

首席经济学家：任泽平

研究员：马家进

majiajin@evergrande.com

研究员：石玲玲

shilingling@evergrande.com

研究员：梁珣

liangxun@evergrande.com

研究助理：王孟嫫

wangmengmo@evergrande.com

研究助理：范城恺

fanchengkai@evergrande.com

目录

1 新一轮全球经济金融危机来袭.....	5
1.1 金融危机前兆：流动性危机显现，抛售资产、现金为王.....	5
1.1.1 金融市场流动性危机：股票、债券、黄金齐跌，现金为王，美元指数上涨.....	5
1.1.2 金融机构流动性危机：美联储最后贷款人，系统重要性金融机构挤兑.....	8
1.2 从流动性危机到金融危机、经济危机的情景推演.....	9
2 外部危机对中国的传导链条.....	10
2.1 贸易和外需：出口下滑.....	10
2.2 产业链：下游需求减少，上游减产或断供.....	12
2.3 金融市场：外资抽逃、资本流出、情绪传染.....	13
2.4 疫情输入：二次传染风险.....	15
2.5 交叉传染：冲击汇率和房地产.....	18
3 要做好应对全球经济金融危机的充分准备，当务之急是扩大内需.....	20

图表目录

图表：全球经济金融危机的传导路径	4
图表：国内现有确诊病例持续减少，海外快速上升	5
图表：美欧日韩股市跌入熊市	6
图表：恐慌指数超过 2008 年金融危机最高点	6
图表：美股市盈率处于历史高位	6
图表：股票回购和分红推高美股	6
图表：美国 10 年期国债收益率快速上升，股债双杀	7
图表：美国非金融企业债券余额持续上升	7
图表：BBB 及以下评级企业债信用利差大幅上升	7
图表：2008 年黄金价格大跌近 30%	8
图表：2020 年 3 月黄金价格大跌超 10%	8
图表：2008 年金融危机时美元指数暴涨	8
图表：2020 年 3 月美元指数飙升	8
图表：日内信贷在 2008 年金融危机时提供流动性支持	9
图表：外资抛盘压力下 A 股进入调整期	14
图表：2008 年 A 股暴跌	14
图表：2008 年出口订单锐减、外需萎缩	14
图表：2008 年 CPI 和 PPI 负增长	14
图表：2008 年 GDP 和工业生产增速大降	14
图表：美国企业债券收益率大幅上升	15
图表：人民币汇率跌幅扩大	19
图表：2008 年金融危机冲击中国房地产市场	19

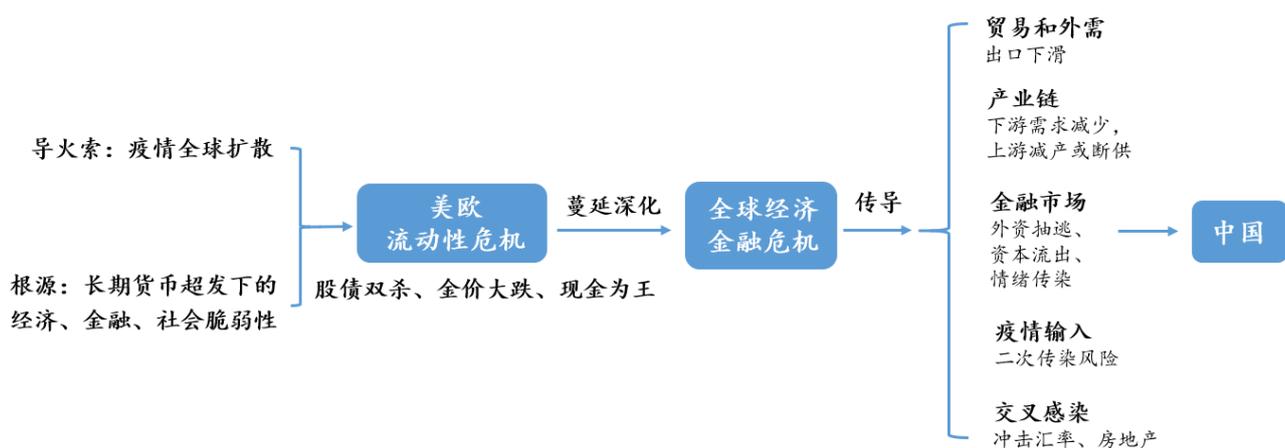
十年一轮，新一轮全球经济金融危机来袭，疫情是导火索，根源是长期货币超发下的经济金融社会脆弱性。2008年国际金融危机至今，12年过去了，美欧主要靠量化宽松和超低利率，导致资产价格泡沫、债务杠杆上升、居民财富差距拉大、社会撕裂、政治极化、贸易保护主义盛行。其中，美国股市泡沫和企业高债务杠杆是两大相互关联的火药桶。从金融周期的角度，这是一次总清算，该来的迟早会来。

