

宏观研究/深度研究

2019年06月24日

李超 执业证书编号：S0570516060002
研究员 010-56793933
lichao@htsc.com

刘天天 执业证书编号：S0570518050003
研究员 010-56793946
liutiantian@htsc.com

程强 执业证书编号：S0570519040001
研究员 010-56793961
chengqiang@htsc.com

朱洵 执业证书编号：S0570517080002
研究员 021-28972070
zhuxun@htsc.com

孙欧
联系人 sunou@htsc.com

张浩 +86 10 56793946
联系人 zhang-hao@htsc.com

相关研究

- 1 《宏观：贸易摩擦下，下半年财政会发力吗？》2019.06
- 2 《宏观：汇率与国际收支平衡哪个更重要？》2019.06
- 3 《宏观：存款保险制度如何处置风险？》2019.05

第二次石油危机与 70 年代末美国滞胀

核心观点

我们认为，石油危机历史显示地缘政治因素发酵会带动油价上行，各国囤油自保会引发油价上涨预期自我实现，进一步助推油价；油价上行将导致主要石油消费国的经济面临成本冲击，第二次石油危机期间，通胀上行重挫美国经济，沃尔克积极加息应对；滞胀环境下优选现金，避险资产等。

伊朗伊斯兰革命及随后的两伊战争，触发期间油价上行

1979 年伊朗伊斯兰革命爆发引发了第二次石油危机，油价大幅走高。革命结束了亲美派政权巴列维王朝统治，美伊关系开始长期对立，革命之后伊朗取消了对国际石油财团的长期购油合同，依靠合同获取稳定的石油供应的市场秩序趋于瓦解。在美国对伊朗的外交政策发生根本转变的时间点上，萨达姆借机发动两伊战争以图石油出口自主权和地区霸权，两伊战争重挫伊拉克原油产量和出口，战争初期油价进一步上行。但在非欧佩克国家产量上升和石油消费国寻求替代品的背景下，后期油价下行。

油价上行预期会导致各方囤油自保，引发油价预期自我实现

第四次中东战争导致第一次石油危机爆发，快速的油价上行导致美日英法德等国经济在 1974 出现大幅回落，以国际能源署成立为标志，各国开始积极“囤油”，增加石油储备，特别是战略石油储备。进入第二次石油危机后，各国预期到未来的油价上涨和通胀问题，提前应对，提高囤油自保积极性，美国原油库存在 1979、1980 年快速增长。事实上，在油价上涨预期下，囤油自保会进一步强化需求刚性和供给收缩，导致油价上涨预期自我实现，第二次石油危机前后，全球供需缺口并未大幅变化，但在伊斯兰革命催化上涨预期后，油价快速增长，美进口油价自 78 年 10 月至 81 年 2 月增长 267%。

美国经济受到重挫、通胀上行，进入“滞胀”状态

第二次石油危机波及到美国，美国经济继第一次石油危机后再度进入“滞胀”状态。主要体现为：1、经济增速大幅回落，失业率攀升。美国的工业生产和居民消费都极度依赖石油，石油短期内供给大幅收缩及价格上涨对国民经济迅速构成负面冲击，叠加进入 70 年代后美国国民储蓄率的回落、制造业全球竞争力的下滑，1980 年美国 GDP 增速再次陷入负增长，同比增速-0.2%，美国失业率由 1979 年 5 月低位 5.6%波动上行至 1982 年 12 月的 10.8%。2、油价上行叠加抢油行为带来的通胀预期自我实现，1980 年美国 CPI 快速上行至 13.6%，美国经济陷入典型的滞胀情形。

美联储主席沃尔克加息应对滞胀

在面对“滞胀”的经济环境中，美联储货币政策陷入两难境地。1979 年沃尔克被任命为美联储主席，确立了以物价稳定为首要的货币政策目标，为走出“滞胀”明确了方向。沃尔克明白，只有通过树立美联储决心抑制通胀的强硬立场，将政策坚定不移地执行下去，改变市场对于美联储可能因为经济增长或政治压力而出现政策反复的印象，美联储的货币政策操作才会有效。在 1979-1981 年期间，联邦基金利率两次上提到接近 20%，沃尔克不惜以快速加息、冲击实体经济为代价，压制住了严重的通胀局面。

