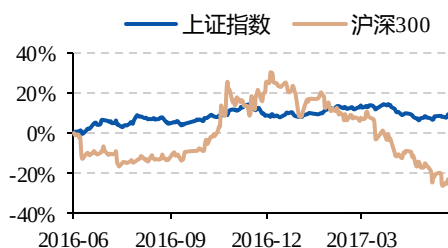


金融危机研究系列
历史回溯之五——四大危机总结篇：
鲍威尔的“沃尔克时刻”无一以贯之实施的土壤
2022年09月28日
上证指数-沪深300走势图


%	1M	3M	12M
上证指数	1.31	-3.79	25.97
沪深300	5.29	10.04	-2.05

陈敏
分析师

 执业证书编号：S0530522080001
chenmin79@hncasing.com

相关报告

- 1 《历史回溯之一——拉美债务危机：资源国何成了石油危机的最大受害者》 2022-09-09
- 2 《历史回溯之二——亚洲金融危机：投资驱动型经济体之殇》 2022-09-16
- 3 《历史回溯之三——次贷危机：风起于青萍之末》 2022-09-16
- 4 《历史回溯之四——欧债危机：双循环失衡深化下的国际收支危机》 2022-09-21

投资要点

- **大型金融危机必有大的历史线索。**大型金融危机的发生不是孤立的偶发性事件,危机的背后都是以历史背景为线索,而历史线索可能是几年前的某个事件,也可以是几十年的某个事件,更可以是几个事件因素的综合影响。这一点容易理解,只是在危机爆发之前,人们常常忽视历史线索的影响,只有等到事后才恍然大悟。疫情、俄乌冲突和美元发行无硬约束是当前的三大历史线索。
- **从四大金融危机中提取的导致危机爆发的量化因子。引发大型金融危机的四要素：**1、国际收支危机占大型金融危机的主流；2、债务是形成金融危机的基本形态；3、资产价格泡沫是诱发金融危机的重要因素；4、美联储政策周期是搅动金融危机的重要成因。**构建“3+2+1”监测体系：**经常账户余额占GDP比重，总储备占外债余额比重、短期外债占总储备比重、杠杆率、房价指数五个指标维度进行数据扫描，外加全球失衡的总体指标，前三个指标侧重国际收支危机，后两个指标主要考察各国内部因素，最后一个指标考察全球整体失衡状态。
- **危机研判——艰难时刻，有衰退风险，但爆发大的金融危机的概率暂且不高。**无论是次贷危机还是欧债危机，均未出现漂亮去杠杆的“妙手”，其更多的是杠杆的转移或阶段性控制的“本手”，而在当前资产泡沫和高通胀的背景下，实质性去杠杆之路更是道阻且长，付出衰退的代价或是基本情形，但“沃尔克时刻”因代价过于昂贵，没有一以贯之实施的土壤，爆发大的金融危机的概率不高，当前有困难，但后续的衍化才是关键。对发达国家而言，利用当前的时间窗口，尽快减小俄乌冲突推升的通胀和高电价对消费和工业生产造成的影响是发达经济体尤其是欧洲的当务之急。对中国而言，近年中国面临资本形成占比和经济增速的剪刀差，各部门杠杆率全面上行，如何利用这个时间窗口进一步推动经济转型，激发市场活力，有效控制杠杆率螺旋式上升是关键。对于全球资本市场，在货币紧缩需要强预期引导的背景下，当前处于艰难时刻，但经济与政策的“交谊舞曲”终会响起，进而扰动市场脉搏。同样对A股市场，在全球面临衰退风险之时，内外部的“交谊舞曲”也会导致市场节奏在低迷和拥挤之间反复切换。
- **危机前后大类资产表现的大致排序。**见顶时间：楼市>国债利差>股市≈危机爆发>基本金属铜>贵金属黄金>农产品、能源。见底时间之次贷危机：贵金属黄金>基本金属铜>企业债与国债利差收缩>股市>危机弱化>农产品、能源>楼市（美股在其它危机中受到的冲击不大）。
- **风险提示：**美联储超预期紧缩、通胀继续大幅攀升、新冠疫情超预期变化、俄乌冲突超预期变化、历史推演误差。

