

## 石油价格和全球经济：错综复杂的关系

作者：[Maurice Obstfeld](#)、[Gian Maria Milesi-Ferretti](#) 和 [Rabah Arezki](#)，

2016年3月24日

一年半多以来，石油价格一直持续处于低位，但正如 2016 年 4 月《世界经济展望》将报告的，全球经济广泛期待的“[强心剂](#)”并没有成为现实。我们似是而非地认为，只有在价格略微恢复以及发达经济体克服当前低利率环境带来的挑战并取得更多进展之后，低油价带来的全球好处才可能实现。

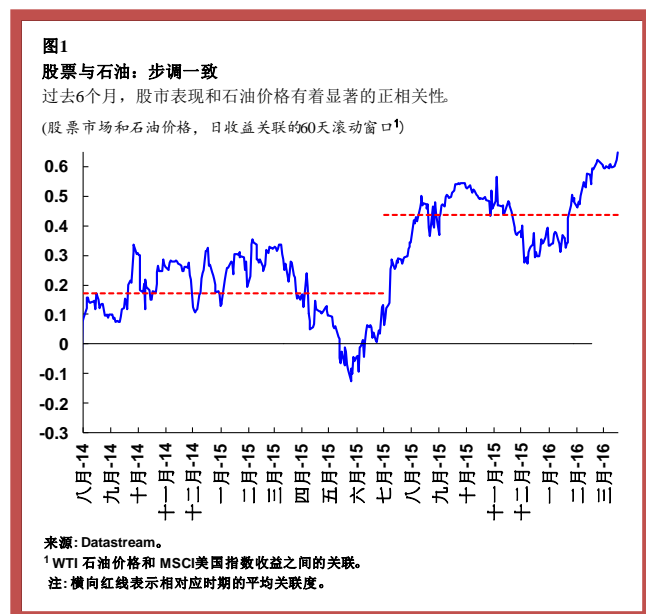
2014 年 6 月以来，油价下跌了 65%（按美元计算约为 70 美元），但许多国家的经济增长逐步放缓。即使将这一时期美元升值 20%（名义有效汇率）考虑进来，按本币计值的油价下跌幅度平均也超过 60 美元。许多观察者包括我们都对这一结果感到困惑，在我们看来，油价下跌对全球经济应该是“[净促进作用](#)”，虽然油价下跌明显损害了出口国，但为进口国却带来了更多的好处。持这一观点的主要理由是，石油进口国和出口国之间的储蓄行为有明确的不同：与出口国（比如沙特阿拉伯）消费者支出收入相比，石油进口地区（比如欧洲）的消费者有更高的边际消费倾向。

显然，世界股票市场对这一理论并不买账。过去 6 个多月里，当油价下跌时，股票市场往往下跌，而我们的预期却是油价下跌有助于世界经济实现平衡。事实上，自从 2015 年 8 月以来，股价与油价之间并非仅仅正相关（见图 1），与 2014 年 8 月开始的更早时期相比，相关性扩大了一倍（虽然并没有达到史无前例的水平）。

过去油价剧烈变化的事件通常会带来明显的逆周期效应，比如，油价大幅[上涨](#)之后世界经济增长会放缓。这次会有不同吗？许多因素会影响油价和经济增长之间的关系，但我们认为与之前事件显著不同的一个因素是许多发达经济体当前面临着零或者接近零的名义利率。

