

四问油价对中国的影响

联合资信主权部 | 张振 程泽宇 吴玥

本轮中东地缘冲突推动国际油价短期跳涨至 85 美元/桶，并因供给端受损及长期安全框架缺失，可能将战后价格中枢系统性抬升至 80 美元左右。对我国的短期影响呈现清晰的三个方面：一是通过推高石油化工等行业成本，直接拉升 PPI（滞后 1~3 个月），并间接向 CPI 温和传导（滞后 3~6 个月）。二是通胀压力总体可控，但存在临界点：若油价持续 3 个月以上突破 100 美元/桶，或触及 130 美元/桶的定价机制红线，输入性压力将从“累积”转向“警报”。三是政策工具箱充足（战略储备、价格调控、财税协同），且央行对成本推动型通胀保持定力，不会改变“适度宽松”方向，但连续 3 个月 CPI 超 2% 可能延后降息降准时机。长期看，这将加速中国能源转型及人民币资产吸引力提升，但需警惕全球滞胀风险与能源供应链安全。

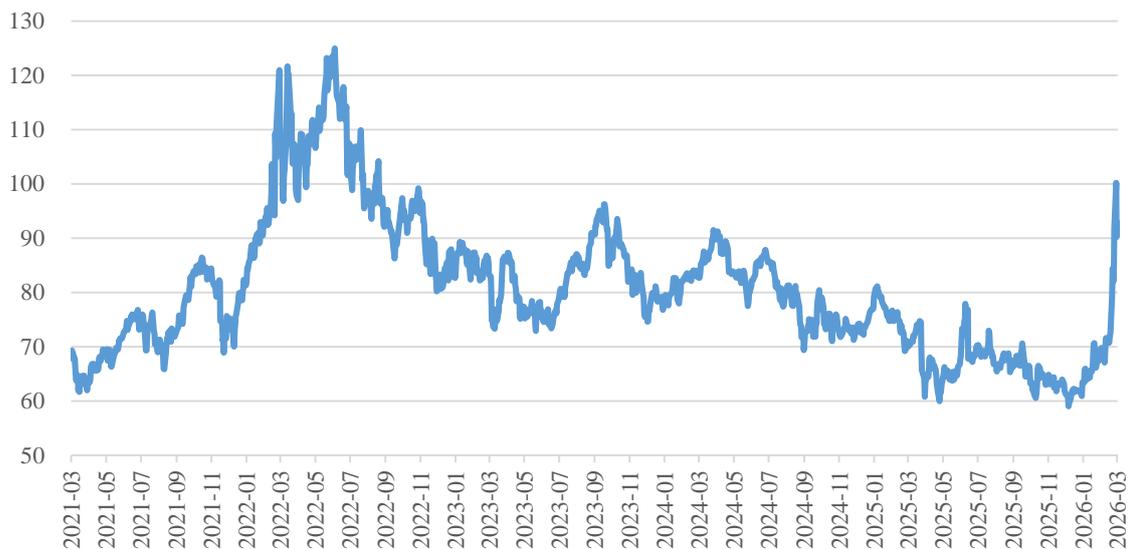


近期伊朗战争引发的霍尔木兹海峡危机，在短期内就将国际布油价格推升至 85 美元/桶附近，并且随着形势变化，石油价格大幅波动。不管冲突短时间内是否结束，中东地区长期安全框架的缺失，将系统性提高全球原油价格中枢。

短期来看，地缘冲突直接带来了风险溢价的飙升。本轮冲突与以往不同之处在于涉及主要产油国，供给端的实际受损程度更为直接。

更值得关注的是长期趋势，石油价格的中枢正在**系统性上移**。一是供给端约束。油田基础设施的损毁需要较长时间修复，而过去几年全球油气行业资本开支持续偏低，导致剩余产能不足。二是成本端支撑。经历这一轮波动后，油气公司的风险偏好下降，投资决策会更加谨慎，这会进一步推高边际生产成本。综合来看，战后新的价格均衡点很难回到战争前的 60~70 美元区间，而可能长期维持在 80 美元左右。

图1. 布伦特原油期货结算价（美元/桶）



数据来源：Wind，联合资信整理

一、当前油价上涨的传导路径以及对我国 PPI 和 CPI 有哪些影响？

本轮中东地缘政治升级引发的油价上行，为通胀反弹提供了短期支撑，其传导机制遵循典型的“成本推动型”通胀逻辑。然而，中长期通胀压力的演化路径仍高度取决于地缘政治局势的持续性及其对全球供应链的扰动程度，若局势长期化，成本冲击将固化为结构性通胀压力，反之则可能随供给修复而逐步消退。

