

三个维度看油价冲击与我国货币市场

——货币市场与流动性周度观察 2020 年第 8 期

摘要

上周原油价格意外大跌引领全球市场动荡，货币市场短端利率波动上升，中美 10 年期国债利差创下年内新高。本文从三个维度回顾 2006 年至今原油价格大幅下跌的阶段货币市场的表现。油价波动显著上升对货币市场的传导与流动性环境密切相关，多数情况下会导致市场利率下降的预期升温，而且在中美货币政策分化有限的情况下会使得中美利差趋向于走阔。

展望未来，鉴于当前银行间市场流动较为充裕，货币市场利率处于较低水平，而且利率进一步下降的市场预期并未升温，此次原油价格大跌对于我国利率波动影响有限。从波动率角度考量，本周原油出现的“史诗级”波动近期重现的可能性不大，且考虑到美联储短期内实施负利率的概率不高，中美利差的阶段性高点或已出现。

上周，央行未进行公开市场操作，银行间市场流动性继续保持充裕，周五央行宣布定向降准。

本周，美联储议息会议将进一步扩大流动性投放，且不排除继续降息的可能，或给国内市场资金利率带来下行压力。资金曲线整体下行空间有限，但曲线的斜率会有所上升。尽管将有大量 NCD 到期，但定向降准的落地或继续施压 NCD 发行利率。

宏观研究部

邵翔

分析师

电话：021-22852645

邮箱：shaoy@cib.com.cn

鲁政委

兴业银行 首席经济学家

华福证券 首席经济学家

图表目录

图表 1	原油价格和货币市场利率	3
图表 2	油价下跌对货币市场的影响逻辑	4
图表 3	原油价格波动率和 VIX 指数	5
图表 4	原油价格和隐含波动率	5
图表 5	筛选的样本时段和具体特征	6
图表 6	6 次油价冲击阶段的基本背景介绍	6
图表 7	6 次油价冲击中 R007 波动率的表现	8
图表 8	Shibor 利率和利率互换	9
图表 9	6 次油价冲击中互换利率与 Shibor 利率之差的表现	9
图表 10	6 次油价冲击中的中美 10 年期国债利差的表现	9
图表 11	美元兑人民币汇率在汇改后 3 个油价冲击阶段的表现	10
图表 12	上周央行操作及债券发行到期情况（亿元）	11
图表 13	央行逆回购投放与回笼	11
图表 14	央行逆回购余额走势图	12
图表 15	央行逆回购加权平均操作期限与利率	12
图表 16	上周主要货币市场及相关投资品种利率变动情况	13
图表 17	主要货币市场基准利率走势	14
图表 18	资金利率曲线形态变化图	14
图表 19	流动性分层	14
图表 20	各类投资工具收益率比较	15
图表 21	同业存单净融资额与发行利率走势图	15
图表 22	国股银票转贴利率（分期限）	15
图表 23	3 个月理财收益率（分机构）	16
图表 24	主要利率互换品种收益率走势图	16
图表 25	本周各类工具到期一览（亿元）	17
图表 26	本周主要流动性影响因素前瞻	17



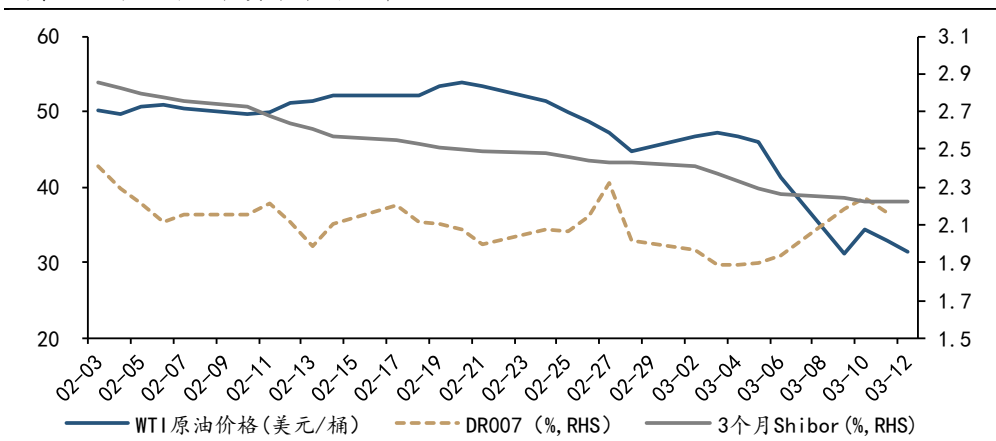
扫描下载兴业研究 APP
获取更多研究成果

一、三个维度看油价冲击与我国货币市场

本周，在疫情继续扩大蔓延的背景下，OPEC 和俄罗斯关于稳定油价的谈判破裂，国际原油价格突然出现大幅闪崩，国际金融市场动荡。在此影响下，我国货币市场短端利率在周初略有反弹后随即出现回落，长端利率也继续缓慢下跌，导致资金利率曲线平坦化。

