

俄乌冲突会诱发流动性危机吗？

证券研究报告

2022年03月06日

● 核心结论

近期俄乌局势不断升级，欧股大跌、美股巨震之下，会否引发流动性危机成为必答题。我们的理解是：1) 当前与2000年前后类似；2) 即便出现局部流动性风险，也绝非雷曼重现，但大概率倒逼欧美央行重新宽货币。流动性危机存在三点共性。1) 资产下跌触发解杠杆；2) 多米诺骨牌效应；3) 出现在经济晚周期到衰退期阶段。1987年后的四次流动性危机如下：

1987-1991年储贷危机中的流动性危机。80年代美国利率市场化进程过快令储贷机构及商业银行信贷投放过于激进，房贷等资产不良率上升最终导致部分储贷机构及商业银行破产并触发了市场流动性风险。

1998-2000年长期资本(LTCM)破产到科网泡沫破灭触发的流动性危机。LTCM策略是基于均值回复的高杠杆套利交易，广泛应用于新兴市场。亚洲金融危机令该策略失效并引发了1998年的流动性危机。此后国际资本涌入美国并助推了美股泡沫，随着泡沫破灭又引发了多次流动性危机。

2007-2009年次贷危机引发的流动性危机。2000年后美金融机构杠杆行为转向地产市场，次级贷资质不断下沉，二级市场发展助长了资产嵌套杠杆交易。2007年美国住房抵押贷款坏账率飙升。雷曼未能及时处理不良资产而破产，其相关交易方解杠杆的连锁反应引发了多次流动性冲击。

疫后新兴危机、资产抛售与Risk Parity策略失效共振下的流动性危机。风险平价模型基础是为组合中不同资产分配相同风险权重，股票波动越大，债券杠杆倍数越高。该策略有效的前提是股债齐涨或者存在跷跷板关系。2020年3月上旬10Y美债收益率过低遭长期投资者止盈，叠加产油国抛售境外资产，美债齐跌令风险平价失效，冲击了市场流动性。

流动性危机的规律性与差异。流动性危机是某类兴起于特定宏观背景下的杠杆交易行为逆转的结果，交替出现于股债之间，经济晚周期中的高杠杆交易是诱因。政策只能解决问题但无法避免风险。上述四次流动性危机中，储贷危机与次贷危机期间流动性冲击更为剧烈、持续，原因在于涉及房地产部门，央行难以快速、精准平抑流动性风险。但以LTCM与风险平价失效为催化剂的流动性危机仅限于金融体系，事发宽货币即可化解。

俄乌冲突会否引发局部流动性危机？对中国市场有何影响？明年全球经济衰退为大概率，衰退前发生流动性危机的概率不低。若俄乌战争在未来数周内结束，欧美取消制裁，则短期内发生流动性危机的风险有限；若冲突持续、制裁加剧，则Q2附近全球或有流动性风险。但幸运的是，即便爆发流动性危机，也仅局限于金融体系内部，因此只要央行宽货币该风险就会消退、不会持续。就国内而言，若最差情形出现，预计宽货币与稳增长将加大发力，A股大概率在急跌后转涨。

