

首席经济学家: 任泽平

研究员: 马家进

majiajin@evergrande.com

研究助理: 范城恺

fanchengkai@evergrande.com

一、3月15日，美联储紧急降息至零，推出7000亿美元大规模QE计划，直接all in。我就一句话：“饮鸩止渴”。

1、面对疫情大面积扩散和金融市场崩溃，这一次美联储再次祭出了应对2008年国际金融危机的政策组合“零利率+QE”，这完全是饮鸩止渴。

全球金融市场雪崩，疫情只是导火索，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，美国欧洲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、政治观点极端化、贸易保护主义盛行。

美国面临股市泡沫、企业债务杠杆、金融机构风险、社会撕裂四大危机。欧洲、亚洲等也面临同样的问题。

从金融周期的角度，这是一次总清算，该来的迟早会来。（参见《我们正站在全球金融危机的边缘》）

2、正确的应对方式是尽快控制疫情，以短期代价换取长期胜利，然后以财政政策为主、货币政策为辅来稳增长。

根据中国和新加坡的成功经验，面对疫情大面积爆发扩散，首先要控制疫情和恢复生产生活，提供短期流动性和减税，然后再逐步刺激经济增长和就业。

美联储直接货币大放水，步骤错误，从原来的自大不重视到现在慌不择路。

果然，市场并不买账，3月16日美股第三次熔断。鲍威尔终于可以对川普说：这次看你的了！

3、我感觉，美国这么搞，贸易保护，货币大放水，政治被民粹主义绑架，货币被政治绑架，是在走火入魔，自废武功。

本来市场经济、民主社会、美国梦、普世价值就像明灯一样在过去一百年指引着人类文明前进的方向，现在美国仍然很牛，但开始黯淡了。

如果中国能推动以新基建和减税为主的财政政策，扩大开放，多层次资本市场建设，再加上改善收入分配和社会治理，国运来了。（参见《是该启动“新”一轮基建了》《中国新基建研究报告》）

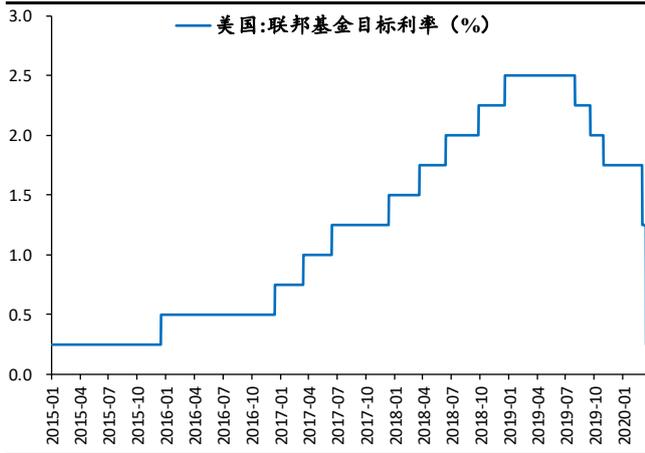
二、疫情全球大流行，美联储all in，各国掀起降息潮

继3月3日紧急降息0.5个百分点之后，3月15日美联储再次宣布将联邦基金目标利率下调1个百分点至0-0.25%的区间，并启动7000亿美元的量化宽松计划。此外，美联储宣布将贴现窗口利率下调1.5个百分点至0.25%，提供日内信贷支持，鼓励银行使用资本和流动性缓冲，将法定存款准备金率降至0。

美联储声明称，新冠疫情将在短期内对经济活动造成压力，并对经济前景构成风险。鉴于事态进展，将联邦基金利率的目标区间降至0-0.25%，预计将维持这一目标区间，直到确信美国经济经受住了近期事件的考验，并有望实现最大就业和物价稳定的目标。

