

重回 1973？原油禁运对通胀的影响有多大？

2022 年 03 月 09 日

证券分析师 陶川

执业证号：S0600520050002

taoch@dzwzq.com.cn

研究助理 邵翔

shaoh@dzwzq.com.cn

- **俄罗斯油气禁运，1973 年滞涨阴影开始显现。**2022 年 3 月 8 日美国和英国宣布禁止俄罗斯油气和其他能源产品的进口，布伦特原油期货价格一度站上 130 美元/桶，考虑到制裁范围可能进一步扩大以及俄罗斯在全球大宗商品市场中的重要地位（图 1），其他商品价格也蠢蠢欲动。
- **1973 年的冲击有多“惨烈”？**1973 年 10 月第四次中东战争爆发后 OPEC 对支持以色列的主要欧美国家实施石油禁运，全球石油供给下降 500 万桶/天，时间长达 5 个月，油价上涨 4 倍有余。直接导致 1974 年至 1977 年发达经济体陷入滞涨，其中美国经济增速中枢腰斩（由 5% 到 3% 以下），年均 CPI 和失业率均超过 8%（图 2）。
- **和 1973 年相比，这一次美国底气更足，欧洲最惨，而中国“稳增长”将面临压力。**与 1970s 年代相比，美国已经成为油气出口国，而且在备用石油来源上也更具有主动性，除了督促 OPEC 增产外，解除伊朗和委内瑞拉石油禁运也有助于缓解俄罗斯原油缺位的影响。不过，这一次的“震中”在欧洲，欧盟重要的能源支柱天然气价格两周之内接近翻倍，欧洲走进滞涨只是时间问题。
- **对于中国来说，俄乌冲突带来直接冲击可控，经济上的间接影响主要集中在：一是供应链（尤其是油和农产品等）的安全性和稳定性；二是商品涨价对于国内通胀的影响。**而对于后者的传导，2022 年 2 月通胀数据虽然没有完全反映这一冲击，但已经能显示出一些端倪。
- **PPI 的“三大风险”在逐步应验。**我们在之前的报告《PPI“死灰复燃”的三大风险点》中提到，2022 年 PPI 面临的最大的风险就是大宗商品牛市的继续：“油价站上 100 美元/桶，铜价站上 11000 美元/吨”以及供给矛盾带来的黑色系商品上涨压力。俄乌冲突的升级以及随之而来的对俄制裁使得这一幕正在加速到来，2 月 PPI 同比增速 8.8%，超出市场预期背后的主要推动力就是原油和有色相关行业（图 3）。
- **不过俄乌事件的复杂性使得后续商品价格变化的节奏充满不确定性，以原油为例，欧美制裁俄罗斯油气出口的策略是在限制俄出口的同时，尽量促使 OPEC、伊朗以及委内瑞拉等释放产能和产量。**俄乌事件的节奏可能至关重要。
- **如果俄乌事件持续僵持，欧美俄罗斯的制裁持续。**那么由于俄罗斯油气产量的缺失，全球原油供需仍将处于偏紧的状态，原油将继续保持在 100 美元/桶以上的高位。**如果俄乌事件在 1、2 个月后缓解，欧美对俄罗斯油气的限制放松，**这可能导致原油供给短期增加明显叠加情绪释放，油价波动将加剧，短期可能大幅回落甚至降至 100 美元/桶以下。这将导致 2022 年 PPI 同比的变化出现不同的节奏（图 5）。
- **商品价冲击对 CPI 的传导明显滞后，且存在明显的缓冲垫。**我们通过投入产出表计算原油上涨对居民最终消费价格的影响，我们预计原油价格上涨 10%，对居民消费价格的影响约为 0.6 个百分点。这一传导过程还会因为国内成品油定价机制（130 美元/桶是上限）和居民调整消费习惯（比如更多地乘坐公共交通，或者购买新能源车）进一步被削弱（图 6）。除此之外，从服务和非商品消费来看，2022 年消费需求依旧疲软，这也降成为限制 CPI 上涨的重要原因。
- **风险提示：**疫情扩散超预期，政策对冲经济下行的效果不及预期。

