



关注油价暴跌可能引发的连锁反应

宏观点评

潘向东（首席经济学家） 刘娟秀（分析师） 邢曙光（联系人） 陈韵阳（联系人）

家)

证书编号:	010-83561312	18046221202	证书编号: S0280118040020
S0280517100001	liujuanxiu@xsdzq.cn	xingshuguang@xsdzq.cn	
	证书编号: S0280517070002	证书编号: S0280118060007	

相关报告

宏观报告：美联储降息救市，但市场担心“弹药”不足——美联储意外降息点评

2020-3-4

2020年3月9日，WTI原油价格创历史最大跌幅，同时俄罗斯已经做好和沙特长期打原油“价格战”的准备。这意味着，在海外疫情出现明显拐点之前，不排除油价持续保持低迷的可能。

若油价持续低迷，对国内而言是好坏参半。一方面，我国是原油净进口国，油价下跌可以降低我国原油进口成本与下游行业生产成本，从这个角度来看，低油价可以看成是产油国对中国等原油消费国的补贴；但另一方面，油价大跌会引发其他工业品价格下跌，加剧通缩预期，企业实际利率上升，可能导致降息的效果打折扣。

比起这些显性影响，我们更应关注油价暴跌可能引发的两个连锁反应：

(1) 油价暴跌导致高收益债利差飙升，增加美国企业信用风险。当前美国三大部门中，最脆弱的可能是企业部门，次贷危机后的低利率环境刺激了企业部门大量投资，企业部门杠杆率持续飙升。

次贷危机后，VIX指数与油价负相关，当油价大跌时，VIX指数往往飙升，全球风险偏好显著回落，这将导致资金从高收益债中流出，高收益债利差上升。若利差持续飙升，企业将感受到明显的利息偿付压力，尤其是能源部门，美国高收益债中，能源部门占比在20%左右，若油价持续位于产油企业盈亏平衡线之下，能源部门可能面临较大的信用风险。

(2) 通过美债利率和美股等途径来影响美联储货币政策，不排除未来美联储会采用购买股票等非常规政策。美债利率期货隐含3月18日美联储将联邦基金目标利率降至0-0.25%的概率为90.1%，而这种过快降息导致“弹药”的行为对美股而言不是好消息，同时，美国高收益债利差与美股负相关，油价大跌导致高收益债利差上升速度比之前更快，市场需要担心企业信用风险爆发，这也可以解释为什么3月9日油价暴跌后美股跌幅比之前都要大。

美联储表示会采取行动，但问题在于长期美债收益率可能比联邦基金目标利率提前达到零，量化宽松的意义大打折扣。同时，量化宽松会减少市场上的美债，而美债是重要的抵押品，美联储过度购买美债可能会起到相反的作用。那么美国可以做出的现实选择之一就是财政货币化，由美联储直接购买财政部发行的国债，一方面可以为政府债券融资，由政府替居民和企业消费；另一方面也不会导致金融市场的抵押品减少。甚至也不排除美联储学习日本央行，通过直接购买股票，投放流动性，稳定股市，防止经济主体的资产负债表恶化，同时也可以避免市场上美债的减少，不过这需要修改法律。