滞胀环境下的大类资产影响：股债双杀

滞胀环境下经济停滞与通货膨胀并存，带来股市下跌与债市收益率上行的双重负面冲击，即“股债双杀”，货币基金等现金资产在滞胀阶段由于利率上升收益率走高，展现了更高的投资价值。结合美林的投资时钟理论，当经济体处于滞胀的经济周期阶段时，应当优先配置货币基金等现金资产，其次为大宗商品，而在资产配置组合中低配股票和债券。

风险提示：中美贸易谈判超预期恶化，中美经济超预期恶化，政策落地不及预期，对外开放政策落地不及预期，资本回流逻辑受阻。

正文目录

伊朗伊斯兰革命及随后的两伊战争，触发期间油价上行	4
油价上行预期会导致各方囤油自保，引发油价预期自我实现	7
美国经济受到重挫、通胀上行，进入“滞胀”状态	10
美联储主席沃尔克加息应对滞胀	13
滞胀环境下的大类资产影响：股债双杀	15
石油危机时期美国典型的滞胀环境导致股债双杀	15
美林时钟模型显示滞胀环境下资产配置应优选避险资产	16

图表目录

图表 1： 第二次石油危机期间，油价累计上涨约 125%	4
图表 2： 1980-1981 年，伊朗原油日产量和日出口量大幅下滑（1980 年以前出口数据缺失）	4
图表 3： 1979-1981 年，伊朗原油产量占世界原油产量与欧佩克原油产量的比重均大幅下降	4
图表 4： 两伊战争期间，伊朗和伊拉克原油产量受到重创	6
图表 5： 两伊战争期间，伊拉克原油出口量大幅下降	6
图表 6： 1980-1985 年，墨西哥与欧盟的原油产量快速上升	6
图表 7： 第四次中东战争导致第一次石油危机爆发，油价快速上升，1974 年较 1973 年同比增长 252%	7
图表 8： 油价上升造成供给冲击，主要发达经济体增长受挫	7
图表 9： 当前全球石油战略储备分布	7
图表 10： 主要产油国减少原油产量将导致全球原油市场出现供需缺口	8
图表 11： 油价开始上涨后，美国增加原油进口增加储备	9
图表 12： 第二次石油危机爆发，美国“囤油”应对油价上涨	9
图表 13： 两次石油危机引发美国经济“滞胀”	10
图表 14： 第二次石油危机期间美国失业率大幅攀升	10
图表 15： 1978-1982 年间美国汽车产量大幅下行	11
图表 16： 70 年代美国国民储蓄率下降，对投资的支撑减弱	11
图表 17： 70 年代美国制造业竞争力减弱，经常项目陷入逆差	11
图表 18： 石油危机期间，美国 CPI 和通货膨胀预期领先核心 CPI 约 3-6 个月，通胀存在预期自我实现效应	12
图表 19： 石油危机期间，除能源、运输外，住宅、医疗、服装、其他商品均出现不同程度的价格上涨	12
图表 20： 美联储 70 年代货币政策的不断摇摆使得美国通胀愈加严重，70 年代末的通胀率已接近 14%	13
图表 21： 通货膨胀预期下行滞后于通货膨胀水平，美联储不仅与通货膨胀斗争，更要与通货膨胀预期作抗争	13