美欧的流动性危机已经显现，这通常是金融危机的前兆，金融杠杆的游戏已经结束，音乐已经停止，投资者抛售资产夺门而逃：美股暴跌，10天内四次熔断，恐慌指数超过2008年金融危机最高点，技术性熊市；美股盈利恶化、估值大跌、戴维斯双杀，杠杆资金与同质化交易相互踩踏，股票抛售与股价大跌相互强化；股债双杀，美国10年期国债收益率快速上升；企业部门债务杠杆高，评级下调、信用利差扩大、违约风险上升；黄金价格大跌，8个交易日跌幅超过10%，避险资产不避险；现金为王，美元指数快速上升。所有篮子都被打翻时，没有一颗鸡蛋是安全的。流动性危机若继续蔓延和深化，将演变为全球金融危机和经济危机。

虽然中国成功进行了金融去杠杆、抗击疫情和恢复生产，但在全球化的大背景下，中国难以独善其身，我们的研究认为，疫情全球大流行和金融危机，将从贸易、外需、产业链、金融市场、疫情输入、外汇、房地产、交叉传染等途径向中国传导。因为传导是有时滞的，疫情全球大流行之后的金融危机和各国经济衰退对中国的影响可能更深远，现在还远没到宣告胜利的时候。比如，美国次贷危机2007年底就已爆发，但是由于影响时滞，直到2008年年中，国内的出口订单和外需才大幅收缩，金融市场暴跌。所以，要“做好应对全球经济金融危机的充分准备”，没准备是危，有准备是机。

我们当前的任务是三大战役：抗击疫情、恢复生产、扩大内需。目前前两仗打得很好，当务之急是扩大内需，应对全球金融危机和经济衰退的后续冲击，防止失业潮和企业倒闭潮，形势已经十分严峻。这一次应对要以财政政策为主、货币政策为辅，启动“新基建”的紧迫性上升。

图表：全球经济金融危机的传导路径

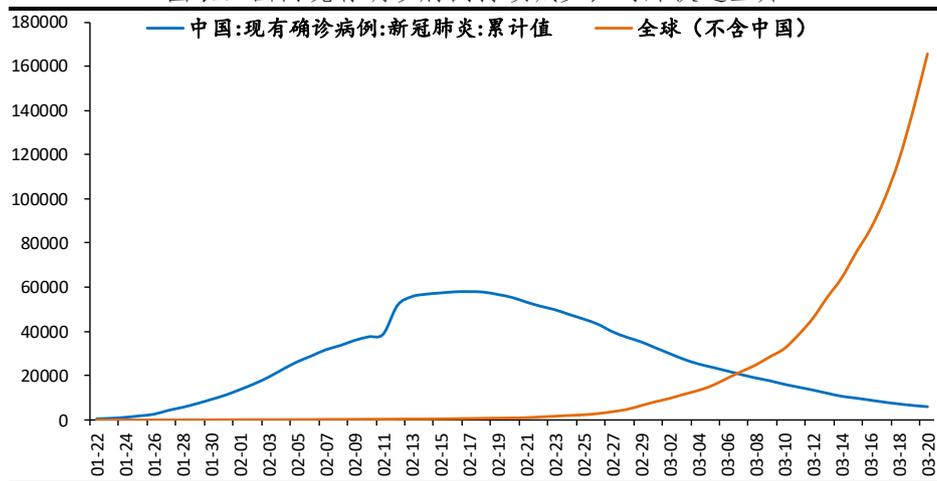


资料来源：恒大研究院

1 新一轮全球经济金融危机来袭

国内疫情有效遏制，但海外疫情快速蔓延，截至3月20日，海外150多个国家和地区，累计确诊病例近20万。美欧一开始麻痹大意不重视，错失控制疫情的黄金窗口期，而且由于国情不同，欧美在采取强力隔离、暂停聚集性活动等措施方面不如中国，导致海外防疫过程更加漫长，代价也将更大。

