

海外市场，或已进入风险集中暴露阶段

近期，英国养老金危机、日债流动性枯竭、瑞信风波等冲击频频爆发，背后的原因、历史的经验启示、未来的潜在演绎？本文分析，可供参考。

➤ 一问：近期海外风险频发的原因？紧缩效应后半场，累积效应开始显现

9 月以来，海外风险频频爆发，包括英国养老金危机、日债流动性枯竭、瑞信风波、部分外汇大幅贬值等。1) 9 月 26 日，英国减税计划推出造成英债收益率飙升，引发英国养老金风波；2) 9 月中旬以来，瑞信“破产”风波持续发酵，5 年期 CDS 报价逼近 380bp；3) 10 月 12 日，10Y 日债连续 4 日无交易；4) 9 月以来部分货币加速贬值，韩元、日元、越南盾贬超 6%。

市场危机频发的原因，是全球流动性收紧带来的累积效应的逐步显现。一方面，3 月以来美联储已累计加息 300bp；通胀与资金外流的压力下，非美经济体也普遍出现大幅加息，全球流动性环境明显收紧；另一方面，自 9 月开始，美联储每月以 950 亿美元的步伐开始缩表，离岸美元流动性进一步趋紧，LIBOR-OIS 价差、TED 利差分别升至 10 月 21 日的 0.24%、0.23%。

➤ 二问：历轮紧缩周期后段会发生什么？货币危机、经济金融危机时有发生

历史上，美国加息周期的后半程，在流动性紧缩的累积效应下，均出现了海外风险的集中暴露。如 1982 年拉美债务危机、1990 年代墨西哥货币危机与东南亚货币危机、2000 年美国互联网泡沫危机、2008 年次贷危机及 2011 年欧债危机等。整体来看，货币危机易发生在外债承压、外储不足的新兴国家，发达国家的内生危机则多源于资本市场或居民、企业部门杠杆率高企。

新兴市场易由国际收支恶化引发货币危机，发达经济体易由杠杆高企导致经济/金融危机。1) 1990 年代墨西哥经常账户长期赤字，外储不足叠加美元走强使偿债压力激增，引发货币危机；2) 2001 年杠杆率推升下美国资本市场泡沫快速积累，互联网泡沫引发小规模金融危机；3) 2008 年购房潮推动美国次级贷过度发放，居民部门杠杆高企，最终金融危机向经济危机演化。

➤ 三问：本轮紧缩周期影响如何？当下或已进入尾部风险集中暴露阶段

本轮周期与过往在通胀环境与政策周期两方面的差异，或导致海外市场风险集中暴露才刚开始。1) 供给因素影响主导，使得本轮全球通胀起势急、落势缓；2) 疫情干扰下，经济周期与政策周期显著错位，导致紧缩政策的收缩效果更甚于过往。历史规律显示，美国制造业 PMI 回落 3 个季度左右，加息通常会结束。当下，美国 PMI 连续 3 季度回落，但加息进程才刚刚过半。

海外市场，当下或已进入尾部风险集中暴露阶段，以下几个薄弱点需要紧密跟踪：1) 能源自给率较低的欧洲、日本等，风险暴露或刚刚开始；2) 美国企业债规模达历史新高，经济衰退推高风险溢价、持续加息抬升无风险利率，高收益债违约潮或将爆发；3) 资本外流、叠加贸易条件恶化，部分新兴市场国际收支持续恶化，外债偿付压力下，土耳其、阿根廷等风险暴露。

风险提示：美联储货币政策收紧超预期、海外经济衰退超预期

赵伟 分析师 SAC 执业编号：S1130521120002
zhaow@gjzq.com.cn

李欣越 联系人
lixinyue@gjzq.com.cn

内容目录

1、近期海外风险频发的原因？流动性持续收紧的累积效应开始显现.....	3
2、历史上紧缩周期何以触发危机？国际收支恶化、杠杆率高企等.....	5
3、本轮紧缩周期影响如何？当下或已进入尾部风险集中暴露阶段.....	8