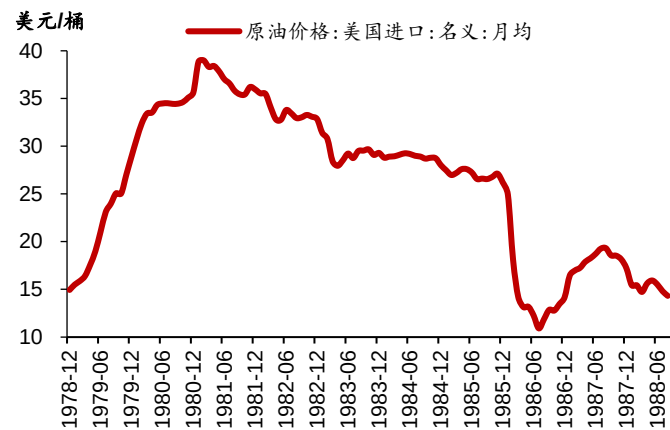
图表 22: 1980 年一季度市场货币存量减少, 联储为控制货币供应量, 曾在同年 5 月、6 月、8 月放松货币供给	14
图表 23: 美联储在 1980 年 5 月、7 月和 8 月放松货币供给, 向市场注入流动性以满足长期货币供应量的目标	14
图表 24: 20 世纪七十年代末美国步入滞胀阶段	15
图表 25: 七十年代末美国十年期国债收益率走高	15
图表 26: 七十年代末美国标普 500 指数呈现震荡格局	16
图表 27: 七十年代末八十年代初美国房价先涨后跌	16
图表 28: 美林时钟轮动机制	17
图表 29: 美林证券统计下的美国大类资产实际回报率(表中计算的收益率是实际收益率, 即扣除了通货膨胀率, 数据样本区间为: 1973 年 4 月至 2004 年 7 月)	17

伊朗伊斯兰革命及随后的两伊战争，触发期间油价上行

20 世纪 70 年代后期，伊朗伊斯兰革命爆发，当时的世界第二大石油出口国伊朗的政局发生剧烈变化，伊朗亲美的温和派国王巴列维下台，革命领袖霍梅尼建立了伊斯兰教什叶派政教合一的伊斯兰共和国。

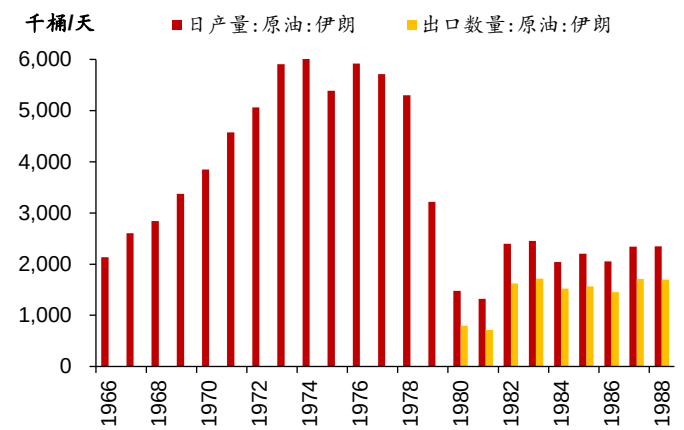
伊朗石油产量和出口受到较为明显的负面影响，从而引发了第二次石油危机。1979 年，伊朗伊斯兰革命爆发当年，伊朗原油日产量由上一年的 530 万桶/天骤降至 322 万桶/天，跌幅达到 39%，1980 年伊朗原油日产量再次大幅下跌至 148 万桶/天，跌幅高达 54%。受伊朗政治革命的影响，从 1978 年 12 月~1979 年 3 月初，伊朗中止石油出口 60 天，加剧了国际油价动荡和供应紧张。1980~1981 年，伊朗的原油日出口量均未超过 100 万桶/日。油价从 1978 年 12 月的均价 14.9 美元/桶开始一路上涨，一直到 1980 年 4 月涨至 33.5 美元/桶左右才基本稳定，期间涨幅 124.5%。

