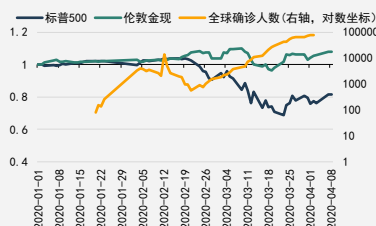


## 新冠危机指南：历次危机回顾

宏观 

宏观商品：



前海期货有限公司

投资咨询业务资格

投资研究中心

期货分析师：张若溪

电话：021-68770091

邮箱：zhangruoxi@qhfc.com.net

从业资格号：F3056946

期货分析师：许向东

电话：021-68770057-8071

邮箱：xuxiangdong@qhfc.com.net

从业资格号：F3063109

期货分析师：黄笑凡

电话：021-68770092

邮箱：huangxiaofan@qhfc.com.net

从业资格号：F3037570

投资咨询号：Z0013258

### 报告摘要

- 本次危机既有疫情直接影响也有伴生的债务危机因素。
  - 在流行病危机中我们回顾了 1918 西班牙流感和 1957 亚洲流感。从传染病数据特征上，新冠更接近西班牙流感，疫情可能持续至少 3 个季度。
  - 在债务危机中，我们选择了 1930 大衰退/1997 亚洲金融危机/2007 次贷危机三个样本。从周期来看，本次危机尚未出现大规模债务违约和减值，处在萧条前中期。
  - 新冠危机造成供应链效率下降，部分必选消费品短期可能出现供需不平衡，造成有限通胀。对所有商品来说，财富的消灭效应更大，整体呈现通缩。美国公司债务违约率一年内会显著上升。
- 本次危机有流行病和债务双重特征
  - 按照疫情归因
  - 按照债务危机归因
  - 主要风险展望

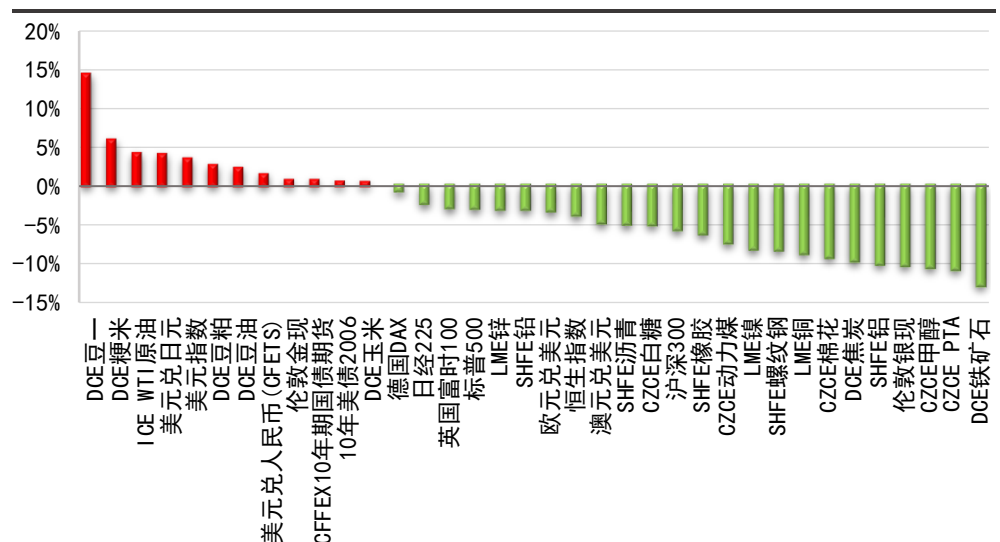
## 一、本次新冠危机有流行病和债务危机双重特征

### (一) 方法论:用流行病和债务危机双模板分析

#### 1 新冠疫情直接导致全球动荡

2020年3月11日,世界卫生组织正式宣布 Covid-19 成为全球流行病,全球资本市场剧烈波动。截至2020年4月7日,商品两级分化,部分农产品升值,能化板块引领工业品大幅下挫。美元升值,国债和贵金属走牛,权益市场惨淡。

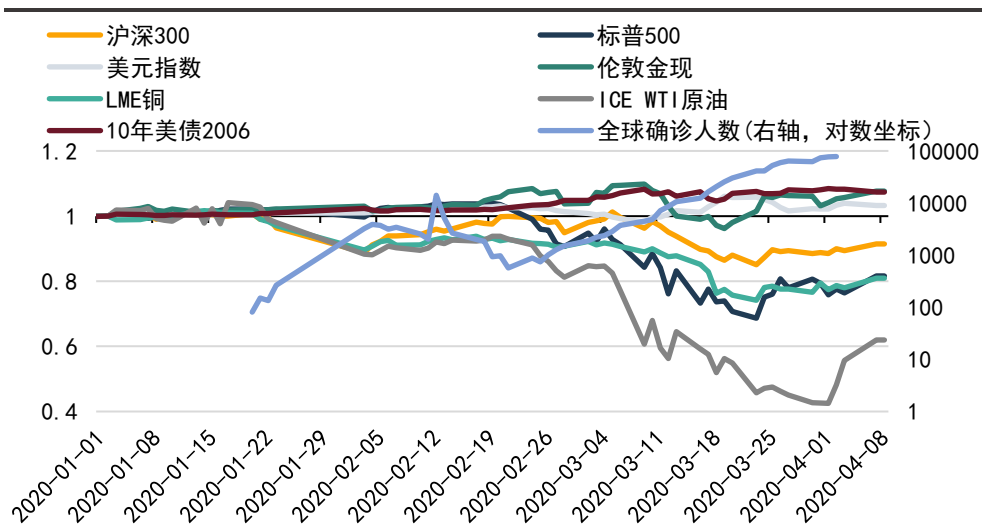
图1 3月11日以来,全球资本商品市场表现(截至4月7日)



