

新冠肺炎疫情、金融市场震荡与金融危机

○ 娄飞鹏

中国邮政储蓄银行 北京 100808

摘要:新型冠状病毒感染肺炎疫情在全球快速蔓延后,美国等国家金融市场出现大幅度震荡,历史罕见。金融市场震荡是疫情影响投资者信心,金融市场本身的风险需要释放,以及经济基本面悲观预期等因素共同作用的结果。目前来看,疫情对实体经济造成冲击,疫情应对情况也在很大程度上决定了金融市场震荡是否演化为全球金融危机,国外金融市场震荡对国内金融市场的传导需要审慎理性处理。

关键词:新冠肺炎;传染病疫情;经济危机;金融危机;股市熔断;货币政策;财政政策;经济预期

中图分类号:F832.5 文献标识码:A 文章编号:1009-4350-2020(05)-0025-11

作者简介:娄飞鹏,男,武汉大学经济学博士,财政部中国财政科学研究院博士后科研流动站博士后,研究员,高级经济师,中国养老金融50人论坛特邀研究员,供职于中国邮政储蓄银行总行,研究方向:宏观经济与宏观金融、养老金融。文章仅代表个人学术观点,与供职单位无关。

2020年初开始,受新型冠状病毒感染肺炎疫情(简称“新冠肺炎疫情”)影响,全球金融市场承压。尤其是2020年2月中旬新冠肺炎疫情在全球快速蔓延后,以资本市场为代表的全球金融市场大幅度下跌,美国股市在8个交易日内发生4次一级熔断,中间一度出现风险资产和避险资产同时下跌的情况,历史罕见。美国等国出台超常规货币政策、财政政策加大支持力度,各界也开始关注是否会因此而发生金融危机。目前来看,新冠肺炎疫情已对实体经济造成冲击,是金融市场大幅震荡的导火索,疫情应对情况也在很大程度上决定了是否会演化为全球金融危机。基于这种考虑,文章主要结合美国的情况开展研究,介绍了新冠肺炎疫情发生后金融市场震荡及应对措施,分析了金融市场震荡的成因,从传染病疫情与金融危机互动的视角分析金融市场震荡演化为全球金融危机的可能性,并提出对我

国的启示与建议。

一、金融市场震荡与应对

从国外的情况看,新冠肺炎疫情在国外爆发蔓延后,股票市场、债券市场、外汇市场和大宗商品市场都出现了较大幅度震荡。美国股市8个交易日发生4次一级熔断,多国股市也触发熔断。在金融市场震荡的同时,风险资产和避险资产一度同时大幅度下跌,说明金融市场存在较严重的流动性不足问题。为此,各国从财政政策、货币政策方面及时采取了应对措施。

(一) 金融市场震荡态势

新冠肺炎疫情在全球快速蔓延后,美国金融市场大幅度动荡,并且多个市场指标变动创造了历史峰值。从股票市场看,美国股市在2020年3月9~18日的8个交易日中,发生4次一级熔断,这是1987年

美国股市建立熔断机制至今^①第二次发生熔断,8个交易日发生4次熔断则是第一次出现。2020年3月中旬美国道琼斯工业指数、纳斯达克指数、标普500指数单日最高涨跌幅绝对值都超过9%。美国股市已经进入技术性熊市,2020年3月16~20日当周的跌幅创2008年10月至今的新高,并且三大股指跌回到2016年底的水平。标普500波动率指数(VIX)从2020年2月中旬的15左右快速上升至3月中旬的超过70,最高值在3月16日达到82.69,也是1990年至今的新高。从债券市场看,美国10年期国债收益率3月5日降到1%以下,是1953年至今的首次,1年期、3个月期国债收益率曾一度接近于零。从外汇市场看,美元指数经历大幅度震荡,2020年2月下旬开始下跌至3月中旬,之后开始上涨。从大宗商品市场看,黄金结束了从2018年下半年开始的牛市,伦敦金在2020年3月9~19日下跌12.88%,其中3月9~13日当周下跌8.59%,是2000年至今的最大跌幅;石油价格在2020年3月18日已较年初下跌超过50%。具体见表1。

总体来看,金融市场除多个指标震荡创历史新高外,还呈现出明显的个性化特点。一方面,风险资产和避险资产同时下跌,二者的相关性接近1,反映出流动性枯竭的特点突出。2020年2月下旬至3月上旬股票和债券同时大幅度下跌,3月中旬股票和黄

金同时大幅度下跌。另一方面,金融市场震荡跨国传染特点突出。除了外汇市场、大宗商品市场同步大幅度下跌外,各国资本市场也都同步大幅度下跌,欧洲、日本、韩国以及其他新兴经济体国家股票市场都大幅度下跌,多个国家股票市场发生熔断,并且都跌入技术性熊市。

(二) 针对金融市场的应对措施

面对因新冠肺炎疫情触发的金融市场大幅度震荡,美国通过宣布国家进入紧急状态、禁止旅行等措施,主要从新冠肺炎疫情控制、稳定金融市场、稳定经济预期等方面着手,采取多种应对措施。此举主要是由于金融市场震荡是由疫情触发,控制好疫情直接有助于稳定金融市场。这里主要从货币政策和财政政策方面进行分析。货币政策主要是降息,增加流动性投放,引导金融机构支持各类主体融资,财政政策重点是税收减免或延迟,加大补贴力度,出台经济刺激计划。就政策力度而言,甚至超过了2008年国际金融危机时期,总计超2万亿美元的经济刺激计划也是第二次世界大战至今的最大规模。

货币政策方面,美联储表示会用所有政策工具支持经济,最大限度稳定就业和价格。首先,快速超常规降息。美联储一般是在每个月的联邦公开市场委员会(FOMC)上决策利率问题,但新冠肺炎疫情在美国爆发且金融市场大幅震荡后,美联储在FOMC

