

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

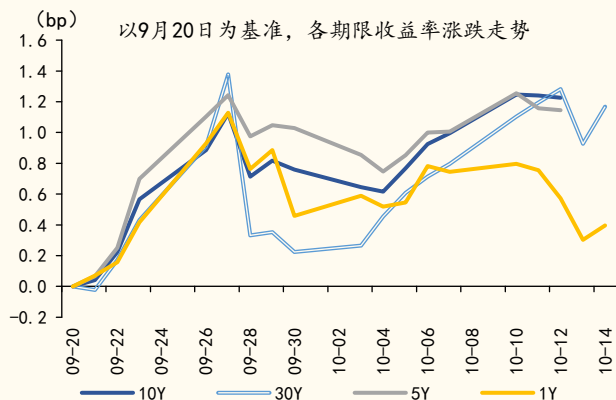
图表 1: 各期限英债收益率走势.....	3
图表 2: 瑞信股价与 5 年期 CDS 报价.....	3
图表 3: 日债流动性压力指数.....	3
图表 4: 9 月以来主要亚洲国家货币贬值情况.....	3
图表 5: 经济政策不确定性再度上升.....	4
图表 6: 股债两市波动率明显趋高.....	4
图表 7: 离岸美元流动性较为紧张.....	4
图表 8: 美元大幅走强.....	4
图表 9: 海外主要经济体加息情况.....	5
图表 10: 历史上的美国紧缩周期.....	5
图表 11: 主要国家经常账户长期赤字.....	6
图表 12: 短期外债占总储备比重处于高位.....	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

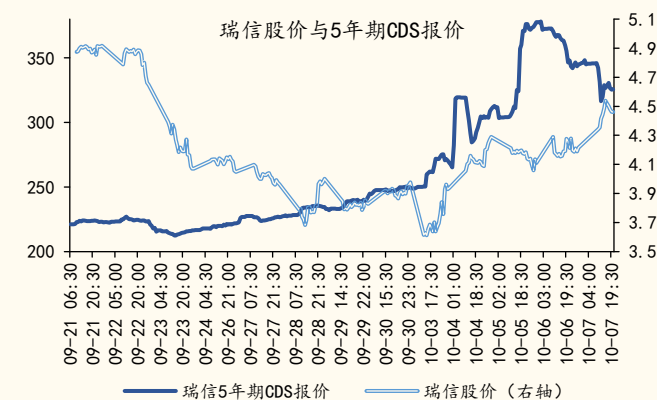
9月以来，海外风险频频爆发，包括英国养老金危机、日债流动性枯竭、瑞信风波、部分国家货币大幅贬值等。1) 9月26日，英国减税计划的推出一度造成英债收益率大幅飙升，引发英国养老金风波，在央行出手购债与减税计划撤销后才得以缓解；2) 9月中旬以来，瑞信“破产”风波持续发酵，股价从5美元附近一度跌至3.6美元，衡量违约风险的5年期CDS报价最高逼近380bp；3) 10月12日，10年期日本国债连续第四天无交易，日债市场流动性枯竭；4) 9月以来，亚洲货币普遍出现大幅贬值，韩元、日元、越南盾等均贬超6%。

