

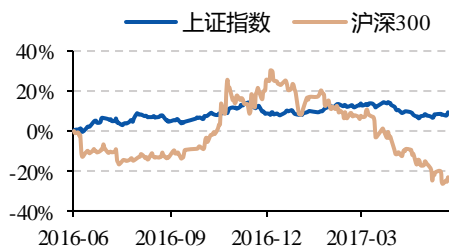
历史回溯之五——四大危机总结篇：

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

投资要点

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@hncshasing.com

相关报告

- 1 《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》 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

- **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

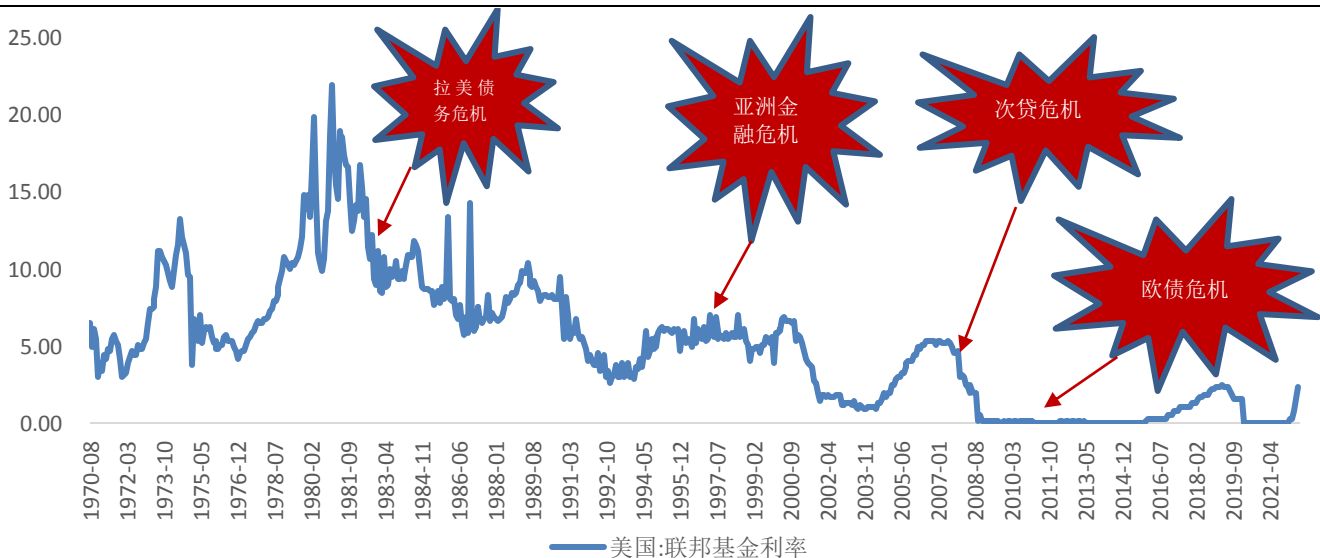
图表目录

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。

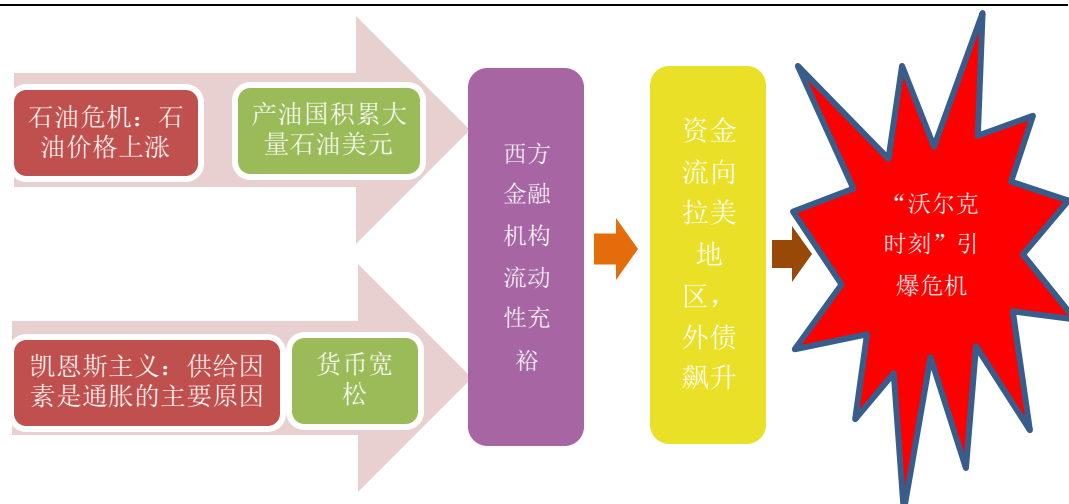
1.1 拉美债务危机的历史线索

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，以及大滞涨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。

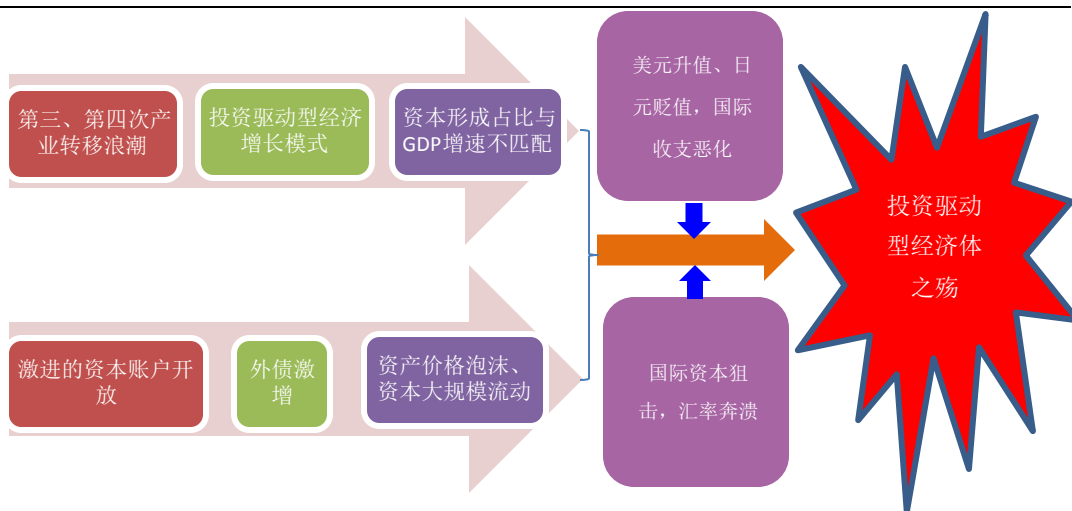
20世纪7、80年代，战后快速崛起的日本、德国产业结构开始不断升级调整，逐步把一些劳动密集型和资源消耗型产业转移向其它国家和地区，掀起第三次产业转移浪潮。1985年广场协议之后，日本加快了产业转移步伐，产业转移不再局限于劳动密集型和资源消耗型产业，也包括汽车、电子等资本密集型、技术密集型产业。随后在第三次转移浪潮中崛起的“亚洲四小龙”也加入的产业转移过程中，掀起了第四次产业转移。东南亚地区享受了第三次和第四次产业转移浪潮的部分红利，经济快速发展。最终亚洲地区形成了以日本为雁首，“亚洲四小龙”为雁身，东南亚其它国家为雁尾的“雁行模式”，其中资金雄厚、工业发达的日本为主要的产业和资本输出国，具有一定技术基础的“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 年美国小布什总统号召扩大住房自有，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、养老基金、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%，金融公司、对冲基金手中以次贷抵押的债券总值达到了 1 万亿美元。