那么，国际油价的大幅下跌，会对我国货币市场产生重大而持续的影响吗？

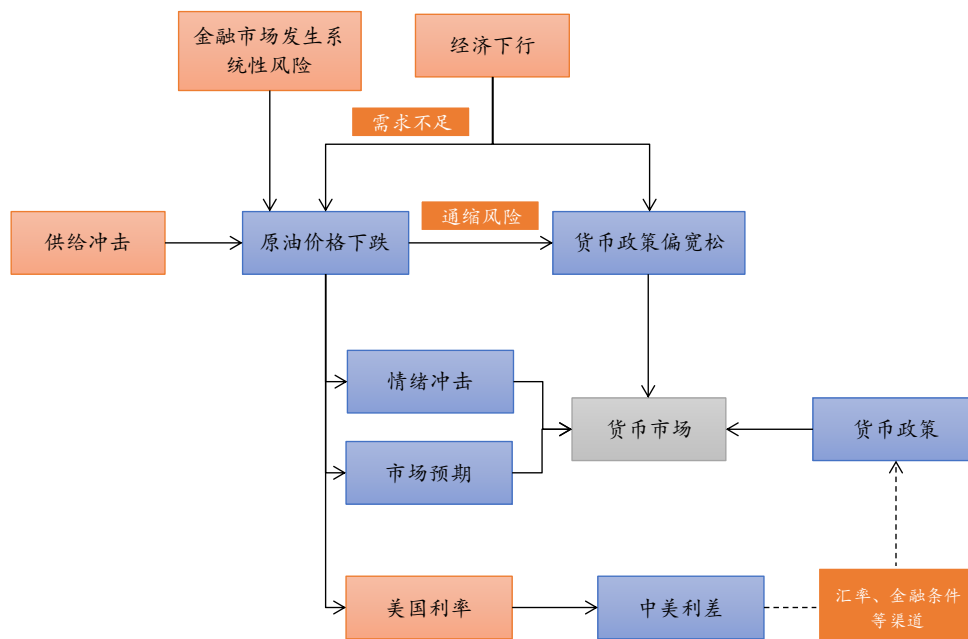
图表 1 原油价格和货币市场利率



资料来源：Bloomberg，兴业研究

原油价格如何影响货币市场利率。从理论上说，导致原油下跌的根源可能是经济下行明显、需求不足，这本身会使得货币政策偏向宽松，进而施压货币市场利率；从直接结果看，原油价格大幅下跌可能带来市场风险偏好下降，导致货币市场波动上升，而市场的混乱往往也会令市场主体预期货币当局会加码宽松，由此施压利率水平。对于我国还有一点值得注意，由于美国债券市场和货币市场对于油价的变动相对我国更加敏感，油价的大跌往往也会使得中美利差扩大，进而间接影响货币政策内外平衡的综合考量，见图表 2。