图表：国内现有确诊病例持续减少，海外快速上升



资料来源：Wind，恒大研究院

1.1 金融危机前兆：流动性危机显现，抛售资产、现金为王

美国乃至全球流动性危机已经显现，而这通常是金融危机的前兆。若不及时救助，金融市场中资产大规模抛售与资产价格暴跌螺旋加速，金融机构流动性枯竭、挤兑破产，整个金融体系崩溃，金融危机将全面爆发。

1.1.1 金融市场流动性危机：股票、债券、黄金齐跌，现金为王，美元指数上涨

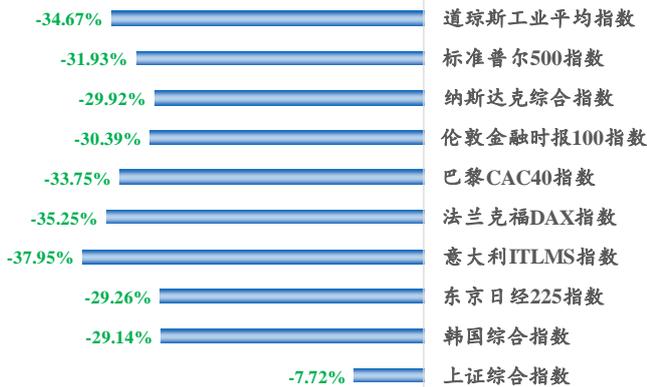
3月9日是一个重要时间节点，美国金融市场出现显著的流动性危机：股票、债券、黄金同步大幅下跌，市场恐慌性追逐流动性，现金为王，美元指数快速上涨。

美股暴跌，10天内四次熔断，恐慌指数超过2008年金融危机最高点，技术性熊市。3月9、12、16、18日，美股四次熔断，创历史纪录。道琼斯工业平均指数、纳斯达克指数、标普500指数最低点较最高点跌幅均超30%。3月美联储两次紧急降息至零利率，推出7000亿美元大规模QE计划，亦未能提振股市。3月16日恐慌指数VIX高达82.69，甚至超过了2008年金融危机时的最高点80.86。



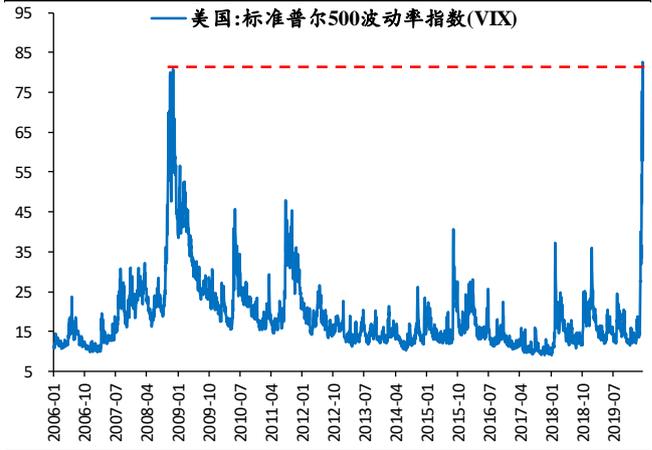
图表：美欧日韩股市跌入熊市

2020年2月19日至3月20日主要股指表现



资料来源：Wind，恒大研究院

图表：恐慌指数超过2008年金融危机最高点



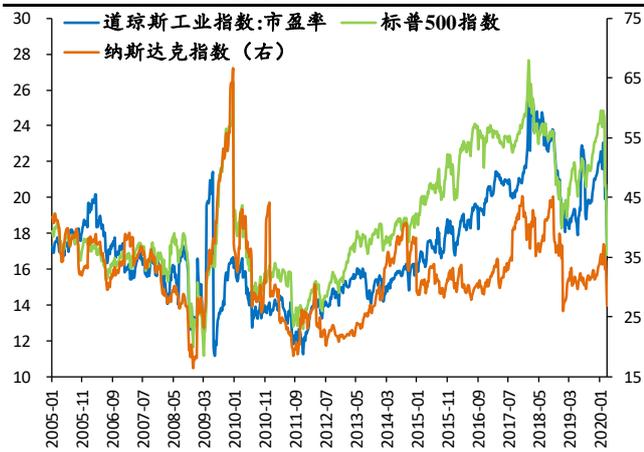
资料来源：Wind，恒大研究院

美股盈利恶化、估值大跌、戴维斯双杀，杠杆资金与同质化交易相互踩踏，股票抛售与股价大跌相互强化。支撑美国过去11年史上最长牛市的因素全部急转直下，去杠杆就是加杠杆的逆序过程，夺门而逃的恐慌导致踩踏和挤兑难免。

