下载日志记录，仅供内部参考

华创证券 HUA CHUANG SECURITIES

证券研究报告

策略专题 2026 年 08 月 11 日

【策略专题】

负反馈之后：全球科技股急跌的传导机制与修复路径

❖ **决定下跌时空的是资金结构，流动性负反馈强化抛压。**

全球股市联动的大幅调整，往往并非基本面在短期发生重大变化，而是源自流动性的负反馈。真正决定下跌时空的，或并非最初促发下跌的因素，而是杠杆资金、融资盘、程序化交易等资金结构在价格下跌中不断强化抛压，使局部冲击演变为全球联动。本轮全球科技股急跌即为此类案例：产业逻辑松动、加息预期与地缘冲突是促发因素，韩国股市的杠杆冲击是放大器。

❖ **流动性负反馈传导机制与企稳信号。**

通过复盘历史 5 轮全球联动下跌的经验：1998 年 LTCM 冲击、2008 年次贷危机、2018 年 A 股股权质押风险、2020 年风险平价基金去杠杆、2024 年日元套息逆转。我们构建了流动性负反馈的传导机制和企稳信号：

产业逻辑松动或突发事件冲击促发下跌，高杠杆资金的强制平仓带来流动性冲击，放大市场波动。当市场下跌触发保证金追缴或模型止损后，高度集中的持仓被迫抛售流动性最佳资产，形成“下跌—平仓—再下跌”的自我强化循环，叠加风险偏好的传导和量化资金机械式卖出（风险平价基金、波动率目标），进一步外溢至全球市场。

此类调整的企稳信号取决于杠杆风险所处位置：1、若杠杆处于资本市场，其修复往往不依赖于基本面，而取决于政策能否快速精准介入，如 1998 年美国救助 LTCM、2020 年初流动性注入等，“政策底”到“市场底”用时约 2-3 周。类似 24/8 日本意外加息引发的日元套息交易逆转，只需央行发声扭转预期，市场便可在极短时间内筑底反弹。2、若杠杆处于实体经济的信贷结构，如 2008 年次贷危机，对全球的影响不仅在于金融市场流动性，还进一步延伸至实体经济冲击，不论是下跌时间和空间，以及企稳所需的政策救助力度，都更为严峻。

❖ **当前：最糟糕时刻或已过去，市场反攻开启。**

本轮韩国杠杆冲击存在于资本市场，影响更多在于微观流动性，未形成对实体经济的冲击。当前已出现积极企稳信号：

产业趋势上，北美云厂商财报验证 AI 高景气延续，资本开支符合且略超预期，信用利差自高点回落，融资环境处于相对良性循环；

微观流动性上，韩国杠杆 ETF 规模自峰值回落至 170 亿美元、融资余额降至 28.8 万亿韩元，各类杠杆资金基本回到 5 月前甚至年初水平，整体已处去杠杆尾声，且去杠杆时间已超过历史经验中“政策底”到“市场底”2-3 周的区间；

宏观流动性上，美联储加息预期显著降温，9 月加息概率已降至 44%、加息时点延后；

地缘冲突上，市场阶段性脱敏，且近期美伊谈判取得进展；

交易筹码上，虽然 Q2 公募持仓 TMT 创下新高，但其中约 53.1%由价格上涨贡献。

市场最糟糕的阶段或已过去，后续关注焦点在于加息时点：若加息延后至中期选举之后，下半年美元流动性迎来宽松环境，将为全球风险资产反弹提供更友好的窗口。

❖ **风险提示：**

宏观经济复苏不及预期；地缘冲突或油价表现超预期；历史经验不代表未来。

华创证券研究所

证券分析师：姚佩

邮箱：yaopei@hcyjs.com

执业编号：S0360522120004

证券分析师：丁炎晨

邮箱：dingyanchen@hcyjs.com

执业编号：S0360523070005

相关研究报告

《【华创策略】谁可能成为下一个港股“宁德溢价”》

2026-08-01

《【华创策略】四类基金画像：大规模、高申购、高收益、低 AI 暴露的高收益——26Q2 基金季报专题研究》

2026-07-31

《【华创策略】硅基产业链的消费映射——AI“新物种”的需求图谱》

2026-07-18

《【华创策略】AI 与科网：相似的繁荣，不同的底牌》

2026-06-05

《【华创策略】五维度构建中国中游行业比较框架——中国中游，逐鹿全球之策略篇 3》

2026-06-04

下载日志已记录，仅供内部参考

目 录

一、 7 月回调：AI 产业叙事松动下的杠杆冲击与全球外溢 7

（一） 导火索与放大器：本轮回调的驱动因素和资金传导机制 7

（二） 最糟糕时刻或已过：AI 景气无虞，韩国去杠杆接近尾声 10

二、 流动性负反馈的历史经验：98 年 LTCM、08 年次贷危机、18 年股权质押、20 年风险平价基金、24 年日元套息 13

（一） 1998 年：LTCM 危机与科网盈利疑云 13

（二） 2008 年：金融流动性危机向实体经济的传导 16

（三） 2018 年：美联储紧缩+中美贸易摩擦+半导体周期下行+股权质押风险 20

（四） 2020 年初：疫情引发全球下跌，风险平价基金去杠杆 23

（五） 2024 年 8 月：日元套息交易逆转 26

下载日志已记录，仅供内部参考

图表目录

图表 1 全球联动下跌的传导机制 6
图表 2 历史典型全球联动下跌复盘 6
图表 3 全球主要市场科技股指 7 月显著回撤 7
图表 4 云厂商大幅扩张资本开支导致现金流收缩 8
图表 5 云厂商发债规模及利率明显上行 8
图表 6 韩国去杠杆传导机制及全球外溢效应 9
图表 7 韩国杠杆 ETF 规模从 5 月 170 亿美元快速攀升至 6 月峰值 290 亿美元 9
图表 8 今年 5 月以来南方东英两倍做多海力士 ETF 份额持续增长 9
图表 9 7 月底市场押注美联储 9 月加息概率超 80%，年内加息 2 次（7/28） 10
图表 10 加息预期升温，美债利率走高 10
图表 11 A 股前 5%成交集中度创历史新高 10
图表 12 公募基金 26Q2 持仓 TMT 超六成 10
图表 13 北美云厂商投资回报上行验证 AI 景气 11
图表 14 云厂商信用利差 11
图表 15 26Q2 公募持仓 TMT 市值提升中，约 53.1%由价格上涨贡献 12
图表 16 韩国监管层出台政策梳理 12
图表 17 韩国股市投资者存放资金与保证金贷款 12
图表 18 韩国融资余额已降至今年年初水平 12
图表 19 6 月以来外资加速流出韩国股市 13
图表 20 当前市场加息预期有所回落（8/10） 13
图表 21 1998 年 7-10 月全球市场普遍下挫 14
图表 22 1998 年 LTCM 危机的传导机制和全球外溢效应 14
图表 23 1998 年 8 月俄罗斯违约引发卢布大幅贬值 15
图表 24 LTCM 通过债券利差套利 15
图表 25 1998 年 LTCM 大幅亏损 15
图表 26 LTCM 杠杆倍数和净资产规模 15
图表 27 对手方风险冻结银行间市场 15
图表 28 1998 年 9 月美联储开启三次降息 16
图表 29 科技龙头 1998Q3 业绩反弹验证景气延续 16
图表 30 2008 年 8-11 月全球股市加速下跌 17
图表 31 2008 年次贷危机传导机制 18
图表 32 银行间市场冻结，Libor-OIS 利差飙升 18
图表 33 优先型货币市场基金资产管理规模 18

下载日志已记录，仅供内部参考

图表 34 信用危机引发美国信用利差飙升 19
图表 35 流动性冲击外溢至实体经济 19
图表 36 次贷危机期间美国联邦基金利率的变化节奏 19
图表 37 次贷危机期间美国不同时期推出的主要政策工具 20
图表 38 2018Q4 全球主要股指加速下跌 21
图表 39 2018 年全球市场联动下跌传导机制 22
图表 40 17-18 年美联储加息周期 22
图表 41 中美贸易摩擦冲击出口 22
图表 42 2018 年半导体周期见顶回落 23
图表 43 2018 年下半年股权质押平仓压力显现 23
图表 44 A 股大股东未平仓市值 23
图表 45 2020 年初全球股市出现短期急跌 24
图表 46 2020 年初疫情冲击下，风险平价基金平仓传导机制 25
图表 47 股债金三杀，美元走强，现金为王 25
图表 48 VIX 和 MOVE 同步飙升，风险平价模型失效 25
图表 49 疫情冲击下对冲基金的融资渠道及风险平价基金的运作指标 26
图表 50 2024 年 8 月初全球股市均显著回调 27
图表 51 2024 年 8 月日元套息交易逆转的传导机制 27
图表 52 日元升值引发日元套息交易逆转 28
图表 53 日元套息交易及日本境外更广泛的日元融资指标 28

下载日志已记录，仅供内部参考

核心结论：

1、7 月全球股市的联动下跌：促发因素是 AI 景气预期变化+美联储加息预期+地缘冲突升温；放大器是韩国股市杠杆冲击，形成“下跌—平仓—再下跌”的负反馈螺旋，并通过产业链共振和资金传导两条路径形成全球外溢效应。

2、当前或已度过最糟糕的时刻，整体风险不大。本轮韩国杠杆冲击存在于资本市场，影响更多在于微观流动性，而未形成对实体经济的冲击。当前已出现积极企稳信号：北美云厂商财报验证 AI 高景气延续、美联储加息预期降温，市场反攻开启。韩国各类杠杆资金基本回到 5 月前甚至年初水平，整体已处去杠杆尾声。

3、历史五轮全球股市联动下跌复盘：

①1998 年：俄罗斯违约引发 LTCM 巨额亏损，亚洲金融危机背景下市场担忧科技盈利前景。企稳信号：美联储快速降息，LTCM 获得救助；科技巨头业绩反弹。

②2008 年次贷危机：信用市场和金融市场杠杆破裂的共振。杠杆冲击出现于实体经济（房地产市场），不论是下跌时间和空间，以及企稳所需的政策救助力度，都更为严峻。

③2018 年：回调核心驱动来自美联储加息和中美贸易摩擦，A 股股权质押风险放大市场波动。企稳信号：美联储货币政策转向；贸易摩擦放缓；政策发力针对股权质押纾困。

④2020 年初：疫情冲击下风险平价基金去杠杆，美元流动性危机引发全球外溢效应。企稳信号：美联储紧急降息+无限量 QE 注入流动性+财政刺激；中国央行定向支持与财政纾困并行。

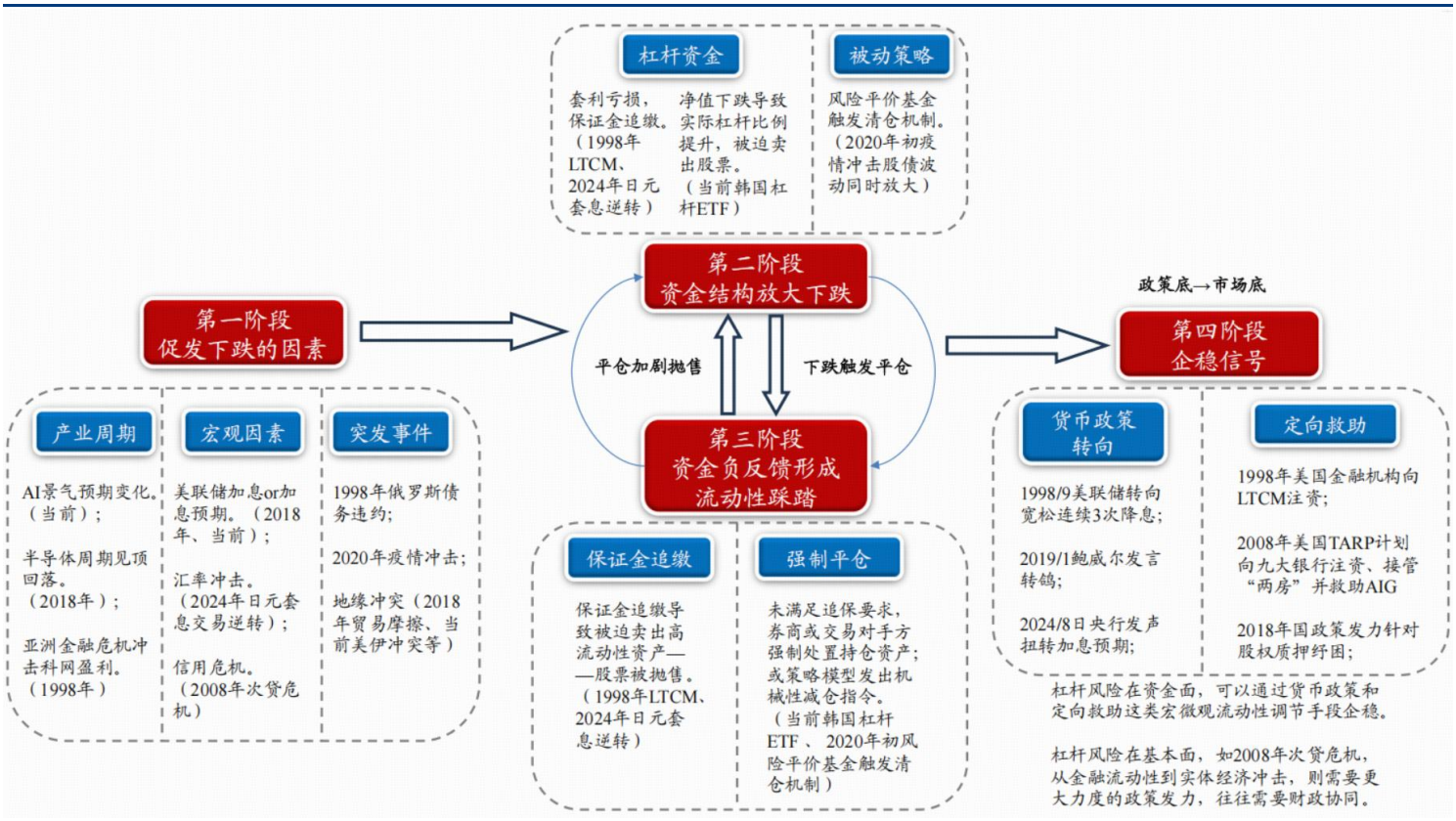
⑤2024 年 8 月：日元套息交易逆转引发全球股市短期急跌。企稳信号：日本央行释放明确鸽派信号。

引言：全球股市联动的大幅调整，往往并非基本面在短期发生重大变化，而是源自流动性的负反馈。真正决定下跌时空的，或并非最初促发下跌的因素，而是杠杆资金、融资盘、程序化交易等资金结构，在价格下跌中不断强化抛压，使局部冲击演变为全球联动。本文通过复盘历史 5 轮全球联动下跌的经验，构建流动性负反馈的传导机制和企稳信号，当前我们认为或已度过最糟糕的时刻：AI 景气验证延续，韩国去杠杆已处尾声。

流动性负反馈模型：产业逻辑松动或突发事件冲击促发下跌，高杠杆资金的强制平仓带来流动性冲击，放大市场波动。当市场下跌触发保证金追缴或模型止损后，高度集中的持仓被迫抛售流动性最佳资产，形成“下跌—平仓—再下跌”的自我强化循环，叠加风险偏好的传导和量化资金机械式卖出（风险平价基金、波动率目标），进一步外溢至全球市场。**此类调整的企稳信号取决于杠杆风险所处位置：**1、若杠杆处于资本市场，其修复往往不依赖于基本面，而取决于政策能否快速精准介入，如 1998 年美国救助 LTCM、2020 年初流动性注入等，“政策底”到“市场底”用时约 2-3 周。类似 24/8 日本意外加息引发的日元套息交易逆转，只需央行发声扭转预期，市场便可在极短时间内筑底反弹。2、若杠杆处于实体经济的信贷结构，如 2008 年次贷危机，对全球的影响不仅在于金融市场流动性，还进一步延伸至实体经济冲击，不论是下跌时间和空间，以及企稳所需的政策救助力度，都更为严峻。

