

危机期间大类资产价格运行逻辑

摘要

金融危机的产生既有外生冲击所致，也有金融体系自身加速因素所致。前者在资本市场主要体现为对未来基本面的悲观预期，而后者往往体现为流动性变化，反映加杠杆金融机构在资产价格下挫状况下对现金需求的上升。因此，在危机阶段和后续复苏阶段往往表现出对基本面预期和流动性状况的不同组合，进而呈现出不同状况。在这几类状态之下，资产价格往往有迥异的表现。危机期间则主要以状态二和状态一为主。

状态一：基本面恶化、流动性恶化。这一状态是典型的危机状态，表现为流动性压力之下，各类资产遭到抛售，以现金为王，不仅股市、商品等资产下跌，债券和黄金受也会下挫。

状态二：基本面恶化、流动性改善。这种状况往往由政策调整所致。在基本面恶化和流动性改善双重推动下，利率下行，债券和黄金往往表现较好。但流动性改善难以对冲基本面恶化对股市和大宗商品的负面影响，股市、商品仍然有较大的下行压力。

状态三：基本面改善、流动性改善。这一状态意味着危机时刻依然度过，所有资产均迎来上涨，其中股市、商品在基本面和流动性双重驱动下涨幅较高，而债券与黄金也迎来价值修复。

状态四：基本面改善、流动性恶化。这一状态往往是政策退出期，流动性趋紧和基本面改善驱动债市和黄金进入调整期，而股票、商品则往往有较好表现。

考虑到金融市场自身的加速特性，状态一和状态三是较为自然的状态。外生冲击下，资产价格的上涨或下跌，会提升或降低货币创造能力，对流动性产生影响。但状态二、或状态四需要政策调整，改变流动性状况。

央行货币政策能够改变流动性，但无法扭转基本面，因而当前联储政策变化导致市场在状态一和状态二之间转变，但无法使资本市场进入状态三和状态四。危机期间，流动性改善与否主要依赖于央行的货币政策，只要央行能够为市场提供充足的资金，流动性便可以在较短的时间内得以改善；但是货币政策无法改变基本面，考虑到货币政策释放资金难以进入实体，特别是在疫情冲击下消费、生产等活动较大范围停止的情况下，货币政策对经济影响个更为有限。

而基本面的拐点尚未到来，疫情出现有效控制迹象是海外股市、商品趋势性回升的前提。三月以来，主要发达国家确诊病例快速增长，截至3月16日，美英法德累计确诊病例分别为4727例、1553例、6636例和7272例，疫情已经对核心大国产生冲击，尚未出现疫情得到控制迹象。基本面恶化情况下，流动性决定市场处于状态一还是状态二。联储有能力也有意愿为市场提供充裕的流动性，推动资本市场由状态二进入状态一，但无法进入其他状态。因此、股市、商品尚未出现趋势性回升动力。债市、黄金或呈现震荡态势，**大类资产配置推荐：现金>债券>黄金>股票>其它商品。**

风险提示：全球疫情发展超预期、流动性超预期恶化。

西南证券研究发展中心

分析师：杨业伟
执业证号：S1250517050001
电话：010-57631229
邮箱：yyw@swsc.com.cn

相关研究

1. 近期央行操作背后的政策思路以及未来债市走势 (2020-03-17)
2. 信用债双周报：哪些AA+房企可能会被上调级别？——从近期几家调级房企说起 (2020-03-16)
3. 低利率环境下债市该向何处要收益？ (2020-03-11)
4. 可转债月报：可转债打新一签难求，抢权策略效果如何？ (2020-03-09)
5. 利率创新低后往下还能走多少？ (2020-03-09)
6. 美债利率下行空间还有多大，会转负么？ (2020-03-07)
7. 托管数据显示目前高票息策略占优 (2020-03-05)
8. 信用债双周报：哪些平台承接了专项债项目？——20年专项债跟踪 (2020-03-02)
9. 全产业链布局的有色金属贸易商——盛屯转债投资价值分析 (2020-03-01)
10. 当前信用债市场的危与机 (2020-02-24)