表1

2020年1~3月的金融市场表现

市场	指数或指标	高点		低点		累计跌幅	单日最大跌幅		单日最大涨幅	
		日期	点位	日期	点位		日期	跌幅	日期	涨幅
美国股票市场	道琼斯工业指数	2~12	29551.42	3~23	18591.93	-37.09	3~12	-9.99	3~13	9.36
	纳斯达克指数	2~19	9817.18	3~23	6860.67	-30.12	3~12	-9.43	3~13	9.35
	标普500指数	2~19	3386.15	3~23	2237.40	-33.92	3~12	-9.51	3~13	9.29
美国国债市场	3个月期收益率	2~13	1.59	3~18	0.02	-98.74	3~18	-89.47	3~19	100.00
	1年期收益率	1~17	1.56	3~20	0.15	-90.38	3~20	-25.00	3~10	38.71
	10年期收益率	1~2	1.88	3~9	0.54	-71.28	3~16	-22.34	3~10	40.74
外汇市场	美元指数	3~19	102.69	3~9	95.06	-	3~9	-1.10	3~19	1.79
	伦敦金	3~9	1680.30	3~19	1463.89	-12.88	3~12	-3.58	3~3	3.21
大宗商品	ICE WTI原油	1~17	59.08	3~23	25.97	-56.04	3~9	-21.36	3~13	14.72
	ICE布油	1~3	68.70	3~18	28.20	-58.95	3~9	-26.55	3~10	13.05

注:1.涨跌幅、美国国债收益率单位为%,伦敦金单位为美元/盎司,ICE WTI原油、ICE布油单位为美元/桶;2.本表的数据是截至2020年3月23日的情况,文中表述也是基于这个时间点。

数据来源:Wind。

①至今的具体时点是截至2020年3月23日。下同。

非议息会议期间采取降息措施,2020年3月3日和15日分别下调联邦基金目标利率0.5个和1个百分点,直接将联邦基金目标利率的目标范围降至0~0.25%。这是2008年国际金融危机至今的最低利率水平,单次降息一个百分点是1982年至今的首次,也是1998年至今美联储的第八次非常规降息,与之前非常规降息不同的是这次利率本身处于低水平,降息空间很小。美联储在降息的同时,2020年3月3日下调超额准备金利率0.5个百分点至1.1%,3月16日将一级信贷(Primary Credit)利率下调150个基点至0.25%。其次,增加流动性投放。美联储大规模开展隔夜、定期回购操作投放流动性,从购买长期国债开始购买国债、市政债券、抵押贷款支持证券(Mortgage-Backed Security, MBS),无限量重启量化宽松(QE)。美联储也创设或重启多种政策工具,流动性支持对象涵盖金融机构、企业和家庭,具体见表2,2008年国际金融危机时期的几乎全部流动性管理工

具都予以重启。再次,积极引导金融机构。美联储自2020年3月26日起将金融机构的准备金率降至零,鼓励银行利用贴现窗口(Discount Window)提供的短期资金向受新冠肺炎疫情影响的企业和个人提供金融服务,放松对银行杠杆率的监管要求,还联合其他联邦金融监管机构和州金融监管机构加强对金融机构的引导。

财政政策方面,首先,税收延迟或减免。美国总统根据《斯塔福德法案》宣布紧急状态后,财政部和国税局发布推迟纳税指引,明确办理推迟缴税后没有罚款也不收取利息。对中小企业提供税收抵免,也提供了多项税收优惠或减免措施。其次,提供财政补贴和援助。这方面的措施具体包括:财政部为企业、州和地方政府提供贷款和担保,用ESF向美联储创设的CPFF等提供100亿美元信贷保护,并向美联储为PMCCF、SMCCF设立的SPV等进行300亿美元的股权投资,向家庭发放现金补助,提供失业补

表2 2020年3月美联储创设或重启的政策工具

日期	工具名称	操作、目的或作用
15日	长期美元流动性互换额度(Swap Line)安排	与加拿大银行、英格兰银行、日本银行、欧洲中央银行、美联储和瑞士国家银行协调行动,以长期美元流动性互换额度安排,加强流动性提供,定价下调25个基点
17日	商业票据融资便利(Commercial Paper Funding Facility, CPFF)	支持商业票据市场为汽车贷款和抵押贷款提供信贷和资金;23日宣布扩大CPFF,将高质量、免税的商业票据纳入合格证券
17日	一级交易商信贷便利(Primary Dealer Credit Facility, PDCF)	促进一级交易商支持市场平稳运行,并促进向企业和家庭提供信贷
18日	货币市场共同基金流动性工具(Money Market Mutual Fund Liquidity Facility, MMLF)	向合格的金融机构提供贷款;23日宣布扩大MMLF适用的证券范围,包括市政可变利率活期票据(Municipal Variable Rate Demand Notes, VRDNs)和银行存款凭证,促进信贷资金流向市政当局
19日	临时美元流动性互换额度安排	帮助减轻全球美元融资市场的流动性压力;与澳大利亚储备银行、巴西中央银行、丹麦国家银行、韩国银行、墨西哥银行、挪威银行、新西兰储备银行、新加坡金融管理局和瑞典央行建立临时互换额度,合计4200亿美元
23日	一级市场公司信贷便利(Primary Market Corporate Credit Facility, PMCCF)	购买公司债券,支持大型企业贷款、发行新债券;美联储为PMCCF设立一个特殊目的机构(Special Purpose Vehicle, SPV),并为SPV提供资金,财政部利用外汇稳定基金(Exchange Stabilization Fund, ESF)对SPV进行股权投资
23日	二级市场公司信贷便利(Secondary Market Corporate Credit Facility, SMCCF)	购买公司债券,为未偿还公司债券提供流动性;美联储为SMCCF设立SPV并为SPV提供资金,财政部用ESF对SPV进行股权投资
23日	定期资产抵押证券贷款工具(Term Asset-Backed Securities Loan Facility, TALF)	支持信贷流向消费者和企业;TALF将允许发行由学生贷款、汽车贷款、信用卡贷款、小企业管理局(Small Business Administration, SBA)担保的贷款和某些其他资产支持的资产支持证券(Asset-Backed Securities, ABS)
31日	临时回购协议工具(Repurchase Agreement Facility for Foreign and International Monetary Authorities, FIMA Repo Facility)	支持包括美国国债市场在内的金融市场的平稳运行,从而维持美国家庭和企业的信贷供应