图表2 油价下跌对货币市场的影响逻辑

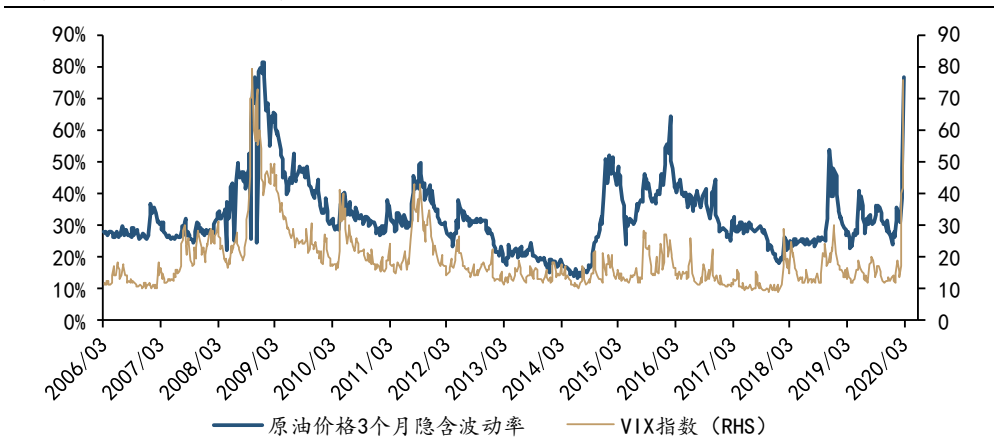


资料来源：Wind， 兴业研究

如何对原油市场的“暴跌”程度进行界定呢？一种方法是单纯从原油价格的跌幅来看，不过这种方法的不足之处在于市场行情会有阶段性的特点，平稳时期小幅下跌的影响可能不会弱于动荡时期较大幅度的调整。因此，在本文中，我们采用价格调整幅度和期权隐含波动率两个角度来评估原油市场的变化。因为原油价格波动率和市场恐慌指数 VIX 密切相关，它某种程度上反映了原油价格变化的冲击大小（见图表3）。由于数据的可得性以及本报告主要研究原油冲击对我国货币市场的影响，因此选取的时间集中在2006年1月至今。

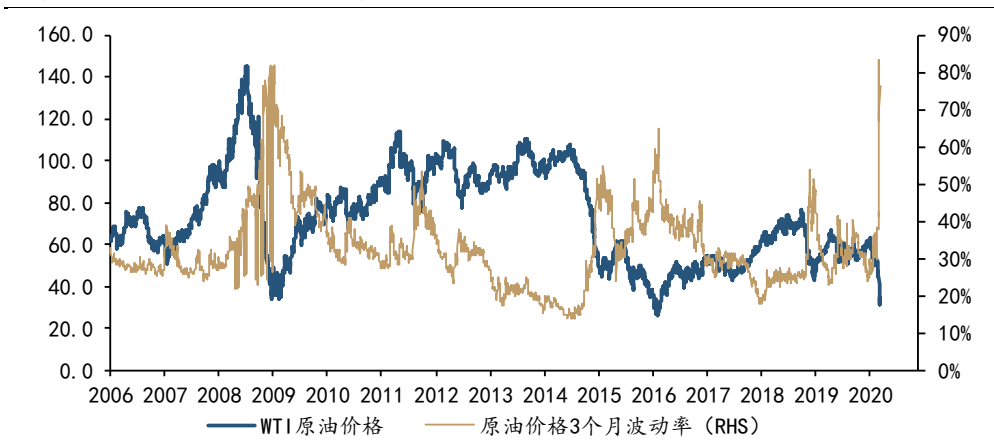
原油价格和波动率呈现出风险资产常见的“缓涨急跌”的特征。当波动率处于较低水平时，原油价格往往上涨或者处于震荡，为了剔除正常的情况，我们主要研究出现波动率超过“均值+1倍标准差”且原油价格处于下跌状态的阶段。通过这个标准我们筛选出6个阶段，如图表5。6个阶段虽然情况各异，但导致油价暴跌的原因大致有三个：一是经济下行带来需求不足，这是6次下跌的共同宏观背景；二是金融市场系统性危机推波助澜，比如2008年就是如此；三是过度供给，2008年金融危机过后的很多次下跌均与此有千丝万缕的关系，这涉及OPEC国家、俄罗斯和美国的能源博弈。