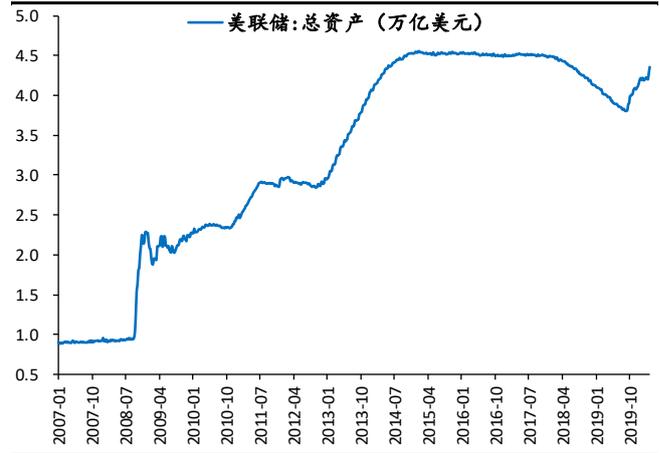


图表：美联储紧急降息至 0-0.25%



资料来源：Wind，恒大研究院

图表：美联储量化宽松，重新扩表



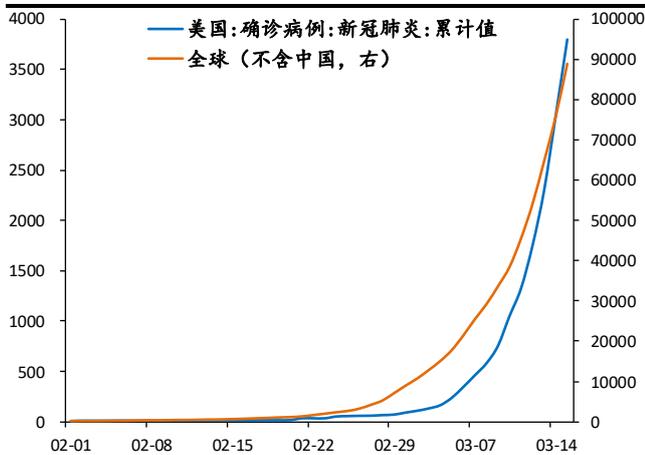
资料来源：Wind，恒大研究院

欧美政府应对不力，疫情全球大流行，国际金融海啸，各国掀起降息潮。中国疫情得到初步控制，海外疫情却快速蔓延甚至失控，类似中国的 1 月下旬，还在扩散和恐慌的阶段，而且由于国情不同，欧美政府难以采取类似中国的举国体制抗疫。

为应对疫情和经济衰退风险，美联储 3 月两次紧急降息至零利率，日本银行将 ETF 购入目标翻番至 12 万亿日元，英格兰银行紧急降息 50 个基点至 0.25%，欧洲中央银行加大资产购买规模并启动新的长期再融资操作，加拿大、新西兰等国亦纷纷跟进。

