



孙明春：警惕全球资产价格 极端波动的外溢效应



文/意见领袖专栏作家 孙明春



年初以来，全球金融市场波动率大幅上升，各类资产价格出现极端走势。

铜、铝、天然气、小麦等多种大宗商品价格创历史新高，其中欧洲天然气价格在过去一年内最高涨幅超过 17 倍，原油的 12 个月远期折价一度超过历史 6 倍标准差；美元指数升至 20 年新高，日元一改“避险货币”的特性，兑美元汇率在过去两个月贬值超过 10%，达到 20 年新低，土耳其里拉、俄罗斯卢布、印度卢比、巴西雷亚尔、智利比索、阿根廷比索等一批新兴市场货币对美元汇率皆创历史新低；美国 10 年期国债收益率升至 4 年新高，德国 10 年期国债收益率升至 7 年新高，英国 2 年期国债收益率

升至 10 年新高.....

资产价格的极端波动肯定会令某些机构出现亏损,但问题还不止于此。

在当前市场环境下,风险资产与避险资产出现了同涨同跌的现象,资产之间的长期相关性被打破,有可能令某些机构用于避险的对冲操作变成加倍的风险承担,造成意想不到的损失。考虑到全球金融机构高企的杠杆率、隐蔽的风险敞口和复杂的交易对手关系,这些损失有可能进一步放大,甚至引发系统性风险。

与 2008 年全球金融海啸、2011 年欧洲主权债务危机及 2020 年新冠冲击等市场动荡期不同的是,由于欧美通胀已达 30-40 年新高,欧美央行在接下来半年到一年时间里,不但不能通过“量化宽松”或“无限量宽”等政策释放巨额流动性、帮助金融机构缓解流动性压力,反而要加速升息和回收流动性,对金融市场的稳定形成威胁。

在此背景下,中国企业、金融机构、投资者及政府监管部门都要高度警惕资产价格极端波动的外溢效应,密切关注市场风险、流动性风险、交易对手风险和客户违约风险,未雨绸缪,提前做好各项风险预案,尽可能减轻相关风险对国内企业和金融机构的冲击。

资产价格的极端波动

大宗商品市场是此轮资产价格波动的源头。

过去两年,全球多种大宗商品价格暴涨,推动美国商品研究局大宗商

品指数（CRB）及多个分项指数创下历史新高（图 1）。

图 1：美国商品研究局（CRB）大宗商品指数



2022 年初以来，俄乌冲突升级进一步扰乱了全球大宗商品供应链，多种商品价格出现极端走势。

例如，荷兰天然气价格 3 月以来暴涨，一年内最高涨幅超过 17 倍（图 2）；镍价大起大落，3 月 7 日一度暴涨 85%，被交易所临时停牌，恢复交易后连跌数天，最多回落 44%。

极端价格走势不仅集中在个别商品门类上，能源、金属、农产品等多类商品价格都达到历史新高或多年高位（表 1），部分商品的价格波动幅度达到历史均值 3 倍标准差以上。有些商品定价异常，极为罕见。例如，原油的 12 个月远期折价一度超过历史 6 倍标准差，俄罗斯原油对欧美原油价差最大时更是超过 30 美元。

表 1：价格达到多年高位的大宗商品

	2022 年达到或接近（10%以内）历史新高	2022 年达到 10 年以上新高
能源	原油、汽油、欧洲天然气、澳洲煤炭、欧洲碳排放权	美国天然气
贵金属	黄金、钯金	无
工业金属	铜、铝、锌、镍、锡	铅
农产品	玉米、小麦、大豆、木材	咖啡、棉花
航运价格	全球集装箱海运运价、美国航空货运进口物价	无

图 2：荷兰 TTF 天然气价格与伦敦金属交易所镍价



除了商品市场，债券与外汇市场也出现剧烈波动。

商品价格暴涨推高了欧美各国的通货膨胀，迫使央行加速退出过去十多年来一直推行的宽松货币政策，导致国债收益率大涨，债券价格大跌（图 3，表 2）。目前，美国 2 年期及 10 年期国债收益率已升至 4 年新高，美国长期国债（>20 年期限）指数跌至 3 年新低，从去年年底的高点下跌超过 20%；美国国债所有期限的加权指数则从去年年底的高点下跌了约 10%。