资料来源:根据美联储官网信息整理。

助、灾难救助,支持工人带薪休假,对老年人和残疾人提供更多的支持。再次,出台经济刺激计划。除了提供补贴和援助、减税或免税外,财政部还出台多轮经济刺激计划,扩大联邦支出,为州和地方政府、企业、医疗系统提供援助基金,支持病毒检测和疫情防控。按照2020年3月18日出台的推迟纳税指引测算,可以为市场提供约3000亿美元的短期流动性(U.S. Department of the Treasury, 2020)。

其他政策方面,美国小企业管理局为小企业提供低息贷款,金融机构对汽车贷款、学生贷款延迟还款或减免利息等。

二、金融市场震荡的原因

金融市场出现大幅度震荡是美国经济、金融、社会领域脆弱性较高等多种因素共同作用的结果。总体而言,新冠肺炎疫情爆发后市场主体的信心和情绪受到冲击是重要的导火索,金融市场长期积累的风险需要释放,经济基本面存在悲观情绪共同作用导致美国金融市场出现大幅度震荡。从表面上看,金融市场震荡是由新冠肺炎疫情等因素触发,但其背后反映出来的是2008年国际金融危机后美国经济金融领域风险积累的一次总爆发。

(一)外生冲击是重要导火索

新冠肺炎疫情是引发金融市场震荡的一个导火索。从历史情况看,传染病疫情是经济金融发展的外生冲击,其事先无法有效预测,发生后直接限制人类的经济行为,引发经济衰退和金融市场震荡(姜飞鹏, 2020)。新冠肺炎疫情于2020年1月在我国爆发,当时全球金融市场就有所表现,国内外股市面临较大下跌压力。在新型冠状病毒肺炎被确认存在人传人的情况后,A股在春节前的最后三个交易日微跌,春节长假期间国外股市下跌,2020年2月3日春节后首日开市下跌,当日上证综指下跌7.2%、深证成指下跌8.45%。在2020年2月中旬新冠肺炎疫情在国外快速蔓延后,尤其是欧美部分国家在疫情发生初期应对不够积极,严重影响了投资者信心,欧美国股市开始出现大幅度下跌。

石油价格战是金融市场震荡的另一个重要导火索。新冠肺炎疫情在我国发生后,全球和我国经济增长悲观预期出现,加上我国是重要的石油进口国,

各界预期2020年石油需求减少,价格存在下行压力。国际能源署(IEA)预测2020年第一季度我国石油需求同比下降180万桶/日,全球石油需求同比下降250万桶/日。在2020年第二季度石油需求能恢复正常的情况下,2020年全球石油需求预计将下调110万桶/日,这是自2009年至今全球石油需求同比首次下降。在新冠肺炎疫情在全球快速蔓延、石油价格因为需求不足面临下行压力的情况下,2020年3月6日,石油输出国组织(OPEC)与俄罗斯就减产150万桶/日未能达成协议,沙特阿拉伯表示从2020年4月开始石油产量将增加至1000万桶/日以上,国际石油价格因此而大幅度下跌。2020年3月6日、9日两个交易日,ICE布油收盘价分别下跌9.33%、26.55%,ICE WTI原油收盘价分别下跌6.47%、21.36%。

石油价格大跌让OPEC成员国的主权财富基金大量赎回,并将影响传导至金融市场。OPEC成员国对石油出口有较强的依赖,最早探索成立主权财富基金,把石油出口获得的外汇收入汇入主权财富基金管理,以稳定本国经济并支付养老金。科威特早在1953年就建立了全球第一个主权财富基金,两次石油危机时期OPEC成员国依靠出口石油创造外汇大量设立主权财富基金,至今中东地区仍然是全球拥有主权财富基金最多的主体(张启迪, 2017)。根据主权财富基金研究所(SWFI)的统计数据,目前全球资产规模最大的89个主权财富基金,总资产约8.4万亿美元,这其中中东地区的主权财富基金就有17个。就主权财富基金的投资区域看,北美和欧洲是其主要的投资地区。随着主权财富基金规模的扩大,其已成为国际金融市场的一个重要机构投资者,对全球金融市场的影响也越来越大(马放、陈伟忠, 2016)。面对石油价格暴跌,OPEC成员国大量撤回主权财富基金投资以补充国内现金流,平衡财政压力,稳定国内经济。历史上,OPEC成员国确实有过类似的做法。2014年6月份石油价格开始大幅度下跌后,中东国家通过从资金管理公司撤资、抛售股票和美国国债等方式动用主权财富基金中的资金,以减轻国内财政支出压力(宋建宇, 2016)。

不仅如此,石油价格大幅下跌的结果是,已远跌破美国页岩油企业达到盈亏平衡点所要求的48美元/桶,页岩油企业评级下降,债券违约风险加大,易

于遭到市场抛售并带动整个市场抛售债券。美国评级为BBB级信用债券规模在2008年国际金融危机后快速增长,从2008年初的7296亿美元快速增加至2019年的3.2万亿美元,其在投资级债券中的占比超过55%,并且2020~2022年到期规模较大(徐驰、张文宇,2020)。受新冠肺炎疫情冲击经济影响,高杠杆率企业信用水平下降,BBB级信用债券易于沦为垃圾债券被投资者抛售,债券市场风险被放大。从实际情况看,美国的BBB级及以下高收益信用债券中,能源行业占比约为14%(徐驰、张文宇,2020),这其中又以页岩油企业为主。面对石油价格大幅度下跌,页岩油企业的评级下降,其信用债券和股票都易于遭抛售,增加资本市场的抛售压力,影响资本市场。正是从这个角度看,石油价格大幅度下跌也是导致金融市场震荡的一个导火索。