在国内疫情已经得到有效控制的情况下，新冠疫情继续在全球蔓延，海外资本市场面临危机时刻，美股八天内三次触发熔断机制，十年期美债收益率下行至 1% 以下，原油等大宗商品大幅下行，传统的避险资产黄金价格也出现较大波动。回顾历次金融危机爆发历程，基本面恶化是背景，流动性骤然消逝是催化剂，那么当前基本面情况如何？流动性又会怎样变化？本文试图解答这两个问题并依托基本面和流动性构建危机下的大类资产分析框架。

1 危机下资产价格的影响因素

基本面恶化和流动性枯竭是发生危机的充要条件。9.11 事件、次贷危机与本次新冠肺炎疫情等外生冲击导致人们对基本面的预期恶化，但对基本面的悲观预期只是危机的必要条件而非充分条件。基本面恶化叠加流动性枯竭才会导致资产价格的全面下跌，金融机构普遍杠杆较高，资产价格跌幅过大会导致金融机构平仓压力上升，对流动性的需求增加，看似充裕的流动性往往会快速枯竭，导致资产价格进一步下跌，从而进入恶性循环。

基本面和流动性对不同资产价格影响不同。对股市和除黄金以外的大宗商品来说，基本面预期迅速恶化和流动性趋紧均会对价格造成下行压力，危机时期股票与商品往往表现较差；对债市和黄金来说，两大因素的影响方向并不相同，基本面预期恶化会推动利率下行，但流动性趋紧则会导致利率上行，因而危机期间债券利率走势并不明确，而经济悲观预期上升导致真实利率下降抬高黄金价格，但流动性趋紧又会抑制黄金价格，因此金价在危机期间表现也不明确。

表 1：以往几次主要危机时期各类资产价格表现对比

	本次疫情冲击时期			金融危机周跌幅最大时期			9·11 事件时期		
	2020/2/21	2020/3/16	涨跌幅 (%，bps)	2008/10/1	2008/10/10	涨跌幅 (%，bps)	2001/9/10	2001/9/21	涨跌幅 (%，bps)
股票									
道琼斯	28992.4	20188.5	-30.4	10831.1	8451.2	-22.0	9605.5	8235.8	-14.3
标普500	3337.8	2386.1	-28.5	1161.1	899.2	-22.6	1092.5	965.8	-11.6
纳斯达克	9576.6	6904.6	-27.9	2069.4	1649.5	-20.3	1695.4	1423.2	-16.1
VIX 指数	17.08	82.69	65.6	39.81	69.95	30.14	31.84	42.66	10.82
利率									
泰德利差	0.12	0.56	44.1	3.3	4.6	126.9	0.1	0.4	26.5
10年期国债利率	1.5	0.7	-73.0	3.8	3.9	12.0	4.8	4.7	-14.0
10年期国债实际利率 (TIPS)	-0.15	0.04	15.0	2.26	2.97	71			
通胀预期	1.6	0.3	-135.0	1.5	0.9	-59.0			
汇率									
美元指数	99.3	98.0	-1.4	79.7	82.4	3.4	114.8	113.0	-1.5
商品									
布伦特原油价格	58.8	28.0	-52.4	92.4	74.5	-19.3	27.5	25.4	-7.3
WTI 原油价格	53.4	28.7	-46.2	98.6	77.7	-21.1	27.6	26.0	-6.0
伦敦黄金现货价格	1643.3	1487.7	-9.5	880.0	900.5	2.3	271.5	292.5	7.7