内容目录

前言	4
1 大型金融危机必有大的历史线索.....	4
1.1 拉美债务危机的历史线索	4
1.2 亚洲金融危机的历史线索	6
1.3 次贷危机的历史线索	7
1.3.1 次贷危机的明线——政策宽松、“居者有其屋”计划、金融自由化.....	7
1.3.2 次贷危机暗线——全球失衡	9
1.4 欧债危机的历史线索	9
2 从四大金融危机中提取的导致危机爆发的可量化因子	11
2.1 国际收支危机占大型金融危机的主流.....	11
2.2 债务是形成金融危机的基本形态.....	11
2.3 资产价格泡沫是诱发金融危机的重要因素	12
2.4 美联储政策周期是搅动金融危机的重要成因	12
3 当前一些主要经济体的基本情况及危机研判.....	13
3.1 数据扫描.....	14
3.1.1 亚洲国家数据扫描——国际收支明显改善.....	14
3.1.2 拉美国家数据扫描——拉美地区参差不齐，但也整体好转	14
3.1.3 欧美地区数据扫描——欧洲在能源危机后出现脆弱性，美国房价出现泡沫化特征	14
3.1.4 全球失衡扫描——失衡未到大峰值，但为小峰值	15
3.2 危机研判——鲍威尔没有进入“沃尔克时刻”的机会.....	16
3.2.1 三大背景——疫情、地缘政治格局改变，美元发行无硬约束.....	16
3.2.2 发展中经济体发生国际收支危机的概率——个别性的零星风险事件.....	17
3.2.3 发达经济体的挑战——鲍威尔没有进入“沃尔克时刻”的机会，“低增长、再通胀、非稳态”成为中长期主题	17
4 各大危机前后大类资产的表现比较.....	19
4.1 危机前后商品市场表现	19
4.2 危机前后股市、楼市表现	21
4.3 危机前后债券收益率表现	22
4.4 大类资产在危机前后涨跌时间排序及当前表现	23
5 结语.....	25
6 风险提示.....	26

