

国开证券
CHINA DEVELOPMENT BANK SECURITIES

全球能源供给冲击下的政策“两难” ——2022-2023 年国际宏观经济分析

分析师:

2022 年 12 月 19 日

王鹏

执业证书编号: S1380516030001

联系电话: 010-88300851

邮箱: wangpeng@gkzq.com.cn

主要观点:

能源进口国政策的“两难”与“冲突”:“俄乌冲突”造成的能源供给冲击导致以欧元区、日本为主的能源进口国的央行货币政策在实现宏观经济目标上陷入“两难境地”。同时,当贸易赤字间接引致财政赤字恶化时,即财政可持续性出现问题时,其财政政策和货币政策也会发生冲突。

2023 年全球主要经济体预判:就美国而言,2023 年,美联储政策利率或维持高位但美元指数或将走弱,同时,需要提防其金融市场风险;就欧元区而言,欧洲的风险点主要取决于油价,如果未来国际油价居高不下,其政府债务危机仍可能卷土重来;就日本而言,日本央行的压力取决于美元指数是否下降,只要不出现非美经济体风险导致美元指数被动上涨,美元指数的大概率下降会令日本央行压力减小。

人民币汇率:2023 年,随着美联储加息对美元指数边际影响递减,美元指数筑顶迹象逐步显现,人民币汇率的外围环境相对有利,但不利因素来自于全球经济下行压力的影响,外需大概率疲弱所导致的我国货物贸易顺差减少,这不利于人民币汇率稳定,但是,综合来看,由于美元指数筑顶所影响的金融账户相对于贸易账户对人民币汇率影响更甚,因此,人民币汇率贬值的压力总体上要小于 2022 年。

风险提示:美联储超预期加息,国内外经济超预期下降,国内货币政策变动,地缘冲突加剧升级风险,全球能源、粮食危机超预期风险等均可能导致人民币汇率出现大幅波动。

目 录

| | |
|-------------------------------------|----|
| 一、“俄乌冲突”前后主要经济体的特征..... | 3 |
| (一) “俄乌冲突”前全球主要经济体特征与政策..... | 3 |
| (二) “俄乌冲突”以来的全球经济“滞涨”特征凸显..... | 6 |
| 二、全球能源价格高企导致能源进口国贸易和财政赤字扩大..... | 7 |
| (一) 全球能源供需分析..... | 7 |
| (二) 能源价格高企导致能源进口国贸易逆差扩大和贸易条件恶化..... | 8 |
| (三) 能源进口国政府的财政赤字恶化..... | 9 |
| 三、能源供给冲击下的能源进口国的政策“两难”与“冲突”..... | 10 |
| (一) 央行的“两难”..... | 10 |
| (二) 财政政策与货币政策的“冲突”..... | 11 |
| 四、2023 年可能存在的风险点..... | 12 |
| 五、2023 年人民币汇率贬值压力取决于美元指数..... | 16 |

2022年，“俄乌”地缘冲突打破了全球主要经济体自2008年金融危机以来近十多年的“低增长、低通胀、低利率”均衡，能源价格飙升导致全球经济陷入“高通胀和低增长”的两难境地。在通胀预期不断上升的压力下，全球主要央行政策利率被动式上升，引发了市场对全球经济衰退和金融市场动荡的担忧。能源价格冲击引发通胀的作用机理是什么？能源进口国的政策两难在哪里？全球经济存在哪些较大风险点？我们试图以全球能源供给冲击下的政策“冲突与两难”为中心做一探讨。

一、“俄乌冲突”前后主要经济体的特征

（一）“俄乌冲突”前全球主要经济体特征与政策

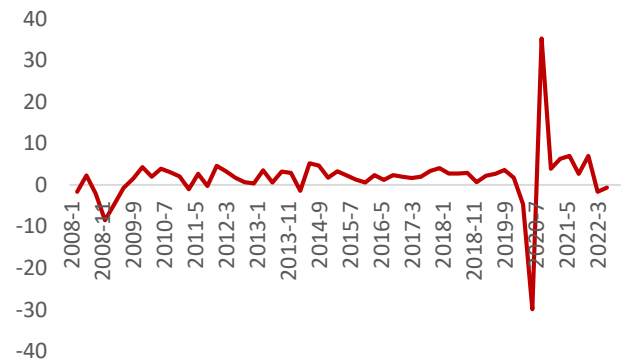
1、2008年“大危机”——2021年“大流行”时期的“双低”特征

美国：2008年金融危机至疫情大流行前（2008-2019年），美国GDP环比折年率平均在1.8-2.2%区间徘徊，美国CPI也始终围绕2%均衡值上下波动，其经济增长和通胀表现出“双低”特征。