风险提示：俄乌局势超预期；全球疫情影响超预期；全球经济形势超预期；各国货币政策超预期。

分析师



张静静 S0800521080002



13716190679



zhangjingjing@research.xbmail.com.cn

相关研究

索引

内容目录

一、流动性危机是否存在共性？	4
（一）流动性危机出现于资产下跌过程中，由杠杆交易引发	4
（二）流动性危机往往并非孤立事件，而是存在多米诺骨牌效应	4
（三）流动性危机多数出现在经济晚周期到衰退期阶段	5
二、1987年以来全球四次流动性危机复盘	5
（一）储贷危机期间的流动性危机	5
（二）始于长期资本、终于科网泡沫破灭的流动性危机多米诺骨牌	6
（三）雷曼破产与次贷危机中的流动性危机	7
（四）疫后部分非美抛售境外资产叠加风险平价策略失灵引发的流动性危机	9
三、流动性危机的规律性与可预测性	12
（一）流动性危机是某类杠杆交易行为逆转的结果	12
（二）流动性危机往往交替出现于股市与地产之间	12
（三）流动性危机具有可预测性，经济晚周期中的高杠杆交易往往是诱因	13
（四）流动性危机往往是部连续剧；政策只能解决问题但无法避免风险	13
四、那么，俄乌冲突会否引发局部流动性危机？对中国市场又将有何影响？	13
（一）由全球经济周期的位置看，未来一年内再度发生流动性风暴概率不低	13
（二）俄乌冲突会否成为全球（局部）流动性危机的催化剂？	14
五、风险提示	17

图表目录

图 1：TED 利差：Libor3 个月美元利率与 3 个月美债收益率差值	4
图 2：全球及美国实际 GDP 同比增速	4
图 3：美国银行倒闭数量	5
图 4：美国房地产贷款不良率	5
图 5：美元兑俄罗斯卢布走势（1998.2-1999.2）	6
图 6：外国投资者净买入美股规模	6
图 7：标普 500 指数 CAPE 与 10Y 美债收益率倒数	6
图 8：1998.7-2001.6 标普 500 指数 VIX 与 TED 利差	6
图 9：美国 10 大中城市房价指数同比增速	7
图 10：美国居民储蓄率	7
图 11：美国新屋及成屋销售	8
图 12：美国房地产贷款不良率	8
图 13：2007.1-2009.12 TED 利差走势	8

图 14: 2007.1-2009.12 VIX 走势	8
图 15: 标普 500 指数 10Y 席勒市盈率 (CAPE, 右轴) 与 10Y 美债收益率倒数	9
图 16: 10 年期美债收益率	10
图 17: 2020 年 1-4 月 10Y 美债收益率与标普 500 走势	10
图 18: 2020 年 1-4 月标普 500 指数波动率指数 (VIX)	10
图 19: 沙特主权基金持有境外国债 (百万美元) 与油价	11
图 20: 部分产油国持有美国资产规模 (百万美元)	11
图 21: 2020 年 2-3 月美国货币基金市场总规模	11
图 22: 2020 年 2-3 月美元指数走势	11
图 23: 2020 年 3 月 TED 利差走势	11
图 24: 美国居民部门持有的金融资产与地产资产占总资产比重	12
图 25: 10 年期与 2 年期美债利差	14
图 26: 俄乌地缘冲突时间线	14
图 27: 2 月以来原油、黄金、美元及欧美股指涨跌幅	15
图 28: 10 年期美国通胀保值债券收益率与 10 年期与 2 年期美债收益率差值	15
图 29: 俄罗斯持有海外证券资产	16
图 30: 全球各国持有俄罗斯证券资产	16
图 31: 2020 年 1-12 月上证综指走势	17
表 1: 次贷危机中的多米诺骨牌	8