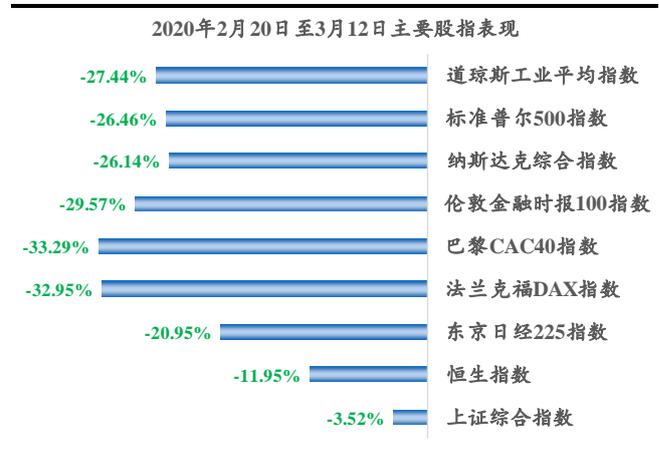
各国央行的宽松政策并未提振市场信心，全球金融市场巨幅动荡。

图表：疫情在美国及全球快速扩散



资料来源：Wind，恒大研究院

图表：美欧股市跌入熊市

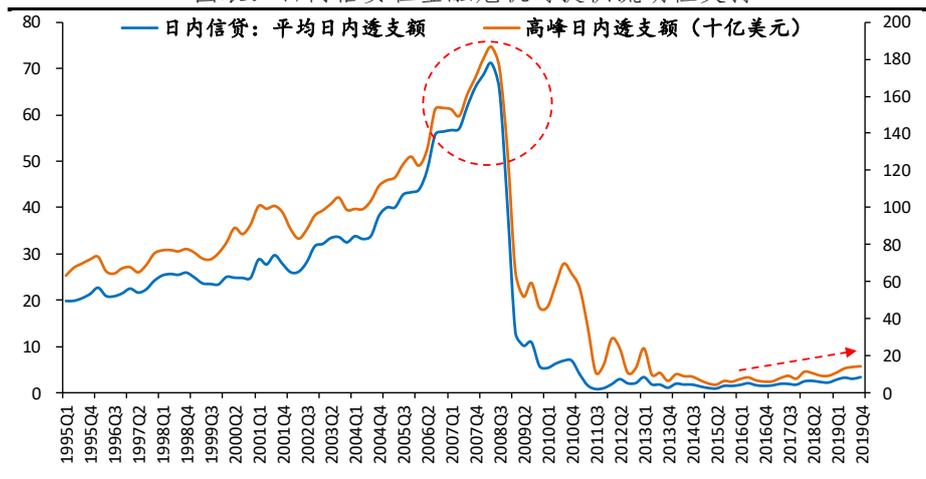


资料来源：Wind，恒大研究院

美国面临金融危机风险，美联储加大对金融机构的流动性支持。除了降息和 QE，美联储将贴现窗口利率下调 1.5 个百分点至 0.25%、提供日内信贷支持、鼓励银行使用资本和流动性缓冲、将法定存款准备金率降至 0 等政策举措值得关注。美联储动用这些流动性支持工具，履行央行“最后贷款人”职责，表明部分金融机构和企业出现了流动性紧张。

同时，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安排，以应对可能国际金融市场美元流动性紧张。

图表：日内信贷在金融危机时提供流动性支持



资料来源：FED, 恒大研究院

三、我们正站在全球金融危机的边缘：这次不一样？都是货币超发惹的祸

全球金融市场雪崩，疫情只是导火索，根源是长期货币超发下的经济、金融、社会脆弱性。

2008 年金融危机之后，各国政府和央行主要以超低利率和量化宽松应对，而实质性改革和创新进展迟缓。这带来了一系列风险和脆弱性，比如美国面临股市泡沫、债务杠杆、金融机构风险、社会撕裂四大危机。欧洲、亚洲等也面临同样的问题。

历史不会简单重复，但总是压着相似的韵脚。

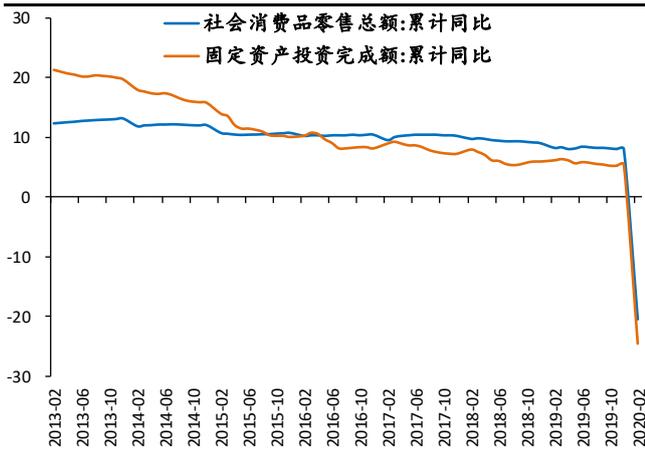
我们判断，这一次全球金融危机，疫情是导火索，企业债务危机和股市泡沫是引爆点，资产负债表衰退和债务-通缩循环是经济危机的传导机制，即金融周期中的“去杠杆”阶段。