图表目录

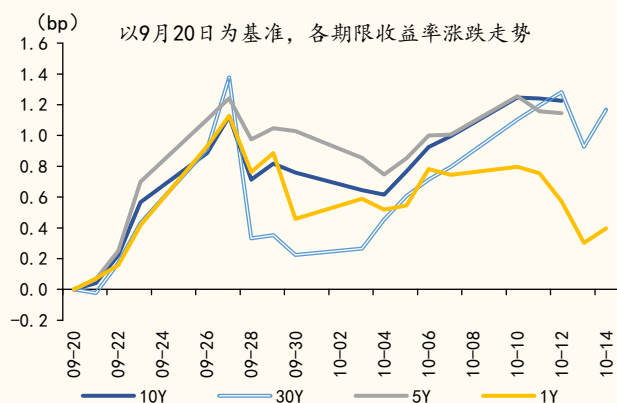
图表 1: 各期限英债收益率走势.....	3
图表 2: 瑞信股价与 5 年期 CDS 报价.....	3
图表 3: 日债流动性压力指数.....	3
图表 4: 9 月以来主要亚洲国家货币贬值情况.....	3
图表 5: 经济政策不确定性再度上升.....	4
图表 6: 股债两市波动率明显趋高.....	4
图表 7: 离岸美元流动性较为紧张.....	4
图表 8: 美元大幅走强.....	4
图表 9: 海外主要经济体加息情况.....	5
图表 10: 历史上的美国紧缩周期.....	5
图表 11: 主要国家经常账户长期赤字.....	6
图表 12: 短期外债占总储备比重处于高位.....	6
图表 13: 拉美国家资金净流入情况.....	6
图表 14: 1970s 拉美国家外债存量不断攀升.....	6
图表 15: 政府债务占 GDP 比重.....	7
图表 16: 美国互联网股市泡沫积累.....	7
图表 17: 次贷危机前房产泡沫不断积累.....	7
图表 18: 金融衍生品层层嵌套使杠杆放大.....	7
图表 19: 底层资产恶化衍生品市场崩溃.....	7
图表 20: 次贷危机期间美元流动性迅速枯竭.....	7
图表 21: 当下通胀形势较为严峻.....	8
图表 22: 全球 PMI 持续走低.....	8
图表 23: 美联储缩表进程.....	8
图表 24: 欧美金融条件持续收紧.....	8
图表 25: 欧元区主要国家能源自给率较低.....	9
图表 26: 意大利等经济体或无法经受欧央行持续加息.....	9
图表 27: 日本能源结构高度依赖油气.....	9
图表 28: 日本当前政府债务杠杆率全球第一.....	9
图表 29: 美国企业债未偿余额超 10 万亿美元.....	9
图表 30: 违约潮往往在信用利差快速走阔背景下爆发.....	9
图表 31: 近期企业债信用利差快速走阔.....	10
图表 32: 高收益企业债近期遭受 ETF 和基金的抛售.....	10
图表 33: 2010 年以来主要地区外资净流量.....	10
图表 34: 新兴市场油气能源依赖度.....	10
图表 35: 年初以来, 主要经济体货币贬值幅度.....	10
图表 36: 新兴市场债务压力.....	10

近期，英国养老金危机、日债流动性枯竭、瑞信风波等冲击频频爆发，背后的原因、历史的经验启示、未来的潜在演绎？本文分析，可供参考。

1、近期海外风险频发的原因？紧缩效应后半场，累积效应开始显现

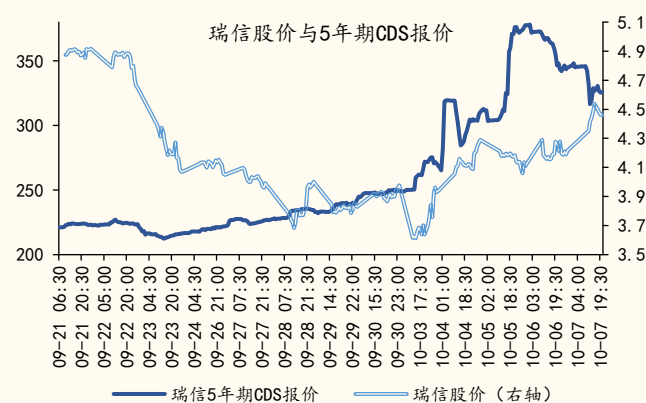
9月以来，海外风险频频爆发，包括英国养老金危机、日债流动性枯竭、瑞信风波、部分国家货币大幅贬值等。1) 9月26日，英国减税计划的推出一度造成英债收益率大幅飙升，引发英国养老金风波，在英央行出手购债与减税计划撤销后才得以缓解；2) 9月中旬以来，瑞信“破产”风波持续发酵，股价从5美元附近一度跌至3.6美元，衡量违约风险的5年期CDS报价最高逼近380bp；3) 10月12日，10年期日本国债连续第四天无交易，日债市场流动性枯竭；4) 9月以来，亚洲货币普遍出现大幅贬值，韩元、日元、越南盾等均贬超6%。

