

经济周期中的原油价格

投资咨询业务资格：

证监许可【2012】669号

经济周期与原油价格高度相关。在扩张阶段通常伴随原油价格缓慢上涨，衰退阶段则体现为油价快速回落。油价拐点通常滞后经济拐点：扩张阶段平均滞后 2 个月，衰退阶段平均滞后 9 个月。2020 年 5 月以来最新一轮扩张周期接近尾声，全球经济增长在 2021 年 6 月已经触顶回落。油价是否会一如既往与周期共舞，我们一起观察。

撰写人：

桂晨曦 CFA 原油研究负责人

从业资格号：F3023159

投资咨询号：Z0013632

【中信期货原油】近期专题报告

【原油价格】

三重属性分化，综合动能趋弱 0626

三重属性推动的原油重心漂移 0320

【商品属性】

全球原油供需平衡表 0714

欧佩克增产潜能的多维评估 0715

欧佩克供应进展 0616

俄罗斯原油出口进展 0505

制裁阴影中的俄罗斯原油出口进展 0408

美国页岩油企业资本开支及产量进展 0518

美国石油公司问卷调查统计 0331

中国原油供需进展 0519

中国原油进口来源分析 0429

中国成品油市场进展 0427

China Oil Market Report 0506

【地缘属性】

沙特与美国的半世纪背离 0706

欧盟对俄制裁增强印度石油供应安全 0601

欧盟对俄罗斯石油制裁影响分析 0606

中美油品安全比较之库存变化 0530

供应风险缓解的五种可能路径 0522

欧盟对俄罗斯石油进口依赖度详解 0511

欧美出口制裁对俄罗斯原油供应影响 0309

【金融属性】

世界银行：全球大滞胀 0630

世界银行：能源冲击对全球经济影响 0629

从汽油视角看美国通胀 0613

从经济增长看油品需求 0420

WTO：全球贸易展望-增速放缓 0426

IMF：全球经济热点解读-多重风险 0421

【基础知识】

如何理解供需平衡表 0516

原油研究方法论（上）：研究框架 0325

原油研究方法论（下）：分析案例 0325

原油简史：石油市场如何演变至今 0322

原油简史（二）：石油编年大事记 0323

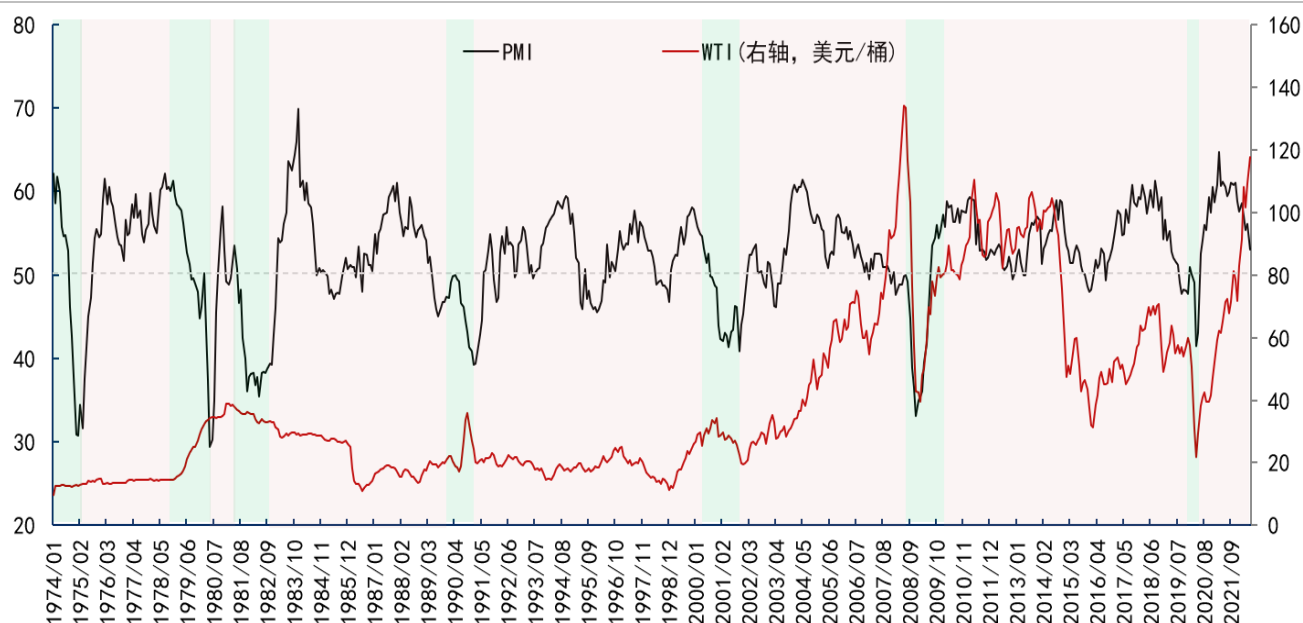
一、经济周期的划分

关于经济周期的划分，不同机构的定义和参考指标有所区别。本文采用美国国家经济研究局经济周期测定委员会（NBER Business Cycle Dating Committee）的划分标准，将经济衰退定义为“大多数领域的经济活动连续几月出现下滑”；反之则为经济扩张阶段。

