

美国为何没发生金融危机？要不要刚兑是关键

分析师 梁中华

执业证书编号: S0740518090002

电话 021-20315056

邮箱 liangzh@r.qlzq.com.cn

研究助理 李俊

电话

邮箱 lijun@r.qlzq.com.cn

相关报告

1 市场在发生什么？第 130 期

2 汽车消费边际回暖

3 古井贡酒（000596.SZ）_深度研究：看好省内份额加速提升，预期差最大的二线名酒

投资要点

- **1、经济的大危机：财富缩水、收入减少。**美国居民资产中近 50%为股票和房地产，此次股市大跌或造成居民财富缩水 5.1 万亿美元，接近 08 金融危机时的一半。财富的缩水或造成居民消费减少 1.4 万亿美元，加之疫情持续冲击下企业和门店大面积关停，失业率会大幅上升，也会导致居民收入和消费的受损。考虑到失业加剧和财富的大幅缩水，美国经济将陷入衰退。
- **2、金融为何没危机？要不要刚兑是关键。**金融机构要不要对负债端进行刚兑是会不会出现金融危机的关键，这也是银行类和非银类金融机构最大的本质区别。07 年次贷危机发生时，银行类金融机构深陷其中，是发生金融危机的关键，而本轮美国出现问题的底层资产是股票和垃圾债，这些资产的主要持有人是资管类金融机构，不需要对负债端进行刚兑，因此引发金融危机的可能性不大。同时，从各类金融机构杠杆情况来看，当前美国金融体系要比 08 年时稳健得多。
- **3、也要警惕经济衰退的“连锁反应”。**今年 1 季度美国企业降级比例飙升至 90%，接近经济危机时期，其中 75%的降级发生在 3 月份，随着经济的停摆，预计有更多的企业被降级，企业违约风险在上升。同时，在疫情影响下，4 月商业抵押贷款逾期还款率、家庭抵押贷款逾期还款率以及房租违约率均大幅上升。此外，疫情对房屋销售活动和居民购买力都造成了一定的冲击，如果未来需求持续走低，房价下跌，抵押品价值缩水，带来的连锁问题会更多。
- **风险提示：海外复工进度超预期，相关预测基于一定的假设前提，海外疫情二次发酵，政策变动超预期。**

内容目录

1、经济的大危机：财富缩水、收入减少。	3 -
2、金融为何没危机？要不要刚兑是关键。	5 -
3、也要警惕经济衰退的“连锁反应”。	7 -

图表目录

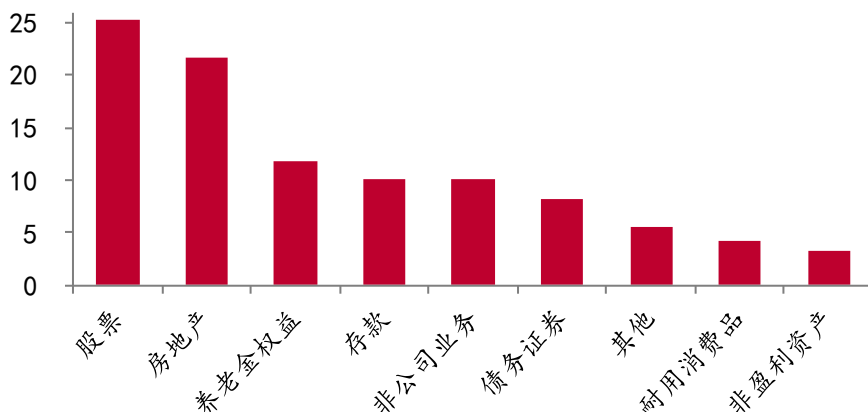
图表 1: 美国居民资产配置 (%)	3 -
图表 2: 美国居民各类资产变动 (万亿美元)	4 -
图表 3: 道琼斯工业平均指数与房屋价格指数	4 -
图表 4: 3 月各行业零售同比 (%)	4 -
图表 5: 实际 GDP 增速与周度经济指数 (%)	4 -
图表 7: 房贷拖欠率与断供比例 (%)	5 -
图表 8: 银行倒闭数量 (家)	5 -
图表 11: 美股投资者结构 (%)	6 -
图表 12: 美国公司债投资者结构 (%)	6 -
图表 13: 银行整体资本充足率 (%)	6 -
图表 14: 证券经纪商杠杆率 (%)	7 -
图表 15: 保险公司杠杆率 (%)	7 -
图表 17: 美国企业降级比例 (%)	7 -
图表 18: 美国被降级企业行业分布 (%)	7 -
图表 19: 美国 4 月商业抵押贷款逾期还款率 (%)	8 -
图表 20: 美国 4 月各部门逾期还款率 (%)	8 -
图表 21: 美国租客支付租金比例 (%)	8 -
图表 22: 未来三月家庭无法支付最低债务的概率 (%)	8 -
图表 23: 美国住房抵押贷款购买指数	9 -
图表 24: 美国房屋签约数量周度同比 (%)	9 -