图表1： 第二次石油危机期间，油价累计上涨约 125%



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

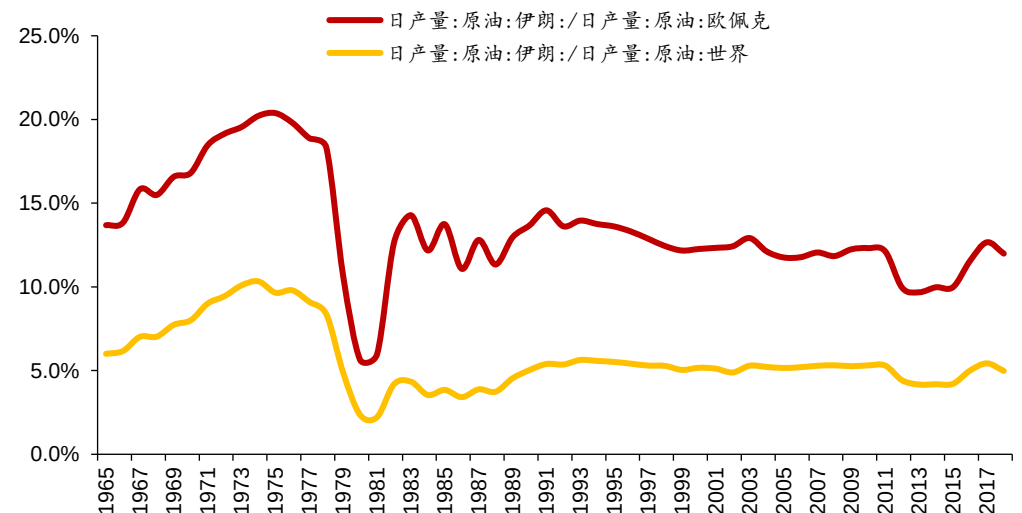
图表2： 1980-1981 年，伊朗原油日产量和日出口量大幅下滑（1980 年以前出口数据缺失）



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

由于直接受到政治革命的影响，伊朗的原油产量占欧佩克原油产量和占世界原油产量的比重均出现大幅下跌。伊朗原油产量占欧佩克原油产量由 1978 年的 18% 骤降至 1979 年的 11%，1980 年更是降至 6%，这一低值延续到了 1981 年。伊朗原油产量占世界原油产量则由 1978 年的 8% 骤降至 5%，1980 年更是跌至 2% 的低点，这一低点也延续至 1981 年。

图表3： 1979-1981 年，伊朗原油产量占世界原油产量与欧佩克原油产量的比重均大幅下降



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

伊朗伊斯兰革命结束了亲美的巴列维王朝的统治，美伊关系开始交恶，其后出现的伊朗人质危机直接导致美伊断交，美国对伊朗实施经济制裁。由于伊朗境内蕴藏着丰富的石油资源，叠加其地理位置接近前苏联，具有重要的战略地位，美国通过提供经济和军事援助大力扶植巴列维王朝，使伊朗成为美国在中东地区除了沙特以外的另一位重要盟友。但革命之后霍梅尼建立了一个政教合一的伊斯兰共和国，在外交上奉行“既不要东方，也不要西方”的政策，使美国一方面无法控制伊朗境内的石油出口，另一方面失去了面对前苏联的重要战略缓冲地带，这引起了美国的敌视。在巨大的利益冲突面前，美伊关系长期对立，美国在中东的代理人沙特、以色列与伊朗的冲突成为中东地区重要的地缘政治矛盾和宗教矛盾，矛盾激化不时推升油价快速走高。

伊朗伊斯兰革命爆发后，伊朗取消了与国际石油财团的长期购油合同，这打乱了国际石油财团根据合同获取伊朗石油供应的市场结构，依靠合同获取稳定的石油供应的市场秩序趋于瓦解。而与此同时，尼日利亚等一些产油国政府在对石油工业实行国有化或提前接管了本国石油工业的经营权后，优先供应本国的国营石油公司，使得西方石油公司的石油来源大大减少。

丧失了稳定石油供应的炼油商为了满足需要，就到现货市场以市场价格竞争购买有限的原油，使得现货市场的石油交易量剧增，并推动石油现货价格不断上涨。由于现货市场油价与官价之间存在密切联系，石油现货价格的上涨增加了产油国提高官价的理由。