数据来源: wind 资讯, 前海期货

从图2可以更清晰的看出疫情对于资本商品市场的影响。从春节后A股的走势来看,权益市场走势和每日确诊数是紧密相关的,并有一定预见性,股指先于疫情确诊峰值。

图2 1月1日以来，资本商品市场表现和确诊人数（截至4月7日）



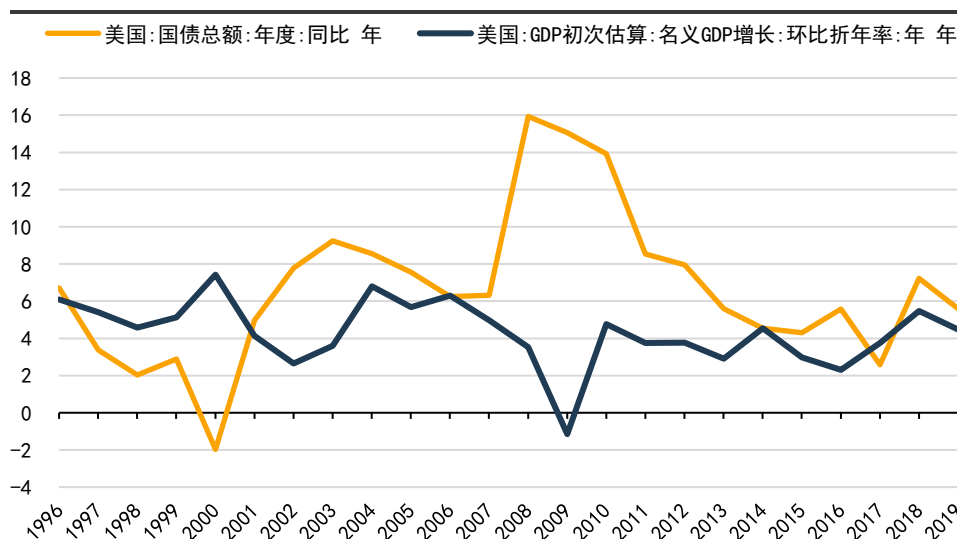
数据来源：wind 资讯，前海期货

为了研究疫情未来对于经济的影响，我们比对分析了 1918 年和 1958 年两次全球流行病。

## 2 美国经济周期接近本轮扩张末端，疫情的爆发严重破坏了信贷循环，因此也有债务危机的表象

从多个数据可以印证美国接近本轮扩张周期的末端。最明显的指标是，美国国债增速从 2019 年下半年开始显著超过名义 GDP 增速，这意味着债务才是推动经济增长的动力，通常是经济周期进入扩张末端的表象。

图3 2019 年下半年以来，美国经济增速显著弱于国债增长速度



数据来源：wind 资讯，前海期货

因此，我们采用桥水的债务分析模板，对历史上的几次危机（1997、1930、2007）进行比对分析。1997年亚洲金融危机采用韩国视角，其他两次采用美国视角。

### 3 分别对比流行病和债务危机分析

新冠危机是由于传染病疫情直接导致的，但它引爆了正在酝酿的债务危机，因此兼具两种危机特性。我们通过回顾历史上重要的大流行传染病和债务危机，整理历次危机的成因、结果、经济影响和时间轴，尝试理解本次新冠危机。美国的统计数据跨度较长，是很好的研究样本。除了亚洲金融危机，我们都采用美国的视角来观察。

对于全球流行病模板，我们分析了影响程度划分、成因和结果，重点放在对于经济的影响。

对于债务模板，我们借助桥水的债务分析模板和图表，对历次危机进行了高度概括，侧重于理解当前所处的周期。

## 二、按照疫情归因

### （一）疫情标准划分

根据 Warwick J McKibbin 和 Alexandra Sidorenko 针对全球大流行疾病对于宏观经济影响的研究，流行病可划分为四个等级。

表 1 全球大流行破坏等级（美国）

	轻度	中度	重度	截至 4 月 7 日
名称	1968 Hong Kong Flu	1957 Asian Flu	1918 Spanish Flu	Covid-19
病因	H3N2	H2N2	H1N1	冠状病毒
R0	1.56-1.85	1.53-1.70	1.47-2.27	1.4-2.5
侵入率	10%-30%	15%-40%	10%-40%	
死亡率	0.01%-0.07%	0.04%-0.27%	0.2%-4%	1.4%-3.4%
死亡人数	33800	116000	675000	12910

数据来源：wind 资讯，前海期货

目前大部分流行病学专家认为 Covid-19 在美国造成的死亡人数会高于

1957 年亚洲流感，低于 1918 年西班牙流感。由于全球化，人类的联系程度远远高于 1957 年和 1918 年，此次疫情对于全球经济造成的损害估计将远大于之前的全球大流行病。

首先我们回顾 1957 亚洲流感。

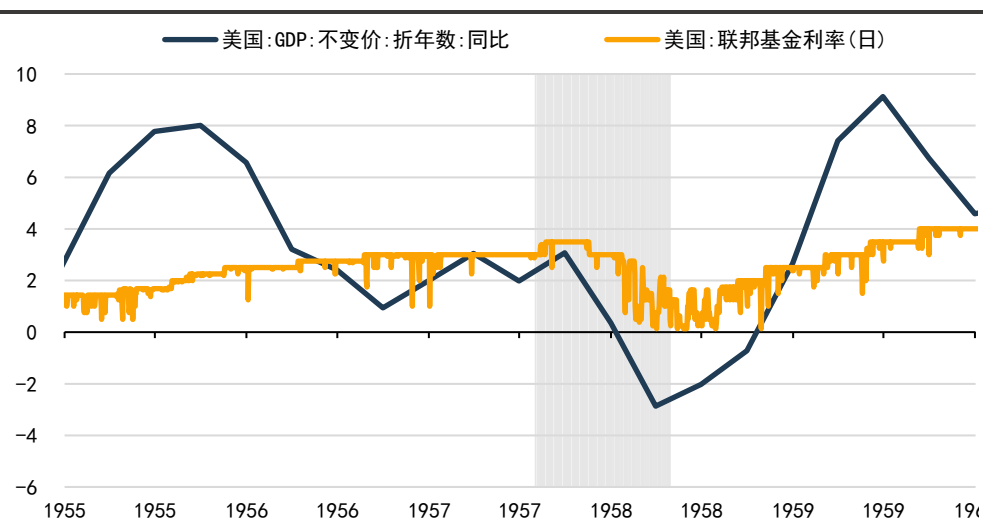
## （二） 中度：1957 亚洲流感

**起因和发展：**1957 年 2 月，亚洲流感从中国出现，6 月初传播至美国。由于美国政府没有强有力的推行社会隔离政策，绝大多数学校没有关停。疫情在 9 月暑假结束后开始大爆发。10 月份，纽约市曼哈顿区 43% 的学生和 11% 的教师由于疫情请假。10 月末，传播至美国半数以上城镇。