图表 1：各期限英债收益率走势



来源：Wind，国金证券研究所

图表 2：瑞信股份与5年期CDS报价



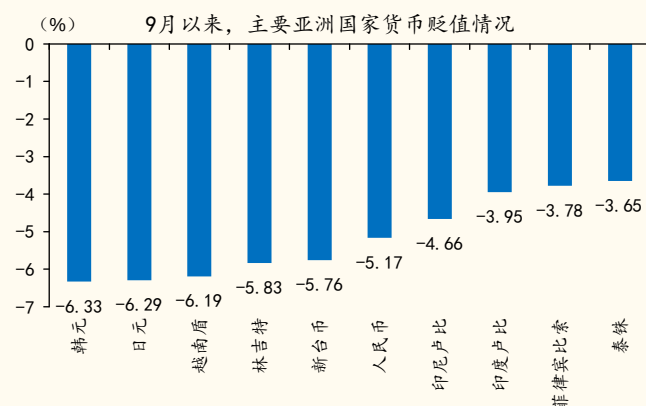
来源：Bloomberg，国金证券研究所

图表 3：日债流动性压力指数



来源：Bloomberg，国金证券研究所

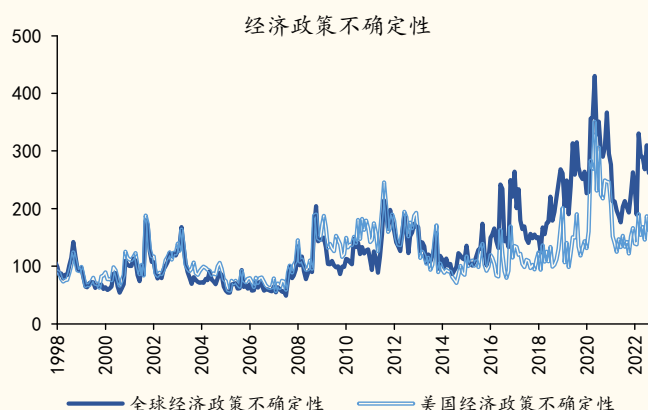
图表 4：9月以来主要亚洲国家货币贬值情况



来源：Wind，国金证券研究所

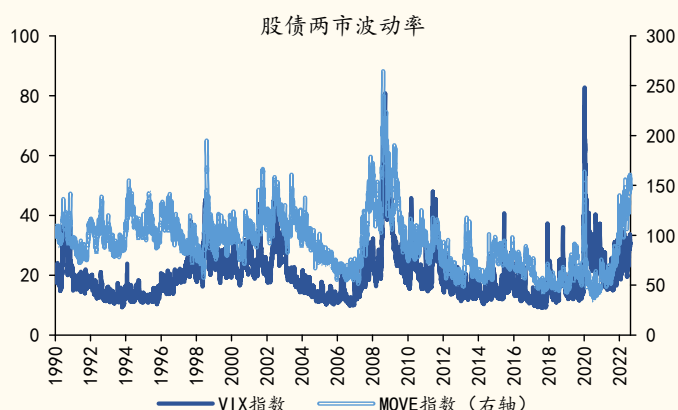
频发的危机极大加剧了近期市场的波动，也对各国的政策推行造成了很大干扰。8月中旬以来，美国股债两市波动率明显上升，VIX、MOVE 指数分别从 8 月 12 日的 19.53、106.28 上行至 10 月 21 日的 29.69、156.95，分别位于历史 90.7%和 97.9%的分位数。与此同时，高通胀、弱经济的环境下流动性的频频冲击，也给经济政策制定造成扰动，全球经济政策不确定性升至高位。