● **风险提示：海外疫情超预期；油价低迷的持续时间超预期**

目 录

1、 关注油价暴跌可能引发的连锁反应	3
--------------------------	---

图表目录

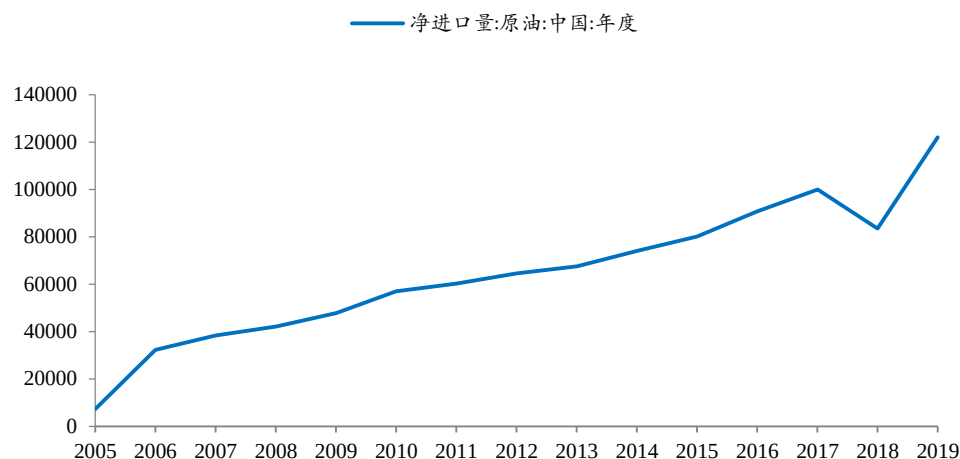
图 1: 中国是原油净进口国	3
图 2: 油价大跌会引发其他工业品价格下跌	3
图 1: 次贷危机后, 美国企业加杠杆, 居民去杠杆	4
图 2: 油价大跌时, VIX 指数往往飙升	5
图 3: 美国高收益债利差与美股负相关	5
图 4: 10 年期美债收益率已经远低于联邦基金目标利率	6

1、关注油价暴跌可能引发的连锁反应

2020年3月9日，原油价格暴跌，WTI原油价格创历史最大跌幅，受此影响，全球股市大幅下跌，债券收益率下降。与此同时，俄罗斯财政部称，“俄罗斯能够承受石油价格在6-10年内维持在25-30美元/桶的水平，国家财富基金超过1500亿美元，可以在长期低油价的情况下动用”，表明俄罗斯已经做好和沙特长期打原油“价格战”的准备。这意味着，在海外疫情出现明显拐点之前，不排除油价持续保持低迷的可能。

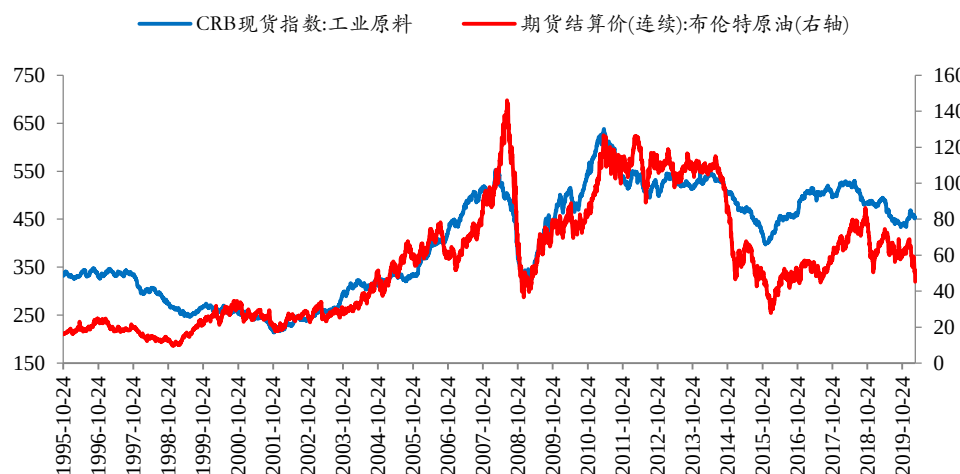
若油价持续低迷，对国内而言是好坏参半。一方面，我国是原油净进口国，油价下跌可以降低我国原油进口成本与下游行业生产成本，从这个角度来看，低油价可以看成是产油国对中国等原油消费国的补贴；但另一方面，油价大跌会引发其他工业品价格下跌，加剧通缩预期，企业实际利率上升，可能导致降息的效果打折扣。