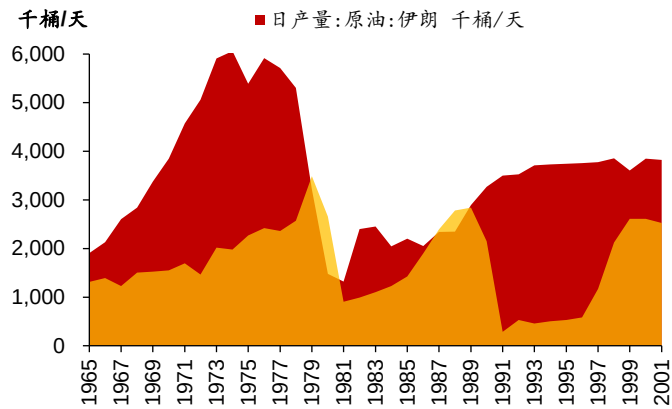
由于担心伊朗未来政治局势的稳定及其外交政策可能进一步影响石油供应，石油进口商开始抢购原油，充足的石油供应而不是价格是其考虑的首要因素，其用各种方法获取石油，结果不断推高油价，市场上出现典型的卖方市场。一些渴望从市场波动中获利的石油投机商也开始参与进来，从而进一步加剧了市场投机行为，许多投机活动实际上发生在没有转手的货物上，其结果是对石油的需求和油价均快速上涨。

伊朗和伊拉克长期以来的领土争端、宗教矛盾、民族纠纷不断升温，1980 年 9 月 22 日，历时八年的两伊战争爆发。萨达姆希望借伊朗在革命后政局动荡、经济恶化、军心不稳、与美国断交这一时机打击伊朗，夺取霍尔木兹海峡这一交通咽喉、为石油出口创造主动权，从而争夺海湾地区霸权，因此发动战争；而战争持续如此久则是因为霍梅尼意欲借两伊战争推翻萨达姆，建立如伊朗一样的政教合一的政权，对于霍梅尼来说，伊拉克是最可能建立政教合一国家的，因为其什叶派占据主导，霍梅尼认为两伊战争是极大的机会。

萨达姆争夺地区霸权的计划与美国对伊朗外交政策的转变相叠加，在美国的站台下，萨达姆发动战争。彼时萨达姆试图使伊拉克获得地区霸权地位，如果能够占领阿拉伯河下游地区，进而打击尚不稳定的伊朗政权便可能使得伊拉克成为海湾地区的霸主并控制石油贸易。而伊朗伊斯兰革命之后，去西方化使得美国对伊朗的外交方针发生根本转变。于是在 1980 年 9 月 22 日，与伊朗存在诸多历史矛盾的伊拉克趁伊朗在霍梅尼上台后政局动荡、经济恶化、军心不稳、与美国断交的时机，选择了阿拉伯居民聚集、具有重要经济地位的胡齐斯坦省，对伊朗发动了旨在收复失地、打击霍梅尼输出革命、争夺海湾霸权的战争。

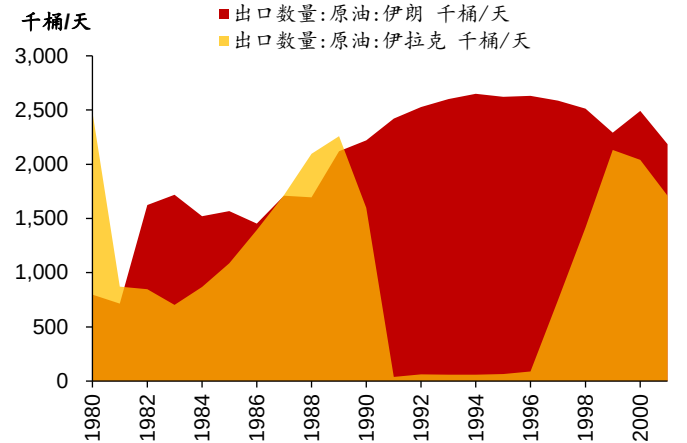
战争使得伊拉克原油产量和出口量大幅下滑，伊朗原油产量和出口量则保持在低位。1980 年，伊拉克原油日产量由上一年的 349 万桶/天降至 266 万桶/天，1981 年则大幅跌至 91 万桶/天，此后直到 1985 年，伊拉克的原油日产量始终保持在 150 万桶/天以下；1981 年，伊拉克原油日出口量由上一年的 248 万桶/天骤降至 87 万桶/天，此后直到 1984 年，日出口量未超过 100 万桶/天。战争期间伊朗原油产量虽然有所反弹，但仍保持在低位，未超过 250 万桶/天。

