

首席经济学家：任泽平

研究员：连一席

✉ lianyixi@evergrande.com

研究员：马家进

✉ xiejiaqi@evergrande.com

研究员：谢嘉琪

✉ xiejiaqi@evergrande.com

研究员：郭双桃

✉ guoshuangtao@evergrande.com

联系人：范城恺

✉ fanchengkai@evergrande.com

导读：

截至3月12日，疫情蔓延至全球121个国家和地区，全球超过10万人次。全球金融海啸，2月下旬以来油价最大下跌超过30%，美股两次触发熔断，欧美股市进入技术性熊市。

我们正站在新一轮全球经济金融危机的边缘，疫情全球大流行只是导火索，根源是全球经济、金融、社会的脆弱性。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、政治观点激化、贸易保护主义盛行。

从金融周期的角度，这可能是一次总的清算，该来的迟早会来。

非常之时，必待非常之举，就像大萧条与罗斯福新政，滞胀与里根经济学，计划经济与邓小平改革一样。要充分估计当前经济形势的严峻性，化危为机，我们旗帜鲜明倡导“新基建”、“以第二次入世的勇气推动改革开放”、“调节收入分配、扩大中产、提振消费”。

目录

1 全球大流行	4
1.1 中国战疫初步遏制，为长期胜利付出较大的短期代价	4
1.2 海外疫情加速扩散，亚洲和欧洲为重灾区	4
1.3 中国和新加坡快速遏制疫情的成功经验为全球燃起了希望	5
2 站在全球金融危机的边缘：全球金融市场雪崩，疫情只是导火索，根源是全球经济金融社会的脆弱性	5
2.1 股市泡沫：长期宽松、股票回购、估值过高、同质化交易	5
2.1.1 美股大跌，技术性熊市	6
2.1.2 货币超发、同质化交易、股票回购等推高股市泡沫，酝酿风险	6
2.2 债务危机：杠杆率上升、高风险债券占比上升、偿债能力下降	7
2.2.1 企业债务和杠杆率快速上升，偿债能力持续下降	7
2.2.2 高风险企业债占比扩大，债务违约风险上升	7
2.3 金融机构危机：金融监管放松、资产泡沫、明斯基时刻、债务-通缩循环	8
2.3.1 长期低利率、资产价格持续上涨、监管放松等加剧了金融机构的顺周期性和道德风险	8
2.3.2 资产价格暴跌可能引发市场恐慌、流动性枯竭、金融机构破产倒闭、资产负债表衰退	9
2.4 社会危机：贫富差距拉大、社会撕裂、民粹主义、贸易保护主义、政治激进	10
2.4.1 收入与财富分配不均加剧，社会主义思潮涌动	10
2.4.2 制造业外流与铁锈地带衰落，逆全球化与贸易摩擦	11
2.4.3 上升通道堵塞与阶层固化，美国梦褪色	13
3 全球大流行和经济金融危机对中国的影响	15
3.1 产业链和贸易传导渠道：供应链受阻	15
3.2 外需渠道：世界经济衰退风险加大，外需下降	17
3.3 金融市场渠道：交叉传染，警惕信用与债务风险	18
3.4 大宗商品渠道：原油价格暴跌，加剧通缩，对中国有利有弊。	18
4 展望与政策建议：新基建，改革战疫	19
4.1 情景分析	19
4.2 改革战疫：启动新基建	19

