

## 油价走势及其对中国经济及相关行业景气的影响

黄顺祥 86-755-82960074  
张乐 86-755-82940787  
陶学明 86-755-82943206  
贾祖国 86-755-82960304

### 主要内容

- 国际原油价格从 2003 年底至今持续上升，在 60 美元/桶上方徘徊多日并一度突破 70 美元/桶。导致本轮油价上涨的主要因素既有全球经济快速增长引发的需求面因素，也有地缘政治或自然危害等短期因素导致的供给面因素，还有国际投机资本的推波助澜。油价在上述多重因素的共同作用下，原有的价格平衡点被打破，目前正处于寻求新的平衡过程中。我们认为，短期内（3—6 个月内）油价仍将维持 60 美元/桶以上的高位；但随着全球经济增速的逐步放缓、投机因素的逐步减弱、地缘政治及自然危害等短期因素影响力的逐步下降，预计油价最终将回落至 40—60 美元的相对合理范围内。但指望油价再度回到 1992—2000 年的低水平几乎是不可能的，**世界经济已不可避免步入高油价时代。**
- 在讨论高油价对经济的影响之前，首先要区分清楚油价高企的主要原因是供给面因素还是需求面因素，**不同原因引起的高油价对经济的影响机制和影响大小是完全不同的。**其中，**需求面因素导致的高油价对经济不会造成大的负面影响，而供给面因素导致的高油价对经济的负面影响相对比较严重。**
- **本轮原油价格上升虽然包含了一些供给面的因素，但决定性的原因仍然是需求面的因素，**因此，本轮原油价格上升在影响经济增长的同时并不会对经济构成重大的打击，这与历史上的几次“石油危机”时期有着本质的不同。
- 对于中国而言，本轮原油价格上升更多的是需求面因素引起的；另外由于中国成品油定价机制并不公开并且远远滞后于国际市场上成品油价格的涨幅，这使得国际油价对中国经济的影响有相当一部分被中石化和中石油等公司消化，从而使得油价对经济中其他行业的冲击相对较小。因此，**本轮油价上涨虽然会对中国经济造成一定的负面影响，但应该不会产生决定性的影响。**
- 油价上涨对相关行业景气将产生较大影响，具体可包括直接影响和间接影响，直接影响源自油价上涨所导致的原材料成本增加和能源成本增加。间接影响则源自原油价格上涨所带来的替代效应和互补效应。具体而言，油价上涨将导致：**石油和天然气开采业的景气度不断走高；节能节油行业或新能源行业景气也将有所上升；石油加工及炼焦业的盈利能力将不断恶化；石化产业链中下游行业中，成本控制能力和转嫁能力较差的化学纤维制造业景气将不断下降，而成本转嫁能力较强的化学原料及化学制品制造业、橡胶制品业、塑料制品业虽然景气也将受到冲击，但影响相对较小；高油价对交通运输、航空、燃油发电企业、高耗能行业（如电解铝、钢铁、水泥、烧碱等）、汽车等行业的景气也将造成较大冲击。**

## 目 录

一、油价走势：回顾及展望 .....	3
1、本轮油价上涨的原因分析 .....	3
2、油价走势展望 .....	7
二、高油价影响经济的机制探讨——是供给面原因还是需求面原因? .....	8
三、本轮原油价格上升对中国经济的影响简析 .....	9
四、高油价对相关行业景气的影响 .....	12
1、直接影响 .....	12
2、间接影响 .....	15

## 图表目录

图表 1、2001-2004 年全球 GDP 增幅和 CPI .....	3
图表 2、世界和主要国家原油消耗强度 (Oil Intensity) .....	4
图表 4、WTI 原油价格和 S&P500 指数 .....	10
图表 5、2002 年原油密集度(OECD=100) .....	11
图表 6、2003 年原油分行业消费结构 .....	15
图表 7、2003 年汽油分行业消费结构 .....	15
图表 8、2003 年柴油分行业消费结构 .....	15
图表 9、2003 年燃料油分行业消费结构 .....	15

## 表格目录

表格 1、OPEC 各国原油产量、产能(单位: 千桶/日) .....	5
表格 2、持续高油价对 OECD 宏观指标的影响 .....	10
表格 3、05 年 1-7 月部分石化类行业盈利情况 .....	13

## 一、油价走势：回顾及展望

### 1、本轮油价上涨的原因分析

国际原油价格从 2003 年底至今持续上升，并在 60 美元/桶上方徘徊多日，在 Katrina 飓风发生后还一度突破 70 美元/桶，但在 IEA 的 26 个成员国承诺在 30 天内向市场释放 6000 万桶油品后油价才应声回落至约 65 美元/桶以下。关于本轮高油价产生和持续的原因有很多分析，综合来看，其主要原因大致包括：

**2004 年全球经济景气状况达到近 10 年来最好，原油需求激增；**

**目前原油生产备用产能过低，炼油装置产能利用率接近饱和；**

**发展中国家对原油的需求增量贡献大，且市场预期其需求增长较高且具有长期性。**原油消费预计增量的主要贡献地区即发展中国家没有战略石油储备机制，但经济增长对原油依赖度高且预期其对原油需求的高增长将在较长时间内持续；

**美国等发达国家长时间以来一直无意动用其战略石油储备控制油价。**美国等发达国家经济对原油依赖度低，因而政府长时间以来一直无意动用其战略石油储备控制油价却反而在不断提高石油储备水平，进而导致这些国家的战略石油储备对油价的威慑力降低，若不是此次 Katrina 飓风对美国经济、政府形象负面冲击力太大，美国的这种政策取向仍会持续；