图表4：两伊战争期间，伊朗和伊拉克原油产量受到重创



资料来源：Wind，华泰证券研究所

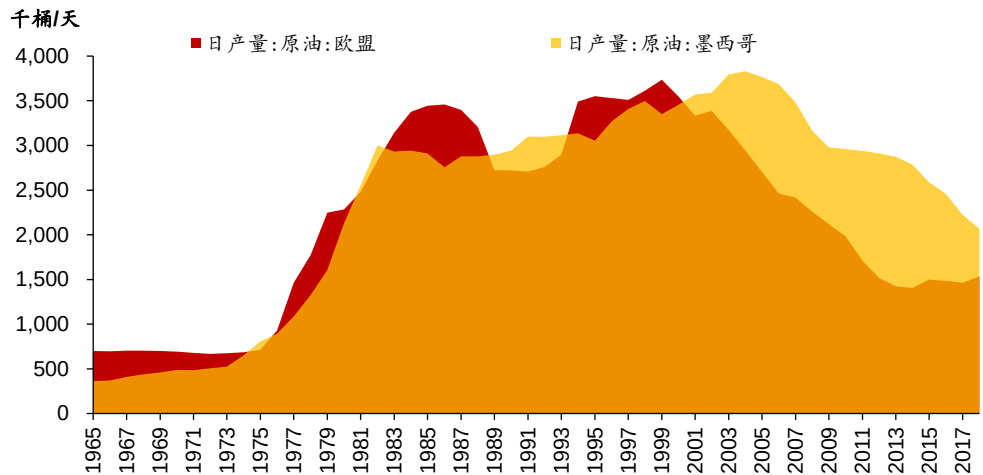
图表5：两伊战争期间，伊拉克原油出口量大幅下降



资料来源：Wind，华泰证券研究所

两伊战争初期，油价较伊朗伊斯兰革命造成的阶段性高点进一步上行，其后的战争期间油价高位徘徊，整体趋势下行。油价由1980年9月的34.46美元/桶上行至1981年2月的39美元/桶这一高点，期间涨幅为13%。1981-1982年，油价中枢位于35美元/桶，1983-1985年，油价中枢为28.4美元/桶，整体来看战争期间油价在高位徘徊，但是有下行趋势。两伊战争中后期油价下行原因在于一方面石油消费国因油价高涨寻找石油替代品，另一方面欧盟、墨西哥等非欧佩克国家原油产量提升，在此情形下，石油消费国的原油需求量下降而原油供给上升。

图表6：1980-1985年，墨西哥与欧盟的原油产量快速上升



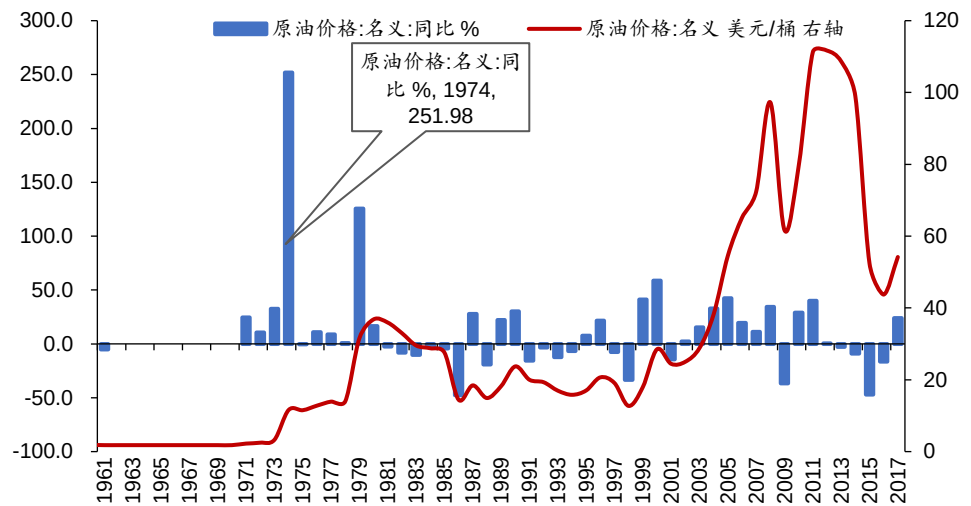
资料来源：Wind，华泰证券研究所

两伊战争给两国造成巨大的经济损失，破坏了石油产业链基础设施。战争破坏造成的经济损失超过5千亿美元，在袭船战中双方的经济设施都遭受破坏，特别是油轮、石油加工厂、石油运输管道和油田，严重打击两个依赖石油的海湾国家在战时的外汇收入。不仅原油输出受到影响，双方炼油厂也在空袭中遭到破坏，成品油生产减少。