从 2 月份以来，美国股市和垃圾债市场大幅调整，疫情防控明显冲击经济。但和 07 年次贷危机不同的是，本次冲击并没有导致大范围的金融机构破产倒闭，也就是说，美国并没有发生金融危机。原因何在？我们认为，金融机构要不要对负债端刚兑，是会不会发生金融危机的关键。

1、经济的大危机：财富缩水、收入减少。

美国居民资产中，有将近 50% 为股票和房地产。在 08 年金融危机时期，股市和房地产的崩溃导致居民财富大幅缩水。自 2007 年 3 季度至 2009 年 1 季度期间，居民财富缩水了 11 万亿美元，其中股票资产缩水 9 万亿美元。尽管美国房价下跌到 2011 年中旬才结束，但股市开启了 10 年牛市行情，抵消了房地产对居民财富的部分拖累。

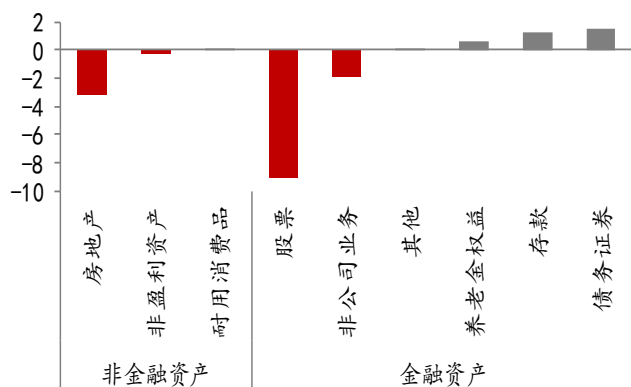
图表 1：美国居民资产配置 (%)



来源：FED，中泰证券研究所

本轮美国居民财富已经缩水了大概 5.1 万亿美元。受原油纠纷和新冠疫情冲击，美股自 2 月 19 日开始下跌，今年道琼斯工业平均指数和标普 500 指数平均跌幅达到 15%。考虑到 2019 年第 4 季度居民的股票资产为 34.2 万亿美元，股市大跌或造成居民财富缩水 5.1 万亿美元，接近 08 年金融危机时的一半。

图表 2: 美国居民各类资产变动 (万亿美元)