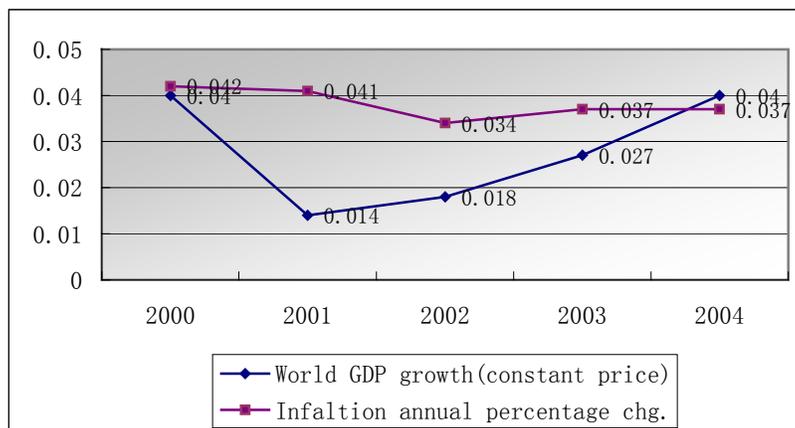
**地缘政治或自然危害等短期因素。**如中东地区政治动荡引发了原油供应中断的恐慌心理、恶劣气候影响（如此次 Katrina 飓风）；

**国际投机资本的推波助澜。**

#### **（1）全球经济高度景气加速原油消费增长**

**2004 年是全球经济 10 年来最好情况。**随着上世纪 90 年代中后期拉美、亚洲分别克服各自的金融危机，前苏联从“休克”型政治经济体制改革阵痛中逐步恢复等，发展中国家经济逐渐稳定并发展。因此从本世纪 2001 年至 2004 年，（根据 IMF 数据）全球 GDP 年同比增长率从 2001 年的 1.5% 稳步上升，2002 年为 1.8%，2003 年 2.7%，直至 2004 年的 4.0%；通胀率亦得到控制，2000 年为 4.3%，2001 年 4.1%，2002 年 3.4%，2003 年 3.7%，2004 年 3.7%。尤为突出的是，2004 年全球 GDP 的年同比增长率和通胀率综合数据为 10 年来最好情况；而 1990-2004 年世界 GDP 平均 YOY 增长率仅为 2.5%，同期平均通胀率高达 13.7%。

图表 1、2001-2004 年全球 GDP 增幅和 CPI



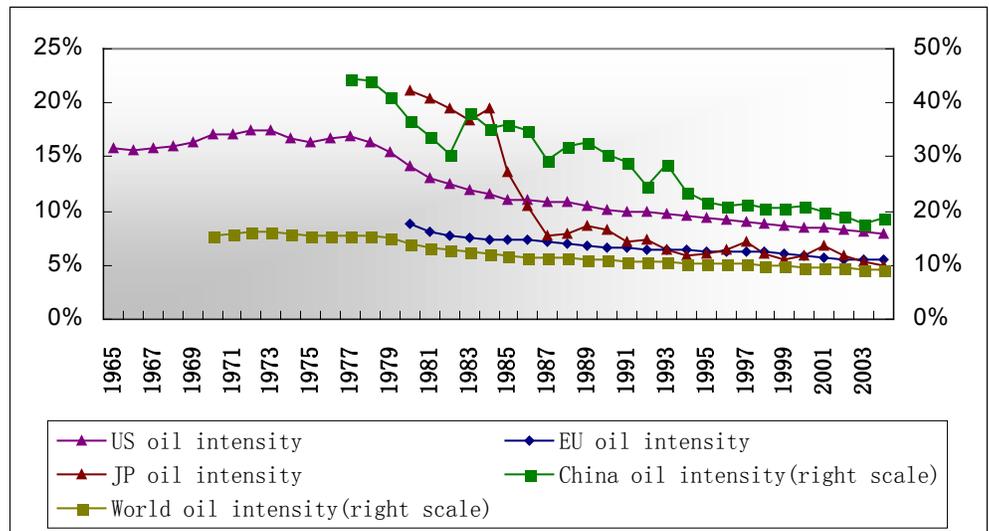
资料来源：IMF，招商证券

2004年原油消费同比增长243万桶/日，是20多年来最高增幅。2004年随着全球和发展中国家的经济快速增长，自然推动全球大宗商品如原油的需求量增量也达到历史高点。2004年全球原油消费为8076万桶/日，同比增长3.2%，增幅达到243万桶/日，是1979年来最高增幅水平。

## (2) 发展中国家对原油的需求增量贡献大，且市场预期其需求增长较高且具有长期性

发展中国家（包括前苏联）原油消费虽然只占全球原油消费的40%，但2004年却占到增量的80%。目前发展中国家的产业结构主要处于第二产业发展阶段，原油在GDP增长中占有重要作用。虽然长期以来全球的反映单位GDP产出的原油消耗量的原油消耗强度（Oil Intensity）一直处于下降通道中，但发展中国家经济对原油的依赖程度仍然相当高（图表2）。2004年全球原油消耗强度为9.3%，欧盟、日本等发达国家在5%左右或以下，发展中国家却在20%左右。鉴于这些发展中国家产业结构必然要在较长时间段内倚重第二产业和重化工业，而且能源使用效率低的状况较难短期内改变，因而市场普遍预计他们对原油等能源的需求增长较高且具有长期性；而且不仅原油消费的主要预期增量集中在发展中国家，这些国家还几乎没有战略石油储备。