1、导火索：疫情全球大流行

由于新冠疫情传染性强，对经济冲击大，消费、投资、出口，一二三产业，均受到严重冲击。

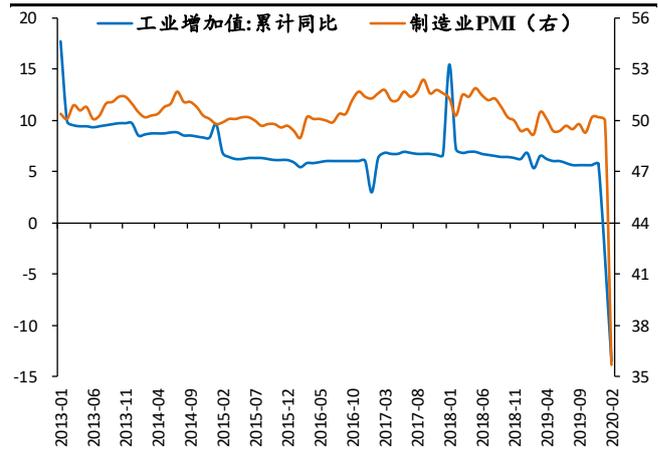
以中国为例，2020 年 1-2 月，中国社会消费品零售总额和固定资产投资完成额累计同比分别从 2019 年 12 月的 8.0% 和 5.4% 下滑至 -20.5% 和 -24.5%，工业增加值累计同比从 5.7% 下滑至 -13.5%，2 月制造业 PMI 从 1 月的 50.0 下滑至 35.7，均创数据公布以来的最低值，远超 2003 年 SARS 和 2008 年国际金融危机。一季度 GDP 大概率负增长。

图表：中国社零和固投同比大幅下滑



资料来源：Wind，恒大研究院

图表：中国工增同比和制造业PMI大幅下滑



资料来源：Wind，恒大研究院

疫情在美国、欧洲、亚洲乃至全球加速蔓延将严重拖累经济。3月15日，高盛将美国第一季度GDP增长预期从0.7%下调至0%，第二季度GDP增长预期从0%下调至-5%，2020年全年经济预期从1.2%下调至0.4%。经济停摆将危及企业经营和现金流、居民就业和收入，冲击企业偿债能力和金融体系正常运转，点燃危机的导火索。

2、潜在风险引爆点：股市泡沫和企业债务

杠杆是风险之源，哪里杠杆高哪里就藏着脆弱性和风险点，长期低利率催生的股市泡沫和企业高债务将是这一轮金融危机的潜在引爆点，也是当前受疫情冲击最大的。

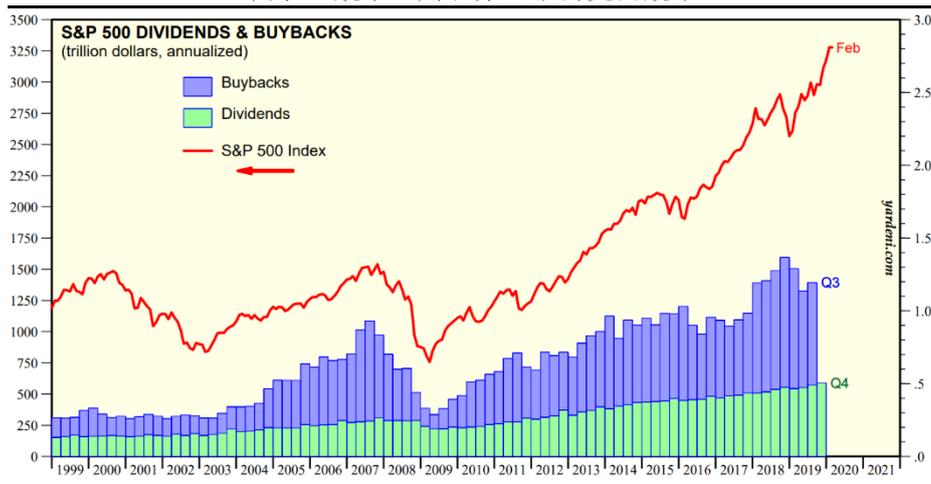
1) 货币超发、同质化交易、股票回购等推高股市泡沫，酝酿风险

美国股市已延续了近11年的史上最长牛市，受疫情冲击，三次触发熔断，现已跌入技术性熊市。货币超发、投资者同质化交易行为、上市公司发债进行股票回购是美股长牛的重要原因，在市场下跌时泡沫被刺破蕴藏着巨大风险。

市场的同质化交易行为不断增加。长期低利率压低了养老基金、保险公司等机构投资者的资产收益率，促使其将资金投向股市。量化交易、指数基金等被动投资逐渐盛行，增大了市场交易的同质性。苹果、微软、亚马逊等龙头蓝筹科技股市值占比持续上升，对指数影响显著。处于牛市时，同质化的交易行为快速推升股价，转入熊市时，则会造成大规模抛售，市场流动性枯竭，陷入下跌螺旋。