美国国家经济研究局于 1920 年成立，1929 年首次发布经济周期时间标定；在 1978 年成立专门经济周期测定委员会。通常经济拐点出现 4-21 个月根据回测数据宣布顶峰/谷底具体月份。扩张阶段经济指标呈现上升趋势，达最高值的月份为顶峰；之后转入下降即衰退阶段，经济指标触底反弹月份为谷底。经济从一个顶峰到另一个顶峰，或一个谷底到另一个谷底，为一次完整的经济周期。

根据 NBER 的测算标准，在 1860-2020 年间共出现了 33 轮经济周期，平均持续时间 58 个月；其中扩张周期平均 41 个月，衰退期平均 17 个月。扩张通常较为缓慢，而衰退则迅速而短暂。最近一次衰退是 2020 年 2 到 4 月，虽然持续时间较短，但因冲击程度过大，部分中和了对持续长度要求；到 2021 年 6 月才正式确认为衰退期。

图 1： 美国经济周期与原油价格（绿色为衰退周期）



数据来源：NBER ISM EIA 中信期货研究所

二、经济周期中的油价表现

在 1974 年以来的六轮经济周期中，油价表现出三个较为明显特征：

1) 原油价格的顺周期性。原油价格与经济周期的正相关主要体现在需求端，而供应端则更多受到欧佩克等产油国的产量政策以及当时地缘环境等因素影响。在经济扩张阶段，通常油品消费需求增速上行、以及金融风险偏好回升提振期货投机需求，共同推动原油价格上涨。在经济衰退阶段，油品消费需求和金融风险偏好双双回落，原油价格倾向下跌。

2) 扩张阶段累计涨幅较大，衰退阶段年化跌幅较大。近五十年经济周期中，扩张阶段平均持续时间 82 个月，平均累计涨幅 76%，年化收益率 10%；衰退阶段平均持续时间 10 个月，平均累计跌幅-9%，年化收益率-31%。

扩张阶段通常持续时间较长。其中持续时间最长是在 2009 年金融危机后的经济扩张超过十年。而油价累计涨幅最大阶段是 2001-2007 年，因中国和印度等新兴市场国家需求崛起、欧佩克放弃目标价格管理政策、期货电子交易平台发展等使原油价格受到金融投机市场影响放大波动。

衰退阶段通常体现为短期快速下跌。虽然平均来看，衰退阶段油价累计跌幅不及扩张阶段涨幅，但若按时间处理后的年化跌幅是扩张阶段涨幅的三倍。其中持续时间最短和跌幅最大是最近 2020 年二季度由于疫情导致油品需求大幅回落和金融市场阶段恐慌，双重利空共振使 WTI 一度创下负油价历史记录。

