

金融危机爆发中的流动性分析

——以美国疫情冲击为例

文 吴长风

金融危机的爆发，都会表现成对市场流动性的冲击。本文从金融危机的概念出发，以2020年3月新冠肺炎疫情冲击下美国金融危机爆发为例，分析了金融危机中市场流动性的变化和美联储针对流动性恶化出台的救市措施，以及金融危机理论与流动性风险的关系，最后进行了总结和启示。

一、金融危机的概念

对于金融危机，各学派和学界都没有统一的认识。广义上认为，金融危机是金融体系压力的集中爆发，金融市场价格剧烈震荡，并往往导致大型金融机构倒闭。狭义上认为，金融危机是金融市场或商品市场，包括股票、债券、黄金等资产或大宗商品价格短时间内全面的剧烈波动，金融资产账面价值突然大幅度降低。广义概念的金融危机更加严重，会进一步导致经济危机；而狭义概念的金融危机仅是金融体系压力的爆发，能否进一步导致经济危机还要看整体金融环境、政府救助措施等等。截至目前来看，2020年3月，新冠疫情冲击下的美国金融市场大动荡属于狭义的金融危机。

无论是广义上还是狭义上，金融危机的根源或许多种多样，可能是实体经济受到直接冲击，如2020年初新冠疫情冲击；可能是金融体系过度膨胀，如2007年美国次贷危机；又可能是逆周期政策失调和滞后，如1987年10月19日美国发生“黑色星期一”之前，货币政策全面收紧；金融体系行情大面积动荡都是金融危机发生的重大现象或结果之一，特别是股票市场的剧烈波动最受投资者的关注。

二、新冠疫情冲击下的美国金融危机及震荡次序

金融危机爆发时，由于市场参与者急需避险的现金资产，导致高风险资产和低风险资产价格会相继大幅

下跌，而美元指数和货币市场工具价格大幅度飙升。等到美元指数和货币市场工具价格趋于稳定下降，预示着危机的缓和或平息。

（一）证券和商品市场

正常市场环境下，当股市大幅调整时，国债、黄金等低风险资产往往发挥风险规避功能。然而，当金融市场发生危机时，低风险资产同样急剧下跌，风险规避资产直接转移到现金。说明市场参与者急需最安全的资产，融资流动性几近枯竭直接导致市场流动性发生断裂。2020年新冠疫情冲击下的美国金融危机发生前后，金融市场的变化明显体现了这些特征。

股票市场。2020年2月21日周五，美国新冠肺炎确诊病例从前一日的1例上升到18例，24日周一，标

普 500 股指期货主力合约收盘下跌 3% 以上。在疫情持续发酵和原油价格惨烈下跌的巨大冲击下，3 月 9 日至 19 日，短短 8 个交易日，美国股市就经历了历史上第二次到第五次下跌熔断，2 月 20 日至 3 月 23 日，标普 500 股指期货累计跌幅达到 34% 以上。

国债市场。2020 年 2 月 20 日至 3 月 6 日，即本次美国股市下跌初期，美国 10 年期国债期货价格连续上涨，发挥了显著的风险规避作用，而 3 月 10 日到 18 日，也同样急剧下跌了 3.5% 左右。

黄金市场。正常情况下，黄金价格与美元走势基本呈负相关。但在金融危机爆发之前，黄金相对股票资产的避险功能更加突出，基本脱离美元指数影响。2020 年 2 月中下旬至 3 月 9 日，黄金市场发挥了显著的避险功能，尽管期间美元指数期货小幅上涨。然而，危机爆发期间，美元指数期货持续上涨，黄金期货价格相应下跌甚至跌幅更大。3 月 10 日到 19 日，美元指数期货和 COMEX 黄金期货主力合约涨幅 / 跌幅分别为 9%/11% 以上。除了两者之间的负相关因素之外，黄金市场价格下跌还包含着危机的恐慌因素。

