

能源冲击对全球经济影响

本文为世界银行全球经济展望的导读报告，重点介绍其中关于能源冲击对经济影响分析。与 20 世纪 70 年代石油危机相比，本轮能源冲击影响范围更广。目前多国采用的燃油补贴和降低税收等政策对降低油价效果有限，而减少需求、能源替代、增加供应等效果相对较好。能源价格上涨会导致进口国的实际可支配收入下降、生产成本增加、金融条件收紧、政策空间受限；同时也会促进出口国的财政收入与经济增长。总体而言，通过模型估算能源价格上涨在两年内可能使全球经济增速减少 0.8%。

投资咨询业务资格：
证监许可【2012】669 号

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】系列研究报告

【周报季报】

强预期向下修正，本周关注欧佩克会议 0626
三重属性分化，综合动能趋弱 0627

【研究通讯】

从汽油视角看美国通胀 0613
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
如何理解供需平衡表 0516
高位震荡下的结构分化 0509

【国别供需】

#中国#
China Oil Market Report 0506
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
#俄罗斯#
俄罗斯原油出口进展：大幅增加 0505
制裁阴影中的俄罗斯原油出口进展 0408
欧美出口制裁对俄罗斯原油供应影响 0309
#美国#
美国页岩油企业资本开支及产量进展 0518
拜登宣布两步计划应对油价上涨 0401
美国石油公司问卷调研统计 0331
#其他#
欧佩克供应进展：出口亚洲大幅回落 0616
欧盟对俄制裁增强印度石油供应安全 0601
欧盟对俄罗斯石油进口依赖度详解 0511

【研究框架】

#供需#
全球原油供需平衡表（六月）0609
从经济增长看油品需求 0420
#经济#
IMF 全球经济热点解读：多重风险 0421
WTO 全球贸易展望：增速放缓 0426
#方法论#
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
#史鉴#
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

【数据报告】

原油期货持仓周报、原油期货月差周报
中国油品供需周报、美国油品供需周报
全球炼厂利润周报、高频油品库存周报

一、概要

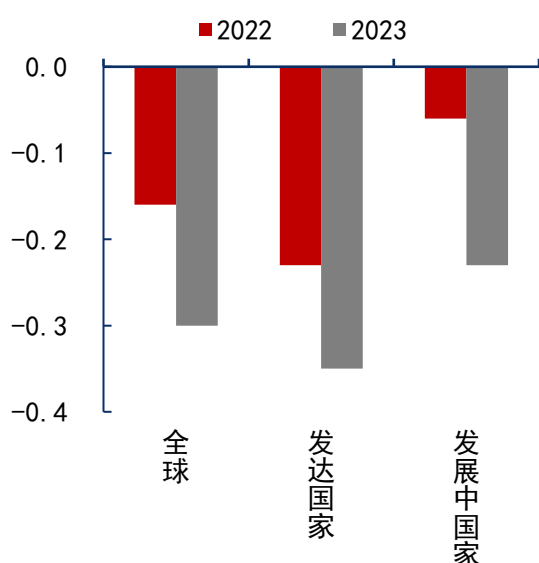
疫情后需求复苏与供应限制共同推升能源价格上涨，地缘冲突进一步加剧价格波动。俄罗斯是全球主要的石油、天然气、煤炭出口国，冲突导致能源商品生产和贸易的中断风险。最终实际影响取决于供应中断程度、可用库存量、其他供应商增产幅度、以及需求的相对降幅。

美国和欧盟已经宣布对俄罗斯石油进口制裁，俄罗斯也切断对保加利亚、芬兰、荷兰、波兰的天然气直接供应。能源价格大幅上行。2020 年 1 月到 2021 年 12 月间世界银行能源价格指数上涨 50%。预计 2022 年进一步上涨 50%；其中石油、天然气、煤炭指数分别上行 42%、74%、81%。

能源商品供应中断可能对更多行业产生影响，包括化工、交通、建筑、农业等。对能源安全担忧推动各国政府制定旨在增强能源自给率和降低能源价格的公共政策。然而相比鼓励降低需求和发展替代能源等供需调节措施，目前采用的燃油补贴和减税等政策从历史上看通常效果有限。

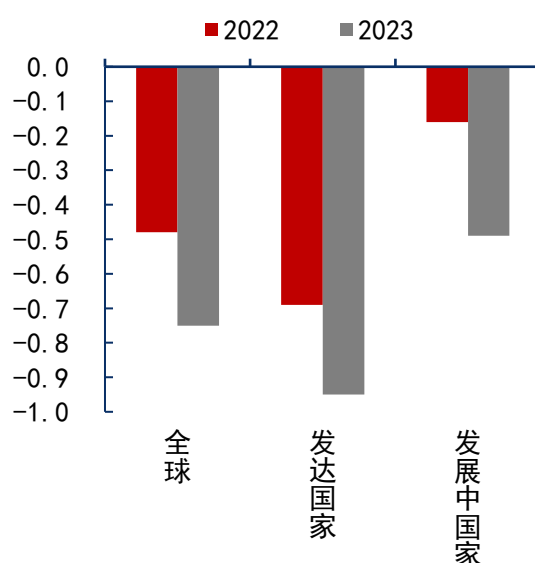
能源价格上涨也会影响全球经济。对能源进口国而言，高能源价格可能通过降低实际收入、增加生产成本、收紧金融条件、限制宏观政策等方式影响经济增长。而能源出口国的生产、贸易、投资活动增加只能部分对冲对全球经济的负面影响。