图表目录

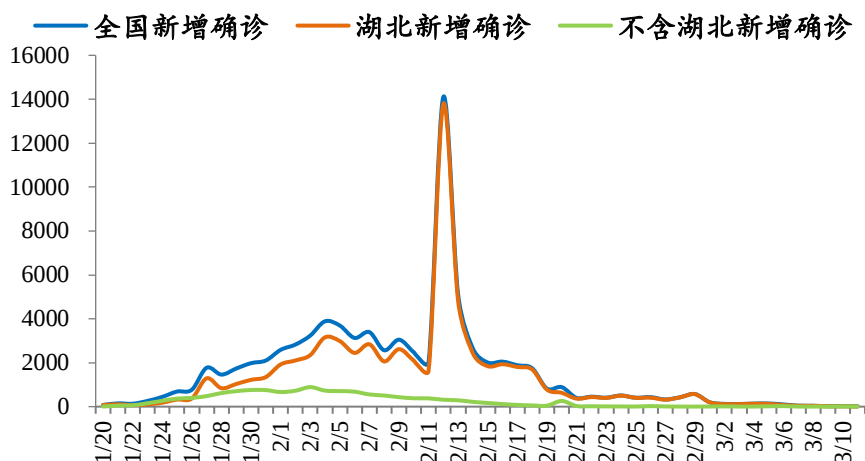
图表：中国每日新增确诊	4
图表：全球累计确诊人数(不含中国).....	4
图表：美国每日新增确诊	5
图表：截至 3 月 12 日美国确诊分布	5
图表：中国在全球经济体系中的重要性大幅提高.....	15
图表：2018 年中国各类产品各进口国份额.....	16
图表：2018 年中国对日韩进口结构	16
图表：2018 年全球半导体材料市场销售情况.....	17
图表：2018 年全球半导体设备市场销售情况.....	17
图表：中国出口前十国家和地区	18
图表：美元兑人民币情况	18
图表：WTI 原油价格暴跌.....	19

1 全球大流行

1.1 中国战疫初步遏制，为长期胜利付出较大的短期代价

中国疫情在 1 月下旬开始迅速蔓延，目前在武汉封城、全国延迟开工等政府强有力的措施、一线工作者和人民的共同努力之下，疫情已基本得到控制。

图表：中国每日新增确诊

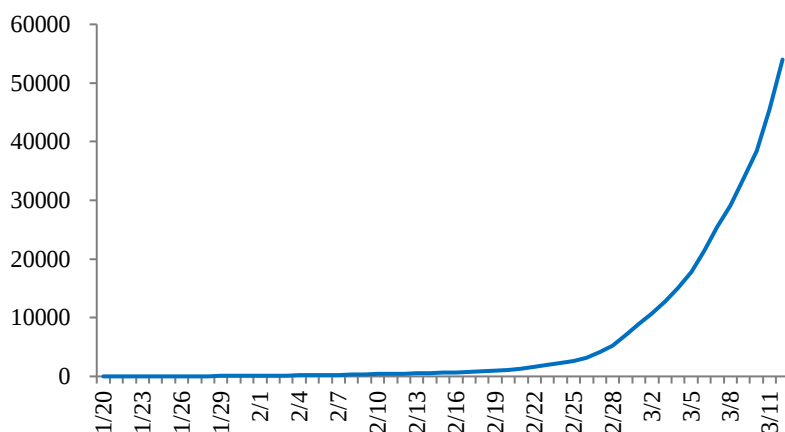


资料来源：Wind，恒大研究院

1.2 海外疫情加速扩散，亚洲和欧洲为重灾区

海外确诊指数级增长，亚洲及欧洲为重灾区。2月中旬以来，海外疫情进入快速扩散期。截至 3 月 12 日，新冠病毒扩散至 121 个国家和地区，累计感染 5.3 万人次，感染人次超过 1000 的国家达到 7 个，分别为意大利、伊朗、韩国、法国、西班牙、德国和美国。

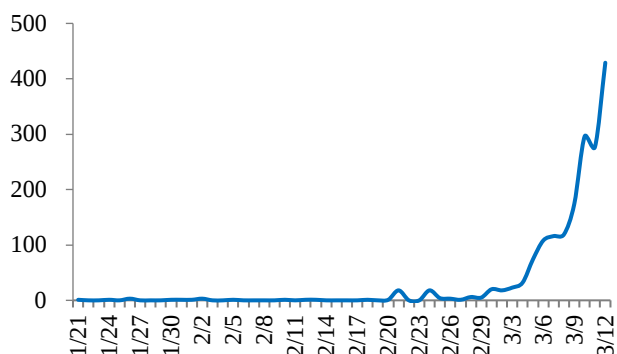
图表：全球累计确诊人数(不含中国)



