

光大证券首席宏观经济学家高瑞东：

# 供需是决定国际油价核心和基础因素

PPI或阶段性小幅回升

中国证券报：近期国际油价较快上涨，会改变我国当前PPI下行趋势吗？

高瑞东：随着国际地缘局势紧张升级，国际油价快速上涨，成为近期主导PPI波动的关键因子。一方面，在国内保供稳价政策推动下，国内定价的煤炭、钢铁、建材等大宗商品价格表现相对温和，推动PPI同比继续回落。另一方面，由于石油产业链波及范围较大，油价上涨会加大输入性风险。在PPI中，与原油直接相关的石油和化工行业占比达15%以上。根据计算，若国际油价上涨10%，将影响PPI上涨0.5个百分点。

现阶段，地缘冲突引发的避险情绪和原油供给担忧，是影响油价的主线。考虑到欧美对俄罗斯原油出口的实际制裁力度有限，未来国际地缘局势的演变方向将决定油价的走势。根据我们的测算，若相关事件继续升级，油价可能冲高至120美元/桶-140美元/桶；而若相关谈判进展顺利，叠加伊核协议顺利推进，油价或见顶回落至80美元/桶-100美元/桶。

我们预计，若3月国际油价在120美元/桶以上的高位，4月PPI同比或出现阶段性小幅回升，随后重新进入下行区间。

中国证券报：国际油价上涨推升全球通胀压力，将对美联储当前货币政策节奏产生哪些影响？

高瑞东：国际地缘局势紧张背景下，原油价格持续上涨，也推升美国通胀压力。美国2月能源价格环比上升3.5%，较上月抬升2.6个百分点。其中，汽油价格环比上涨6.6%，为美国CPI环比涨幅贡献近三分之一。

从通胀的角度出发，2月以来油价的快速上行，主要为情绪面推动，而非基本面导致。因此，在地缘冲突风险没有进一步升级的背景下，市场情绪修复的过程即油价回归至供需平衡点的过程，对通胀影响偏短期。

若相关谈判进展顺利，我们认为，美国通胀或在二季度回落，美联储没有全年激进加息的动力。若谈判未见成效，局势或将进一步发酵，这将延后美国通胀见顶时点，抬升美联储远期加息预期。

从经济基本面的角度出发，美联储在考虑货币政策收紧节奏时，需要在通胀和经济增长目标之间进行权衡，避免因加息而导致经济硬着陆。一方面，此次美联储加息为逆势加息，即因压制通胀而不得不加息。另一方面，在需求趋弱、供应链紧缩问题持续的背景下，美国经济增长动能面临较大不确定性。因此，美联储的考量，在于如何保证美国经济软着陆的同时控制好通胀。另外，美国股票、房屋等资产价格高企，激进加息对资产价格冲击剧烈，不利于维持金融稳定性。

总体而言，基于对通胀和经济增长目标之间的权衡，预计美联储加息前置，预计3月加息25BP，抑制需求并控制通胀。在通胀得到一定控制后，下半年放慢加息节奏。

对中下游企业盈利影响较大

中国证券报：油价上涨会对哪些行业



光大证券首席宏观经济学家高瑞东日前接受中国证券报记者记者采访时表示，在当前油价涨幅较大的背景下，我国PPI同比增速或出现阶段性小幅回升，随后重新进入下行区间。供需仍是决定当前国际原油价格的核心和基础因素。市场对地缘紧张局势的预期和全球原油供需的博弈，是决定相关冲突发生后油价走势的关键。

他表示，为保障能源安全稳定供应，我国一方面应当持续推进能源尤其是煤炭的保供稳价工作；另一方面，应大力推动可再生能源高质量发展，加快实施可再生能源替代，缓冲外部影响。

● 本报记者 焦源源

产生影响？

高瑞东：国际油价上涨对中下游企业盈利影响较大。分行业来看，高油价背景下，利好上游石油开采、油服设备以及煤化工行业，而中游石油加工、化学工业，以及下游航空、纺织行业盈利则会有所影响。

上游行业中，石油开采行业直接受益于油价上涨，体现为开采业务的毛利率提升以及石油储备存货增值。其次，作为石油的替代品，高油价将提高煤化工产品的成本优势，煤炭开采行业利润随着油价上涨而同步抬升。在2009年至2011年油价上行周期内，布伦特原油价格自2009年1月的42美元/桶持续上涨至2011年4月的124美元/桶，期间石油和天然气开采业的销售利润率自13%大幅提高至36%，煤炭开采和洗选业的销售利润率自11%提高至14%。此外，当油价持续上涨后，将改善油企的现金流和盈利能力，进一步带动开采、勘探等资本性支出增加，间接利好油服设备行业。

中游行业中，对于以石油为原材料的石油加工和化工行业，高油价则会影响企业盈利。由于中游石化产品价格主要由成本推动，当油价温和上涨时，成本上涨的压力可以顺利传导至下游，而高油价则会减弱传导效应，直接影响盈利水平。回顾2011年至2012年高油价时期，布伦特原油价格持续高于100美元/桶，石油、煤炭及其他燃料加工企业的销售利润率自3%回落至-2%，化学原料及化学制品制造业、化学纤维制造业的销售利润率分别自7%、6%回落至4%、3%。

下游行业中，以航空、纺织服装为代表的石油产品消费行业，由于原材料上涨的幅度往往超过其下游产品涨价的幅度，利润率均与油价负相关。以航空业为例，航油成本一般占航空公司营业成本的20%至30%，航油价格是影响航空公司利润水平的重要因素。2011年，当油价突破100美元/桶后，航空上市公司的利润率开始回落，直至2013年四季度，销售毛利率走低至7%，较2010年四季度减少10个百分点。

他表示，为保障能源安全稳定供应，我国一方面应当持续推进能源尤其是煤炭的保供稳价工作；另一方面，应大力推动可再生能源高质量发展，加快实施可再生能源替代，缓冲外部影响。

高瑞东：能源是工业的粮食，是国民经济的命脉。为保障能源安全稳定供应，我国一方面应当持续推进能源尤其是煤炭的保供稳价工作，增加产量、产能和储备，稳定进口、价格和预期。另一方面，大力推动可再生能源高质量发展，加快实施可再生能源替代，缓冲外部影响。

高瑞东：能源是工业的粮食，是国民经济的命脉。为保障能源安全稳定供应，我国一方面应当持续推进能源尤其是煤炭的保供稳价工作，增加产量、产能和储备，稳定进口、价格和预期。另一方面