

2020年3月13日

宏观经济



动荡已至，但危机概率或不大

——美股第二次触发“熔断”点评

宏观简报

疫情继续扩散、特朗普宣布欧洲旅行禁令导致美股暴跌。我们认为，短期动荡不可避免，但发生系统性金融危机的概率或不大。一方面，“抗疫”措施对短期经济的冲击难以避免，但疫情的冲击也不会一直持续。另一方面，企业债务风险确有上升，但远不及次贷危机水平。此外，如果金融动荡继续扩大，美国还可以使用宽松货币政策、积极的财政政策，甚至适度放松监管等手段来进行对冲。美股暴跌后，纽约联储宣布扩大购债范围，同时增加期限回购投放额度，表明美联储在应对金融动荡时会采取较为坚决的态度。

风险提示：新冠疫情冲击超预期。宏观和公共卫生政策的实施带来超预期市场波动。

分析师

张文朗 (执业证书编号：S0930516100002)
021-52523808
zhangwenlang@ebcn.com

周子彭 (执业证书编号：S0930518070004)
021-52523803
zhouzipeng@ebcn.com

刘政宁 (执业证书编号：S0930519060003)
021-52523806
liuzn@ebcn.com

3月12日，标普500指数开盘大跌，不久后触发“熔断”机制，这也是一周内美股第二次“熔断”。市场担心美股下跌会引发金融危机，对此我们点评如下：

金融危机往往与地产相关

美股再次暴跌的导火索是疫情继续扩散、特朗普宣布欧洲旅行禁令。截至3月11日，美国确诊病例升至1329人，一些商业活动被迫取消，NBA联赛也因球员确诊新冠肺炎而宣布停赛。此外，3月11日，特朗普宣布将禁止除英国以外的欧洲申根国家旅客入境美国，禁令持续30天。这一措施大大加剧了市场对美国运输业、尤其是航空公司经营前景的担忧，也增加了对欧洲经济前景的忧虑，引发欧美股市暴跌。

“抗疫”措施对短期经济的冲击难以避免，但疫情的冲击也不会一直持续。尽管特朗普的旅行禁令过于简单粗暴，但不可否认的是，任何抗击疫情的措施都会给经济带来巨大下行压力。采取的管控措施越严，短期冲击越大。但随着时间的推移和气温的上升，疫情也会慢慢得到控制。因此，疫情的冲击本质上仍然是一个短期的冲击。

历史经验表明，外部冲击的确增加美国经济下行压力，但金融危机往往与房地产有关。美国家庭财富有较大部分被直接或间接投入股市，因此股市下跌会令家庭财富缩水，抑制消费，增加经济下行压力。不过历史上股市大跌也不一定伴随金融危机，比如2001年互联网泡沫破灭，消费支出并未大幅下滑，金融体系也没有出现系统性风险。但2008年美股下跌，美国爆发次贷危机，但这背后的原因更多与房地产泡沫有关。当前美国房地产部门较为健康，家庭部门杠杆率也不高，银行体系的杠杆率也比较适度，因此不容易出现2008年式的金融危机。

企业债务风险上升，但不及次贷危机

近期引发市场广泛关注的是非金融企业部门的杠杆逐步高企和其质量问题所带来的金融顺周期问题。截至2019年7月左右美国15.5万亿的企业债务中接近1/3为杠杆贷款以及投资级以下的债券¹。而投资级别债券中，BBB级的比例呈现扩张趋势，截至2019年11月已经超过50%，而2007-2008年该比例大约为37%²，由于BBB级为投资级债券中评级最差的一级，评级一旦下调可能就会成为垃圾债券。而投机级债券中，B-及以下发行人数量所占的比例越来越高，至2019年10月超过了30%。2019年投机级公司评级中，评级下调的情况也较往年有比较明显的增多。

很多谨慎的投资者认为，投资级债券作为普遍的固收工具广泛用于投资组合，持有者包括许多基金（还有ETF）、保险等。这些组合管理人许多需要遵守一定投资法则比如只能购买投资级的债券，一旦出现比较大规模评级下调，可能会造成债券持有人同时抛售，造成市场投资主体资产价值缩水。

¹<https://www.forbes.com/sites/mayrarodriguezvalladares/2019/07/25/u-s-corporate-debt-continues-to-rise-as-do-problem-leveraged-loans/#565726553596>

²US BBB-Rated Bonds: A Primer, BlackRock

另外，如果大规模 BBB 债下调评级可能也会对其他投资级债的价格造成压力。而大规模下调评级往往会出现信用周期下行、经济走向疲软和衰退的时候，比如 2007 年、2000 年和 1989 年的衰退期间，23%-45% 的投资级债券掉入了垃圾债券行列。

但当前受到较大冲击的行业债券，规模也小于 2008 年金融危机时的相关债券，更重要的是所受的金融监管要强于以往。当前，跟疫情和能源行业较为相关的行业如油气、零售餐饮、交通运输、媒体娱乐、不动产/建筑施工的企业债风险短期内可能值得关注，且其中油气、媒体娱乐、零售餐饮行业债的风险在此前评级中已经得到体现。比如在标普 2019 年四季度评级当中，美国企业下调评级数量继续增多，其中油气行业和消费品行业数量较多。油气行业由于能源价格持续波动，以及流动性和高杠杆问题，评级展望倾向负面的比例达到 26%，比 2018 年提高了 5 个百分点，较 2019Q3 提高 2 个百分点，在各行业负面展望中排第二位，媒体娱乐、零售餐饮评级的负面展望比例也比较高。这些行业债券的泡沫并不大。