3) 油价拐点滞后于经济拐点。无论是在上涨还是下跌阶段，以 PMI 衡量的经济拐点均领先于油价拐点；扩张阶段平均领先 2 个月，衰退阶段领先 9 个月。这也符合按四阶段划分的经济周期特征。扩张初期体现为经济率先回升、而物价维持相对低位的“高增长+低通胀”复苏期表现；扩张中期体现“高增长+高通胀”过热期特征；扩张后期经济开始回落，而物价暂时维持高位，即进入“低增长+高通胀”的滞涨期；直至最后再回归至“低增长+低通胀”的衰退期。经济活动变化需要通过企业盈利和供需调节等反馈至物价变化，中间存在一定的过渡期。因此可以将经济参数作为原油价格前瞻指标之一。经济主要体现金融属性影响，实际油价还需考虑商品供需属性以及地缘政治属性的综合影响。

图 2： 美国经济扩张和衰退阶段的原油价格涨跌

经济扩张阶段							
周期范围			原油价格收益率		触底时间		
开始	结束	持续月份	累计	年化	PMI	油价	滞后月份
1975-03	1980-01	59	132%	44%	1975-01	1974-10	-3
1980-07	1981-07	12	4%	1%	1980-05	1980-05	0
1982-11	1990-07	93	-18%	-18%	1982-05	1983-04	11
1991-03	2001-03	122	28%	4%	1991-01	1991-03	2
2001-11	2007-12	74	365%	36%	2001-10	2001-12	2
2009-06	2020-02	130	-56%	-9%	2008-12	2009-02	2
平均值		82	76%	10%			2

经济衰退阶段							
周期范围			原油价格收益率		见顶时间		
开始	结束	持续月份	累计	年化	PMI	油价	滞后月份
1974-01	1975-03	13	38%	29%	1974-01	1974-06	4
1980-01	1980-07	6	12%	24%	1980-02	1981-02	12
1981-07	1982-11	16	-8%	-6%	1981-05	1981-05	0
1990-07	1991-03	8	-27%	-41%	1990-04	1990-10	6
2001-03	2001-11	8	-21%	-32%	1999-11	2000-09	10
2007-12	2009-06	18	-25%	-17%	2006-02	2008-07	29
2020-02	2020-04	2	-30%	-178%	2018-08	2018-10	2
平均值		10	-9%	-31%			9

数据来源：NBER ISM EIA 中信期货研究所

免责声明

除非另有说明，本报告的著作权属中信期货有限公司。未经中信期货有限公司书面授权，任何人不得更改或以任何方式发送、复制或传播此报告的全部或部分材料、内容。除非另有说明，此报告中使用的所有商标、服务标记及标记均为中信期货有限公司的商标、服务标记及标记。中信期货有限公司不会故意或有针对性的将此报告提供给对研究报告传播有任何限制或有可能导致中信期货有限公司违法的任何国家、地区或其它法律管辖区域。

此报告所载的全部内容仅作参考之用。此报告的内容不构成对任何人的投资建议，且中信期货有限公司不因接收人收到此报告而视其为客户。

中信期货有限公司认为此报告所载资料的来源和观点的出处客观可靠，但中信期货有限公司不担保其准确性或完整性。中信期货有限公司不对因使用此报告及所载材料而造成的损失承担任何责任。此报告不应取代个人的独立判断。本报告和上述报告仅反映编写人的不同设想、见解及分析方法。本报告所载的观点不代表中信期货有限公司或任何其附属或联营公司立场。

此报告中所指的投资及服务可能不适合阁下，我们建议阁下如有任何疑问应咨询独立投资顾问。此报告不构成投资、法律、会计或税务建议，且不担保任何投资及策略适合阁下。此报告并不构成给予阁下的私人咨询建议。

深圳总部

地址：深圳市福田区中心三路8号卓越时代广场（二期）北座13层1301-1305、14层

邮编：518048

电话：400-990-8826

传真：(0755) 83241191

网址：<http://www.citicsf.com>