图表 1：各期限英债收益率走势



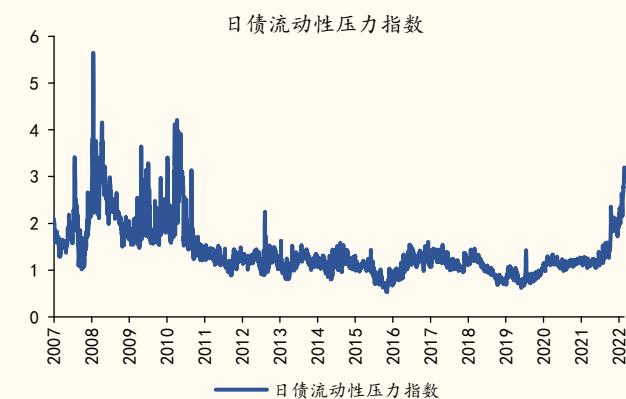
来源：Wind，国金证券研究所

图表 2：瑞信股价与5年期CDS报价



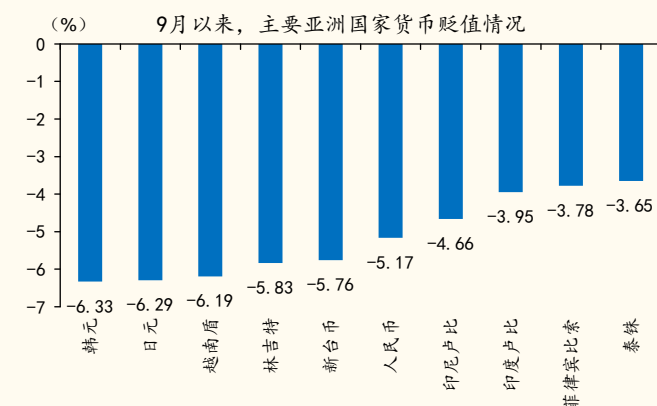
来源：Bloomberg，国金证券研究所

图表 3：日债流动性压力指数



来源：Bloomberg，国金证券研究所

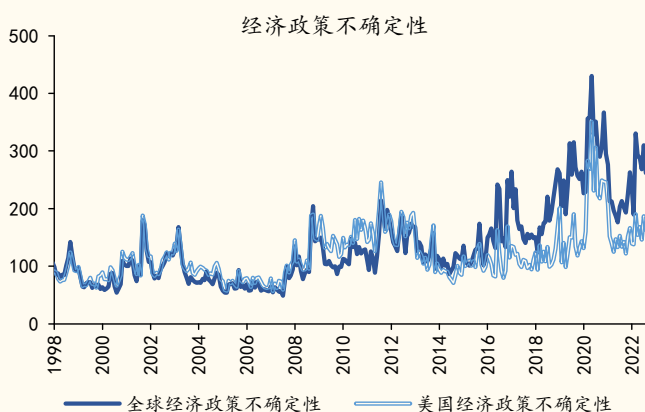
图表 4：9月以来主要亚洲国家货币贬值情况



来源：Wind，国金证券研究所

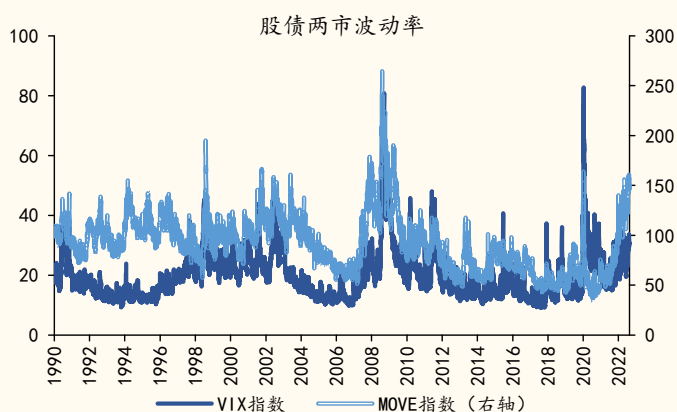
频发的危机极大加剧了近期市场的波动，也对各国的政策推行造成了很大干扰。8月中旬以来，美国股债两市波动率明显上升，VIX、MOVE 指数分别从 8月12日的 19.53、106.28 上行至 10月21日的 29.69、156.95，分别位于历史 90.7%和 97.9%的分位数。与此同时，高通胀、弱经济的环境下流动性的频频冲击，也给经济政策制定造成扰动，全球经济政策不确定性升至高位。

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

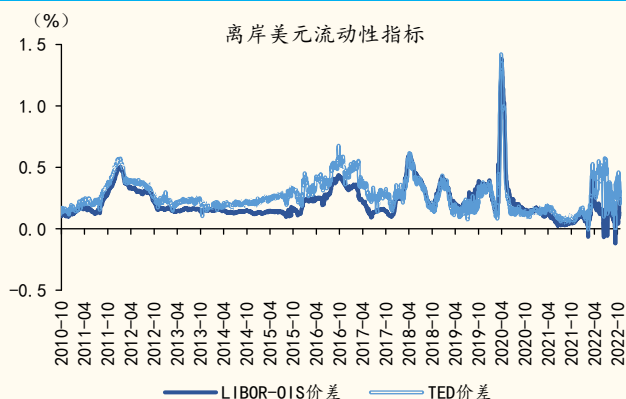
图表 6: 股债两市波动率明显趋高



来源: Bloomberg, 国金证券研究所

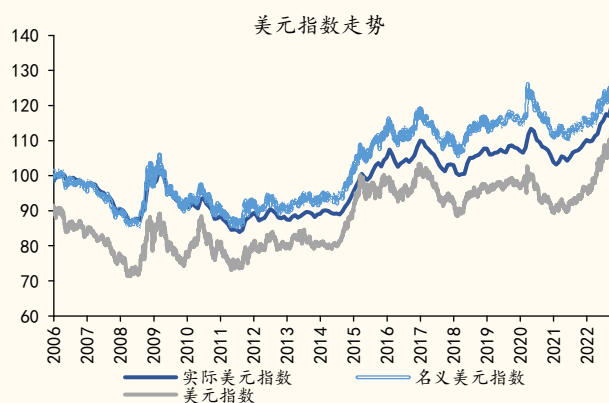
市场危机频发的原因, 是全球流动性收紧带来的累积效应的逐步显现。一方面, 海外央行普遍大幅加息, 3月以来, 美联储已累计加息 300bp, 加息节奏又急又陡; 美元与通胀形势的压制下, 非美经济体也普遍出现大幅加息, 全球流动性环境明显收紧; 另一方面, 自 9 月开始, 美联储每月以 950 亿美元规模的步伐开始缩表 (600 亿美元国债, 350 亿美元 MBS), 离岸美元流动性进一步趋紧, LIBOR-OIS 价差、TED 利差分别升至 10 月 21 日的 0.24%、0.23%。