下载日志已记录，仅供内部参考

图表 1 全球联动下跌的传导机制



资料来源：华创证券绘制

图表 2 历史典型全球联动下跌复盘

时期	下跌促发因素	放大市场波动的资金结构	全球市场传导	企稳信号
1998年7-10月	1、俄罗斯违约引发LTCM巨额亏损； 2、亚洲金融危机背景下市场担忧科技盈利前景	债券价差走扩→LTCM套利亏损→追缴保证金→被迫抛售高流动性资产（美股、美债）	高杠杆运行LTCM巨额亏损→债权银行面临对手方违约风险→银行间市场冻结（TED利差飙升）→银行被迫收缩风险敞口，抛售流动性资产→全球美元流动性枯竭	1、美联储快速降息，LTCM获得救助，金融流动性压力缓解。 2、产业趋势：1998Q3科技巨头业绩反弹。
2008年	次贷违约，金融流动性危机向实体经济传导	次贷MBS/CDO多层衍生品违约→影子银行体系崩塌→银行间市场冻结→实体经济融资受阻→全面衰退	欧洲银行/日本金融机构/主权财富基金大量配置美国MBS和CDO产品→次贷违约→全球金融机构面临资产减记和资本充足率压力→金融机构信贷收缩→全球经济衰退	1、连续3次激进降息至0利率，并通过大规模美元互换和创设TAF等工具向全球注入流动性； 2、通过TARP计划直接向九大银行注资、接管“两房”并救助AIG； 3、宣布QE，购买6000亿美元的机构债务和机构MBS。
2018年Q4	1、美联储紧缩政策； 2、中美贸易摩擦； 3、半导体周期见顶回落	A股股权质押强平：股价下跌→质押担保比例跌破警戒线→大股东补充质押→跌破130%平仓线→券商强平→抛压推动股价继续下跌	A股内部去杠杆引发全球投资者对新兴市场系统性风险担忧； 贸易摩擦和美联储紧缩，全球风险偏好共振下行。	1、美联储货币政策转向，19年1月鲍威尔发言转鸽； 2、贸易摩擦放缓，G20峰会达成重要共识，同意暂停相互加征新关税。 3、中国政策发力针对股权质押纾困。
2020年3月	疫情冲击，引发市场对供应链中断和经济停滞的担忧	风险平价基金去杠杆：疫情冲击导致全资产抛售→股债波动率同向飙升→风险平价基金全面去杠杆→形成自我强化的下跌螺旋	股债波动率同步飙升→风险平价模型判定“无资产安全”→强制全面清仓→系统性抛售股/债/黄金→全球市场同步急跌	1、美联储紧急降息+无限量QE注入流动性； 2、美国财政刺激； 3、中国央行定向支持与财政纾困并行
2024年8月	日央行意外加息，日元快速升值，日元套息交易逆转	日元升值导致套息交易成本抬升→日元套息头寸出现亏损→触发大规模追加保证金→被迫抛售高流动性资产（美股科技、日股核心权重）	日元套息交易集中平仓→美股科技与日股同步遭抛售→VIX飙升触发波动率目标等程序化策略减仓→跨资产系统性卖压扩散	日本央行释放明确鸽派信号，日元快速贬值。
2026年7月	1、AI通胀的供需逻辑松动，市场担忧云厂商投资回报； 2、沃什鹰派立场，美联储加息预期升温	韩国股市去杠杆：股价下跌→ETF被迫卖出以恢复杠杆→抛压进一步压低股价→触发更多保证金追缴→散户被迫平仓/强制平仓→更大抛压	产业链传导：韩股存储龙头大跌→全球半导体估值承压→AI资产重新定价； 资金传导：外资加速流出韩股→全球配置型资金降低AI风险敞口→机构减持全球其他AI资产	1、产业趋势：云厂商业绩验证AI高景气； 2、7/16韩国出台一揽子监管措施，当前杠杆去化接近尾声； 3、待观测：美联储加息仍是反攻行情的灰犀牛。

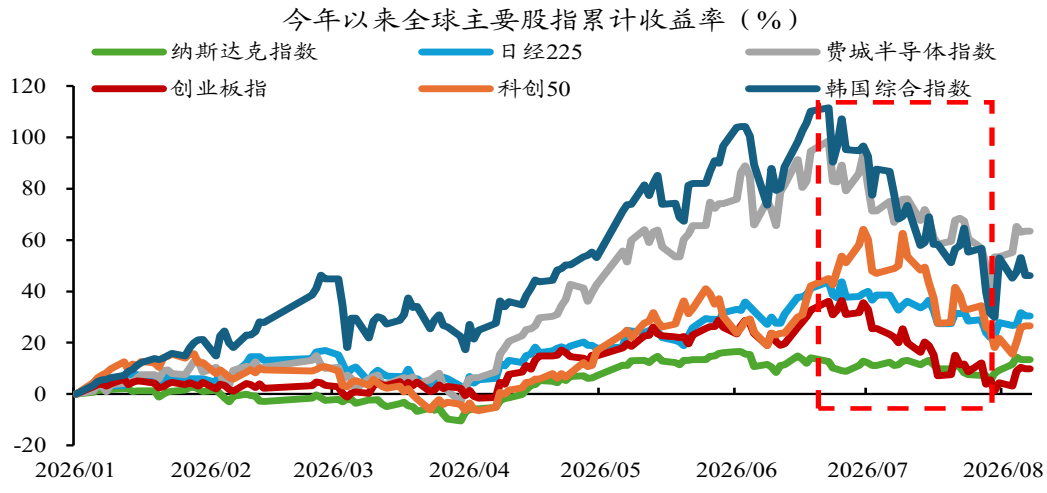
资料来源：华创证券绘制

下载日志已记录，仅供内部参考

一、7 月回调：AI 产业叙事松动下的杠杆冲击与全球外溢

7 月全球股市联动下跌。以 AI 为代表的科技板块，在供需逻辑松动下大幅回调，而韩国去杠杆、交易筹码拥挤、美联储加息预期、地缘冲突升温等因素进一步放大了市场波动。具体来看，纳斯达克指数 7 月最大回撤 7.2%、代表 AI 硬件的费城半导体指数 25%，亚太市场跌幅更深，A 股科创 50 最大回撤 31%，韩国综合指数 39%。本文通过复盘历史 5 段典型的全球联动下跌，系统分析各因素的影响及展望，剖析下跌背后的资金传导与企稳信号。

图表 3　全球主要市场科技股指 7 月显著回撤



资料来源：Wind，华创证券

（一）导火索与放大器：本轮回调的驱动因素和资金传导机制

本轮回调的促发因素：AI 景气预期变化+美联储加息预期+地缘冲突升温。1、AI 通胀的供需逻辑扰动，AI 交易出现审美疲劳。背后是供需两端扰动：需求端，去年下半年以来北美云厂商转向债券融资支持资本开支，经营现金流净额无法覆盖扩张需求，未来更多依赖金融杠杆，若信用市场环境恶化，如加息、信用利差走阔，头部厂商或收缩资本开支。供给端，新一轮产能扩张周期开启，国内外硬件厂商预计未来 1-2 年释放产能。紧供给格局短期或仍将维持，但 AI 渗透率提升要求科技企业扩产实现供需再平衡，未来某个时点 AI 通胀交易逻辑可能打破，是当前市场审美疲劳的核心。**2、宏观流动性收紧预期。**沃什自 6/18 鹰派首秀以来，其政策立场持续强化。7 月 FOMC 会议鹰派分歧明显加大，9 名票委赞成维持利率不变，3 人反对，主张加息 25 个基点。沃什在新闻发布会释放中性偏鹰基调，同时表示美联储决策不会跟随市场交易结果，将推进沟通框架改革，弱化前瞻性指引。决议公布后全球金融市场剧烈震荡，30 年期美债利率大幅飙升突破 5.2%、10 年期突破 4.75%，较月初上行 37bp。根据 CME 数据，7 月底市场预期 9 月加息概率超 80%，年内或加息 2 次。**3、地缘冲突升温。**7/12 伊朗革命卫队警告射击违规船只，霍尔木兹海峡暂时关闭；特朗普称将恢复对伊朗封锁。美伊冲突再度升温，国际油价大幅反弹，ICE 布油 7 月最大上涨超 40%，高点重回 95 美元/桶。

本轮回调放大器：韩国股市杠杆冲击。2026 年上半年韩国通过三重嵌套积聚杠杆风险：①场外借贷：银行向散户发放股票投资贷款，韩国央行数据显示，五大商业银行上半年就耗尽了全年 85%的贷款额度。②场内融资：全市场信用融资余额从年初 27 万亿韩元飙升至 6 月峰值 38.6 万亿韩元，创下历史新高。③杠杆产品：今年 5 月 16 只 2 倍杠杆/反向 ETF 在韩国交易所上市，此后一个月内，韩国杠杆 ETF 规模从 170 亿美元左右

下载日志已记录，仅供内部参考

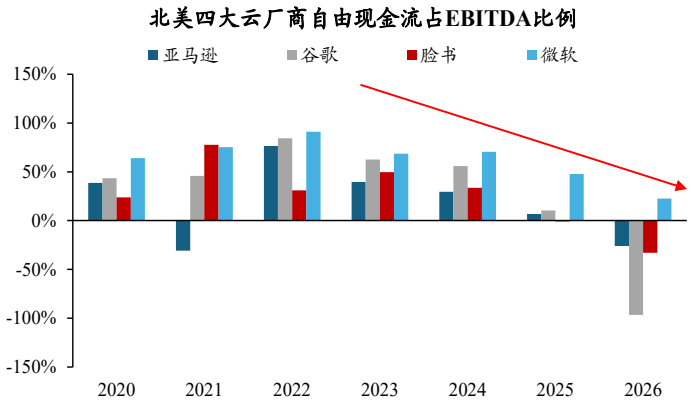
快速飙升至 6 月峰值超 290 亿美元。并且结构上高度集中，三星电子与 SK 海力士合计占 KOSPI 市值超过 50%，意味着少数个股的波动对大盘有较大影响，而杠杆 ETF 的引入进一步放大了这一效应。

杠杆爆破的负反馈螺旋：6/19 KOSPI 见顶 9386 点，此后受 AI 产业景气担忧市场转入下跌，6/23 海力士被曝放缓 HBM4 扩产，KOSPI 单日大跌 10%。7/13 KOSPI 重挫 9%触发熔断。股价下跌随即引爆杠杆，两条路径形成负反馈螺旋：一是杠杆 ETF 的每日再平衡机制——标的下跌日必须被动减仓以维持 2 倍杠杆，形成“下跌→被动卖出→再下跌”；二是融资盘追保强平——“下跌→保证金不足→追保→强平→抛售→再下跌”。两者放大效应集中在两只权重股上，KOSPI 自高点最大回撤超 40%，年内 9 次触发全市场熔断。据韩国官方统计，截至 7 月 13 日，超过 120 万个杠杆账户触及保证金追缴线，约 32 万至 46 万个账户被券商全额强制平仓、本金清零。**监管出手反而短期加剧了波动：**7 月 16 日韩国央行加息 25bp 至 2.75%，监管同日紧急叫停新单股杠杆 ETF 上市、将散户参与保证金门槛从 1000 万韩元提高至 3000 万韩元，并拟设投资上限 20%，流动性收缩叠加恐慌情绪，KOSPI 于 7 月 28 日跌 11%创 1998 年以来最大单日跌幅。

全球外溢效应：韩国市场去杠杆主要通过两条路径放大全球科技股下跌。第一、产业链共振。三星、SK 海力士是全球存储与 HBM 的定价锚，其下跌引发全球半导体估值承压，沿产业链传导至美光、日本铠侠及 A 股存储与 AI 算力板块；第二、外资撤离与全球 AI 风险偏好收缩：外资在韩国股市占比较高，今年 6 月峰值韩国 KOSPI 市场外资市值占比超 40%，6 月下旬以来外资加速净流出，部分源于三星、SK 海力士权重下跌触发基金风控上限的机械减仓。同一批全球配置型资金降低 AI 风险敞口，在撤出韩国的同时也在减持全球 AI 资产。全球科技股的下跌也进一步强化了市场对 AI 产业趋势的担忧：科技股下跌导致全球风险偏好承压，融资环境收紧（信用利差上行，CDS 走高），市场进一步担忧云厂商 AI 投资回报和 Capex。

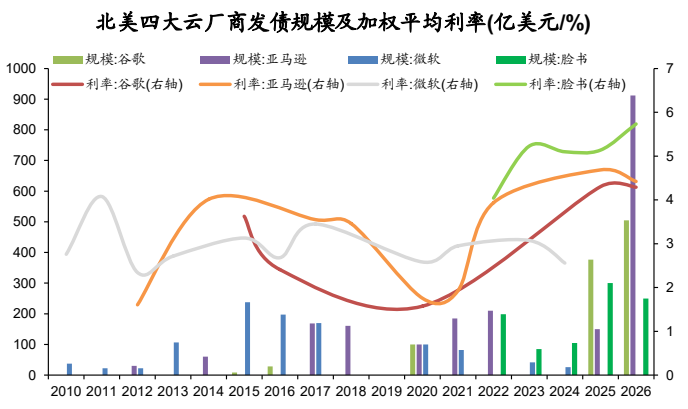
交易筹码拥挤。经历了今年上半年不断强化的 AI 通胀交易后，筹码高度集中，在这样的背景下市场下跌被资金行为进一步放大。数据上来看，7 月 A 股前 5%成交个股的成交额占比已达 50%、处历史 100%高位。26Q2 机构持仓集中度大幅提升，主动偏股型公募 TMT 持仓 61.7%，其中电子 43.4%、通信 16.9%，前三行业整体市值占比 67.7%，较 26Q1 +20.1pcts。

图表 4　云厂商大幅扩张资本开支导致现金流收缩



资料来源：Wind，华创证券，2026 年数据截至二季报

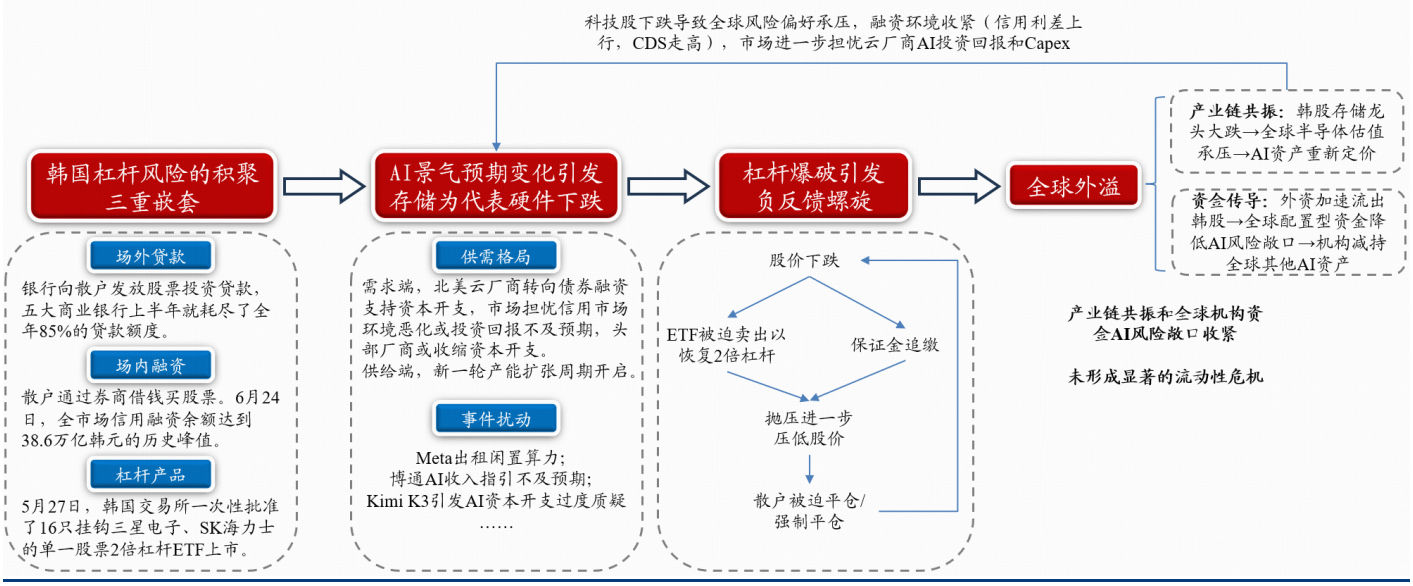
图表 5　云厂商发债规模及利率明显上行



资料来源：Wind，华创证券，2026 年数据截至 8/10

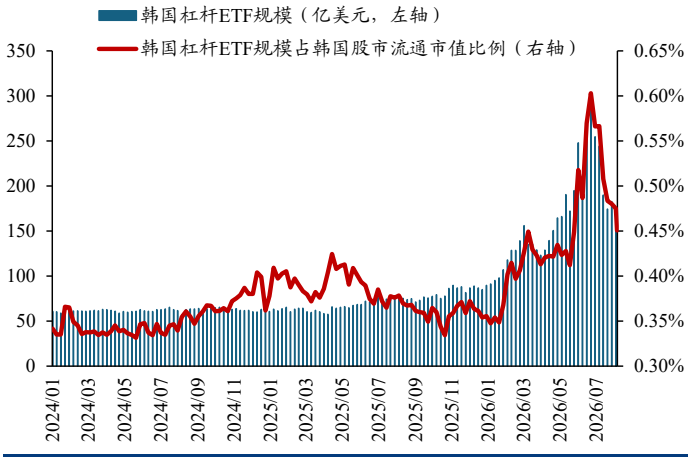
下载日志已记录，仅供内部参考

图表 6 韩国去杠杆传导机制及全球外溢效应



资料来源：华创证券绘制

图表 7 韩国杠杆 ETF 规模从 5 月 170 亿美元快速攀升至 6 月峰值 290 亿美元



资料来源：Bloomberg，华创证券

图表 8 今年 5 月以来南方东英两倍做多海力士 ETF 份额持续增长



资料来源：Wind，华创证券

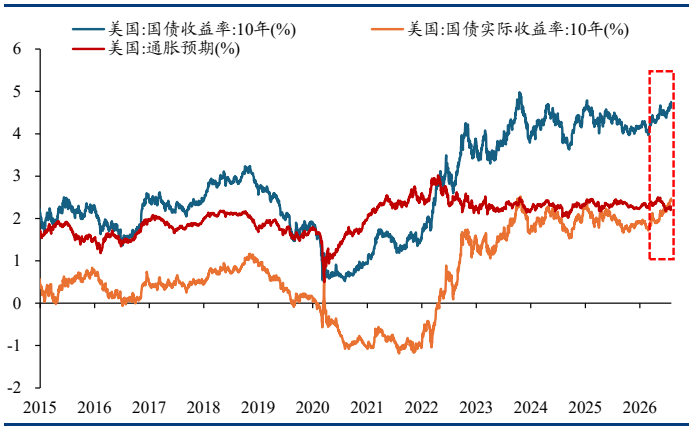
下载日志已记录，仅供内部参考

图表 9 7 月底市场押注美联储 9 月加息概率超 80%，年内加息 2 次（7/28）

	CME FEDWATCH TOOL - CONDITIONAL MEETING PROBABILITIES								
MEETING DATE	300-325	325-350	350-375	375-400	400-425	425-450	450-475	475-500	500-525
2026/7/29	0.0%	0.0%	63.7%	36.3%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	
2026/9/16	0.0%	0.0%	18.5%	55.7%	25.8%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
2026/10/28	0.0%	0.0%	12.7%	44.2%	35.1%	8.0%	0.0%	0.0%	0.0%
2026/12/9	0.0%	0.0%	7.9%	32.3%	38.5%	18.3%	3.0%	0.0%	0.0%
2027/1/27	0.0%	0.0%	6.6%	28.3%	37.5%	21.5%	5.5%	0.5%	0.0%
2027/3/17	0.0%	0.0%	5.1%	23.5%	35.5%	25.1%	9.1%	1.6%	0.1%
2027/4/28	0.0%	0.0%	4.8%	22.1%	34.6%	25.9%	10.3%	2.2%	0.2%
2027/6/9	0.0%	0.1%	5.1%	22.3%	34.4%	25.6%	10.2%	2.1%	0.2%
2027/7/28	0.0%	0.2%	5.4%	22.6%	34.2%	25.3%	10.0%	2.1%	0.2%
2027/9/15	0.0%	0.7%	7.2%	23.8%	33.3%	23.7%	9.2%	1.9%	0.2%
2027/10/27	0.1%	1.6%	9.5%	25.1%	32.0%	21.7%	8.2%	1.7%	0.2%
2027/12/8	0.3%	2.7%	11.6%	26.0%	30.6%	19.9%	7.3%	1.5%	0.1%