由于长期低利率，大量上市公司通过发债加大杠杆进行股票回购和分红，推升股价和估值。股票回购和分红是美股持续走牛的重要原因，除了拥有大量现金的公司外，部分公司出于市值管理或投机套利的目的，通过发债的方式筹集资金回购股票，做大每股收益，推高股价。但是，一旦股价下跌，发债的企业将面临巨大亏损和流动性短缺，企业财务状况恶化，债务违约风险上升，进一步压低股价。股市大跌将通过居民部门的财富效应、企业部门的托宾Q效应、信贷市场的资产负债表和抵押品等渠道冲击实体经济。

图表：股票回购和分红推高美国股市



资料来源：Standard & Poor's，恒大研究院

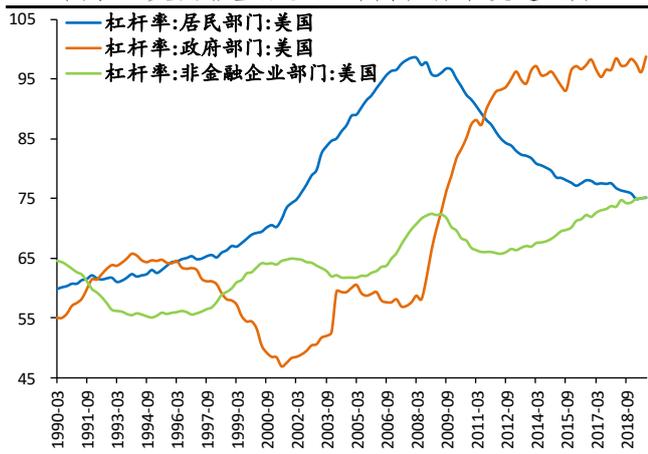
2) 企业债务杠杆率快速上升，偿债能力持续下降，高风险企业债占比扩大，债务违约风险上升

美国正处于金融周期的高位，企业部门面临巨大的债务风险：杠杆率快速上升、偿债能力持续下降、高风险债券占比上升、信用利差扩大。企业部门债务有可能成为金融危机的策源地。

2008 年金融危机后，美国居民部门修复破损的资产负债表，杠杆率（债务/GDP）持续下降；政府部门加强宏观逆周期调节、承接私人部门杠杆转移，杠杆率快速攀升，但 2014 年后基本平稳；非金融企业部门受危机冲击去杠杆，但杠杆率快速反弹，超过危机前水平，目前更是超过居民部门。

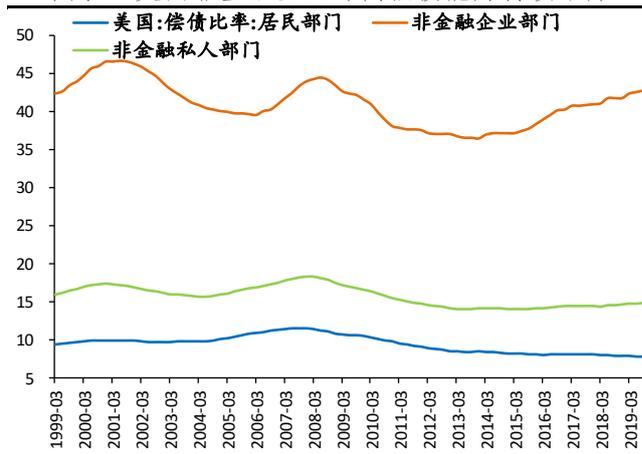
美国企业债务和杠杆率快速上升，但偿债能力却持续下降。美国非金融企业部门的偿债比率（当期应付本息/当期收入）远高于居民部门和整体非金融私人部门，且持续上升，位于历史相对高位。