图表 5：经济政策不确定性再度上升



来源：EPU，国金证券研究所

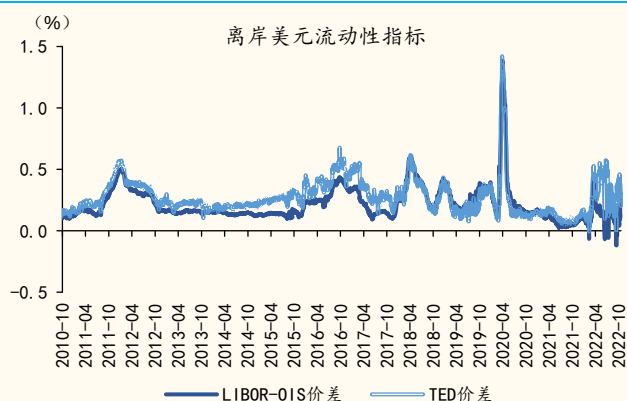
图表 6：股债两市波动率明显趋高



来源：Bloomberg，国金证券研究所

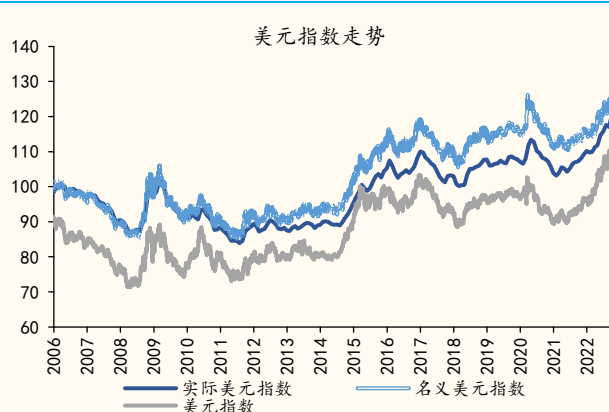
市场危机频发的原因，是全球流动性收紧带来的累积效应的逐步显现。一方面，海外央行普遍大幅加息，3月以来，美联储已累计加息 300bp，加息节奏又急又陡；美元与通胀形势的压制下，非美经济体也普遍出现大幅加息，全球流动性环境明显收紧；另一方面，自 9 月开始，美联储每月以 950 亿美元规模的步伐开始缩表（600 亿美元国债，350 亿美元 MBS），离岸美元流动性进一步趋紧，LIBOR-OIS 价差、TED 利差分别升至 10 月 21 日的 0.24%、0.23%。