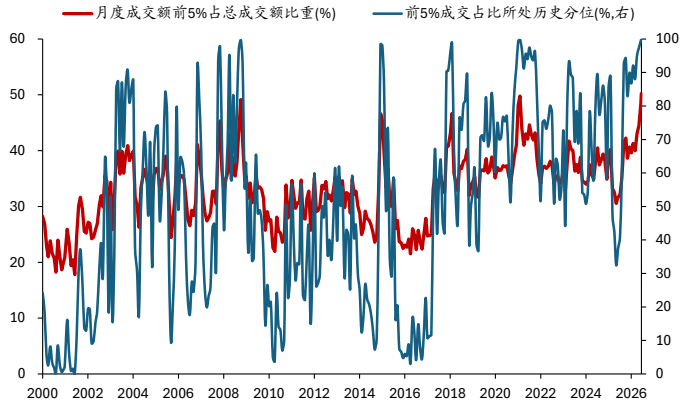
资料来源：CME

图表 10 加息预期升温，美债利率走高



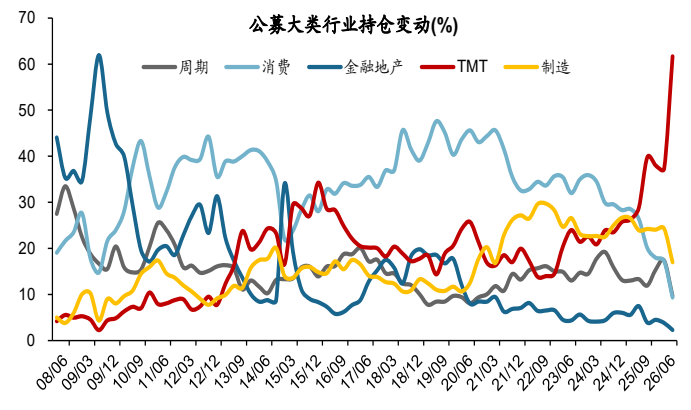
资料来源：Wind，华创证券

图表 11 A 股前 5%成交集中度创历史新高



资料来源：Wind，华创证券

图表 12 公募基金 26Q2 持仓 TMT 超六成



资料来源：Wind，华创证券

（二）最糟糕时刻或已过：AI 景气无虞，韩国去杠杆接近尾声

复盘历史 5 轮全球股市联动下跌的经验，我们认为当前或已度过最糟糕的时刻，整体风险不大。本轮韩国杠杆冲击存在于资本市场，影响更多在于微观流动性，而未形成对实体经济的冲击，历史上看此类冲击修复从“政策底”到“市场底”用时约 2-3 周。当前已出现积极企稳信号：北美云厂商财报验证 AI 高景气延续、美联储加息预期降温，市场反攻开启。韩国各类杠杆资金基本回到 5 月前甚至年初水平，整体已处去杠杆尾声。具体来看：

产业趋势来看，北美云厂商财报验证 AI 高景气延续。海外四大云厂商相继公布资本开支，略超市场预期，26 年资本开支总额预计达 7450 亿美元，带动全球 AI 产业链明显反弹，验证产业逻辑延续，参考 98Q3 美股科技龙头业绩验证后，市场重回上涨。市场担心的融资环境方面，信用利差走阔但仍处于可控区间，四家云厂商新发 10 年期债券的信用利差（较美债）从 25 年 0.46pct 升至 26 年 4 月高点的 0.93pct 后，7 月回落至 0.74pct，对应 7 月亚马逊发行 250 亿美元 10 年期债券时的发行利率 5.2%，融资环境仍处在相对

下载日志已记录，仅供内部参考

良性循环中。

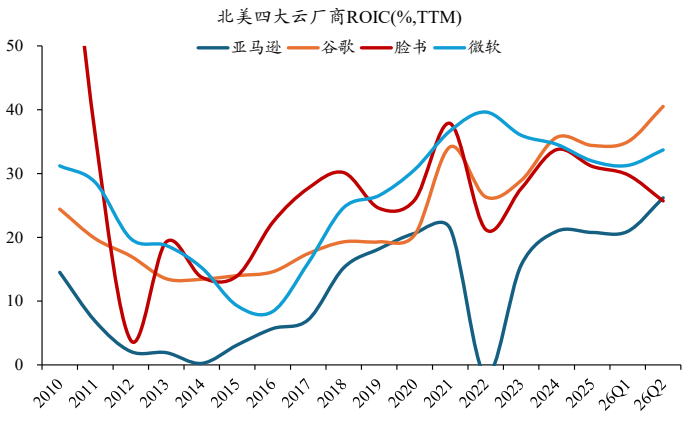
微观流动性看，韩国去杠杆接近尾声。自 7/16 韩国企划财政部、FSC、金融监督院与韩国央行宣布一揽子监管措施以来，韩国杠杆 ETF 规模已从峰值 290 亿美元降至当前 170 亿美元，占流通市值比例从 0.6%降至 0.45%，且呈现趋稳态势，基本回到 5 月份水平。KOFIA 数据显示全市场投资者资金存款从 6 月 4 日峰值 139.7 万亿韩元降至 7 月 15 日的 109.9 万亿韩元，降幅约 29.8 万亿韩元。融资余额在 6 月 24 日达到峰值 38.6 万亿韩元，之后随市场下跌和去杠杆加速，整体规模持续下滑，截至 8/6 降至 28.8 万亿韩元，且呈现趋稳态势，基本回到年初水平。外资方面，经历 6 月下旬以来的加速流出后（6/19-8/6 累计净流出 43.6 万亿韩元），KOSPI 市场外资市值占比从峰值 41.6%降至 39.2%，回到 5 月水平。参考 98 年 LTCM 危机、18 年 A 股权质押风险、20 年疫情冲击下风险平价基金去杠杆、24 年 8 月日元套息逆转 4 轮非信用危机案例，杠杆冲击的持续时长由杠杆结构的复杂度与政策介入速度共同决定，“政策底→市场底”需 2-3 周时间。本轮韩股去杠杆自 6/22 以来已 6 周，自 7/16 韩国发布监管措施以来已 3 周，各类杠杆资金基本回到 5 月前甚至年初水平，整体已处去杠杆尾声。

宏观流动性看，美联储加息预期已显著降温。由于油价回落和就业数据低预期，近期美联储加息预期有所降温，根据 CME 数据，目前期货市场定价下一次加息时点已从 9 月延后至 10 月，9 月加息概率大幅回落至 44%，且年内仅剩一次加息预期。这符合我们之前对于反攻的判断——若加息延后至中期选举之后，下半年美元流动性迎来宽松环境，有利于全球风险资产迎来强有力的反弹；而过去一周包括全球股指以及黄金在内的大类资产均演绎出加息预期降温的逻辑。

地缘冲突来看，市场阶段性脱敏。经历 3 月反复 TACO (Trump Always Chickens Out) 后，市场对地缘阶段性脱敏，近期美伊谈判取得重大进展，伊朗外交部表示，伊朗与阿曼已就霍尔木兹海峡航运线路达成一致。

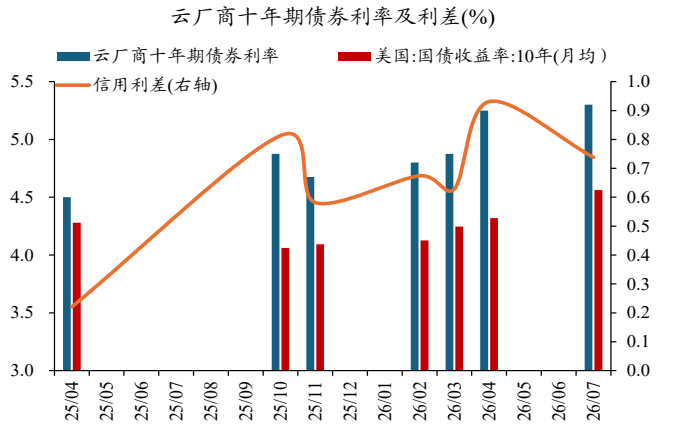
交易筹码来看，虽然 Q2 公募持仓 TMT 创下新高，但其中约 53.1%由价格上涨贡献。参照历史经验，公募抱团的形成与瓦解经历五个阶段：价格主导→加仓主导→加仓与价格共振→峰值阶段→抱团瓦解，当前基本处于加仓与股价共振的第三阶段，未来集中度或将进一步走向峰值。（详见《TMT 持仓六成，多少是买出来的？多少是涨出来的？》）

图表 13　北美云厂商投资回报上行验证 AI 景气



资料来源：Wind，华创证券

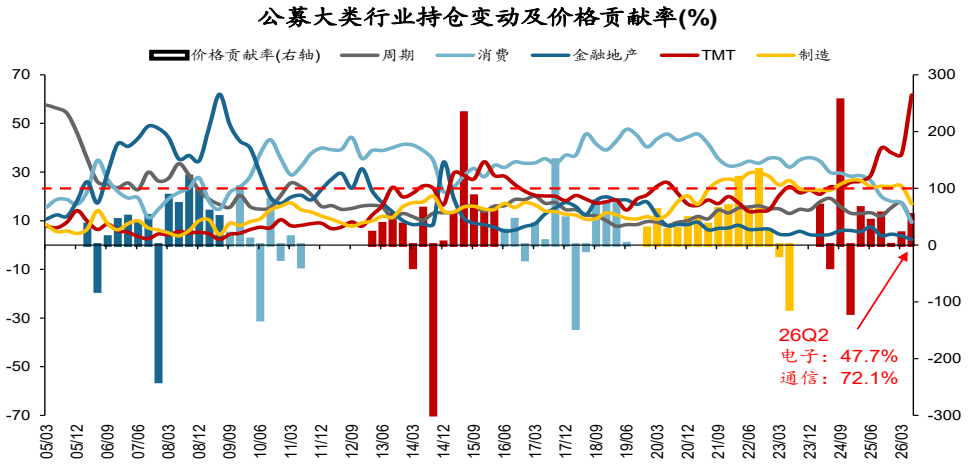
图表 14　云厂商信用利差



资料来源：Wind，华创证券

下载日志已记录，仅供内部参考

图表 15 26Q2 公募持仓 TMT 市值提升中，约 53.1%由价格上涨贡献



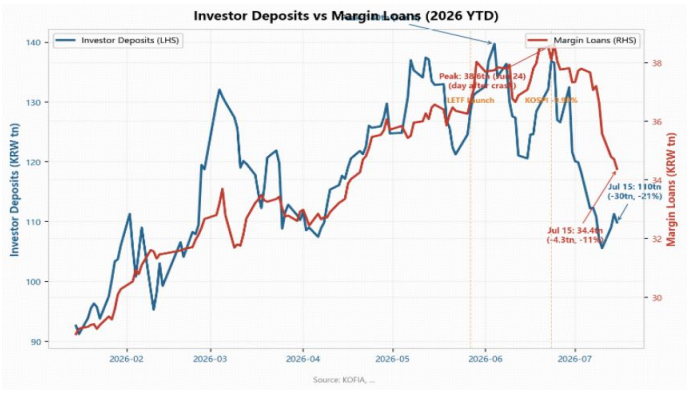
资料来源：Wind，华创证券，图中折线图为各大类行业的持仓占比，柱状图为价格贡献率，其中不同颜色区分对应不同时期的不同板块，具体颜色对应见图例。

图表 16 韩国监管层出台政策梳理

序号	措施	旧规	新规	生效时间
1	大幅上调保证金	1000 万韩元（可 70%以证券充抵）	**3000 万韩元**；8 月 19 日起**仅认现金**	8 月 5 日/19 日
2	暂停新上市并禁止广告	允许	**暂停新上市**，直至市场企稳；**全面禁止广告**	立即
3	缩短风险指定流程	3 阶段	**2 阶段**	即日
4	提高最小交易单位	1 份	**20 份**	11 月
5	收紧溢折价管理	3%	**2%**	即日
6	延长投资者教育	2 小时	**3 小时**	即日
7	违规公司限制新上市	无	**违反溢折价规定的 ETF 运营商限制其新 ETF 上市**	即日

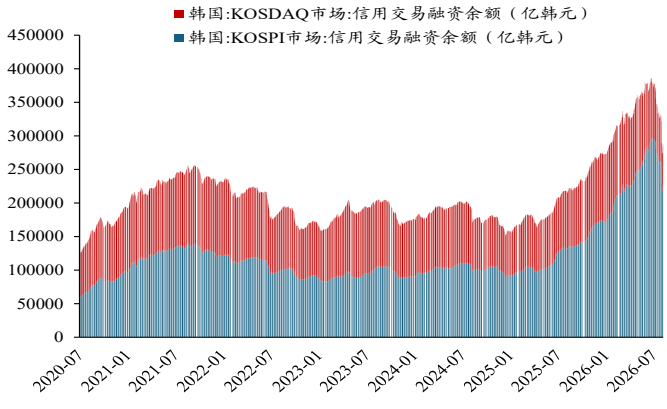
资料来源：中国基金报，KBS World，华创证券

图表 17 韩国股市投资者存放资金与保证金贷款



资料来源：KOFIA，华创证券

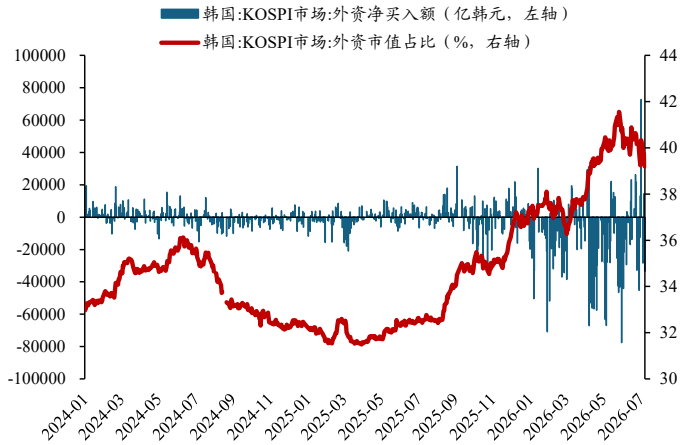
图表 18 韩国融资余额已降至今年年初水平



资料来源：Wind，华创证券

下载日志已记录，仅供内部参考

图表 19 6 月以来外资加速流出韩国股市



资料来源：Wind，华创证券

图表 20 当前市场加息预期有所回落（8/10）

	CME FEDWATCH TOOL - CONDITIONAL MEETING PROBABILITIES							
MEETING DATE	300-325	325-350	350-375	375-400	400-425	425-450	450-475	475-500
2026/9/16	0.0%	0.0%	55.6%	44.4%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
2026/10/28	0.0%	0.0%	40.8%	47.4%	11.8%	0.0%	0.0%	0.0%
2026/12/9	0.0%	0.0%	22.9%	44.5%	27.4%	5.2%	0.0%	0.0%
2027/1/27	0.0%	0.0%	19.2%	41.0%	30.2%	8.8%	0.8%	0.0%
2027/3/17	0.0%	0.0%	14.3%	35.5%	32.9%	14.2%	2.8%	0.2%
2027/4/28	0.0%	0.0%	13.1%	33.7%	33.2%	15.8%	3.8%	0.4%
2027/6/9	0.0%	0.0%	12.3%	32.4%	33.2%	16.9%	4.6%	0.6%
2027/7/28	0.0%	0.3%	12.7%	32.4%	32.8%	16.6%	4.5%	0.6%
2027/9/15	0.0%	1.2%	14.1%	32.4%	31.7%	15.8%	4.2%	0.6%
2027/10/27	0.1%	2.1%	15.4%	32.4%	30.6%	15.0%	4.0%	0.6%
2027/12/8	0.3%	3.5%	17.2%	32.2%	28.9%	13.8%	3.6%	0.5%