**结果：**大部分感染者病症程度没有达到需要住院治疗的地步。疫情最后在美国造成 116000 人死亡，全球超过 100 万人因疫情丧生。

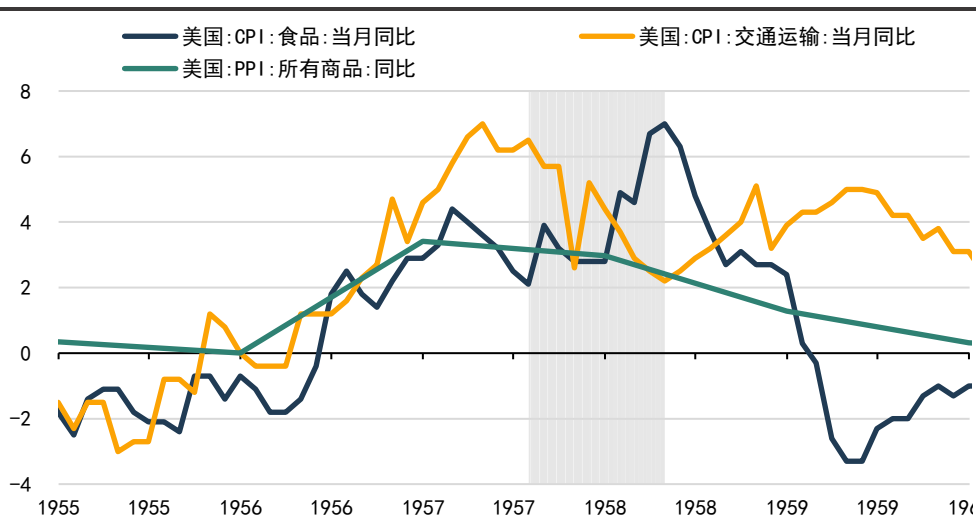
**对于经济的影响：**1958 年的亚洲流感爆发恰好和一次经济危机重叠。由于通货膨胀较高，美联储升息导致了一次小型危机。虽然疫情导致的旷工现象加重了经济衰退，部分研究者认为当时疫情的影响和经济危机的影响难以区分，这和目前的新冠危机情况比较类似，有很强的参考价值。

图 4 GDP 衰减幅度 6%，美联储迅速将利率降至 0



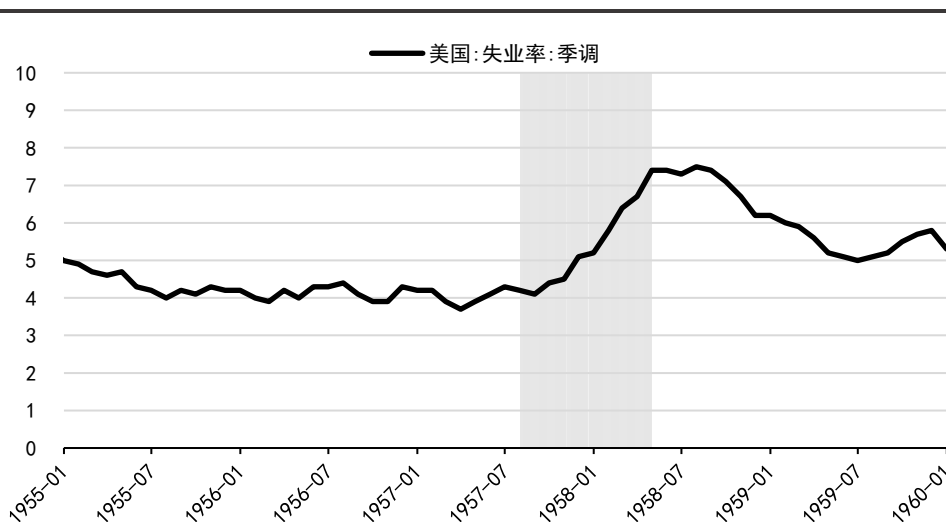
数据来源：wind 资讯，前海期货

图 5 除去 CPI 食品，其他 CPI 分项和 PPI 严重缩减



数据来源: wind 资讯, 前海期货

图 6 失业率最高上升 3.5%



数据来源: wind 资讯, 前海期货

对比: 本次疫情区别于 1918 年西班牙流感的最大特点是, 首次在全球大流行传染病疫情中发明了疫苗。但由于产能不足, 在疫情达到顶峰时只生产了供 17% 人口使用的疫苗, 且只有 60% 左右的疫苗实际有效, 所以疫苗对于防止疫情帮助不大。