图表：美国非金融企业部门杠杆率快速上升



资料来源：Wind，恒大研究院

图表：美国非金融企业部门偿债能力持续下降



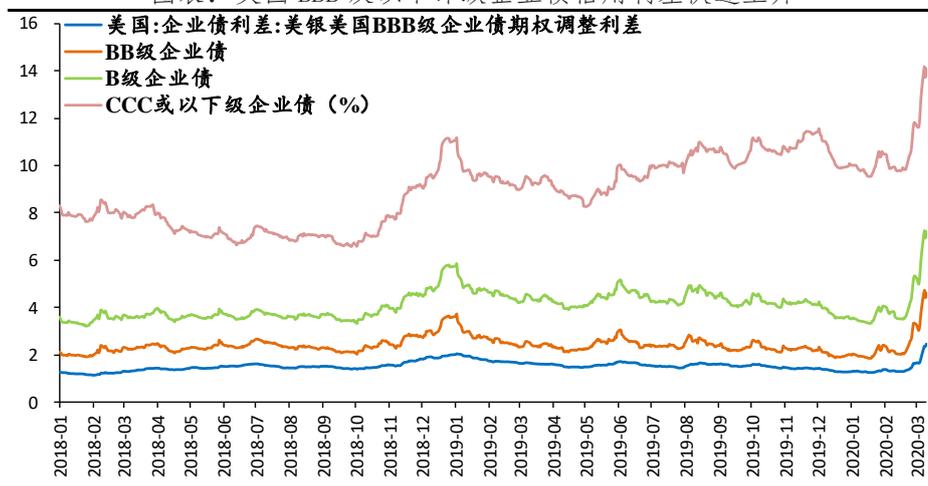
资料来源：BIS，恒大研究院

美国高风险企业债占比持续扩大。美国非金融企业债券余额从 2008 年的 2.2 万亿美元上升至 2018 年的 5.7 万亿美元，其中风险较高的 BBB 级企业债增加了近 2 万亿美元，占比从 2008 年的 36.4% 上升至 2018 年的 47.4%。同时，杠杆贷款以及 BB 和 B 级企业债也大幅增长，加剧美国债市风险。2020 年 1 月标普下调 676 家美国企业债发行人的评级，上调 352

家，上调与下调发债企业之比为 0.52，创 2009 年以来新低，被下调评级的企业中 86% 都与发行高收益债有关。

美国高风险企业债信用利差扩大，违约风险上升。BBB 及以下评级企业债信用利差快速上升，表明市场风险偏好下降。利差扩大增加了企业再融资的成本与难度，一旦无法顺利再融资，债券大规模违约，风险将传染至整个金融体系。

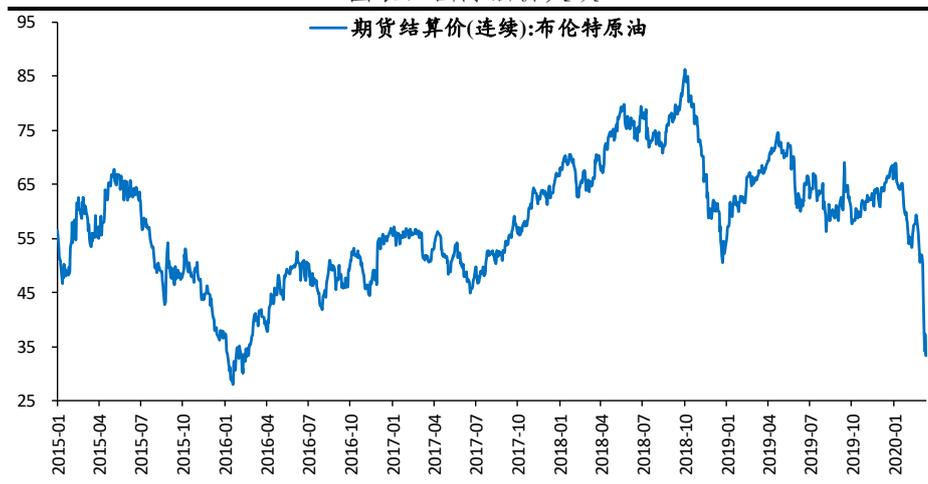
图表：美国 BBB 及以下评级企业债信用利差快速上升



资料来源: Wind, 恒大研究院

美国的页岩油企业也是一个重要的潜在风险点。疫情冲击全球经济与石油需求，2月 IEA 将其 2020 年石油需求增长预测下调 36.5 万桶至 82.5 万桶/日，为 2011 年以来最低的石油需求增长，并提醒称，全球石油需求在 10 多年来将首次出现季度萎缩。叠加沙特增产，油价大跌至 30 多美元。

