

全球经济沉疾痼疾，疫情是否会引发新一轮危机？

研究发展部主权团队 白雪 何岩浩

自 2008 年全球启动量宽政策至今，超长期的货币宽松政策令全球经济积累了新的问题，金融资产价格虚高、全球债务泡沫、贫富分化等问题已成为全球亟待正视和解决的“灰犀牛”事件。东方金诚认为，目前疫情这只“黑天鹅”对经济基本面的冲击程度尚不足以造成全球性经济金融危机。但不排除两种情形下爆发金融危机的可能：一是全球疫情发展态势全面转向失控，二是原油价格持续深跌等其他“黑天鹅”事件与疫情叠加形成共振。二者均将通过对经济基本面的强烈冲击引发“灰犀牛”到来，加剧市场悲观预期，引发全球性金融危机。

一、2008 年以来全球经济沉疾痼疾令市场信心处于脆弱状态，金融资产价格虚高、全球债务泡沫、贫富分化等问题已成为全球亟待正视和解决的“灰犀牛”事件。

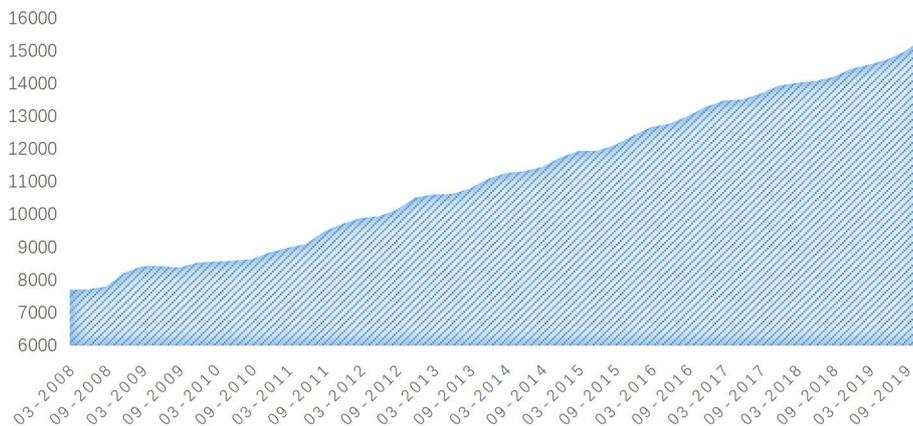
随着新冠肺炎疫情在全球迅速爆发升级及国际原油价格暴跌，全球金融市场出现大幅动荡。3 月美股十天内四次触发熔断机制，全球多个股市出现恐慌性崩盘。追根溯源，2008 年全球量宽政策以来积累的金融资产价格虚高、全球债务泡沫、贫富分化等问题已成为全球亟待正视和解决的“灰犀牛”事件。全球经济沉疾痼疾令导致市场信心极为脆弱，这导致疫情冲击下市场对经济前景预期迅速转悲，从而引发美联储货币政策失灵现象。

首先，全球央行超长期普遍宽松货币政策催生金融市场过度繁荣，金融资产价格虚高，金融机构加杠杆和风险偏好提升加剧金融市场内在脆弱性。

2008 年国际金融危机爆发以来，全球主要央行普遍降低利率并辅以非常规量化宽松货币政策，从此开启低息时代。美联储虽率先退出量宽政策，但回调后利率水平仍远低于 2008 年金融危机前，而欧、日、英等主要央行货币政策正常化并未如期而至，欧央行始终维持低利率政策，日央行继续实行负利率政策，在此过程中新兴市场也普遍推迟了加息进程。长期超宽松货币政策在刺激需求的同时也催生了金融市场过度繁荣，导致金融资产价格虚高、金融机构加杠杆和风险偏好提升，金融市场内在脆弱性加剧。

以全球金融中心美国为例：2008-2019 年，经过四轮量化宽松政策，美国基础货币 M2 从 8.2 万亿美元增长至 15.4 万亿，累计增幅 87.8%（图 1）。虽然同期通胀率徘徊在 2% 左右的温和水平，但房价指数已超次贷危机前水平，美国股市出现长达 11 年的牛市繁荣——道琼斯指数从 2009 年的 6000 多点涨到此轮暴跌之前的近 3 万点，美股市盈率相对企业盈利明显估值过高，即使在本轮暴跌后，标普 500 动态 PE 估值仍达到 16.6 倍，显著高于次贷危机和欧债危机 12-13 倍的估值水平（图 2-3）。