(二)金融市场风险需要释放

首先,美国股市经过长期的牛市行情,估值偏高,存在下调压力。2008年国际金融危机后,美国虽然是金融危机的发源地,但经济和金融快速恢复,股市从2009年3月开始出现了长达约11年的牛市。就美国三大股指当天的收盘价看,从2009年3月9日的低点开始,道琼斯工业指数至2020年3月12日的高点上涨了351.37%,纳斯达克指数至2020年2月19日的高点上涨了673.84%,标普500指数至2020年2月19日的高点上涨了400.52%。具体见表3。根据Leuthold Group以道琼斯工业指数为基准开展的研究,美国股市2009~2020年的牛市是1900年至今持续时间最长的牛市,牛市期间的涨幅排第三(尔夫,2018)。历时最长的牛市也让美国股市的估值与历史相比偏高,存在较大的回调压力。道琼斯工业指数、纳斯达克指数、标普500指数在2020年2月达到

高点时的市盈率(PE)分别比各自的指数编制至今中位数高出36.35%、11.61%、26.48%。具体见表3。总之,无论从牛市行情持续时间还是从估值看,美国股市都存在调整压力。

其次,对冲基金的风险评价(risk parity)投资策略,让其在风险资产和避险资产同时下跌时难以平衡风险,引发市场的抛售推动资本市场大幅度下跌(彭文生,2020)。风险评价投资策略原来是依据风险资产和避险资产价格负相关的思路配置资产,如配置60%的股票和40%的债券以兼顾收益和风险。2008年国际金融危机中股债同时暴跌让风险评价投资策略一度失灵。之后桥水基金对其进行了改良,从强调资产配置改为根据资产的波动率来配置风险,重点根据各类资产的历史关系和风险关联度,通过配置资产实现平衡资产风险组合的目的,并且加杠杆实现收益最大化。事实表明,这种组合方式面对风险资产和避险资产的同时下跌,相关性达到近似1的时候仍然会面临抛售问题。股市和债市同时暴跌让风险评价对冲基金不得被迫平仓以降低杠杆率,股市大幅度波动又决定了为平衡风险进一步大规模抛售股票,进一步加剧恐慌,形成正反馈(邓海清,2020)。根据野村证券2018年的研究,美国风险评价对冲基金总规模约为1.5万亿美元,摩根大通估计2020年2月23~29日此类对冲基金抛售超过1000亿美元,德意志银行估计从股市大跌至2020年3月12日风险评价对冲基金的股票头寸从超过70%降至约20%(周觅,2020)。风险评价对冲基金与OPEC成员国的主权财富基金、页岩油企业等主体共同抛售股票,势必导致股市大幅度下跌。

再次,程序化交易、计算机量化交易机制容易在股票价格下跌时形成踩踏,助推股票价格下跌。随

表3 2009年3月~2020年3月美国股市指数和估值

指数	指数			估值		
	低点	高点	涨幅	PE中位数	高点PE	高出比率
道琼斯工业指数	6547.05	29551.42	351.37	17.01	23.18	36.35
纳斯达克指数	1268.64	9817.18	673.84	33.41	37.29	11.61
标普500指数	676.53	3386.15	400.52	19.60	24.79	26.48

注:1. 指数涨幅、PE高出比率单位为%,PE单位为倍;2. PE中位数是各个指数编制至2020年3月23日的中位数;3. 因2002年4月5日纳斯达克指数的PE达到6513.14倍,异常值拉高了其上市至今的PE算数平均数,因此未将最高点的PE与PE算数平均数比较。

数据来源:Wind。

着技术的进步,股票市场的投资者越来越依赖于程序化交易、计算机量化交易,其交易量在美股总交易量中的占比从2017年的约25%上升至2019年的50%~60%(徐驰、张文宇,2020)。这种交易机制在构建复杂模型的基础上,根据模型设置的条件进行计算机程序化算法交易,可以有效规避人工交易中的情绪不稳定因素。然而,程序化交易、计算机量化交易缺少人工的判断,主要根据市场波动率等指标来决策,如此一来就容易形成大量的同质化交易,当波动率下降时根据计算机交易指令购买风险资产,当波动率上升时又根据计算机交易指令卖出风险资产。这种情况也导致在股市上涨时推动上涨,而在股市下跌时助推下跌。

(三)经济基本面总体较悲观

一方面,美国经济增长强劲的背后存在隐忧,未来经济增长预期悲观。这方面具体表现为:首先,美国经济结构性问题突出。美国的生产率从本世纪初开始出现下降,这也是美国经济面临的最大的结构性问题,其新科技发明无法产业化(朱民,2018)。同时,美国还存在人口老龄化、财政赤字严重等结构性问题。其次,美国经济对消费依赖性较高。美国经济长期依赖高消费来支撑,但2008年国际金融危机后其贫富差距扩大,不利于消费拉动经济增长。这其中的原因是,富人的资产配置在金融市场较多,其可以从金融市场尤其是股市的牛市中获益,穷人在房地产领域资产配置较多金融市场配置的却较少,其无法从股市牛市中获益。从消费倾向来看,穷人的消费倾向更高,但贫富差距拉大让穷人的消费潜力无法有效释放。再次,美国经济增长存在下行压力。美国2017~2019年实际GDP同比平均增长2.56%,比2010~2016年的2.18%高出16.43%,其经济高增长面临是否可持续的问题。2019年美国国债收益率出现倒挂,长期国债收益率下降而短期国债

收益率上升,其背后是对长期经济增长预期悲观(娄飞鹏,2019)。除此以外,近年来民粹主义、贸易保护主义抬头等都加剧经济增长的脆弱性,也进一步增加了各界对美国经济增长预期的悲观情绪。美联储的各项流动性投放政策虽然可以起到稳定流动性的作用,但难以有效改变预期并提振信心。