图 1：美国 CPI 同比增长 (%)



图 2：美国 GDP 环比折年率 (%)



资料来源：Wind，国开证券研究与发展部

资料来源：Wind，国开证券研究与发展部

欧元区：2008年金融危机至疫情大流行前（2008-2019年），欧元区GDP环比折年率始终围绕在0.5%附近上下波动，欧元区CPI始终围绕在1.2%均衡值上下波动，经济增长和通胀也表现出“双低”特征。

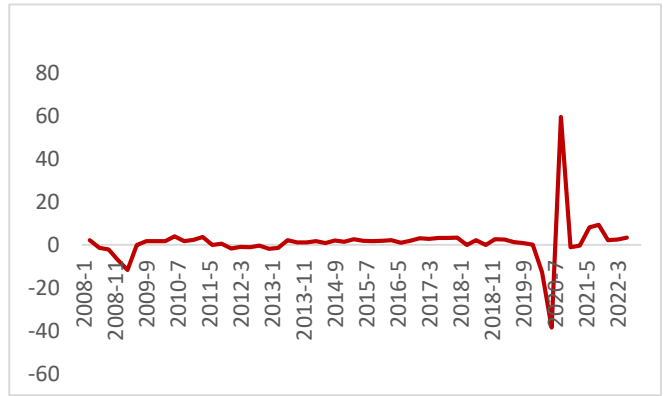
日本：2008年金融危机至疫情大流行前（2008-2019年），日本GDP环比折年率始终围绕在0.35%附近上下波动，日本CPI始终围绕0.25%均衡值上下波动。其经济增长和通胀也表现出“双低”特征。

图 3: 欧元区 CPI 同比增长 (%)



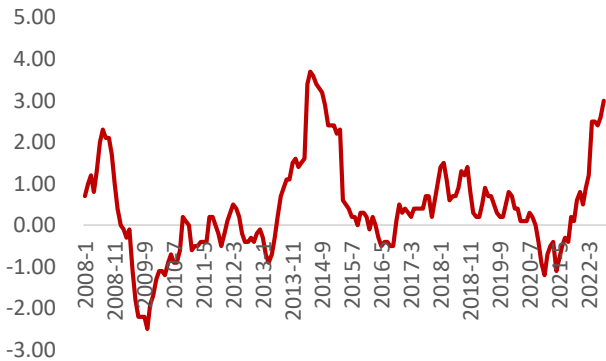
资料来源: Wind, 国开证券研究与发展部

图 4: 欧元区 GDP 环比折年率 (%)



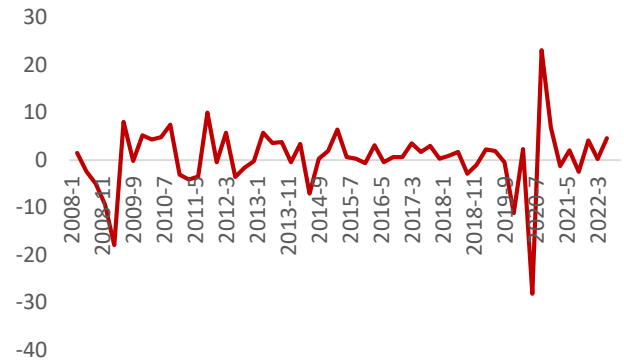
资料来源: Wind, 国开证券研究与发展部

图 5: 日本 CPI 同比增长 (%)



资料来源: Wind, 国开证券研究与发展部

图 6: 日本的 GDP 环比折年率 (%)



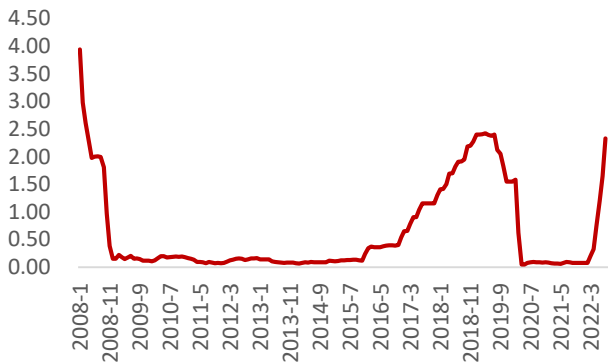
资料来源: Wind, 国开证券研究与发展部

2、主要经济体为应对“低增长、低通胀”的财政与货币政策

美国: 2008 年-2021 年期间, 除 2015-2019 年美国货币政策回归正常化之外, 美联储货币政策不仅实施了零利率, 而且采取了量化宽松的非常规手段, 为经济和市场提供了宽松环境; 美联储资产负债表持续扩张, 截止 2021 年底近 8 万余亿美元; 政府杠杆率长期维持在 100% 以上。