资料来源：Wind，恒大研究院

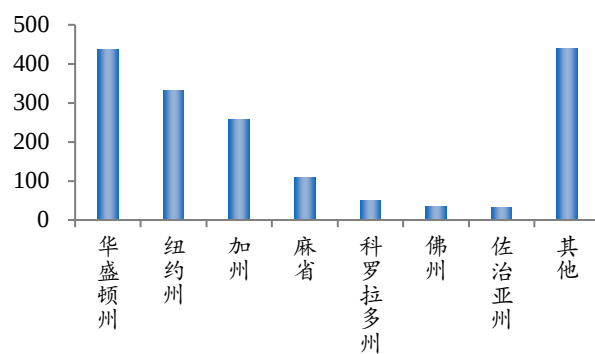
意大利成为海外疫情最严重的国家，实施全国封锁。韩国疫情因宗教活动失控。日本疫情因“钻石公主号”扩散，出现小规模聚集性感染。美国疫情 3 月份之后开始爆发，美国政府对新冠肺炎不够重视、各州自治无统一规划，直到 3 月 14 日才宣布国家进入紧急状态。

图表：美国每日新增确诊



资料来源：Wind，恒大研究院

图表：截至3月12日美国确诊分布



资料来源：Wind，恒大研究院

1.3 中国和新加坡快速遏制疫情的成功经验为全球燃起了希望

3月日本、意大利、韩国、美国等国家疫情更像中国1月底的情况，还在扩散和恐慌的状态，国家从不重视到重视，并开始采取强力措施。早期疫情失控主要是因为政府不够重视，存在“超级感染者”，没有持续采取强制性隔离措施，政府在资源协调、社会动员方面能力不足，口罩、检测试剂等医疗物资存在严重缺口，各州县各自为政，应对散漫。

反观新加坡和中国则能够快速控制疫情。纵观新加坡应对新冠疫情的各种措施，主要包括：按流行病学标准，全力追逐每一个病例的传播链条；应收尽收，以财政补贴、鼓励疑似者尽快看病，政府掏钱鼓励人们看病；用一切可能方法，确保本地医疗资源平稳运行；全力推动充分的诊断，保障临床医疗资源充足；收紧签证政策，严格防控外来输入；铁腕管理、强制居家隔离制度；鼓励勤洗手，使用戴口罩，保持个人卫生；避免大型聚集公众活动；及时的信息披露和充分的公众沟通解释，缓解公众紧张。

可以看出，新加坡采取的这些措施有赖于强大的政府、雄厚的经济实力、高效的民众执行力、科学的防疫体系、以及愿意付出较大的短期代价换取长期的胜利——这些和中国的“战疫成功”，有颇多相似。

中国和新加坡快速遏制疫情的成功经验为全球燃起了希望，如果疫情严重的世界各国政府采取上述有效措施，也有望能有效战胜疫情。

2 站在全球金融危机的边缘：全球金融市场雪崩，疫情只是导火索，根源是全球经济金融社会的脆弱性

2008年金融危机之后，各国央行和政府主要以超低利率和量化宽松等政策加以应对，而实质性的供给侧结构性改革进展迟缓。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、社会撕裂等四大危机。

2.1 股市泡沫：长期宽松、股票回购、估值过高、同质化交易

美联储长期宽松的货币政策催生了美国股市延续近11年的史上最长牛市。疫情终结美股牛市，两次熔断，跌入技术性熊市。股市大跌将通过

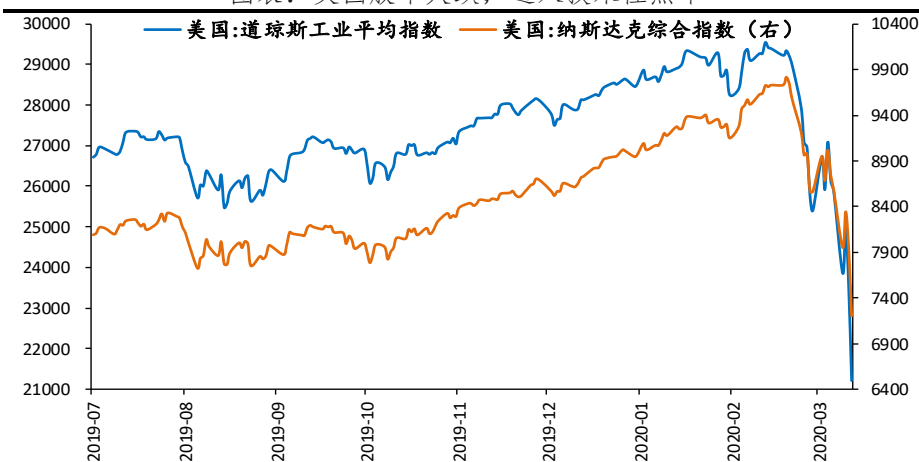
居民部门的财富效应、企业部门的托宾 Q 效应、信贷市场的资产负债表和抵押品等渠道冲击实体经济。