原油市场。2020 年以来，由于国际原油市场延续供大于求的态势，以及主要产油国减产协议磋商破裂，

国际油价大幅下跌，新冠肺炎疫情的爆发更令油价跌势雪上加霜。2020 年 3 月 18 日，NYMEX WTI 原油期货主力合约价格较 1 月 6 日跌幅高达 66% 左右，仅在 3 月 5 日至 18 日，就急速下跌了大约 55%，远大于标普 500 股指期货的跌幅。

（二）美元和货币市场

新冠疫情冲击下，美元指数期货合约于 2020 年 3 月 10 日开始自前一日 95 左右大幅度上涨，3 月 19 日达 103 以上，随后震荡下跌。

货币市场方面，美国境内 90 天商业票据贴现指数自 3 月 10 日开始大幅度上升，3 月 24 日达 2% 以上，而 3 月 9 日仅为 0.81%；3 个月伦敦银行同业拆放利率（LIBOR）3 月 12 日为 0.74% 左右，3 月 27 日迅速攀升到 1.45% 左右。由此可见，美国金融危机爆发期间，在“现金为王”的极低风险偏好下，美国境内外货币市场工具价格都大幅度飙升。如果进一步考虑美联储降息的因素，境内外货币市场的交易对手信用风险规避都极为强烈，信用风险溢价急剧上升。

在美联储紧急降息及向市场大规模投放流动性等救市措施下，市场情绪很快平稳。从 3 月 20 日开始，美元指数和货币市场工具价格企稳或开始下降，国债和黄金市场价格反转上行回归正常，股票市场指数也反转并很快收复了前期跌幅。

2008 年全球金融危机爆发过程中，美国各大类资产相继下跌的次序与 2020 年基本相似。有所不同的是，2008 年的金融危机由于其冲击直接来源于金融体系、救市速度和措施不及此次，并且由于重要性金融机构破产等原因，各金融资产市场下跌时间较长，相关性很高，尤其是股票市场直至 2009 年 3 月份才开始反转。

三、金融市场流动性及其支持主体

流动性包括融资流动性和市场流动性¹，市场流动性又可以分为直接流动性和间接流动性。正常环境下，三种流动性之间存在着某种系统性均衡。危机期间，金融机构高杠杆风险爆发，打破了流动性之间的均衡。

金融市场的流动性是指能够在金融市场中进行快速且所需数量的交易，而又不会对市场价格产生太大影响的能力。市场流动性由多元化的市场参与主体提供，包括做市商、资产管理等金融机构，以及其他市场参与者。现代金融体系下，金融机构为市场提供流动性的方式有三种：1. 直接流动性：如做市商做市，直接满足市场参与者的交易需求；2. 间接流动性：如资产管理者（共同基金、ETF 基金、杠杆基金等）定期买卖证券的交易或套利交易等投资策略；3. 融资流动性：通过有担保信贷为市场流动

1 融资流动性和市场流动性可以统称为广义上的市场流动性。这里指狭义的市场流动性，即直接参与股票或债券等证券市场的流动性。

性（股票市场、债券市场等）提供融资，即一家金融机构向另一家金融机构提供有担保信贷，使其正常开展业务，以直接或间接向市场提供流动性；如交易商在拆借市场或回购市场向杠杆基金（包括对冲基金、从事高频交易的公司等）提供融资、货币市场基金（Money Market Fund, MMF）在回购市场向交易商和杠杆基金提供融资、银行向交易商提供融资、交易商之间的融资等。¹和²可以统称为狭义上的市场流动性，即直接参与股票等证券市场的流动性。

间接流动性的提供又依赖于融资流动性的高低，在极端市场行情下，间接流动性提供者往往不仅不提供流动性，还会破坏流动性的均衡。如杠杆基金为股票和债券市场提供间接流动性的能力又依赖于交易商为其提供融资的能力；同时，杠杆基金套利等交易策略的有效执行对市场流动性本身有最低水平的要求，如果市场流动性差，那么杠杆基金只能在市场出售证券以降低杠杆率。这些链条或反馈效应出现问题时，市场流动性可能迅速瓦解。高频自动化交易是自营交易公司（Principal Trading Firms, PTF）²的交易特点，正常条件下为市场提供了大量的流动性，但在极端市场压力期间，PTF减少交易，导致市场流动性进一步恶化，使压力在股票、国债、外汇等不同市场间传导。