图表 7: 离岸美元流动性较为紧张



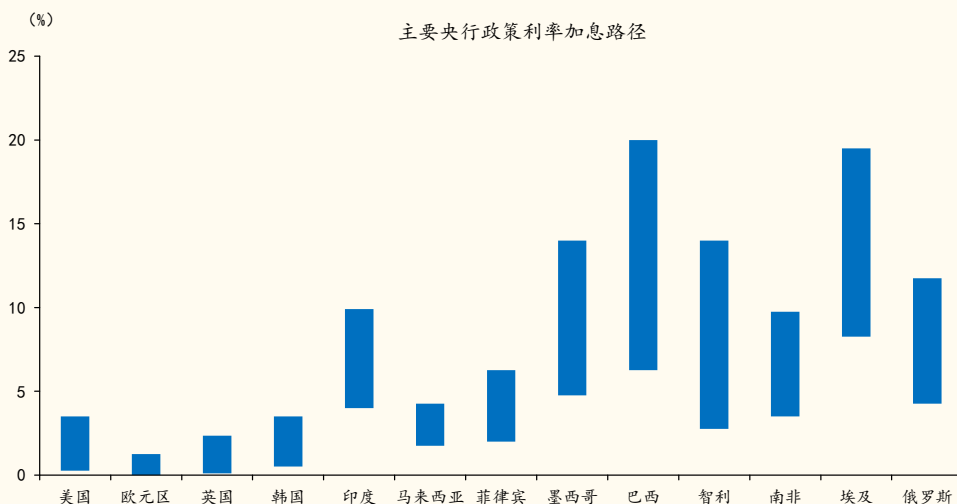
来源: Bloomberg, 国金证券研究所

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

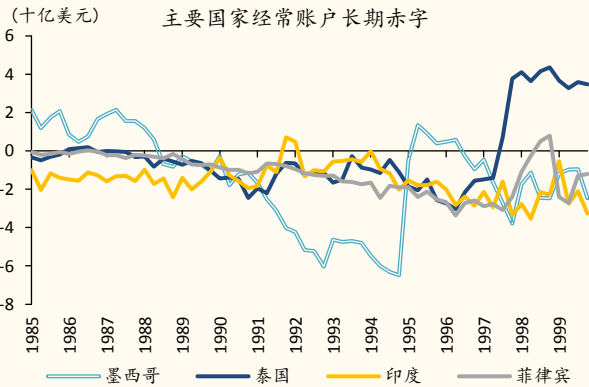


来源: Wind, 国金证券研究所

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%。

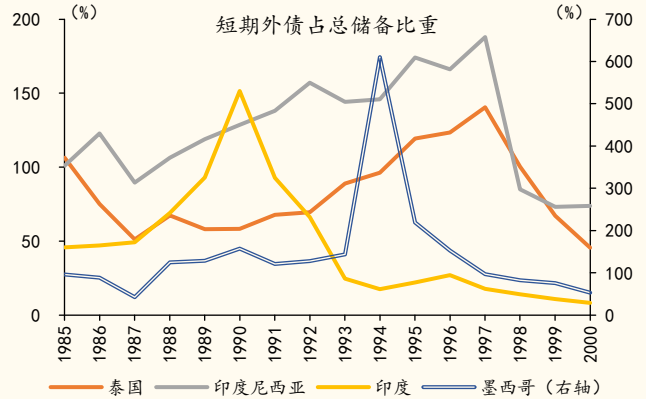
外债占比较高的国家，货币持续贬值或进一步加剧偿付压力，引发债务危机。1982 年拉美债务危机前，拉美地区长期资金净流入皆表现为短期外债，美国进入“沃尔克”时刻导致偿债压力激增，其中委内瑞拉短期外债达 133.6 亿美元。