1、《宏观月报 20220307：出口份额结构变化的隐忧：一个动态追踪框架》2022-03-07

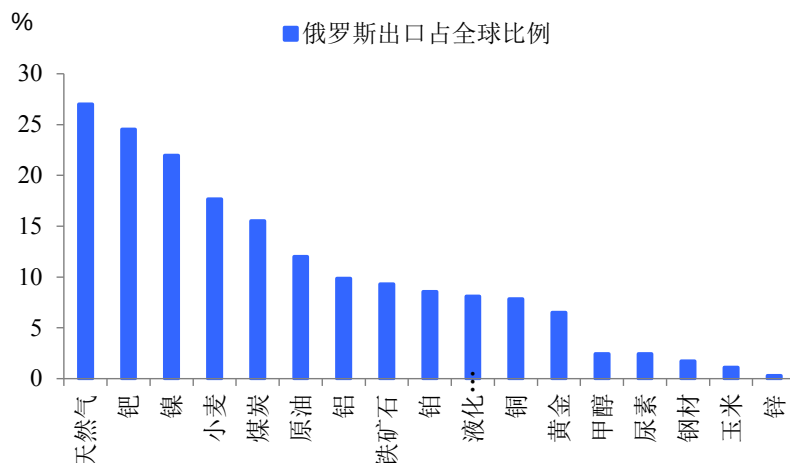
2、《宏观周报 20220305：76 个“稳”字释放了怎样的政策新信号？》2022-03-05