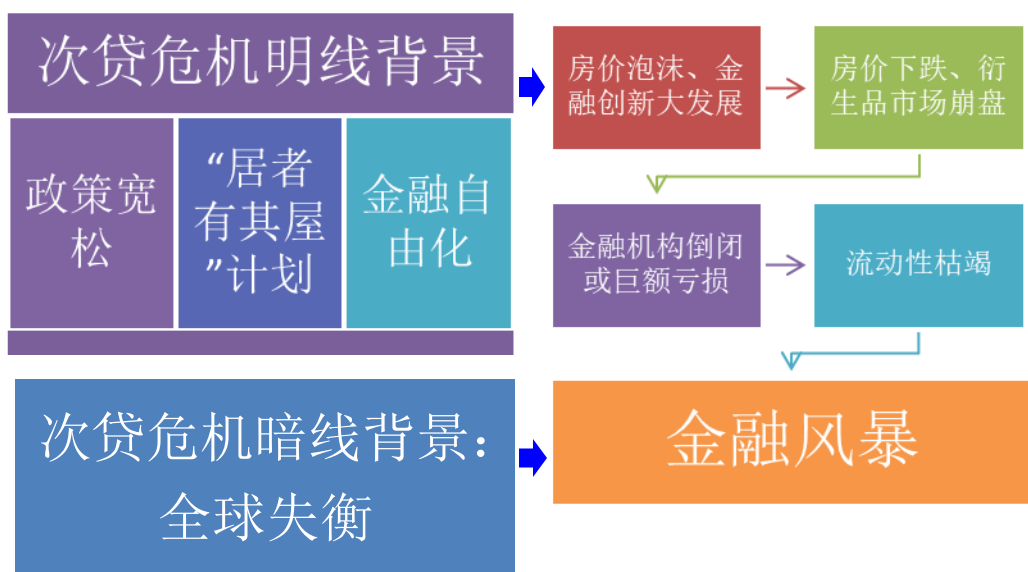
在 2006 年 7 月房价见顶之后，当年年底高盛开始抛售抵押贷款相关资产，次级债市场风险开始暴露，随后风险向资产支持商业票据（ABCP）市场扩散，率先倒闭的是按揭贷款公司，但对正处火热当中的相对整个金融体系而言，这可能只是“茶壶里的风波”，并不受重视。直到 2007 年 8 月，法国巴黎银行曝出巨额次债损失，市场才认识到全球银行出现问题。2008 年 9 月，美国第四大投行百年老店雷曼兄弟破产最终才衍化为全球金融风暴。金融自由化下金融衍生品的过度创造被认为是局部危机衍变为全球金融危机的罪魁祸首。

¹数据引用网文《金融危机回忆录——精明的高盛和它的合成 CDO》

1.3.2 次贷危机暗线——全球失衡

在不发生危机之前，全球失衡比较受欢迎，生产国或顺差国获得了市场，带动经济发展；消费国或逆差国享受了廉价的商品。全球失衡能否维系取决于逆差国的融资能力和顺差国的资金融出意愿，无论是内部因素还是外部因素，一旦逆差国的融资能力减弱，或顺差国的资金融出意愿减弱，就容易爆发债务危机。我们统计了国际货币基金组织公布的 29 个国家的国际收支数据，发现从 1996 年开始 29 国国际收支差额占全球 GDP 的比重呈上行态势，到 2006 年达到历史峰值 3.64%。在国别分布上，顺差国比较分散，逆差国则非常集中，主要就是美国，1996 年美国贸易逆差在 29 国中占比为 46%，2003 年为 84%，随后几年也维持高位，另外 2006 年美国经常项目差额占其 GDP 的比重高达 5.91%。次贷危机的爆发表明，虽然作为核心储备货币国家爆发国际收支危机的概率太低，但是全球失衡并非没有边际，全球失衡危机一旦爆发，所造成破坏力远超其它危机。

图4：次贷危机演进图



资料来源：财信证券研发中心整理

1.4 欧债危机的历史线索

欧债危机的过程详见《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》。欧债危机的历史线索分为表观成因和深层次原因，表观成因有：次贷危机是诱发因素、评级机构是催化因素、欧央行加息是引爆因素；深层次原因则在欧元区成立之初就已埋下，为双循环下的失衡深化。其中表观原因并不复杂，而深层次原因更值得我们思考，我们认为欧元区的成立是欧债危机爆发的最大历史线索。

欧元区成立后，区域内经济体出现两个特征，其一是利率趋同特征；其二是社会福利支出和劳动报酬向核心国收敛特征。

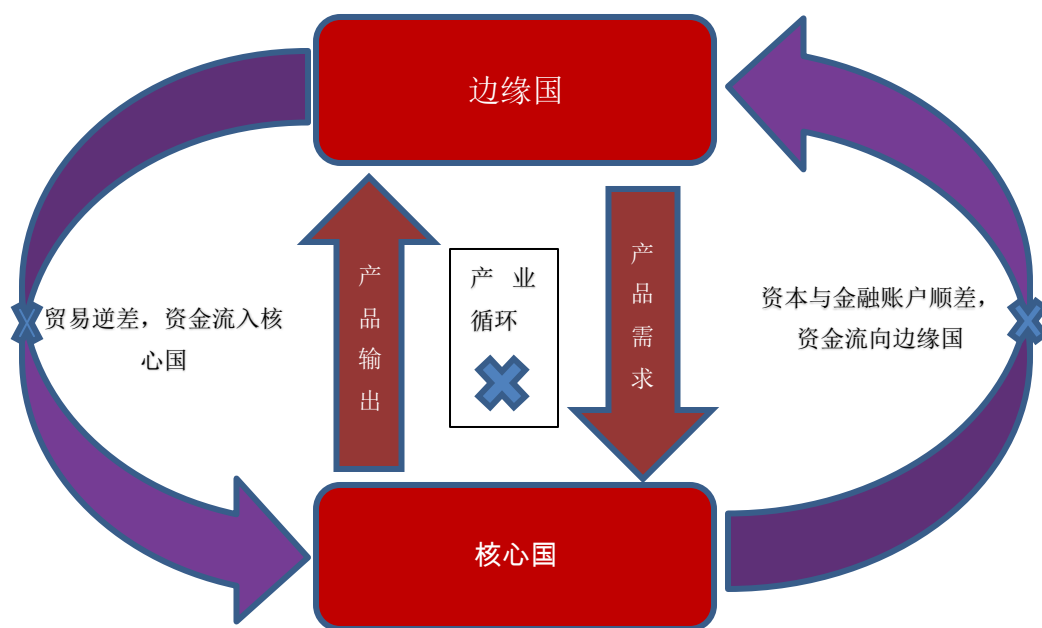
利率趋同特征。在欧元区成立之前各国在利率上存有差异，但成立之后各国利率收敛于德国债券利率，即市场忽略了各国经济结构和发展水平上的差异，把单一货币当成一个统一的信用主体。利率趋同化是资金通过资本与金融账户流入边缘国的表现，从欧元区成立到美国次贷危机爆发，边缘国和核心国资本与金融账户出现了很明显的镜像关系。利率趋同下低廉资金的涌入，欧猪五国除了葡萄牙外，其余四国房价均出现了明显上涨。从1999年欧元区成立到2007年次贷危机爆发前夕，希、爱、西、意 OECD 实际房价指数分别上涨 70.8%、92.4%、113.5%、52.2%，而同期德、芬、奥、荷实际房价指数涨幅分别为-13.36%、34.17%、-0.03%、22.71%，边缘国房价涨幅显著大于核心国。次贷危机爆发之后，边缘国房地产泡沫破灭，房价涨幅最大的希腊、爱尔兰、西班牙房价大跌。

社会福利支出和劳动报酬向核心国收敛特征。欧元区成立后边缘国家社会福利支出增长快于核心国家，社会福利支出占 GDP 的比重向核心国家收敛，与此同时工资水平增速也快于核心国。社会福利和工资水平的快速增长提升了边缘国消费能力，同时也削弱了其自身产业的竞争力，久而久之欧元区形成了边缘国消费，生产国生产的关系，最终表现为边缘国经常账户赤字，核心国经常账户盈余，欧元区边缘国和核心国经常账户也出现了很明显的镜像关系。

通过前述特征，尤其是两大镜像关系，可以勾勒出欧元区成立后到次贷危机爆发期间的双循环运行机制，一是资金流循环，即资金通过经常账户从边缘国流入核心国，而后从核心国通过资本与金融账户反哺边缘国；二是产业循环，即边缘国形成需求，为消费国，核心国具有产业优势，为生产国。

此双循环存在严重的缺陷，一是边缘国资本和金融账户顺差，容易形成债务上升和资产价格泡沫；二是福利和工资的上升，产业竞争力减弱，出现产业空心化；三是资金来源于核心国，产品也来源于核心国，廉价的午餐不具备持续性。上述缺陷决定欧元区双循环是一种持续深化的失衡状态，天然具有脆弱性。欧债危机表面看是主权债务危机，但其它因素都只是打破双循环的触发因素，我们认为可以把欧债危机理解为次贷危机后欧元区脆弱的双循环被打破触发的金融危机。