图1 美国基础货币发行量 (M2, 十亿美元)



数据来源: CEIC

图2 美国主要股市指数



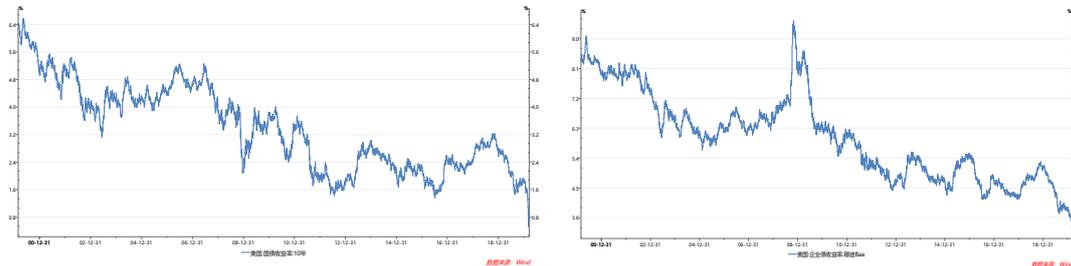
图3 标普500 动态PE估值



数据来源: CEIC, WIND

同时，美国长期国债收益率走低带动公司债收益率下行，债券市场价格被整体高估，低资质公司债券规模迅速膨胀。从收益率看，2020年3月初美国10年期国债收益率和BBB级公司债收益率均达到2000年以来的历史最低点。低利率刺激下，美国BBB级非金融公司债债券市值占全部级别公司债的比重从2011年中时期的35%上升至最新的48%左右。而美国投资级公司债多数集中在BBB级别，且这部分债券抗风险性不佳，极易受金融市场震荡冲击。实际上，2月20日疫情在全球扩散加速以来，公司债信用利差快速走阔，3月6日油价大跌再次加速信用利差扩大，尤其是能源企业公司债利差迅速攀升，市场融资渠道受阻，债券违约风险大幅提升（图4-7）。

图 4 2000 年至今美国 10 年期国债收益率 (%) 图 5 2000 年至今美国 BBB 级公司债收益率 (%)



数据来源：CEIC, FactSet

图 6 美国高收益债收益率

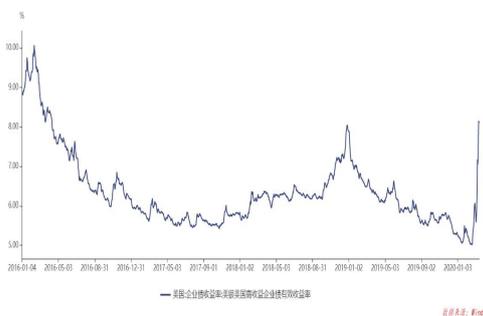
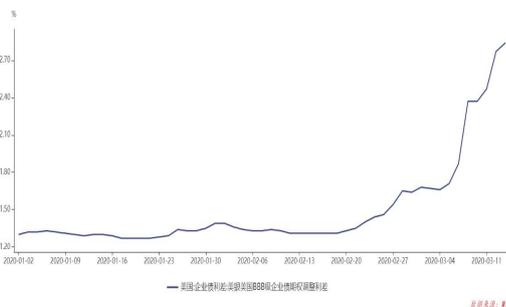


