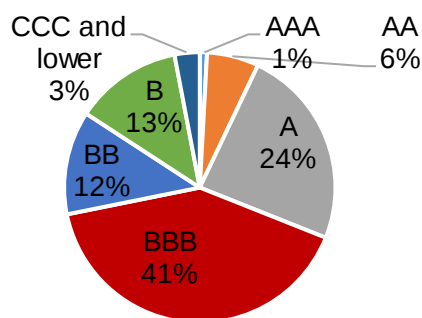
来源：Sifma，中泰证券研究所

而这将近 10 万亿美元的公司债中，有 28% 是投资级以下的债务，也就是垃圾债。即使是投资级债务中，有 57% 是 BBB 评级的，接近垃圾债的水平，一旦经济形势不好、经营困难，这些看似投资级的债券也有部分可能被下调为垃圾债。

此外，杠杆贷款也是美国低评级企业融资的重要债务工具，08 年以来美国杠杆贷款规模快速扩张，已经翻倍到了 1.4 万亿美元的规模。而基于杠杆贷款设计的结构化高收益产品 CLO 的规模，在 2018 年底就已经翻倍到了 6000 亿美元以上。CLO 和引起次贷危机的 CMO 是类似的，区别在于，CLO 的底层资产是低评级企业的贷款，而 CMO 的底层资产是居民房贷。

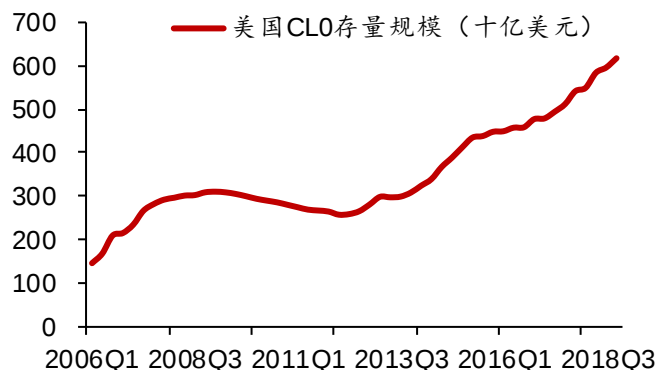
债务泡沫总是很相似，美国 07 年次贷危机的爆发，是因为宽松货币环境让信用资质差的居民加了杠杆，放大了风险；而 08 年之后持续的货币宽松，又让信用资质差的企业加了杠杆，增加了风险。当前美国公司债规模已经超过了当时居民房贷相关债券的规模，且其中高风险债券占比将近 70%。

图表7：美国公司债评级分布



来源：S&P Global，中泰证券研究所

图表8：美国CLO规模（十亿美元）



来源：Sifma，中泰证券研究所

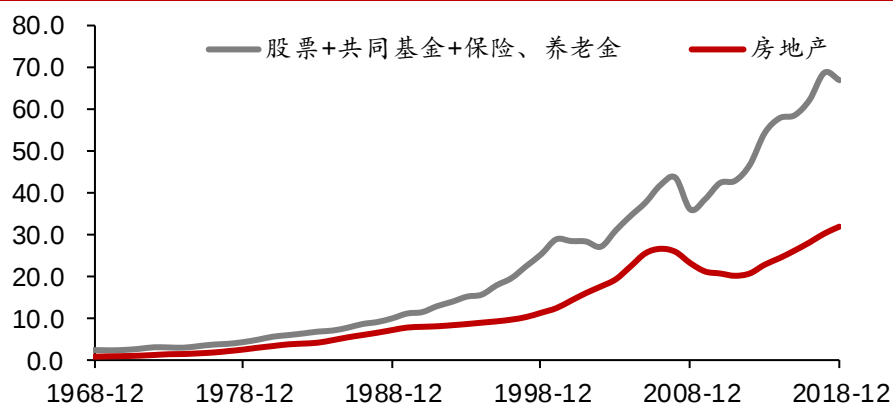
美国经济和金融体系的另一“内伤”是股票市场，而且问题比债券市场要严重得多。关于美国股票市场的问题，我们中泰策略团队已经有非常详细的分析介绍。在货币宽松的环境下，上市公司举债获取资金后，部分通过二级市场回购股票，推升股价的同时，虚增了盈利。再加上杠杆资金直接入市、被动投资型基金大量涌入，共同造就了过去十多年的美股大牛市，也让美股的估值水平达到了 32 倍的高位，直接与 1929 年相当。

然而现在问题来了，经济大概率陷入衰退，上市公司盈利恶化，债务风险上升，股价开始进入挤泡沫阶段。过去是低息举债-回购股票-股价上涨-盈利改善-继续低息举债的泡沫循环，而现在是信用收缩-卖股还债-股价下跌-盈利恶化-信用再收缩的挤泡沫循环。而且投资者大都是追涨杀跌的，杀跌的趋势一旦形成，会进一步下跌。

所以新冠病毒只是“外伤”，现在把美国股市和债市的“内伤”激发出来了，泡沫的崩塌都有惯性。美国股市和债市的问题，也会冲击居民的财富。当前美国居民资产中有将近 7 成都在金融资产上，购买的股票、共同基金、保险、养老金等规模将近 70 万亿美元，是持有房产规模的两倍还要多。而美国的共同基金、保险资金又是股票、垃圾债的重要买家，次贷危机的时候美国居民房产财富总共缩水了 32%，而当前美股的跌幅已经超过了这一幅度。居民财富的大幅缩水，势必会影响消费驱动的美国经济。

07 年次贷危机的时候，居民加高杠杆买房，将财富配置在房产泡沫上；而过去十多年，居民加杠杆不多，而是将财富直接或者间接配置在上市公司的股票和债券的泡沫上。虽然标的不一样，但泡沫都是相似的。

图表 9：美国居民资产配置（万亿美元）

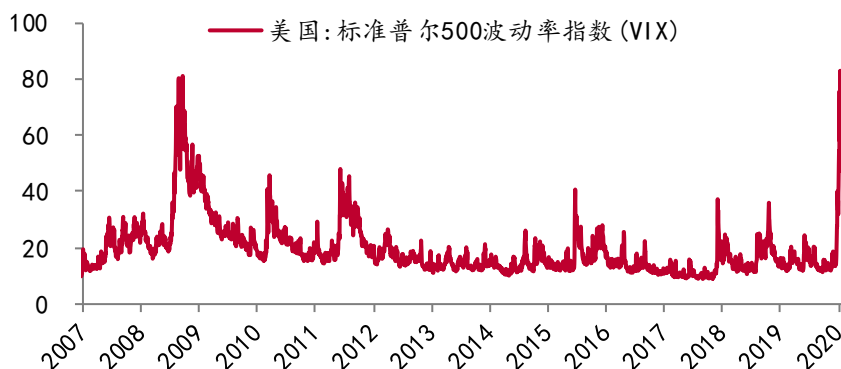


来源：Wind，中泰证券研究所

3、短期重点并不是信用，而是流动性。

短期来看，美国股市的大跌很大程度上是因为前期资金大量涌入、估值过高，而企业盈利面临下滑压力，泡沫从“追涨”的模式转向了“杀跌”，资金踩踏离场。

图表 10：美国股市波动率



来源：Wind，中泰证券研究所

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_6353