图5：欧债危机的演进图——双循环的打破



资料来源：财信证券研发中心整理

2 从四大金融危机中提取的导致危机爆发的可量化因子

2.1 国际收支危机占大型金融危机的主流

布雷顿森林体系解体后的四大金融危机，拉美债务危机、亚洲金融危机均属于典型的国际收支危机，欧债危机主要为爆发于欧元区内部边缘国的国际收支危机，次贷危机不是国际收支危机，但危机冲击之大与全球失衡有莫大的关系，即也有国际收支问题的影子。从经济发展水平看，拉美地区和亚洲地区主要为发展中经济体，“欧猪五国”为发达经济体中的边缘国，美国为当前全球最重要的发达经济体。布雷顿森林体系瓦解后的四大金融危机呈现出发展中经济体容易爆发典型的国际收支危机，发达国家中的边缘国也有发生国际收支危机的可能性，而发达国家爆发国际收支危机的概率虽然很小，但危机的传播和冲击力与全球失衡有较大关系，因此观测是否有大型金融危机爆发需把国际收支，以及由此引发的外债数据放在一个比较重要的位置进行考察。

2.2 债务是形成金融危机的基本形态

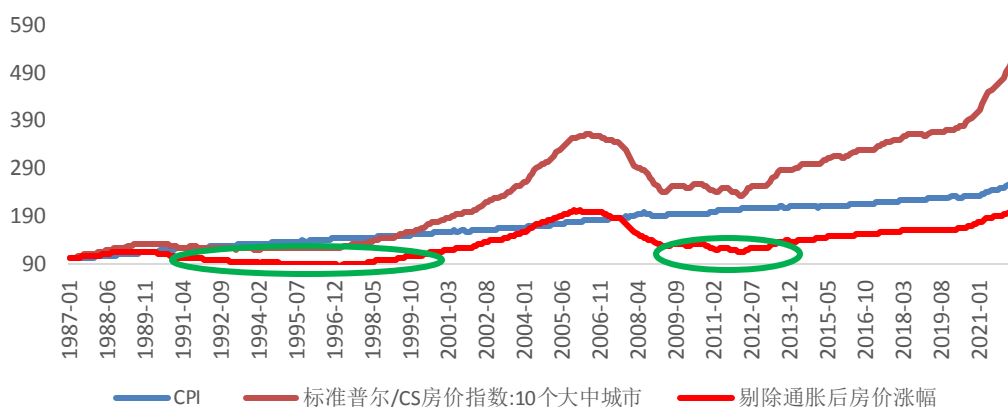
四大危机中拉美债务危机和欧债危机是典型的债务危机，其中拉美债务危机构成实质性违约，欧债危机虽因救助未构成实质性违约，但危机的形成和扩散还是以债务的形式展开。亚洲金融危机的直接成因中外债激增和占比过高是危机爆发的重要因素，譬如泰国 1996 年底，泰国外债占外汇储备的比重为 292.97%，其中短期外债占外汇储备比重为 123.47%，长期外债占外汇储备比重为 168.62%。次贷危机起源于次级债和按揭抵

押贷款，根源依旧来自于债务，因此无论金融危机的成因有多复杂，过程多曲折，债务问题是绕不过的坎，十次危机九次债。

2.3 资产价格泡沫是诱发金融危机的重要因素

除去拉美债务危机外，亚洲金融危机、次贷危机和欧债危机爆发的背景因素中均出现了房价和股市长时间上涨，其中次贷危机比较典型。次贷危机爆发之前美国房价连续 55 个月环比正增长，而美国房价存在长期涨幅仅略大于 CPI，最终大致收敛于 CPI 的现象。在次级债市场风险暴露之前，美国房价涨幅已远大于 CPI 涨幅，最终房价下跌带动次级债市场崩盘，进而金融机构接二连三的风险暴露，衍化为金融风暴。

图6: 美国房价收敛于 CPI 的现象及疫后房价大幅上涨 (点)



资料来源: 财信证券, WIND

2.4 美联储政策周期是搅动金融危机的重要成因

四大危机与美联储政策周期存关联。四大危机中除了欧债危机爆发前美联储货币政策没有明显变动外（欧债危机是次贷危机的延续），其余几大危机均与美联储的政策周期存在直接联系。拉美债务危机孕育于 70 年代宽松的货币环境，爆发于美国进入“沃尔克时刻”之后；亚洲金融危机爆发前美联储经历了一轮降息周期到加息周期的演变，95 年之后美元进入了长达多年的升值通道，97 年亚洲金融爆发；次贷危机爆发前美国经历了网络泡沫破灭，为了刺激经济，美联储连续 13 次降息，而后于 2004 年开始连续 17 次加息，直到 2006 年 7 月房价出现下跌苗头才结束加息。欧债危机爆发前虽然美联储货币政策无太大变化，处于低利率时代，但欧债危机是次贷危机的延续，实际上也与美联储政策周期有关。因此虽然并不是每次美联储政策周期的转变均会爆发大型金融危机，但大型危机的爆发均与美联储政策周期存在联系。

危机多爆发于加息周期之后的无趋势期或降息周期。在时间轴上，四大危机爆发的

时间点均不在美联储趋势性加息周期，而是发生在降息周期，或者是加息周期之后的无趋势期。内在原因应是加息周期经济景气度高，其往往是危机爆发前的酝酿期。降息周期对应经济景气度下降周期，此时高景气周期所积累的负面因素已经积累到一定的程度，一旦危机爆发，降息的节奏往往加快。因此在经验数据方面就体现出加息周期相安无事，降息周期反而爆发危机。

发展中经济体危机多爆发于美元强势周期的中段，发达经济体危机多爆发于美元偏弱周期。在美元周期上，拉美债务危机和亚洲金融危机爆发于美元强势周期中段，而次贷危机和欧债危机则爆发于美元弱势周期。这种现象与汇率制度和危机对美元是内生式还是外生式冲击有关。

爆发于发展中国家的危机演化速度快爆发于发达经济体的危机演化速度。墨西哥从出现债务问题到最终选择违约存在时滞，泰国从国际资本试探性攻击到泰铢崩溃也存在一定的时滞，但时滞短于次贷危机和欧债危机。次贷危机从2006年底就已经在次级债市场爆发，但2007年8月才被正视，2007年11月后才加剧，2008年9月才演化为全球金融风暴。欧债危机2009年10月于希腊爆发，到2011年7月后才造成了剧烈冲击。因此，在危机爆发的时滞上，发展中经济体从初露危机苗头到爆发危机的演化进程一般比发达经济体快，而发达经济体的演化过程则较慢。

图7：美国联邦基金利率（%）、美元指数与金融危机



资料来源：财信证券，WIND

3 当前一些主要经济体的基本情况及危机研判

立足当前时点，美联储加息周期开启，鲍威尔在加息问题上连续滞后操作之后，近期在加息的节奏和幅度及预期引导上有向沃尔克靠齐的征兆，美元也处于强势周期当中。从历史数据看，加息周期一般是问题的积累期，爆发大规模危机的概率不大，而随着加息

进入到无趋势期或步入降息周期，问题开始逐步显化。其中发展中经济体危机多爆发于美元强势周期的中段，多以国际收支危机的形式体现，危机爆发速度较快；而发达经济体危机多爆发于美元偏弱周期，内部问题是危机的主要诱发因素，危机爆发速度则较慢。

籍从四大危机中提取的可量化因子，我们构建了“3+2+1”的指标体系，重点选取了经常账户余额占 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。

3.1 数据扫描

3.1.1 亚洲国家数据扫描——国际收支明显改善

亚洲地区近年来国际收支情况明显改善，譬如泰国最近 10 年经常账户盈余占 GDP 的比重均值为 4.11%；总外储占外债总额的比重为 126.43%（2020 年），覆盖率超过 100%；短期外债占总储备的比重仅 28.99%（2020 年）。亚洲其他新兴经济体的数据与泰国虽有差异，但整体上都明显改善。问题相对较大的主要是低收入和中低收入国家，譬如今年爆发危机的斯里兰卡，经常账户余额占 GDP 比重长期为负，总储备占外债总额比重仅 10.05%，远不足以覆盖外债，短期外债占总储备的比重则高达 148.24%。除了低收入和中低收入国家外，亚洲地区问题比较大的是土耳其，事实上土耳其当前正处于经济危机当中。在房价方面，不同口径的数据差异较大，难以窥见真实情况。在杠杆率方面，亚洲的主要经济体近年杠杆率持续上升，其中中国的上升幅度尤为明显，08 年以来杠杆率抬升了一倍，其它国家也出现不同程度的上升，主要国家中杠杆率最高的是日本，接近 420%，高杠杆是当前全球很多国家的通病。