一、流动性危机是否存在共性？

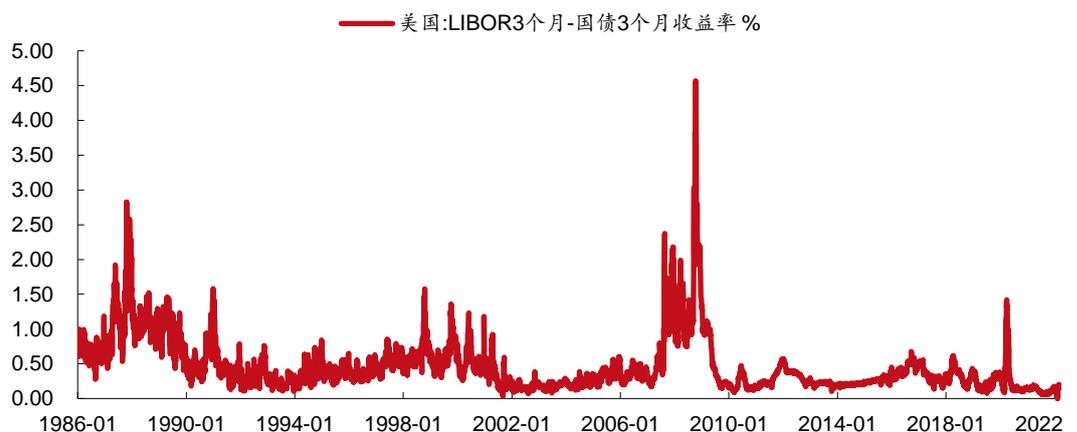
（一）流动性危机出现于资产下跌过程中，由杠杆交易引发

流动性危机是由流动性不足引起的，一般指的是资产价格下跌过程中杠杆性交易为降低风险敞口去杠杆而进一步抛售资产挤兑流动性的现象。由此可见，流动性危机是存在共性的：一方面出现在资产价格下跌过程中；另一方面流动性危机爆发前存在杠杆交易行为，而流动性危机也正是此类交易“去杠杆”所引发的。

（二）流动性危机往往并非孤立事件，而是存在多米诺骨牌效应

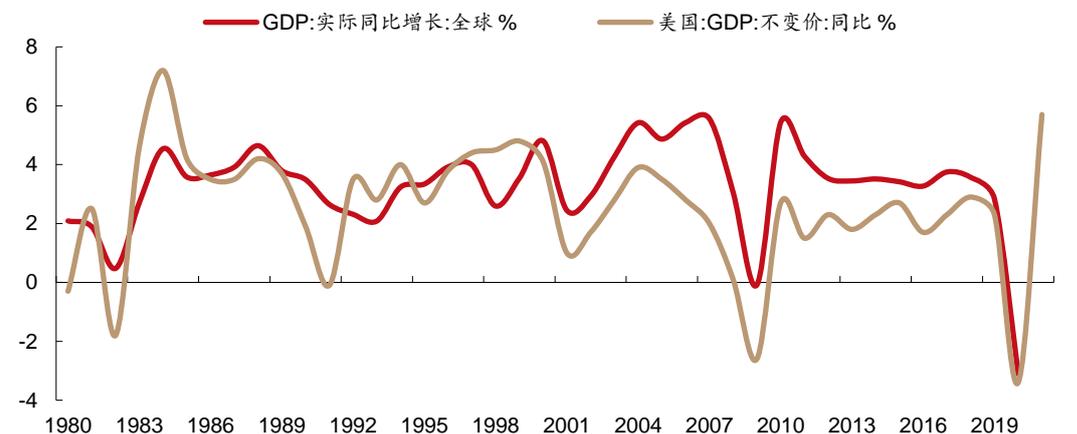
如图1所示，假若我们以TED超过1%作为出现流动性危机的信号，则1986年以来共计出现过5次，分别发生在1987-1989年、1991年1月、1998年10月-2000年12月、2007年8月-2009年3月以及2020年3月。历史上的五次流动性危机中，除1991年1月和2020年3月因供给问题带来的油价巨震，并且随着原油价格波动率下降流动性指标便回归常态外，其余三次都出现了“多次脉冲”。也就是说，在某一阶段流动性危机往往不是孤立事件，更像是存在多米诺骨牌效应的一系列风险事件的串联。这也不由得让人联想，俄乌冲突及欧美对俄罗斯进行的金融制裁是否也会酿成（局部）流动性冲击？这个问题我们将在后文回应。

图1：TED利差：Libor3个月美元利率与3个月美债收益率差值



资料来源：Wind，西部证券研发中心

图2：全球及美国实际GDP同比增速



资料来源：Wind，西部证券研发中心

（三）流动性危机多数出现在经济晚周期到衰退期阶段

事实上，80年代以来的5次流动性危机，除1987-1989年外均发生在全球及美国经济的晚周期到衰退期阶段。事实上，触发流动性危机的很多事件也极有可能是美国乃至全球经济从晚周期向衰退期切换的催化剂。