图表：国际油价大跌



资料来源: Wind, 恒大研究院

油价下跌或使原本负债较高的页岩油企业面临严重打击。2018 年底，根据穆迪数据，截至 2023 年北美油气行业将面临 2400 亿美元的债务到期，其中 B 级债券于 2020 年将占比 15% 以上。根据标普评级报告，2019 年美国有 20 家页岩油企业债务违约，2020 年北美油企将有 400 亿美元债务到期。根据 IHS Markit 数据，美国的页岩油平均收支平衡价格在 40 美元/桶以上，当前油价已低于其生产成本。假如未来油价持续低迷，原

本偿债压力巨大的美国页岩油产业很可能继续出现破产和债务违约现象，继而危及债券市场。

四、从金融危机到经济危机的传导机制：资产负债表衰退和债务-通缩循环，去杠杆

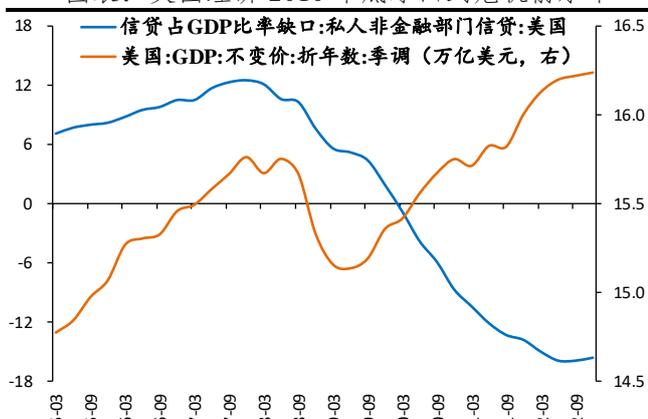
股市、债市等资本市场如果持续动荡，可能引发商业银行等金融机构资产质量恶化，导致金融体系流动性危机，明斯基时刻降临，最终传导并放大至实体经济，经济陷入严重的资产负债表衰退和债务-通缩循环。

2008年金融危机肇始于美国房价下跌、次级贷款违约、衍生品价格暴跌、金融机构巨额亏损、雷曼兄弟破产倒闭、全球金融市场恐慌。当金融机构持有的资产质量快速恶化，金融机构被迫抛售资产以减轻损失，当整个市场都在追求流动性时，挤兑发生，流动性枯竭。为了获取流动性，不仅风险资产被抛售，流动性更强的安全资产也被快速抛售变现，导致资产价格全面下跌。

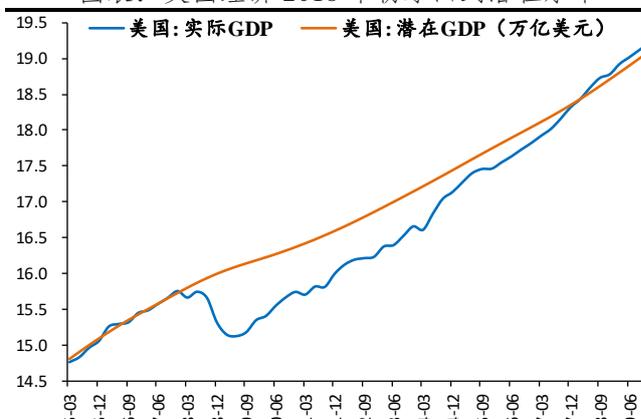
资产价格暴跌导致金融机构资产负债表快速恶化，资不抵债，破产倒闭。2008年金融危机时，美国第四大投行雷曼兄弟破产，第三的美林和第五的贝尔斯登被收购，房地美和房利美受政府托管，还有大量商业银行倒闭或接受救助。

金融体系的巨大冲击将传导并放大至实体经济，经过资产负债表衰退和债务-通缩循环等机制，金融危机最终演变为经济危机。2008年金融危机导致美国陷入1929年“大萧条”以来最严重的经济衰退。美国实际GDP直到2010年底才重新回到危机之前的水平，且直到2018年初才回到潜在GDP的水平。

图表：美国经济2010年底才回到危机前水平



图表：美国经济2018年初才回到潜在水平



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_6449