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

拉美情况与亚洲类似，一些低收入和中低收入国家上述指标较差，因这些国家经济体量比较小，出现一些零星危机对整体的冲击不大，我们重点关注巴西、墨西哥、阿根廷的数据。三个国家的经常账户不稳定，但逆差占比也不高，远好于 80 年代初期。巴西和墨西哥短期外债占比在 2020 年分别为 19.40%、24.97%，阿根廷为 108.13%，外储不足以覆盖短期外债，另外阿根廷的外债存量占 GNI 比重为 66.94%，在三个国家中也是最高的，阿根廷经济相比巴西和墨西哥更脆弱。在杠杆率方面，巴西近年杠杆率上升最快，2021 年达到了 180.5%，阿根廷和墨西哥为 105.3% 和 81.79%，另外据 OECD 数据巴西近年房价反而回落，同时失业率较高，说明巴西虽然外债水平不高，但内生式增长出现问题。综合来看，拉美三国中阿根廷存有国际收支问题（已处于危机当中），巴西的情况好于阿根廷，巴西的主要问题是内生式增长较弱，墨西哥在三国中情况最好。

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

欧债危机之后到疫情爆发之前，欧猪五国国际收支明显改善，除了希腊外其余四国疫情前均出现了经常账户盈余，意大利的情况最好，不但实现了盈余，且近十年经常账户盈余占 GDP 的比重均值达到了 2.14%，即便是希腊在疫情前经常账户逆差比例也不高。但疫后情况转差，国际收支明显转差的有希腊、塞浦路斯、罗马尼亚，更为值得关注的是能源危机之后欧洲国家贸易差额的恶化成为了普遍现象。**欧洲国家贸易差额的普遍恶化与当前全球普遍面临的高债务问题并列，值得担忧**，只是截至目前欧洲贸易差额恶化的时间暂不长，为脆弱性初显阶段。北美地区，美国近年国际收支情况也恶化，但因美元是全球核心储备货币，考察其国际收支危机意义不大，观察美国的国际收支问题更多需要从全球失衡视角进行考量。

在杠杆率方面，与国际收支情况类似，欧债危机之后欧洲虽未实现有效去杠杆，但疫情前欧洲国家一般政府债务占 GDP 比重基本维持稳定，欧猪五国财政赤字率均回到了 3% 以内，希腊在 2016-2019 甚至出现了财政盈余。而疫后欧洲国家债务率出现不同程度上升，从一般政府债务占 GDP 比重来看，希腊和意大利、葡萄牙债务负担最重，法国数据低于上述国家，但近年持续上升。北美地区，美国非金融部门杠杆率截至去年底为 280.8%，加拿大为 336.7%，高负债是核心经济体的共性。

房价方面，各国的数据存在统计口径问题，但基本感受是疫后无论是欧洲还是北美房价均出现上涨速度加快的现象，但欧洲整体涨幅并不算大，而美国近年房价的同比涨幅明显大于欧洲，2020 年、2021 年和今年 6 月美国房价同比涨幅分别达到 10%、18%、18%，按我们在《历史回溯之三——次贷危机：风起于青萍之末》中的测算，美国房价出现明显的泡沫化特征。

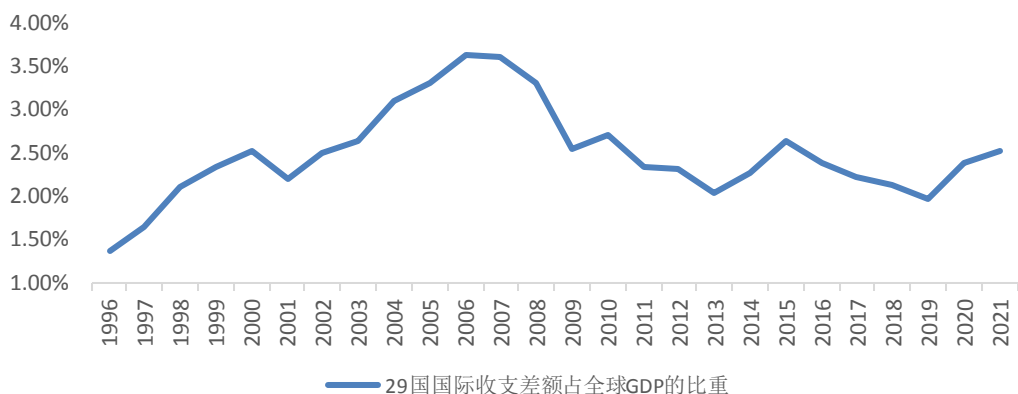
综合来看，除了债务方面，欧洲在能源危机之后出现的国际收支由个别恶化转为普遍恶化的现象值得警惕，但普遍恶化时间还较短，为脆弱性初显阶段，由此可以推导若欧洲无休止的处于地缘政治的纷争中，通胀问题迟迟无法解决，或者通胀在回落之后出现类似上世纪 70 年代后期的再通胀问题，届时欧洲抵御风险的能力将大幅削弱，危机的概率将会大增。美国方面，需重点警惕是高债务和房地产泡沫问题。若做排序的话，欧洲所面临的问题比美国严峻，此差异主要来自于能源危机之后。

3.1.4 全球失衡扫描——失衡未到大峰值，但为小峰值

在全球失衡方面，我们引用《历史回溯之三——次贷危机：风起于青萍之末》第四节的数据。我们用部分国家的国际收支数据占全球 GDP 的比重来进行测度，如图 8 所示，次贷危机之后，全球经济失衡的情况明显得到改善。2019 年疫情爆发，全球失衡的现象有所加剧，数据回升至 2000 年和 2015 年的小峰值水平（2001 年和 2016 年美国经济增长回落），但低于 2006 年。美国在 29 国中贸易逆差占比在 2021 年上升至 77.42%，同时美国贸易逆差占 GDP 的比重也快速上升，占比的快速上升主要来自于疫后三年。总体来看，疫情爆发后全球失衡的情况有所加剧，进入小峰值水平，但离大峰值还有差距，小峰值意味着经济衰退的概率加大，但离全球性大型金融危机的水平还有差距，是否发生比较大

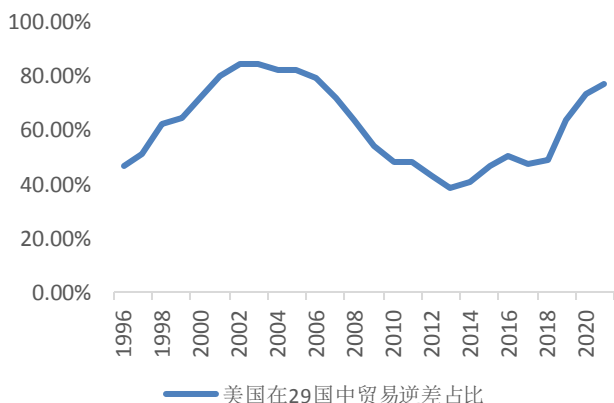
的危机取决于未来的衍化。

图8: 29国国际收支差额占全球GDP的比重(%)



资料来源: 财信证券, WIND

图9: 美国在29国中贸易逆差占比(%)



资料来源: 财信证券, WIND

图10: 美国经常项目差额占GDP比重(%)



资料来源: 财信证券, WIND

3.2 危机研判——鲍威尔没有进入“沃尔克时刻”的机会

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

在数据扫描时, 我们发现疫情因素是绕不过的坎, 在监测的几大指标中, 疫后杠杆率和房价在很多国家都出现加速上行, 另外就是俄乌冲突导致欧洲经常账户恶化由个别现象转变为普遍现象, 因此疫情、俄乌冲突导致地缘政治格局改变将构成当前和未来一段时间经济、金融运行的历史背景。当然还有更宏大的背景是布雷顿森林体系解体之后美元发行失去硬约束的事实。近年多数经济体杠杆率的上升, 以及财政、货币双刺激下的通胀压力和房价加速上行都是上述背景下的衍生产物。