另一方面,美国的杠杆率持续提高,且政府部门和非金融企业部门杠杆率较高。2008年国际金融危机后,各国普遍采用宽松的货币政策和财政政策稳定经济增长,美联储在降息的同时先后推出三轮QE,财政部也通过扩大赤字等方式转移家庭部门的杠杆率。在低利率且流动性充裕的环境下,全球的杠杆率都在上升,美国也是如此。根据国际清算银行(BIS)的统计数据,美国非金融部门杠杆率从2008年底的240.1%上升至2019年9月底的254%,政府部门杠杆率从71.6%上升至103.5%,非金融企业部门杠杆率从72.5%上升至75.3%。具体见表4。美国非金融部门杠杆率虽然上升速度相比全球不算快,但其2019年9月底的杠杆率水平较高,非金融部门总体、政府部门、家庭部门杠杆率均高于全球总体水平,非金融企业部门杠杆率虽然低于全球总体水平但也较2008年底有所上升。对于美国非金融企业部门杠杆率相对较低的问题,也需要考虑美国企业的融资方式以直接融资为主,本身就有利于压低其杠杆率水平。但是,受低利率影响,美国非金融上市企业大量通过发债融资的方式在二级市场回购股票,以降低融资成本并维持股价,2018~2019年标普500总指数回购金额是8067亿美元、6065亿美元(徐驰、张文宇,2020),处于历史较高水平。股票回购在财务上直接减少净资产,与增加固定资产投资的负债相比,会导致企业资产负债率更快增加,这是美国非金融企业部门杠杆率提高一个因素。从金融领域看,美国在2008年国际金融危机后加强了对商业银

表4 全球和美国的非金融部门杠杆率(单位:%)

区域/国家	时间	总体	政府部门	家庭部门	非金融企业部门
全球	2008	201.5	63.5	59.9	78.0
	2019-09	239.0	86.1	60.1	92.8
美国	2008	240.1	71.6	95.9	72.5
	2019-09	254.0	103.5	75.2	75.3

数据来源:BIS。

行和投行的监管,其杠杆率相对稳定,加杠杆的领域主要集中在资产管理机构及其各类基金领域,不含对冲基金各类基金与GDP的比例从2008年的70%上升至2019年的110%。

三、传染病疫情与金融危机

传染病疫情和金融市场动荡甚至是金融危机之间有着密切关系。如果因为传染病疫情引发金融危机,将有可能在传染病疫情和金融危机之间形成恶性循环。这是由于,传染病疫情、金融危机会导致宏观经济面临衰退,各类经济主体收入下降,降低对传染病疫情的应对能力,加速传染病传播并由此而形成更严重的危机。而金融危机带来经济增长速度下降,也会加剧经济不平等,贫困人口更多被疾病威胁并可能成为潜在的传染者,从而引发传染病疫情(Marc Suhrcke, et al; 2011)。20世纪90年代,苏联和东欧国家经历了一场毁灭性的经济危机,GDP平均下降三分之一。与此同时,结核病的发病率、流行率和死亡率显著上升。在发病率经历下降后,随着1998年8月开始的经济危机再度反弹(Margarita V Shilova, Christopher Dye; 2001)。新冠肺炎疫情触发全球金融市场震荡,各界也关注其是否会演化为金融危机。总体来看,新冠肺炎疫情已对实体经济造成实质性冲击,金融市场震荡是否演化为全球金融危机要看疫情应对情况,若疫情能够有效控制,则金融市场震荡演化为全球金融危机的可能性较小。

(一)金融危机及其共同特点

总结金融危机的历史可以发现,金融危机以系统重要性金融机构倒闭为标志,其往往具有的基本特征是:金融市场跨市场持续恐慌性下跌,大量金融机构尤其是系统重要性金融机构倒闭引发恐慌性挤兑,实体经济运行遭到严重破坏。也就是说,金融危机往往具有巨大的破坏性,在金融危机中,居民和企业资产负债表、金融机构资产负债表以及政府资产负债表三张表中至少两张会遭到破坏。2008年国际金融危机中,美国居民和企业资产负债表、金融机构资产负债表出现问题,政府资产负债表紧张。2010年开始的欧洲债务危机中,很多国家三张资产负债表都出了问题(孙彬彬, 2020)。

对1929~1933年的大危机、2008年国际金融危

机进行比较研究发现,两次危机在某些方面表现出了共同点。具体包括:第一,两次危机都发生在重大技术革命后;第二,危机前出现了前所未有的经济繁荣;第三,危机的前兆是收入分配差距过大;第四,公共政策空间很小的情况下,发达国家政府采取的民粹主义政策是危机的推手;第五,大众都处于极端投机状态,不断为让自己相信一夜暴富找理由;第六,都与货币政策相关,危机前的货币政策宽松;第七,危机爆发后决策者面临多重挑战,市场力量不断挑战政府政策让形势更糟糕;第八,危机完成自我延伸的逻辑前,不可轻言经济复苏;第九,危机只有发展到最困难阶段,才可能倒逼出有效的解决方案;第十,危机具有强烈的再分配效应(刘鹤, 2013)。

(二)金融市场震荡演化为金融危机的可能性

新冠肺炎疫情触发的金融市场震荡既具有金融危机的部分特点,也有自己独特的特点。与1929~1933年大危机、2008年国际金融危机相比,金融市场震荡尤其是美国股市下跌的幅度和趋势更接近1929~1933年的大危机,也都是实体经济受到冲击后再反过来影响金融市场,而2008年国际金融危机是由于经济增速下行和美联储加息导致金融市场受到冲击,居民次级抵押贷款市场首先崩溃(明明, 2020)。就实际情况看,金融市场震荡是否演化为全球金融危机要看疫情应对情况。若新冠肺炎疫情能够得到有效控制,投资者信心就可能随之得到修复,悲观情绪降低带动金融市场震荡随之减弱,流动性危机演化为全球金融危机的可能性就比较低。