图表 7：离岸美元流动性较为紧张



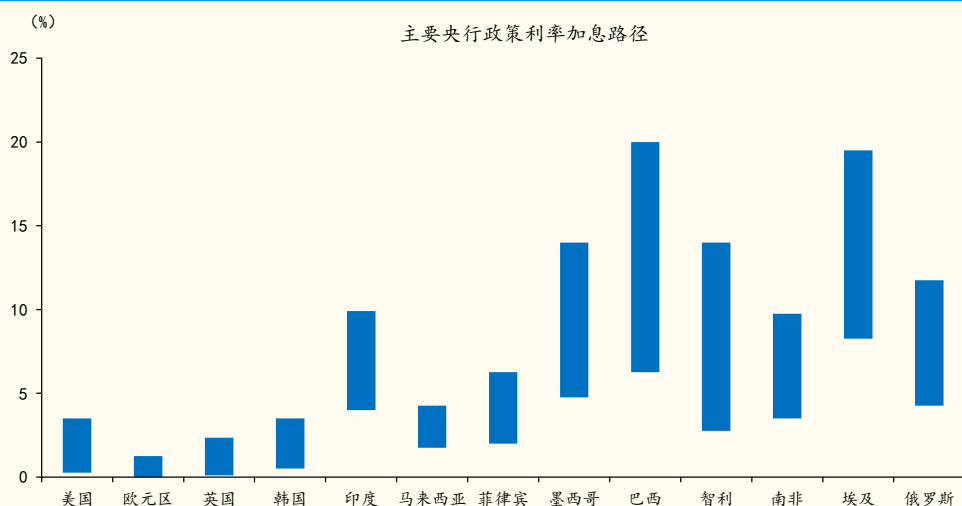
来源：Bloomberg，国金证券研究所

图表 8：美元大幅走强



来源：Wind，国金证券研究所

图表 9：海外主要经济体加息情况

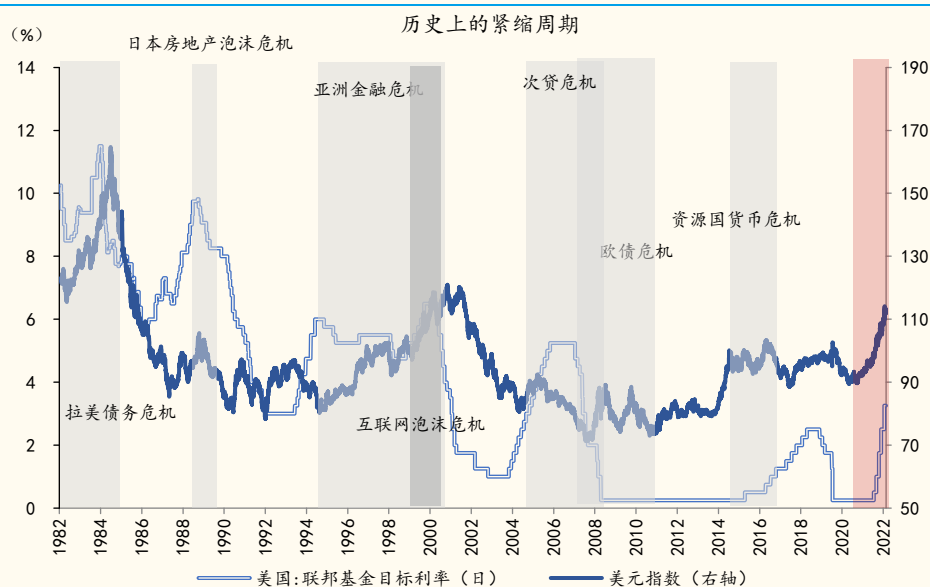


来源：Bloomberg，国金证券研究所

2、历轮紧缩周期后段发生什么？货币危机、经济金融危机时有发生

历史上，美国加息周期的后半程，在流动性紧缩的累积效应下，均出现了海外风险的集中暴露。如 1982 年拉美债务危机、1994 年墨西哥货币危机、1997 年东南亚货币危机、2000 年美国互联网泡沫危机、2008 年次贷危机以及 2011 年欧债危机等。整体来看，货币危机易发生在外债承压、外储不足的新兴国家，而发达国家的内生危机则多源于资本市场杠杆率或居民、企业部门杠杆率高企。

图表 10：历史上的美国紧缩周期

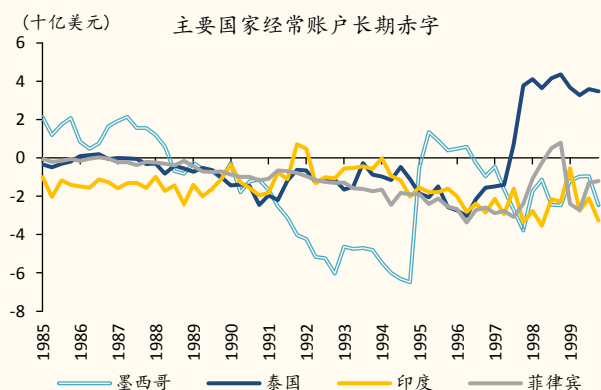


来源：Wind，国金证券研究所

新兴市场中，国际收支恶化导致外储不足易引发货币危机，若伴随外债高企或进一步引发债务危机，但溢出效应相对有限。90 年代墨西哥货币危机与东南亚货币危机时期，各国均出现经常账户长期赤字、外汇储备严重不足的现象；其中 1994 年墨西哥季度赤字高达 64.84 亿，短期外债占总储备比重高达 610.47%。