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

通过数据扫描，我们发现在经历危机的洗礼之后，无论是亚洲还是拉美，除了低收入国家和中低收入国家外，其余大多数国家在国际收支和外债上均有明显改善，其中亚洲的发展中经济体改善最大，拉美国家则参差不齐，但整体而言，发展中经济体发生大规模的国际收支危机的概率不大，加之当前各国汇率弹性的增强，可以推导出国际收支危机在发展中经济体主要会是一些个别性的零星风险事件。

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

既然发展中经济体的主流危机为国际收支危机，而当前发展中经济体发生大规模国际收支危机的概率并不高，因此我们把目光聚焦于内债主导型金融危机，内债主导型金融危机若发生在发展中国家，其依旧是个别性的零星风险，不会对全球造成太大冲击。若要产生较大冲击，危机的主体需来自于发达经济体，因此我们主要考量当前发达经济体面临的挑战。在“3+2+1”的指标体系扫描的过程中，欧、美存在高负债、高房价问题（美国房价问题相对严重，出现泡沫化特征），另外欧洲在能源危机后出现了国际收支普遍性恶化的现象，欧洲初显脆弱性。

多个导致危机的风险因子被不同程度触发。结合三大背景，把欧美数据扫描的结论代回到章节2中从四大金融危机中提取的导致危机爆发的因子：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。就会发现四大因子中欧洲接近于全部触发，只是触发的程度还不是特别深，美国除了因美元的主导地位不会触发因子1以外，其余三个因子均触发，因此当前不是没问题，而是问题比较严峻，面临通胀压力鲍威尔真的有进入“沃尔克时刻”的机会吗？我们深表质疑！

美国自身的高杠杆最终将掣肘美联储加息步伐。对于高负债问题，无论是次贷危机、还是欧债危机，均未出现漂亮降杠杆的“妙手”，更多的只是杠杆的转移或暂时控制的“本手”，要实现漂亮降杠杠需要更多的智慧。次贷危机后美联储实行了三轮QE，资产负债表从1万多亿扩张到4万多亿，疫情爆发后美联储资产负债表更是从4万多亿快速扩张到接近9万亿，庞大的流动性投放之后如何去杠杠将需要更大的智慧。当前全球失衡处于小峰值水平，尚未达到最大峰值，在情况尚可控的背景下，俄乌冲突导致的资金回流美国虽然给了美联储激进加息和收紧货币供应的底气，但一方面需要注意全球失衡小峰值之后伴随的虽不是危机，但都会有经济下滑或衰退；另外一方面本轮加杠杠周期是全球主要经济体均衡式加杠杠，美国自身的高杠杠最终也将掣肘美联储加息步伐。

美联储加息节奏三段式推论。8月26日，鲍威尔在Jackson Hole央行年会上重点回顾上世纪七、八十年代的经验教训。我们引用我们在《历史回溯——次贷危机：风起于青萍之末》中的评论“70年代的历史（大滞涨）说明我们不能过高的估计供给侧因素，而过低估计背后货币超发因素所造成的长期影响，就像全球失衡一样，最终存在边际。以此

推演要控制通胀，美联储加息路径有二，一是长时间的激进式紧缩政策，以衰退，可能是深度衰退为代价驯服通胀“野马”；二是加息到一定程度之后向市场妥协，付出轻微衰退并通胀运行中枢上行的代价。”而**当前历史背景和“沃尔克时刻”的历史背景存在明显差异**，“沃尔克时刻”是建立在 70 年代经历长期滞涨、无泡沫的基础之上，而当前美国股市已经经历了长达 10 多年的牛市，楼市也出现泡沫化特征，叠加美国自身亦存在高杠杆问题，“沃尔克时刻”并非一剂良药，我们认为鲍威尔口中的“沃尔克时刻”更多的是一种预期的引导和辅之以加息周期初期的鹰派立场来强化这种预期，以控制通胀，实际利率接近 0 应该是美联储加息的极限，预计 11、12 月份各自加息 50 个基点，以及明年年初加息 25-50 个基点之后将步入极限状态。由此我们推断**美联储加息节奏将呈三段式：第一阶段为外干内强阶段。外指美联储言论，内指美联储实质性加息行为，此阶段俄乌冲突导致的资金回流给了美联储加息的底气，偏鸽派的言论营造的超预期加息氛围有助于美元走强，促使资金进一步回流。第二阶段是外强内强阶段。鸽派的引导不利于实质性的控通胀，迫于通胀压力，美联储加息步伐将会进入到鹰派言论、鹰派加息的外强内也强阶段，鲍威尔在 Jackson Hole 央行年会的讲话是进入到这一阶段的佐证，预计持续到今年底。第三阶段是外强内干阶段。第二阶段过后通胀压力将得以缓解，同时经济数据将会恶化，叠加美国自身的高负债以及资本市场的负反馈，美联储加息节奏将会趋于鸽派，此时通胀若得不到有效控制，更多的只能借助鹰派言论来引导预期，为外强内干的表现形式，这一阶段实质性加息力度不大，但预期引导的时间将会比较长，明年 4 季度或 14 年是观察窗口。依此脉络，现实条件将制约美联储加息路径将选择路径二，即加息到一定程度之后向市场妥协，付出轻微衰退并通胀运行中枢上行的代价，在这一路径下“低增长、再通胀、非稳态”将会成为未来几年内宏观经济需要面临的现实问题。**

在前面的历史梳理中可以发现危机一般诞生于降息周期，且发达经济体从危机的初步显露到最终全面爆发的时滞比较长，而上述初期激进加息路径将使得实际利率向 0 轴靠拢的速度更快，危机爆发的时滞将会长于实际利率向 0 轴靠拢的时间，这个时间差给了发达经济体一定的回旋空间，对欧洲而言利用时间差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当务之急。

综合来看，无论是次贷危机还是欧债危机，均未出现漂亮去杠杆的精彩解法，其更多的是杠杆的转移或阶段性控制，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”因美国自身的代价也过于昂贵，没有一以贯之实施的土壤，爆发大的金融危机的概率暂时不高，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尤为关键。

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，进而扰动市场的脉搏。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，在这期间阶段性行情和结构性行情还将是市场运行的主基调。而未来 A 股市场若要走出较大级别的行情，外部环境能否缓解是一方面，从资本形成占比与 GDP 剪刀差的角度，改革深化或鲸落万物生将构成大逻辑。

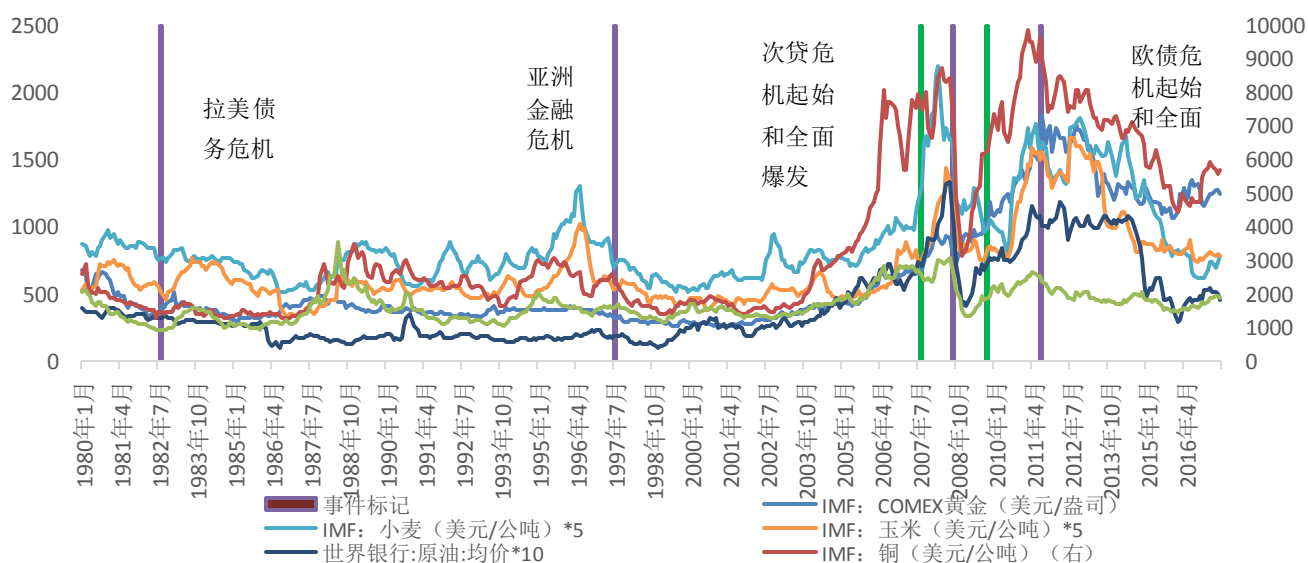
4 各大危机前后大类资产的表现比较

4.1 危机前后商品市场表现

我们按基本金属（选取铜、铝）、能源（选取原油）、农产品（选取小麦、玉米）和贵金属（黄金）对商品进行分类。为了在坐标轴上更好的体现，对单价相对较低的小麦和玉米价格进行了 5 倍放大，对原油价格进行了 10 倍放大。