另外，这些债券的规模并不大，和次债危机时百万亿美元级别的柜台衍生品市场不能同日而语。比如受疫情和原油价格暴跌直接影响的行业投资级和投机级债务规模分别共计 13538 亿美元、10508 亿美元，占美国非金融企业总体债务和投机级债的 29.17% 和 34.72%。即便考虑非金融公司债市场整体（包括投资级、投机级）7 万亿美元左右的规模，也没有达到 2008 年 6 月次贷危机时期，直接受影响的名义价值超百万亿、市值超过 20 万亿美元³的衍生品规模。

根据美联储数据，危机后快速增长、目前规模较大的杠杆贷款及其衍生的 CLO 产品规模分别超过 1 万亿美元和 6000 亿美元⁴。杠杆贷款主要投向评级较低的借款人，CLO 结构与资产证券化的许多产品类似，也是对底层资产打包分层，但 CLO 相比危机时期的 CDO 等衍生品复杂程度更低，在 2008 年金融危机期间的违约率也比较低，尽管经济冲击下存在一定信用恶化风险，但重演 2008 年的危机并不容易。

与次贷危机前的金融系统相比，由于危机暴露出来美国金融业以及监管系统存在的诸多问题与风险，美国的金融体系在危机之后受到了更为严格的监管，相比而言可能稳健性更强一些。2010 年，美国颁布 Dodd-Frank 法案，法案内容涉及：成立 FSOC、OFR 来监控经济状况和评估系统性风险、协助联储管理银行子公司；终结金融机构的大而不倒；引入 Volker Rule 限制银行的自营资金交易以及私募基金投资活动；扩大监管范围，将非银金融机构纳入监管；要求一些柜台交易的衍生品通过交易所或清算所统一结算等⁵。

同年，巴塞尔协议 III 出台，在巴塞尔协议 II 基础上提高了银行资本充足率的要求，一级资本充足率从 4% 提高到 6%；加强对市场风险、交易对手风险的管理，提高对于衍生品、票据回购、证券融资的资本要求；设定杠杆比率（一级资本/表内外风险暴露资产）>3%；引入流动性覆盖率、净稳定资产比率指标；减少顺周期、增加反周期缓冲资本（银行必须进行压力测试，必须进行违约损失的估计，要对违约概率进行更长期限的估计，要将损失估计

³<https://www.businessinsider.com/bubble-derivatives-otc-2010-5?IR=T>

⁴截至 2019 年 1 月

⁵https://en.wikipedia.org/wiki/Dodd%E2%80%93Frank_Wall_Street_Reform_and_Consumer_Protection_Act

计入资本要求)等⁶。这些措施的实施,一定程度上减小的金融市场动荡引发金融危机的可能。

关键时刻政府或出手

如果金融动荡继续扩大,美国可以使用宽松货币政策、积极的财政政策,甚至适度放松监管等手段来进行对冲。

首先,从货币政策上来讲,美国除了降息还有其他货币工具对冲当前的金融动荡。2020年3月3日,美联储超预期地宣布降息50个基点,将联邦储备基金利率目标区间降至1%-1.25%,已经清楚的表明了美联储会毫不犹豫使用宽松政策的态度。而当前市场认为美联储在3月18日再次降息100bp的概率已经接近100%。除了降息以外,美联储通过其他扩张资产负债表向市场注入流动性。事实上,为了缓解回购市场的流动性问题,美联储从2019年9月开始重新启动隔夜回购操作。每日规模虽屡次调整,但此举扩展了美联储的资产负债表,使其规模重新回到4万亿美元以上。可以预期如果当前的金融市场扰动加大,美联储将会毫不犹豫进行新一轮的QE操作。

此外,美国已经启动财政政策对冲生产和需求端可能的冲击。在2020年3月10日,为了应对新冠疫情,特朗普在新闻发布会上也表示其将要求国会对工资税进行削减,并且寻求对航空、旅馆和邮轮业等航线业的援助。未来如果疫情的发展对个人家庭也产生影响,预计美国政府也会做出针对性的减税或者担保政策。尽管美国政府赤字高企有可能会造成一定的阻碍,根据国会预算办公室发布的报告,美国政府的预算赤字预计在2020年将超过1万亿美元。但出于人道主义动机,特别是在选举年,很难相信相关疫情救助法案不会获得通过。

另一个非常重要的政策空间,就是监管空间。次债危机之后,美国成了金融稳定监督委员会,并相继颁布了《金融监管改革方案》和《多德-弗兰克华尔街改革和消费者保护法案》加强宏观审慎和微观审慎,调整监管体系,强调消费者权益保护等。对金融风险做了更有针对性的监管,这有助于降低金融机构累计金融风险。但是疫情的冲击,显然不是金融机构内生的风险,为了对冲疫情,短期放松部分监管力度,一定程度上也有助于对冲外部的风险,平滑经济运行。这为特朗普政府也提供了额外的政策选择。

简而言之,如果疫情在美国一个季度左右可以得到控制,那么短期内这次疫情尽管对美国经济会造成较大的影响,但可能不是系统性冲击。政府在必要时刻可能出手防止问题急剧恶化。经济金融市场短期动荡难免,但再次发生金融危机的概率不大。

美股暴跌后,纽约联储宣布扩大购债范围,将原定的每月600亿美元的购债范围从短期限债券扩展至所有期限。与此同时,从今天起每周提供5000亿的回购额度,以满足市场需求。这也表明美联储在应对金融动荡时会采取较为坚决的态度。

⁶https://www.wikizero.com/en/Basel_III

风险提示:

新冠疫情冲击超预期。宏观和公共卫生政策的实施带来超预期市场波动。

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_6571