3、《宏观周报 20220302：是时候铜价创新高了》2022-03-02

4、《宏观月报 20220301：以史为鉴，2 月 PMI 透露了什么信号？》2022-03-01

5、《宏观周报 20220227：两会前瞻：拐点将至？》2022-02-27

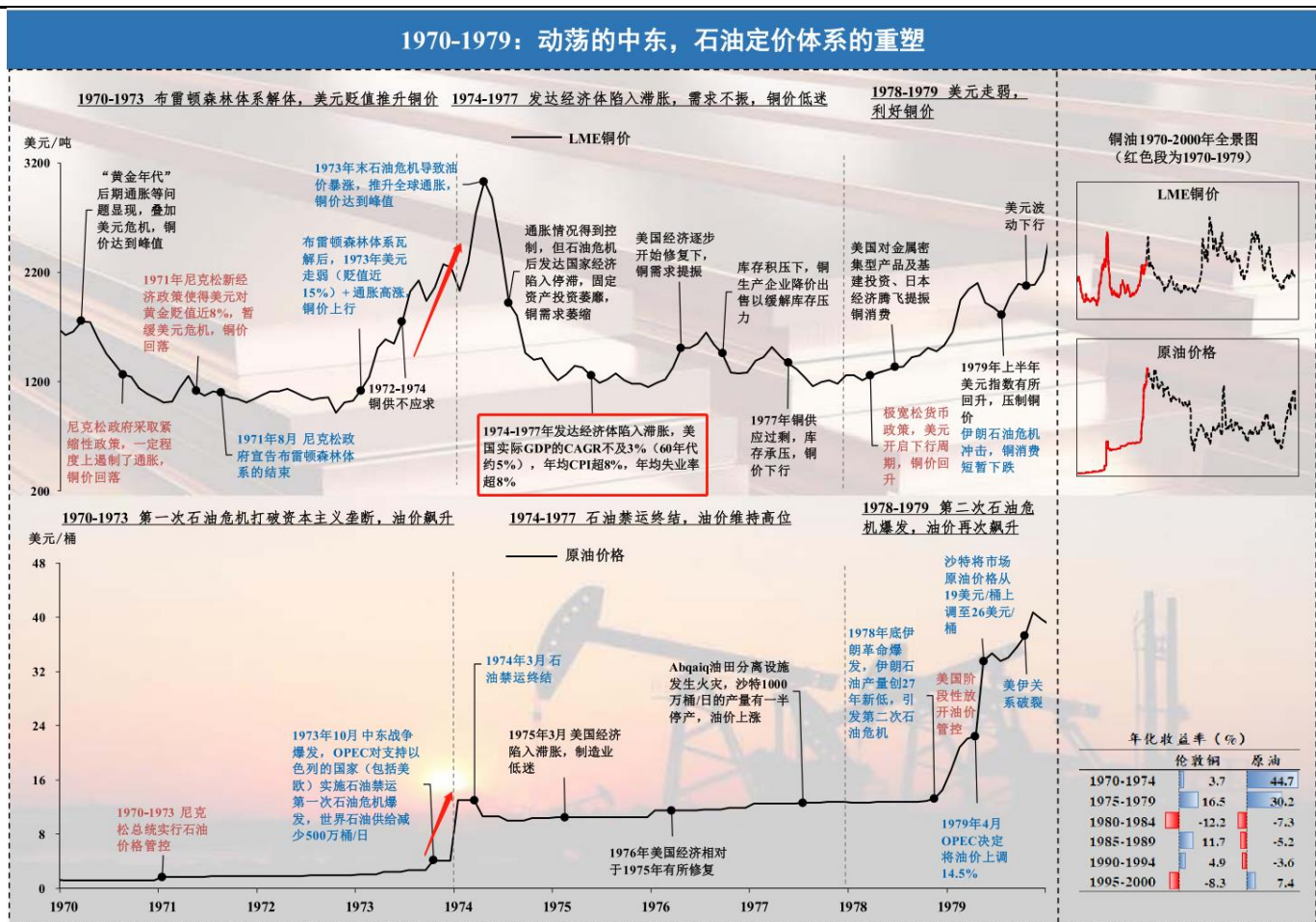
图 1：俄罗斯重要出口商品占全球出口的比重（2020 年）



注：天然气为 2019 年数据。

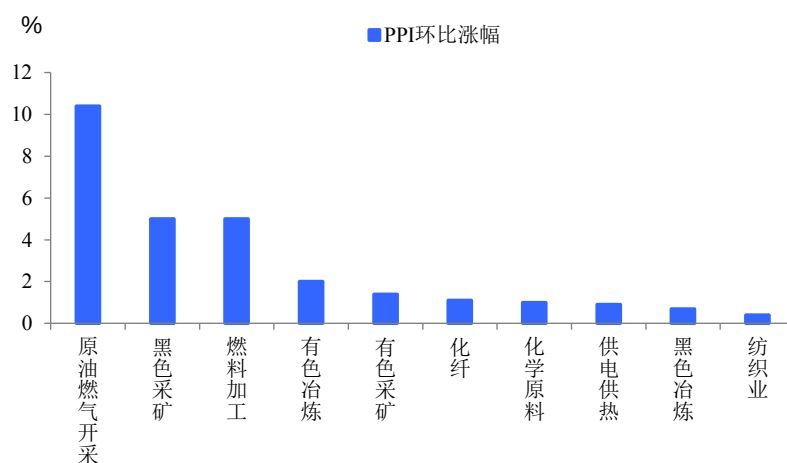
数据来源：CEIC，东吴证券研究所

图 2：1973 年原油价格上涨带来欧美经济滞胀



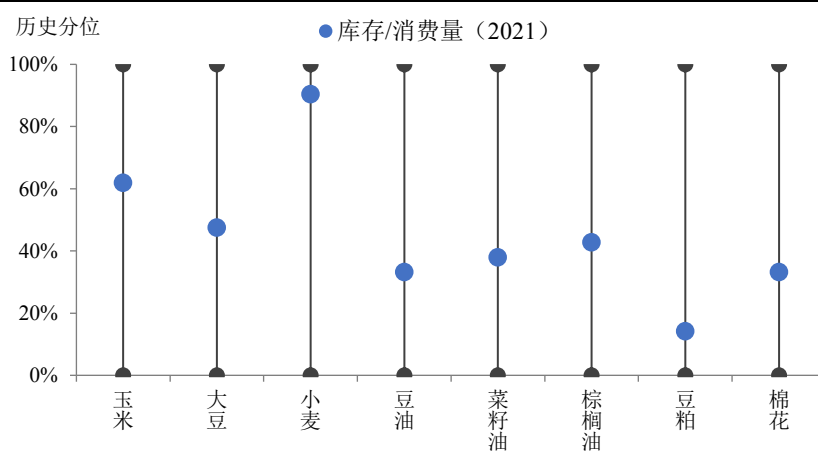
数据来源：Bloomberg，CEIC，东吴证券研究所

图 3: 2022 年 2 月行业 PPI 环比增速 TOP 10