从金融市场震荡演化为金融危机的角度看,金融危机的根本原因是扭曲的经济结构逐步固化,在经济增速放缓并且逆周期调节政策失效的情况下,金融危机早晚都会发生,与危机发生前利率水平高低无关(徐驰、张文宇, 2020)。2008年国际金融危机后,在宽松货币政策环境下,美国企业和政府部门的杠杆率提高,家庭部门杠杆率降低但资产配置领域发生变化。2008年国际金融危机后,美国居民通过次级抵押贷款加杠杆买房,催生房地产价格出现较大的泡沫,泡沫破灭引发次贷危机并在雷曼兄弟破产后发展为国际金融危机。2008年国际金融危机后,美国家庭资产大量直接或间接配置在股票和债券领域,导致股票、债券市场也存在较大泡沫。

虽然泡沫存在的具体领域不一样,但泡沫是相似的,泡沫被刺破后家庭部门的资产负债表就会遭到破坏。美国股票、债券市场持续下跌,将有可能导致高杠杆投资金融资产的资产管理机构面临破产倒闭(梁中华,2020)。再加上企业部门内生增长动力下降,高收益的信用债券遭到市场抛售或者违约,企业部门资产负债表也可能因此被破坏等(徐驰、张文宇,2020)。这些情况出现最终会引发金融危机。

尽管金融市场震荡导致处于金融危机的边沿,但也有有利支撑因素。首先,从金融产品层面看,存在的主要问题是资产高估。2008年国际金融危机中,以房地产为基础的次级抵押贷款是MBS等的底层资产,次级抵押贷款本身风险较大,层层证券化包装不仅加大了风险而且增强了风险关联性,风险一旦爆发就会全面波及金融和实体经济。而目前金融市场震荡中,各类金融工具的底层资产是美国股票和债券,其主要存在的问题是估值高,这种情况不仅本身风险相对更小而且有利于政府实施救助(邓海清、陈曦,2020)。其次,从金融机构的角度看,金融机构抵御风险的能力比2008年大幅度提高。这主要源于2008年国际金融危机后,美国金融监管加强,银行业自身风险偏好下降,银行的资产配置更加均衡,大型银行按照“沃尔克法则”(Volker Rule)要求持有的“有毒资产”大幅度降低。2008~2019年美国银行业核心一级资本充足率提高30%,不良贷款拨备覆盖率提高40%~100%,存贷比下降15个百分点,稳定性存款占比提高16个百分点,流动性覆盖率(LCR)2016年达到100%,流动性风险管理能力大幅度改善(戴志峰,2020)。美国银行业的压力测试表明,即使其GDP收缩8%,银行业仍然可以保持稳健。只要银行体系总体稳健,不出现系统性的信贷收缩,就有助于降低企业部门资金链大面积断裂的可能性,降低对实体经济的影响。保险公司杠杆率总体稳定,投行杠杆率下降,也相对稳定(彭文生,2020)。再次,从应对政策的角度看,与1929~1933年大危机相比,目前有较多的应对政策。大危机发生时美联储成立的时间并不长,缺少应对危机的经验和工具。之后,美联储经历了多次危机应对积累了较多的工具和经验。2008年国际金融危机后,各国央行将维护金融市场稳定纳入政策框架。在美国金融市场震荡发生

后,美联储在2020年3月3~23日迅速启动了多项应对措施。这些措施虽然未能在短期内快速扭转局面,但对稳定金融市场,稳定实体经济也有积极作用。最后,从持续时间的角度看,传染病疫情对经济金融的影响是外生的、短期的。我国新冠肺炎疫情历时约两个月就得到了有效控制,韩国等疫情爆发较早的国家在有效管控后也呈向好趋势。金融市场震荡是由新冠肺炎疫情触发,随着各国逐步强化疫情应对,疫情快速蔓延的态势也会逐步得到控制,投资者信心也会逐步恢复。

(三)金融市场震荡向国内市场传导的可能性

国际金融市场出现大幅度震荡后,也让各界高度关注其向国内金融市场传导的问题。其传导途径主要包括贸易和外需、产业链、金融市场,就这次的具体情况而言还存在疫情输入带来的二次传染风险(任泽平,2020)。首先,国际金融市场震荡会影响投资者情绪,降低投资者偏好,也会影响国内金融市场投资者。其次,国际金融市场震荡本身是流动性紧张的表现,通过国际金资本流动影响国内金融市场。再次,国内外金融市场波动存在联动。以股市为例,我国股市波动在有一定独立性的同时,其下跌与美国股市下跌一定程度上存在联动(江洁、陈杰、何海鹰、冯黎黎,2020)。在美国股市大幅度下跌后,我国股市存在一定的下行压力,A股总体呈现跌多涨少的局面。

然而,我国也有有利因素,阻碍国际金融市场震荡全面向国内传导。这是由于:首先,从疫情方面看,金融市场震荡是由新冠肺炎疫情触发,疫情形势是影响金融市场的一个重要因素。我国在疫情爆发初期采取了强有力的管控措施并有效控制了疫情,国外部分国家疫情防控不力导致快速蔓延且前景悲观。其次,从经济方面看,经济基本面是决定金融市场的最重要因素,我国经济基本面总体形势好于国外。新冠肺炎疫情对我国短期经济增长造成冲击,但在国外疫情爆发金融市场震荡阶段,国内在疫情得到控制后复工复产快速推进,蔬菜价格、猪肉价格等高频数据显示经济已有修复的迹象。从金融方面看,我国金融市场相对更加稳健,政策调控存在空间。A股在2015年较好地处理了场外配资风险,之后股权质押风险也得到较好地疏解,系统性风险水