图表3 原油价格波动率和 VIX 指数



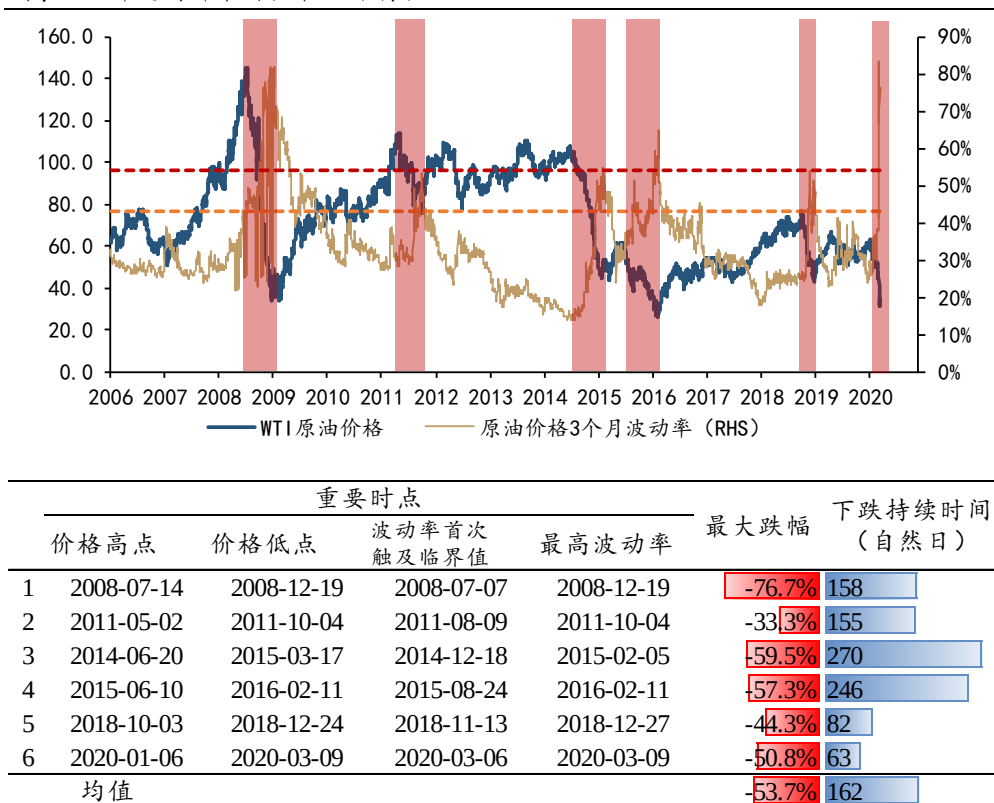
资料来源：Bloomberg, 兴业研究

图表4 原油价格和隐含波动率



资料来源：Bloomberg, 兴业研究

图表 5 筛选的样本时段和具体特征



资料来源：Wind，兴业研究

图表 6 6 次油价冲击阶段的基本背景介绍

	经济环境	政策环境	其他
1	2008 年金融危机爆发，发达经济体纷纷陷入经济衰退，金融市场出现系统性风险。	中国：适度宽松，2008 年下半年 5 次下调存贷款基准利率，4 次下调存款准备金率。 美国：自 2007 年 8 月起美联储进入降息周期，2008 年 11 月开启 QE。	
2	欧债危机继续发酵，中国经济和固定资产投资增速下降。	中国：实施稳健的货币政策，10 月之前多次上调准备金率和存贷款基准利率。 美国：维持零利率，并且开展第二轮 QE。	供给冲击：沙特因担心阿拉伯世界政局动荡的影响增加原油供给
3	全球经济放缓，中国经济增速换挡、结构性调整和前期政策消化三期叠加的复杂局面。	中国：实施稳健的货币政策，下调存贷款基准利率并两次实施定向降准。 美国：美联储停止资产净购买，加息预期有所升温。	
4	全球经济放缓，中国 A 股大跌，汇率改革，并导致全球市场混乱。	中国：实施稳健的货币政策，加强预调微调，五次下调存贷款基准利率，九次下调逆回购利率，并且实施定向降准 美国：美联储 2015 年 12 月首次加息	供给冲击：页岩油兴起，OPEC 拒绝减产

5	欧洲经济显著放缓，中国进入去库存阶段，叠加中美贸易关系紧张，经济下行压力上升。	中国：流动性基调由合理稳定转变为合理充裕。通过定向降准、中期借贷便利（MLF）等操作，增加中长期流动性供应 美国：2018 年美联储坚持加息 4 次。	供给冲击：OPEC 由于担心伊朗和委内瑞拉原油供应萎缩而增产；美国页岩油产量大增
6	疫情冲击下全球产业链受阻，经济短期内将遭遇严重下滑。	中国：疫情冲击下中国率先降准、降息 美国：面对疫情和金融市场混乱美联储降息 50bp，加大回购规模投放流动性	供给冲击：OPEC 与俄罗斯谈判破裂，沙特宣布增产

注：上述序号与图表 5 中表格一致。

资料来源： 兴业研究

我们从短期市场情绪、预期、中美利差三个方面来考察 6 个时间段内货币市场的变化。分别选取的指标是 7 天回购利率（R007）实际波动率、1 年期利率互换（挂钩 3 个月 Shibor）与 3 个月 Shibor 之差、中美 10 年期国债收益率之差来代表。