欧洲: 为应对欧元区的长期经济低迷以及内部结构失衡, 欧央行于 2014 年 9 月实施负利率; 截止 2021 年, 欧央行资产负债表也扩张至近 8 万亿欧元; 欧元区 19 国的政府杠杆率平均值也达到了 100% 左右。

图 7: 美国:联邦基金利率(日):月:平均值 (%)



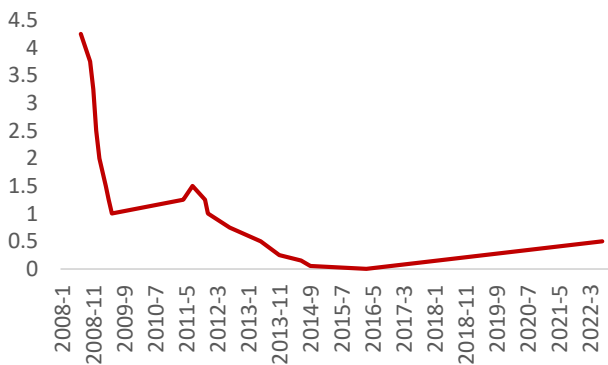
资料来源: Wind, 国开证券研究与发展部

图 8: 美联储资产负债表和政府杠杆率 (单位: %)



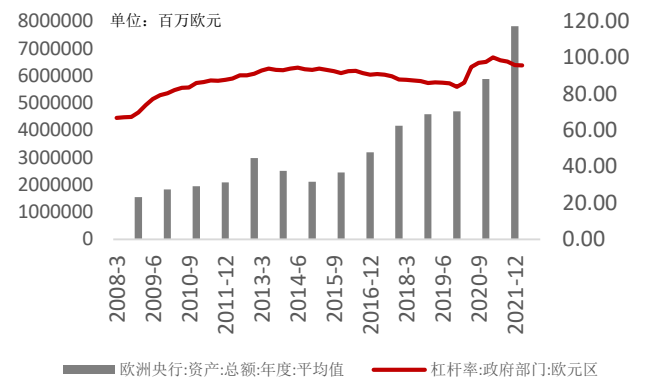
资料来源: Wind, 国开证券研究与发展部

图 9: 欧元区:主要再融资利率:月:平均值 (%)



资料来源: Wind, 国开证券研究与发展部

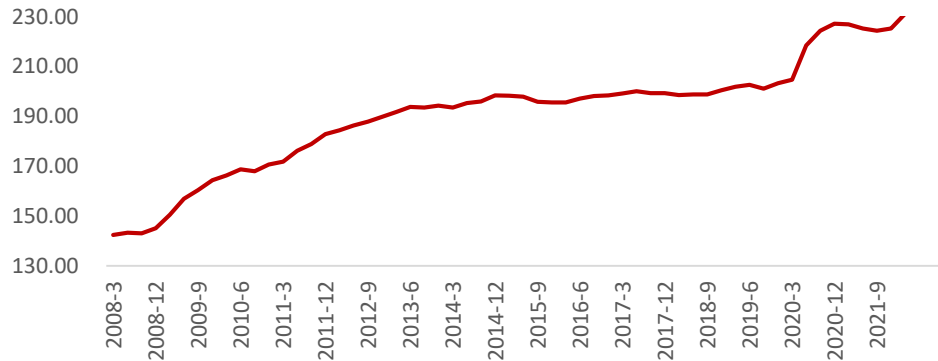
图 10: 欧央行资产负债表和政府杠杆率 (%)



资料来源: Wind, 国开证券研究与发展部

日本: 2008 年至今, 日本央行资产规模由 100 万亿日元左右, 增长至 700 万亿日元左右, 央行资产规模与 GDP 比值超过 125%, 远高于美联储和欧央行。同时, 日本政府财政支出不断扩大, 2015 年以后其财政支出占 GDP 比重稳定在 20%左右, 但日本财政对发债融资的依赖逐渐增加, 至 2021 年底, 日本中央政府债务规模已超 1000 万亿日元, 地方政府债务也接近 200 万亿日元, 合计占 GDP 比重超过 220%, 远超欧美各国, 高居全球第一。

图 11: 杠杆率:政府部门:日本 (%)