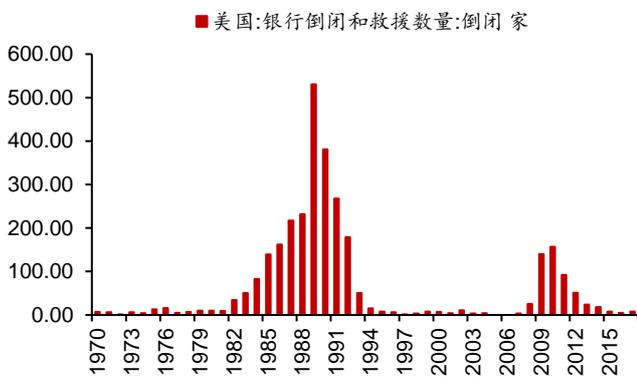
二、1987年以来全球四次流动性危机复盘

1987年至今的5次流动性危机看似都是事件驱动的结果，但都嵌套在重大的宏观背景之中。1987年TED利差高点出现在10月20日，恰好在1987年股灾次日，但1987-1989年流动性危机和股灾都出现在储贷危机期间，甚至1991年流动性危机也仍处于储贷危机尾声。1998-2000年流动性危机发生于美国科网泡沫破灭前后。2007-2008年流动性危机发生于美国次贷危机阶段。2020年3月中上旬新冠疫情在欧美快速蔓延后亦对全球经济和市场的形成巨大冲击。

（一）储贷危机期间的流动性危机

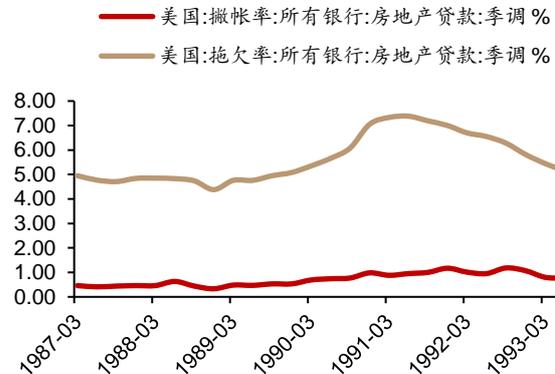
美国储贷机构（Savings and loan association）起源于19世纪，与银行类似，但其规模要小于银行，且业务集中于住房贷款。80年代全美有超过4000家储贷机构，总资产达到6000亿美元¹。1980年美国国会通过了解除储贷机构存贷款利率限制的《存款机构放松管制和货币控制法》²，储贷机构和商业银行的竞争环境激化。

图3：美国银行倒闭数量



资料来源：Wind，西部证券研发中心

图4：美国房地产贷款不良率



资料来源：Wind，西部证券研发中心

上世纪70-80年代美国推动利率市场化，并在1986年3月取消所有利率上限，完成利率市场化进程³。由于美国利率管制放开过快使储贷机构和商业银行的负债结构发生了明显变化。银行客户倾向于将资金转移至收益更高的账户，大额定期存款占总存款的比重稳步攀升，资金成本上升，贷款投向高风险、高收益领域。1980年初开始，风险较高的不动产抵押贷款占总贷款的比重不断升高。而储贷机构的资产配置也从传统住房贷款迅速扩张到了其他高风险领域，包括垃圾债与衍生品。1981年储贷机构持有的住房贷款占其总资产比重78%，1986年已经降至56%。银行业的结构性变化带来的竞争加剧、风险偏好上升最终导致大批小银行破产，并导致地产市场景气度恶化。1986-1995年美国储贷机构由

¹ https://www.federalreservehistory.org/essays/savings_and_loan_crisis

²

<https://www.presidency.ucsb.edu/documents/depository-institutions-deregulation-and-monetary-control-act-1980-remarks-signing-hr-4986#axzz1mqUfO88>

³ 张晓宇，李建伟，原伟玮，& 郭光锐. (2018). 《美国利率市场化对商业银行行为的影响及对我国的启示》.《华北金融》，501(10), 23-31.