资料来源：CME

二、流动性负反馈的历史经验：98 年 LTCM、08 年次贷危机、18 年股权质押、20 年风险平价基金、24 年日元套息

（一）1998 年：LTCM 危机与科网盈利疑云

俄罗斯违约引发 LTCM 巨额亏损，亚洲金融危机背景下市场担忧科技盈利前景。1998 年 7-10 月全球股市出现联动下跌，其中标普 500 最大回撤 22%，亚太市场跌幅普遍在 23%左右，欧洲市场跌幅更深，法国 CAC40、德国 DAX 指数跌超 30%，俄罗斯 RTS 最大回撤更是超过 80%。本轮全球市场回调原因主要两点：

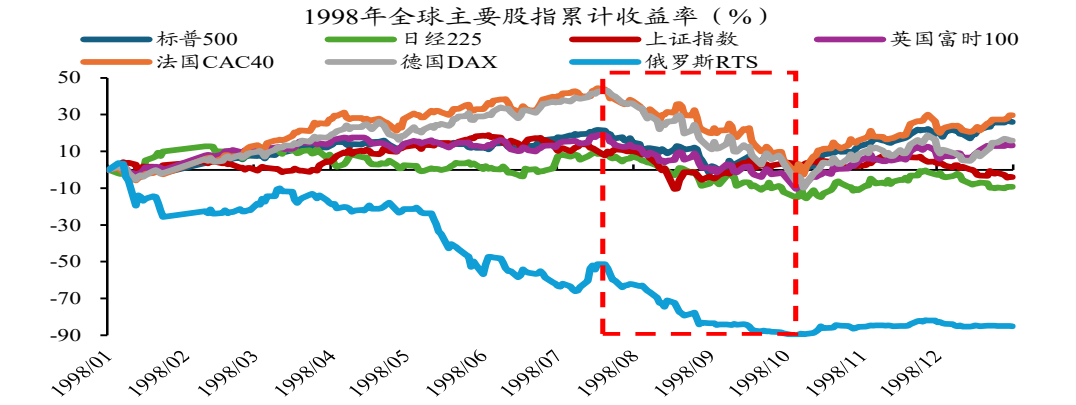
1、俄罗斯违约引发 LTCM 巨额亏损，冲击美国金融流动性。LTCM 主要使用利差套利策略，核心假设在于新兴市场国家债券和美国/德国政府债券之间利率相差过大，市场价格差异最终会收敛回归“常态”。因此在操作上 LTCM 做多新兴市场债券（俄罗斯、日本、意大利国债等）；做空发达市场债券（美国国债、德国国债等）。这样的策略在 1994-1997 年为 LTCM 带来了稳定的回报，但由于单笔交易的利润率非常低，因此 LTCM 使用大量的杠杆来放大收益。1998 年初 LTCM 净资产约 40-50 亿美元，管理资产规模超 1000 亿美元，杠杆率约 25-30 倍。**杠杆爆破：**1998 年 8 月，俄罗斯宣布主权债务违约，卢布大幅贬值，美元兑卢布从 98/7 的 6.2 快速飙升至 98/12 的 21。俄罗斯主权违约随即引发全球资金避险和流动性偏好急剧上升，投资者从发展中市场退出，大量资金涌入美国/德国国债避险。这导致 LTCM 做多的新兴市场债券大跌，做空的美国/德国国债大涨，原本应该收敛的价差在危机中急剧走扩。高杠杆运行的 LTCM 大幅受挫，到 1998 年 8 月底，LTCM 的净资产降到 23 亿美元，杠杆比率超过 45 倍。亏损触发其华尔街交易对手（债权银行）的集体追加保证金要求。为满足追保以避免无序破产，LTCM 被迫抛售其组合中流动性最强的资产。这种大规模抛售显著冲击市场流动性，形成“抛售→价格暴跌→更多机构触及风控线加入抛售→市场流动性紧张”的负反馈螺旋。**全球外溢效应：美元流动性枯竭。**由于 LTCM 的交易对手几乎覆盖华尔街所有大投行，大跌引发 LTCM 面临破产危机时，银行们发现彼此都可能是 LTCM 的债权人，对手方风险无法定价，银行间市场随即冻结：TED 利差从 1998 年 7 月的 50-60bp 飙升至 10 月高点 150bp 以上，全球美元流动性枯竭，美元融资成本飙升，持有美元负债的全球机构被迫抛售资产换取美元。一场原本局限于新兴市场的信用危机，被放大为冲击全球金融体系的系统性美元流动性冲击。

下载日志已记录，仅供内部参考

2、亚洲金融危机下，市场担忧科技股盈利前景。由于亚洲是美国科技企业重要海外市场，金融危机加剧了投资者对于科技行业海外需求的担忧。惠普、Computer Associates等公司警告未来业绩将受到亚洲经济疲软的负面影响。业绩上看也确实如此，思科营收增速从97Q2的73%降至98Q2的27%，英特尔从29%降至-0.55%。

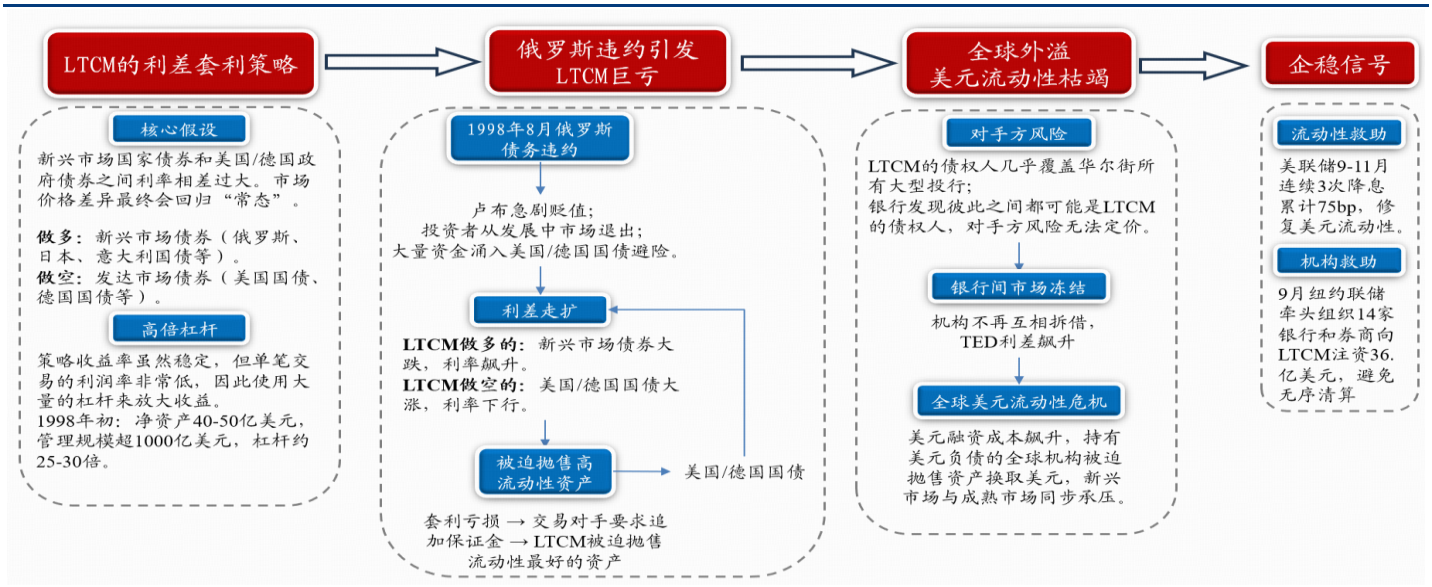
企稳信号：1、美联储快速降息，LTCM获得救助，金融流动性压力缓解。由于亚洲金融危机冲击美国出口需求，LTCM危机引发美元流动性枯竭，美联储自1998年9月起转向宽松，下半年3次降息累计75bp。与此同时，9月23日，14家银行和证券公司同意向LTCM注资36亿美元，避免其违约引发连锁反应，降低流动性危机风险。标普500自10月8日见底并开启反弹，回调持续58个交易日，“政策底→市场底”用时2周。**2、产业趋势：科技巨头业绩反弹**。1998年10月，科技龙头陆续发布三季报，业绩反弹验证了二季度底部拐点，其中思科营收增速从27%回升至33%，英特尔增速转正至9%。业绩验证缓解了市场担忧，也为后续市场上涨奠定基本面基础。

图表 21　1998年7-10月全球市场普遍下挫



资料来源：Wind，华创证券

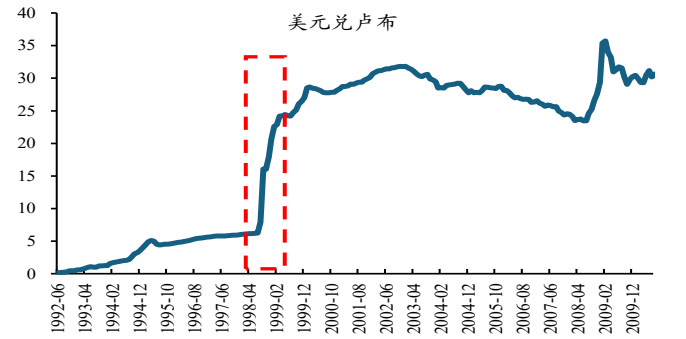
图表 22　1998年LTCM危机的传导机制和全球外溢效应



资料来源：华创证券绘制

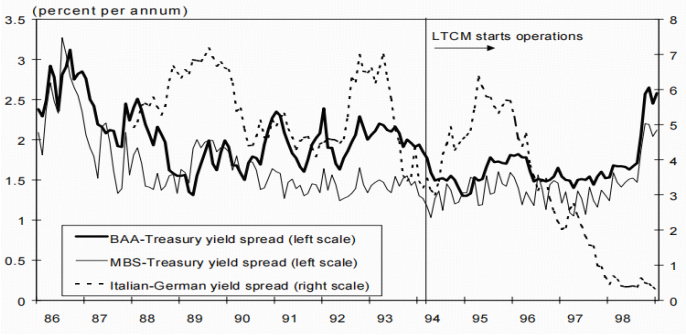
下载日志已记录，仅供内部参考

图表 23 1998 年 8 月俄罗斯违约引发卢布大幅贬值



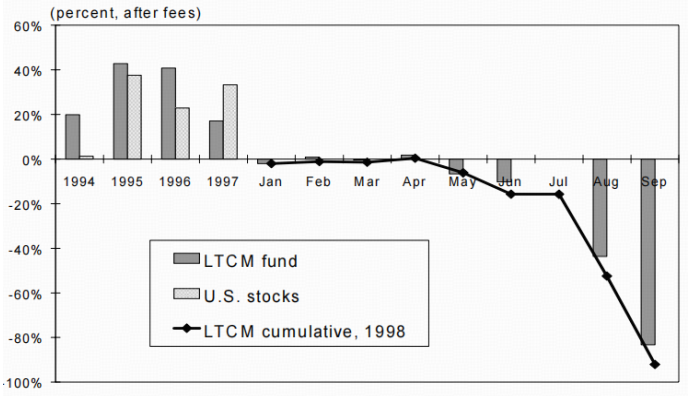
资料来源：Wind，华创证券

图表 24 LTCM 通过债券利差套利



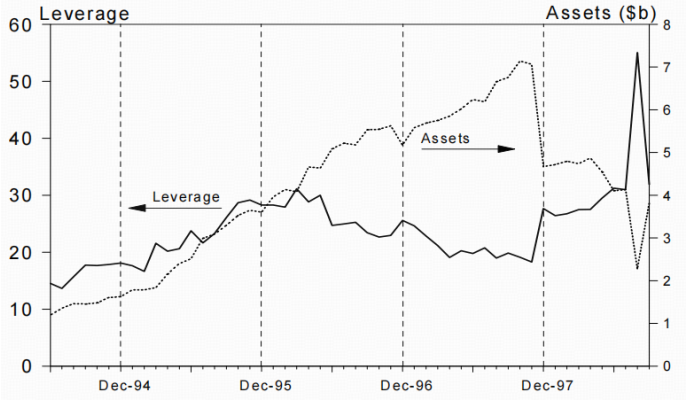
资料来源：Philippe Jorion "Risk Management Lessons from Long-Term Capital Management"，华创证券

图表 25 1998 年 LTCM 大幅亏损



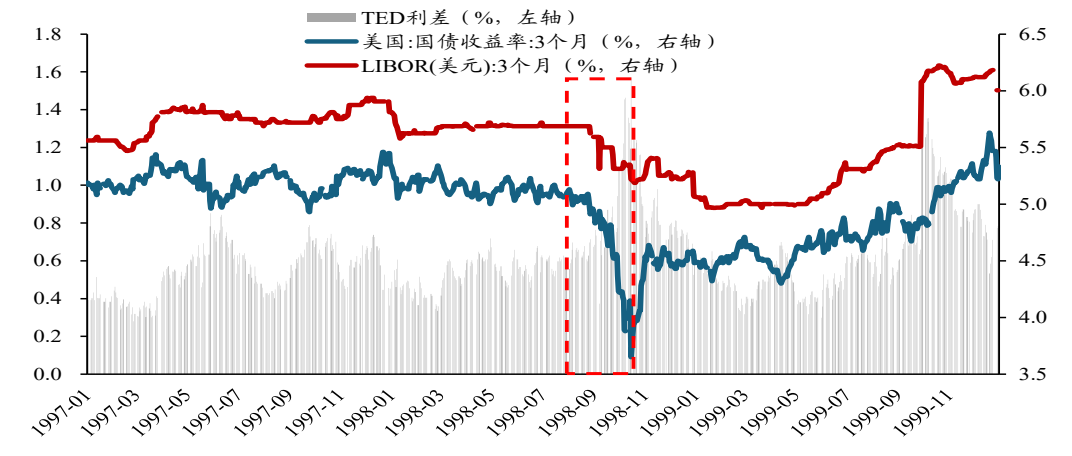
资料来源：Philippe Jorion "Risk Management Lessons from Long-Term Capital Management"，华创证券

图表 26 LTCM 杠杆倍数和净资产规模



资料来源：Philippe Jorion "Risk Management Lessons from Long-Term Capital Management"，华创证券

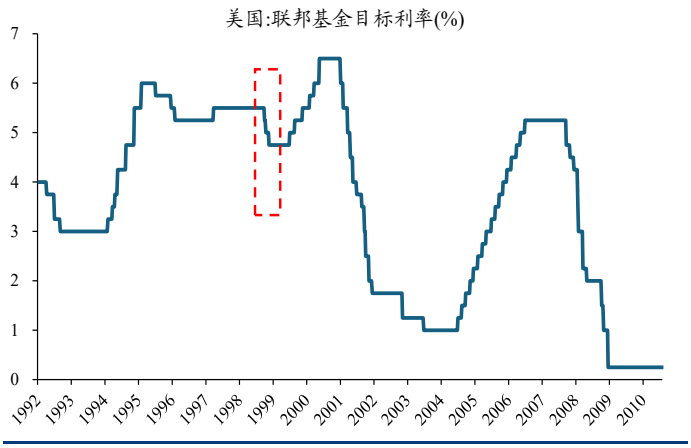
图表 27 对手方风险冻结银行间市场



资料来源：Wind，华创证券

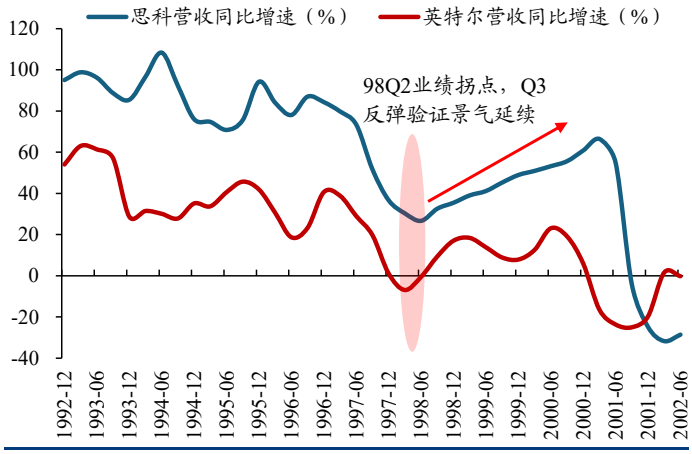
下载日志已记录，仅供内部参考

图表 28 1998 年 9 月美联储开启三次降息



资料来源：Wind，华创证券

图表 29 科技龙头 1998Q3 业绩反弹验证景气延续



资料来源：Wind，华创证券

（二）2008 年：金融流动性危机向实体经济的传导

2008 年次贷危机是信用市场和金融市场杠杆破裂的共振。本轮最大的不同在于，杠杆冲击出现于实体经济的信贷市场（房地产市场），因此对全球的影响不仅在于金融市场流动性，还进一步延伸至实体经济冲击，不论是下跌时间和空间，以及企稳所需的政策救助力度，相比其他几轮都更为严峻。2007 年以前房价的持续上涨，催生完整的杠杆链条：银行发放房贷→投行打包成 MBS→分层切出 CDO→全球投资者购买，银行不是简单持有房贷，而是持有大量证券化产品。当 2007 年次贷违约开始爆发，信用市场和金融市场杠杆破裂共振放大全球下跌：**次贷 MBS/CDO 多层衍生品违约→影子银行体系崩塌→银行间市场冻结→实体经济融资受阻→全面衰退**。房价下跌导致次贷借款人大量违约，抵押品（MBS/CDO）价值崩塌，银行资产缩水导致资本充足率不足，被迫抛售资产、收缩信贷，两者都让抵押品价值进一步下跌：抛售资产压低价格，收缩信贷压制实体。尤其是 2008 年 9 月雷曼兄弟破产是重要信号，金融机构间失去信任，银行间市场冻结，美国高收益债指数期权调整利差从 2008 年 6 月 6-7%飙升至 12 月高点 22%，10 月 Libor-OIS 利差升至 364bp 的历史峰值。企业无法滚动短期融资、居民无法获得贷款，实体经济融资渠道受阻，总需求塌陷，形成费雪式“债务-通缩”螺旋。**全球外溢效应**：全球金融机构都持有美国信用资产：欧洲银行、主权财富基金、亚洲央行大量配置 MBS/CDO，次贷违约导致全球同步收缩信贷；此外，美元是全球货币，美国银行间冻结导致全球美元融资市场枯竭，欧亚机构被迫抛售资产换美元，全球各大类资产无差别下跌，最终演变为全球性经济危机。美国 GDP 同比自 08Q4 转负，之后两个季度跌幅进一步扩大至-3.2%、-4.0%。中国 GDP 同比 08Q3 降至 10%以下，09Q1 降至低点 6.4%。