图 7 美国 BBB 级企业信用利差



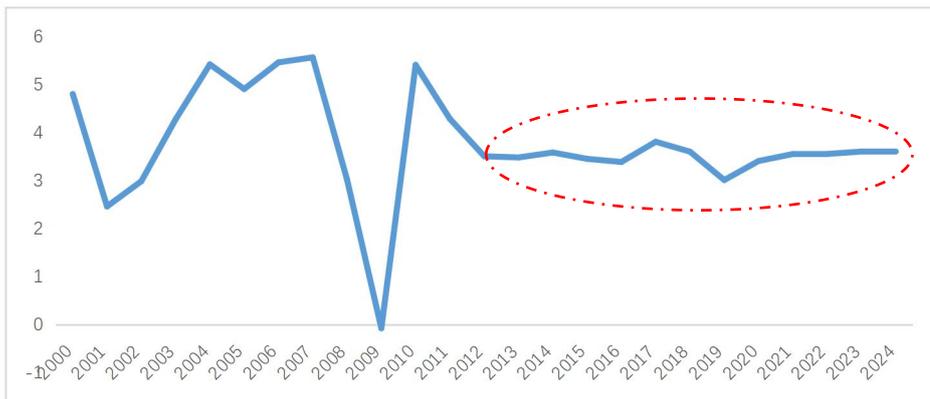
数据来源：WIND

此外，长期超低利率环境下，负债端极低的融资利率水平和资产端收益率要求促使金融机构普遍增加杠杆，提高短期货币市场融资比例，提升投资风险偏好，金融机构脆弱性正在积累。其中，欧洲投资基金规模迅速扩大，并大量持有全球高收益债券和权益资产以满足其收益率要求，其已成为欧洲金融市场的潜在风险。考虑金融资产之间很强的联动效应，一旦金融市场信心不稳，资产大量抛售，将令金融资产价格迅速下跌，导致金融市场流动性枯竭。

其次，创新不足令全球经济增长中枢下移，政府与私人部门的杠杆轮动机制被打破，全球经济被债务问题绑架。

2008 年金融危机后，各国纷纷采取货币财政双管齐下的经济刺激方案，全球经济在 2010 年出现 5.4% 的恢复性增长，但此后新的经济增长点尚未确立，劳动生产率下降、人口老龄化等结构性问题令发达经济体内生增长动力不足，并引发贸易保护主义，全球贸易壁垒明显增加。2018 年以来全球制造业 PMI 快速下滑，日本、欧元区、中国工业产出逐步下行，德国制造业出现萎缩并带动欧洲制造业 PMI 连续 13 个月处于荣枯线下，美国虽有税改等政策支撑，但工业产出在 2018 年四季度达到周期高点后转而下行。同时，2019 年贸易摩擦升级，全球贸易增速创下 2012 年以来的新低，贸易保护主义和摩擦升级削弱全球经济增长动力，使其陷入了更为长期的阵痛和调整，全球经济增长中枢下移（图 8）。

图8 全球经济增速 (%)



数据来源：WEO，东方金诚整理

经济增长动力不足令政府与私人部门杠杆轮动机制被打破，负债率均处于历史高位。2008年全球金融危机后，各国普遍采取积极财政政策、扩大政府债务规模的目的在于，稳定国内宏观经济环境，为私人部门结构调整和恢复增长动能提供时间缓冲。然而，结构性调整不到位令私人部门增长动力并不充足，经济增长中枢下移使政府部门持续处于稳定社会经济的财政压力中未能进入去杠杆周期，最终造成政府、私人部门杠杆双高局面，全球经济增长被债务捆绑。具体看：

2008年后全球债务持续攀升。据国际清算银行 BIS 统计，截至 2019 年三季度，全球债务规模（不含金融债务）已达到 186.6 万亿美元，为全球经济规模的 2.4 倍，相比 2008 年，全球债务规模增长近 60%，创历史新高。其中发达经济体债务总体规模为 129.5 万亿美元，新兴市场债务总体规模为 57.1 万亿美元（图 9）。

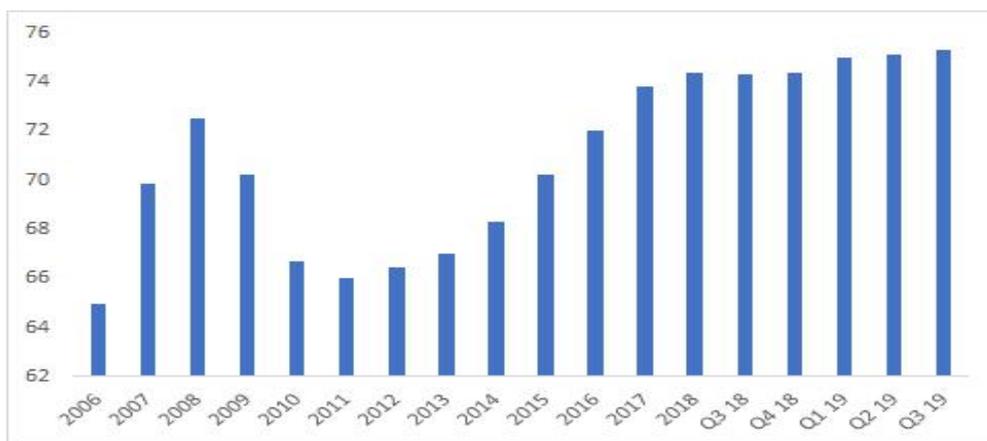
图9 全球债务/GDP (%)