来源: FED, 中泰证券研究所

注: 变动区间为 2007 年 3 季度至 2009 年 1 季度。

图表 3: 道琼斯工业平均指数与房屋价格指数

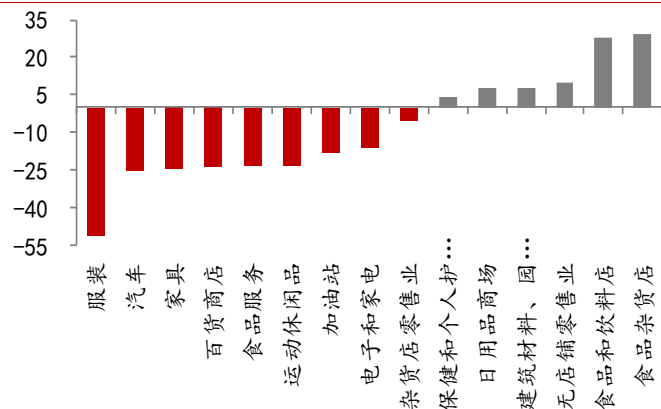


来源: WIND, 中泰证券研究所

美国居民财富缩水或造成消费减少 1.4 万亿美元。根据生命周期假设, 居民消费行为受到预期收入和财富水平的影响, 一旦居民财富大幅缩水, 势必会影响到消费。根据 Fredj Jawadi 等 (2014) 测算, 居民消费支出对金融资产的弹性为 0.28, 即金融资产每减少 1 美元, 消费支出将减少 0.28 美元。据此测算, 我们认为美国居民财富的减少将造成消费支出减少 1.4 万亿美元。

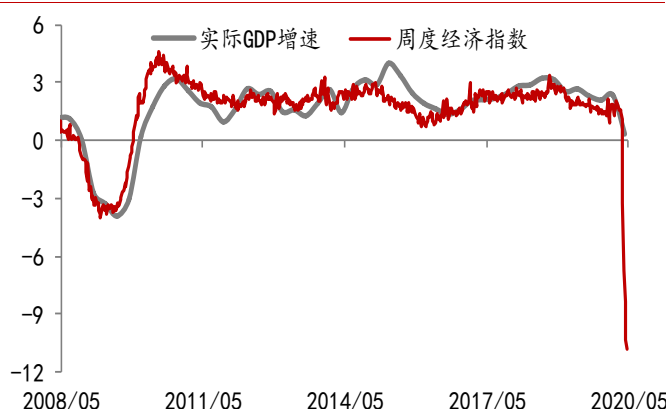
消费占美国 GDP 的比重一直在 7 成左右, 是美国经济增长的主要驱动力。再加上新冠疫情持续冲击, 企业和门店大面积关停, 我们认为失业率可能会上升至 20% 以上, 居民收入和消费也会大幅受损, 3 月零售销售环比下跌 8.7%, 创有数据以来最大跌幅, 同比跌幅也为次贷危机以来新低, 尤其是服务类消费受损最为严重。考虑到失业加剧和居民财富的大幅缩水, 美国经济将陷入衰退。

图表 4: 3 月各行业零售同比 (%)



来源: WIND, 中泰证券研究所

图表 5: 实际 GDP 增速与周度经济指数 (%)



来源: NY FED, 中泰证券研究所

2、金融为何没危机？要不要刚兑是关键。

经济这么差、股市和垃圾债跌这么多，美国的金融机构为何没有像 08 年那样，出现大规模破产倒闭，形成金融危机呢？

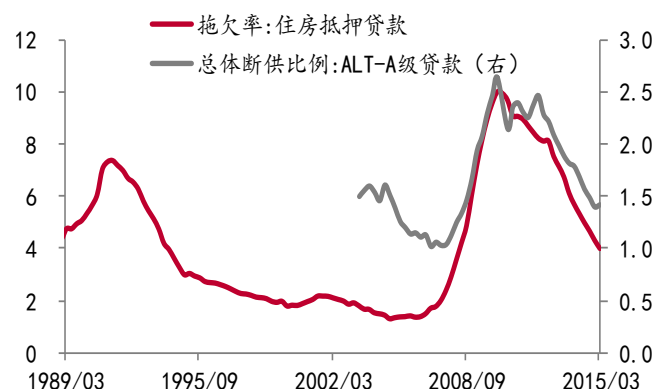
金融机构要不要对负债端进行刚兑，是会不会出现金融危机的关键。金融机构拿了客户的钱去投资，如果投资亏损的话，要看亏损是由谁来承担。如果金融机构对客户承诺保本，也就是进行刚兑，那么金融机构就要自己承担亏损，资本金被消耗，就可能出现破产倒闭，导致金融危机。如果金融机构对客户不承诺保本，亏损就由客户自己承担，金融机构的资本金没有损失，发生金融危机的可能性就不大。