### 供给与需求

在预测油价走势影响的一个显著问题是，世界范围油价的下跌要么因为全球供给增加，要么因为全球需求下降。但对于后者，我们预计会看到与最近几个季度相同的情形：油

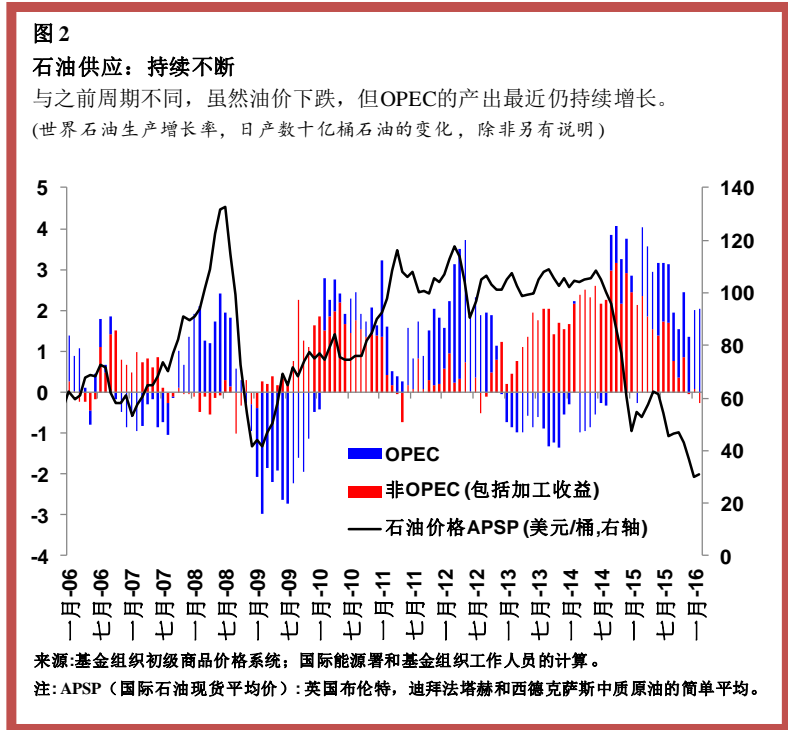


价下跌伴随着全球增长放缓，油价走低可能会减缓增长放慢的步伐，但不会逆转这一放缓趋势。

需求下降无疑是部分原因，但证据表明供应增加至少也起着同等重要的作用。更普遍而言，石油输出国组织（OPEC）成员国的历史高产出，现在包括伊朗以及一些非 OPEC 国家的出口，导致石油供应一直保持强劲。此外，面对油价走低，美国页岩油供应也出人意外地保持弹性。图 2 显示了，最近在油价走低的背景下 OPEC 国家石油产出如何继续增长，这不同于之前的一些周期。

而且，即使是在美国这个需求非常强劲的净石油进口国，廉价的石油看来也没有为其经济增长带来显著的刺激。计量经济学和其他研究表明，近期油价下跌的原因中仅有部分是需求放缓，占比大概在 1/2 到 1/3 之间，剩下的原因是供应增加。

因此，困惑依然是：油价下跌对世界带来的积极影响到底体现在哪里呢？



为回答这一问题，即将发布的 2016 年 4 月《世界经济展望》对石油进口国和出口国 2015 年的国内需求增长与 2015 年 4 月（石油价格首次显著下跌之后）预期的增长作了比较。全球需求下调的最大因素来自石油出口国，尽管其占全球 GDP 的比例（约 12%）相当小。但在油价下跌幅度比预期更大的背景下，石油进口国的国内需求也并没有我们预测的那么好。

要理解为何不能明确看到积极的支出效应，我们还需要仔细研究石油出口国和进口国的需求构成。

### 石油出口国的国内需求

2015 年，石油出口国的国内需求实际上比一年前我们预测的要弱得多。这一负面的意外情况反映了消费疲软，特别是投资乏力。富有的石油出口国可以利用自己的储备或主权财富基金（大多数国家有），但他们也一直在大幅缩减政府开支。贫穷国家的借款能力要弱得多，在外债水平特别高的时候风险会上升。大多数国家的经常账户顺差显著缩小或逆差显著扩大，他们的主权债利差已经上升。这些国家的国内开支可能以非线性的方式大幅减少，有时是受汇率大幅贬值的影响，导致进口商品更加昂贵。公共投资下降得尤为迅速，因为大多数资本品靠进口，而当需要财政调整时，资本支出往往是缩减的第

一项支出。当然，与油价无关的因素也对一些石油出口国的经济活动产生不利影响，比如伊拉克、利比亚和也门的国内冲突以及俄罗斯的制裁。

当然，低油价会导致私营部门的石油勘探和开采活动利润减少，进而使得资本性支出也减少。根据Rystad能源公司，2014—2015年，全球石油和天然气部门的资本性支出下降了约2150亿美元，约占全球固定资本形成的1.2%（或约低于全球GDP的0.3%）。甚至一些石油进口国（尤其是美国）也遭受了严重打击，这在很大程度上解释了为何全球能源相关的投资出现下降。