数据来源：BIS，东方金诚整理

美国方面，美国家庭部门在金融危机后经历了明显的去杠杆过程，但非金融企业部门杠杆创历史新高。截至 2019 年第三季度，美国非金融企业债务占 GDP 比重达到 75.4%（图 10）。其中，美国投资级公司债多数集中在 BBB 级别，未来 5 年非金融公司债到期量约 2.5 万亿美元，年均到期超过 5000 亿美元。债务压力及资质下沉令企业脆弱性显著增加。随着疫情升级，消费需求下降，金融市场动荡导致融资利率上升和渠道受阻，企业现金流将面临更大压力。

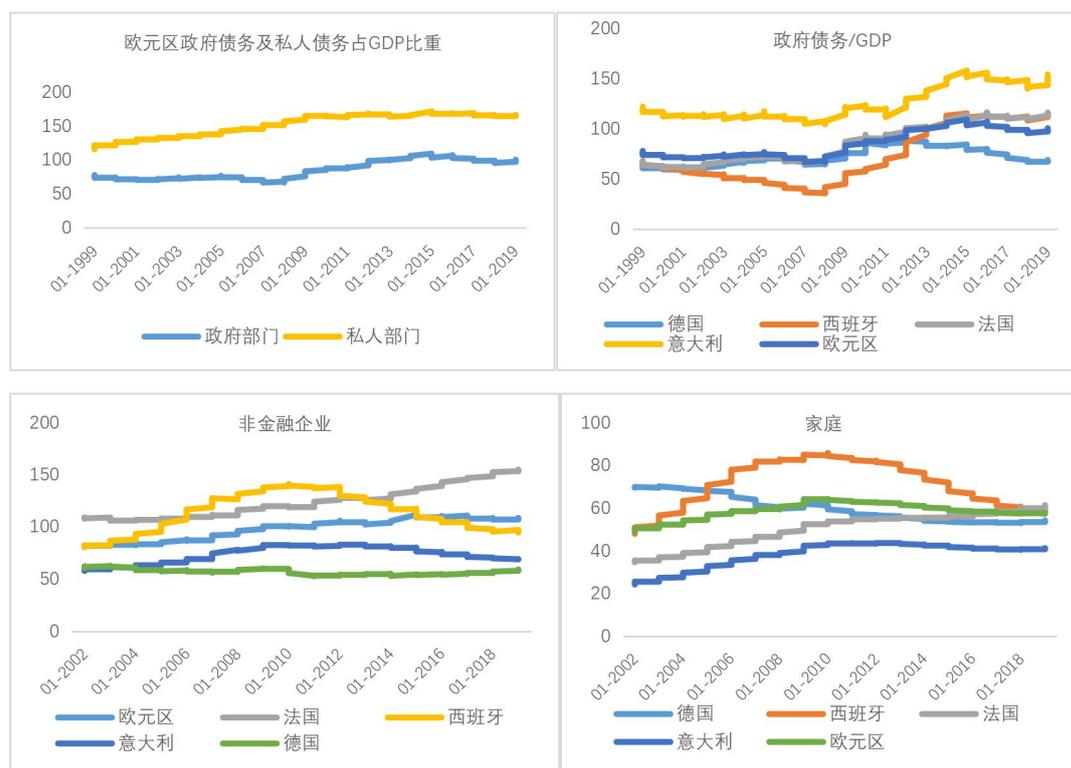
图10 美国非金融企业债务/GDP (%)