四、金融危机理论与流动性风险

2008年全球金融危机发生后，学者们对危机发生的理论问题进行了深入的探讨和发展，其中包括著名的“金融加速器理论”和“明斯基理论”，以及更早的“奈特不确定性”。这些理论都涉及金融体系融资环境或市场流动性的恶化。

（一）金融加速器理论

1994年，伯南克、格特勒（Gertler）和吉克瑞斯特（Gilchrist）正式提出金融加速器理论，2008年金融危机发生后，该理论研究又不断得到进展。金融加速器理论将由信贷市场的变化所引起的对初始冲击的放大效应定义为“金融加速器”，即金融加速器效应会放大冲击对经济的影响，从而导致“小冲击，大波动”的现象。金融机构之所以成为加速器，一是信贷约束，即金融机构的资产负债表约束影响其资金获得能力，进而影响到信贷供给，加速实体经济的周期波动；二是借贷选择行为，即金融机构的贷款意愿也是影响经济周期波动的主要力量。这两方面原因都表明融资流动性对于金融危机爆发的重要性。

（二）明斯基“金融不稳定假说”

金融不稳定假说是明斯基理论的核心。明斯基（1963）根据收入 -

债务关系，将融资方式分为三种类型：对冲性融资、投机性融资和庞氏融资。³随着市场的不断繁荣，金融体系的融资结构必然会从稳健的对冲性向脆弱的投机性和庞氏转变，这种金融不稳定反过来会继续推动市场的虚假繁荣。然而，这种情况能否持续，取决于信贷环境的宽松和资产价格的不断上涨，一旦出现某个冲击事件破坏了这些条件，信贷创造过程瞬间戛然而止，资金链断裂，资产价格就会螺旋式加速下跌，造成雪崩似的金融动荡，实体经济甚至陷入衰退，即所谓的“明斯基式的崩溃”。明斯基“金融不稳定假说”刻画了从融资流动性风险到市场流动性风险的演变，进而爆发金融危机。

（三）奈特不确定性

奈特不确定性（Knightian uncertainty）认为人们存在某种程度的无知和认知的有限性，以及对未来事件的根本不可预测性。无法测度的风险与人们通常所使用的一般术语“风险”相去甚远，其因不完全信息而产生，会导致市场参与者丧失信心。2020年3月，在新冠肺炎疫情的初始冲击下，人们对未来的可能性一无所知，市场参与者只考虑可能会发生的坏情况，导致流动性从风险资产逐级向更安全的资产转移，融资流动性冻结叠加市场流动性枯竭导致了金融危机。

² PTF为运用自行开发的低延迟自动交易策略的自营投资者，他们可以注册为经纪交易商，但并不像典型的经纪交易商业务模式那样拥有客户。

³ 对冲性融资即债务人的收入现金流可以全部覆盖本金和利息，合同到期时债务可以全部清偿；投机性融资即债务人的收入现金流只能覆盖利息，需要借新还旧才能履约，但债务总额能够得到控制，是利用短期资金为长期资产融资的典型方式；庞氏融资即债务人的收入现金流不仅无法覆盖本金，也覆盖不了利息，如果不变卖资产，只能靠更多的借新还旧来履行支付责任，债务总额越滚越大，杠杆率不断提高。

（四）三个理论的关系及危机的解除

金融加速器理论和明斯基“金融不稳定假说”都会导致奈特不确定性；反过来奈特不确定性也会使前两种理论的作用进一步加剧。在金融危机爆发中，融资流动性的恶化和市场流动性的枯竭形成正反馈强化的力量。