图表 11: 主要国家经常账户长期赤字



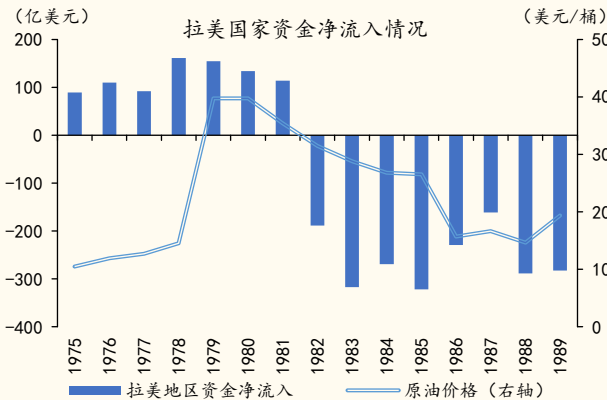
来源: Wind, 国金证券研究所

图表 12: 短期外债占总储备比重处于高位



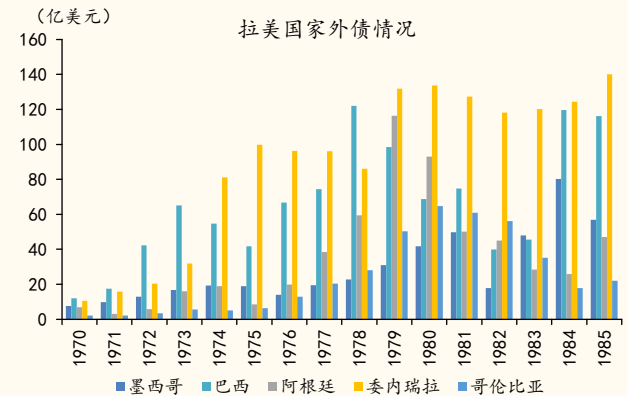
来源: Wind, 国金证券研究所

图表 13: 拉美国家资金净流入情况



来源: Wind, 国金证券研究所

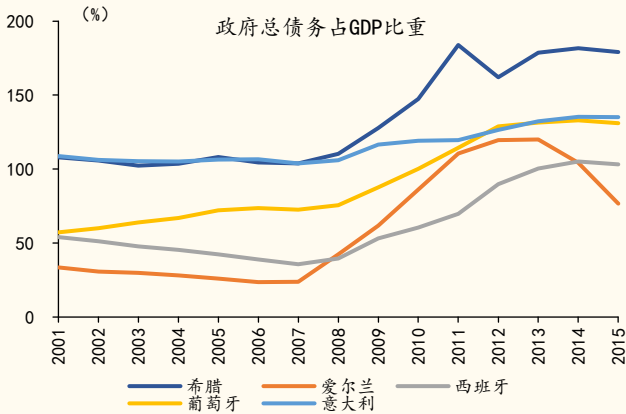
图表 14: 1970s 拉美国家外债存量不断攀升



来源: Wind, 国金证券研究所

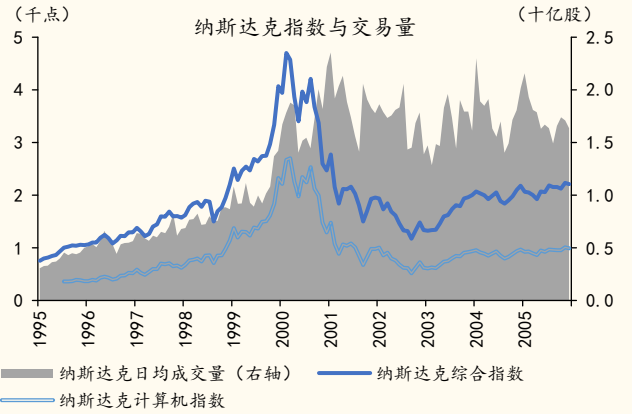
发达国家市场中，政府部门与资本市场的杠杆率过高，同样有危机爆发的潜在风险。2009 年，希腊、意大利和葡萄牙政府债务占 GDP 比重分别达 184%、119.7%和 114.4%，高债务杠杆下，欧央行两次加息引爆希腊等国家的债务危机，使危机扩散至欧元区核心国；2001 年美国互联网泡沫危机同样源于宽松货币政策下资本市场泡沫积累，纳斯达克指数两年内上涨 90%达 4697 点，估值创历史新高，随后政策转向与政府监管加强使泡沫破裂并引发金融危机。

图表 15: 政府债务占 GDP 比重



来源: Wind, 国金证券研究所

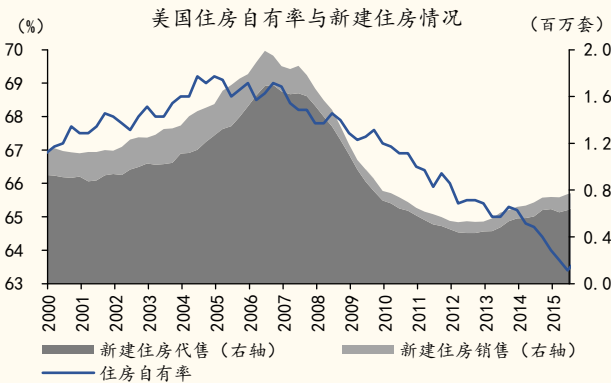
图表 16: 美国互联网股市泡沫积累



来源: Wind, 国金证券研究所

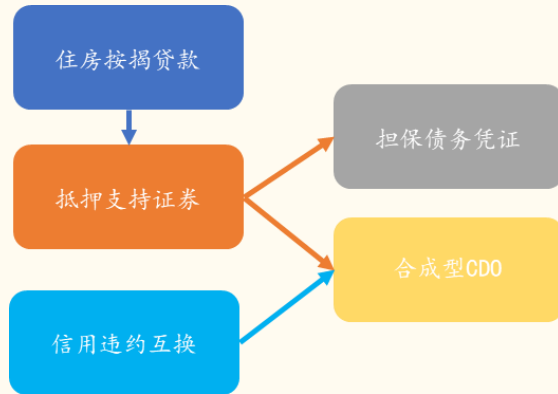
居民、企业部门杠杆率高企或将引致更严重的经济危机。如 2008 年美国次贷危机持续扩散引发的全球流动性危机。在早期购房潮推动下，美国银行不断发放次级抵押贷款，而金融机构则将次级贷为底层资产创造大量金融衍生品，2008 年美国 ABS 余额高达 1.23 万亿美元。还款利率攀升使次级贷款出现大量违约，叠加衍生品的杠杆效应，银行等金融机构出现挤兑现象。2008 年 TED 利差最高达 4.57%，全球美元流动性迅速枯竭。相较于金融市场与政府部门，居民部门杠杆率过高易导致资产负债表恶化，或将引发更大规模的流动性危机。