1957 年亚洲流感是距今最近的危害程度高且有详实统计数据的大流行病, 参考价值比较高。1918 年西班牙流感虽然造成的危害更大, 但年代久远, 缺乏数据。

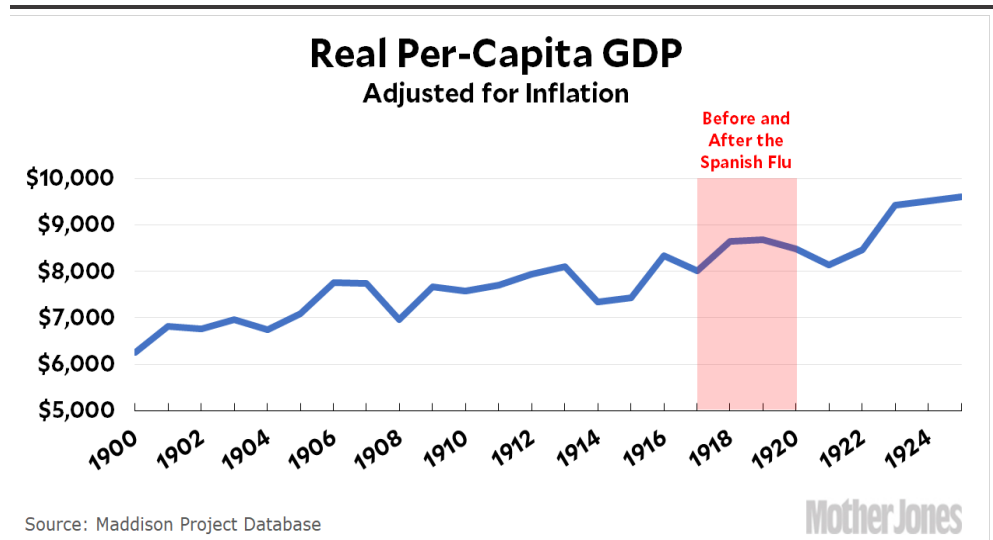
### （三） 重度：1918 西班牙流感

起因和发展：在美国的传播分为 3 波。第一波始于 1918 年 3 月，在 1918 年夏季后结束。第二波危害最为严重，在 1918 年秋季开始。第三波始于 1919 年春季。当时一战刚结束，回国的士兵加速了疫情的传播。疫情在美国传播路径从新英格兰地区向中西部传播。

结果：美国大城市暂时性封城。从记录来看，小石城经济活动减少了 40%，即使是食品零售业减少了 33%。1918 年西班牙流感主要通过并发症致死，身体机能强健的青壮年由于免疫系统的强烈排斥，死亡率远远超过老人和儿童。西班牙流感最终夺取 70 万美国人的生命，相当于今天的 2 百万人，其中 70% 是适龄工作人口。西班牙大流感大大催生了社会保障体系。

对于经济的影响：1 疫情后经济迅速复苏。2 由于 1918 年西班牙流感主要患者是青壮年，失去主要劳动力对于家庭的打击是致命的。这导致了贫穷程度迅速上升且影响持久。3 青壮年死亡率高导致了劳动力短缺，疫情后工资大幅上涨。4 本次危机同样和第一次世界大战部分重叠，导致经济影响难以区分。

图 7 对人均 GDP 影响超过 2 年



数据来源：wind 资讯，前海期货

对比：1 1918 年农业人口占美国比例约为 16%，美国人聚居程度远低于现代。即使是这样，西班牙大流感死亡率仍然接近 3%。目前新冠病毒致死率也接近 3%，危害程度是有可能超过 1918 年西班牙流感的。2 当时大部分工人没有带薪假期，也没有现代保险制度，许多人为了生计即使生病也继续工作。目前，各国政府为了控制住疫情，最经常使用的工具就是消费券。

### 三、按照债务危机归因

#### (一) 方法论

##### 1 通缩型和通胀型

债务危机一般分为通缩型和通胀型。当一个国家主要债务是以本币计价时，发生危机大部分是通缩型的。当一个国家主要债务是以外币计价时，发生危机大部分是通胀型的。这是由于当危机发生时，央行需要降息和“印钞”来减少债务。而当主要债务主要是以外币计价时，央行无法通过货币化缩减债务。伴随着挤兑，流动性和信用出借进一步缩减，容易出现通货膨胀。

容易发生通胀型危机的国家一般有以下特征：没有主权货币，没有或只有少量外汇储备，外债比例高，经常账户赤字，实际利率为负，有货币高通胀低回报的历史。

美国历史上最有名的两次危机，1929 年大萧条和 2007 年次贷危机都是通缩型危机。同一次危机，在不同的国家可能表现为通胀或者通缩。例如 2008 年，冰岛和俄罗斯都发生了通胀型危机。1997 年亚洲金融危机对于亚洲各国来说都是通胀型危机。

##### 2 经典周期划分：早期、泡沫、见顶、萧条、再通胀（通缩）

一个典型的债务危机分为 5 个阶段。

1 早期，经济复苏，债务良性增长。

2 泡沫。该时期的特征是经济高速运转，债务增长快于收入，国债收益曲线走平，权益市场回报高。

3 泡沫末端就伴随着短暂的见顶阶段。

4 市场接下来进入萧条阶段。对于通缩型危机，它的标志是大规模的债务违约和重组，短期利率降至 0。对于通胀型危机，标志是出现货币出现一次性大贬值，外储快速消耗。

5 萧条过后，市场开始进入再通胀（通缩）阶段，去杠杆是这一阶段的特征。去杠杆可能导致经济重新焕发活力，也有可能导致恶性通胀，这取决于政府的财政货币政策，包括空间有多大，能否配合顺利等。

##### 3 可观测指标

对于债务危机，桥水采用了以下经济指标来观测。



- 1 杠杆率。用来衡量债务和 GDP 的比例，外债比例等。
- 2 货币和财政政策。包括名义短期利率，M1 值和财政收支。
- 3 经济增长指标，主要是 GDP 同比增速和通胀。
- 4 市场指标。包括权益市场涨跌，长短端国债，收益曲线，外汇表现等。
- 5 外部仓位。包括黄金储备，资本账户和经常账户以及进出口平衡。

## （二）通缩型经济危机

### 1 1930 大衰退：美国

#### 1) 时间轴

#### 1927 年-1929 年：泡沫期

20 世纪 20 年代，美国开启了由技术进步引领经济快速增长的阶段，生产效率极大提高，从 1919 年到 1929 年，美国制造业的生产效率提高了 40%。

在经济增长的早期，大约 1922 年-1927 年，经济快速增长，通胀水平不高，企业盈利快速增长，失业率创战后新低。同时债务增速平稳，股票市场稳步走高。

由于金本位下黄金大量流入美国，1927 年英法德等国向美国施压，要求美联储降低利率，以此来降低美元的吸引力，美联储将利率水平从 4% 降低到 3.5%。极低的利率环境和不断增加的货币供给带来了信贷的快速扩张，商业银行贷款总量由 1920 年的 306.5 亿美元增加至 1929 年的 414.3 亿美元，涨幅达 35.2%。