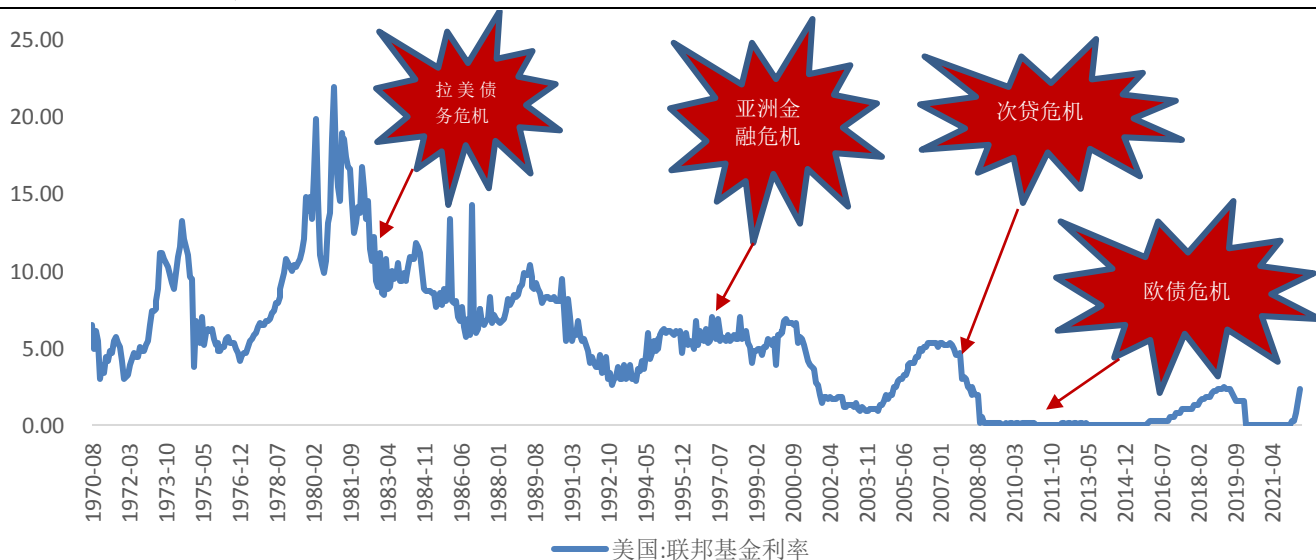
图表目录

图 1: 美国联邦基金利率与金融危机.....	4
图 2: 拉美债务危机演进图.....	6
图 3: 亚洲金融危机演进图.....	7
图 4: 次贷危机演进图.....	9
图 5: 欧债危机的演进图——双循环的打破.....	11
图 6: 美国房价收敛于 CPI 的现象及疫后房价大幅上涨 (点).....	12
图 7: 美国联邦基金利率 (%)、美元指数与金融危机.....	13
图 8: 29 国国际收支差额占全球 GDP 的比重 (%).....	16
图 9: 美国在 29 国中贸易逆差占比 (%).....	16
图 10: 美国经常项目差额占 GDP 比重 (%).....	16
图 11: 各大危机期间商品表现 (美元计价, 进行了倍数调整).....	19
图 12: 危机前后大类资产表现及见顶时间.....	20
图 13: 危机全面爆发后大类资产表现及见底时间.....	21
图 14: 金融危机前后股市表现.....	22
图 15: 金融危机前后房价走势.....	22
图 16: 金融危机前后美国 2 年期国债与 10 年期国债收益率之差.....	23
图 17: 金融危机前后 2 年、10 年期企业债利率与同期限国债收益率之差.....	23
图 18: 美国房价指数.....	25
图 19: 欧元区房价指数.....	25
图 20: 大宗商品价格 (美元计价, 进行了倍数调整).....	25

经济学的内容，实质上是历史长河中的一个独特的过程。如果一个人不掌握历史事实，不具备适当的历史感或所谓历史经验，他就不可能指望理解任何时代（包括当前）的经济现象。——熊彼特

前言：布雷顿森林体系瓦解之后，金融危机此起彼伏，尤其是经历一轮美联储加息周期之后，出现金融危机的概率更高。2022年3月美联储启动新的加息周期，我们试图回溯历史、追本溯源，去探寻金融危机的历史现象、演化过程和内在机理。《历史回溯——金融危机研究系列》共五篇，根据时间脉络选取布雷顿森林体系瓦解之后4个有代表性的金融危机，分别是拉美债务危机、亚洲金融危机、次贷危机和欧债危机为研究对象，前四篇侧重历史背景、成因、危机过程的研究，掌握历史事实，最后一篇为对危机的总结，侧重对危机的系统剖析、总结与预判。本文是《回溯历史——金融危机研究系列》的第五篇，对四大金融危机进行总述，通过从四大金融危机中提取的导致危机爆发的量化因子，构建了“3+2+1”监测体系，籍此对危机进行了研判。

图1：美国联邦基金利率与金融危机



资料来源：财信证券，WIND

1 大型金融危机必有大的历史线索

大型金融危机的发生不是孤立的偶发性事件，危机的背后都是以历史背景为线索，而历史线索可能是几年前的某个事件，也可以是几十年的某个事件，更可以是几个事件因素的综合影响。这一点在推演中非常好理解，只是在危机爆发之前，人们常常忽视历史线索的影响，只有等到事后才恍然大悟。下面我们对4大金融危机的历史线索进行一个简要的总结。