数据来源：Wind，西南证券整理

基本面预期与流动性是危机期间驱动资产价格的主要因素，按基本面和流动性可将市场划分为四个状态，不同状态下资产会呈现不同的走势。

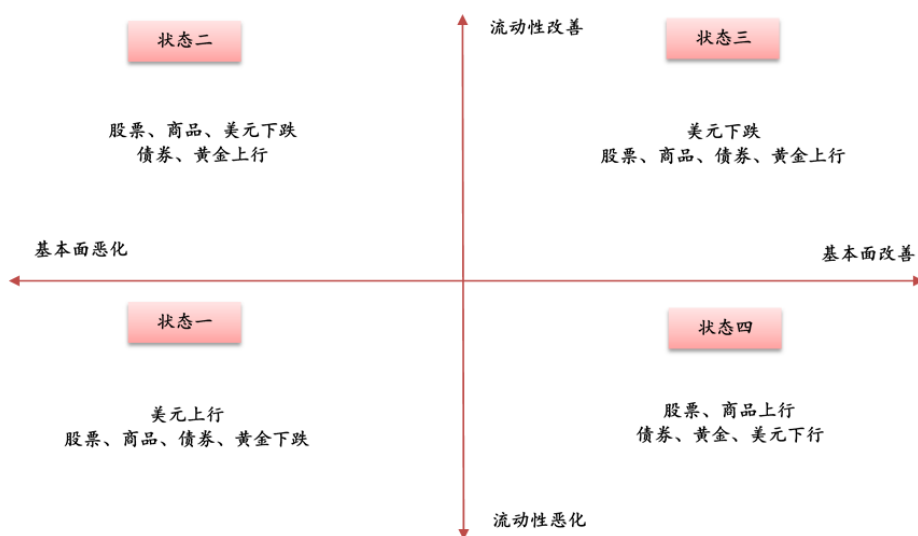
状态一：基本面恶化、流动性恶化。这一状态是典型的危机状态，表现为流动性压力之下，各类资产遭到抛售，以现金为王，不仅股市、商品等资产下跌，债券和黄金受也会下挫。

状态二：基本面恶化、流动性改善。这种状况往往由政策调整所致。在基本面恶化和流动性改善双重推动下，利率下行，债券和黄金往往表现较好。但流动性改善难以对冲基本面恶化对股市和大宗商品的负面影响，股市、商品仍然有较大的下行压力。

状态三：基本面改善、流动性改善。这一状态意味着危机时刻依然度过，所有资产均迎来上涨，其中股市、商品在基本面和流动性双重驱动下涨幅较高，而债券与黄金也迎来价值修复。

状态四：基本面改善、流动性恶化。这一状态往往是政策退出期，流动性趋紧和基本面改善驱动债市和黄金进入调整期，而股票、商品则往往有较好表现。

图 1：危机下的四个宏观状态



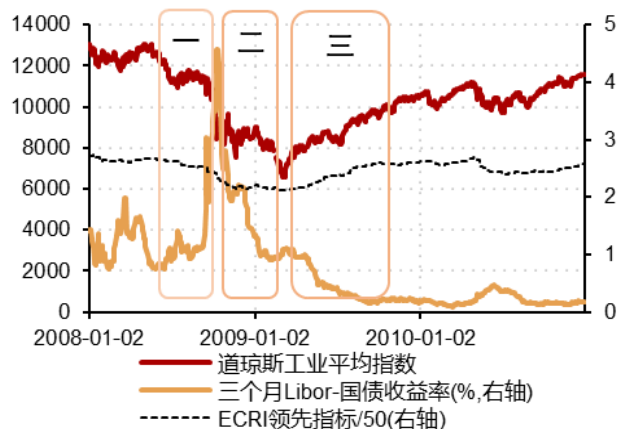
数据来源：西南证券整理

回顾 2008 年金融危机，我们使用泰德利差衡量流动性，ECRI 领先指标衡量基本面预期，将危机时期划分为不同的状态空间。我们将 2008 年 6 月初至 10 月 10 日称为阶段一，即状态一，泰德利差由 0.75% 上行至 4.57%，流动性在短时间内大幅收缩，基本面方面，ECRI 领先指标由 132.4 下行至 105.5，基本面预期持续恶化；将 2008 年 10 月 13 日至 2009 年 3 月 7 日称为阶段二，即状态二，泰德利差由 4.57% 下行至 1.08%，流动性不断改善，基本面方面，ECRI 领先指标由 112.4 下行至 107.0，基本面预期继续恶化。将 2009 年 3 月 7 日至 2009 年 12 月底称为阶段三，即状态三，泰德利差由 2.17% 下行至 0.19%，流动性不断改善，基本面方面，ECRI 领先指标由 107.0 上行至 130.9，基本面预期逐步改善。

基本面预期是决定危机期间股市走势的核心因素，流动性往往难以扭转趋势。在基本面恶化和流动性趋紧双重驱动下，阶段一道琼斯工业指数由 12638.9 下跌至 8451.2，跌幅达 33.1%；进入阶段二后，流动性虽然逐渐宽松，但基本面仍旧未见改善，该阶段道琼斯工业指数进一步下跌至 6626.9，跌幅达 29.4%；进入阶段三后，基本面开始触底回升，流动性则进一步宽松，这一阶段，道琼斯工业指数上涨 57.4% 至 10428.1。