图表 17: 次贷危机前房产泡沫不断积累



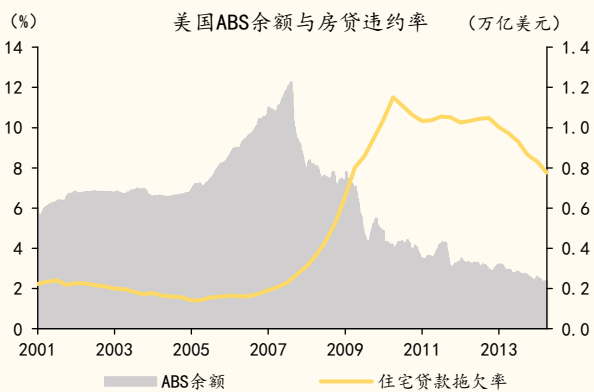
来源: Wind, 国金证券研究所

图表 18: 金融衍生品层层嵌套使杠杆放大



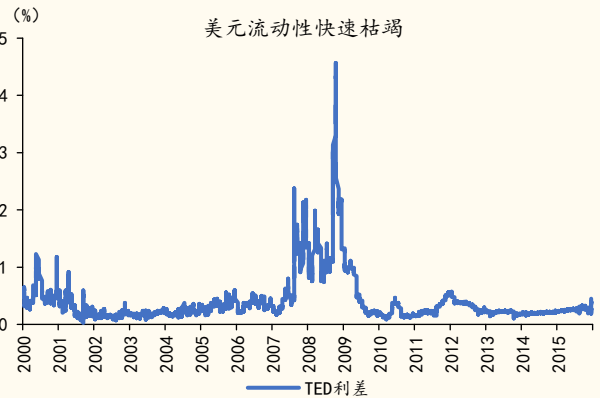
来源: Wind, 国金证券研究所

图表 19: 底层资产恶化衍生品市场崩溃



来源: Wind, 国金证券研究所

图表 20: 次贷危机期间美元流动性迅速枯竭

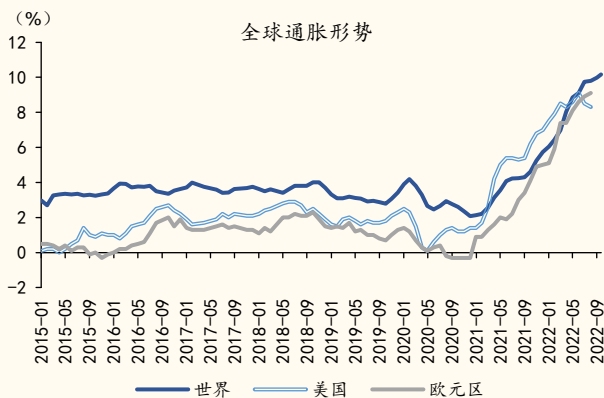


来源: Bloomberg, 国金证券研究所

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

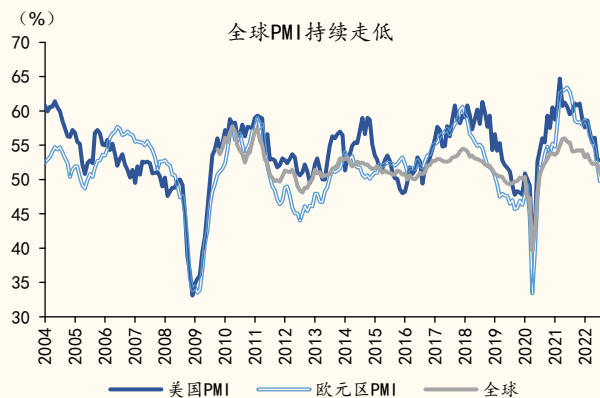
本轮周期与历史在通胀环境与政策周期两方面的差异，或导致海外市场风险集中暴露才刚开始。一方面，供给因素影响主导，使得本轮全球通胀起势急、落势缓；另一方面，疫情干扰下，当下经济周期与政策周期显著错位，导致紧缩政策的收缩效果更甚于过往。历史规律显示，美国制造业 PMI 连续回落 3 个季度左右，美联储通常会结束加息。而当下，美国 PMI 已连续 3 个季度回落，但加息进程才刚刚过半；美联储缩表规模更是在 9 月加码，或将进一步加剧海外美元流动性的收紧与尾部风险的暴露。