图表 2、世界和主要国家原油消耗强度（Oil Intensity）



数据来源：招商证券

### (3) 目前全球原油供需平衡脆弱 - OPEC 备用产能处于历史低位，炼油设备产能利用率也趋于饱和

不考虑俄罗斯的备用产能，全球的原油备用产能主要集中在 OPEC 国家。而 OPEC 国家为转嫁美元汇率风险和保持丰厚利润，利用目前备用产能较低的状况，坚持继续推行其“预防性”的限产保价措施，EIA 的 8 月份数据显示只有 90-140 万桶/日（表 1），与 5 月份情形一样。而且，由于长期以来新的炼油能力投资较弱，现有装置的产能利用率持续保持高位，帮助拉动油价上升。

表格 1、OPEC 各国原油产量、产能(单位：千桶/日)

	07/01/2005	2005 年 6 月	2005 年 7 月		
	额度	产量	产量	产能	备用产能
Algeria	894	1,330	1,380	1,380	0
Indonesia	1,451	950	945	945	0
Iran	4,110	4,000	4,000	4,000	0
Kuwait	2,247	2,500	2,500	2,500	0
Libya	1,500	1,630	1,630	1,630	0
Nigeria	2,306	2,500	2,500	2,500	0
Qatar	726	800	800	800	0
Saudi Arabia	9,099	9,600	9,600	10,500 - 11,000	900 - 1,400
United Arab Emirates	2,444	2,300	2,400	2,400	0
Venezuela	3,223	2,500	2,500	2,500	0
OPEC 10	28,000	28,110	28,255	29,155 - 29,655	900 - 1,400
Iraq		1,900	2,000	2,000	0

OPEC Total		33, 941	34, 201
------------	--	---------	---------

数据来源：EIA，招商证券

#### (4) 美国等 OECD 国家前一段时期一直无意动用 SPR 库存抑制油价

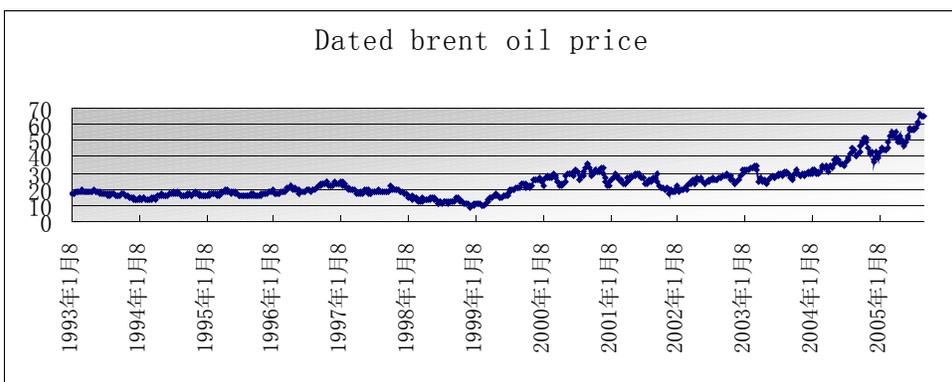
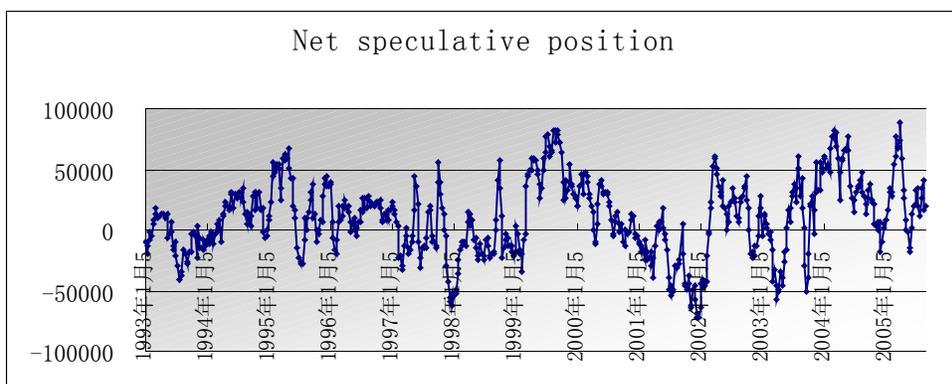
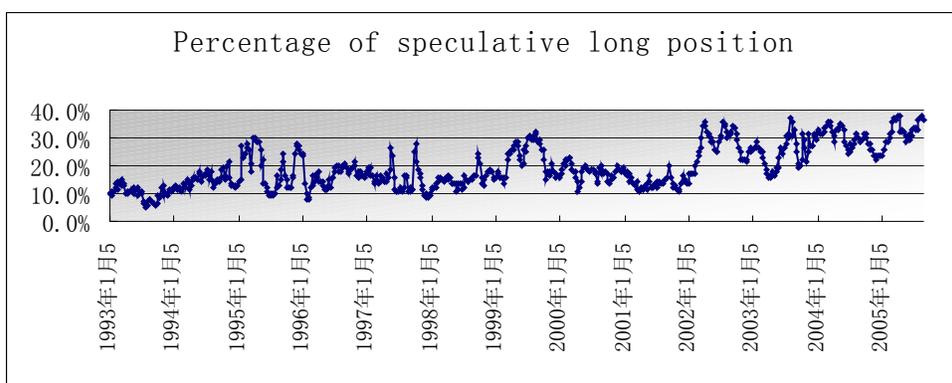
Katrina 飓风发生前，美国 SPR 库存达到历史高点（7 亿桶），但由于美国政府不仅无意动用 SPR 库存抑制油价而且打算继续增加储备，也对推高油价“功不可没”，并使油价较长时间持续在 60 美元/桶以上。众所周知自 70 年代石油危机以后，发达国家实施战略石油储备（SPR）策略，原油价格开始走入下行通道，从 1986 年至 2002 年之前，国际原油年均价格基本维持在 20 - 30 美元/桶（2004 年美元价值）。以美国为例，即使在全部停止本国原油生产和进口的情况下，目前其 SPR 库存可使其维持目前消费量达 35 天左右。而且历史上美国的 SPR 对石油价格起到了有效的控制作用。比如，1991 年美国实施“沙漠风暴”期间，政府从 SPR 库存发放了 1730 万桶原油，使原油价格下跌 10 美元/桶，缓解了市场对石油供应中断的恐慌。2000 年末冬季，针对 OPEC 大幅减产，克林顿政府从 SPR 库存发放了 3000 万桶原油，有效阻止了原油价格上涨势头。