油价上行预期会导致各方囤油自保，引发油价预期自我实现

第四次中东战争导致第一次石油危机爆发，供给收缩带动油价上升。1973 年 10 月 6 日，第四次中东战争爆发，埃及、叙利亚分别与以色列在西奈半岛和戈兰高地开战；1973 年 10 月 16 日，第一次石油危机爆发，以阿拉伯国家为主要构成国的 OPEC 为打击以色列及支持以色列的国家，决定利用石油武器进行反制，中东阿拉伯产油国通过减少原油供给来抬升原油价格，并相应实施石油禁运，彼时主要的资本主义国家如西欧、日本等国是中东产油国的主要石油进口国，美国的所用的石油也有一部分来自中东。随着供给端的收缩，油价快速增长，1973 年 10 月至 1973 年末原油价格从 3 美元每桶增长至 11.6 美元每桶，1974 年更是继续增长，全年较 1973 年同比增长 252%。

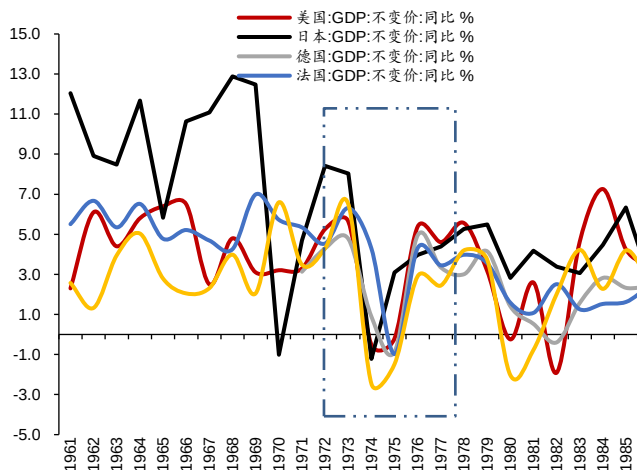
图表7：第四次中东战争导致第一次石油危机爆发，油价快速上升，1974 年较 1973 年同比增长 252%



资料来源：Wind，华泰证券研究所

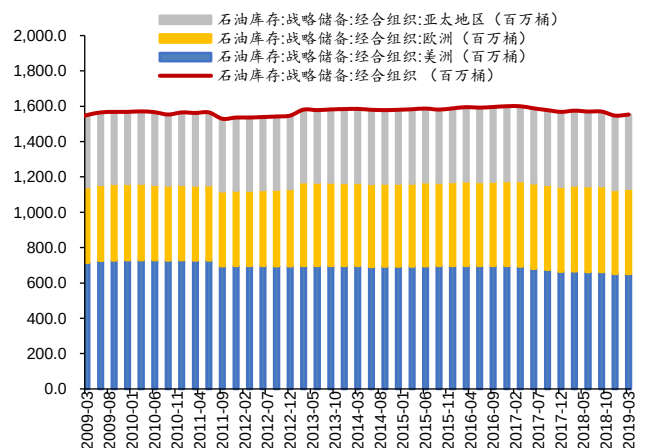
第一次石油危机导致油价快速上涨，原油成本抬升对主要发达经济体产生冲击。原油作为工业生产体系的根本性原材料，由于石油价格的快速上行，生产价格和成本快速上行对经济形成供给冲击，影响整体的经济产出水平，主要发达经济体如美国、日本、德国、法国、英国等均表现明显，1974 年不变价 GDP 增速分别下降 6.16、9.26、3.89、2.02、8.97 个百分点。法国经济受挫程度较低与其“囤油”策略有重要关系。痛定思变，油价大幅上涨对经济的负面影响成为西方国家内心的痛点，石油政治的重要性和中东政局的主导权成为关注重点。