5 | 请务必仔细阅读报告尾部的重要声明

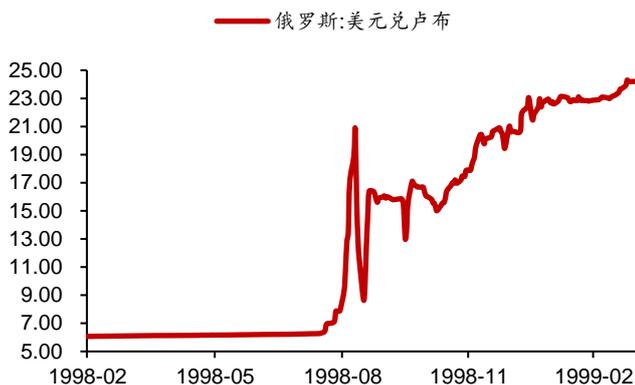
3234家降至1645家⁴。

1987-1989年美国TED利差持续保持在1%上方,表明伴随着中小银行和储贷机构的破产,美国流动性状况始终偏紧。1991年海湾战争推动无风险利率上升导致地产贷款不良率大幅攀升,同时引发了储贷危机下的最后一波流动性危机,并成为了1991年美国经济衰退的催化剂。简而言之,利率市场化过快令储贷机构及商业银行信贷投放过于激进,1987年不良率上升触发了储贷危机以及此间的流动性危机。

(二) 始于长期资本、终于科网泡沫破灭的流动性危机多米诺骨牌

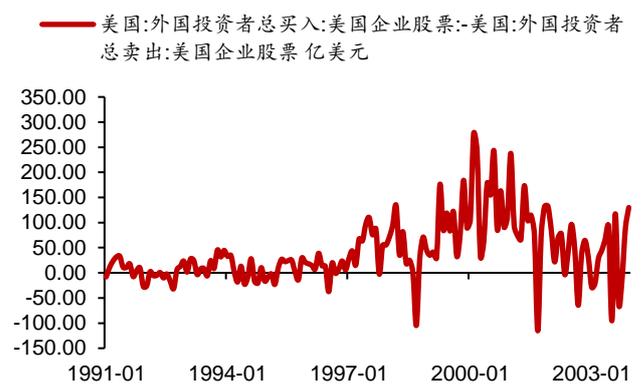
长期资本管理公司(LTCM)创立于1994年。成立后的两年内长期资本均实现了接近40%的回报令基金管理攀升至70亿美元。但随着其交易策略被市场大量模仿、套利空间越来越小,1997年长期资本的回报率降至27%,甚至差于当年标普500指数表现⁵。LTCM开始涉足较为陌生的投资领域,比如做空股指波动率、国家间股票市场套利、并购套利等;其风险偏好也有所提高,并涉足俄罗斯等新兴市场。

图 5: 美元兑俄罗斯卢布走势 (1998.2-1999.2)