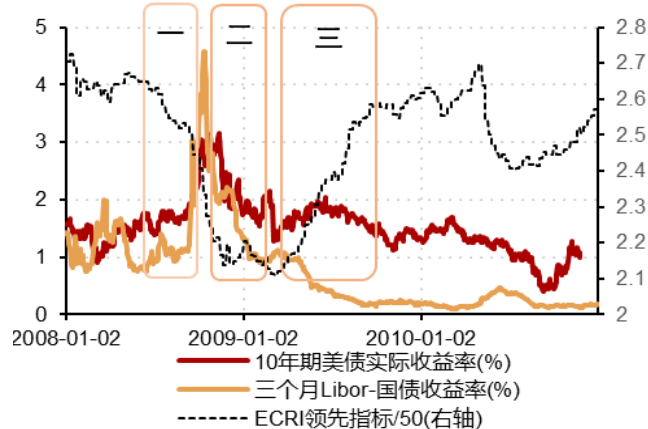
流动性是危机期间决定债市走向的主要因素。10 年期美债实际收益率在阶段一、阶段二和阶段三分别上行 114bp、下行 133bp 和下行 8bp，阶段一与阶段二基本面均处于基本面恶化阶段，流动性称为债市走向的主导因素。而阶段三基本面开始改善，经济走强太高利率而流动性持续宽松压低利率，这一阶段利率债震荡中小幅下行。

图 2：不同状态下股市走势



数据来源：Wind，西南证券整理

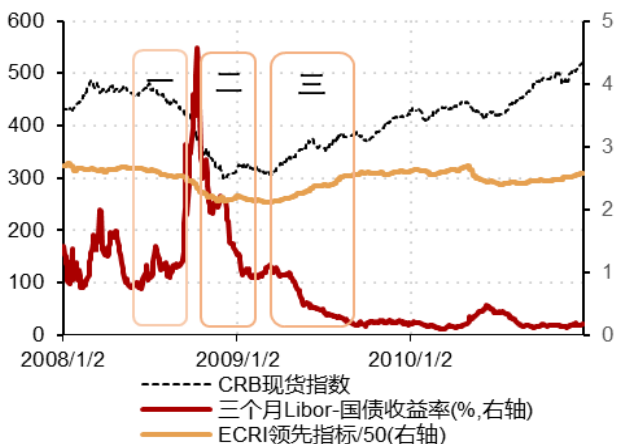
图 3：不同状态下债市走势



数据来源：Wind，西南证券整理

大宗商品危机期间运行逻辑与股市一致，而黄金价格与债市一致。除黄金外的大宗商品危机期间与股市走势较为一致，CRB 现货综合指数在阶段一、阶段二和阶段三分别下跌 19.8%、下跌 16.9%和上涨 34.2%。黄金走势与债市基本一致，伦敦金在阶段一、阶段二和阶段三分别下跌 2.91%、上涨 12.6%和上涨 17.9%。

图 4：不同状态下商品走势



数据来源：Wind，西南证券整理

图 5：不同状态下黄金走势



数据来源：Wind，西南证券整理

危机期间现金为王，但现金具有优势的时间窗口很短。现金是基本面和流动性恶化是唯一上涨的大类资产，阶段一美元指数上行 14.7%。然而一旦流动性开始改善，现金便不再具有优势，在基本面进一步恶化的阶段二尚能保持震荡，但阶段三基本面开始改善后，美元指数便一路下行至 74.1，基本回到了危机前水平。