1) 疫情蔓延严重冲击美国经济和上市公司的业绩与现金流，利用现金甚至借债加杠杆回购股票“注水”每股收益的模式难以为继，美股“卸妆”后的真实盈利状况或在未来1-2个季度中暴露。

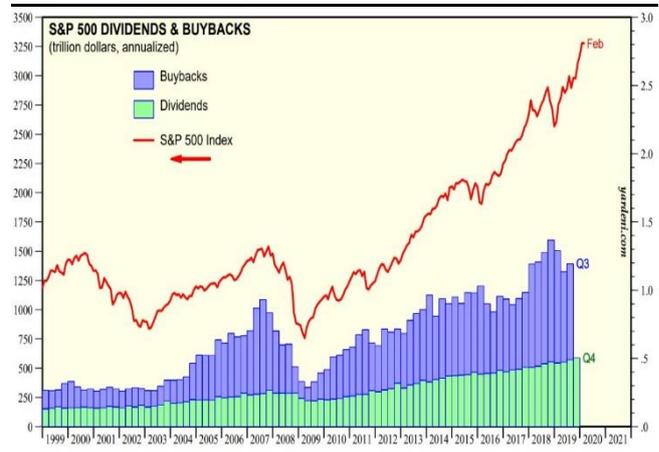
2) 美股长牛、低利率等使得杠杆交易十分活跃，同时量化交易、ETF等被动投资的盛行加剧了市场的同质化交易行为，一旦市场转向，必然导致集体踩踏，股票抛售和股价下跌之间相互强化，尤其是巨量的赎回和平仓压力，引发连锁反应，加剧市场的流动性枯竭。

图表：美股市盈率处于历史高位



资料来源：Wind，恒大研究院

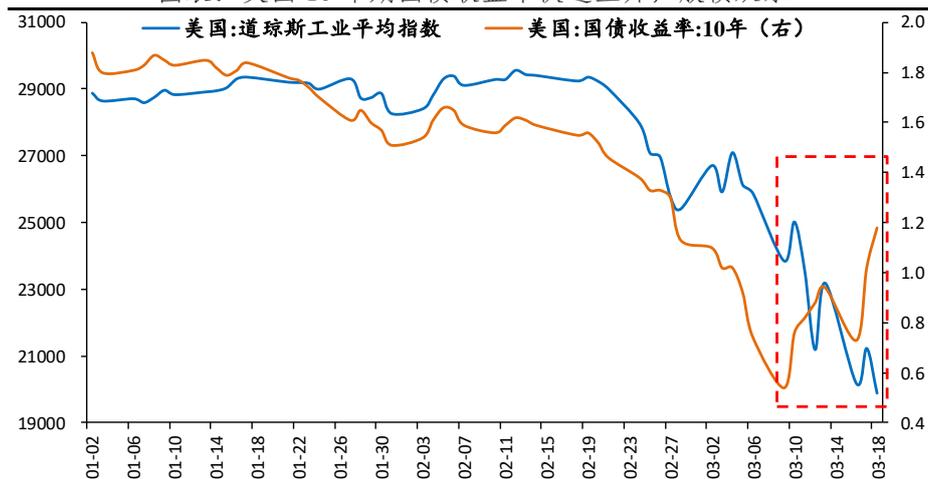
图表：股票回购和分红推高美股



资料来源：Standard & Poor's，恒大研究院

股债双杀，美国10年期国债收益率快速上升。经济和通胀前景低迷，美联储大幅降息和QE；股市大跌，资金寻求安全资产，股债之间“跷跷板效应”，因此长期国债收益率本该下行。但3月9日之后却出现了“股债双杀”，说明市场亟需流动性，投资者抛售长期国债以回笼资金，从而推高国债收益率。