图表 21：当下通胀形势较为严峻



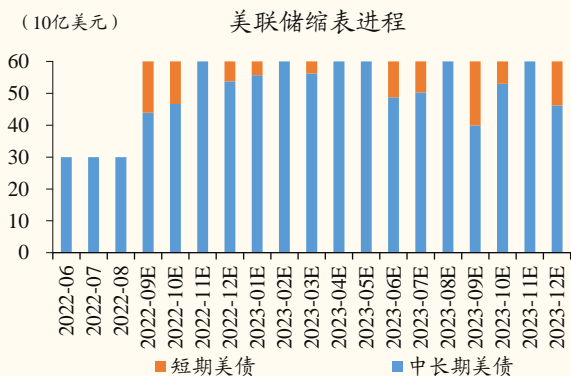
来源：Bloomberg，国金证券研究所

图表 22：全球 PMI 持续走低



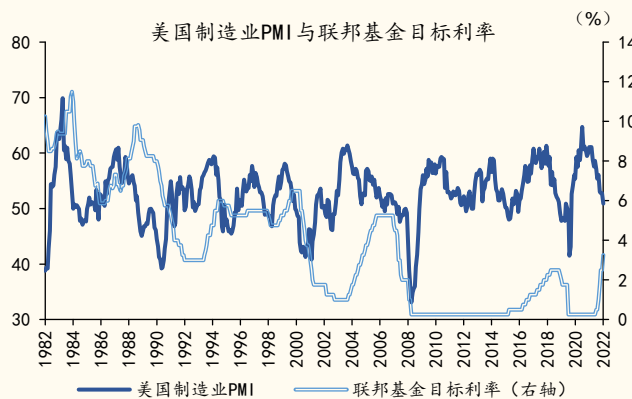
来源：Bloomberg，国金证券研究所

图表 23：美联储缩表进程



来源：Fed，Bloomberg，国金证券研究所

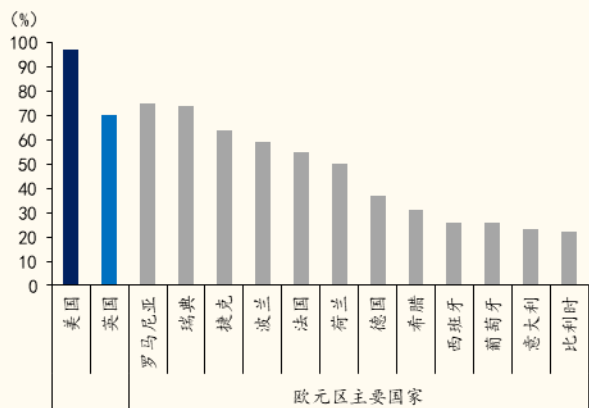
图表 24：欧美金融条件持续收紧



来源：Wind，国金证券研究所

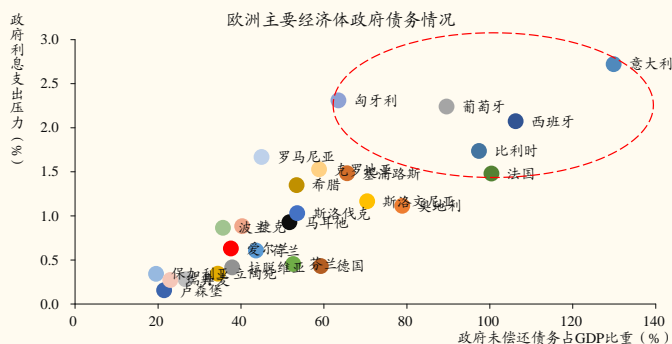
能源自给率较低的欧元区、日本等，风险暴露或才刚刚开始。1) 欧元区方面，疫情期间意大利等政府杠杆率升至历史新高，加息背景下，意大利等偿债压力或更加凸显；而能源危机的冲击下，欧洲经济“火车头”德国已现疲态，“核心国”自身难保或进一步加剧欧债风险。2) 日本方面，当下日本政府杠杆率高居全球第一，日央行资产中 73% 为政府债券，19% 为股权类资产。日本国债和股指波动率的攀升，正直接冲击日央行资产端的稳定性。同时，日央行已直接持有已发行国债的 50%，对 MMT 的过度践行，或使日元、日债失去定价锚。