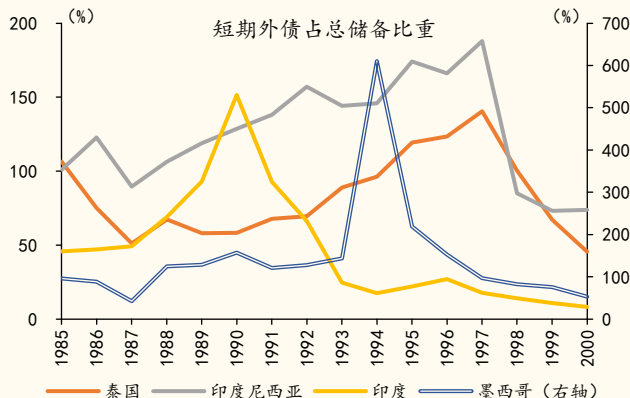
外债占比较高的国家，货币持续贬值或进一步加剧偿付压力，引发债务危机。1982 年拉美债务危机前，拉美地区长期资金净流入皆表现为短期外债，美国进入“沃尔克”时刻导致偿债压力激增，其中委内瑞拉短期外债达 133.6 亿美元。

图表 11：主要国家经常账户长期赤字



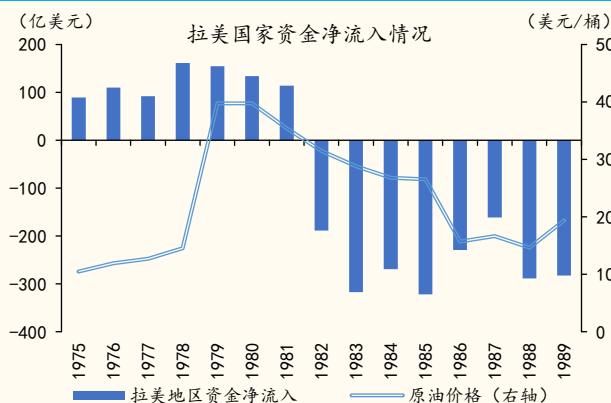
来源：Wind，国金证券研究所

图表 12：短期外债占总储备比重处于高位



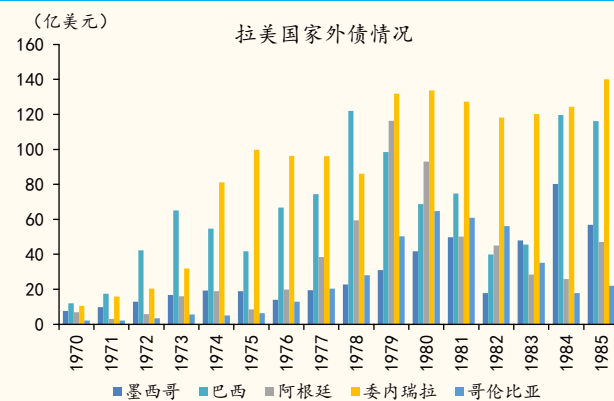
来源：Wind，国金证券研究所

图表 13：拉美国家资金净流入情况



来源：Wind，国金证券研究所

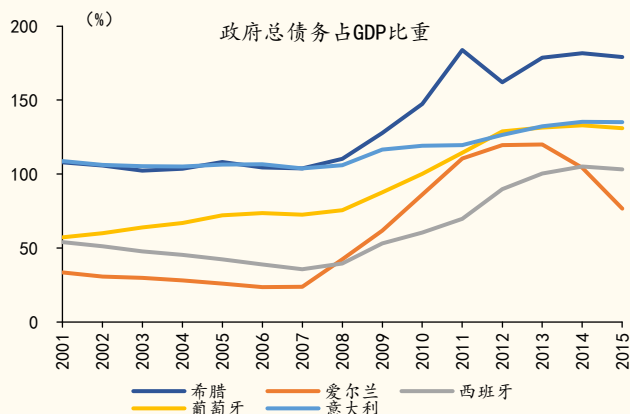
图表 14：1970s 拉美国家外债存量不断攀升



来源：Wind，国金证券研究所

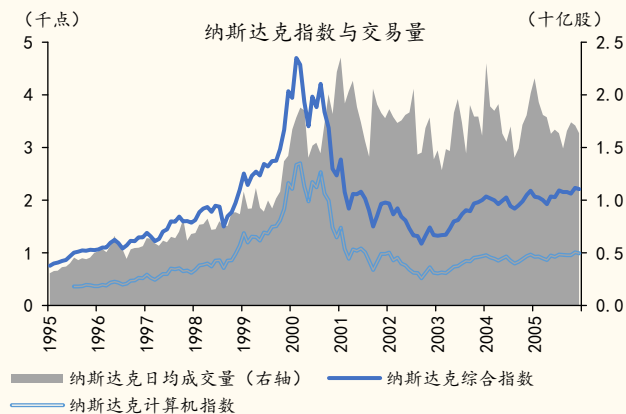
发达国家市场中，政府部门与资本市场的杠杆率过高，同样有危机爆发的潜在风险。2009 年，希腊、意大利和葡萄牙政府债务占 GDP 比重分别达 184%、119.7%和 114.4%，高债务杠杆下，欧央行两次加息引爆希腊等国家的债务危机，使危机扩散至欧元区核心国；2001 年美国互联网泡沫危机同样源于宽松货币政策下资本市场泡沫积累，纳斯达克指数两年内上涨 90%达 4697 点，估值创历史新高，随后政策转向与政府监管加强使泡沫破裂并引发金融危机。