资料来源: wind、国开证券研究与发展部

(二) “俄乌冲突” 以来的全球经济 “滞涨” 特征凸显

今年以来,“俄乌冲突”打破了全球经济“双低”格局,能源价格飙升导致通胀压力加大,2022年6月美国CPI飙升至9.1%的高点,而同时GDP在一季度和二季度分别降至-1.6%和-0.6%的负值区间,“滞涨”特征凸显。欧元区的CPI更是一路高涨,四季度持续维持在10%以上的高位。日本CPI也是打破近20年来的低迷态势,一路上升,自8月开始,持续维持在3%以上。

图 12: 2020 年 12 月以来美国的 GDP 和 CPI (%)

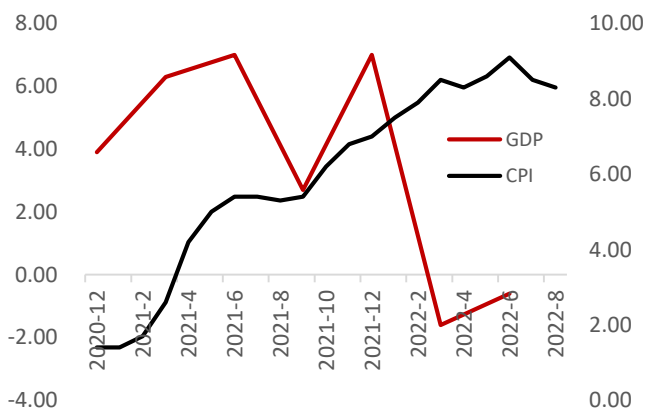
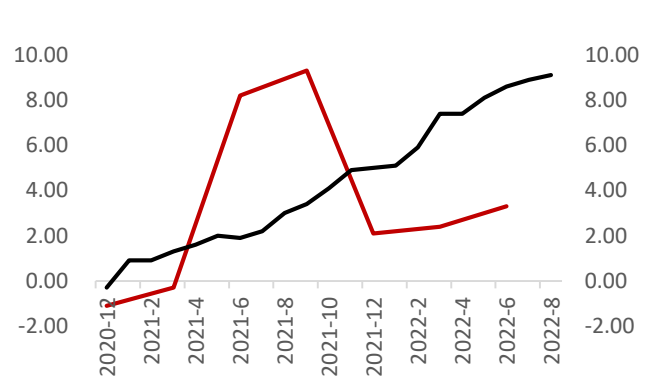


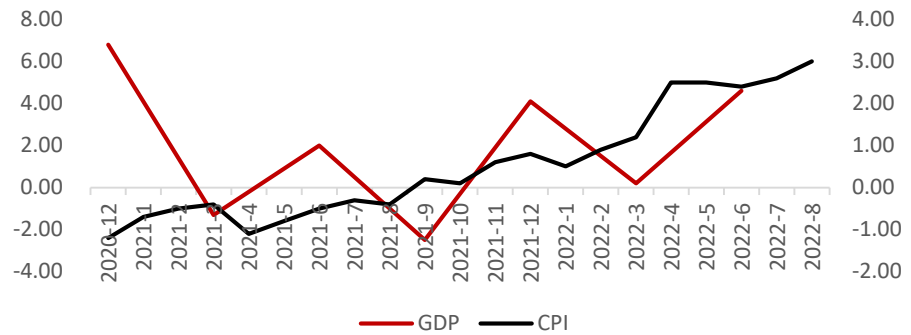
图 13: 2020 年 12 月以来欧元区 GDP 和 CPI (%)



资料来源: Wind, 国开证券研究与发展部

资料来源: Wind, 国开证券研究与发展部

图 14: 日本的 GDP 和 CPI (%)



资料来源: wind、国开证券研究与发展部

二、全球能源价格高企导致能源进口国贸易和财政赤字扩大

(一) 全球能源供需分析

全球制造业供应链和贸易网络大致可分为三个网络，即以中、日为中心的亚洲、以德国为中心的欧洲、以美国为中心的北美三大网络。在这三大网络中，唯有北美能够实现能源的自我平衡。