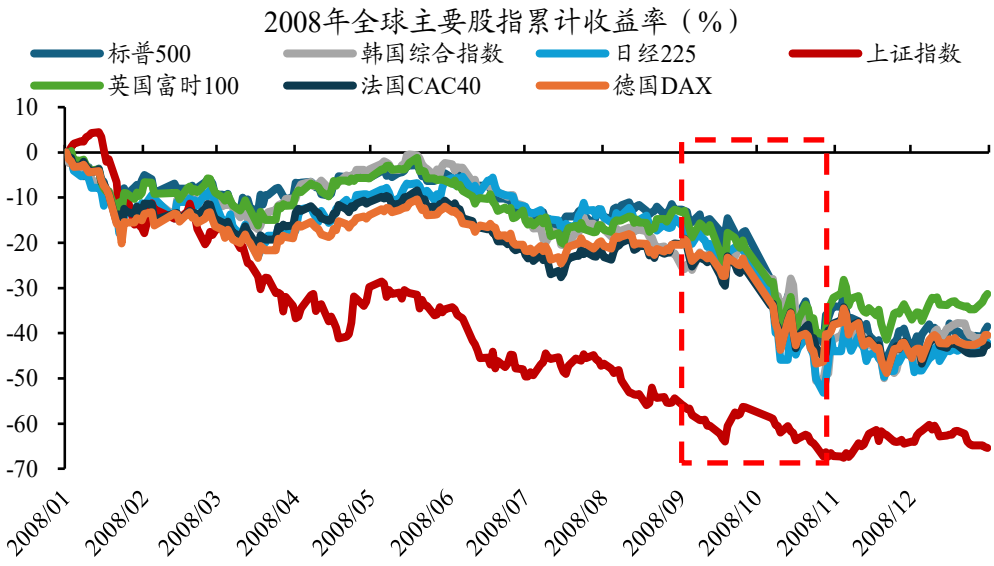
企稳信号：货币政策+直接救助+量化宽松+财政刺激四管齐下。**货币政策**：2008 年 10 月 8 日美联储联合全球五大央行同步降息 50bp，10 月起连续下调，12 月 16 日将联邦基金利率降至 0—0.25%的历史最低区间，并通过创设 TAF、PDCF、TSLF 及大规模美元互换协议向全球注入美元流动性。**直接救助**：9 月 7 日美国财政部接管“两房”，兜底美国房贷市场；9 月 16 日美联储向 AIG 提供 850 亿美元紧急贷款，避免其违约引发保险业连锁反应；10 月 3 日美国国会通过 7000 亿美元 TARP 计划，10 月 14 日财政部宣布向花旗、摩根大通、高盛等九大银行注资 2500 亿美元优先股，以政府信用直接承接金融机构的信用风险。**量化宽松**：11 月 25 日美联储宣布 QE1（购买 1000 亿美元两房债务与 5000

下载日志已记录，仅供内部参考

亿美元 MBS），2009 年 3 月 18 日扩大至 3000 亿美元国债并追加 MBS 购买，合计约 1.75 万亿美元，压低长端利率、修复资产价格。**财政**：2009 年 2 月 17 日奥巴马签署约 7870 亿美元《美国复苏与再投资法案》，以财政扩张对冲私人部门去杠杆。美股于 08/11 企稳，之后出现二次探底，最终于 09/3 触底反弹。A 股方面更早触底，中国于 08/11 推出“四万亿”计划，A 股几乎同步见底开启反弹。

2008 年次贷危机与当前全球 AI 产业链暴跌存在本质差异。我们认为 08 年次贷危机的本质是信用杠杆的崩塌，冲击银行体系与实体经济本身，企稳必须货币、财政、直接注资多重发力。而当前并未爆发信用危机，下跌主要来自 AI 产业叙事的担忧和杠杆资金的放大效应。

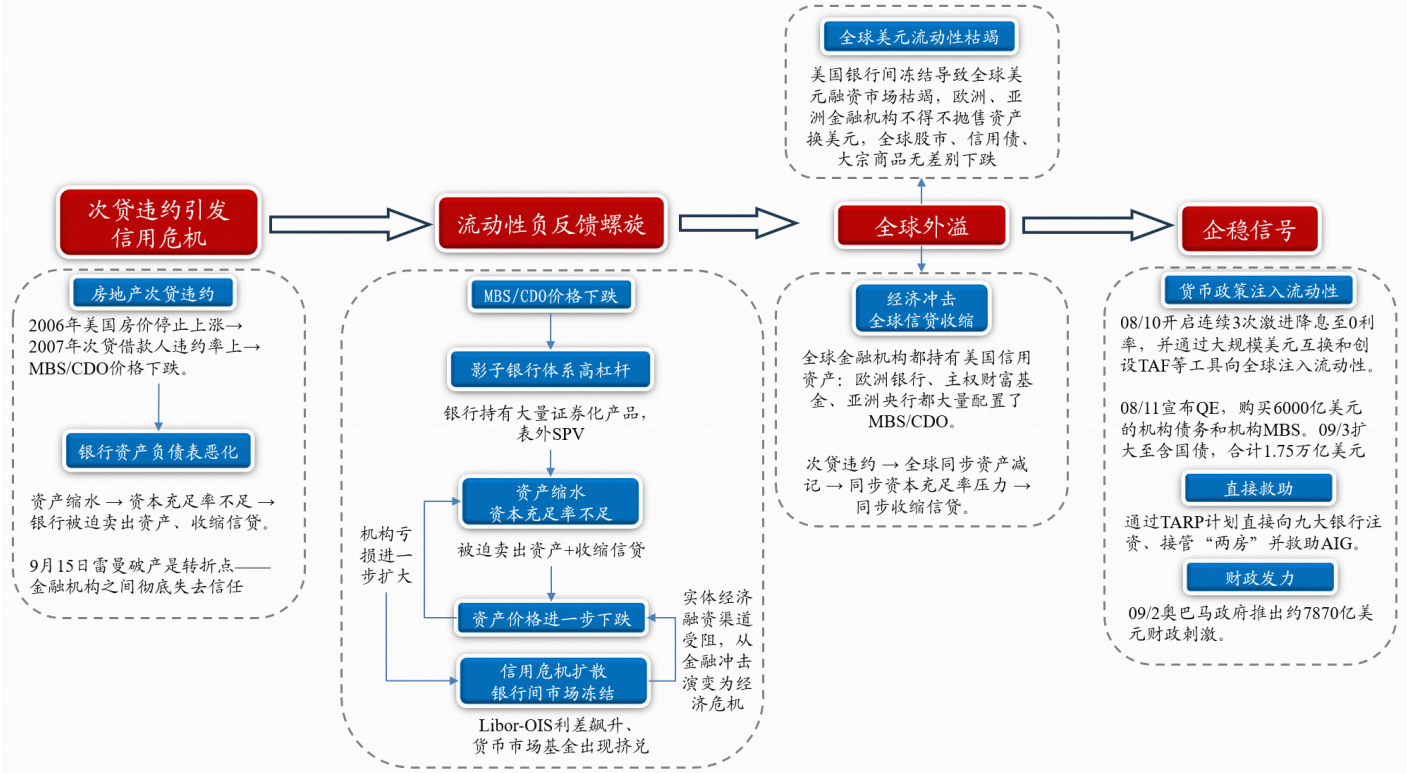
图表 30　2008 年 8-11 月全球股市加速下跌



资料来源：Wind，华创证券

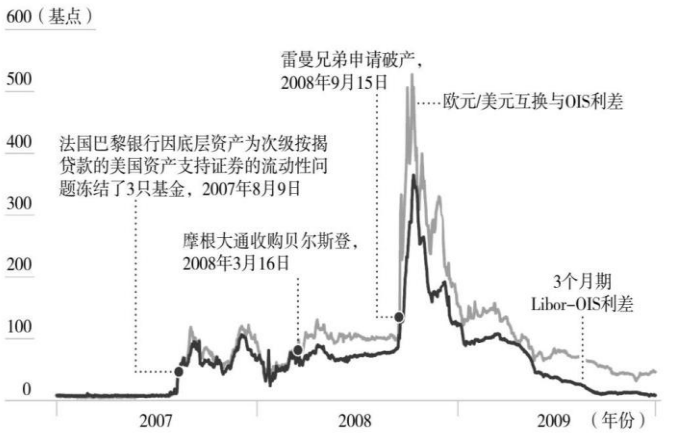
下载日志已记录，仅供内部参考

图表 31 2008 年次贷危机传导机制



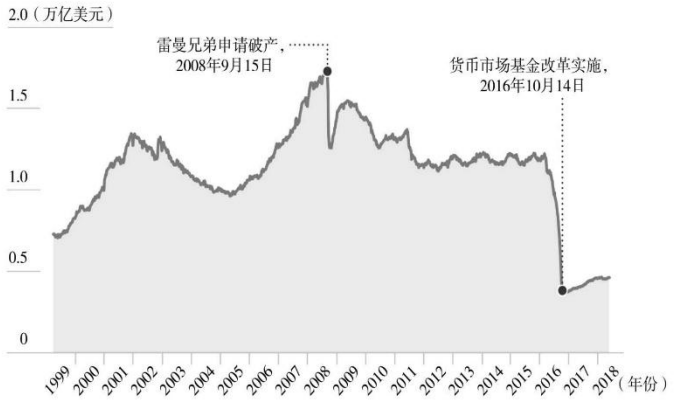
资料来源：华创证券绘制

图表 32 银行间市场冻结，Libor-OIS 利差飙升



资料来源：本·伯南克、蒂莫西·盖特纳、亨利·保尔森、梁内利《极速应对》，华创证券

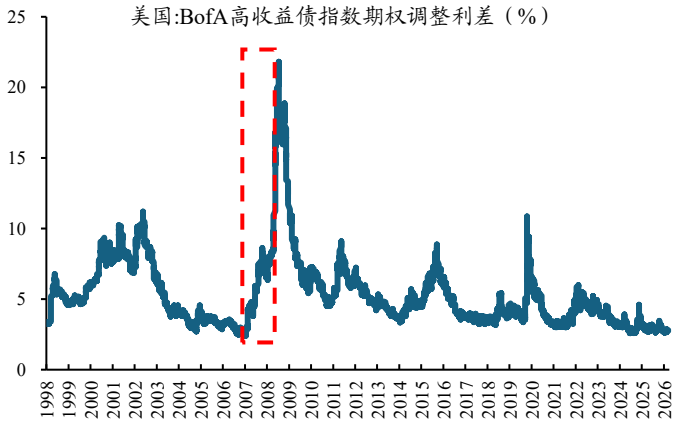
图表 33 优先型货币市场基金资产管理规模



资料来源：本·伯南克、蒂莫西·盖特纳、亨利·保尔森、梁内利《极速应对》，华创证券

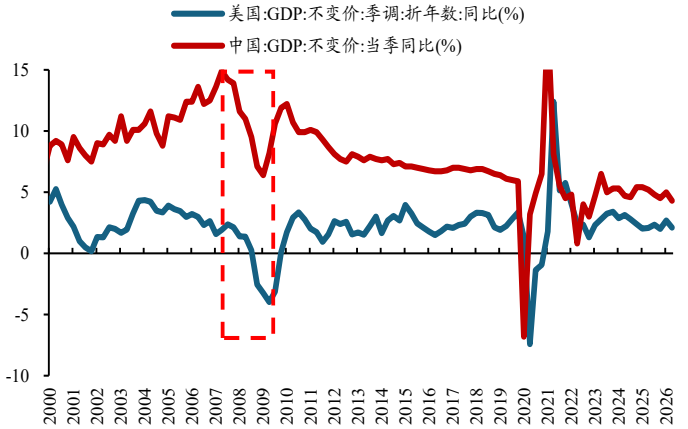
下载日志已记录，仅供内部参考

图表 34 信用危机引发美国信用利差飙升



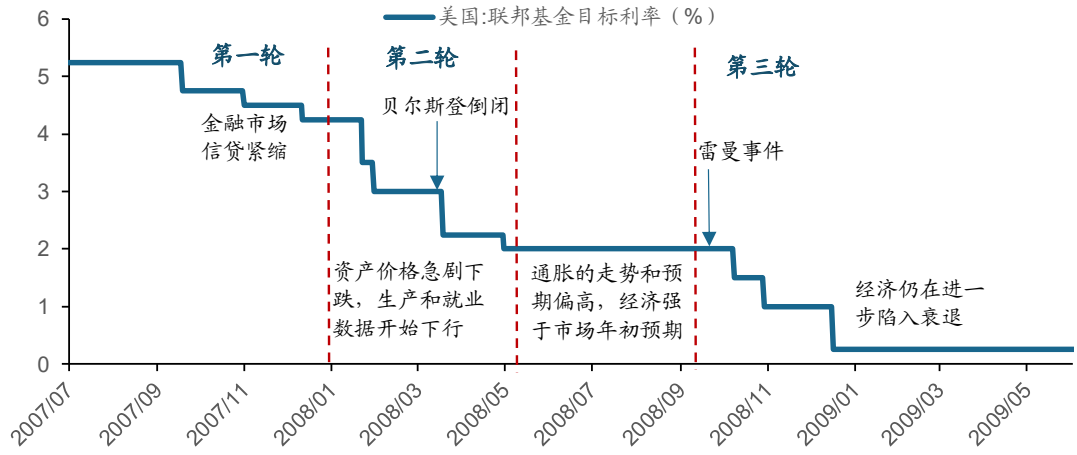
资料来源：Wind，华创证券

图表 35 流动性冲击外溢至实体经济



资料来源：Wind，华创证券

图表 36 次贷危机期间美国联邦基金利率的变化节奏

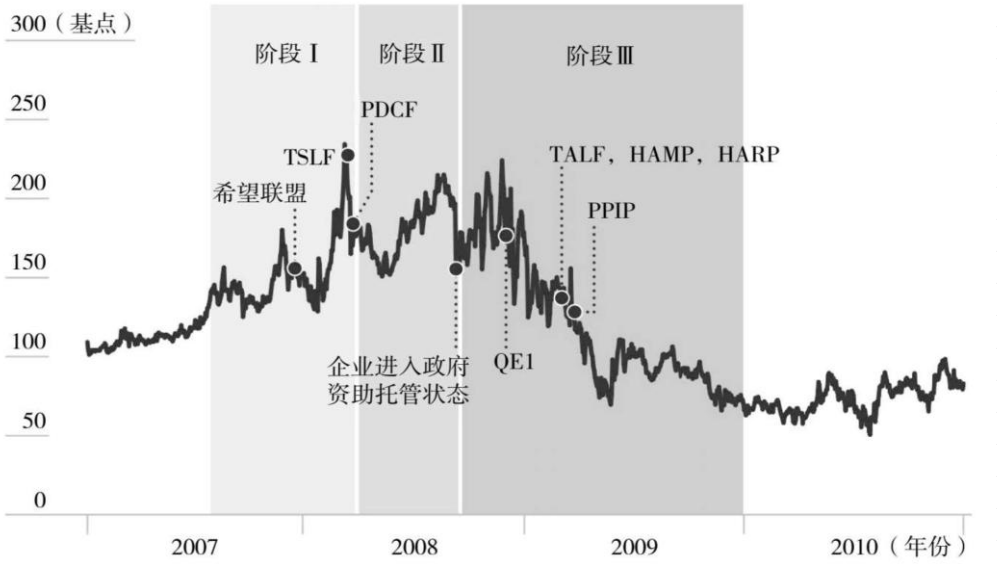


资料来源：Wind，本·伯南克、蒂莫西·盖特纳、亨利·保尔森、梁内利《极速应对》，华创证券绘制

下载日志已记录，仅供内部参考

图表 37 次贷危机期间美国不同时期推出的主要政策工具

日期	事件
2007/10/10	宣布希望联盟计划
2008/3/11	宣布定期证券借贷工具（TSLF）
2008/3/16	宣布一级交易商信贷工具（PDCF）
2008/9/7	救助政府资助企业
2008/11/25	宣布量化宽松（QE）
2009/3/3	宣布定期资产支持证券贷款工具（TALF）
2009/3/4	宣布住房贷款可负担调整计划（HAMP）和住房贷款可负担再融资计划（HARP）
2009/3/23	宣布公私合营投资计划（PPIP）