图1：中国是原油净进口国



资料来源：Wind，新时代证券研究所

图2：油价大跌会引发其他工业品价格下跌



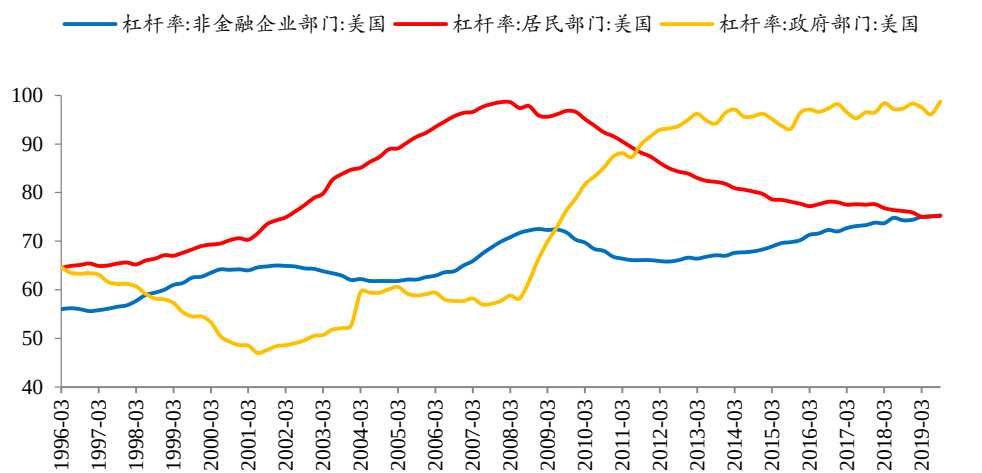
资料来源：Wind，新时代证券研究所

比起上述这类显性影响，我们更应关注油价暴跌可能引发的两个连锁反应：

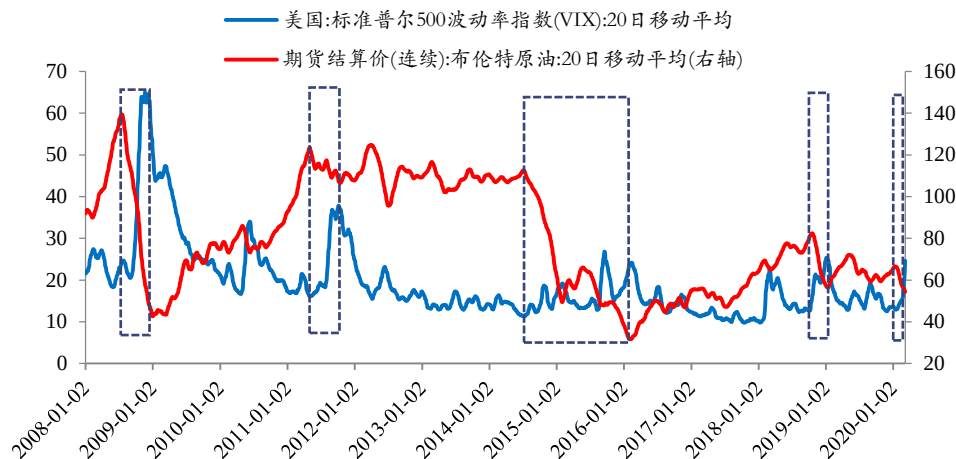
(1) 油价暴跌导致高收益债利差飙升，增加美国企业信用风险。次贷危机之后，美国政府部门加杠杆应对美国居民部门去杠杆，美国政府杠杆率从2007Q2的57%，不断上升至2013Q1的96.2%，此后基本保持平稳，虽然美国政府杠杆率略高，但是鉴于美元铸币税的存在，美国政府债务不是大的问题。和以往经济复苏时期居民加杠杆不同，此轮美国经济复苏，居民部门反而在去杠杆，2019Q3美国居民杠杆率为75.2%，低于次贷危机时期98%左右的水平，美国居民的资产负债表相对健康。当前美国三大部门中，最脆弱的可能是企业部门，次贷危机后的低利率环境刺激了企业部门大量投资，企业部门杠杆率持续飙升，2019Q3企业部门杠杆率已经超过居民部门杠杆率。而企业部门中，信用风险比较大的是能源部门，次贷危机后的低利率环境加上美国财政补贴，美国能源部门迅速扩张，原油产量持续飙升，2018年美国成为世界上最大石油生产国，但是很多页岩油行业企业仍然处于亏损状态。