图 6：不同状态下美元指数走势

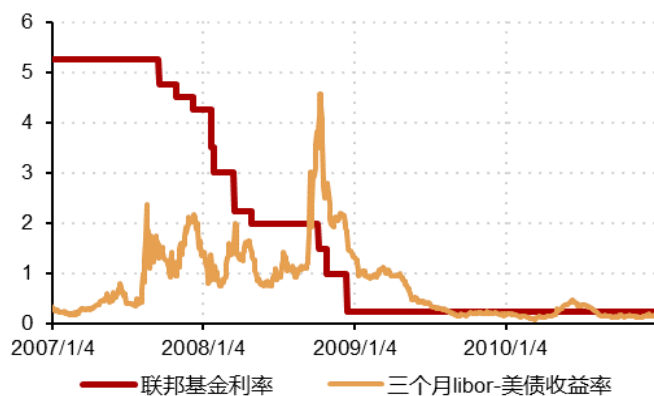


数据来源：Wind，西南证券整理

2 不同状态如何切换，条件有哪些？

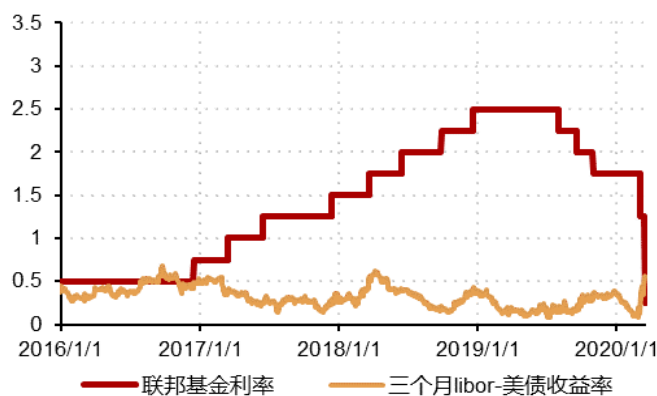
货币政策决定流动性变化方向。美联储通过调节联邦基准利率从而调控银行间流动性，2008 年 10 月 8 日、10 月 19 日和 12 月 16 日分别下调联邦基准利率 75bp、50bp 和 75bp，此后联邦基准利率长期维持在 0.25% 的低位。伴随着联邦基准利率不断下调，流动性得到改善，泰德利差也从 4.57% 的高点逐步回落至 1% 以下。

图 7：2008 年金融危机期间泰德利差与联邦基准利率



数据来源：Wind，西南证券整理

图 8：2016 年以来泰德利差与联邦基准利率

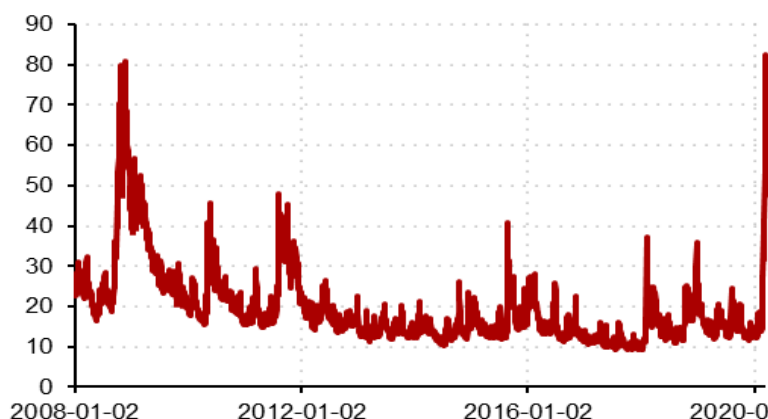


数据来源：Wind，西南证券整理

政策传导需要时间，宽松政策在危机早期可能会加剧恐慌。流动性改善与联储的宽松政策并不是同步的，货币政策传导需要一定时间，在危机早期，宽松政策会加剧人们对经济的悲观预期，反而导致流动性趋紧。以 2008 年 10 月-12 月的三次降息为例，10 月 8 日联储宣布降息 75bp，但泰德利差继续上行并与 10 月 13 日达到 4.57% 的历史高点；而 10 月 19 日降息 50bp，12 月 16 日降息 75bp 后泰德利差则立刻回落。

近期美联储短时间内两次降息达 150bp，泰德利差不降反升，但流动性持续恶化的可能性较低。继 3 月 3 日美联储宣布降息 50bp 后，3 月 16 日联储再次降息 100bp 并宣布重启 QE，购买 7000 亿美元国债，然而目前并未观察到流动性的明显改善，3 月 2 日至 3 月 13 日泰德利差有 0.12% 上行至 0.56%。这是由于危机初期联储的宽松政策短期内反而加剧了人们的悲观预期，3 月 6 日 VIX 恐慌指数达 82.7，已经超过 2008 年 80.1 的高点。我们认为伴随着基本面预期触底和联储政策落地，流动性持续恶化的可能性较低。