图 1：高油价对经济增速影响评估



资料来源：世界银行 中信期货研究所

图 2：高能源价格对经济增速影响评估



资料来源：世界银行 中信期货研究所

二、能源危机的启示

2.1 历史比较

价格 在 20 世纪 70 年代能源危机中，石油价格涨幅显著高于煤炭和天然气；而本次冲击涉及能源范围更加广泛，石油、天然气、煤炭价格全面上涨。因此减少了廉价能源的替代空间。

能源密度 自 1970 年代以来，单位 GDP 的能源密度大幅下降。能源在居民消费中占比逐渐回落。因此降低了消费者短期价格敏感度。

政策倾向 目前各国政府政策更多集中在通过燃油补贴和降低消费税等方面来对冲居民成本的上行，而不是解决根本上的供需失衡问题。上一轮能源冲击初发后，在 1974 年成立了国际能源署，以保障能源供应和推动共同政策制定。重要措施包括要求建立相当 60 天进口量的战略储备库存（后来增加至 90 天）、禁止修建新的燃油发电设施等。此外还采取了其他政策例如提高能效标准、增加生物燃料使用、鼓励发展可再生能源等。

2.2 经验教训

过去五十年的经验显示有三种主要渠道可以通过市场化机制对冲能源价格冲击：降低需求、能源替代、增加供应。具体来看，提高能效和改变消费行为对减少需求较为有效；推动煤炭发电替代燃油发电带来环境问题，价格管控导致市场扭曲。因此政策重点可以关注提升能源效率以及可再生能源投资等。

降低需求 1979 到 1983 年间全球油品需求减少 11%（600 万桶/日）。尽管需求下降主要来自 1982 年经济衰退，石油进口国实施提高能效等措施也导致了部分需求的永久下降。此外高油价改变居民消费行为，例如使用燃油效率更高的汽车。在 2005 年达到需求峰值后，到 2014 年发达国家石油需求减少 14%，部分来自汽车能效提高以及新能源汽车替代。

能源替代 在 1979 年之后五年间，由于禁止新建燃油发电站以及增加核电站和火电站等政策，原油在发达经济体能源占比下降 7%。2008 年后天然气和可再生能源占比逐渐增加。但是在交通和化工等方面对石油替代更加困难。

增加供应 70 年代的高油价推动了非欧佩克产油国投资增加，尤其是高成本油田例如北海、阿拉斯加、加拿大、墨西哥等。21 世纪油价上涨也带动了非常规石油如美国页岩油的快速扩产。

三、全球经济的影响

3.1 影响途径

能源价格通过多重渠道影响经济增长和通货膨胀：通过进口国和出口国价格的直接影响；通过贸易和其他商品间接影响；货币和财政政策响应；投资不确定性等。即便没有政策干预，能源价格变化也能立即对财政和收支平衡产生连锁影响。

财政收入 石油价格上涨会导致石油进口国支出增加和出口国收入增加，降低中期石油需求。对不同国家影响可能分化，具体取决于：石油在进出口中占比，财政税收对于石油行业的依赖程度、经济周期状态、货币和财政政策调整空间等。油价上涨会对产油国经济立即产生积极影响，而对消费国不利影响则需要更长时间才能体现和消化。

能源成本 对消费国而言，油价上涨降低居民可支配收入，从而抑制总需求。尤其是对于能源在居民支出占比较高的低收入国家。对于具体企业，能源成本上行会导致输入成本增加；尤其是交通、化工、农业等能源和石油依赖度较高的行业。

政策响应 对能源出口国，价格上涨推升财政收入，通常使政府增加开支，进一步刺激经济活动。而对进口国则会导致财政状况恶化，燃油补贴成本上行。

金融流动 能源价格上涨通过金融途径放大影响。对能源出口国，价格上涨可能催生信贷增长、降低风险溢价、资本流入增加等。如果流入资本投资不善，可能导致金融风险；例如上世纪 80 年代的债务危机。而能源进口国则可能出现金融条件收紧和信贷质量恶化。

3.2 影响评估

高油价 供应冲击导致的油价波动通常改变全球经济增长，并伴随着石油生产国和消费国之间的财富转移。据世界银行评估，如果由供应端驱动油价上涨 40%，可能在两年内使全球经济增长下降 0.2-0.6%。对石油价格上涨比下跌更敏感的进口国，经济冲击将更加严重；这种涨跌不对称效应，可能来自如工资刚性、货币政策响应等不确定因素。

对石油进口国，高油价可能降低居民和企业的实际收入。40%的油价上涨可能会使 GDP 下降 0.4%-2%，具体取决于石油进口在 GDP 中占比；发展中国家首年影响约为 0.25%。对石油出口国，高油价增加贸易顺差，可能刺激扩张的财政政策与货币贬值。40%的油价上涨可能推动 GDP 上行 0.6%-4.8%；发展中国家首年影响约为 1%。

高能源成本 除了高油价，部分国家对高气价也较敏感，尤其是对俄罗斯天然气依赖度较高的欧洲国家。模型测算 70%的气价上涨两年内可能导致经济增速下调 0.4%。而高煤价影响相对较小；87%的煤价上涨对经济影响可能不到 0.1%。

总体而言，能源成本上行可能会导致 2022 年和 2023 年全球经济增长分别减少 0.5%和 0.3%。发达国家/发展中国家 GDP 两年内累计减少约 0.9%/0.6%。发达国家降幅更大主要来自能源进口依赖度较高的欧洲；而发展中能源进口国的经济降幅，部分被发展中能源出口国的经济增幅抵消。如果欧盟对俄罗斯能源全面禁运，将会导致 2022 年和 2023 年经济增长额外减少 0.4%/0.8%。

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>