### 石油进口国的国内需求

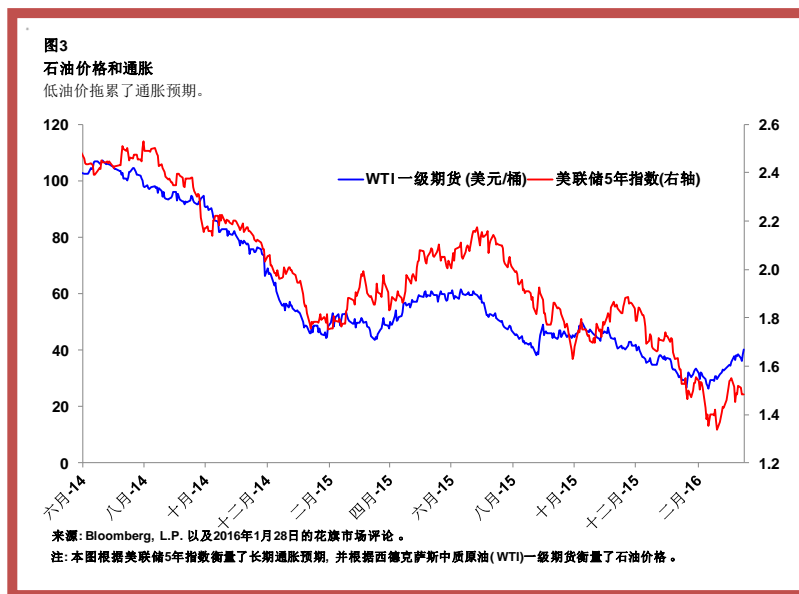
事实上，油价下跌对进口石油的发达经济体（比如欧元区）的消费产生了积极影响，但影响程度不及预期。投资增长没有达到预期，上文提及的美国能源相关投资出人意料地大幅下滑也反映了这一点。新兴和发展中世界的石油进口国的情况各异。与发达经济体相比，这些国家面临的国际油价对国内燃料价格的传导影响更加有限，一些国家减少了燃料补贴。诚然，政府财政状况的改善最终会使税收降低或公共开支增加，但这一过程需要时间，而且会受各种摩擦和渗漏的影响。总体而言，石油进口国的国内需求增长大致符合预期，尽管一些国家（同时也是其他大宗商品出口国）面临着困难的宏观经济环境。

### 处于零利率界限的宏观经济关系令人意外

另外一个因素可能会阻碍石油进口国需求的好转。

与之前价格周期相比，这一次油价下跌的同时经济增长缓慢，增速之慢以至于主要中央银行几乎没有能力进一步降低货币政策利率来支持经济增长，抵制通缩压力。

这一因素为何如此重要？在三十多年前的上世纪70和80年代，[Michael Bruno](#) 和 [Jeffrey Sachs](#) 总结的大量经济学文献表明，石油供应推动的价格上涨会引发滞胀，即通胀率高企和增长放缓同时存在。滞胀是利用能源的生产者成本增加导致的直接后果，成本增加使得他们减少产出，削减劳动力，提高价格以覆盖成本的上升。



尽管相比三十年前石油不再是那么重要的生产投入品，这一推论应该反向成立，即油价下跌带来生产成本下降，就业增多以及通胀率降低。然而，当中央银行不能降低利率时，这一传导就产生了问题。由于政策利率不能进一步降低，生产成本下降带来的通胀率降低提高了实际利率，压抑了需求，而且很可能抑制产出和就业的任何增长。事实上，总量可能都会下降。目前，这样的情形在一些经济体还会持续。图 3 显示了预计的低油价对通胀预期的抑制效应，表明最近美国石油期货价格与长期通胀预期市场化衡量指标的直接关系。

处于零界限还意味着对油价走高“偏离正常”的应对。当中央银行在对抗通缩压力时，他们不可能大幅提高政策利率来应对通胀率的上升。因此，降低实际利率可能相应导致油价上涨具有扩张性。