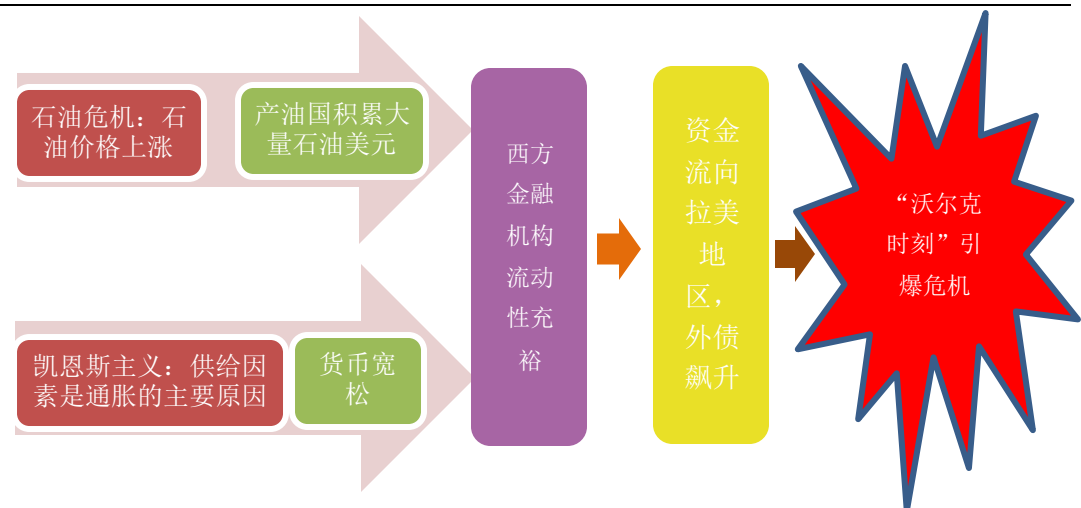
1.1 拉美债务危机的历史线索

拉美债务危机的过程详见《历史回溯之一——拉美债务危机：资源国因何成了石油危机的最大受害者》。拉美债务危机的历史线索是上世纪 70 年代初布雷顿森林体系瓦解之后的两大石油危机、西方经济体大滞涨和 70 年代末到 80 年代初的美国进入“沃尔克时刻”。布雷顿森林体系瓦解之后，美元体系风雨飘摇，但同时美元的发行失去了双挂钩的硬约束。两大石油危机的爆发，让产油国积聚了大量的石油美元，而这些石油美元最终流向了西方金融机构。同时在 70 年代大滞涨发生之前，以及大滞涨时期，凯恩斯主义是当时的主流经济思想。凯恩斯主义认为高通胀和高失业不可能同时存在，当高通胀和高失业同时发生时，凯恩斯主义会牺牲前者，去刺激经济，降低失业率，而把高通胀归因于供给因素造成的，认为一段时间后通胀自然就降下来了。因此当时普遍思潮是“渐进式”收紧货币政策，一旦通胀上行压力缓解，流动性的闸门将再次打开，最终货币政策在应对通胀抬升上始终滞后，而在刺激经济上则持续领先。因此 70 年代尽管高通胀，但流动性并不紧张。

充裕的流动性让西方金融机构把目光看向了拉美地区，此时的拉美地区经济正快速发展，低储蓄率的人文习惯让拉美地区缺少资本积累，加之存在一些腐败现象，面对实际利率为 0，甚至为负的资金天然缺乏抵抗力。自第一次石油危机之后，拉美地区的外债规模开始急剧膨胀，1973 年拉美地区外债余额才 490 多亿美元，到 1982 年数值激增至 3100 多亿美元。在债务激增的背后还存在两大线索，一是浮动利率负债提升，初期拉美地区外债浮动利率占比仅 20%，后期上升至 50%；二是短期外债在 1979 年之后飙升。

1977 年，全球通胀压力再次抬升，1978 年底到 1979 年伊朗发生推翻巴列维王朝的革命，第二次石油危机爆发，1980 年伊拉克突袭伊朗，两伊战争爆发，第二次石油危机对本就已存上行压力的通胀而言无异于火烧浇油，美国 CPI 同比增速超过 13%，英国 CPI 同比增速接近 18%。1979 年 8 月，沃尔克取代米勒担任美联储主席，美国进入“沃尔克时刻”。沃尔克一改常态，对通胀采取“零容忍”政策，实行了激进的紧缩政策，收紧货币供给，上调折现利率，1980 年 12 月美国联邦利率最高升至 22%。最终沃尔克以美国经济 1980 年和 1982 年两次陷入负增长为代价，成功控制了通胀，1982 年美国 CPI 降至 6.2%，1983 年降至 3.2%，此后近 40 年，美国 CPI 除了第三次石油危机期间和本次疫情后超过了 5% 以外，其余时间均低于 5%。美联储工作重心也由控通胀转为促增长，美国经济迎来了低通胀、持续增长时代，美国股市也走出了“失去的十年”，开启了长期升势。而受到高利率的冲击，债台高筑的拉美国家在 1982 年于墨西哥最先爆发债务危机，随后巴西、委内瑞拉、阿根廷、秘鲁、智利、玻利维亚、厄瓜多尔等国也相继发生还债困难，纷纷宣布终止或推迟偿还外债，在美股走出“失去的十年”时，拉美地区则陷入了“失去的十年”。依历史脉络进行梳理，本为资源国的拉美地区戏剧性的反而成了两次石油危机的最大受害国，结果让人唏嘘。

图2：拉美债务危机演进图



资料来源：财信证券研发中心整理

1.2 亚洲金融危机的历史线索

亚洲金融危机的过程详见《历史回溯之二——亚洲金融危机：投资驱动型经济体之殇》。亚洲金融危机的导火索是以索罗斯为代表的国际资本对亚洲国家进行了狙击，但从历史脉络来看，第三次和第四次产业转移浪潮、广场协议、日本地产泡沫破灭之后出现银行业危机，以及大滞胀之后的金融自由化浪潮是亚洲金融危机的时代背景。种种条件下，东南亚经济体走向了内生式和外生式相结合的资本积累模式下的投资驱动型经济体，最终陷入投资驱动型经济体之殇。