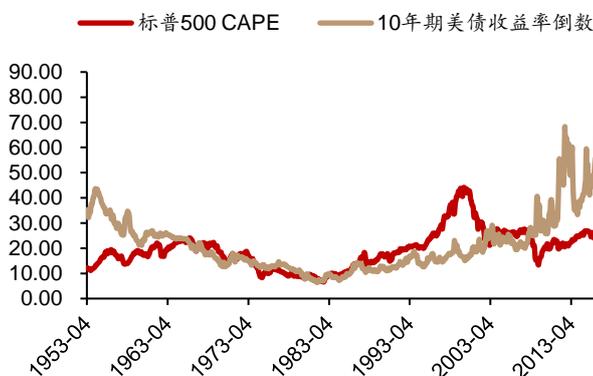
资料来源: Wind, 西部证券研发中心

图 6: 外国投资者净买入美股规模



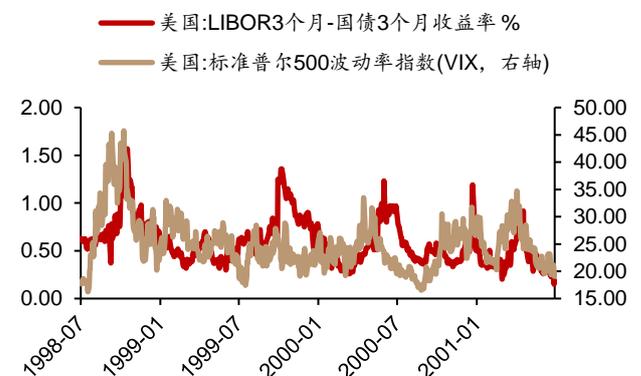
资料来源: Wind, 西部证券研发中心

图 7: 标普 500 指数 CAPE 与 10Y 美债收益率倒数



资料来源: Wind, 西部证券研发中心

图 8: 1998.7-2001.6 标普 500 指数 VIX 与 TED 利差



资料来源: Wind, 西部证券研发中心

⁴ <http://www.workingre.com/wp-content/uploads/2013/08/cost-of-SL.pdf>

⁵ The Washington Post, 27 September 1998

⁶ | 请务必仔细阅读报告尾部的重要声明

1998年初LTCM的净资产仅为40亿美元，但其投资组合规模超过1000亿美元，其互换头寸的名义价值约为1.4万亿美元（占整个全球市场的5%）。1997年亚洲金融危机的余震令俄罗斯卢布在1998年8月大幅贬值，对LTCM的投资组合造成了沉重打击。由于LTCM杠杆水平较高，因此卢布贬值事件对LTCM的打击也逐渐造成了市场流动性危机。

长期资本的核心策略是基于相对价值的收敛套利策略，即利用强相关性证券间的微小价差加上高杠杆进行套利，前提是这些证券利差务必实现均值回复⁶。换言之，LTCM的策略或许可以广泛适用于大概率情形下，但亚洲金融危机引发的极端事件令LTCM的均值回复或者其他交易策略失效，而LTCM庞大的资产管理规模及高杠杆则是引发1998年10月市场爆发流动性危机的根源。

我们可以将长期资本事件视为亚洲金融危机的尾部风险，而在亚洲金融危机和长期资本事件后，大量资金涌入美国股市。美股估值被推至历史峰值。以2000年4月微软被判违反《反垄断法》⁷以及2001年安然公司财务造假并最终导致该公司破产为标志性事件，美国开始进入科网泡沫破灭期。大型上市公司破产等事件对市场流动性造成多次冲击。

尽管长期资本与科网泡沫破灭看似是无关事件，但却有“亚洲金融危机→长期资本策略失效→国际资金涌入美股→美股加速形成估值泡沫”的逻辑链条。因此，我们仍可将长期资本事件引发的流动性危机与美国科网泡沫破灭期间的流动性危机视为相关风险。

（三）雷曼破产与次贷危机中的流动性危机

科网泡沫破灭后，地产受到青睐，2004年7月美国10大中城市房价同比增幅升至20.47%。2000-2005年次级住房抵押贷款逐渐流行。次级住房抵押贷款意味着在一定时期内只需偿还利息或由借款者选择偿付部分本金。为求信贷规模扩张，次级贷款审查标准并不严格、商业银行不断下沉放贷资质。随着二级市场发展，抵押贷款支持证券（MBS）推动贷款人向投资者出售抵押贷款进一步助长了次级住房抵押贷款规模的扩张。此外，商业银行又将MBS与其他类型的资产支持证券（ABS）相结合，比如基于信用卡应收账款、汽车贷款和学生贷款的资产支持证券，作为一种新型的类似债券的证券来出售，这种证券被称为债务抵押债券（CDOs）⁸。CDOs的底层资产参差，以及资产嵌套形成的杠杆交易行为为日后的次贷危机埋下伏笔。

