



李迅雷：这轮原油价格暴涨 会否引发经济危机？



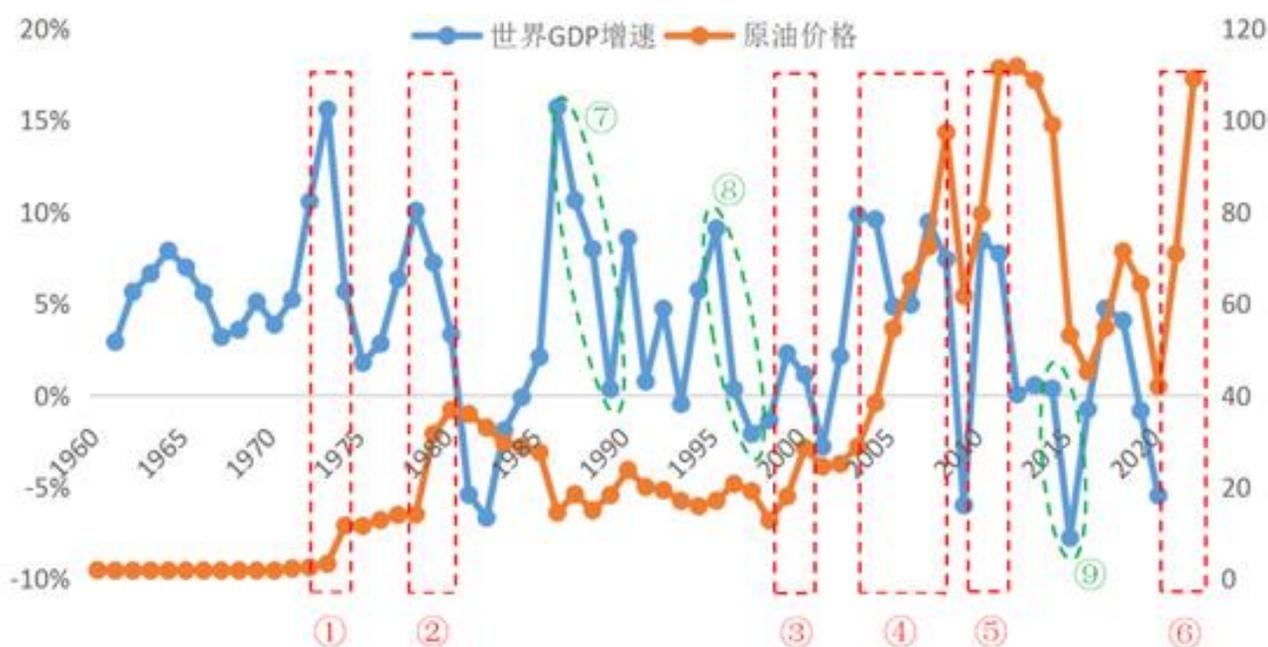


记得 2020 年疫情刚开始在全球蔓延不久，金融市场便弥漫着对流动性危机的担忧，原油价格一路狂跌，最低跌至 20 美元每桶。之后美联储采取了超预期的量宽政策，同时美国财政部也大幅扩大财政支出，支出比例与二战期间相仿，最终导致原油及其他大宗商品价格的暴涨，并引发高通胀。在正常情况下，伴随着美联储启动加息周期，今年原油及部分大宗商品价格有望回落。但在 2 月份却出现了黑天鹅事件——突发俄乌冲突，全球局势紧张导致原油价格再度上涨。那么，这轮原油价格的持续上涨会否引发经济危机呢？本文试作分析。

从 1960 年以来，原油价格涨幅超过 100% 的情形出现过六次（见图表 1 和图表 2）。每次油价大涨的背景和直接原因可能有所不同：①（1970-1974）和②（1978-1980）期间中东出现了战争和地缘政治事件，③（1998-2000）主要是因为油价从亚洲金融风暴后的低位快速反弹，④（2003-2008）期间全球经济持续快速发展并出现过热，⑤（2009-2012）美国次贷危机后推出 QE 政策和中国大规模基建刺激政策。