要不要对负债端进行刚兑，是银行类金融机构和非银类金融机构最大的本质区别。如果居民把钱存入银行，银行拿着存款去放贷款、或者去投资，如果出现亏损的话，银行需要承担投资损失，对居民的存款进行刚兑。

但是如果居民把钱交给资产管理类的金融公司，资管公司拿去投资股票等资产，如果股票出现亏损的话，资管公司是不需要承担损失的，损失都由居民自己承担。

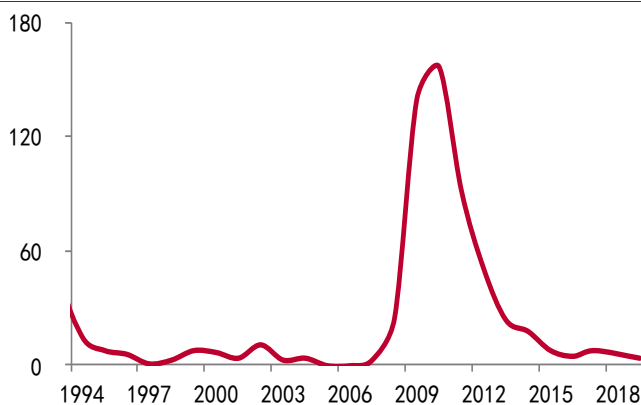
所以在 07 年次贷危机发生时，银行类金融机构是深陷其中的，这也是当时发生金融危机的关键。房价大跌，银行投资的房贷等相关资产出现严重亏损，而负债端又要对存款进行刚兑，银行只能自己承担损失，资本金被严重消耗，出现破产倒闭。根据 FDIC 统计，08-10 年美国累计倒闭了 300 多家银行，仅次于 89 年银行业危机时期。

图表 6：房贷拖欠率与断供比例（%）



来源：WIND，中泰证券研究所

图表 7：银行倒闭数量（家）



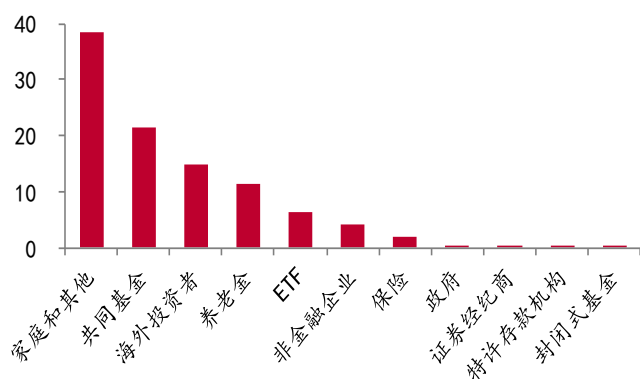
来源：FDIC，中泰证券研究所

而本轮美国出现问题的底层资产是股票和垃圾债市场，这些资产的主要买家是资产管理类的金融机构。从美股投资结构来看，家庭持有份额最高，此外，40%以上被共同基金、养老金、ETF 以及保险等非银机构持有；而从美国公司债投资结构来看，同样如此，50%以上被保险、共同基金、ETF 等非银机构持有，银行持有份额不到 6%。

而这些资产管理类的非银金融机构，是不需要对负债端进行刚兑的。也就是说美股虽然跌了很多，但这些亏损主要是由委托人来承担的，并不需要基金公司来承担，基金公司的资本金就不会出现损失，破产倒闭的风险就比较小。