图 9：VIX 恐慌指数已超过 2008 年最高水平



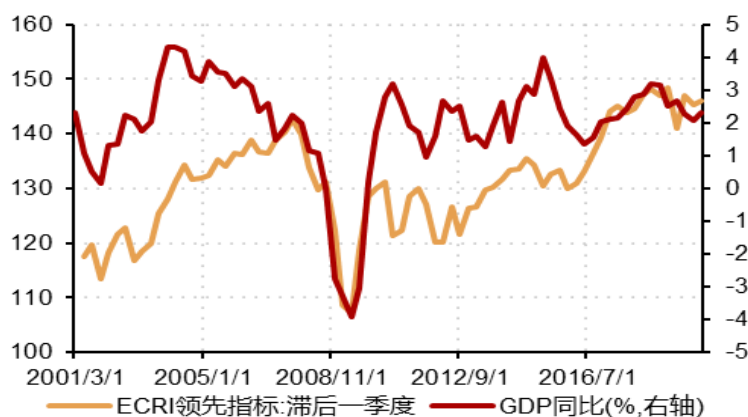
数据来源：Wind，西南证券整理

货币政策对基本面预期影响有限。无论是 9.11、次贷危机还是本次疫情，各种外生冲击都会对实体经济运行产生巨大影响，央行可以通过货币政策将资金投放给金融机构，但金融机构确不一定有意愿将资金投入实体经济。退一步讲，即使金融机构乐于投资于实体经济，但外生冲击已经对实体经济产生不良影响，消费和企业投资都将减少，金融机构容易陷入空有资金而无处投资的困境，因此货币政策无法改变基本面。

基本面改善更多依靠经济体内生修复，不同类型时间基本面修复耗时不同。基本面的改善依赖于经济体的内生修复往往需要更长的时间，9.11 事件属于一次性事件冲击，一个季度后，GDP 同比增速即触底回升，2001 年四季度美国 GDP 同比增速为 0.15%，而次年一季度 GDP 同比增速为 1.32%。2008 年的金融危机对实体经济造成的冲击较大，基本面修复耗时较长，2008 年四季度美国 GDP 同比增速为 -2.75%，接下来的两个季度，实体经济进一步恶化，与 2009 年二季度达到阶段底部，并与三季度开始回升。

ECRI 领先指数能较好的反应基本面变化，领先 GDP 同比增长约一个季度。GDP 能够较好的反应一国经济的整体运行情况，但 GDP 公布频率较低，公布时间较为滞后，我们需要频率更高、更加及时的基本面观测指标。ECRI 领先指标是美国经济周期研究所通过商务部公布的股价、消费品新订单、平均每周的失业救济金、销售额、原材料的生产销售等指标构建的预测经济活动的指标，数据频率为周度，领先 GDP 增长约一个季度，能较好的反应基本面的变化。

图 10: ECRI 领先指数领先 GDP 同比约一个季度



数据来源: Wind, 西南证券整理

综上所述,危机期间,流动性改善与否主要依赖于央行的货币政策,只要央行能够为市场提供充足的资金,流动性便可以在较短的时间内得以改善;但是货币政策无法改变基本面,危机初期的宽松政策反而可能加剧人们对基本面的悲观预期,基本面的改善依赖经济体的内生增长,或者外生冲击的消退,不同的外生冲击类型也会影响基本面改善所需时间。

3 基本面拐点尚未到来,流动性决定市场状态

新冠疫情在中国得到有效控制,但却在全球快速蔓延,我国成为病例输入国。3月5日后我国每日新增确诊病例降至两位数,境内疫情得到有效控制,但从2月下旬开始,境外疫情进入快速蔓延期,截至3月16日,境外累计确诊达10.1万人,已经超过同期境内累计确诊人数,新增确诊方面,2月19日后,境外新增确诊便一直高于境内新增确诊,我国成为病例输入国,截至3月16日我国累计报告境外输入143例。

图 11: 我国累计确诊与当日新增病例

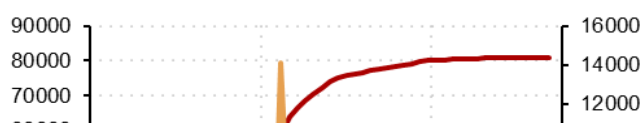


图 12: 全球(除中国)累计确诊与当日新增病例



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_6413