资料来源：本·伯南克、蒂莫西·盖特纳、亨利·保尔森、梁内利《权速应对》，华创证券整理

注：上图曲线显示的是房利美 30 年期当期息票抵押支持证券和 10 年期国债的利差

（三）2018 年：美联储紧缩+中美贸易摩擦+半导体周期下行+股权质押风险

2018 年全球回调核心驱动来自美联储加息和中美贸易摩擦。2018 年全球股市遭遇下挫，尤其四季度更是加速下跌。其中标普 500、日经 225 指数 18Q4 最大回撤超 20%，A 股及其他欧洲主要股指跌幅也在 10%以上。本轮回调背后是多因素交织：**1、美联储紧缩政策**。美联储全年加息四次，联邦基金利率从 1.25%推升至 2.50%，导致四季度加速下跌的重要催化在于：鲍威尔鹰派讲话，10 月 3 日鲍威尔公开表示当前利率“距离中性水平还很远”。此外，美联储缩表规模在 18/10 达到 500 亿美元上限，10 年期美债收益率从约 2.4%升至 11 月 3.2%。无风险利率上行从分母端压制估值，尤其是对利率敏感的高估值科技股。这也是本轮全球联动下跌的最重要影响因素，因此在 19 年 1 月美联储释放鸽派信号后，市场快速触底反弹。**2、中美贸易摩擦，9 月进一步升级**。18/3 美国发起 301 调查和关税提议，7 月美国正式对 340 亿美元中国商品加征 25%关税，中国的对等反击同步生效，9 月 17 日，美国宣布对额外的 2000 亿美元中国商品加征 10%关税，并威胁于 2019 年初将税率提至 25%，中国随即宣布对 600 亿美元美国商品加征关税反制。从 340 亿到 2000 亿的升级，冲击全球产业链供应，成为四季度全球股市加速下跌的重要催化。**3、半导体周期见顶回落**。经历 2017 年的繁荣周期后，全球半导体销售额同比增速于 2018 年下半年见顶回落，内存芯片价格持续下跌。全球科技股跌幅居前，美股费城半导体指

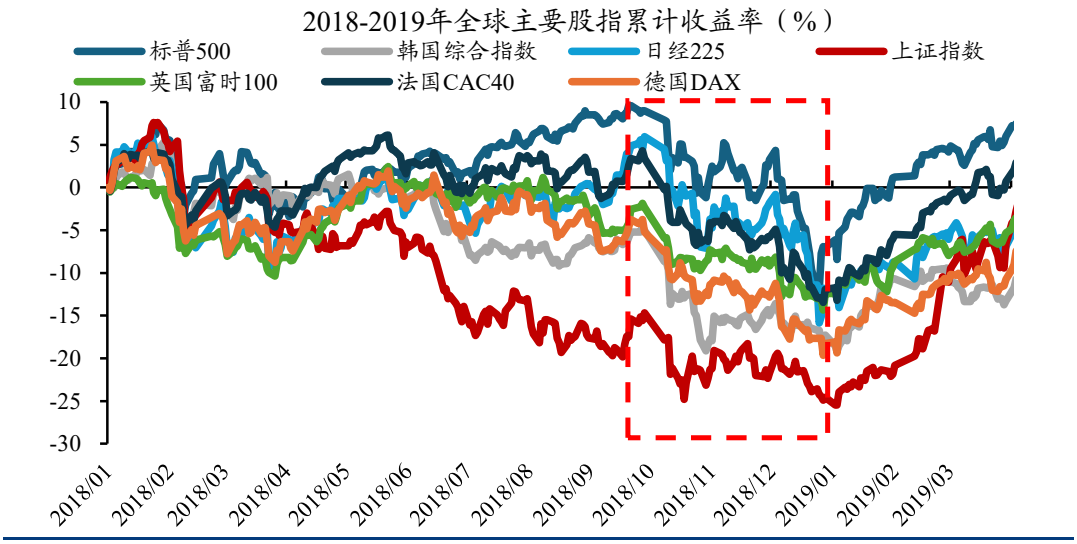
下载日志已记录，仅供内部参考

数 18Q4 跌 15%；A 股申万半导体指数跌 20%。

A 股股权质押风险放大市场波动。18 年初 A 股股权质押规模达 5.6 万亿元，占总股本比例接近 9%，质押融资以股价为担保基础，券商通常设 150%—160%的警戒线与 130%的平仓线，随着股价下跌触发追加保证金或强制平仓，引发负反馈螺旋：股价下跌→质押担保比例跌破警戒线→大股东补充质押→跌破 130%平仓线→券商强平→抛压推动股价继续下跌。18 年 6 月受贸易摩擦升级影响，上证指数跌破 3000 点，质押风险开始显性化，上市公司密集发布补充质押公告；10 月市场下跌加速，10/11 上证单日下跌 5.2%并跌破 2600 点，高质押率个股出现集中平仓压力。截至 10 月底，全市场质押规模已降至 3.9 万亿元。**全球外溢效应**：主要通过风险偏好渠道传导。A 股质押去杠杆引发全球投资者对新兴市场系统性风险的担忧，MSCI 新兴市场指数全年最大回撤超 25%。此外，贸易摩擦与美联储紧缩共振，全球企业削减资本开支、制造业 PMI 回落，全球风险偏好承压。

企稳信号：1、美联储货币政策转向。2019/1/4 美联储主席鲍威尔发表讲话，首次明确表示美联储在加息问题上将保持“耐心”，并称必要时会调整缩表政策。这一表态打破了此前连续加息的鹰派路径，随后在 FOMC 声明中，美联储正式删除了“进一步加息”的指引。**2、贸易摩擦放缓。**2018/12/1 中美领导人在阿根廷 G20 峰会达成重要共识，同意暂停相互加征新关税，并设定 90 天的谈判窗口期。这一协议缓解了市场对全球供应链脱钩的担忧。**3、中国政策发力针对股权质押纾困。**2018/10/19 国务院副总理刘鹤与一行两会负责人同日发声，明确释放稳定市场、纾解股权质押风险的强烈信号，标志“政策底”确立。随后地方政府及金融机构迅速设立大规模纾困基金，为陷入平仓危机的上市公司大股东提供流动性支持。*值得一提的是，本轮回调核心在于美联储紧缩和中美贸易摩擦，股权质押的平仓风险只是放大器，因此在 18/10 推出纾困基金后市场并未见底，直到 19/1 才开启 V 型反转。从政策底到市场底约两个月，随着 G20 峰会和美联储转向落地才完成趋势反转。*