直到近日 Katrina 飓风后，IEA 的 26 个成员国同意向市场释放共 6000 万桶原油和成品油，其中 3000 万桶由美国提供，油价也马上从短暂存在的 70 美元高位应声回落，短短一周内油价已跌至 65 美元/桶以下。进一步说明了只要美国愿意动用起战略石油储备，其对油价的控制效应确实是非常明显的。

#### (5) 投机资金推波助澜

原油期货市场中主要有两类参与者，一类是以套期保值为目的，另一类是以投机为目的。在过去两年中，NYMEX 市场上原油期货投机交易的头寸持续处于历史高位，投机资本多头仓位在近半年的绝大多数时间占到商业和非商业多头仓位总和的 30% 以上，而此类仓位在 2002 年初之前的绝大部分时间都在 20% 以下；而过去两年内投机资本倾向做多。说明投机资本对油价确实起到了推波助澜的作用（图表 3）。

图表 3、NYMEX 原油期货交易中的投机成分状况和布伦特原油价格



资料来源：招商证券，国外交流研究机构

## 2、油价走势展望

由上述分析可知，影响油价走势的因素错综复杂且存在较大不确定性，因此要想精确判断油价走势几乎是不可能的。我们所能做的，只能是对影响本轮油价上涨的主要因素的变化情况进行分析，在此基础上对油价运行的大致趋势作出判断。

我们认为，短期来看，Katrian 飓风至少影响了原油价格上升的 3 个因素：第一，飓风结合高油价导致美国消费需求增长放缓，近日美国能源管理署也调低了美国原油需求。而美国是主要原油消费国，如果美国经济消费减弱，全球经济增长预期必将蒙上阴影。第二，美国等发达国家开始动用战略石油储备缓解供需。Katrina 飓风之后，国际能源机构 26 个成员国已开始实施向市场投放 6000 万桶原油的计划，此举不仅可弥补 Katrina 飓风造成的石油减产，而且更为重要的是，这向市场发出了明显而强烈的信号：如果发生供给急剧短缺情况，战略储备油将毫不犹豫的被用来干预市场。因此也就自然削弱了导致原油价格上升的第三个因素，即投机因素，大大减弱了市场担心供给急剧短缺的恐慌心理带来的石油溢价。故而如果没有其它重要因素出炉的话，有丰厚获利的多头投机资本在短期内会更多地选择撤离。另外顺便重申，高油价已使发展中国家原油需求预期降低（如中国的原油进口增速明显放缓），也降低了推高油价的因素之一。

因此，我们认为，油价在上述多重因素的共同作用下，原有的“价格-需求”曲线和“价格-供应”曲线平衡点被打破，目前正处于寻求新的原油平衡价格的过程中。我们认为，短期内（3—6 个月内）油价仍将维持 60 美元/桶以上的高位，其中受备用产能低、全球资源仍紧张、自然危害及恐怖事件等因素影响，油价仍有突破 70 美元的可能性；但随着全球经济增速的逐步放缓、投机因素的逐步减弱、地缘政治及自然危害等短期因素影响力的逐步下降，预计油价最终将回落至 40—60 美元的相对合理范围内。但必须注意的是，指望油价再度回到 1992—2000 年的低水平几乎是不可能的，世界经济已不可避免步入高油价时代。

## 二、高油价影响经济的机制探讨——是供给面原因还是需求面原因？

在讨论高油价对经济的影响之前，首先要区分清楚油价高企的主要原因是什么？是供给面的原因还是需求面的原因。不同的原因引起的高油价对经济的影响机制和影响大小是完全不同的。

**需求面因素导致的高油价对经济不会造成大的负面影响。**全球经济高速增长导致需求高速增长从而引起的油价高企只是经济增长中产业结构发展不平衡的表现。从静态的角度来看，我们可以假设经济中各产业部门之间有一个协调的比例，而一旦产业结构发展不平衡，也就是说某个产业的产能投资不足，那么必然导致这个部门的产品价格上升，从而该部门利润上升，导致资本的进入从而使得经济产业结构向平衡过渡。这种调整过程每天都在经济中发生，而如果不平衡较为严重或者调整需要较长时间，我们一般称之为“瓶颈”。因此高需求引起的高油价当然会限制经济的增长，但也仅此而已，并不会对经济造成较大的负面影响。

**供给面因素导致的高油价对经济的影响机制则有根本的不同而且程度也相对比较严重。**历史上的“石油危机”-70 年代的阿以战争和 80 年代的两伊战争-都属于这种类型。这种高油价对经济的影响机制具体可以分四个主要方面：首先，原油价格的上升意味着原