2.1.1 美股大跌，技术性熊市

在经历 11 年牛市后，2020 年 2 月下旬以来美股大跌，两次熔断。3 月 9 日和 12 日，道琼斯工业指数下跌均超过 2000 点，美股猛烈下跌触及 7% 的一级市场熔断线，是 1997 年以来首次引发熔断机制。2 月 20 日至 3 月 12 日，道琼斯工业指数、纳斯达克综合指数、标普 500 指数分别下跌 27.76%、26.64%、26.74%，美股已进入技术性熊市。

全球股市重挫。3 月 12 日全球有 11 国股市因大跌而触发熔断。亚洲方面，泰国、菲律宾、韩国、巴基斯坦、印尼等 6 个国家股市均发生熔断。美股开盘后，加拿大、巴西、墨西哥、哥伦比亚股市也触发熔断，其中，巴西股指大跌 15%，一日内两次熔断。

图表：美国股市大跌，进入技术性熊市



资料来源：Wind，恒大研究院

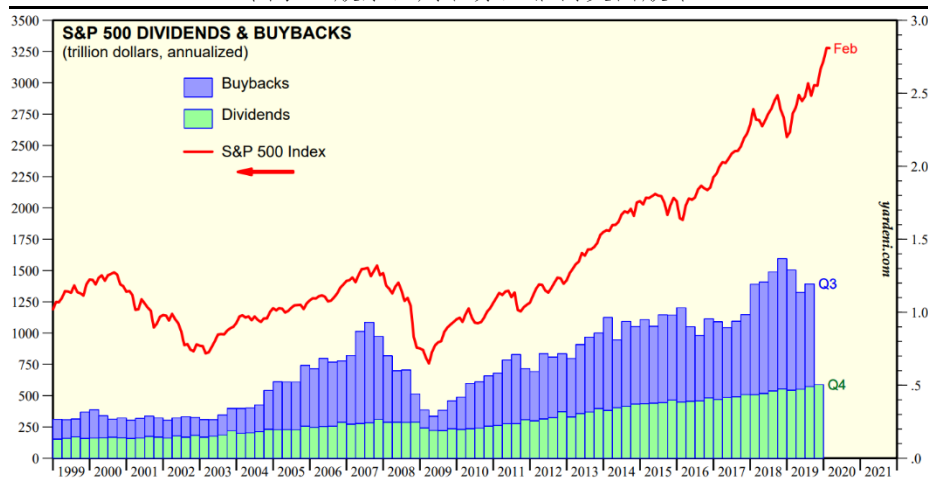
2.1.2 货币超发、同质化交易、股票回购等推高股市泡沫，酝酿风险

货币超发、投资者同质化交易行为以及上市公司股票回购是股市长牛的重要原因，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。