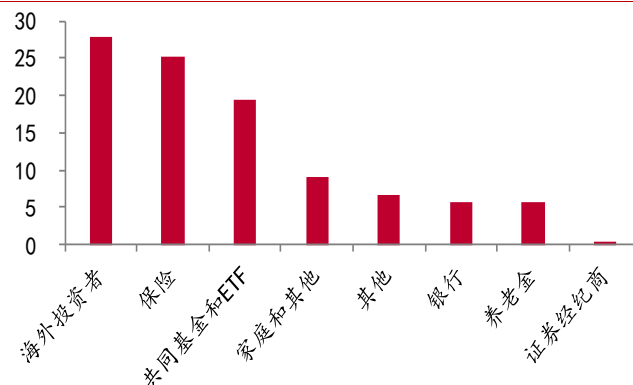
所以仅仅美股和垃圾债下跌，引发美国发生金融危机的可能性就不大。

图表 8：美股投资者结构（%）



来源：FED，中泰证券研究所

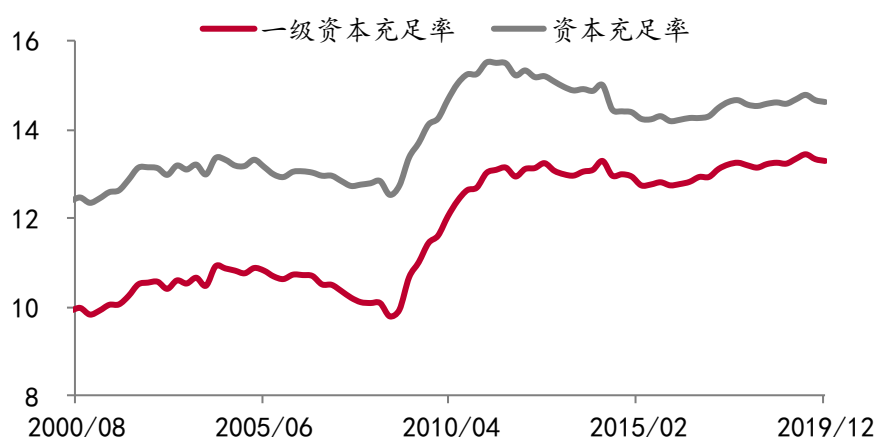
图表 9：美国公司债投资者结构（%）



来源：IMF，中泰证券研究所

从各类金融机构的杠杆情况来看，当前美国金融体系也要比 08 年时要稳健得多。银行类金融机构的资本充足率，远高于监管要求的最低水平，一级资本充足率和核心一级资本充足率均较 08 年金融危机时大幅提升 30% 左右。截止 2019 年 6 月，银行持有杠杆贷款及相关产品（“有毒资产”）的比重仅 7% 左右，风险暴露程度较低。

图表 10：银行整体资本充足率（%）



来源：Bloomberg，中泰证券研究所

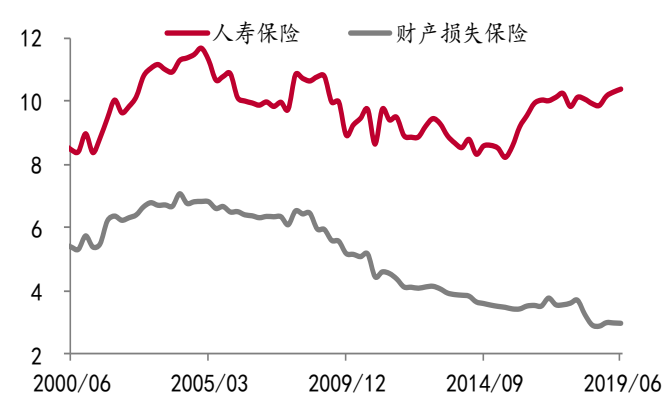
美国证券公司的杠杆率处于历史低位，保险公司杠杆率则分化明显。截止 2019 年 2 季度，证券经纪商的杠杆率仅 15.9%，较 08 年高点下降了 56%，近期相对稳定，处于历史低位，抵御风险能力强。人寿保险和财产损失保险公司则分化明显，财产保险公司的杠杆率水平仅 3%，较 08 年下降了一半；但人寿保险公司杠杆率在近期不断上升，是一个潜在的风险点。