图表 25: 欧元区主要国家能源自给率较低



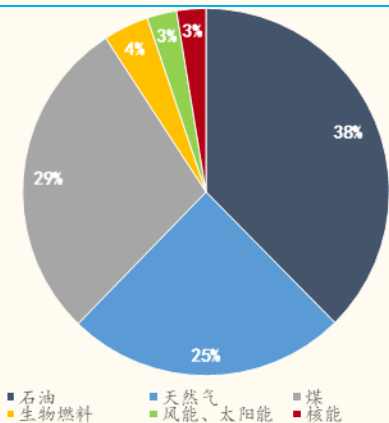
来源: EIA, 国金证券研究所

图表 26: 意大利等经济体或无法经受欧央行持续加息



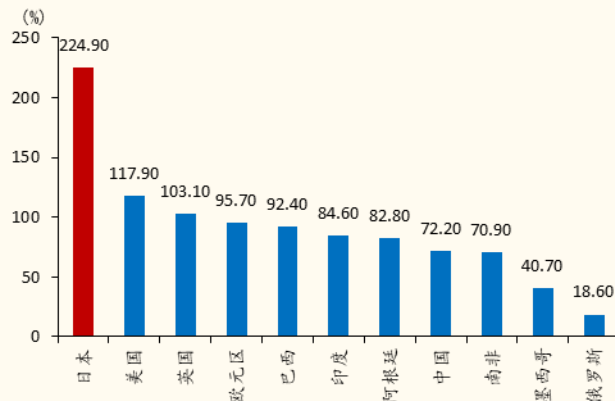
来源: Wind, 国金证券研究所

图表 27: 日本能源结构高度依赖油气



来源: IEA, 国金证券研究所

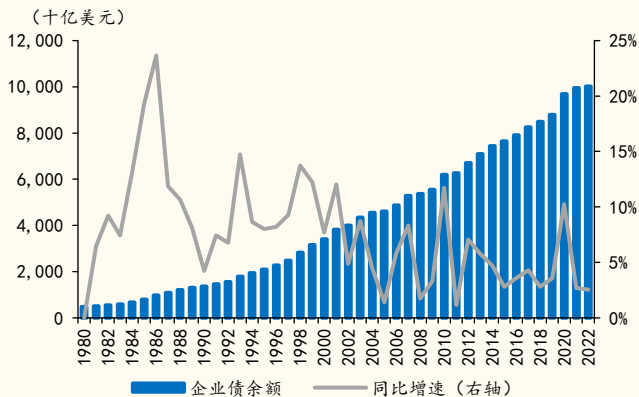
图表 28: 日本当前政府债务杠杆率全球第一



来源: Wind, 国金证券研究所

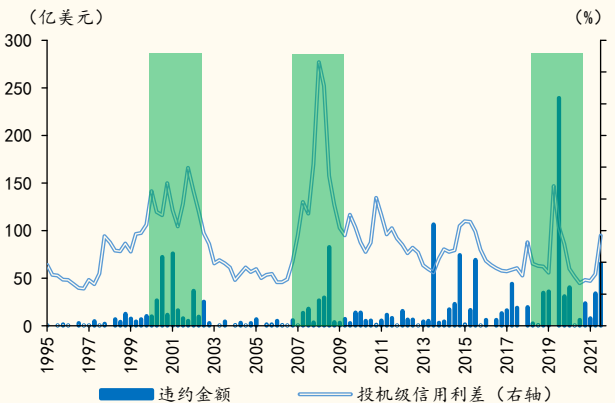
当下, 美国企业债规模已到历史最高阶段, 经济衰退推高风险溢价、大幅加息抬升无风险利率, “僵尸企业”高收益债的违约风险激增。过去两年间, 美国企业债发行规模快速扩张, 当前存量规模已破 10 万亿美元。历史回溯来看, 过去 4 轮经济衰退中, 美国企业债均出现了违约率的显著攀升和信用利差的快速走阔。截至 10 月 25 日, 美国投机级企业债期权调整价差 (OAS) 已升至 4.99%, 叠加无风险利率持续抬升、ETF 等机构投资者抛售, 违约潮或将爆发。