部分上市公司通过发债加大杠杆进行股票回购和分红。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。

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

2.2 债务危机：杠杆率上升、高风险债券占比上升、偿债能力下降

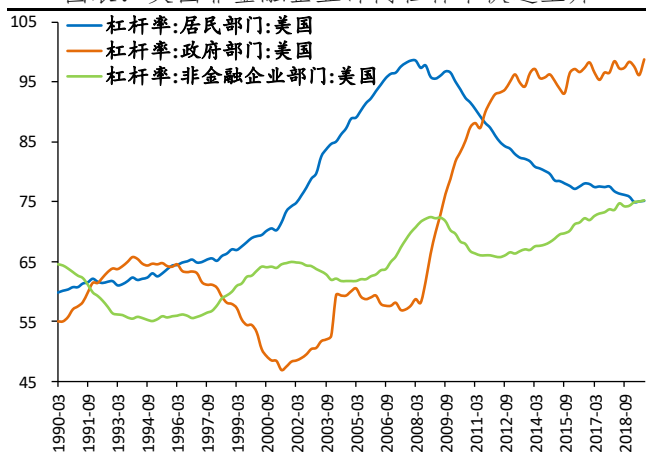
美国正处于金融周期的高位，企业部门面临巨大的债务风险：杠杆率快速上升、偿债能力持续下降、高风险债券占比上升、信用利差扩大。企业部门债务有可能成为金融危机的策源地。

2.2.1 企业债务和杠杆率快速上升，偿债能力持续下降

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。

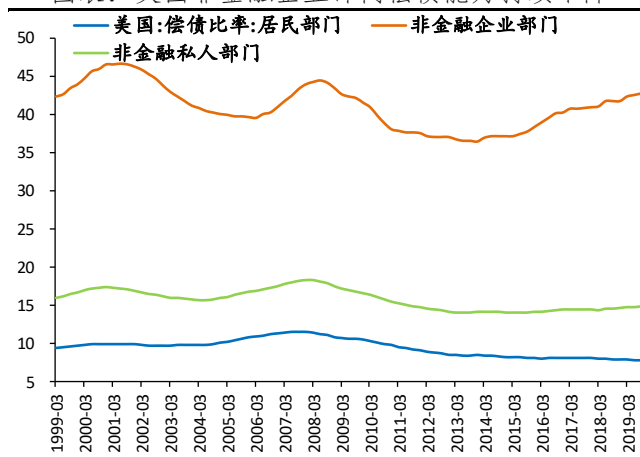
美国企业债务和杠杆率快速上升，但偿债能力却持续下降。美国非金融企业部门的偿债比率（当期应付本息/当期收入）远高于居民部门和整体非金融私人部门，且持续上升，位于历史相对高位。

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



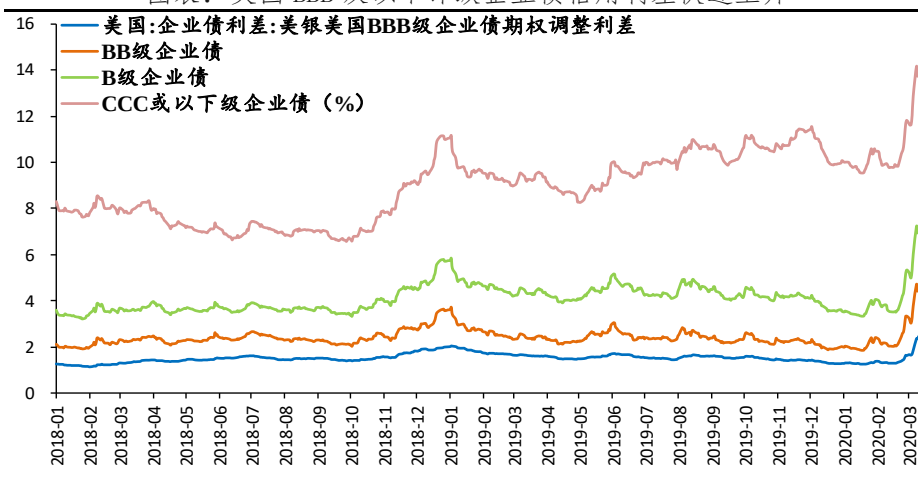
资料来源：BIS, 恒大研究院

2.2.2 高风险企业债占比扩大，债务违约风险上升

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

2.3 金融机构危机：金融监管放松、资产泡沫、明斯基时刻、债务-通缩循环

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危机，导致金融体系流动性枯竭，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。

2.3.1 长期低利率、资产价格持续上涨、监管放松等加剧了金融机构的顺周期性和道德风险

2008 年全球金融危机的最大教训就是：加强宏观审慎监管，防范金融机构的道德风险和不能倒闭。避免金融体系内部风险和累积对实体经济

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_6506