实际经验表明，只有当奈特不确定性问题解决以后，金融市场才会从这种不确定性驱动的危机或市场大动荡中得以摆脱。为应对2020年3月金融市场大动荡，美国再次实施零利率政策、无上限量化宽松，以及更全面的流动性救助措施，对稳定金融市场确实快速发挥了有效作用。危机局面摆脱的重要标志就是市场参与者对现金资产的依赖或偏好降低，市场信心重新建立，美元指数企稳下降，货币市场工具价格回归常态，融资流动性紧张的态势得以缓解，市场流动性也很快恢复。

五、机构行为和美联储救助

2020年3月美国金融危机爆发前，部分金融资产管理机构杠杆水平偏高。融资信任的丧失和金融机构对美元现金流流动性的极度偏好使各类金融资产价格急剧下降。美联储针对市场流动性的结构性紧张进行了大规模、针对性快速施救，恢复了市场参与者的信心，使各种流动性重归均衡。

（一）金融机构业务行为特征与流动性风险

和2008年金融危机期间相比，

2020年3月份美国金融市场动荡期间，资金市场的脆弱性降低，主要是因为银行资产负债表持有大量的优质高流动性资产。2008年全球金融危机后，银行的流动性监管加强，并且其自身对风险的认识和管理都有所改善，所以银行仅仅适度依赖短期批发资金。截至2019年四季度，大多数大型银行的流动性资产头寸大大超过监管要求；但其他金融机构，如寿险公司、杠杆基金等，杠杆水平虽未超过2008年全球金融危机期间，但也处于较高水平。

保险公司中，截至2019年四季度，寿险公司的杠杆率上升至2008年以来高点，面临融资流动性等风险，即需要短期融资以维持或降低杠杆水平，但利率可能大幅度提高，甚至难以筹集到所需资金；而财险公司的杠杆率一直在降低。抵押房地产投资信托通常投资于长期资产，并且杠杆运用水平较高，资产价格的大幅下跌使其面临追加保证金的要求，融资困难和抛售资产的反馈效应使市场流动性进一步枯竭。

杠杆基金在过去几年的借贷集中度明显提高，2019年二季度，排名前25位的对冲基金借贷规模占行业的50%。2020年3月左右新冠肺炎疫情爆发后，由于市场波动加剧，对冲基金大幅度降低了杠杆，许多对冲基金被要求追加保证金。某些对冲基金的策略，在市场波动率升高时导致快速去杠杆，进而会进一步加剧市场波动性。共同基金允许投资者每

日赎回，但在市场剧烈波动的情况下，大规模赎回甚至抢先赎回会将压力传导至证券市场，迫使基金抛售流动性较低的资产，进一步加剧市场流动性的断裂。尤其是，共同基金近些年来对公司债券持仓的显著增加，增加了市场的脆弱性。货币市场基金在短期融资市场中的作用非常重要，2007年美国次贷危机期间，由于次贷资产价值下降，货币市场基金拒绝对为许多次贷资产提供资金支持的资产支持商业票据进行展期，次级抵押贷款市场急剧萎缩。

交易商作为国债市场的做市商，需要在短期有担保的融资市场中为其持仓融资。2020年3月份市场剧烈波动期间，投资者抛售低流动性国债，交易商吸收了很多存货，某些已经达到了资产负债表约束下的做市能力边界，进而使国债市场流动性恶化。