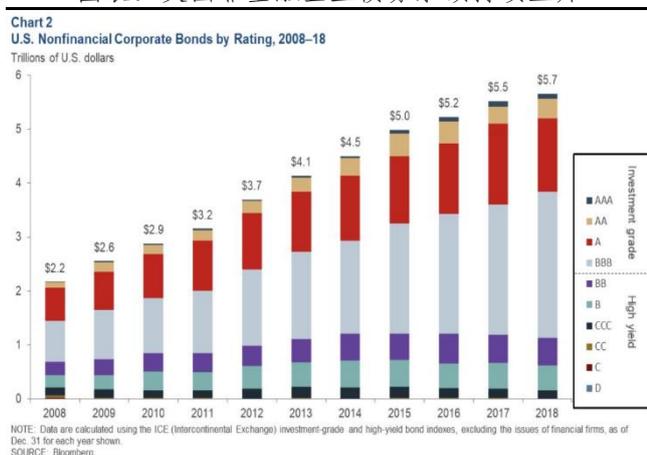
图表：美国 10 年期国债收益率快速上升，股债双杀



资料来源：Wind，恒大研究院

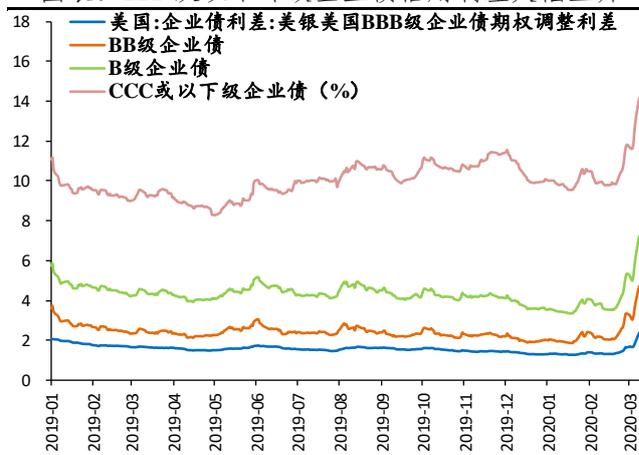
企业部门债务杠杆高，评级下调、信用利差扩大、违约风险上升。美国非金融企业部门杠杆率快速上升，但偿债能力持续下降。2008-2018 年非金融企业债券余额从 2.2 万亿大幅升至 5.7 万亿美元，其中 BBB 级企业债增加了近 2 万亿，占比从 36.4% 上升至 47.4%。BBB 级是投资级中的最低等级，一旦受疫情冲击和油价暴跌导致企业经营状况恶化，评级下调为高收益级垃圾债，机构投资者将被动清仓，严重冲击债市。2 月下旬以来，BBB 及以下评级的企业债信用利差大幅上升，垃圾债尤为显著。融资利率上升，叠加未来三年到期高峰，债市面临大规模违约风险。

图表：美国非金融企业债券余额持续上升



资料来源：Robert Kaplan, Bloomberg，恒大研究院

图表：BBB 及以下评级企业债信用利差大幅上升

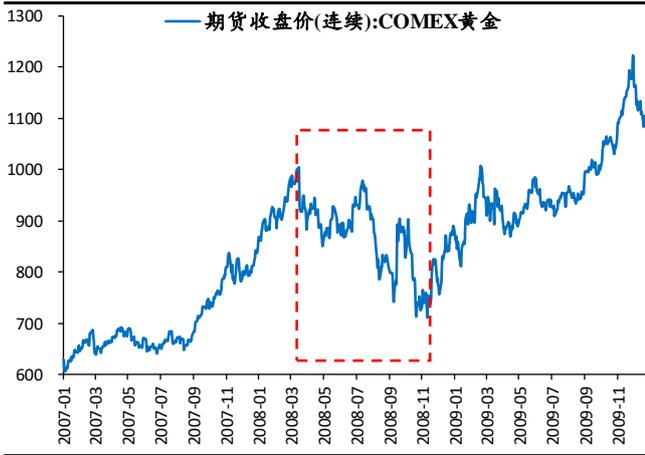


资料来源：Wind，恒大研究院

黄金价格大跌，避险资产不避险。黄金作为传统的避险资产，在爆发重大风险事件时能够发挥一定的风险对冲作用。但当市场出现流动性危机时，黄金同样会被抛售，2008 年黄金价格最大跌幅就高达近 30%。2020 年 3 月 9 日之后股债双杀，黄金价格同样大幅下跌，8 个交易日跌幅超过 10%。