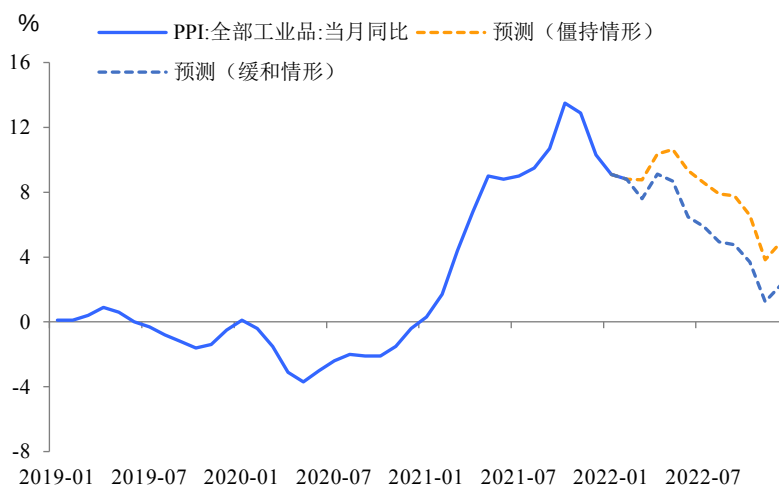
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图 4: 中国部分农产品库存情况 (2000 年至 2021 年的历史分位数)



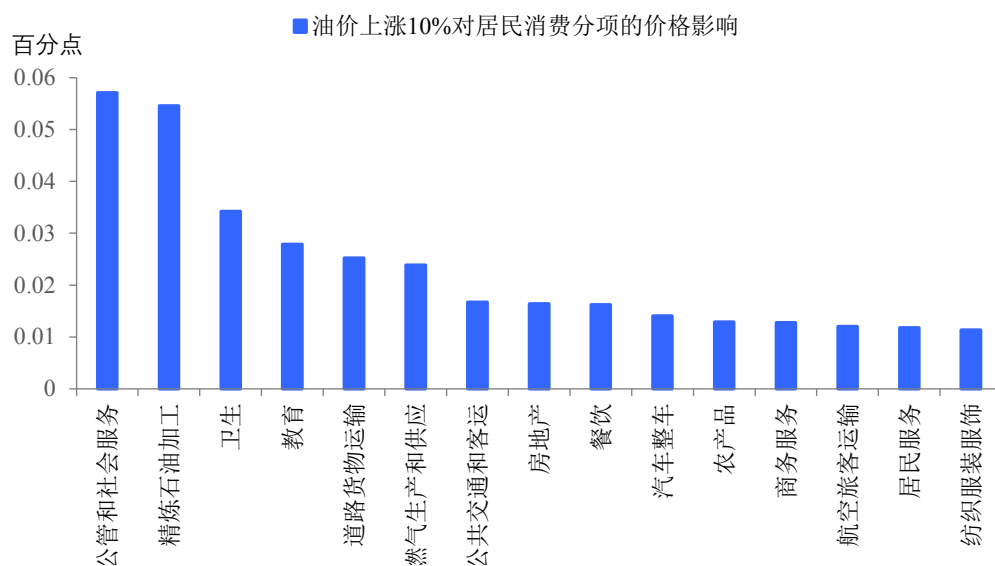
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图 5: 俄乌冲突两种情形对 2022 年 PPI 后续变化的影响



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图 6: 油价上涨 10%对居民消费分项的价格影响



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_39271