从前面五次原油大涨来看，虽然其直接原因各不相同，但油价大涨后都出现了全球经济增速大幅下滑（见图表 2）。

图表 1 世界 GDP 增速与原油价格



图表 2 1960 年以来原油价格有 6 波涨幅超过 100%，随后全球经济增速均出现了明显下降

区间

油价涨幅

世界 GDP 增速的变化

① 1970-1974 年

543%

从 1973 年的 15.6% 下降到 1975 年的 1.8%

② 1978-1980 年

163%

从 1978 年的 10% 下降到 1982 年的 -6.7%

③ 1998-2000 年

124%

从 1999 年的 2.3% 下降到 2001 年的 -2.8%

④ 2003-2008 年

350%

从 2007 年的 9.4% 下降到 2009 年的 -6%

⑤ 2009-2012 年

225%

从 2010 年的 8.4% 下降到 2012 年的 0 附近

⑥ 2020 年-现在

220%

?

来源：WIND，中泰证券研究所

为什么原油对全球经济的指示意义更强？

通常都认为股市是经济的晴雨表，但从前文的分析来看，原油价格对全球经济周期的指示意义可能更强。下面探讨可能的原因。

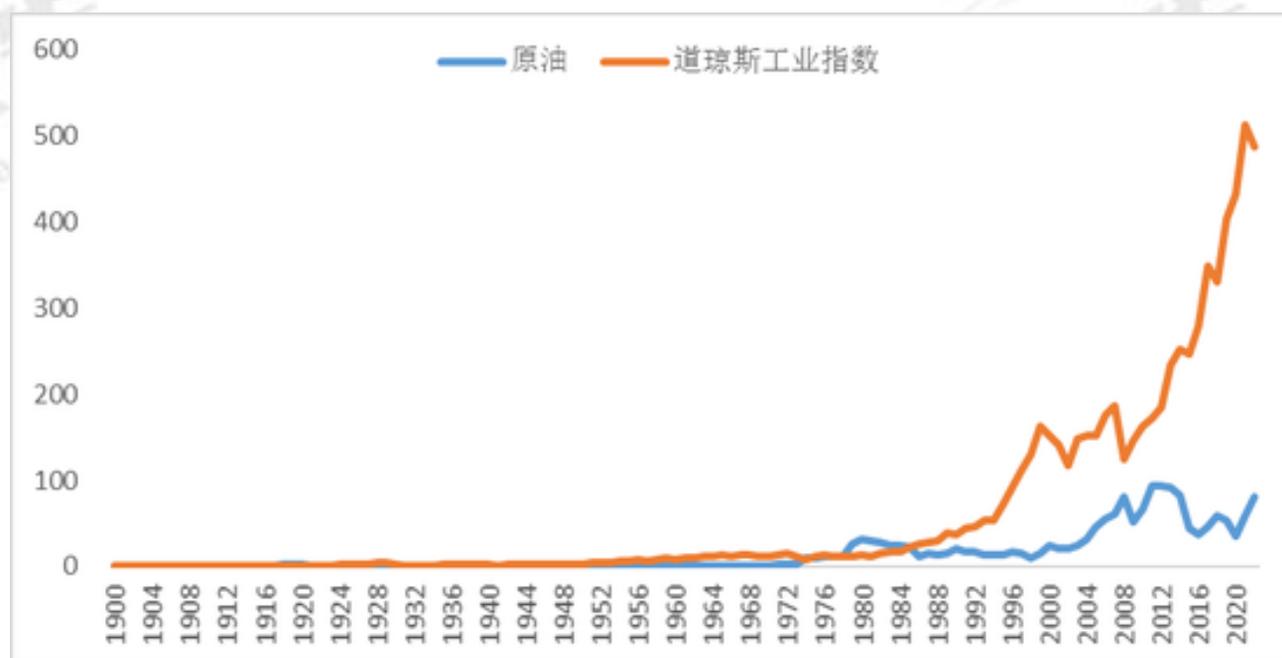
1) 原油更贴近实体经济，股票指数可能更多是货币放水和资产泡沫的晴雨表。

原油作为最重要的工业原材料，且直接影响各类运输成本，与实体经济的各个环节都关系紧密。而股票市场具有较高的流动性，且有大量的投机力量参与交易，其对货币和流动性等因素更敏感。