图表 11: 证券经纪商杠杆率 (%)



来源: FED, 中泰证券研究所

图表 12: 保险公司杠杆率 (%)



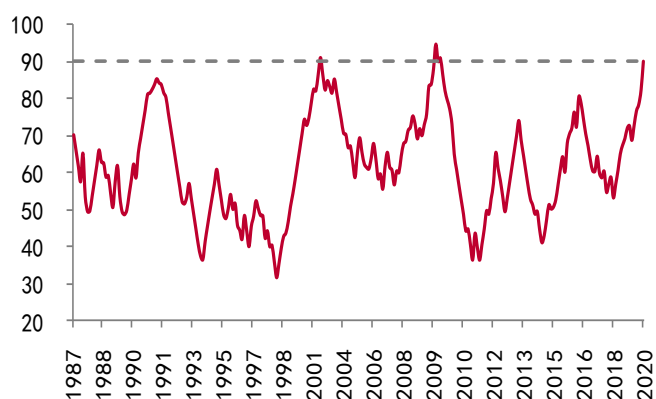
来源: FED, 中泰证券研究所

3、也要警惕经济衰退的“连锁反应”。

但是近期的一些高频指标显示的风险,也值得我们持续关注。

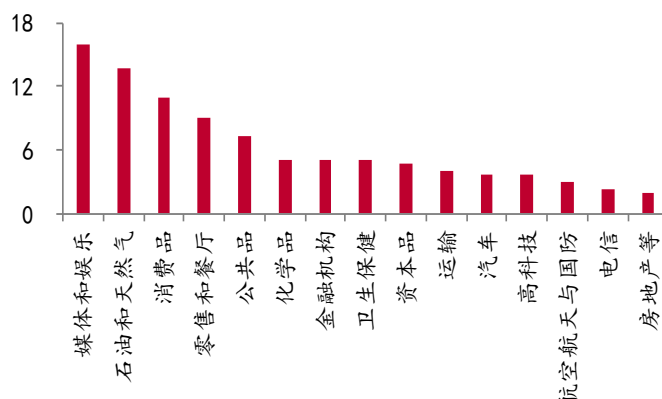
根据标普全球统计,2020 年 1 季度美国有超过 300 家企业被降级,占总评级调整的比例高达 90%,仅次于 01 年和 09 年,其中 75% 的降级发生在 3 月份。50% 左右被降级的企业属于媒体和娱乐、石油和天然气、消费品以及零售和餐厅等行业。随着经济的停摆,预计有更多的企业被降级,企业违约风险在上升。

图表 13: 美国企业降级比例 (%)



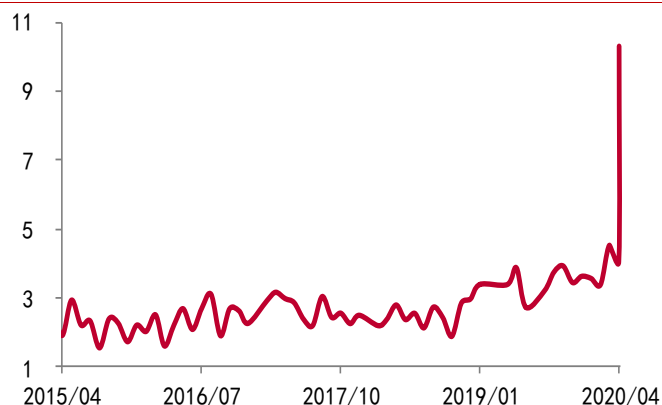
来源: S&P Global, 中泰证券研究所

图表 14: 美国被降级企业行业分布 (%)