伴随美国经济进入繁荣时期，美国股市也一并进入繁荣期，1927 到 1928 年期间，股票市场几乎翻番。大量的股票通过杠杆被买入，市盈率奇高。各阶层人民纷纷进入股市，股票市场的杠杆率大幅飙升。截至 1928 年 12 月，道琼斯工业平均指数已涨至 280.87 点，较 1927 年增长 41.6%。与此同时，随着信贷的快速增长，信贷需求逐渐由生产性贷款、消费性贷款转向投机性贷款，贷款结构的脆弱性日益增加，加剧了金融市场的不稳定性。

股市的不断上涨也增强了金融创新力度，投机者已不满足于传统银行提供的融资渠道，由此导致影子银行快速发展，新型投资产品及贷款模式层出不穷，如电话贷款和投资信托，拓宽了股票的融资渠道。金融创新提升了投机者的杠杆率，扩大了资金链条的影响范围，同时也对股票市场走向疯狂起到助推作用，进一步放大了金融市场风险。

#### 1929 年下半年：大崩溃

为抑制股市的投机行为，政府加大了对股市的干预力度，同时美联储开始收紧货币政策，进一步提高贴现利率，将贴现利率由 5% 调升至 6%。资金价格上行导致大量资金从金融市场撤出，资产价格开始下跌。截至 1929 年 10 月底，道琼斯工业平均指数较 9 月高点下跌近 30%。

由于股票价格的下跌，以保证金买卖股票的股民需要提供更多的担保品，不能满足要求的股民被迫抛售所持有的股票，进一步扩大了股市下跌幅度。到 1929 年 10 月 23 日，道指单日暴跌 6.3%，创当时最大单日跌幅，收盘为 305 点。市场出现了暴跌→追加保证金→平仓盘卖出→暴跌的负面反馈。到 1929 年 11 月 13 日，道指跌至 198.69 点，较 9 月高点下跌近 50%。

为缓解股票市场的流动性危机，美联储开始下调贴现率，由 1929 年 11 月的 6% 逐步降至 1930 年 4 月 3.5%，流动性的增加令股票市场再度反弹。然而随着经济的下行以及银行倒闭潮的发生，股市呈持续下跌态势，直到 1932 年 7 月才见底，最低点为 41.22 点，跌幅达 90%。

### 1930 年-1933 年：大萧条

到了 1930 年下半年，经济开始衰退。工业增加值大幅下滑，失业率上升。股票市场恢复大跌。为刺激经济增长，美联储多次下调贴现利率，将贴现利率由 1930 年初的 4.5% 降至 1931 年 9 月的 1.5%。

随着股市的暴跌以及经济的持续走弱，银行的资产负债表开始恶化，破产倒闭的银行数量逐渐增多。而美联储并没有及时采取措施拯救银行破产倒闭，导致市场恐慌情绪大幅上升，由此引发了挤兑潮，流动性短缺导致银行破产数量大幅上升。

到 1931 年的四季度，由于全球其他货币都在对美元贬值，美国出现了通缩。美国的大萧条向全球扩散。1931 年 9 月，道琼斯单月暴跌 30.7%，是大萧条以来最大的单月跌幅。纽交所停止了做空机制，美国国债被大举抛售。

为提升美元的吸引力，美联储将贴现利率由 1931 年 9 月的 1.5% 逐步提高至 1931 年 11 月的 3.5%，进一步收紧了市场上的流动性，对原本衰退中的经济无疑是雪上加霜。

美联储收紧货币政策以及市场流动性的缺失，不仅加剧了通货紧缩的程度，实际利率的提高又大幅增加了企业和居民的融资成本，导致经济产出水平的下降，而且降低了银行的贷款意愿，从而令金融机构的融资功能受阻，进一步恶化了流动性短缺的情况。

此外，美国对本国产品的贸易保护行动使得各国相继展开报复行动，纷纷

提高对美国产品的税率。进一步打击了本国工业和商业信心，美国的贸易总额大幅下降，全面的经济危机爆发。

大萧条期间政府增加了支出以应对经济衰退，但随着财政支出的增加，政府的财政赤字不断上升。为平衡财政预算，政府决定增加税收，进一步加重了萧条的程度。到了 1932 年后期，经济持续衰退，信贷收缩。企业持续亏损，越来越多的银行倒闭。美国国内失业率达到了 25%，通缩达到了 10%，经济全面衰退。

1933 年罗斯福上台后，宣布美元和黄金脱钩，并通过美联储向银行提供流动性，这些流动性可以基于银行资产提供，而非黄金，从而打开了美联储的印钞机，美国金融系统流动性紧缩的情况得以改善。此后资金价格开始下降，股市开始反弹，经济恢复了增长。

## 2 2007 次贷危机：美国

### 1) 时间轴

#### 危机爆发阶段：

2000 年美国互联网泡沫破灭，为了刺激经济，美联储开始大幅度降低利率，从 2001 年初开始连续进行了 13 次降息，联邦基金利率从最初的 6.5% 降到了 1%。此外，由于中国、日本和欧佩克国家的大量外储存放在美国，也使得美国的借贷成本不断降低。这种情况下，美国的金融机构大量使用杠杆并投资于高风险资产，房地产成为了最好的选择，2001 年至 2005 年美国房市火爆，在获取高额回报的同时，美国金融体系的杠杆率也急剧上升。

在美国富裕阶层的购房需求基本饱和的情况下，美国政府把注意力转向信用评级较低的人，通过立法要求金融机构向穷人发放贷款，促成了次级贷款的大量发放。在美国发放次级贷款的大部分金融机构是抵押贷款公司，而激烈的市场竞争更不断拉低了借款者的信用门槛。

提供次级贷款的抵押贷款公司并没有坐等房贷的本金和利息，他们将其打包成抵押贷款证券卖给房地美和房利美这样的大金融机构，以实现快速变现。而房地美和房利美也不会长期持有这些住房抵押贷款，他们和高盛等投行一起通过资产证券化将这一笔笔贷款打包成 CDO（债务抵押债券），并将其出售给市场。最后，金融机构又为这些 CDO 购买了保险 CDS（信用违约互换）。由于过度的金融创新，截至 2007 年，与次级贷款有关的金融产品总额高达 8 万亿美元，是抵押贷款的 5 倍。