图9：美国10大中城市房价指数同比增速



资料来源：Wind，西部证券研发中心

图10：美国居民储蓄率



资料来源：Wind，西部证券研发中心

⁶ <https://merage.uci.edu/~jorion/papers/lcmm.pdf>

⁷ <https://www.justice.gov/atr/case/us-v-microsoft-corporation-browser-and-middleware>

⁸ <https://som.yale.edu/sites/default/files/files/001-2014-3A-V1-LehmanBrothers-A-REVA.pdf>

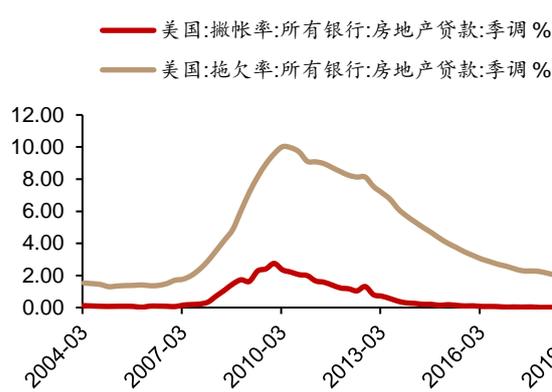
7 | 请务必仔细阅读报告尾部的重要声明

图 11: 美国新屋及成屋销售



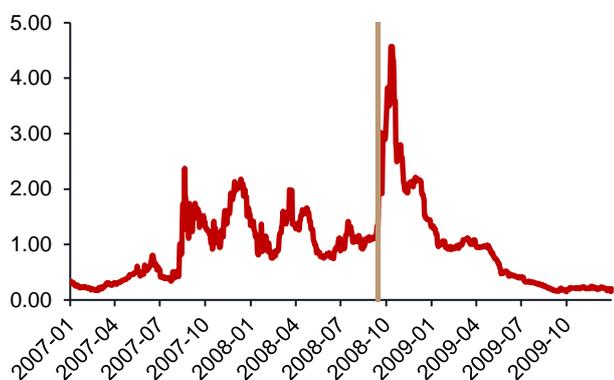
资料来源: Wind, 西部证券研发中心

图 12: 美国房地产贷款不良率



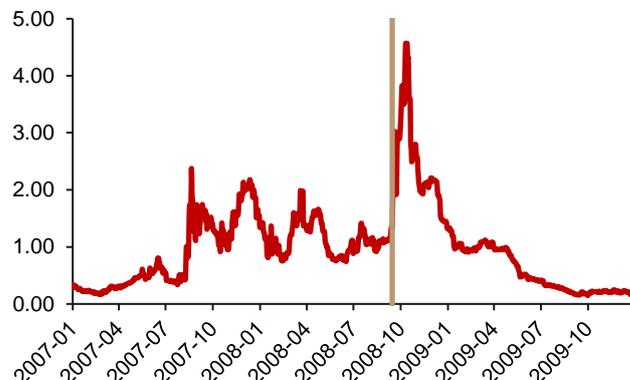
资料来源: Wind, 西部证券研发中心

图 13: 2007.1-2009.12 TED 利差走势



资料来源: Wind, 西部证券研发中心

图 14: 2007.1-2009.12 VIX 走势



资料来源: Wind, 西部证券研发中心

2007年4月美国第二大次级抵押贷款公司新世纪金融申请破产保护，正式拉开次贷危机的序幕。此时，雷曼兄弟是住宅和商业MBS的主要承销商和做市商，并活跃于与担保贷款、结构性融资和证券化产品相关的所有领域。且截至2007年11月雷曼兄弟公布的杠杆率（资产/权益）为30.7倍⁹。次贷风险暴露后，雷曼公司出现巨大亏损，在寻找收购方未果后于2008年9月15日申请破产，该事件又加剧了市场的流动性危机。次贷危机源于居民部门和金融部门在地产相关资产中的高杠杆行为，此间的流动性危机则是大型次级贷机构破产冲

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_39118



云报告
https://www.yunbaogao.cn

云报告
https://www.yunbaogao.cn