数据来源：CEIC，东方金诚整理

欧元区政府杠杆升高与私人部门去杠杆缓慢并存，区域内出现国家分化。私人部门方面，截至2019年三季度，欧元区非金融企业杠杆率由2008年的96.2%抬升至108.7%，其中西班牙去杠杆化成效显著，德国始终处于低位，但法国非金融企业杠杆持续攀升。政府部门方面，德国政府在预算平衡政策下债务削减较明显，但意大利、西班牙以及法国政府债务率较高。为应对疫情冲击，意大利政府一个月内四次提高本国财政支出，预计2020年财政赤字率或从2019年的1.6%上升至3%以上，政府债务将高位攀升（图11）。

图 11 欧元区主要国家各部门债务占 GDP 比重 (%)



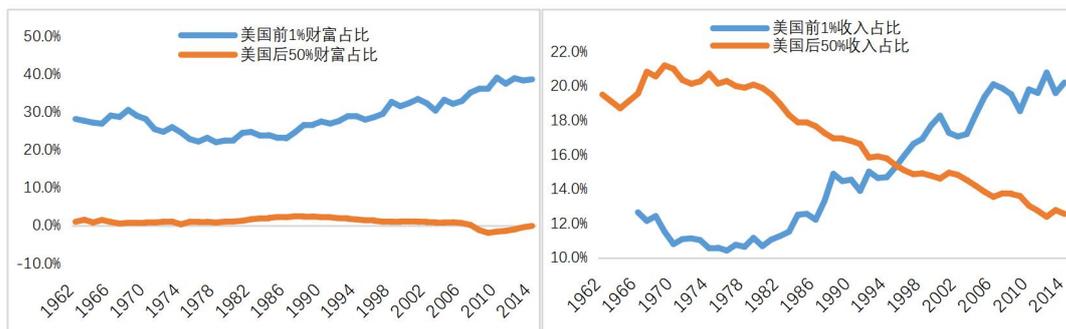
数据来源：BIS，东方金诚整理

最后，贫富分化激化社会矛盾，导致国内政治极化和民粹主义蔓延，政府危机应对能力遭削弱。

经济内生动力减弱，马太效应凸显，掩藏在持续增长背后的社会贫富差距逐步浮现。在

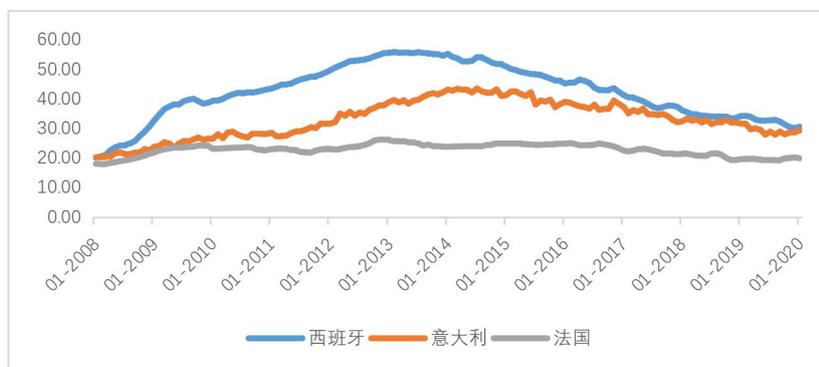
全球金融资本对劳动力的剥夺下，财富分配更多向顶部聚集。1978年到2014年，美国最富有的1%的家庭财富占全社会的比重由22%提升到了38.6%。2014年，美国前1%的人口拥有20.2%的总收入，而后50%人口仅拥有12.5%的总收入（见图12）。欧洲贫富分化虽未见明显加剧，但金融危机后法国、意大利和西班牙等国青年失业率居于20%、29%和31%的高位（图13），增加了社会不稳定因素。2018年底法国爆发了大规模“黄马甲”运动，并逐步掀起了欧洲、亚洲、非洲等多个国家的民粹主义浪潮。经济增长乏力、贫富分化、失业率高企等加剧民众对传统政党及政治精英的抵触情绪，表现在极具争议的特朗普入住美国白宫，欧洲民粹主义政党纷纷踏入议会参执，政府组阁和政策推行艰难成为常态，英国脱欧异常曲折。政治极化和碎片化导致政府效率以及对危机的迅速反应和应对能力下降，这在此次疫情的危机应对中得到充分印证。

图 12 美国收入分配



数据来源：wid.world，东方金诚整理

图 13 欧洲主要国家青年失业率 (%)