单从油价影响看，根据国际研究结果，油价对于 PPI 的影响更大，对 CPI 的影响偏小。对 PPI 的传导通常滞后 1~3 个月，对 CPI 的传导滞后 3~6 个月。鉴于中东原油以中质含硫原油为主，是全球汽柴油及航空煤油的核心供应源，其出口受限将直接推升上游开采及中游炼化、化工行业的生产成本，率先驱动 PPI 显著走高；随后，成

本压力经由交通运输等中间环节向终端服务渗透，并部分通过下游制成品价格转嫁，最终带动 CPI 温和上行。

从 PPI 角度看，作为全球主要原油进口国，我国工业价格体系对国际油价波动具有较强的敏感性。本轮油价上行通过“成本推动型”通胀，直接推高了石油开采、燃料加工、化学原料、化纤及橡塑等五大关键行业的生产成本。鉴于这五大行业在 PPI 权重中占比约 15%且处于产业链上游，国际油价上涨或驱动 PPI 生产资料分项显著回升，同时上涨压力会通过产业链纵向传导机制向整体工业成本转嫁。

从 CPI 角度看，鉴于原油并非直接纳入 CPI 统计篮子，且我国成品油定价机制设有“调控上下限”的缓冲屏障，国际油价上涨对 CPI 的直接冲击相对有限且存在时滞。然而，其间接传导效应或逐步显现，国际油价上行将直接推高交通燃料成本，进而抬升交通运输服务价格，并通过物流链条向食品及一般消费品价格进行成本渗透，叠加通胀预期升温可能引发的服务业价格补涨，最终带动 CPI 温和上行。

二、推演油价未来走势，是否会面临通胀压力从“可控”转向“警报”的风险？

未来油价走势可能存在三种可能情景，一是停火下的油价回落，二是持续冲突下的油价维持高位（如 80~100 美元/桶），三是冲突加剧下的油价飙升（如超过 100 美元/桶）。

地缘停火下的油价回落和持续冲突下油价维持高位两种情景均处于“可控”区间：前者无新增输入性通胀向上压力，后者虽有温和推升，但当前国内中下游产能充足、终端需求仍处温和修复阶段，叠加政策对冲空间充足，不会制约货币政策宽松取向。

需要重点关注的是冲突加剧下油价飙升超过 100 美元/桶的情景。根据现行《石油价格管理办法》，油价处于 80~130 美元/桶的调控缓冲区间，加工利润率梯度扣减机制将持续发挥作用，通过压缩炼油环节利润平滑国内成品油价格涨幅，从定价制度层面看，短期尚未突破可控边界，但通胀压力将从三个维度逐步累积：一是企业成本缓冲空间被压缩，炼油及中下游利润受挤压；二是成本传导链条存在扩散风险，成本压力向中下游及终端传导，PPI 向 CPI 的传导效率将显著提升；三是通胀预期可能随之升温，进一步放大通胀压力。

通胀压力是否从“累积”转向“警报”，与油价持续时长高度相关。若超过 100 美元/桶仅为短期脉冲，调控机制仍有缓冲空间；若持续 3 个月及以上的较长时间，炼油环节加工利润率将逐步扣减至零，常规缓冲机制的效果将衰减，通胀压力将向警报线逼近。根据相关测算，油价中枢在 100、110、120 美元/桶三种情境下，分别拉动

CPI 同比上行 0.4、0.5、0.6 个百分点，2 月 CPI 同比增长 1.3%，如此来看油价突破 120 美元/桶，可能触发输入性通胀压力“警报”。

此外，130 美元/桶是国内成品油定价机制明确的制度性警报红线。根据现行《石油价格管理办法》，一旦突破该阈值，成品油定价将进入“不提或少提”的调控区间，政策重心从价格平滑转向保供稳价，需配套财税补贴对冲炼油企业亏损，财政对冲成本将显著上升；同时，极端情况下存在局部供应扰动的边际风险，通胀冲击也将从单纯的价格上行，转向保供稳价的系统性压力。

三、针对当前的油价波动，国内政策工具箱中还有哪些稳物价的手段？如果 CPI 阶段性走高，是否会影响 2026 年“适度宽松”的货币政策节奏？

针对当前油价波动，国内稳物价的政策工具箱较为充足。**第一，能源供给保障。**有序释放战略石油储备，扩大多元化进口来源，发挥煤炭的“压舱石”作用。**第二，价格调控与市场监管。**灵活使用成品油价格调控机制，对化肥、农膜等农资产品实施保供稳价，加强市场监管，防范围积居奇、哄抬价格等行为。**第三，宏观政策协同。**财政政策可通过减税降费、定向补贴等方式对冲成本压力；产业政策可引导企业优化库存管理、提升能源效率。