以历史悠久的美国道琼斯工业指数为例，其自发布以来到 1970s 年代之前与原油价格走势都没有出现大幅度的背离。在布雷顿森林体系瓦解前后，两者的波动就开始放大。1980 年之后，道琼斯工业指数涨幅远大于原

油价格。这一定程度上能说明股指的金融属性更强，受货币放水驱动更明显。

图表 3 原油价格和道琼斯工业指数的走势对比



2) 原油更能刻画全球经济的总体需求，股指蕴含了结构性的变化。

原油更全面地反映全球各个经济体的总需求，而股指只选取了部分成分股，不够全面，全球经济结构性的变化对股指影响很大。比如，道琼斯工业指数更反映美国的经济，因此在 1980s 年代美国经济增长更强、份额提升时，道琼斯工业指数表现更好。

更重要的是，股指选取的少量头部公司作为成分股（比如，道琼斯工业指数选取美国 30 家最大最知名的上市公司），在经济分化、头部公司份额大幅提升时，会导致股指大涨，而这并不能反映经济总体的增长。而在和平稳定的发展环境里，几乎必然会出现经济分化和强者恒强的现象。

3) 原油作为最重要的工业原材料，既能反映总需求，又能通过推升成本来抑制有效需求，因此对经济周期具有较好的指示作用。

原油作为最重要的能源和工业原材料，能反映全球经济的总需求。同时，原油价格的涨幅又能反映总成本和物价的上涨压力。油价大幅上涨引起的成本和物价上涨会抑制有效需求和引起货币政策收紧。因此，原油上涨往往代表着总体需求在扩张，而在上涨周期的尾声，油价开始滞涨甚至掉头时，往往意味着总需求收缩和经济下行周期的开启。

为何美国收紧货币——

容易造成其他国家经济下滑？

在观察全球经济增长和原油价格的关系时（图表 1），我们发现有三三次经济增速大幅下滑没有发生在原油价格暴涨之后：⑦ 1986-1989，⑧ 1995-1998，⑨ 2014-2015。分析发现，这三次都是美国以外的国家增速大幅下滑，而美国经济增速较高且较稳定。

（图表 4）三次全球经济增长大幅下滑无关原油：且在美国以外国家发生

⑦	世界GDP 增速	美国GDP 增速	⑧	世界GDP 增速	美国GDP 增速	⑨	世界GDP 增速	美国GDP 增速
1986	15.70%	3.50%	1995	9.10%	2.70%	2014	0.40%	2.50%
1987	10.60%	3.50%	1996	0.30%	3.80%	2015	-7.80%	3.10%
1988	8.00%	4.20%	1997	-2.10%	4.40%	2016	-0.80%	1.70%
1989	0.30%	3.70%	1998	-1.40%	4.50%			

进一步分析，可以发现这三次都发生在美国收紧货币的时候：

⑦ 1986-1989：美国联邦基金目标利率从 1986 年内的 6%以下提升到 1989 年的 9.8%以上；

⑧ 1995-1998：美国联邦基金目标利率从 1994 年 3%上升到 1998 年 5.2%；

⑨ 2014-2016：QE 开始退出，联邦基金目标利率从 0.25%上升到 0.75%，美元指数在 2014 年下半年到 2016 年间上涨了 27%。

一方面，美国紧缩货币会引起美元汇率走强，这会直接影响以美元统计的全球 GDP。另一方面，美国紧缩货币引起全球资金回流美元，本身也会对其他国家和地区的经济产生冲击。

从原油价格和美国货币周期来看——

全球经济下滑的压力将很大

从油价看，即使不算 2020 年疫情期间的最低点（低于 20 美元），从 2020 年下半年 40 美元左右开始计算，目前油价涨幅也接近 200%，即使以疫情前的油价作为基数，目前涨幅也超过 100%。虽然有俄乌战争的事

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_39825