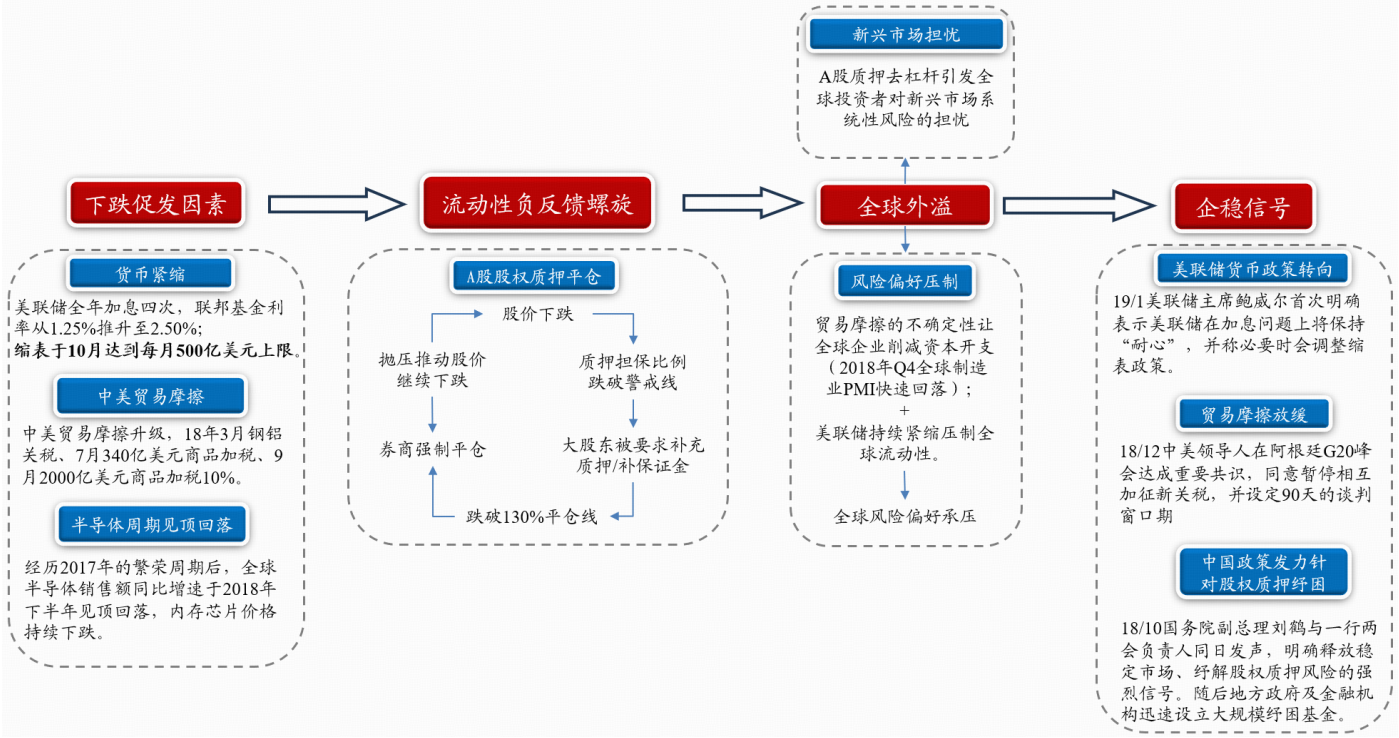
图表 38　2018Q4 全球主要股指加速下跌



资料来源：Wind，华创证券

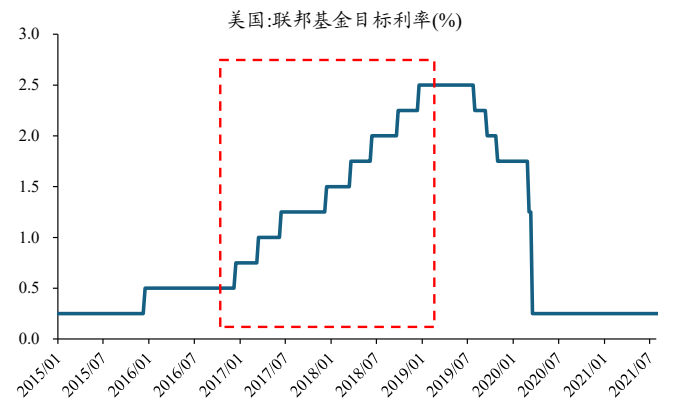
下载日志已记录，仅供内部参考

图表 39　2018 年全球市场联动下跌传导机制



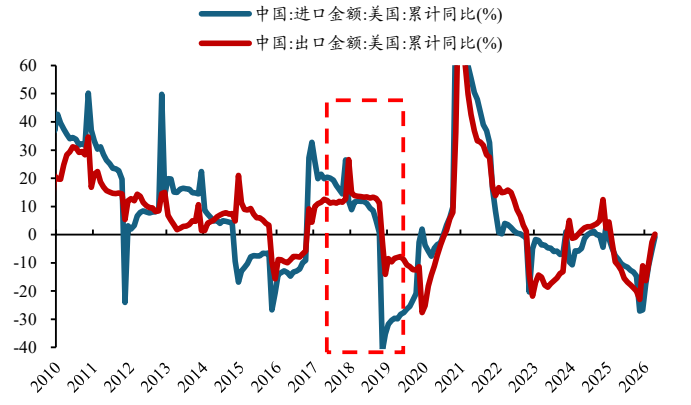
资料来源：华创证券绘制

图表 40　17-18 年美联储加息周期



资料来源：Wind，华创证券

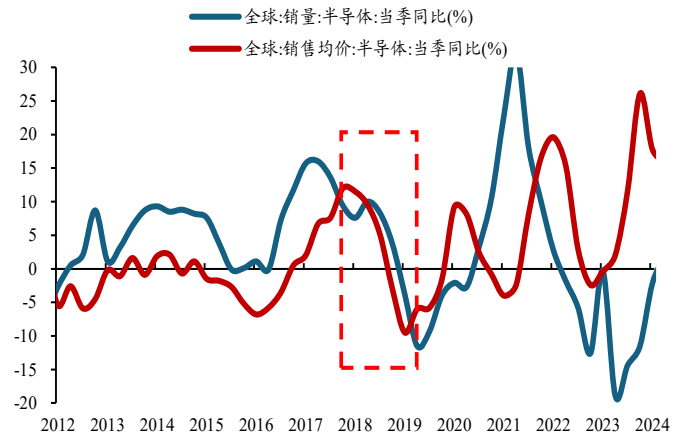
图表 41　中美贸易摩擦冲击出口



资料来源：Wind，华创证券

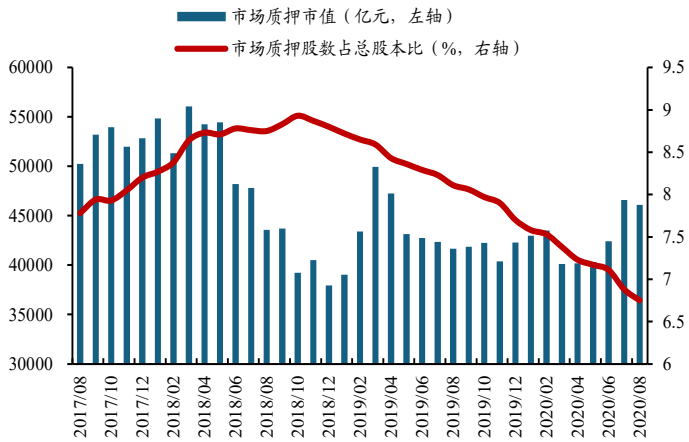
下载日志已记录，仅供内部参考

图表 42 2018 年半导体周期见顶回落



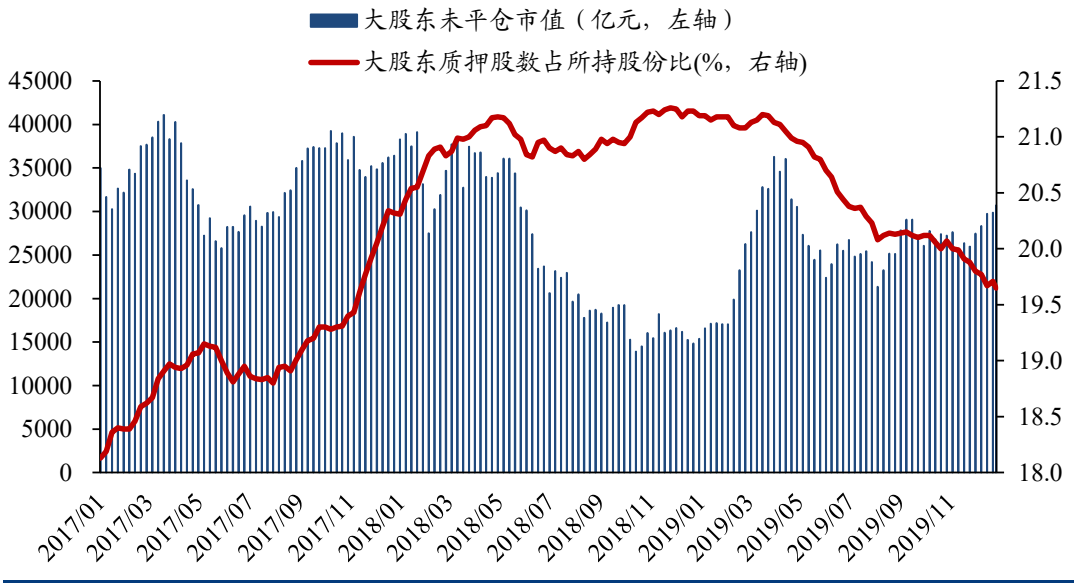
资料来源：Wind，华创证券

图表 43 2018 年下半年股权质押平仓压力显现



资料来源：Wind，华创证券

图表 44 A 股大股东未平仓市值



资料来源：Wind，华创证券

（四）2020 年初：疫情引发全球下跌，风险平价基金去杠杆

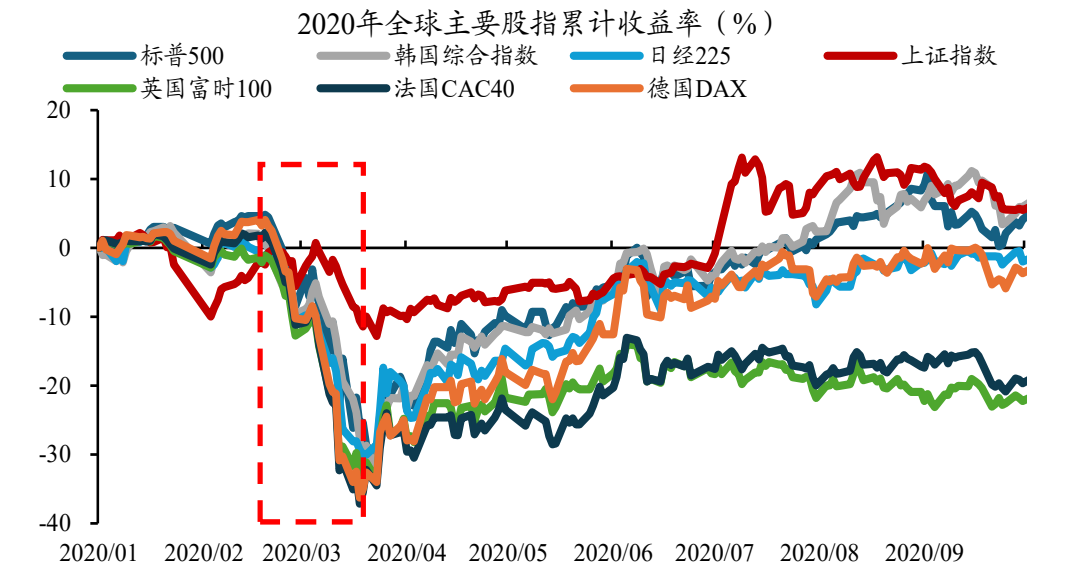
2020 年初疫情冲击引发风险平价基金去杠杆。2020 年 2-3 月标普 500 在仅 23 个交易日内暴跌 34%，欧洲、日本和新兴市场同步重挫。本轮下跌的放大机制在于：**疫情冲击导致全资产抛售→股债波动率同向飙升→风险平价基金全面去杠杆→形成自我强化的下跌螺旋**。据 BIS 统计，疫情冲击前全球对冲基金资产约 9 万亿美元，其中波动率控制基金约 3000 亿美元，风险平价基金约 4000 亿美元。这类策略的共同特征是规则驱动、杠杆运行：风险平价策略以波动率为核心参数，通过加杠杆配置债券，使其与股票的风险贡献相等，其模型假设建立在“股债负相关”的基础上；波动率控制基金则在波动率上升时机械性地将股票仓位切换至债券或现金。疫情冲击初期，市场担忧供应链中断和经济停滞，恐慌情绪驱动投资者抛售风险资产，股市下跌推高波动率，模型按规则机械

下载日志已记录，仅供内部参考

降仓卖出股票，3 月美股四次熔断。进入 3 月下旬，进一步升级为“现金为王”式的全面挤兑，企业提取信贷额度、抛售美债以换取美元流动性，导致美债与黄金也遭到无差别抛售，打破了“股跌债涨”的传统对冲逻辑，股票波动率（VIX 指数）从 32 冲高至 83，债券波动率（美林 MOVE 指数）从 90 冲高至 164，这也触发了风险平价基金的清仓机制，股债同步遭到抛售。**全球外溢效应：美元流动性危机**。2020 年 3 月离岸美元融资市场压力凸显，美元指数大幅走强，非美企业无法展期美元债务、被迫抛售美元资产换取现金，压力在新兴市场尤为严重，部分非美央行被迫动用外汇储备以满足境内美元需求。美元流动性枯竭下 TED 利差飙升，全球机构抢购美元、抛售包括股票、债券、黄金在内的一切资产。

企稳信号：1、美联储紧急降息+无限量 QE 注入流动性。20/3/3 美联储紧急降息 50bp，3 月 15 日再度降息 100bp，联邦基金利率降至 0%-0.25%区间。3 月 23 日美联储宣布开启“无限量 QE”，承诺不限量购买国债和机构 MBS，并将资产购买范围扩大至投资级公司债 ETF，这一系列举措标志着美联储从“最后贷款人”变为“最后做市商”，为市场注入流动性的同时扭转信心。**2、美国财政刺激**。20/3/27 美国国会通过了 2.2 万亿美元的《关怀法案》，直接向居民发放现金、大幅扩充失业保险、向受冲击企业提供贷款和补助，托底居民收入和总需求，防止实体经济崩溃。**3、中国央行定向支持与财政纾困并行**。20/2 中国央行率先通过逆回购和 MLF 投放流动性，同时通过 3000 亿元专项再贷款直接支持疫情防控和重点企业。3 月进一步推出 5000 亿元再贷款再贴现额度和定向降准。财政方面，将财政赤字率提高至 3.6%以上，发行 1 万亿元特别国债。*本次由流动性挤兑引发的危机，在美联储 3/23 启动无限量 QE 后，“市场底”即时确认，距“政策底”约 3 周时间，全球股市随即开启 V 型反转。在应对纯粹流动性危机时，政策工具直接介入，可以在短时间内打破去杠杆的负反馈循环。*

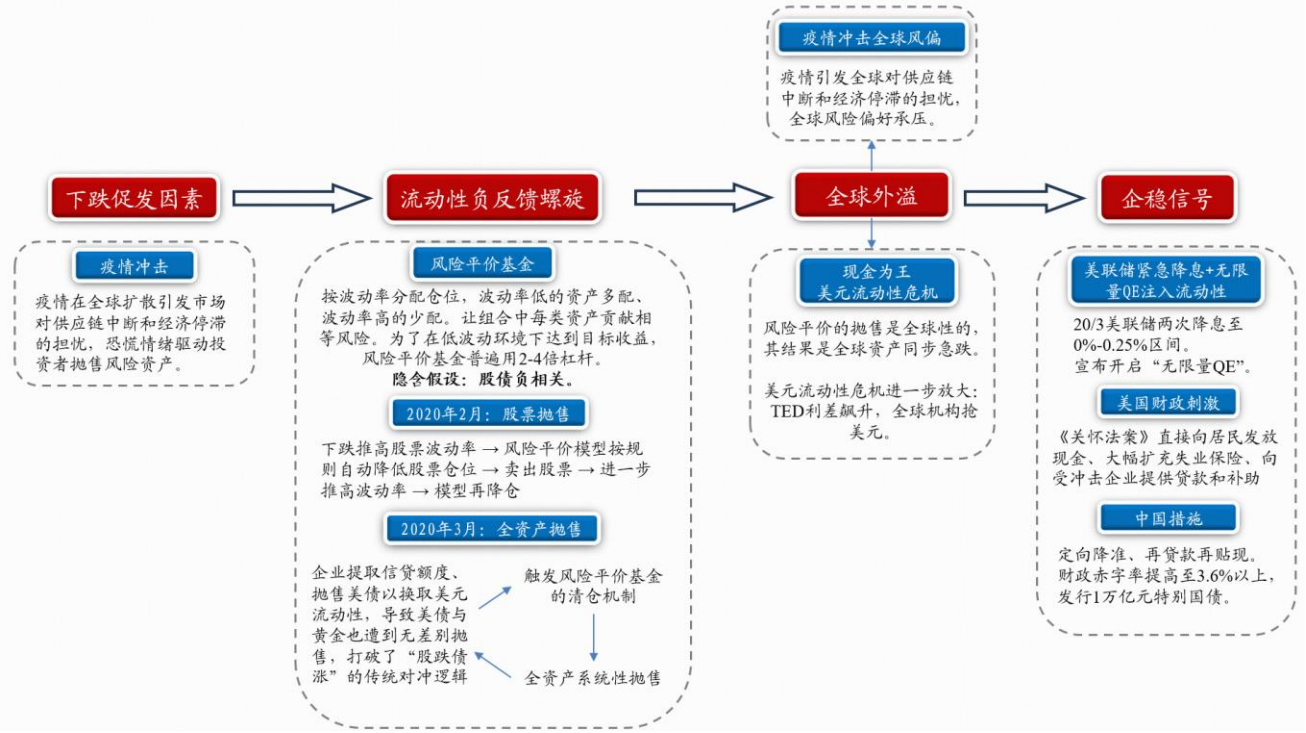
图表 45　2020 年初全球股市出现短期急跌



资料来源：Wind，华创证券

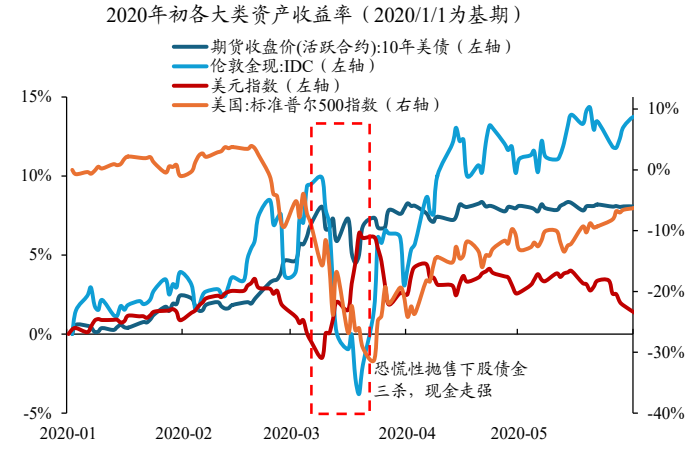
下载日志已记录，仅供内部参考

图表 46　2020 年初疫情冲击下，风险平价基金平仓传导机制



资料来源：华创证券绘制

图表 47　股债金三杀，美元走强，现金为王



资料来源：Wind，华创证券

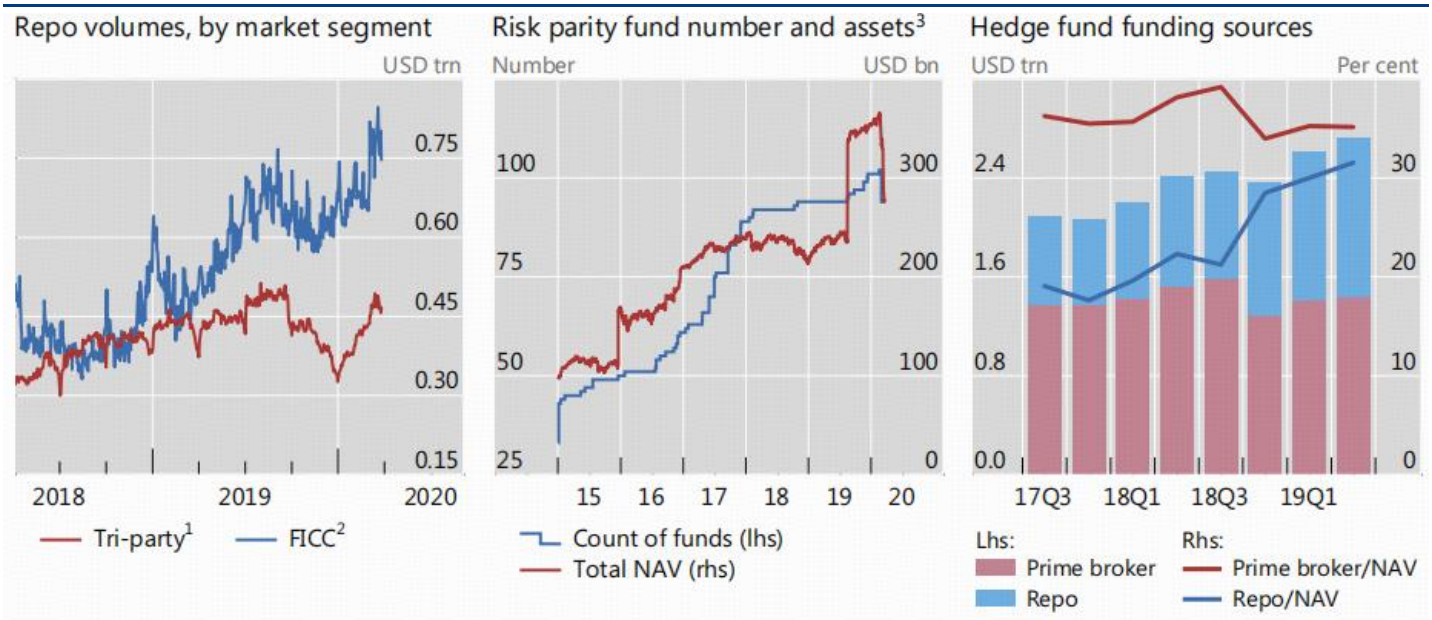
图表 48　VIX 和 MOVE 同步飙升，风险平价模型失效



资料来源：Wind，华创证券

下载日志已记录，仅供内部参考

图表 49 疫情冲击下对冲基金的融资渠道及风险平价基金的运作指标



1 Tri-party = Tri-Party General Collateral market. 2 FICC = Fixed Income Clearing Corporation. 3 Includes multiple funds belonging to the same fund family.

Sources: Federal Reserve Bank of New York; US Securities and Exchange Commission; Bloomberg; BIS calculations.

资料来源：BIS Bulletin

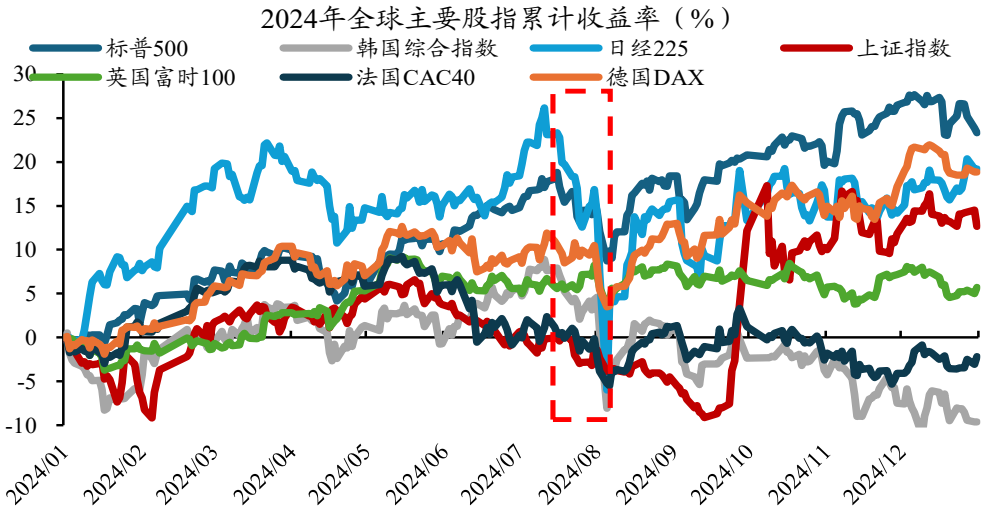
（五）2024 年 8 月：日元套息交易逆转

2024 年 8 月初，日元套息交易逆转引发全球股市短期急跌。2024 年 8 月 1-5 日，全球股市在 3 个交易日内大幅下挫，其中日经 225 最大回撤 20%，韩国综合指数-15%，上证指数-3%，欧美主要股指跌幅均在 5-10%左右。全球市场急跌背后是日本央行的意外加息叠加美联储降息预期，日元升值导致日元套息交易的集中逆转。日元套息交易通过借入低息日元（自 1990 年代起长期 0 利率甚至负利率），换成美元/欧元买入全球高收益资产（美股科技、日股、美债、新兴市场债）。核心是融资端低成本与资产端高收益的匹配，其稳定运行依赖于日元的低波动与偏弱格局。2024/7/31 日本央行宣布将政策利率上调至 0.25%，行长植田和男在会后表态偏鹰，暗示后续存在进一步加息可能；8 月 2 日公布的美国 7 月非农就业数据不及预期，引发市场对美联储降息预期升温。日元快速升值，美元兑日元从 7/29 的 154 降至 8/6 的 144，对套息头寸形成双重压力：汇率端产生直接亏损，资产端则因保证金要求提升而面临追加流动性压力。在此背景下，交易者被迫优先减持流动性最佳的资产：以美股大型科技股和日股核心权重股为主，用以回补日元缺口。这种大规模、集中性的抛售行为进一步压低了相关资产价格，恶化市场风险情绪，并推动日元在避险需求与回补需求下继续升值，从而形成闭合的负反馈螺旋。据 BIS 估计，事件前基于表内与表外活动估算的日元套息交易总规模中值约 40 万亿日元（约 2500 亿美元），日元兑美元投机头寸空头总持仓 24/7 初为 5.2 万张，至 8 月 6 日快速降至 3.8 万张。**全球外溢效应**：套息交易平仓抛售高收益资产，如美股科技股、日股核心权重等，放大市场波动率，VIX 指数 8 月 5 日高点飙升至 66，创下疫情后新高，触发全球程序化策略（波动率目标、风险平价）机械卖出，将货币政策预期引发的调整放大为跨市场、跨资产的流动性冲击。