图表8：油价上升造成供给冲击，主要发达经济体增长受挫



资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表9：当前全球石油战略储备分布

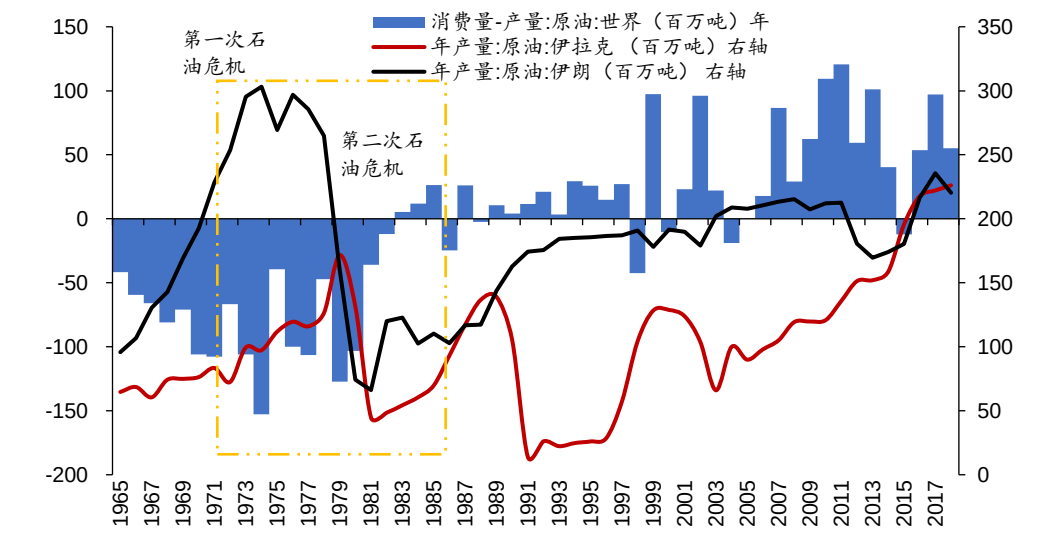


资料来源：Wind，华泰证券研究所

油价上涨预期下，能否囤油自保并稳定通胀成为关键，石油储备是囤油的重要方式。由于战争导致产油国和消费国站在对立面，刚性需求下和供给收缩导致油价快速走高，对主要发达经济体形成负面冲击，油价上涨预期下，能否有效地稳定本国油价和通胀成为应对成本冲击的重要方式，囤油自保成为各国的第一选择。法国是最早开始布局“囤油”措施的国家。一战后，法国政府逐步认识到石油的战略特殊性，并要求石油运营商拥有大量储备以满足军队的日常需求，随后应用范围扩大，借以避免能源短缺给经济发展带来负面影响。1968 年 12 月，欧洲共同体发布要求成员国承担最低原油和成品油强制性储备义务的政策指令，要求成员国持有最低 65 天国内日均消费量的石油储备。第一次石油危机凸显法国与其他欧洲等国的石油储备依旧不足，但相比美国、日本，其经济受到的负面冲击相对较小。

在第一次石油危机的冲击下，为应对危机，1974 年 2 月石油消费国召开会议决定成立能源协调小组；1974 年 11 月，经合组织（OECD）设立国际能源署（IEA），致力于预防石油供给的异动，要求各个成员国保持一定数量的石油库存，不低于其 60 天石油进口量（第二次石油危机后调整为 90 天）。

图表10：主要产油国减少原油产量将导致全球原油市场出现供需缺口



资料来源：Wind，华泰证券研究所

油价上涨预期下，囤油自保措施强化需求刚性和供给收缩，进一步引发油价预期自我实现，带动油价上升。第一次石油危机凸显了各国石油储备的不足，在政治因素导致产油国石油产量下滑后，石油储备可以递补短期供给端的缺口，一定程度上稳定价格，但由于石油储备是有限的，供给缺口最终还是会暴露出来导致油价进一步上行；随着 1974 年国际能源

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_11825