图表 29: 美国企业债未偿余额超 10 万亿美元



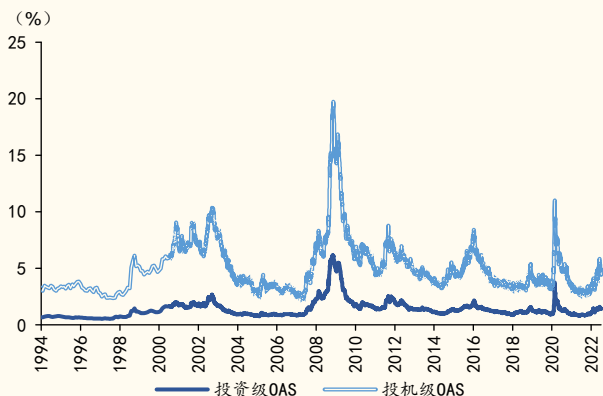
来源: SIFMA, 国金证券研究所

图表 30: 违约潮往往在信用利差快速走阔背景下爆发



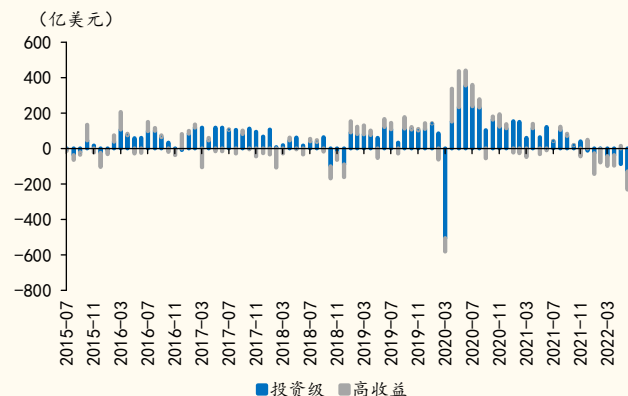
来源: Wind, 国金证券研究所

图表 31: 近期企业债信用利差快速走阔



来源: Wind, 国金证券研究所

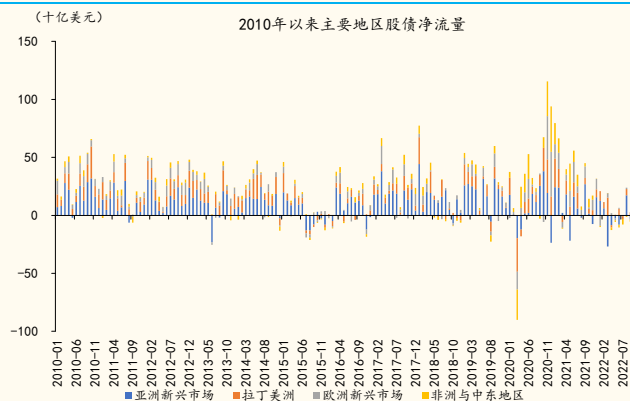
图表 32: 高收益企业债近期遭受ETF和基金的抛售



来源: Bloomberg, 国金证券研究所

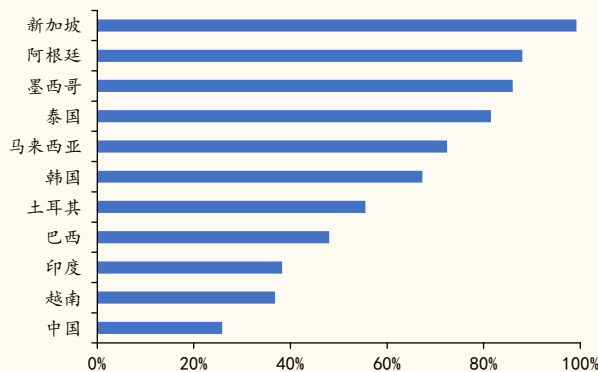
强美元压制下, 新兴市场面临明显的资本外流压力, 而能源对外依赖度高的国家贸易条件的恶化进一步加剧国际收支的不平衡, 土耳其、阿根廷等值得关注。1) 今年 3 月以来, 亚洲新兴市场、非洲与中东地区分别累计流出外资 331 亿美元、142 亿美元, 新兴市场的资金外流压力明显加大; 2) 油价高企也急剧恶化了对外能源依赖度较高国家的贸易收支, 经常账户赤字的大幅走阔, 同样为潜在的危机埋下了隐患; 3) 汇率持续贬值的背景下, 外债占比较高的国家偿付压力进一步抬升。整体来看, 土耳其、阿根廷等新兴市场的风险最为突出。

图表 33: 2010 年以来主要地区外资净流量



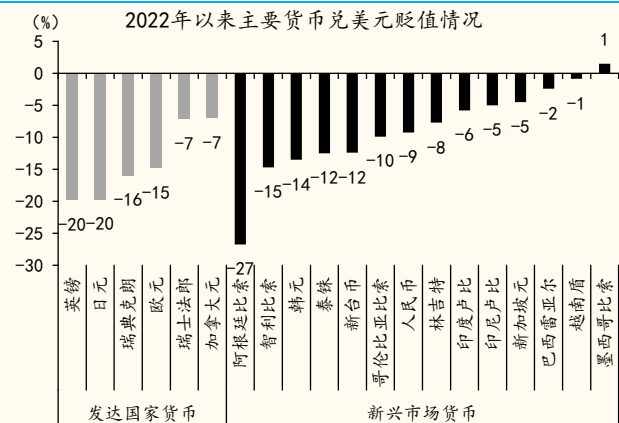
来源: IIF, 国金证券研究所

图表 34: 新兴市场油气能源依赖度



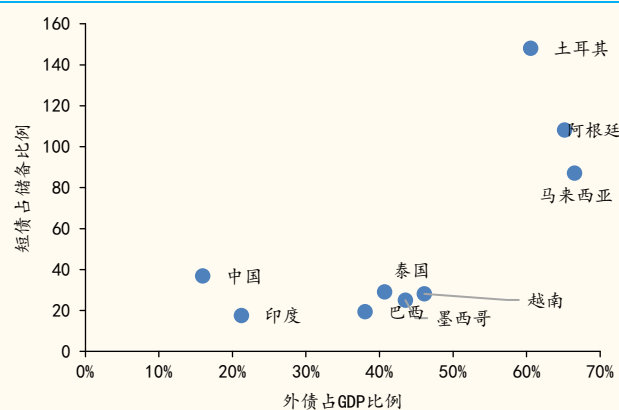
来源: EIA, 国金证券研究所

图表 35: 年初以来, 主要经济体货币贬值幅度



来源: Wind, 国金证券研究所

图表 36: 新兴市场债务压力



来源: Wind, 国金证券研究所

经过研究，我们发现：

- 1) 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。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；美元与通胀形势的压制下，非美经济体纷纷跟随甚至抢跑加息，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%。
- 2) 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，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。
- 3) 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。历史规律显示，美国制造业PMI连续回落约3个季度，美联储通常会结束加息。当下美国PMI已连续3个季度回落，但加息进程刚刚过半，缩表规模更进一步加码。
- 4) 当下或已进入尾部风险集中暴露阶段，但风险呈现方式或有不同。1) 能源自给率较低的欧元区、日本等，风险暴露或才刚刚开始；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) 资本外流压力、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、阿根廷等风险值得关注。

风险提示：

- 1、**美联储货币政策收紧超预期**：通胀率高居不下、就业市场韧性仍在，可能会导致美联储货币政策收紧超预期，持续大幅度加息。
- 2、**海外经济衰退超预期**：持续大幅加息，可能带来海外经济体需求的快速恶化，叠加能源价格居高不下，经济步入深度衰退。

特别声明:

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于C3级（含C3级）的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路1088号

紫竹国际大厦7楼

北京

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街3号4层

深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳市福田区中心四路1-1号

嘉里建设广场T3-2402