油进口国对原油出口国的收入转移，同时直接减少原油进口国的净出口从而降低各原油进口国的 GDP；其次，原油价格的上涨导致原油进口国的原材料成本的上升，进而非原油消费和企业投资的下降，另外世界需求的下降也将导致各国出口的下降；再次，原油价格的上升将引起原油进口国的通货膨胀，通货膨胀本身会对整个经济的运行造成负面的影响；最后，内需和外需的下降以及通货膨胀带来的工资压力这两者都将导致失业率的上升。以上是高油价对经济的直接影响，进一步高油价还将影响各国政府的宏观经济政策。外生的原油价格的上升冲击会造成原油进口国的需求下降、失业率的上升和通货膨胀上升压力，使得原油进口国的宏观调控政策陷入两难的境地：或者采用扩张的政策减少失业，但必须忍受通货膨胀的上升；或者采用紧缩的政策压制通货膨胀，但必须忍受高失业的压力。

当然对不同国家，外生油价冲击的影响会有所不同。决定这种影响程度的两个因素主要有：一是对进口原油的依赖程度，二是经济中的原油密集度<sup>1</sup>(Oil Intensity)，这又是由经济中产业结构和原油的使用效率决定的。当然一国经济内需和经济增长的健康和强劲程度对抵御油价冲击也是至关重要的。

另外，需求面导致的油价上升也会对不同国家形成不同的影响。假设原油价格的上升完全是由于中国经济增长导致的需求增长拉动的，那么原油价格的上升对中国经济影响不大，但是这种油价上升对其他国家来说则相当于外生的冲击，因此负面影响则会相对大些<sup>2</sup>。

### 三、本轮原油价格上升对中国经济的影响简析

根据上述分析，本轮原油价格上升虽然包含了一些供给面的因素，但决定性的原因仍然是需求面的因素，因此，**本轮原油价格上升在影响经济增长的同时并不会对经济构成重大的打击，这与历史上的几次“石油危机”时期有着本质的不同。**

对于油价对全球和中国经济的影响的估计，一般引用较多的是 04 年 5 月国际能源署 (IEA) 使用 OECD、IMF 和 IEA 多国宏观模型对原油价格上升的经济影响的估计。这个估计首先把美元汇率固定在 2003 年后期的水平，然后以 2004-2008 年期间原油价格维持在 25 美元/桶模型模拟结果为基准，然后将这一基准与假设 2004-2008 年原油价格升为 35 美元/桶时模型模拟得出的结果比较，从而得出原油价格上升 10 美元对全球和各国经济的影响（采用的原油价格为 IEA 平均原油进口价格）。国际能源署估计这种冲击会使得一年后全球 GDP 至少下降 0.5 个百分点。其中 OECD 国家由于对原油的依赖程度显著减轻和能源使用效率的显著改善，真实 GDP 下降 0.4 个百分点，CPI 上升 0.5 个百分点，失业率上升 0.1 个百分点。而同时中国的真实 GDP 将下降 0.8 个百分点，通货膨胀率将上升 0.8 个百分点。

<sup>1</sup> 能源密集度定义为一单位 GDP 所消耗的原油。

<sup>2</sup> 当然，中国经济的上升将会增加对其他国家出口产品的需求从而对其他国际的经济形成拉动。

表格 2、持续高油价对 OECD 宏观指标的影响<sup>3</sup>

	OECD		美国		日本		欧盟		亚洲 <sup>4</sup>	中国	拉美
	2004	2005	2004	2005	2004	2005	2004	2005	一年后	一年后	一年后
GDP	-0.4	-0.4	-0.3	-0.3	-0.4	-0.4	-0.5	-0.5	-0.8	-0.8	-0.2
CPI	0.5	0.6	0.5	0.6	0.3	0.3	0.5	0.6	1.4	0.8	1.2
失业率	0.1	0.1	0.1	0.2			0.1	0.2			
经常项目(十亿美元)	-32	-42							-1.0	-0.6	0

来源：《Analysis of the Impact of High Oil Prices on the Global Economy》，IEA，May，2004

但是一年以后来看，油价已经远远高于 IEA 模型中的假设，然而全球主要经济体的增长情况依然相当强劲。美国上半年 GDP 同比保持了 3.6% 的增速，中国经济上半年也保持了 9.5% 的 GDP 同比增速。而且中国经济今年 GDP 增速将至少在 9% 以上，这还是在国内宏观调控的背景下实现的。因此高油价对中国经济似乎并没有形成 0.8 个百分点的打击。

另一方面，05 年 5 月以来，国际市场原油价格大幅上升，从 4 月 27 日的 46.8 美元/桶快速上升至 8 月份的一度突破 70 美元/桶。但是我们同时注意到在这段时间全球主要股票市场也走出周期性高点。其后虽然受到超高油价的打击，但也很快恢复。

图表 4、WTI 原油价格和 S&amp;P500 指数



数据来源：Bloomberg

我们并不认为以上数据能够说明原油价格上升对经济没有影响，但是至少能够从一个侧面说明卡特丽娜飓风之前原油价格上升并没有对经济造成重大的负面影响，因此油价上升很大部分因素是来自于需求面。