从短期市场情绪的影响来看，油价波动率“异常”上升对货币市场的传导在不同情况下表现不同。需要关注当时的货币政策和流动性市场的季节性特征。当货币政策偏向宽松时，叠加经济压力带来的信贷需求疲软往往会造成银行间市场流动性较为充裕，使得货币市场利率波动率上升较为有限（对应的利率水平上涨也较为有限），比如 2008 年下半年（即图表 7 中“（1）2008”），2015 年第三季度至 2016 年初（“（4）2015-2016”）以及当前（“（6）2020”）。不过由于危机后对于银行资产和流动性的监管趋严，当油价波动恰逢资金跨年，货币市场会出现十分明显的短期波动（利率水平上升），比如 2014 年 12 月（“（3）2014-2015”）和 2018 年 12 月（“（5）2018”），具体见图表 7 的实线部分，它们表示的是油价波动率超过我们设置的筛选标准后、到达峰值的阶段中 R007 波动率的变化。

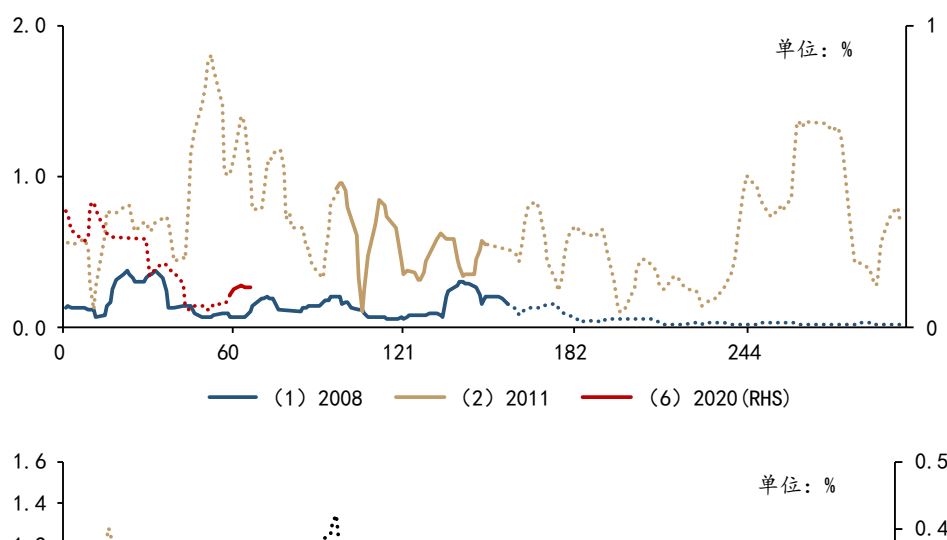
从市场预期来看，我们使用浮动端为 3 个月 Shibor 利率的利率互换与 Shibor 利率之差来衡量市场对于货币市场利率下跌的预期程度，尤其当这一利差转负时，往往其后对应着 Shibor 利率的下跌（见图表 8）。前 5 次油价下跌冲击下货币市场都会进一步预期利率未来将下降，不过本次货币市场的反应有些特殊，这可能与当前货币市场流动性较为充裕、利率水平已偏低有关。

从中美利差来看，除 2015 年中美货币政策出现明显分外（2015 年中国连续下调存款准备金率和逆回购利率，而美联储停止 QE 后重启加息的预期升温），2008 年第四季度美股崩盘导致美债被抛售，使得中美利差出现局部收敛外，其余阶段中美利差均趋于扩大，不过当油价波动率高峰过去后，中美利

差又会逐步回落。值得注意的是本周下半周，市场也出现了类似 2008 年美股大跌、国债流动性下降的情况，中美国债收益率小幅收敛。另外值得注意的是汇率方面的变动，2015 年 811 汇改后，人民币汇率市场化程度提高，中美利差会对汇率的影响越来越大，2015 年在油价波动率期间央行连续下调逆回购利率，中美利差显著收敛，人民币贬值；而 2018 年第四季度央行并未降息，而是采取了降准的措施对冲经济和市场压力，人民币稳中有升（见图表 11）。

综合而言，由于当前银行间市场流动较为充裕，货币市场利率处于较低水平，且跨年因素早已消退，此次原油价格大跌对于我国利率波动影响有限，而且在货币市场利率之前已明显下行一个台阶之后，关于进一步下行的预期并未继续升温。中美利差方面，从油价波动率角度考量，3 月 9 日的波动率已经可以和 2008 年金融危机时期的峰值媲美，而单日下跌幅度则创下了 1991 年海湾战争以来的新低，考虑到美联储短期内实施负利率的概率不高，中美利差的阶段性高点可能已经出现。

图表 7 6 次油价冲击中 R007 波动率的表现



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_6455