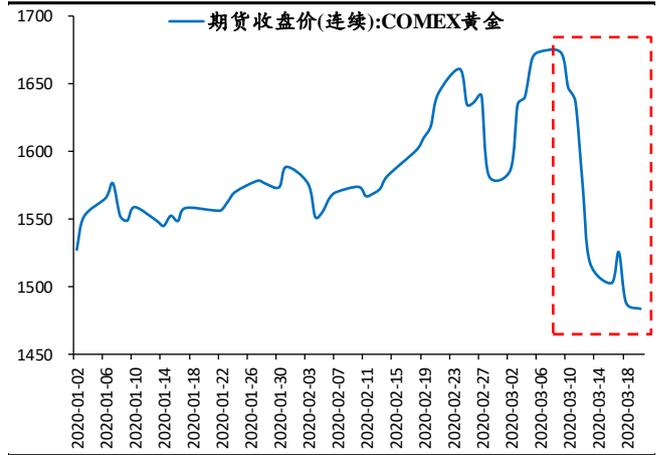


图表：2008 年黄金价格大跌近 30%



资料来源：Wind，恒大研究院

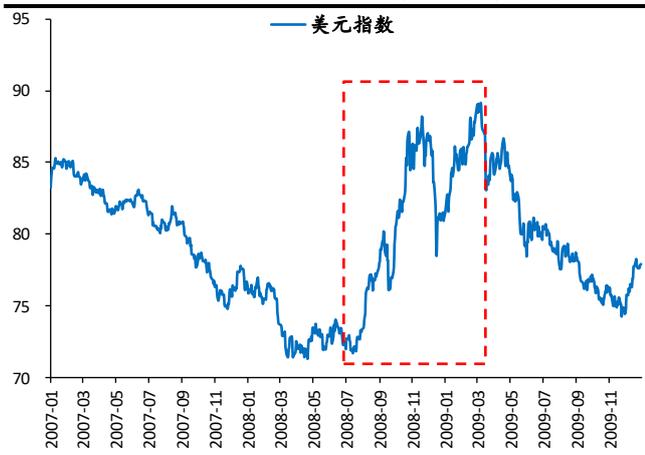
图表：2020 年 3 月黄金价格大跌超 10%



资料来源：Wind，恒大研究院

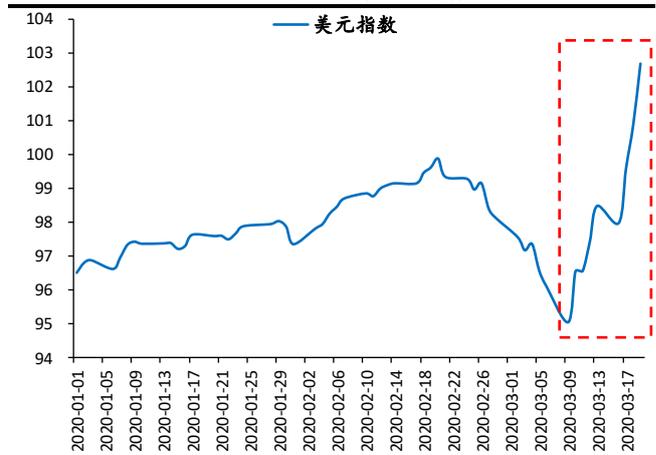
现金为王，美元指数飙升。流动性危机发生时，所有风险资产同步下跌，相关性趋近于 1，资产组合理论和风险平价策略失效。所有篮子都被打翻时，没有一颗鸡蛋是安全的。市场恐慌性地追逐流动性，资金需求快速上升，但资金供给更加谨慎。3 月 9 日之后美元指数飙升，15 日美联储与加拿大银行、英格兰银行、日本银行、欧洲中央银行和瑞士国家银行进行长期的美元流动性互换额度安排，19 日进一步与澳大利亚、巴西、丹麦、韩国、墨西哥、挪威、新西兰、新加坡、瑞典等 9 国央行建立临时美元流动性互换协议，以应对可能的国际金融市场美元流动性紧张。

图表：2008 年金融危机时美元指数暴涨



资料来源：Wind，恒大研究院

图表：2020 年 3 月美元指数飙升



资料来源：Wind，恒大研究院

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_6322



云报告
https://www.yunbaogao.cn

云报告
https://www.yunbaogao.cn

云报告
https://www.yunbaogao.cn