从图 11 可以看出拉美债务危机和亚洲金融危机在爆发前全球大宗商品价格就已经走弱，这可能与危机前美元走强有关，在危机爆发之后大宗商品进一步趋弱。在次贷危机和欧债危机中，分为两阶段，首先是在风险暴露已露端倪，但爆发比较零星的阶段，此时经济及增长还比较强劲，大宗商品价格在短暂调整或震荡之后迭创新高。比较典型的是次贷危机，在次贷危机中，几大类商品中最早见顶的是黄金，于 2008 年 2 月见顶，最晚见顶的是原油和铝，于 2008 年 7 月才见顶，此时离雷曼破产只剩 1 个多月，而危机爆发后则全面暴跌，市场对危机的预期严重不足。欧债危机的情况也类似，希腊债务危机爆发之后商品价格短暂波动之后继续大涨，危机全面爆发前虽有所回落，但绝大部分跌幅还是来自于危机全面爆发之后，这可能是市场对发达国家应对危机的能力比较自信，而危机爆发之后则措手不及。

图 11：各大危机期间商品表现（美元计价，进行了倍数调整）



资料来源：财信证券，WIND、iFinD

在商品对危机反应顺序方面，统计结果见图 12、13。其中图 12 是危机前、后大宗商品的表现，跌幅为高点和低点的幅度；图 13 是危机全面爆发后大宗商品的表现，跌幅为危机爆发后的低点和危机爆发前收盘价的幅度。为了更好的探索危机对大宗商品冲击的演化路径，我们用绿色标注跌幅较大的品种，浅褐色标注跌幅相对较小的品种；用大红色标注最先见顶（图 12）或见底（图 13）的品种，用黄色标注最晚见顶（图 12）或见底（图 13）的品种。

其中拉美债务危机因为延续时间较长，高低点之间的时间跨度较长，达到了 5 年左右，时间跨度过长会有很多其它因素的干扰，因此在跌幅上的可代表性相对较弱。但通观四大金融危机，数据还是存在明显的规律性：首先，在跌幅上有一定的规律性，黄金因其避险属性，在几大危机中跌幅相对较小，但相对小并非代表不跌。跌幅较大的品种中标记绿色最多的是小麦、玉米和原油，然后才是基本金属铜，国际农产品跌幅较大与国内农产品波动较小的经验数据存在差异，而原油则是波动性最大的品种。其次，在见顶和见底时间上也存在明显的规律，几大品种中见顶时间最早的是基本金属铜，其次是铝，而后是黄金，最后是农产品和能源，但在后文中可以发现商品的见顶时间晚于楼市、股市和国债利差，原因大致是与周期的尾声常会出现交易通胀的现象有关；在见底时间方面，大宗商品中见底最早的多为黄金，黄金率先见底应是其金融属性有关，而后是基本金属中的铜，排在最后的依旧是农产品和能源。整体来看，商品在危机前后见顶时间排序大致为：基本金属铜>贵金属黄金>农产品和能源；见底时间排序大致为：贵金属黄金>基本金属铜>农产品和能源。

图 12：危机前后大类资产表现及见顶时间

	黄金	铜	铝	小麦	玉米	原油
跌幅-拉美债务危机	-57.01%	-41.54%	-46.73%	-47.83%	-56.99%	-76.13%
见顶时间	1980.9	1980.7	1980.8	1980.11	1981.1	1980.11
跌幅-亚洲金融危机	-31.83%	-52.03%	-33.84%	-58.82%	-57.98%	-55.93%
见顶时间	1996.1	1995.7	1995.8	1996.5	1996.5	1996.12
跌幅-次贷危机	-25.56%	-64.37%	-56.38%	-56.54%	-47.56%	-68.88%
见顶时间	2008.2	2008.4	2008.7	2008.3	2008.6	2008.7
跌幅-欧债	-34.45%	-32.70%	-36.45%	-32.49%	-51.03%	-18.63%
见顶时间	2011.8	2011.2	2011.4	2012.11	2012.7	2012.3
颜色标记注释：	深跌	浅跌	率先见顶	最后见顶		

资料来源：财信证券，WIND、iFinD

图13: 危机全面爆发后大类资产表现及见底时间

	黄金	铜	铝	小麦	玉米	原油
跌幅-拉美债务危机	-29.89%	-12.31%	-0.90%	-33.25%	-35.41%	-70.33%
见底时间	1985.2	1984.10	1985.11	1986.7	1986.10	1986.7
跌幅-亚洲金融危机	-17.54%	-43.49%	-20.21%	-27.27%	-23.86%	-41.91%
见底时间	1998.8	1998.12	1998.12	1998.8	1998.9	1998.12
跌幅-次贷危机	-8.74%	-61.29%	-45.26%	-42.98%	-8.24%	-49.57%
见底时间	2008.10	2008.12	2009.2	2009.9	2009.9	2008.12
跌幅-欧债	-29.08%	-11.46%	-8.04%	-30.25%	-50.91%	-8.95%
见底时间	2013.12.	2014.3	2014.2	2014.9	2014.9	2014.9
颜色标记注释:	深跌	浅跌	率先见底	最后见底		

资料来源: 财信证券, WIND、iFinD

4.2 危机前后股市、楼市表现

四大危机中除了次贷危机对全球股市造成重大冲击外, 其余几大危机对股市的影响具有区域性、局部性的特征, 譬如亚洲金融危机重创了亚洲资本市场, 而道琼斯等西方国家主要指数在亚洲金融危机期间成上行态势。即便是欧债危机, 希腊 ASE 综合指数并未提前下跌, 到 2011 年 7 月危机深化阶段, 西方主要指数也只是经历了短暂调整之后就继续上行。只有次贷危机对全球市场造成了持续的巨大冲击, 道琼斯指数跌幅达到 54%, 但从时间轴看, 股票市场对危机的大爆发并未体现出前瞻性。这可能与西方主要股票市场稳定性较好, 长期看是乐观者的“游戏”的有关, 这一性质导致股票市场在危机之前大多数预期不足。

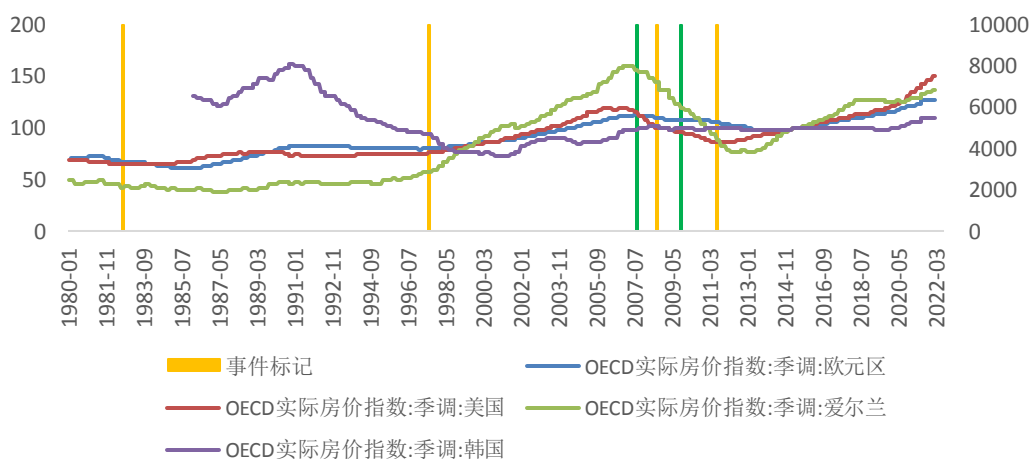
房地产市场方面, 则有一定的前瞻性。按照 OECD 实际房价指数, 欧元区和美国房价在 2006 年四季度见顶, 按照标准普尔/CS 20 个大中城市房价指数则美国房价则是在 2006 年 7 月见顶, 比危机的爆发时间早了近 1 年。而美国一些相对落后的地区房价见顶的时间则更早, 据尼尔·弗格森著的《货币崛起》一书中披露的信息, 底特律地区房价最早下跌时间是 2005 年底。从上述数据可见房地产市场会先于金融危机发生反应, 但同时也存在两个问题, 一是统计口径的差异, 二是区域数据的完整性。美国作为成熟的发达经济体, 数据还相对易得, 而一些发展中国家这一类数据的完整性和可靠性性对较差。