当然，不能就此认为中央银行可以通过提高政策利率扩大当前低油价的好处。相反，在所有其他条件相同的情况下，这种行动会通过提高实际利率而损害经济增长。我们想表达的只是，当石油进口国的宏观经济条件显示中央银行实行极低利率的做法合理时，石油价格的下跌可能导致实际利率的变化抵消正面收入效应。

### 下一步行动

油价长期处于低位使得货币政策运行更加复杂，通胀预期“脱轨”可能带来更多风险。更重要的是，当前处于历史低位的油价可能引发包括公司和主权债违约的各种“错位”，这些“错位”会反馈回本已惶惶不安的金融市场。这样的恶性循环可能要求世界各国在根据国情实施结构性改革和金融部门改革的同时，对需求提供更加紧迫的支持。

\*\*\*\*\*



**Rabah Arezki** 是国际货币基金组织研究部大宗商品研究主管。Rabah 撰写过关于大宗商品、国际宏观经济学和发展经济学的文章。他曾领导并参加了基金组织赴非洲、中东和中亚的各次代表团。他也是美国布鲁金斯学会和牛津大学的非常驻研究员。他在学术和其他期刊上发表了大量文章，并与他人共同编辑了若干著作。他拥有位于法国巴黎的国立统计与经济管理学院的管理学硕士学位，以及意大利佛罗伦萨的欧洲大学学院的博士学位。



**Gian Maria Milesi-Ferretti** 是国际货币基金组织研究部副主任。他负责有关多边监督的部门工作，包括《世界经济展望》和《溢出效应报告》的多边监督工作。之前，他是西半球部的副主任，以及基金组织赴美国代表团工作负责人。他于 1985 年获得意大利罗马大学的经济学学士学位，1991 年获得哈佛大学博士学位。之后，他加入伦敦政治经济学院，1993 年加入基金组织。

他在学术期刊发表了诸多文章，内容涉及国际资本流动、国际金融一体化、经常账户可持续性、资本管制、税制与增长以及政治经济学。他与 Philip Lane 合著的论文《国家外部财富 Mark II》最近获得了巴格瓦蒂奖，被评为 2007-2008 年刊登在国际经济学期刊的最佳论文。1996 年以来，他是伦敦经济政策研究中心（CEPR）的研究员。





**Maurice Obstfeld** 是国际货币基金组织经济顾问兼研究部主任，目前从加州大学伯克利分校休假。他是伯克利分校 1958 届经济学教授，曾担任该校经济系主任（1998—2001 年）。在 1991 年前往伯克利分校担任教授之前，他曾正式任教于哥伦比亚大学（1979—1986 年）和宾夕法尼亚大学（1986—1989 年），并在哈佛大学担任客座教授（1989—1990 年）。他就读于宾夕法尼亚大学（1973 年获学士学位）和剑桥大学国王学院（1975 年获硕士学位），并于 1979 年在麻省理工大学获得经济学博士学位。

2014 年 7 月到 2015 年 8 月，Obstfeld 博士担任奥巴马总统经济顾问委员会成员，在此之前曾担任日本银行金融研究所名誉顾问（2002—2014 年）。他还是计量经济学会和美国艺术和科学院成员。Obstfeld 博士获得的荣誉包括蒂尔堡大学特亚林·科普曼斯资产奖、Rajk Laszlo 高等研究学院（布达佩斯）约翰·冯·诺伊曼奖和德国基尔世界经济研究所的伯恩哈德·哈姆斯奖。他还发表了许多著名演说，包括美国经济协会的年度理查·伊利演讲、印度储备银行的 L.K.Jha 纪念演讲和普林斯顿大学的弗兰克·格雷厄姆纪念演讲。他还曾在美国经济协会执行委员会工作，并担任该协会副主席。此外他还在基金组织和全球多家中央银行从事咨询和教学工作。

Obstfeld 博士是两本主要国际经济学教科书的联合作者——《国际经济学》（第 10 版，2014 年与 Paul Krugman 和 Marc Melitz 合著）和《国际宏观经济学基础》（1996 年与 Kenneth Rogoff 合著）。他还著有 100 多篇关于汇率、国际金融危机、全球资本市场和货币政策的研究文章。