央行对两类通胀的区分至关重要。“**成本推动型**”通胀源于供给冲击，其特征是物价上涨伴随经济增速放缓，即“滞胀”组合。此时收紧货币政策强行压制总需求，将付出一定的经济代价，与市场沟通不畅下，甚至可能引发金融市场动荡。“**需求拉动型**”通胀源于总需求过热，伴随经济快速增长、就业市场紧张，需要紧缩政策降温。当前我国面临的核心矛盾是总需求不足，2023—2025 年 CPI 连续三年低位运行。在此背景下，央行大概率对供给冲击驱动的阶段性价价上行保持定力，不因此改变货币政策方向。

但这并不意味着完全没有影响。如果油价持续高位运行并显著影响通胀预期，例如受能源和粮食价格上涨影响，CPI 连续 3 个月超过 2.0%。央行的宽松节奏可能面临边际调整，降息降准的时点可能后移，长期国债收益率走高，但方向性逆转的可能性极低。综合来看，成本推动型通胀会约束宽松空间的上限，但不会改变宽松方向。

四、油价上涨带来的 CPI 上行能否在短期内提高通胀预期，长期又对中

国经济有何影响？有何更进一步的广泛冲击？

油价上涨对短期价格走势的影响，可有三个基本判断。**第一，CPI 和 PPI 将迎来一次性价格上涨，但不会广泛扩散。**当前油价推升价格具有典型的“成本脉冲”特征。涨价集中于能源领域，成品油价格调控、农资保供稳价等政策为冲击预留缓冲，并且缺乏需求过热和工资—价格螺旋的支撑，冲击不具有可持续性。**第二，金融市场对通胀预期保持稳定。**10 年期国债收益率维持在 1.77%~1.81% 区间，表明市场未定价长期通胀风险。市场对“成本推动型”通胀与“需求拉动型”通胀的区分已成共识，对政策框架的信任构成抑制通胀扩散的重要力量。**第三，短期价格走势的真正看点在于新经济供给与收入分配。**2 月通胀数据显示价格上涨集中在服务领域——旅游、文娱等接触性消费场景复苏，说明新经济消费正在回暖。但服务价格的持续回升，需要供给端的产能释放与需求端的收入改善形成匹配。两会多次提及养老金制度改革，正是收入分配再平衡的关键信号：当养老预期更稳定，预防性储蓄下降，当期消费倾向才能提升。

本次地缘政治冲突对能源供应的影响可能具有长期性，对石油价格冲击影响是全球性的，将加速中国长期结构转型发展。**第一，中东石油美元根基松动，人民币资产吸引力提升。**美国主导的中东安全框架分歧增大，海湾产油国或将重新评估对美依赖，“以石油换人民币，以人民币投资中国”的循环将加速。这意味着更顺畅的贸易结算、更充沛的长期资本流入。**第二，世界将加速能源安全投资，中国新能源产品需求进一步扩大。**中国的光伏、风电、储能、新能源汽车产品将迎来全球能源基础设施重置周期的系统性机遇，特别是新兴市场国家将有急切的投资需求。

更进一步的广泛冲击主要体现在二个层面。**第一，全球“滞胀”风险。**战争一旦从封锁升级为对产油设施的全面打击，将导致全球石油供给基础设施的大规模损毁。这种“供给侧损失”将使油价脱离基本面，大幅提升全球“滞胀”风险。**第二，全球能源供应链安全。**美国政府推行单边主义，利用芯片管制、商品关税、投资审查手段破坏现有国际秩序。在此次战争谈判及后续秩序重建中，不排除美国利用霍尔木兹海峡和委内瑞拉石油控制权，进一步发起单边行为，破坏全球能源供应链安全。中国作为世界重要的石油进口国，应该保持高度警惕。

联系人

投资人服务 010-85172818-8088

investorservice@lhratings.com

免责声明

本研究报告著作权为联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“联合资信评估股份有限公司”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本研究报告的，联合资信将保留追究其法律责任的权利。

本研究报告中的信息均来源于公开资料，联合资信对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本研究报告所载的资料、意见及推测仅反映联合资信于发布本研究报告当期的判断，仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的要约或邀请。

在任何情况下，本研究报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。联合资信对使用本研究报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。