随着国际油价的飞涨以及美国国内通胀率的飙升，美联储在 2004 年 6 月起的两年内连续 17 次加息，将联邦基金利率从 1% 上调至 5.25%。由于次贷大多为浮动利率贷款，也紧随基准利率上升而上升，大多数次贷借款人的还款压力大幅增加，房价迅速走低。房价下跌导致贷款人手中的房屋资产急剧缩水，无法支付高房贷，最终只能违约。而抵押贷款供应商也由于房价下跌降低了抵押品价值，导致其无法通过出售抵押品回收贷款本息。而此前被投行等各种金融机构疯抢的 CDO 等金融产品也无人问津了。

2007 年 2 月，汇丰银行宣布北美住房贷款按揭业务遭受巨额损失，减记 108 亿美元相关资产，次贷危机由此拉开序幕。2007 年 4 月，美国第二大次级抵押贷款公司新世纪金融公司因无力偿还债务而申请破产保护，随后 30 余家美国次级抵押贷款公司陆续停业。

随着大量次贷形成的坏账浮出水面，基于这些次贷的证券也大幅贬值，众多金融机构宣布遭受巨额损失，一些金融机构宣布破产或被收购，次贷危机全面爆发。

#### **全面爆发阶段：**

次贷危机愈演愈烈，华尔街整体陷入流动性危机。2008 年 7 月中旬，美国房地产抵押贷款巨头房地美和房利美遭受 700 亿美元巨额亏损，最终被美国政府接管。

2008 年 9 月 15 日，美国第四大投行雷曼兄弟宣布破产。同日，美国第三大投行美林公司被美国银行收购。雷曼兄弟的破产，彻底击垮了全球投资者的信心，包括中国在内的全球股市持续暴跌，欧洲的情况尤为严重，诸多知名金融机构频频告急，欧元兑美元汇率大幅下挫。

9 月 16 日穆迪和标普下调保险业巨头美国国际集团（AIG）的评级，AIG 股价开始暴跌。9 月 17 日美联储被迫对 AIG 提供高达 850 亿美元的紧急贷款，避免该公司陷入破产。9 月 21 日，美联储宣布批准高盛和摩根士丹利实施业务转型，转为银行控股公司，即普通商业银行。9 月 25 日晚，美国联邦存款保险公司接管美国最大的储蓄银行华盛顿互惠银行，这是美国有史以来倒闭的规模最大的银行。

至此，次贷危机已使美国金融市场发生巨变。除金融业外，美国汽车行业、零售业及能源业均遭受重创。

#### **企稳回升阶段：**

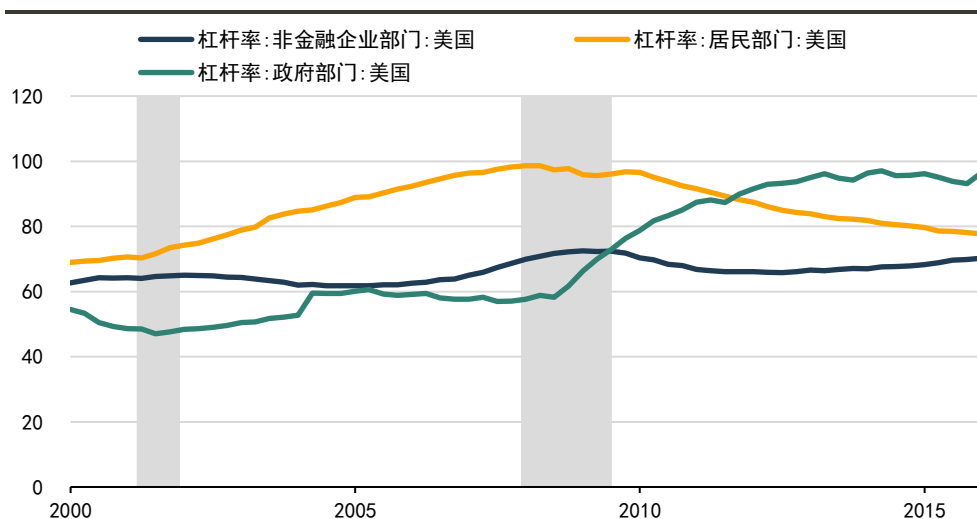
次贷危机后，不仅金融市场遭受全面打击，流动性出现严重不足，美国的

经济也受到严重冲击。2008 年第四季度，美国 GDP 下降 6.1%，失业率攀升。随后，美国政府在 2009 年出台了全面的经济刺激计划；美联储经过多次降息后，将利率降至接近于零的水平，并一直维持不变。