图表 15: 政府债务占 GDP 比重



来源: Wind, 国金证券研究所

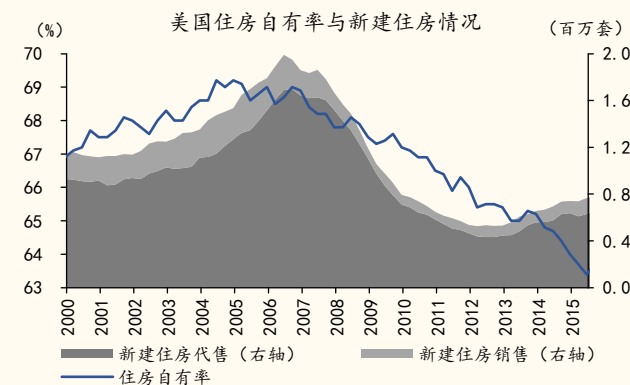
图表 16: 美国互联网股市泡沫积累



来源: Wind, 国金证券研究所

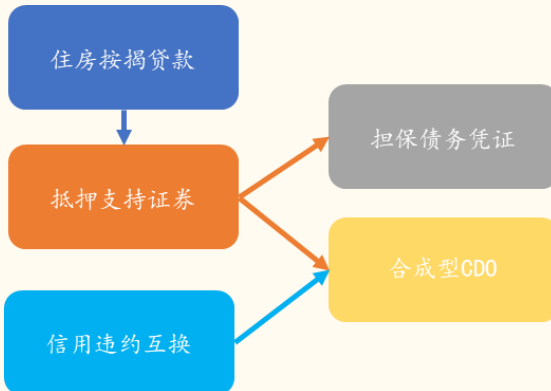
居民、企业部门杠杆率高企或将引致更严重的经济危机。如 2008 年美国次贷危机持续扩散引发的全球流动性危机。在早期购房潮推动下, 美国银行不断发放次级抵押贷款, 而金融机构则将以次级贷为底层资产创造大量金融衍生品, 2008 年美国 ABS 余额高达 1.23 万亿美元。还款利率攀升使次级贷款出现大量违约, 叠加衍生品的杠杆效应, 银行等金融机构出现挤兑现象。2008 年 TED 利差最高达 4.57%, 全球美元流动性迅速枯竭。相较于金融市场与政府部门, 居民部门杠杆率过高易导致资产负债表恶化, 或将引发更大规模的流动性危机。

图表 17: 次贷危机前房产泡沫不断积累



来源: Wind, 国金证券研究所

图表 18: 金融衍生品层层嵌套使杠杆放大



来源: Wind, 国金证券研究所

图表 19: 底层资产恶化衍生品市场崩溃

图表 20: 次贷危机期间美元流动性迅速枯竭

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_47859