数据来源：欧盟统计局，东方金诚整理

二、结合历次疫情影响、各国政府防疫措施和经济政策来看，疫情对经济基本面的冲击程度尚不足以引发新一轮全球性经济金融危机。

首先，全球疫情正处于新发病例快速上升与各国政府持续出台应对措施交错阶段，虽然目前疫情的发展、药物和疫苗的研发以及各国防控措施成效存在诸多不确定性，但从历次疫情经验看，疫情对经济的冲击多呈现出短期性和一次性特征，如果各国防控措施到位，并配以适当的货币与财政政策提供流动性支持，由人力损失和现金流断裂等导致企业大面积倒闭和人员失业的情况将能够得以弱化，一旦疫情结束经济也将随之迅速反弹。因此，从疫情对经济基本面的影响看，尚不足以引发全球性经济金融危机。

其次，除意大利等少量疫情严重国家采取全国“封城”等防疫措施以外，出于政治体制

因素和经济成本考虑，美国、日本、欧洲主要经济体采取的强制性隔离、停产及限制人员流动措施较为有限，未来采取类似中国全面停工停产等强力疫情防控措施的可能性极小。这就意味着短期内消费需求不会因隔离措施出现急剧萎缩，大部分企业生产活动在有限的防疫限制措施下仍可继续维持，从而支撑企业盈利及营业现金流不会出现显著恶化。

最后，目前的货币财政措施有望为实体经济提供必要流动性支持，避免出现债务-通缩循环。疫情全球爆发以来，各国普遍采用大幅货币宽松及财政刺激向市场注入流动性：美联储降息至零利率并重启大规模 QE 和商业票据融资机制，对商业银行、非银金融机构、非金融企业与个人分别提供充足且有针对性的流动性支持，并推出 1 万亿美元财政刺激为中小企业与个人提供流动性支持；欧央行除新一轮定向长期再融资操作与资产购买，还推出 7500 亿欧元紧急抗疫购债计划，合格资产范围扩大到非金融商业票据，放宽抵押品标准；日本央行将 ETF 年度购买目标从 6 万亿日元增加至 12 万亿日元，将房地产投资信托基金购买目标提升至 1800 亿日元。总体来看，这些措施不能解决疫情造成的有效需求和供应不足的问题，但由于疫情造成的是临时性消费和生产供应下降，政府在疫情冲击时期为市场提供充足的流动性缓冲，将有助于避免因流动性枯竭而导致的企业大面积债务违约和破产、社会失业大幅攀升、金融市场休克乃至经济深度衰退等出现。目前来看，这一政策目标基本达成，流动性支撑下短期经济基本面急剧大面积恶化的可能性下降。

综上所述我们认为，短期疫情对经济基本面的冲击程度和风险相对可控，在经济基本面不出现严重恶化的情况下，未来其对金融市场悲观情绪的修复也有望起到一定积极作用。

三、未来，谨防疫情失控或与其他“黑天鹅”事件共振，引发新一轮全球性经济金融危机。

短期来看，我们认为两种情形下有爆发全球性经济金融危机的可能：

一是疫情在全球范围持续时间拉长，发展态势转向失控，经济基本面显著恶化，金融市场悲观预期得到实体经济印证，从而引发流动性枯竭下的金融危机。若疫情蔓延趋势无法得到遏制，可能引起全社会恐慌并导致消费、投资重挫，全球产业链中断，企业现金流出现实质性恶化并出现大面积违约，社会失业人群暴增，经济基本面急剧恶化加剧金融市场恐慌性抛售，引发资产快速暴跌，并通过资产负债表和融资渠道阻断强化实体经济—金融市场的恶性循环。考虑到欧美经济高度债务化，通过大面积企业债务违约传导途径引致金融危机的可能性较大。其中，若欧央行量宽释放的流动性无法进入实体，2020 年即将到期的 178.5 亿美元的高收益债将面临违约风险；而 2018 年贸易摩擦后的关税提升已打压了美国企业利润，疫情失控可能令美联储量宽政策失效，金融机构恐慌抛售引发流动性危机，高收益债企业集中大面积违约。