除此之外，美联储先后出台了四轮量化宽松政策，通过购买大量的资产支持证券、出售国债，为市场注入流动性。之后，一连串拯救措施的效果开始显现，美国经济逐渐复苏。

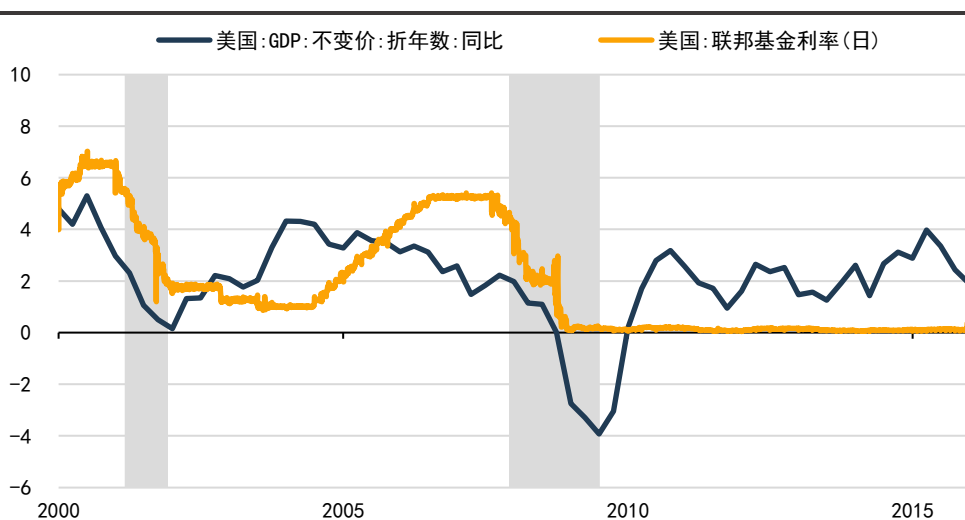
## 2) 图表分析

**图 8 危机前美国居民部门杠杆处在历史高位**



数据来源：wind 资讯，前海期货

**图 9 GDP 衰减幅度为 6%，联邦利率迅速降至 0**



数据来源：wind 资讯，前海期货

图 10 危机期间市场表现



数据来源: wind 资讯, 前海期货

图 11 危机期间核心消费严重通缩



数据来源: wind 资讯, 前海期货

### (三) 通胀型经济危机

#### 1 1997 亚洲金融危机: 韩国

##### 起始-东南亚金融风暴

20 世纪 70 年代至 90 年代初期, 东南亚国家赶上了发达国家进行大规模产业结构调整、向外转移传统制造业的机会, 从而实现了经济的快速增长。对于东南亚国家而言, 出口和投资是经济增长最主要的两大动力。同时账户逆差也是这些国家面临的一大问题, 由于汇率问题, 外债远超外汇储备。

1996 年所有东南亚国家的出口率都出现了大幅度的下降, 泰国的出口增长



率从 1995 年的 24.7% 下跌至 1996 年的 -1.9%，同时经常赤字占 GDP 的比重为 8.1%，而在这之前泰国已经持续了数十年的经常账户赤字。造成赤字的原因主要为泰国的钉住制（固定汇率）引发的泰国出口竞争力下降。

1997 年泰国经济疲弱、出口下降，国际投资者失去信心，大量的资本开始流出泰国。由于当时泰国汇率偏高并维持与美元的固定汇率，为国际投机资金提供了一个很好的捕猎机会。以索罗斯为代表的国际投机者大量卖空泰铢，泰国央行选择泰铢贬值来控制危机，但是由于外债高企，赤字巨大，且外汇储备不足，泰国央行维持泰铢固定汇率制导致了金融危机逐渐恶化。

1997 年 7 月 2 日，泰国政府宣布实行泰铢浮动汇率制，当天泰铢兑美元汇率下跌 20%，创下有史以来的最低纪录。外汇及其他金融市场一片混乱，泰国金融危机正式爆发。

在泰铢急剧贬值的影响下，东南亚其他国家的货币相继受到国际投机者攻击：7 月 9 日马来西亚股市指数下跌至 18 个月来最低点。7 月 11 日，菲律宾对比索的大规模干预宣告破产，决定放开比索与美元的比价，比索开始大规模贬值。8 月，马来西亚放弃保卫林吉特，一向坚挺的新加坡元也受到冲击。8 月 23 日，印尼盾贬值至历史低点，受到的冲击最为严重，甚至不得不向国际货币基金组织提出财政援助。

### **演变-亚洲金融危机**

在成功狙击东南亚国家之后，国际投机者把新的目标设为了回归不久的国际金融中心-中国香港。

1997 年 10 月中旬，中国台湾放弃了保卫新台币汇率。市场消息称中国香港为保持竞争力将放弃保卫联系汇率制度，同时工商界人士建议港币贬值，从而引发了大规模的港币抛售潮。

1997 年 10 月 21 日至 23 日，港币在香港、伦敦、纽约等市场连续遭到大量抛售。恒生指数一周内下跌 3174 点。同月 28 日，恒生指数跌破 9000 点。在港币被恶意抛售的时候，特区政府为了捍卫联系汇率制度，通过外汇基金大量买入港币，同时出售美元。在一系列措施后，港币汇率快速反弹。

1998 年 1 月中旬，印尼盾迅速贬值。在印尼盾的影响下，港币再次受到严重冲击，香港股市从 9000 点大关再次下跌至 7904 点的低位。这次攻击的影响相对较小，恒生指数于 1998 年 3 月反弹至 11926 点。

1998 年 6 月中旬，日元大幅度贬值的同时给港币带来了冲击。此次资金出逃严重，股市跌破 8000 点。

1998年8月的第一周，特区政府通告季度生产总值出现负增长，加上之前市场上存在的谣言，国际投机者开始疯狂做空港币。8月5日短短一天中，价值300亿港元的股票被卖出，随后两日内分别出现了150亿港元和78亿港元的抛售。于是特区金管局开始实行外汇储蓄直接进入市场购买港币的措施。在维护汇率稳定的同时，避免了银行利率的上升。投机者们在外汇市场遭到特区政府的反抗之后，开始转战股票市场 and 期货市场，通过建立股指期货空头，同时抛售大量的蓝筹股。恐慌的情绪持续蔓延，在8月13日，恒生指数收6660点。

8月14日，金管局开始使用外汇基金介入股票市场。在大量的购买蓝筹股后，恒生指数上升564点，收7224点，增幅达到8%。

8月下旬，不少对冲基金因俄罗斯卢布贬值遭受损失，开始急于从香港市场套现补救。特区政府乘机推高8月期货指数，强逼投机者平仓退出。

8月28日是香港恒生指数期货合约结算日，也是特区政府和国际投机者最后的较量。在俄罗斯经济下行的背景下，欧美股市开始下跌，投机者开始大量抛售股票，而特区政府单方面大量买入股票。8月28日一天之内，股票的交易量高达790亿港元，特区政府全力顶住了国际投机者空前的抛售压力，恒生指数收7829点，略跌93点。在接下来的几天，特区政府共买入高达150亿美元的股票，从而使得恒生指数站稳在7800点的位置。

随后，金融风暴席卷东亚，韩元持续贬值，日本大量银行金融机构破产。1998年9月，俄罗斯卢布贬值70%，股市、汇率急速下跌，欧美国家股市、汇市也受其影响发生大幅震荡；直至1999年，这场由东南亚开始最终扩散至全球的金融危机才得以告终。