下载日志已记录，仅供内部参考

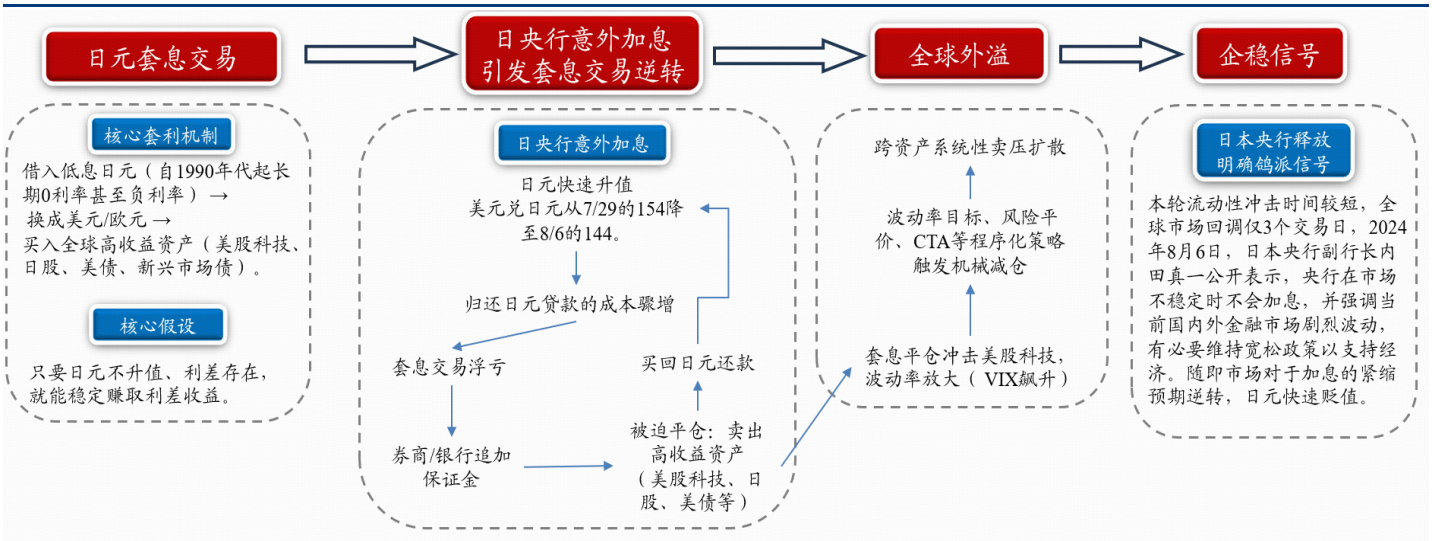
企稳信号：日本央行释放明确鸽派信号。本轮流动性冲击时间较短，全球市场回调仅 3 个交易日，2024 年 8 月 6 日，日本央行副行长内田真一公开表示，央行在市场不稳定时不会加息，并强调当前国内外金融市场剧烈波动，有必要维持宽松政策以支持经济。随即市场对于加息的紧缩预期逆转，日元快速贬值，美元兑日元从 8/6 的 144 升至 8/15 的 149。日元套息交易逆转的根本驱动在于美日利差预期的边际变化，而日央行的表态打消了短期内进一步紧缩的尾部风险，套息交易头寸的紧急平仓压力显著缓解，全球风险资产的系统性抛压随之化解。日经 225 指数在 8 月 6 日反弹 10.2%，全球主要股指在随后数周内基本修复了前期跌幅。在特定货币政策引发的流动性冲击中，政策转向信号是打破去杠杆螺旋的最有效工具。

图表 50　2024 年 8 月初全球股市均显著回调



资料来源：Wind，华创证券

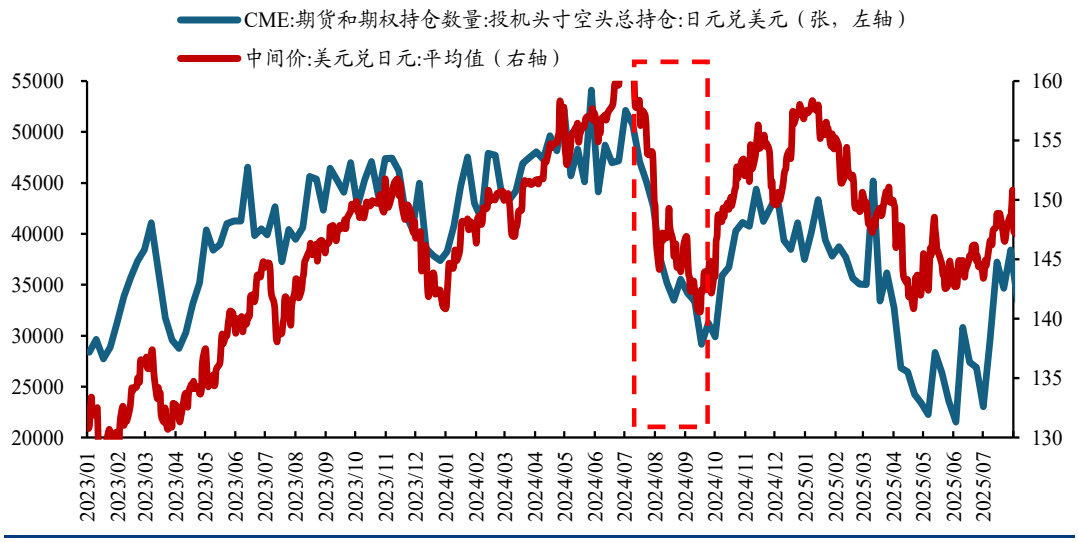
图表 51　2024 年 8 月日元套息交易逆转的传导机制



资料来源：华创证券绘制

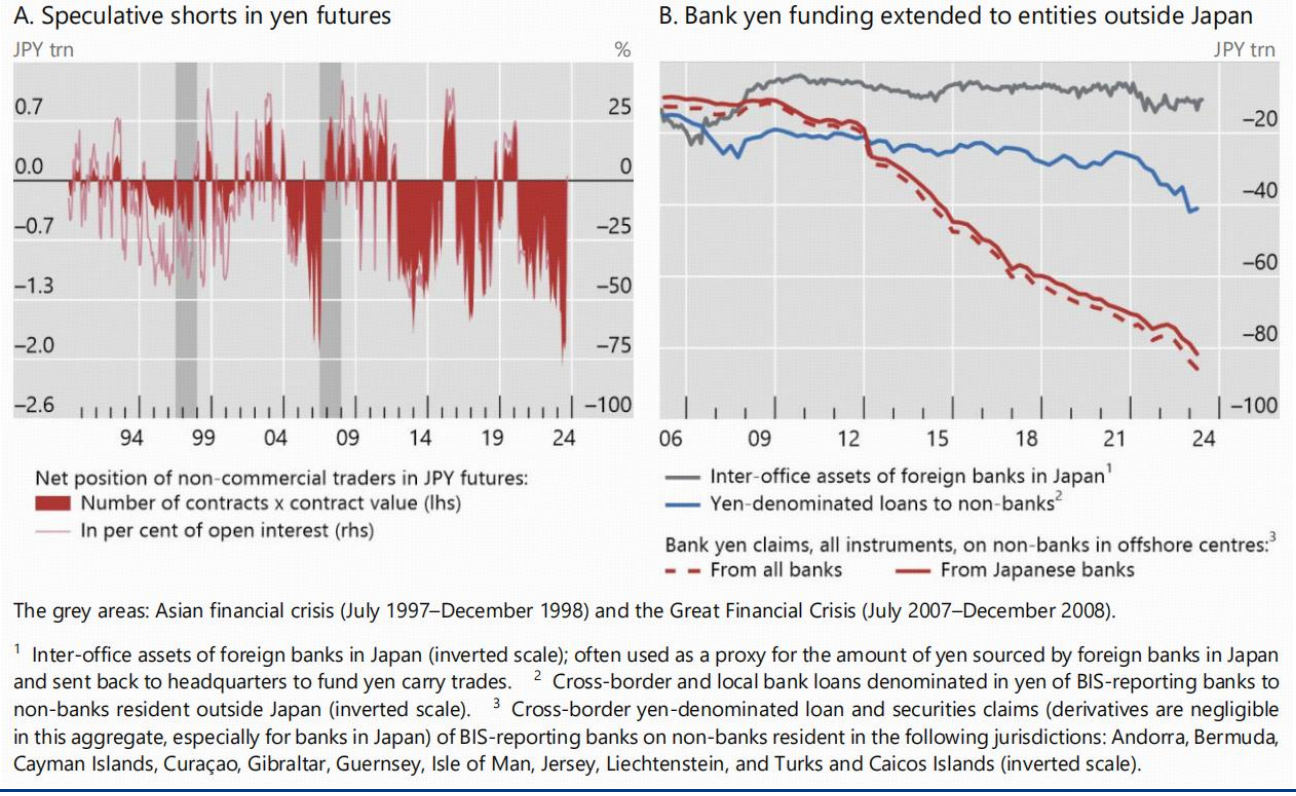
下载日志已记录，仅供内部参考

图表 52 日元升值引发日元套息交易逆转



资料来源：Wind，华创证券

图表 53 日元套息交易及日本境外更广泛的日元融资指标



The grey areas: Asian financial crisis (July 1997–December 1998) and the Great Financial Crisis (July 2007–December 2008).

[1] Inter-office assets of foreign banks in Japan (inverted scale); often used as a proxy for the amount of yen sourced by foreign banks in Japan and sent back to headquarters to fund yen carry trades. [2] Cross-border and local bank loans denominated in yen of BIS-reporting banks to non-banks resident outside Japan (inverted scale). [3] Cross-border yen-denominated loan and securities claims (derivatives are negligible in this aggregate, especially for banks in Japan) of BIS-reporting banks on non-banks resident in the following jurisdictions: Andorra, Bermuda, Cayman Islands, Curaçao, Gibraltar, Guernsey, Isle of Man, Jersey, Liechtenstein, and Turks and Caicos Islands (inverted scale).

资料来源：BIS Bulletin

下载日志已记录，仅供内部参考

风险提示：

1、宏观经济复苏不及预期；

2、地缘冲突或油价表现超预期；

3、历史经验不代表未来：因市场环境等因素变化，历史数据得出的经验可能在未来失效。

下载日志已记录，仅供内部参考

策略组团队介绍

组长、首席分析师：姚佩

中国人民大学金融硕士，曾任东吴证券策略首席分析师、海通证券策略高级分析师，连续四年新财富策略第一团队核心成员。在传统策略大势研判、行业比较、主题研究以外，对大类资产、政策取向、市场风格、产业周期、个股特征均有增量研究与发现。

分析师：丁炎晨

上海交通大学硕士，华中科技大学学士，曾任职于东吴证券，2023 年加入华创证券研究所。目前专注于政策跟踪、个股特征、主题研究等方面的增量研究。

分析师：蔡雨阳

圣路易斯华盛顿大学金融硕士。2023 年加入华创证券研究所。

助理研究员：周名未

香港理工大学金融硕士，中央财经大学金融工程学士。2025 年加入华创证券研究所。

助理研究员：朱冬墨

上海财经大学经济学学士、硕士。2024 年加入华创证券研究所。

下载日志已记录，仅供内部参考

华创证券机构销售通讯录

地区	姓名	职务	办公电话	企业邮箱
北京机构销售部	张昱洁	副总经理、北京机构销售总监	010-63214682	zhangyujie@hcyjs.com
	张婷	北京机构销售副总监		zhangting3@hcyjs.com
	刘懿	公募机构销售总监	010-63214682	liuyi@hcyjs.com
	顾翎蓝	资深销售经理	010-63214682	gulinglan@hcyjs.com
	刘颖	资深销售经理	010-66500821	liuying5@hcyjs.com
	阎星宇	销售经理		yanxingyu@hcyjs.com
	车一哲	销售经理		cheyizhe@hcyjs.com
	张羽驰	销售经理		zhangyuchi@hcyjs.com
	骆振琳	高级销售经理		luozhenlin@hcyjs.com
	刘亚东	销售经理		liuyadong@hcyjs.com
	白嘉琪	销售助理		baijiaqi@hcyjs.com
	吴昱颖	销售经理		wuyuying@hcyjs.com
	龚佳宁	机构销售		gongjianing@hcyjs.com
	周怡圆	资深销售经理		zhouyiyuan@hcyjs.com
	刘泽群	销售经理		liuzequn@hcyjs.com
深圳机构销售部	张娟	副总经理、深圳机构销售总监	0755-82828570	zhangjuan@hcyjs.com
	张嘉慧	资深销售经理	0755-82756804	zhangjiahui1@hcyjs.com
	王春丽	资深销售经理	0755-82871425	wangchunli@hcyjs.com
	王越	高级销售经理		wangyue5@hcyjs.com
	汪丽燕	销售经理	0755-83715428	wangliyan@hcyjs.com
	温雅迪	销售经理		wenyadi@hcyjs.com
	胡丁琳	销售经理		hudinglin@hcyjs.com
	付雅琦	销售经理		fuyaqi@hcyjs.com
	王艺嘉	销售助理		wangyijia1@hcyjs.com
上海机构销售部	许彩霞	总经理助理、上海机构销售总监	021-20572536	xucaixia@hcyjs.com
	祁继春	上海机构销售副总监		qijichun@hcyjs.com
	黄畅	保险机构销售总监	021-20572257-2552	huangchang@hcyjs.com
	吴俊	资深销售经理	021-20572506	wujun1@hcyjs.com
	张佳妮	资深销售经理	021-20572585	zhangjiani@hcyjs.com
	郭静怡	高级销售经理		guojingyi@hcyjs.com
	蒋瑜	高级销售经理	021-20572509	jiangyu@hcyjs.com
	吴菲阳	资深销售经理		wufeiyang@hcyjs.com
	朱涨雨	高级销售经理	021-20572573	zhuzhangyu@hcyjs.com
	许馨匀	销售助理		xuxinyun@hcyjs.com
	李凯月	高级销售经理		likaiyue@hcyjs.com
	张豫蜀	销售经理	15301633144	zhangyushu@hcyjs.com
	刘雯	销售经理		liuwen@hcyjs.com
	金可依	销售经理		jinkeyi@hcyjs.com
	武君书	销售经理		wujunshu@hcyjs.com
	姜茜	销售助理		jiangxi@hcyjs.com
	罗兰丹波	资深销售经理		luolandanbo@hcyjs.com
	谢玮颖	资深销售经理		xieweiying@hcyjs.com
广州机构销售部	段佳音	广州机构销售总监	0755-82756805	duanjiayin@hcyjs.com
	王世韬	高级销售经理		wangshitao1@hcyjs.com

下载日志已记录，仅供内部参考

	古舞	销售助理		guwu@hcyjs.com
	曹雅博	高级销售经理		caoyabo@hcyjs.com
私募销售组	潘亚琪	机构服务部总经理助理	021-20572559	panyaqi@hcyjs.com
	汪子阳	副总监	021-20572559	wangziyang@hcyjs.com
	江赛专	副总监	0755-82756805	jiangsaizhuan@hcyjs.com
	汪戈	副总监	021-20572559	wangge@hcyjs.com
	宋丹玙	高级销售经理	021-25072549	songdanyu@hcyjs.com
	赵毅	销售经理		zhaoyi@hcyjs.com
	陈孟昕	销售经理		chenmengxin@hcyjs.com
	文焱艺	销售经理		wenyanyi@hcyjs.com
	王秋晓	销售经理		wangqiuxiao@hcyjs.com
	谭雯欣	销售经理		tanwenxin@hcyjs.com
	陈蕾	销售助理		chenlei1@hcyjs.com
	赵方圆	销售经理		zhaofangyuan@hcyjs.com

下载日志已记录，仅供内部参考

华创行业公司投资评级体系

基准指数说明：

A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500/纳斯达克指数。

公司投资评级说明：

强推：预期未来 6 个月内超越基准指数 20%以上；
推荐：预期未来 6 个月内超越基准指数 10%－20%；
中性：预期未来 6 个月内相对基准指数变动幅度在-10%－10%之间；
回避：预期未来 6 个月内相对基准指数跌幅在 10%－20%之间。

行业投资评级说明：

推荐：预期未来 3-6 个月内该行业指数涨幅超过基准指数 5%以上；
中性：预期未来 3-6 个月内该行业指数变动幅度相对基准指数-5%－5%；
回避：预期未来 3-6 个月内该行业指数跌幅超过基准指数 5%以上。

分析师声明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师对任何其他券商发布的所有可能存在雷同的研究报告不负有任何直接或者间接的可能责任。

免责声明

本报告仅供华创证券有限责任公司（以下简称“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。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但本公司不保证其准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司在知晓范围内履行披露义务。

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成本公司对具体证券买卖的出价或询价。本报告所载信息不构成对所涉及证券的个人投资建议，也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的预期收入可能会波动。

本报告版权仅为本公司所有，本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司许可进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华创证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

证券市场是一个风险无时不在的市场，请您务必对盈亏风险有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。市场有风险，投资需谨慎。

华创证券研究所

北京总部	广深分部	上海分部
地址：北京市西城区锦什坊街 26 号恒奥中心 C 座 3A	地址：深圳市福田区香梅路 1061 号 中投国际商务中心 A 座 19 楼	地址：上海市浦东新区花园石桥路 33 号花旗大厦 12 层
邮编：100033	邮编：518034	邮编：200120
传真：010-66500801	传真：0755-82027731	传真：021-20572500
会议室：010-66500900	会议室：0755-82828562	会议室：021-20572522