图14: 金融危机前后股市表现



资料来源: 财信证券, WIND

图15: 金融危机前后房价走势



资料来源: 财信证券, WIND

4.3 危机前后债券收益率表现

美债收益率的变化对其它国家的金融危机并不敏感, 但对美国则具有前瞻性, 其中 10 年期和 2 年期美国国债收益率倒挂是比较好的监测指标。1989 年 1 月到 9 月美国 10 年期和 2 年期美国国债收益率出现两次连续月度级别的倒挂, 1990 年二季度后美国经济下滑 (第三次石油危机), 91 年前三季度均为负增长, 美国经济出现一个小衰退。2000 年 3 月-2002 年 9 月为美国科网泡沫破灭期间, 美国 10 年期和 2 年期美国国债收益率倒挂是出现在 2000 年 2 月到 11 月。次贷危机爆发于 2007 年底, 美债收益率第一次月度级别倒挂出现在 2005 年 12 月到 2006 年 2 月, 第二次出现在 2006 年 6 月到 2007 年 2 月, 前瞻性比较明显。最近一次月度级别倒挂是开始于今年 7 月, 因此未来一段时间美国经济

出现衰退的概率较大，但同时也需注意，除了次贷危机之外，前两次倒挂之后的衰退幅度均不深。

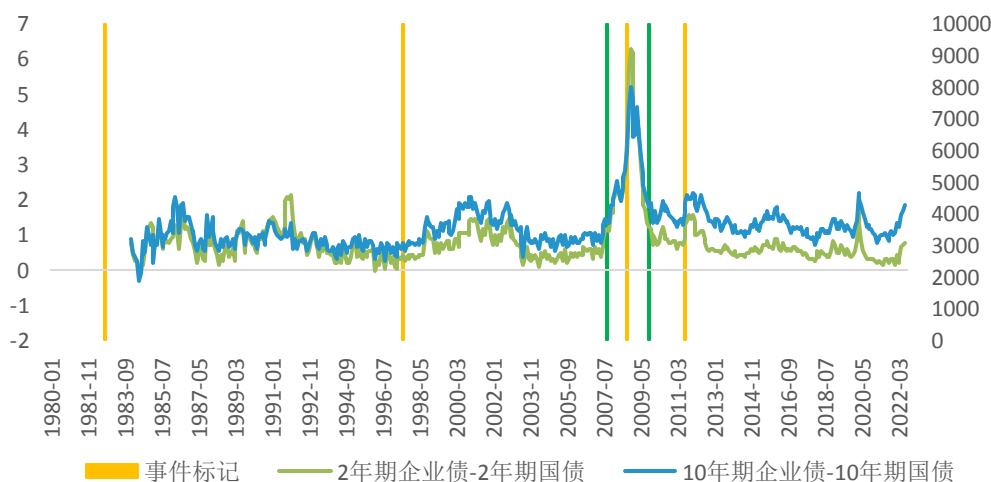
不过美债收益率对衰退见底的前瞻性则不足，反而是滞后的，在底部前瞻性方面企业债与国债收益率之差效果好于 10 年期和 2 年期国债收益率之差。但此时股票市场的前瞻性更好，譬如次贷危机之后美国 GDP 增速到 2009 年底才恢复正增长，但美国股市 2009 年 3 月就已见底，此现象进一步能说明股市是乐观者的“游戏”。

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



资料来源：财信证券，WIND

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



资料来源：财信证券，WIND

4.4 大类资产在危机前后涨跌时间排序及当前表现

大类资产危机前后见顶、见底时间排序。不同的危机期间各类资产的表现存在差异，无绝对的某一项资产领先，某一项资产滞后，但存在大致的顺序。在见顶方面具有先行意义的主要是楼市和国债利差，在见底方面具有先行意义的有贵金属黄金、基本金属铜、企业债和国债利差收缩，以及股市，具体排序如下：

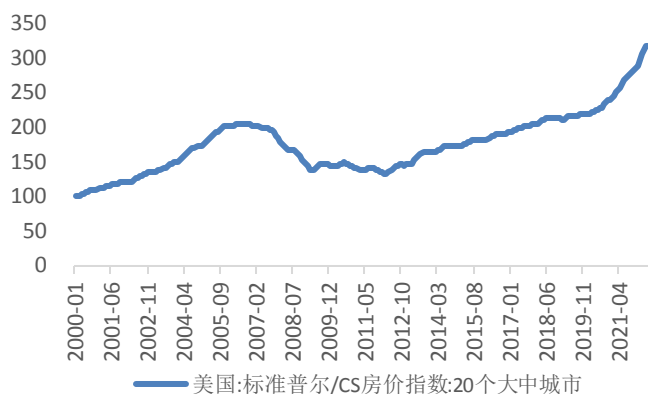
见顶时间：楼市>国债利差>股市≈危机初始阶段>基本金属铜>贵金属黄金>农产品、能源

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（美股在其它几大危机中受到的冲击不大）

当前大类资产表现。1) **房价。**当前美国房价指数（数据截止 6 月份）、欧元区房价指数（数据截止 1 季度）均继续处于上涨过程当中，这一具有前瞻性意义的指标并未释放风险信号。2) **美债倒挂。**而美 2 年期国债和 10 年期国债利差则从 7 月份开始出现月度倒挂（图 16），需注意的是从倒挂到出现危机存在时滞，另外除了次贷危机以外，其它几次倒挂均只是短期衰退，并未爆发危机。3) **股市。**道琼斯工业指数见顶时间为 2022 年 1 月 5 日，纳斯达克见顶时间早于道琼斯指数，但 1 月初出现了二次冲顶，只是未创新高。4) **大宗商品。**黄金见顶时间 2022 年 3 月 8 日，铜 3 月 7 日，铝 3 月 7 日、原油 2022 年 3 月 7 日（考虑二次冲顶则是 6 月 8 日）、小麦 3 月 8 日（考虑二次冲顶则是 5 月 17 日），玉米 4 月 29 日。

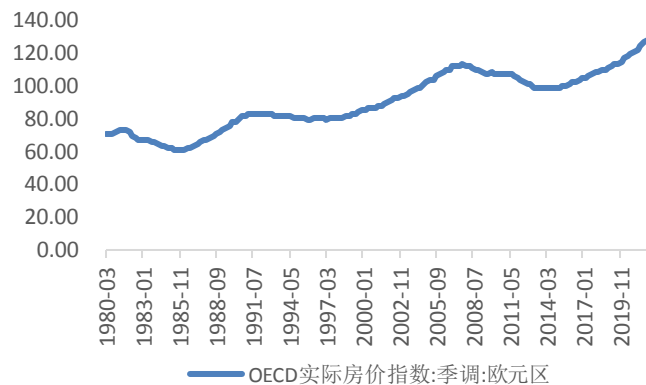
从上述数据可见，在考虑大宗商品二次冲顶的情况下，当前大类资产见顶顺序为：**股市>基本金属铜=黄金>农产品>原油>美债利差>房价。**在不考虑大宗商品二次冲顶的情况下，大类资产见顶顺序为：**股市>基本金属铜=黄金=农产品=原油>美债利差>房价。**这与我们总结出的四大危机期间大类资产的表现顺序存在差异，差异一是房价和美债利率表现反而滞后，同时股市见顶之时并没有很明显的与危机或者衰退预期挂钩迹象；差异二是大宗商品价格见顶时间在不考虑二次冲顶的情况下均落在俄乌冲突两周后（3 月 7 日、8 日）。上述情况并非典型的危机运行脉络，说明危机的条件并不充分，而大宗商品价格的表现则提示俄乌冲突是一个非常大的扰动因素，这与我们此前在扫描欧洲数据时发现的——俄乌冲突是欧洲国际收支恶化情况由个别现象变为普遍现象的节点这一特征相符。因此当前发达国家尤其是欧洲要避免由亮“红灯”状态进一步滑向危机需要妥善处理俄乌冲突所造成的影响。解铃还须系铃人，避免俄乌冲突进一步升级，并缓和冲突是最有效的手段，欧洲的精英们需要反思，各方坐下来谈一谈比武器上的援助是更好的办法，我们期待接下来一段时间，尤其是 11 月中旬召开的 G20 峰会能在该问题上取得一些好的进展，若事态长时间拖而未决，面临的可能将不只是衰退，爆发危机的概率也将大增。