#### 四、主要风险展望

##### （一） 是否会发生严重通胀？

###### 1 看信用供需是否平衡

疫情：如果需求消失速度超过供给消失速度，则不会发生通货膨胀。部分商品例如食品在1957年危机中出现了明显通胀。

经济：如果信用灭失和通缩加总大于通胀效应，则不会引起通胀。现金消费和信用消费效果一致。央行印钱本质上是用现金替代灭失的信用。如果信用替代和经济刺激平衡，不会产生通胀。另外，刺激被滥用也会产生通胀。本次新冠危机中，部分外债较多的国家很有可能出现严重通胀，例如阿根廷、巴西。



目前比较难以做出信用消灭和创造的定量分析。从经验上看，新冠危机可能造成部分农产品有限通胀，可选消费品和工业品出现通缩。

## 2 财政政策内部结构

新冠危机是疫情引起的，救助财政政策内部结构和次贷危机有显著不同。

下表是两次危机的财政政策总结。

表 2 新冠危机 2 万亿救助方案

措施	内容	金额（亿美元）
现金派发	2019 年收入低于 75000 美元的个人（或者合并收入低于 150000 的夫妇），成人每人 1200 美元，小孩每人 500 美元。	2750
财政支出	医院及医疗系统支持，1300 亿美元 联邦救灾署，450 亿美元 交通系统及机场，350 亿美元 教育系统，310 亿美元 疫苗及物资储备，270 亿美元 退伍军人支持，190 亿美元	3400
转移支付	对各州按人口分配转移支付	1500
行业补贴	拨款支持航空公司工资	320
减税及延后支付	推迟社保税费缴纳，2463 亿美元 员工社保税留置，504 亿美元 企业营业亏损抵免，821 亿美元 放松其他如利息抵扣，993 亿美元	4950
失业救济	延长至 39 周，四个月内每周额外提供 600 美元	2500
小企业贷款	2.5 个月工资成本金额的贷款	3770
特殊行业贷款	航空客运，250 亿美元 航空货运，40 亿美元 国家安全，170 亿美元	460
外汇稳定基金注资	支持美联储以 10 倍杠杆购买公司债	4540
合计		24190

数据来源：wind 资讯，前海期货

本次新冠危机财政政策现金派发到 2750 亿美元。如果经济继续停摆，预计将增加额度。而次贷危机以救助系统性重要机构为主，并没有直接对个人进行现金派发。

**表 3 次贷危机财政政策**

	时间	措施	金额 (亿美元)
财政支出	2008/2/1	布什政府《一揽子经济刺激法案》：出台 1680 亿美元的经济刺激计划	1680
行业救助	2008/9/1	财政部长保尔森：问题资产解决方案，允许政府从金融机构买不良资产。	
行业救助	2008/10/1	《经济稳定紧急法案》：涉及 7000 多亿美元的不良资产救助方案。其中 3500 亿美元用于收购银行、保险公司等金融机构的不良资产，3000 多亿美元用于救助房地产业。	7000
财政支出	2009/2/1	奥巴马政府《美国恢复与在投资法案》：7872 亿美元的经济刺激计划，约占美国 GDP 的 5.4%。三分之二用于公共开支和投资，三分之一用于减税	7872
住房市场	2008/7/1	《住房和经济复苏法案》：拨款 3000 亿美元建立住房专项稳定资金，向 40 万户申请 30 年期固定利率房贷的购房者提供担保。	3000
	2010/3/1	140 亿美元防止房贷违约计划，在 2012 年前，向 300 万-400 万住房所有者提供第二次修改和减少住房贷款的机会。	
就业市场	2010/1/1	雇佣新人税收抵扣政策，总规模约 300 亿美元。	300
	2010/3/1	《雇佣激励以恢复就业法案》：促进就业一揽子方案。	180
合计			20032

结合疫情造成部分供应链效率下降，部分必选消费品可能出现供需不平衡，造成有限通胀。对所有消费品来看，财富的消灭效应更大，整体呈现通缩。

## （二）美国公司债违约展望

2020 年 2 月份美国高收益债券违约率为 4.5%，同比已经出现了明显上升。2019 年 2 月份为违约率为 2.8%。未来随着偿付能力下降，公司债违约率会出现整体上升。

从 Baa 级公司债券数据来看，债务与核心税前利润之比从截至 2014 年的 586% 的低点降至截至 2019 年的 745%，Baa 级发行人的五年累计违约率从 2014 年的 1.04% 降至 2019 年的 0.41%。这意味着截至 2014 年底，在所有 Baa 发行人中，只有 0.41% 在未来 5 年或 2019 年底发生债务违约。相比之下，截至 2019 年的 25 年里，baa 级债券发行人的 5 年累计违约率平均为 1.37%。

**图 12 目前违约率处于历史低位**


数据来源：wind 资讯，前海期货

**图 13 公司债务占利润比例较高**


数据来源：wind 资讯，前海期货

自 1973 年以来，Baa 级发行人的 5 年累计违约率在 1996 年底创下了 0.0% 的历史新低，在 1990 年底创下了 5.20% 的历史新高。公司债务与核心利润的历年比率已经从 2014 年的低点 579% 上升到 2019 年的 881%，这是自 2009 年的 902% 以来的最高水平。即将到来的核心利润收缩可能会将这一总杠杆率推高至远高于 902% 的水平。

## 免责声明

本报告中的信息均源于公开资料，仅作参考之用。前海期货有限公司力求准确可靠，但对于信息的准确性、完整性不作任何保证。不管在何种情况下，此报告所载的全部内容仅作参考之用，不构成对任何人的投资建议，且前海期货有限公司不因接收人收到此报告而视其为客户，因根据本报告及所载材料操作而造成的损失不承担任何责任，敬请投资者注意可能存在的交易风险。

本报告版权归前海期货有限公司所有，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布，亦不得作为诉讼、仲裁、传媒及任何单位或个人引用之证明或依据，或投入商业使用。

如遵循原文本义的引用、刊发，需注明出处为前海期货有限公司，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改，并保留我公司一切权利。

## 关于我们

**总部地址：**深圳市前海深港合作区梦海大道 5033 号卓越前海壹号 A 栋 26 楼 08 单元

**邮政编码：**518052

**全国统一客服电话：**400-686-9368

**网址：**<http://www.qhfco.net>