图 15: 2020 年能源储量概览

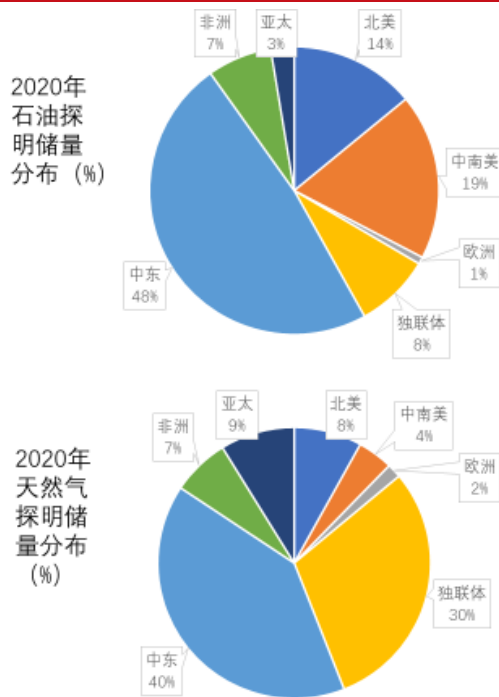
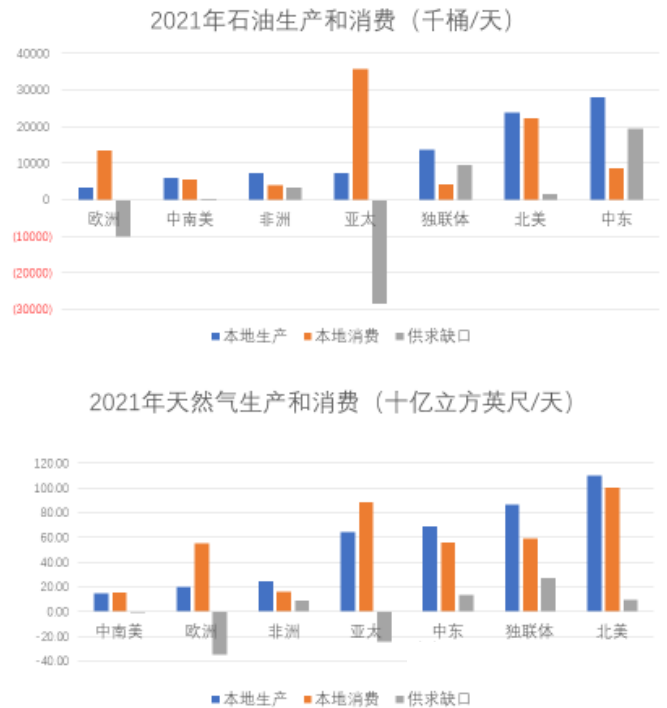


图 16: 2021 年主要石化能源生产和消费概览



资料来源: Wind, 国开证券研究与发展部

资料来源: Wind, 国开证券研究与发展部

截止 2021 年，全球石油和天然气探明储量主要集中在中东、俄罗斯、中南美和北美，亚太和欧洲的石油探明储量只有全球的 3%和 1%，天然气探明储量只有全球的 9%和 2%。从产量上看，中东、北美和俄罗斯位居石油、天然气的前三位。

由于能源分布结构与制造业分布结构的错位，亚太和欧洲分别成为石油和天然气供求缺口最大的地区。能源供求的区域分布错位使得能源成为全球最大的单一贸易商品。在 2011-2021 年间，全球进口货物中，全部制造业产品占比为 71%，仅随其后的就是占比达 14%、以石油和天然气为主的能源。在严重依赖石油、天然气进口的欧洲和日本，能源价格上涨的冲击正在引发恶性通货膨胀和史无前例的贸易逆差。

（二）能源价格高企导致能源进口国贸易逆差扩大和贸易条件恶化

能源价格上涨导致了进口国巨额的贸易逆差。我们将欧元区 19 国分为德国、法国、意大利、西班牙和剩余 15 个其他国家。2012-2021 年的十年间，德国、意大利和 15 个其他国家一般是贸易顺差，法国和西班牙则是持久的贸易逆差，由于顺差远远超过了逆差，所以，整个欧元区长期呈现高额的贸易顺差。但是，随着能源价格的飙涨，能源进口额大幅上升，欧元区的贸易平衡发生了变化。

截止 2022 年 6 月，德国和 15 个其他国家的贸易顺差大幅缩小到 129 亿美元和 5 亿美元，法国和西班牙的贸易逆差飙升到 715 和 320 亿美元，而作为传统的贸易顺差国，意大利也发生了 150 亿美元的贸易逆差。由于德国等国的贸易顺差大幅小于法国、意大利和西班牙的贸易逆差，整个欧元区出现了 917 美元的逆差。照此推算，欧元区全年的贸易逆差可能高达 2000 亿美元。特别是作为传统逆差国的法国和西班牙，在前六个月的贸易逆差就几乎相当于过去全年的 100%。

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_50348