平降低。A股整体估值处于较低水平,场内杠杆水平也较低,让股市相对更加稳健。在国外央行受疫情影响快速大幅降息的情况下,国内新冠肺炎疫情发生后也没有大幅度降息,这有利于吸引国际金融资本,降低资本外流压力,稳定国内金融市场。

尽管我国有利因素阻碍国际金融市场震荡向国内全面传导,但考虑到其一旦发生危害较大,对此仍然不能掉以轻心。既要看到我国新冠肺炎疫情防控所取得的成绩,看到国内经济金融发展的优势,又要看到国外疫情防控所面临的严峻形势,经济金融的脆弱性,国内外金融市场存在联动变化。不仅要密切关注新冠肺炎疫情防控,防止疫情反复,尤其是国外疫情输入带来的风险,而且要做好监测预警,秉持底线思维,对各种可能的情况制定预案。

四、对我国的启示与建议

国外新冠肺炎疫情蔓延及金融市场震荡毫无疑问是惨痛的教训,但分析其中的问题并研究如何规避对我国仍有启示意义。欧美部分国家在新冠肺炎疫情早期应对不力,疫情快速扩散蔓延,确诊患者数量快速增加,由此导致金融市场投资者预期悲观,避险情绪快速升高,投资大量撤回,流动性高度紧张甚至枯竭,金融市场大幅度震荡。金融市场震荡由新冠肺炎疫情触发,而疫情未有效控制,不利于应对措施发挥作用,决定了欧美国家在疫情大规模爆发后从财政、货币方面采取的应对措施未能快速见效。经济金融领域的深层次矛盾和问题,也影响美国货币政策和财政政策的实施效果。这不仅说明,在疫情应对上,我国按照全国一盘棋的思路快速建立联防联控机制,短期内快速控制新冠肺炎疫情更有利于经济社会稳定发展,而且启示我们即使是应对经济发展中的外生冲击,仍然需要以经济的高质量发展为基础。

一是应对经济外生冲击的首要任务是要化解冲击源。美国金融市场震荡虽然有深层次原因,但却是由新冠肺炎疫情触发,疫情作为导火索其没有得到有效控制,严重影响了投资者的信心。在疫情得不到有效控制的情况下,依靠美联储投放流动性可以解决流动性紧张问题,但企业信用评级下降是因为受疫情影响短期经济活动受阻,发展前景不被看

好,此时依靠货币政策并不能根除疫情带来的恐慌情绪,因此应对效果并不好。虽然疫情是外生冲击,其发生发展难以预料,并且会对经济金融带来较大影响,但是消除具体的疫情负面影响需要以先控制好疫情为基础。更进一步而言,针对经济发展中所遇到的外生冲击,在应对时政策着力点首先要针对冲击源,优先解决造成冲击的冲击源。我国在新冠肺炎疫情爆发初期采取了严格措施防控疫情,不仅国内疫情短期内得到有效控制,而且为国外疫情防控赢得了时间。在此情况下,我国为国外疫情防控提供了多项支援,有必要在继续控制好疫情的前提下,及时结合新冠肺炎疫情中暴露出的短板和不足,做好国内公共卫生体系建设并推进全球公共卫生体系构建,减少传染病疫情的外生冲击。

二是面对重大冲击时有必要采用非常规政策稳定经济。新冠肺炎疫情对经济有全面冲击,短期造成的影响巨大,而随着疫情得到控制经济会快速恢复。传染病疫情的历史证明了这一点。这意味着,对于重大外生冲击导致经济运行出现非常态的情况,需要在短期内快速采用一揽子的非常规政策措施。在新冠肺炎疫情发生后,金融市场上出现风险资产和避险资产同时下跌的异常情况,流动性在短期内快速枯竭,此时采用常规的逆周期调节措施势必效果不佳。从这个角度看,美国出台大规模的经济刺激计划,美联储及时实施非常规降息、启动2008年国际金融危机应对政策工具,虽然没有完全取得预期效果,但也是现有政策范围内一种比较好的选择,有助于补充市场流动性。在具体的非常规政策应对上,需要创新政策工具,强化政策执行力度,也需要各项政策之间的协调配合。非常规应对政策主要集中在短期,与重大冲击形成对冲,让经济可以持续运行以防止经济崩溃,长期经济增长仍然需要依靠经济内在的自我修复。

三是关注国外宽松刺激政策并做好应对预案。面对疫情冲击,美联储非常规降息并启动无限量QE,美国财政部出台多轮经济刺激计划,美元流动性充裕将不可避免。2008年国际金融危机后,美国的三轮QE造成流动性溢出,国际资本大量流入新兴经济体国家,引发新兴经济体国家出现资产泡沫、输入性通货膨胀、本币升值压力加大等问题,美国因此而

成功实现了危机转嫁。美国再次采用危机应对政策是为了解决其流动性危机问题,但也不排除这些政策操作在解决了流动性紧张问题后会导致流动性泛滥,再次给新兴经济体国家带来负面外溢效应。其他国家会否效仿美国,采用宽松政策应对本币兑美元贬值,进而形成多国货币的竞争性贬值,目前也难以准确预判。对此,我国需要实时关注并做好应对预案。在货币政策坚持以我为主的情况下,跟踪研判国外货币政策走势及其可能造成的影响,防范资产价格泡沫和输入性通货膨胀,维护人民币币值稳定,研究加快推进人民币国际化。

四是保持长期经济稳定需要坚持稳杠杆思路。美国金融市场震荡也是经济金融领域风险的释放,从中可以发现无论是经济领域还是金融领域都存在杠杆率较高的问题。我国从2016年开始主动去杠杆,之后宏观杠杆率逐步稳定,经济金融领域的风险得到缓释,也提高了金融机构的风险化解能力。就杠杆率本身来看,其不仅与经济发展水平有关,还与经济结构、经济发展质量有关,短期内杠杆率会因为所处的经济环境有所波动,长期看杠杆率需要保持基本稳定,这既包括杠杆率绝对水平的基本稳定,还包括杠杆率变化的基本稳定。具体而言,就是要逐步改变过度依赖债务驱动的经济增长模式,围绕扩大杠杆率的分子和缩小杠杆率的分子多做工作。在扩大杠杆率的分子上,重点是提高全要素生产率,稳定经济增长。在缩小杠杆率的分子上,重点是根据经济发展需要稳定好货币供应量,优化融资方式和结构,加快推进多层次资本市场发展,提高直接融资尤其是股权融资比重。在金融领域,需要加强金融监管,有效控制金融机构和金融产品的杠杆率。