图18: 美国房价指数



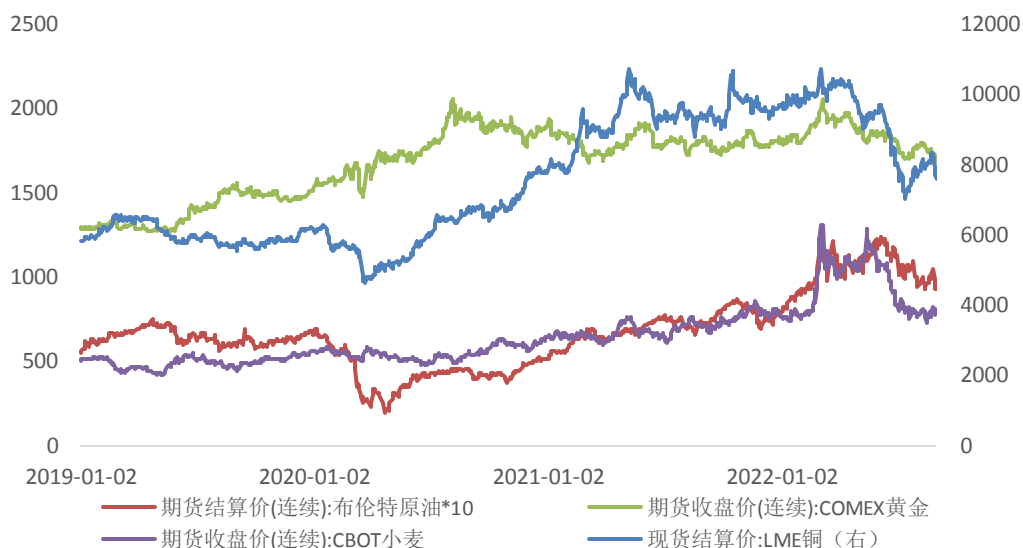
资料来源: 财信证券, WIND

图19: 欧元区房价指数



资料来源: 财信证券, WIND

图20: 大宗商品价格 (美元计价, 进行了倍数调整)



资料来源: 财信证券, WIND

5 结语

《历史回溯——危机研究系列》到此处为终结篇,危机的爆发不是孤立的现象,而是与历史背景存在深刻因果,疫情、俄乌冲突导致的地缘政治的变化,以及美元发行无硬约束构成了当前宏观环境的核心背景因素。我们从危机中提取了4个可量化观测的因子,构建了“3+2+1”的6大指标对近年全球一些经济体进行了数据扫描,疫情前大多数国家无论是国际收支还是杠杆等数据均处于稳态当中,但疫情爆发后稳态被打破,高杠杆、高资产价格和高通胀构成对当前经济形成了巨大的威胁,而俄乌冲突使得欧洲的数据在我们的监测体系中全面亮“红灯”。发展中经济体整体情况并没有那么差,预计发展中经济体即便发生危机,也将比较零散,不会造成全局性影响。

对问题颇为严重的欧洲而言如何利用亮“红灯”与爆发危机之间的时间差，去减弱俄乌冲突所造成的影响是当务之急，避免俄乌冲突进一步恶化和逐步缓解冲突是有效手段，无论是主动释放善意，还是形势所迫，坐下来好好谈一谈是较好选择，民粹主义对解决经济问题并没有太大帮助。我们期待接下来一段时间，尤其是 11 月中旬召开的 G20 峰会能在该问题上取得一些好的进展，若事态拖而未决，甚至进一步恶化，欧洲将面临的将不仅是衰退风险，爆发危机的概率也将大增。

对美国而言，当前的情景与 70 年代并不相同，高通胀、高债务和资产价格泡沫是美联储加息的硬约束，“沃尔克时刻”并非良药，我们推导出美联储加息将呈三段式——外干内强阶段、外强内强阶段、外强内干阶段，预计 11、12 月各加息 50 个基点之后将转入第三阶段，明年预计为 25-50 个基点的加息幅度，藉此路径未来全球将步入“低增长、再通胀、非稳态”的局面。

对中国而言，高资本形成占比与经济增速之间的剪刀差是近年来困扰中国的核心因素，我们付出了杠杆率全面上升的代价。从数据构成的角度，降低资本形成占比或提高经济增速是解决剪刀差的两个方向，降低资本形成路径有二：一是资本向外输出，二是促进消费到一些非高资本形成的可持续领域，刺激消费和适当降低储蓄率；提高经济增速则需要考虑高资本形成的约束，加大改革力度、激发经济活力是更有效的办法。

对资本市场而言，西方经济体，尤其是欧洲经济出现衰退或将是基本情形，但尚未严重到爆发危机的层面，时间上还允许有一个缓冲期，理性状态下预计最终经济与政策边际改善的“交谊舞曲”会兑现，进而扰动市场的脉搏。对 A 股市场而言，情况好于西方，并没有那么悲观，预计内、外部的“交谊舞曲”也将会使市场节奏在低迷和拥挤之间反复切换。在 A 股大方向上，一方面需要观察外部局势是否能够朝着理性的方向发展；另外一方面需要观察国内经济活力能否得到更好的释放。而从更长远看，我们在研究几大危机中大类资产价格表现时发现股市、商品对危机的前瞻性均不强，反而是在危机见底时体现出了前瞻性，这说明长期看股票市场是“乐观者的游戏”。

6 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。

投资评级系统说明

以报告发布日后的 6—12 个月内，所评股票/行业涨跌幅相对于同期市场指数的涨跌幅度为基准。

类别	投资评级	评级说明
股票投资评级	买入	投资收益率超越沪深 300 指数 15% 以上
	增持	投资收益率相对沪深 300 指数变动幅度为 5%—15%
	持有	投资收益率相对沪深 300 指数变动幅度为-10%—5%
	卖出	投资收益率落后沪深 300 指数 10% 以上
行业投资评级	领先大市	行业指数涨跌幅超越沪深 300 指数 5% 以上
	同步大市	行业指数涨跌幅相对沪深 300 指数变动幅度为-5%—5%
	落后大市	行业指数涨跌幅落后沪深 300 指数 5% 以上

免责声明

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格，作者具有中国证券业协会注册分析师执业资格或相当的专业胜任能力。

本报告仅供财信证券股份有限公司客户及员工使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发送，概不构成任何广告。

本报告信息来源于公开资料，本公司对该信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本公司对已发报告无更新义务，若报告中所含信息发生变化，本公司可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告中所指投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司及本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此作出的任何投资决策与本公司及本公司员工或者关联机构无关。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人（包括本公司客户及员工）不得以任何形式复制、发表、引用或传播。

本报告由财信证券研究发展中心对许可范围内人员统一发送，任何人不得在公众媒体或其它渠道对外公开发布。任何机构和个人（包括本公司内部客户及员工）对外散发本报告的，则该机构和个人独自为此发送行为负责，本公司保留对该机构和个人追究相应法律责任的权利。

财信证券研究发展中心

网址：stock.hnchasing.com

地址：湖南省长沙市芙蓉中路二段 80 号顺天国际财富中心 28 层

邮编：410005

电话：0731-84403360

传真：0731-84403438