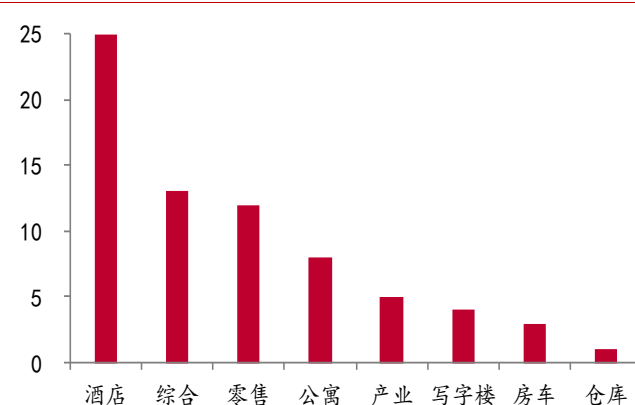


来源: S&P Global, 中泰证券研究所

商业贷款逾期还款率大幅上行。据 Trepp 数据显示,美国 4 月商业抵押贷款逾期还款率大幅上行至 10%,较 3 月上升了 6 个百分点。分行业来看,服务类行业最为严重,酒店逾期还款率高达 25%,零售业逾期还款率也超过 10%。

图表 15: 美国 4 月商业抵押贷款逾期还款率 (%)


来源: Trepp, 中泰证券研究所

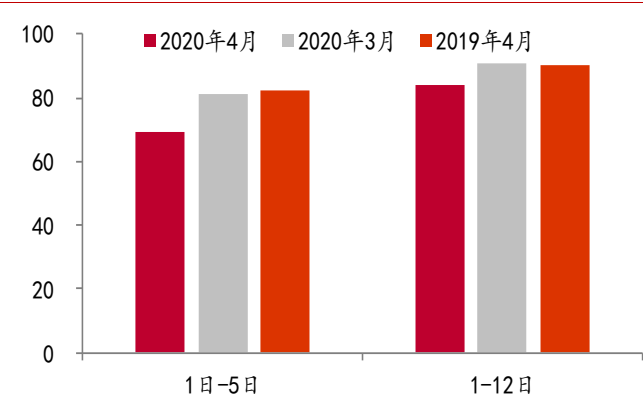
图表 16: 美国 4 月各部门逾期还款率 (%)


来源: Trepp, 中泰证券研究所

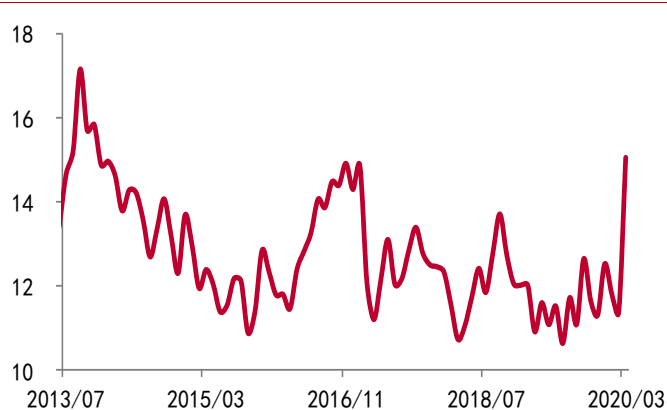
居民债务违约增加。根据美国抵押贷款银行家协会 (MBA) 数据, 在 3 月 2 日至 16 日期间, 申请延期还款数量增加了 1270%, 在 3 月 16 日至 3 月 30 日期间又增加了 1896%。同时, 该数据显示, 截止 4 月 26 日, 抵押贷款逾期还款率已经从 3 月 2 日的 0.25% 大幅飙升至 7.54%。

房租违约率也在大幅上升。美国 NMHC 数据显示, 4 月前 5 日房租违约率高达 30%, 尽管到月中有所下滑, 但违约率仍接近 20%, 较 3 月同期上升近 10 个百分点。