<sup>3</sup> 表格中各数值为与基准状态偏离的百分点，除非特别标注。高油价假设为高于基准价格 10 美元/桶。

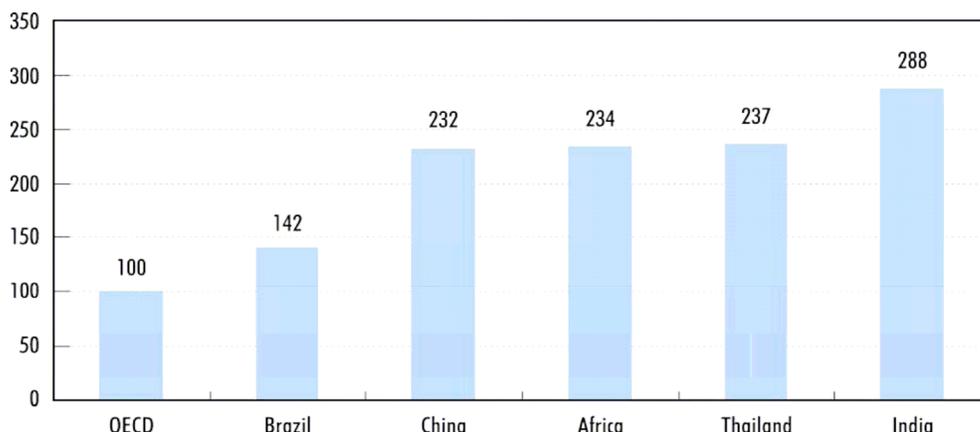
<sup>4</sup> 亚洲、中国和拉美的经常项目的影响的单位为 GDP 的百分比。

对于 IEA 的估计，我们注意到其中隐含的假设了原油价格的上升是外生的，或者说暗含的假设了原油价格上涨完全是由供给面的冲击引起的。这样由于这次原油价格上涨有很大一部分是由于世界经济的复苏尤其是中国需求的拉动，那么 IEA 的估计就应该适当的下调。本轮原油价格上升对全球经济的影响应该远低于用计量模型估计出来的影响程度。

不过即使假设目前的 60 美元/桶的高油价都是由于需求面因素造成的，那么这也意味着全球经济中原油的产能严重不足，从而也将限制整个经济的增长。再考虑高油价中包含的供给面和其他因素的影响，目前这样的高油价无法支持全球经济产能利用率的持续上升，也就是说，如果油价在高位持续仍将使得全球经济增速下滑到长期趋势值以下。

前面提到原油价格上升对一国经济影响的大小取决于以下几个变量：对进口原油的依赖程度和经济中的原油密集度(Oil Intensity)。这二者也是 IEA 估计中油价对各国的影响有所不同的根本原因。下面我们来考察中国这两个指标的情况。2004 年中国原油消费量中进口原油占比从 2003 年的 36.1% 大幅上升至 42%。而且近 10 年来，中国原油消费量年均增长率达到 7% 以上，而国内原油供应年增长率仅为 1.7%。这种供求矛盾意味着中国的原油对外依存度将继续快速上升。2010 年后中国原油对外依存度将超过 60%，到 2020 年原油对外依存度将达到 70% 左右。而中国目前的产业结构和粗放式的发展方式决定了我国的原油密集度相对较高。根据 IEA 计算的 2002 年的数据，中国的原油密集度为 OECD 国家的 2.32 倍。这说明外生的原油价格上升对中国经济的影响将相对较大。

图表 5、2002 年原油密集度(OECD=100)



来源：《Analysis of the Impact of High Oil Prices on the Global Economy》，IEA, May, 2004

但是我们仍然要强调，首先本轮原油价格上升的很大部分要归于全球经济快速增长的需求因素，其次中国在这轮经济增长的贡献是相当大的。这个因素使得**本轮原油价格上升对中国而言更多的是需求面引起的，从而使得中国进口依赖度和原油密集度高的影响被很大的弱化了。**

另外由于中国成品油价格由发改委制定，但定价的机制并不公开，并且远远滞后于国际市场上成品油价格的涨幅。这种成品油定价机制也使得国际油价对中国经济影响的一部分被中石化和中石油等公司消化，使得油价对经济中其他行业的冲击相对较小。这也使得油价对经济和通货膨胀的冲击被部分抑制住了。

但是这种国家管制压低价格的行为必然导致成品油的浪费和过度需求。今年大范围出现的“油荒”和配给供应正是价格管制下必然出现的典型现象。在开放经济的背景下，还将导致成品油的大幅出口。这种价格管制是对资源配置的一种扭曲，并将导致资源的浪费。因为高油价一定程度上是产业结构调整的必要要求，这种价格包含的信息一方面反映需要增加对原油开采等相关产业产能的投资，一方面反映了需要减少对原油高消耗部门的投资。而如果国家管制原油和成品油价格，那么反而将阻碍这个经济自身的优化调整过程，并错误的引导投资和消费的投向，从而将使得经济不能适应未来的市场情况。

综合以上分析可以发现，本轮原油价格上升与历次石油危机有本质的不同，本轮原油价格上升很大程度上是由需求面的因素拉动的，而不是供给面的外生冲击导致的。因此本轮油价上涨虽然会对中国经济造成一定的负面影响，但应该不会产生决定性的影响。因此并不需要过度的担心高油价对经济的影响。我们更需要将油价定价机制逐步走向市场化，从而正确引导经济主体的投资和消费，使得经济能够更好的适应能源状况的变化。

## 四、高油价对相关行业景气的影响

本轮油价上涨对中国经济整体影响虽然不会很大，但对相关行业景气却将产生较大影响。

油价上涨对行业景气的影响可以分为两种类型：直接影响和间接影响。直接影响源自油价上涨所导致的原材料成本增加和能源成本增加。间接影响则源自原油价格上涨所带来的替代效应和互补效应。