二是中东地缘政冲突升级造成原油价格巨幅震荡，与疫情叠加形成共振，引发金融危机。一方面，能源暴跌引发能源高收益债大面积违约。3 月初 OPEC+ 减产协议谈判破裂，沙特发起原油价格战，引致国际原油价格暴跌 30% 至 30 美元以下的历史低位，美国能源企业现金流面临断裂风险。考虑到美国能源行业信用债存量规模达到 8570 亿美元，能源企业高收益债券占美国公司债市场市值的 17% 左右，若沙特与俄罗斯能源价格博弈演化为一场持久战，原油价格长期维持在目前的低位或进一步深跌，美国能源企业的经营状况及现金流将受到严重打击，推动评级下调，进一步加剧其债券违约风险，并将通过金融市场恐慌情绪传染至整体高收益债市场，成为金融机构爆发危机的导火索。另一方面，中东地缘政治复杂，原油产量占全球原油产量的三分之一，一旦经济形势恶化导致地区矛盾升级并引发第三次中东战争，中东地区原油供应中断亦有可能通过全球原油价格暴涨——全球通胀压力骤升——利率迅速上升——债务泡沫刺破，引发新一轮全球性经济金融大危机。

由于全球货币与财政政策空间已被大幅收窄，一旦出现全球性经济金融危机，其影响程度或更加深远。对比 2008 年全球金融危机爆发前美、日、欧等国政策利率及政府负债水平可以发现，上述国家和地区目前应对疫情冲击的政策工具和空间已被压缩（表 1），且货币与财政政策之间的协调存在阻力。**美国方面**，美联储 3 月两轮超常规大幅降息至 0%，未来或更多依赖资产购买计划释放流动性，不排除实施负利率的可能；美联邦政府负债率已升至 108% 左右，总统大选、两院分治下的激烈党争将限制政府动用财政手段应对危机的能力，并加大财政货币政策协调阻力，令政策效果不及预期。**欧元区方面**，欧央行已经执行多年负利率政策，隔夜存款利率已处于 -0.5% 的历史低点，短期进一步降息效果有限，仅有少量空间扩大 QE 规模以及 TLTRO 等定向政策工具；虽然欧元区有意放松财政，但受《马斯特里赫特条约》限制，仅德国和荷兰拥有一定财政扩张空间，其余各国财政扩张空间极为有限，欧元区货币政策和各国财政政策的二元机制也使欧元区各国间政策协调面临较大的制度阻力，影响财政与货币政策配合效果。**日本方面**，日本央行在经历了长期大规模刺激后货币政策空间已基本耗竭，若继续加大负利率，将使民间金融机构尤其是中小银行的经营环境更加恶化，实际上已无继续降息的政策空间，通过增加国债以及 ETF 资产的购买增加流动性成为日本央行仅有的政策工具；同时，政府债务问题严重，内生的结构性压力使得日本不具备长时间的进一步扩张财政的基础，财政政策空间十分有限。

因此，一旦全球性经济金融危机爆发，各国政策应对工具和空间极为有限，下一轮危机对全球经济和金融的影响或将更加深远。

表 1 各国货币政策、财政政策空间对比

	利率水平		央行资产规模/GDP		货币政策空间	政府负债率/GDP		财政政策空间	政策协调性
	2008	2020	2008	2020		2008	2020		
美国	5.25%	0%	15.20%	20.10%	较小：主要为 QE 等非常规政策工具	72.70%	108.30%	中等：财政扩张面临赤字、债务和政治阻力	低：财政和货币协调存在时滞问题
欧元区	再融资利率：2.5%	再融资利率：0%	21.60%	39.40%	小：少量 ETF	68.80%	83.90%	小：成员国分歧大	低：内部协调难度大
日本	0.10%	-0.10%	23.60%	105.60%	极小：货币化严重	183.40%	237.60%	小：政府债务化特征明显	高：政策基调基本一致

声明：本报告是东方金诚的研究性观点，并非是某种决策的结论、建议等。本报告引用的相关资料均为已公开信息，东方金诚进行了合理审慎地核查，但不应视为东方金诚对引用资料的真实性及完整性提供了保证。本报告的著作权归东方金诚所有，东方金诚保留一切与此相关的权利，任何机构和个人未经授权不得修改、复制、销售和分发，引用必须注明来自东方金诚且不得篡改或歪曲。