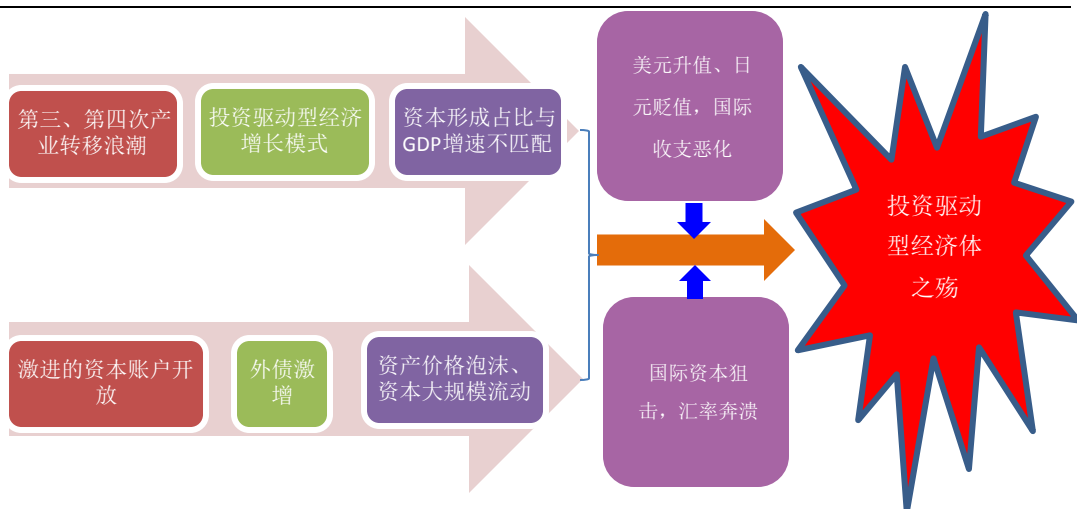
20 世纪 7、80 年代，战后快速崛起的日本、德国产业结构开始不断升级调整，逐步把一些劳动密集型和资源消耗型产业转移向其它国家和地区，掀起第三次产业转移浪潮。1985 年广场协议之后，日本加快了产业转移步伐，产业转移不再局限于劳动密集型和资源消耗型产业，也包括汽车、电子等资本密集型、技术密集型产业。随后在第三次转移浪潮中崛起的“亚洲四小龙”也加入的产业转移过程中，掀起了第四次产业转移。东南亚地区享受了第三次和第四次产业转移浪潮的部分红利，经济快速发展。最终亚洲地区形成了以日本为雁首，“亚洲四小龙”为雁身，东南亚其它国家为雁尾的“雁行模式”，其中资金雄厚、工业发达的日本为主要的产业和资本输出国，具有一定技术基础的“亚洲四小龙”主要转为资本密集型产业，起步于农业的东南亚经济体，主要承接劳动密集型产业。产业转移浪潮叠加亚洲地区高储蓄的习惯，此时的亚洲经济体在经济发展模式呈现出典型的投资驱动型特征。

据我们研究发现，投资驱动型经济发展模式大多会出现一个经济快速发展的阶段，但发展到一定程度后会出现资本形成占 GDP 比重与经济增速不匹配的现象，这一现象出现后往往会发生经济衰退甚至爆发危机。其中内生式资本积累的投资驱动型经济体抵御风险的能力较强，内生式和外生式结合的资本积累模式的经济体抵御风险的能力较弱。

而受大滞涨之后兴起的自由主义思潮的影响，亚洲国家从 20 世纪 80 年代也开始积极推进金融自由化，80 年代末期进一步加速了金融自由化步伐，其中泰国的步伐尤其快，这为外生式资本积累提供了条件。

90 年代初期之后，东南亚经济体开始出现资本形成占 GDP 比重与经济增速不匹配的现象，与此同时金融自由化吸引大量资金的流入，资产价格泡沫魅影显现，对外债务激增。95 年之后，美元升值、日元贬值导致东南亚经济体经常账户恶化加剧，同时日本爆发银行业危机开始资本抽离，最终于 97 年在国际资本的狙击下亚洲金融危机被引爆。