图 3：美国国债指数

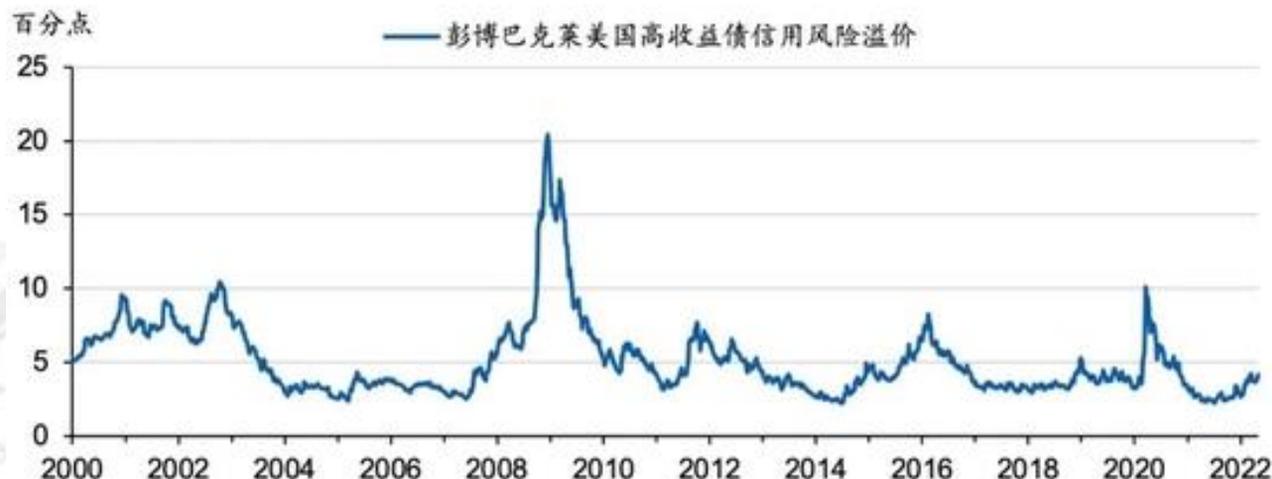


表 2：2022 年债券市场异动

2022 年债券市场异动	
美国国债	美国 2 年期及 10 年期国债收益率升至 4 年新高、长期国债指数跌至 3 年新低
英国国债	英国 2 年期国债收益率升至 10 年新高、10 年期收益率升至 6 年新高
欧元区国债	德国 2 年期及 10 年期国债收益率升至 7 年新高、西班牙 10 年期国债利率升至 5 年新高
新兴市场国债	新兴市场国债风险溢价 (OAS) 一度升至 2020 年 6 月和 2009 年 5 月水平 (危机后期)

作为无风险利率，国债收益率是各类资产定价的基准，其快速上升给风险资产估值带来压力，影响投资者风险偏好和资产配置决策。受此影响，美国高收益债的信用利差已明显扩大（图 4）。国债收益率上升、叠加信用利差扩大，加剧了信用市场投资者的损失，其影响也不可低估。

图 4：彭博巴克莱美国高收益债信用风险溢价



由于各国经济发展阶段和增长模式不同,大宗商品价格暴涨对各国(地区)经济增长和通货膨胀的影响存在差异,各国(地区)财政与货币政策的应对力度不同,导致各国货币汇率走势分化。

美国通胀高企、国内需求旺盛,美联储表现极为鹰派,推动美元指数上涨,创 20 年新高。日本通货膨胀压力较小,日本央行相对鸽派,推动美元兑日元汇率升破 130,创 20 年新高(图 5)。由于新兴市场普遍存在经济基本面较弱、通货膨胀较高、经常账户逆差较大的问题,在美元利率大幅度上升的背景下,许多新兴市场经济体面临较大的资本外流和汇率贬值压力,部分新兴市场货币汇率已贬至历史新低(表 3)。汇率大幅度贬值增大了这些经济体偿还外币债务的负担,加大了新兴市场发生外债危机的风险。

图 5: 日元兑美元汇率

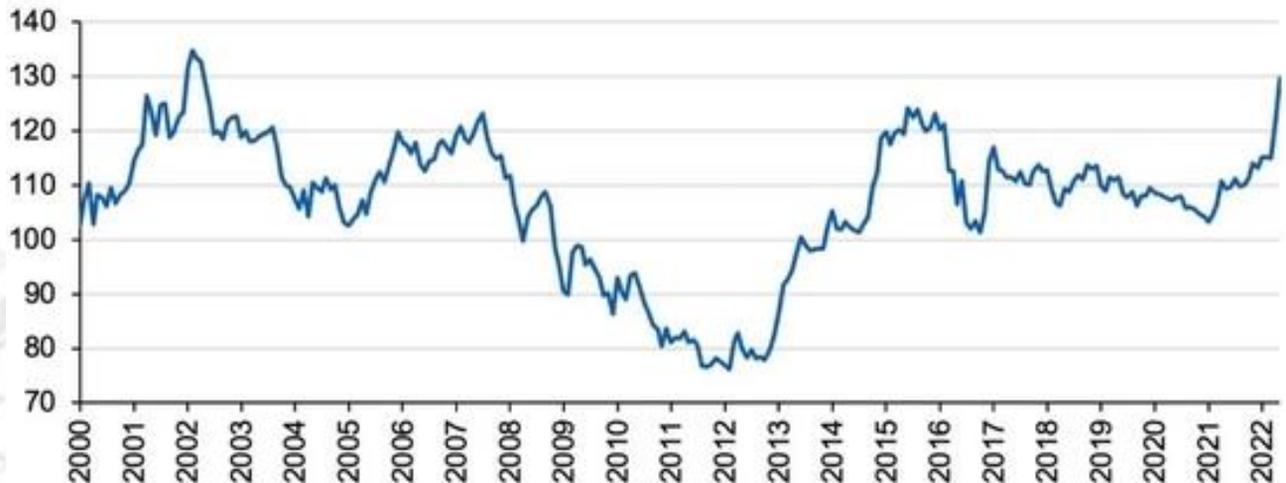


表 3：汇率达到极端水平的货币对

2022 年外汇市场异动	
美元	ICE 美元指数升至 5 年新高，逼近 20 年新高
欧元	兑美元汇率跌至 5 年新低，逼近 20 年新低
日元	兑美元汇率创下近 20 年新低、兑澳元汇率创下 7 年新低
瑞士法郎	兑欧元汇率创下 7 年新高
韩元	兑美元汇率接近 12 年新低
土耳其里拉、俄罗斯卢布、印度卢比、巴西雷亚尔、智利比索、阿根廷比索	兑美元汇率创下历史新低
波兰兹罗提、匈牙利弗林特	兑欧元汇率创下历史新低

在资本外流压力增大、本币汇率贬值的多重压力下，投资者已开始调整新兴市场风险敞口，新兴市场股票表现低迷。欧美等发达经济体的股市

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_41430