### 1、直接影响

对所有工业企业而言，原油价格将从两个方面对行业的景气造成负面影响：（1）原油价格的上涨导致石化及其相关产品价格的上涨，这导致以此为原材料的工业行业成本的增加；（2）原油价格上涨导致汽油、柴油、燃料油价格的上涨，并进一步引发相应的电价的提高，从而使得所有工业行业能源成本上升。

#### （1）原材料成本的增加

总体而言，由于原油处于产业链的上端，因此原油价格的大幅上涨将直接导致石化及其相关产品价格上涨，从而导致以此为原材料的工业行业成本增加，从而对其景气造成负面影响。

### 就石化行业而言，不同子行业景气所受到的影响截然不同。

从原油的消费构成来看（见图表 6），原油主要用于石油加工及炼焦业和石油和天然气开采业。2003 年这两个行业原油消费所占的比重分别为 72.4% 和 15.0%。因此原油价格的提高将直接影响这两个行业的景气。

**石油和天然气开采业直接受益于原油价格上涨。**尽管石油和天然气开采业也消费了部分原油，原油价格的上涨会导致生产成本也相应小幅提高，但油价的上涨更多地使公司的销售收入大幅增加，从而使得其利润也相应大幅提升。随着 1 年来原油价格的大幅上涨，2005 年 1-7 月石油和天然气开采业的销售收入、销售成本和利润总额分别同比增长了 41.5%、20.4% 和 73.1%。目前该行业的利润总额为 1606.17 亿元人民币，占同期工业利润总额的 21.6%，已位居 39 个工业行业的利润之首。伴随着原油价格的攀升，石油和天然气开采业的景气度也相应不断走高。

**石油加工及炼焦业的盈利能力迅速恶化。**受原油价格上涨的负面影响最大的是石油加工及炼焦业。由于国内市场油价的定价机制是以纽约、新加坡、鹿特丹三地价格加权平均而成，基本上是市场价，但国内成品油价格的调整主要由发改委制订，由此造成了成品油与原油的倒挂，在国际市场原油价格的大幅上涨的情况下，国内石油加工业的盈利能力迅速恶化。2005 年 1-7 月份，行业销售收入和销售成本分别同比增长了 37.1% 和 47.8%，利润总额为 -67.15 亿元人民币，亏损额位列 39 个工业行业的利润之首，伴随着原油价格的不断攀升，石油加工及炼焦业的景气度也相应不断走低。

**其他石化类行业中，化学纤维制造业景气将不断下降，化学原料及化学制品制造业、橡胶制品业、塑料制品业景气也将受到冲击，但影响相对较小。**总体上，其他石化类行业由于价格传导的滞后效应——产品价格的上涨滞后于上游原材料价格的上涨，因此行业的盈利增长将落后于收入的增长。但行业利润率的变化方向和变化程度则主要取决于行业成本的控制能力和转嫁能力等因素。就化学纤维制造业而言，由于主要下游——纺织业的利润率很低，因此化学纤维业的成本转嫁能力最弱，因此在 2005 年 1-7 月份行业收入增长 39.1% 的同时，利润总额却下降了 32.5%，行业景气度不断下降；化学原料及化学制品制造业、橡胶制品业、塑料制品业等行业由于成本控制和转嫁能力相对较强等因素，尽管利润的增幅也落后于收入的增幅，但增幅差距相对较小。总体而言，原油价格的上涨对这些的景气将产生一定不利影响，但影响相对较小。

表格 3、05 年 1-7 月部分石化类行业盈利情况

行业	收入增幅	成本增幅	利润增幅
化学纤维制造业	39.10%	42.60%	-32.50%
化学原料及化学制品制造业	36.70%	40.10%	28.90%
橡胶制品业	34.00%	36.00%	24.60%
塑料制品业	30.40%	31.80%	28.40%

资料来源：CEIC，招商证券研发中心。

## (2) 能源价格上升

如前所述，原油价格上涨导致汽油、柴油、燃料油价格的上涨，并进一步引发相应的电价提高，从而使得各工业行业能源成本上涨。因此，从能源角度而言，原油价格上涨将对所有的工业行业造成负面影响。

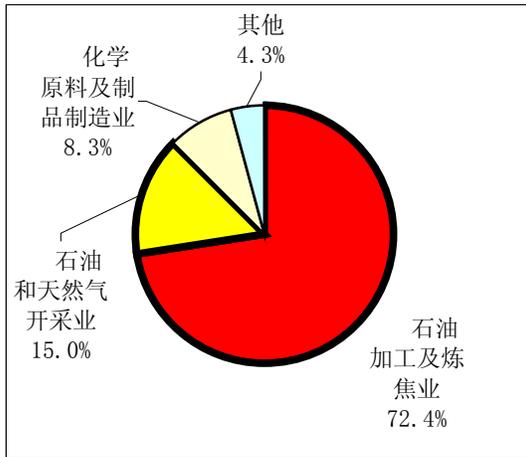
从汽油、柴油和燃料油的分行业消费结构可以看出（见图表 7、图表 8 和图表 9），交通运输业、电力行业所占需求比较大，因此高油价对这些行业的负面影响也最大。

**交通运输业受到的冲击最为强烈。**运输企业的油价费用占主营业务成本的比例较高：在航空业、城市交通业和航运业，油价的费用占行业主营业务成本的比重分别大约为 40%、30%和 30%。因此运输企业受到高油价的冲击最为强烈。其中，城市交通的盈利能力本来就比较低，油价的大幅攀升直接导致了許多城市交通企业的亏损。在政府对油价上涨实行一定财政补贴的地区（例如上海），城市交通业所受到的冲击相对较小。