五是减少经济脆弱性以推动经济高质量发展。受新冠肺炎疫情冲击,美国金融市场出现大幅度震荡的背后是其经济增长预期悲观,经济基本面不被看好,经济存在较大的结构性脆弱问题。我国要推动经济高质量发展,不仅要短期内做好宏观经济的逆周期调节,保持合理的经济增速,而且要通过深化经济体制改革,解决经济发展中的结构性问题,稳定第一、二产业发展,增强经济发展的韧性,更好地保障经济安全,提高抵御各项经济金融风险的能力。为此,要全面贯彻新发展理念,坚持以供给侧结构性改革

为主线,加快推进要素市场化改革、财税和金融体制改革、国资国企改革、医疗体制改革、社会保障体制改革,完善科技创新体制,优化土地、劳动、资本、技术、数据资源配置,提高要素使用效率。在深化经济金融领域改革的同时,也要坚持和完善社会治理制度,推进国家治理体系和治理能力现代化,为经济发展提供更好的制度环境。

参考文献:

- [1]戴志峰.此次金融风暴会否再现“雷曼”——美国大型金融机构现状与08年对比[EB/OL].李迅雷金融与投资微信公众号,2020-3-24.
- [2]邓海清,陈曦.金融市场大动荡,为什么不能盲目对标08年次贷危机重演?[EB/OL].海清FICC频道微信公众号,2020-3-19.
- [3]尔夫.美股历史牛市盘点:本轮牛市处于什么位置?[EB/OL].<https://stock.qq.com/a/20180310/010878.htm>.
- [4]孙彬彬.危机来了?!——天风总量团队联席解读[EB/OL].固收彬法微信公众号,2020-3-19.
- [5]江洁,陈杰,何海鹰,冯黎黎.金融危机传染实证分析研究[R].中国人民银行工作论文, No.1, 2020.
- [6]梁中华.美国距金融危机还差几步?[EB/OL].李迅雷金融与投资微信公众号,2020-3-23.
- [7]刘鹤.两次全球大危机的比较[J].管理世界,2013(3).
- [8]娄飞鹏.美国国债收益率曲线倒挂的表现、成因与影响[J].中国货币市场,2019(6).
- [9]娄飞鹏.新冠疫情的经济金融影响与应对建议——基于传染病视角的分析[J].西南金融,2020(4).
- [10]杨祖艳,靳睿,彭丽丽.全球金融治理体系改革研究——基于金融周期视角[J].金融理论与实践,2019(12).
- [11]马放,陈伟忠.主权财富基金的规模预测及对国际金融市场的影响[J].管理评论,2016(10).
- [12]明明.此次全球市场动荡类似08年,还是29年?[EB/OL].明晰笔谈微信公众号,2020-3-23.
- [13]彭文生.十字路口,关于疫情冲击的几个关键判断[EB/OL].中国金融四十人论坛微信公众号,2020-3-19.
- [14]任泽平.全球金融危机对中国的传导路径和影响推演[EB/OL].泽平宏观微信公众号,2020-3-23.
- [15]戴季宁.产业发展视角下对防控金融风险的思考[J].当代金融研究,2019(1).
- [16]宋建宇.产油国主权财富基金乾坤挪移[J].中国石化,2016(1).

[17]徐驰,张文字.美国资产负债表的“三重坍塌”如何演绎——本轮危机与1929大萧条比较[EB/OL].李迅雷金融与投资微信公众号,2020-3-19.

[18]张启迪.主权财富基金发展历史回顾与现状[EB/OL].https://www.sohu.com/a/208765915_313170.

[19]李茹霞,扈文秀.异质信念视角下的金融市场价格波动研究[J].区域金融研究,2019(4).

[20]周覓.熔断,还真和桥水有关[EB/OL].华尔街见闻微信公众号,2020-3-20.

[21]朱民.美国贸易赤字的背后是经济结构性问题[EB/OL].<https://www.yicai.com/news/5414891.html>.

[22]Marc Suhrcke, et al. The impact of economic cri-

ses on communicable disease transmission and control: a systematic review of the evidence [J].Plos One,2011,6(6).

[23]Margarita V Shilova, Christopher Dye. The resurgence of tuberculosis in Russia [J].Philosophical Transactions:Biological Sciences,Vol. 356, No.1411,2001.

[24]U. S. Department of the Treasury. Treasury and IRS issue guidance on deferring tax payments due to COVID-19 outbreak [EB / OL].<https://home.treasury.gov/news/press-releases/sm948>.

责任编辑:吉艳

COVID-19 Pandemic, Financial Market Turmoil and Financial Crisis

Abstract: The COVID-19 pandemic has been spreading rapidly around the world, and the financial markets in the United States and other countries are experiencing a significant turbulence, which is rare in history. The financial market turmoil is the result of the collective effect of the epidemic that affects investors' confidence, the risk of the financial market itself which needs to be released, and the pessimistic expectations of economic fundamentals. At present, the epidemic has an impact on the real economy, and the epidemic response situation also largely determines whether the financial market turmoil will be evolved into a global financial crisis, and the transmission of foreign financial market turmoil to domestic financial markets needs to be handled carefully and rationally.

Keywords: COVID-19 pandemic; epidemic of infectious diseases; economic crisis; financial crisis; stock market meltdown; monetary policy; fiscal policy; economic expectations