

油价对经济的影响，传导过程是这样的——

- 1) 下游企业生产成本上升，利润率和产能利用率下降；
- 2) 企业对前景存在担忧，收缩投资；
- 3) 员工收入下降，并且面临商品涨价的双重打击，减少支出；
- 4) 市场萎缩，企业进一步裁员过冬；

这是个螺旋式下降的负反馈循环，油价通过各个环节的传导，对企业的成本和需求都形成了抑制，由此进一步导致了业绩和股价的双杀。

根据业内的研究，油价每上涨 1%将影响制造业投资 0.35%左右，并带来实际私人消费下滑约 0.06%。

对应到GDP，油价上涨1%将拖累中国实际 GDP 增速约 0.03%。

如果今年国际油价中枢 90 美元/桶，相比 2019 年（没有疫情，油价中枢 60 美元/桶）的情形，将影响 GDP 增速约1.4%。

2019年我国GDP增速是6%，下降1.4%，就是4.6%，这个比例已经是相当大，实际上目前的油价还在100美元以上，所以今年一季度的GDP增速应该是最困难的。

要达成今年政府定下来的5.5%目标增速，势必要拿出更大的救市措施才行。

这也是我们认为下半年股市值得乐观的重要原因。

具体到各行业来看，油价对业绩的影响严重程度大小取决于行业的原油消耗强度和价格传导能力。

原油消耗强度可以用油气完全消耗系数代表，即生产 1 单位产品需要投入的油气量（包括直接消耗和间接消耗）。

价格传导能力则可以用各行业 PPI 与石油价格的相关性来衡量。

一般来说，原油消耗强度较高，价格传导能力又比较弱的，在油价上涨的过程中最受伤。

但相反，一旦油价退烧，它们的业绩弹性也是最强的。

下面是一张券商整理的各行业完全消耗指数表，即各行业的成本跟油价相关性的排名，数据越高，成本压力越大。

表：制造业行业对油气的完全消耗系数

资料来源：国家统计局，天风证券研究所

从上表可见，油价上涨对原材料制造业的成本冲击最大。

其中消耗系数超

3%的细分行业有17个，大幅超过消费品的5个细分行业和装备的3个行业。

主要的细分板块包括：石化、化纤与合成材料、化肥农药、塑料、日化、服装、玻璃、建材石膏、电池、电缆等。

下面进一步考察价格传导能力。

这张是制造业各行业 PPI 与石油价格的相关性列表——

可以看到，原材料相关的中上游行业的成本压力虽然大，但传导能力也是比较强的。

近一年来股市的行业分化也印证了这个逻辑，石化、冶金、农业等板块在油价上涨的过程中，股价同样表现不俗。

相对来说，靠近应用端的中下游行业在价格传导能力上偏弱，理论上更受益于油价的下跌。

（来源：君临策）