次贷危机后，VIX指数与油价负相关，当油价大跌时，VIX指数往往飙升，全球风险偏好显著回落，这将导致资金从高收益债中流出，高收益债利差上升。若利差持续飙升，企业将感受到明显的利息偿付压力，尤其是能源部门，美国高收益债中，能源部门占比在20%左右，若油价持续位于产油企业盈亏平衡线之下，能源部门可能面临较大的信用风险。

图1：次贷危机后，美国企业加杠杆，居民去杠杆



资料来源：Wind，新时代证券研究所

图2： 油价大跌时，VIX 指数往往飙升

资料来源：Wind，新时代证券研究所

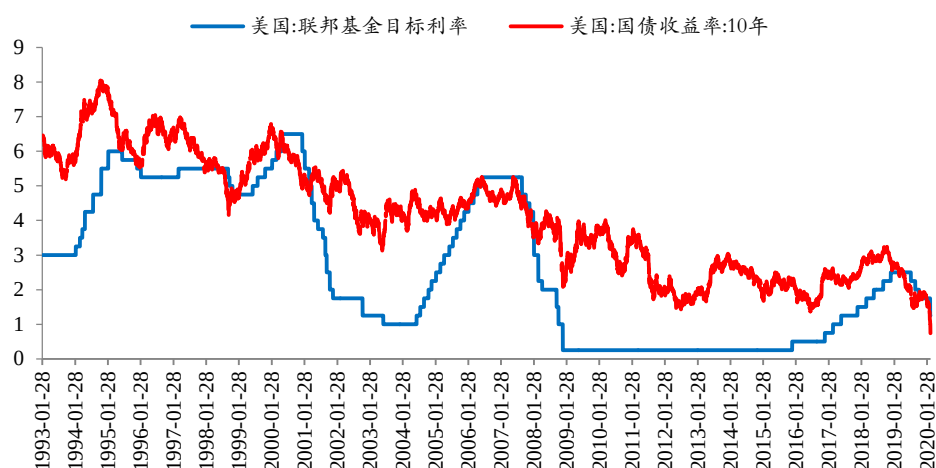
(2) 通过美债利率和美股等途径来影响美联储货币政策，不排除未来美联储会采用购买股票等非常规政策。疫情爆发已经导致商品价格大跌，本次油价暴跌加剧了全球通缩风险，美债利率一度降至0.319%的低位，美债利率期货隐含3月18日美联储将联邦基金目标利率降至0-0.25%的概率为90.1%，市场做出这种美联储在3月就把“弹药”打光的极端预期更像是倒逼美联储进一步加大宽松。而这种过快降息导致“弹药”的行为对美股而言不是好消息，值得注意的是，美国高收益债利差与美股负相关，油价大跌导致高收益债利差上升速度比之前更快，市场需要担心企业信用风险爆发，这也可以解释为什么3月9日油价暴跌后美股跌幅比之前都要大。

美联储表示会采取行动，但问题在于长期美债收益率可能比联邦基金目标利率提前达到零，量化宽松的意义大打折扣。同时，量化宽松会减少市场上的美债，而美债是重要的抵押品，美联储过度购买美债可能会起到相反的作用。那么美国可以做出的现实选择之一就是财政货币化，由美联储直接购买财政部发行的国债，一方面可以为政府债券融资，由政府替居民和企业消费；另一方面也不会导致金融市场的抵押品减少。甚至也不排除美联储学习日本央行，通过直接购买股票，投放流动性，稳定股市，防止经济主体的资产负债表恶化，同时也可以避免市场上美债的减少，不过这需要修改法律。

图3： 美国高收益债利差与美股负相关

资料来源：Wind，新时代证券研究所

图4： 10年期美债收益率已经远低于联邦基金目标利率



资料来源：Wind，新时代证券研究所

预览已结束，完整报告链接和二维码如下：

https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_6678