（二）美联储的流动性救助措施

2020年3月美国金融市场剧烈动荡期间，美联储在货币政策上和短期融资市场都施以了大力的援救措施。

首先，公开市场委员会（FOMC）紧急降息并继以降息至零区间。

其次，为缓解因投资者迅速转向现金和短期政府债券，而对国债和机构抵押贷款支持证券MBS市场造成压力，FOMC购买了大量国债和机构MBS。

再次，美国短期融资市场流动性压力重重，美联储和财政部联合施救。由于投资者迅速转向现金和流动

性最强、信用最高的资产，压力传导至企业信贷，即使对于财务状况良好的企业，短期资金也面临枯竭，3月中旬尤为严重，并有可能加剧最初的经济冲击。财务实力强大的企业及州和地方政府往往依靠短期债务或商业票据（CP）筹集现金来支付医疗保健、员工薪水和供应商的发票。这些企业和政府通常每隔几周滚动发行一次CP。但3月份市场压力的增大，使得许多投资者不愿购买几天以上的CP，因此企业被迫几乎每日发行1天CP，即使这样也不能保证投资者会接受。同时，CP和其他短期债务工具的主要购买机构——货币市场基金（MMF），也遭遇赎回压力，从而耗尽基金持有的最具流动性的资产，因为投资者极度担心MMF可能会限制赎回，从而抢先赎回。限制赎回还可能会导致企业或家庭向交易对手付款，从而迫使信誉良好的实体违约，给经济体带来可怕的潜在后果。因此，美联储与美国财政部共同建立了商业票据融资便利（CPFF）和货币市场基金流动性支持工具（MMLF），以保证CP融资的顺利、缓解MMF的赎回压力，并为投资者提供信心，支持整个经济和就业。

对于交易商，由于全球金融危机以来监管的加强，及内部风险管理制度的制约，限制了其做市能力。为增强交易商的做市能力、提高市场流

动性，美联储引入一级交易商信贷便利（Primary Dealer Credit Facility, PDCF），通过该工具向短期融资市场的一级交易商提供抵押贷款；此外，对交易商临时降低监管要求，消除其国债做市能力的潜在限制。

六、总结与启示

流动性是金融市场的命脉，高流动性的市场环境（尤其是融资流动性高，即融资便利且利率低）容易逐渐导致高杠杆的经济和金融结构，而市场警惕性的提高滞后。Reinhart和Rogoff在（2009）⁴提出了“这次不一样综合症（This time is different syndrome）”：由于人们心中一种根深蒂固的信念，认为金融危机都是发生在别的时间、别的国家、别人身上的事情，而不会发生在自己身上。“但不幸的是，高杠杆经济可能会在金融危机的边缘悄然运行很多年，直到外部环境的变化或者偶然性因素触发信心危机，最终导致金融危机的爆发。”

可见，人们长时间的盲目乐观和麻木使其走在危机边缘而不自知。但一旦受到事件冲击，信用体系便迅速遭到破坏。因此，金融危机的爆发点在于信用体系的瓦解，市场参与者对交易对手方丧失了信心，产生了信任危机或信心危机。在信任危机下，市场交易者原有的债务链条无法持续，融资流动性断裂；为了降低杠杆或偿

还债务，交易者不得不抛售高流动性资产甚至安全性较高的资产，进而导致市场流动性崩溃，金融市场全面短时间内大幅度下跌。融资流动性问题的出现，主要体现在货币市场工具价格的飙升，即现金资产为王。货币市场工具价格的企稳是金融危机中政府救市措施发挥作用的关键所在。

2015年以来，在我国加强宏观审慎逆周期监管的背景下，金融市场规范度大幅度提高。根据中国社科院国家资产负债表研究中心（CNBS）的数据，2020年以来，我国金融部门杠杆率（资产方）（2020年6月数据为57.2%）较2019年底有所提高，但远低于2016年底77.9%的最高水平，且至2019年底一直呈明显的下降趋势，这将会有效规避金融危机的爆发。但2020年以来，受新冠肺炎疫情的影响，我国非金融企业部门杠杆率有较大幅度提高（2020年6月数据为164.4%），已经超越了2017年3月的前期高点（160.4%）。因此，应加强对非金融企业部门的信用风险以及短期融资工具如短期融资券和标准化票据市场的关注，必要时鼓励银行提高对企业短期融资的支持，帮助企业渡过难关，避免形成对资本市场的冲击。

（本文作者就职于北京金融衍生品研究院）

4 This Time is Different: Eight Centuries of Financial Folly, Carmen M. Reinhart, Kenneth S. Rogoff, Princeton University Press (2009). Journal of International Economics, Volume 84, Issue 1, May 2011, Pages 132–134.