图3：亚洲金融危机演进图



资料来源：财信证券研发中心整理

1.3 次贷危机的历史线索

次贷危机的过程详见《历史回溯之三——次贷危机：风起于青萍之末》。次贷危机于 2006 年末开始显现，但初期主要集中在次贷市场，风险暴露也比较碎片化，全球主要市场并未受到影响，反而迭创新高。为何次贷市场的风波到最后愈演愈烈，最终衍化为百年一遇的金融风暴？网络泡沫破灭之后美联储采取了宽松的货币政策，美国版“居者有其屋”计划是近期线索，大滞涨之后凯恩斯主义受到挑战，西方掀起全球自由化浪潮，放松金融监管，鼓励创新是远期线索，同时也是次贷危机由局部市场风波衍化为全球金融风暴的核心原因。但除此之外，最容易被忽视的一条线索是在次贷危机爆发之前，全球失衡的现象已经非常严重，我们认为全球失衡是次贷危机变成全球金融风暴最重要的暗线，前者可称之为明线。

1.3.1 次贷危机的明线——政策宽松、“居者有其屋”计划、金融自由化

2000 年美国科网泡沫破灭，经济快速回落，为了刺激经济美国联邦基金目标利率由 2000 年 5 月的 6.5% 连续 13 次下调，到 2003 年 6 月，最低下调至 1%。在房地产政策方

面，从上世纪 90 年代起，提高住房自有率成为美国政府的政策目标。1990 年美国颁布了《国民可支付住房法》。1995 年，克林顿总统提出国民住房自有战略，目标到 2000 年将住房自有率达到 67.5% 的历史最高水平。2002 年美国总统小布什号召扩大住房自有，政府的目标是在 2010 年前将少数族裔的住房拥有者增至 550 万户。2003 年 12 月 16 日，小布什总统签署了《美国梦首付款法案》，降低中低收入者家庭购房首付比例与贷款利率，并要求房地美与房利美等与政府有关的金融机构购买更多中低收入者的住房抵押贷款。在政策的刺激下，美国及全球经济发展步入了快车道，2002 年到 2007 年为“黄金 5 年”，这期间新兴经济体及发展中国家经济发展尤其快，GDP 平均增速达到 7.7%，全球经济平均增速为 5.10%，发达经济体平均增速也达到了 2.78%。经济快速发展的同时，股市、楼市也处于繁荣景象当中，美国、欧洲等主要市场连续 5 年走牛，A 股市场于 2006 年开启了至今无法超越的大牛市行情。房地产市场方面，从 2002 年 1 月到 2006 年 7 月，标准普尔/CS 20 个大中城市房价指数涨幅 71%，连续 55 个月环比正增长。

2004 年 6 月美联储开启了一轮新的加息周期，直到 2006 年 6 月，联邦目标基金利率由 1% 经历了连续 17 次上调之后达到 5.25%。但美联储加息并未浇灭房地产市场的火爆。在金融自由化下，金融衍生品市场蓬勃发展，以按揭贷款为底层资产的金融衍生品进入流水线作业。具体生产流程为房贷公司和商业银行把按揭贷款作为底层资产打包为房屋贷款抵押支持证券（MBS）提前回笼资金；投资银行在收购 MBS 之后，将 MBS 和其它资产支持证券（ABS）进行资产剥离、重组和分层，增强信用，设计成包含高级、夹层和低级三个级别的担保债务凭证（CDO），经过评级公司评级之后出售给保险公司、养老金、对冲基金、其他机构以及私人大户投资者等广大群体；为了对冲违约风险，CDO 发行者买入信用违约互换（CDS），保险机构则是信用违约互换（CDS）的卖出方，承担相应风险，最后又派生出合成 CDO；传统 CDO 产品涉及所有权转移，合成 CDO 产品则不发生所有权转移，发起人通过 CDS 将风险转移给 SPV。因合成 CDO 不涉及所有权转移，理论上只要有市场需求，就可以无限创造。2004 年 7 月至 2007 年 5 月，高盛累计发行了 47 支合成 CDO，总计 660 亿美元，在高盛发行的合成 CDO 中，一共有 3408 支标的的抵押贷款证券，其中有 610 支被“标的”了两次，也就是出现在两支不同的合成 CDO 中，甚至有一支被标的了 9 次¹。据美国有线电视新闻网(CNN)报导，在整个 2006 年，美国次级贷款高达 6400 亿美元，约为 3 年前的两倍，次贷占到了美国全国房贷市场总规模的 20%，

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_47072