租房群体未来风险会更大, 由于租房群体中有财务负担 (即 30% 的收入用于住房支出) 的比例接近 50%, 疫情冲击使得这类群体违约风险更大。据纽约联储调查, 家庭在未来三月债务违约的可能性大幅上行, 接近 13 年高点, 尤其 40-60 岁之间的人群提升最为明显。

图表 17: 美国租客支付租金比例 (%)


来源: NMHC, 中泰证券研究所

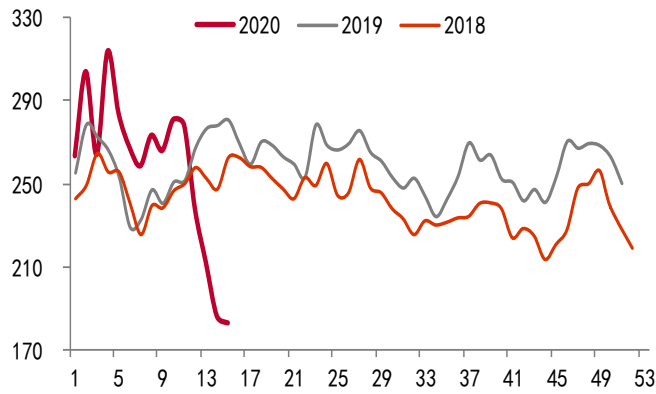
图表 18: 未来三月家庭无法支付最低债务的概率 (%)


来源: NY FED, 中泰证券研究所

3 月以来美国抵押贷款再融资申请激增, 数值接近去年同期的 3 倍, 而购房市场却冷清, 抵押贷款购买指数创 2015 年来的新低; 截止 4 月 10 日, 美国房屋销售合同签约量周度同比下跌 54%, 较 1-2 月平均增速下滑了 60 多个百分点。

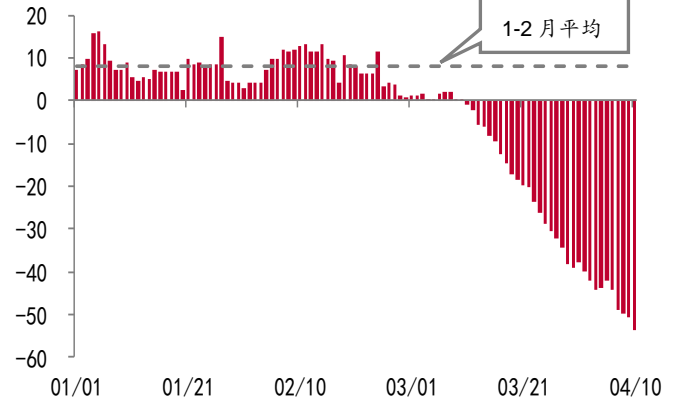
可见疫情对房屋销售活动和居民购买力都造成了一定的冲击。如果未来需求持续走低，美国房地产市场也将面临下行压力，而房价一旦下跌，抵押品价值缩水，带来的连锁问题会更多。

图表 19: 美国住房抵押贷款购买指数



来源: MBA, 中泰证券研究所

图表 20: 美国房屋签约数量周度同比 (%)



来源: Redfin, 中泰证券研究所

总结来说，仅仅股市和垃圾债市场的下跌，并不会直接导致美国发生金融机构的危机。在美联储一系列操作下，市场的流动性危机也早已大幅缓解。但是美国经济的衰退是确定性的，居民收入减少，企业面临破产倒闭的风险，这些都可能威胁到银行类金融机构的稳健性，需要保持警惕。

风险提示：海外复工进度超预期，相关预测基于一定的假设前提，海外疫情二次发酵，政策变动超预期。

投资评级说明：

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上

备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）。

重要声明：

中泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司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，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，可能会随时调整。本公司对本报告所含信息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。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的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。

市场有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本公司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。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司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投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“中泰证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。