**燃油发电企业盈利能力不断下降。**对于以燃料油作为动力的发电企业而言，油价上涨所带来的冲击很大。目前国内燃油发电机组发 1KW 电大约耗油 190 克。因此油价每上涨 50 元/吨，发电成本将增加 1 分/KW 左右。在“市场油、计划电”的情况下，尽管部分燃油机组获得燃油补贴或直接提高电价，但是油价大幅上涨还是对燃油发电企业的业绩造成了较大的负面影响。

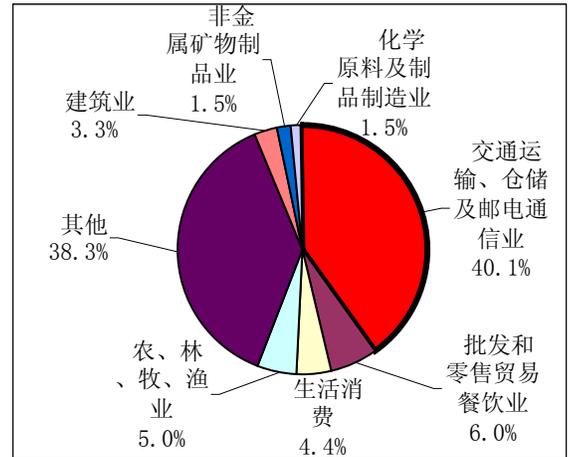
**电解铝、钢铁、水泥、烧碱等高耗能行业景气间接受到冲击。**原油价格上涨导致汽油、柴油、燃料油价格的上涨，并进一步引发相应的电价的提高，从而使得各工业行业能源成本上涨，电解铝、钢铁、水泥、烧碱等高耗能行业利润空间将受到进一步挤压，行业景气将继续回落。

图表 6、2003 年原油分行业消费结构



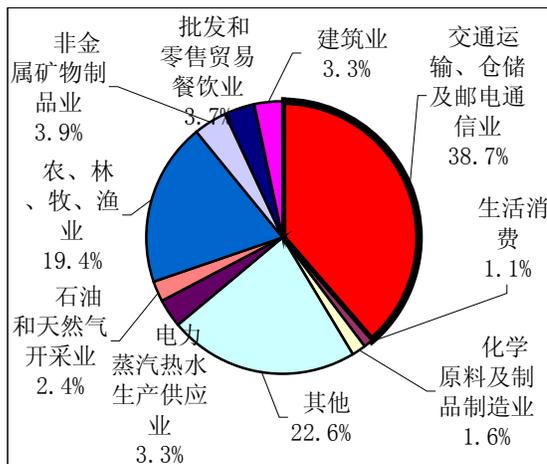
资料来源：CEIC，招商证券研发中心。

图表 7、2003 年汽油分行业消费结构



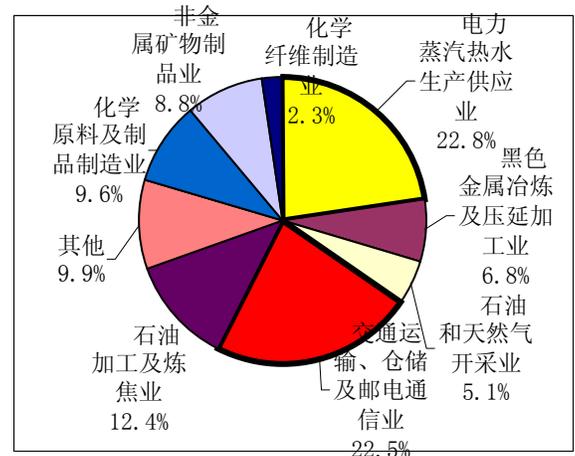
资料来源：CEIC，招商证券研发中心。

图表 8、2003 年柴油分行业消费结构



资料来源：CEIC，招商证券研发中心。

图表 9、2003 年燃料油分行业消费结构



资料来源：CEIC，招商证券研发中心。

## 2、间接影响

原油上涨对行业的间接影响为原油价格上涨所带来的替代效应和互补效应对相关行业的影响：油价的大幅上涨将导致节能节油行业或新能源行业的发展（替代效应），同时将导致与原油消费紧密相关的行业（例如汽车）消费的减少（互补效应）。**总体上，替代效应将使得相关行业景气增强，互补效应将使得相关行业景气减弱。**

**节能节油行业或新能源行业景气将有所上升。**随着油价的大幅上涨，石油替代品的生产也变得更加经济，其中突出的是“煤变油”。将煤炭通过一定的物理和化学变化，转化成日常使用的石油。目前对煤炭直接液化得到的“石油”的最新成本大约是 28 美元/桶。长期以来，这一成本与石油价格相比是不占优势的。现在原油价格已经达到了 70 美元/桶，而且将来较长期内可能保持在较高价位，因此“煤变油”就变得有利可图了，煤炭行业需求有望上升；另外，高油价也促进了风力、太阳能、生物能源、乙醇等新能源的开发使用，与之相关的行业或公司将有所受益。

**汽车行业消费将受到较大冲击，汽车及其配件生产行业景气将继续在低谷徘徊。**据不久前的一项调查显示，随着油价的高涨，47%的被调查者将推迟购车。油价的上涨直接导致汽车消费的减少。同时，国内相关部委正在研制引导国内汽车消费的相关政策，高油耗的大排量车型可能将被课以更高的消费税，此举将进一步引发国内汽车消费的变局。汽车行业的整体景气回升将受到较大冲击。

## 重要说明

本报告中的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或征价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归招商证券所有。