

高温扰动加剧

——2022年9月宏观经济报告

分析师：周喜

SAC NO: S1150511010017

2022年09月01日

证券分析师

周喜

022-28451972

相关研究报告

● 海外环境

- **鲍威尔继续强调抗通胀立场。**全球央行年会上，鲍威尔再次强调当前美联储的工作重点是将通胀降至2%水平，且当前美国多维数据支持美联储鹰式加息。往后看，中期选举在即，白宫施压下美联储转鸽可能性不大。
- **欧洲冬季能源危机预期已早早发酵，天然气价格一度大幅飙升。**能源约束也间接改变了欧洲贸易结构，欧盟对中间品的进口需求不断增加。此外，高温干旱导致莱茵河断流令德国生产端雪上加霜。
- **美联储维持鹰派立场，国内意外降息释放需求，中美货币政策错位加剧，美元兑人民币汇率或将逼近7。**

● 国内实体经济

- **出口方面**，欧洲能源危机或对我国贸易伙伴结构产生影响，年内欧洲对我国的出口拉动力仍然相对较强。短期上看，8月价格因素对出口的支撑可能仍将持续。
- **生产方面**，高温对局部地区的冲击较7月更甚，长江流域高温干旱扩大电力供需缺口，川渝限电对工业增加值的拖累可能约为0.3-0.4个百分点。
- **消费方面**，8月汽车消费环比有所下行，对社零的拉动或将降至2.2%左右。
- **房地产市场方面**，融资端有两项中央层面的增量信息：其一是中债增信为优质房企提供担保；其二是推出2000亿元政策性银行专项借款，可能是中央出手兜底的一次尝试。但在销售端，成交依然偏弱，降息之后尚未有成交量的明显抬升。

● 国内货币财政环境

- **两大财政增量工具提供资金端保障：**一是5000亿专项债限额空间，或将额外撬动1000亿元社会资本。二是新增3000亿元政策性开发性金融工具，全部发行或将撬动1万亿资金量。
- **货币环境方面**，目前流动性仍然非常宽松，对标2016年三季度和2020年二季度的流动性回归路径，源头收紧货币阀门是第一步，下游推进信用环境向宽是第二步。但由于当前经济复苏动能不及2020年，宽信用推进受阻，流动性回归常态势必更漫长。

- **风险提示：国内疫情发展超预期；海外货币政策收紧超预期；地缘政治局势超预期**

目 录

1. 海外环境	4
1.1 鲍威尔继续强调抗通胀立场	4
1.2 欧洲冬季能源危机预期已早早发酵	6
1.3 货币政策错位加剧，美元兑人民币或将逼近 7	7
2. 国内实体经济	9
2.1 欧洲能源约束利好我国两类产品出口	9
2.2 高温或拖累 8 月工增同比 0.3-0.4 个百分点	9
2.3 汽车消费对社零的拉动力趋弱	11
2.4 房地产市场现中央兜底信号	12
3. 国内货币财政环境	14
3.1 财政增量工具提供资金端保障	14
3.2 流动性淤积之后如何回归常态	16
8 月宏观数据前瞻	19

图 目 录

图 1: 美国通胀水平仍高	4
图 2: 就业市场仍然支持大幅加息	4
图 3: 个人消费支出仍在增加	5
图 4: 美国房市降温	5
图 5: 美股在美联储官员鹰派表态后持续调整	5
图 6: 美债期限倒挂加深	6
图 7: 美元指数升破 108	6
图 8: 欧元区国债收益率攀升	6
图 9: 天然气价格攀升	7
图 10: 欧盟中间品进口量增加	7
图 11: 中美利差或将有持续性倒挂	8
图 12: 美元兑人民币汇率在 8 月中旬开始快速走贬	8
图 13: 人民币相对一篮子货币保持稳定	8
图 14: 7 月出口量价拆分	9
图 15: 8 月进出口数据预测	9
图 16: 干旱天气导致三峡水量低位	10
图 17: 居民用电需求高增	10
图 18: 8 月长江流域限电限产举措	11
图 19: 2021 年 9 月江苏实施限电令	11
图 20: 2022 年 8 月四川实施限电令	11
图 21: 餐饮消费或受疫情扰动	12
图 22: 乘用车销量环比有所回落	12
图 23: 国家、地方层面纾困基金比较	13
图 24: 8 月水泥和平板玻璃库存下降	14
图 25: 8 月沥青开工没有明显上行	14
图 26: 70 个大中城市新建商品住宅价格指数环比	14
图 27: 30 大中城市商品房成交面积	14
图 28: 各地方 2021 年专项债限额空间存量结转	15
图 29: MLF 和同存发行利率一度倒挂 100bp	17
图 30: 资金价格维持低位, 月末有小幅上行	17
图 31: 金融杠杆增加	17
图 32: 资金价格低位	17
图 33: 8 月信贷数据或将有好转	18
图 34: 月末转贴利率已有走高	18
图 35: 8 月宏观数据前瞻	19

进入8月，高温干旱的冲击较7月更甚，川渝等地生产端受到冲击，但PMI数据显示，经济状态边际改善，在稳增长政策接连续力下，经济正处在弱修复阶段。

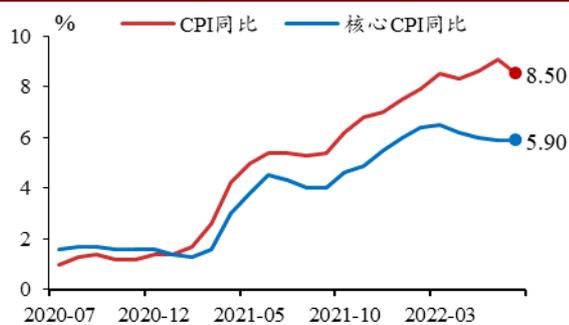
1. 海外环境

1.1 鲍威尔继续强调抗通胀立场

由于美国7月通胀数据明显好转，市场一度预期9月加息幅度将下行至50bp，美股亦有所上行，但是8月美联储多位官员又有鹰派表态，强调控制通胀的必要性，其中不乏明尼阿波利斯联储行长卡斯卡里等鸽派官员，均支持9月继续加息75bp的态度。8月26日的全球央行年会上，鲍威尔在其简短发言中再次强调立场，当前美联储的工作重点是将通胀降至2%水平，相应代价是经济增长放缓和劳动力市场走弱。本次讲话的增量信息有限，基本与7月FOMC内容一致，以强调美联储立场为主，并未涉及对当前通胀、经济、就业情况的判断。

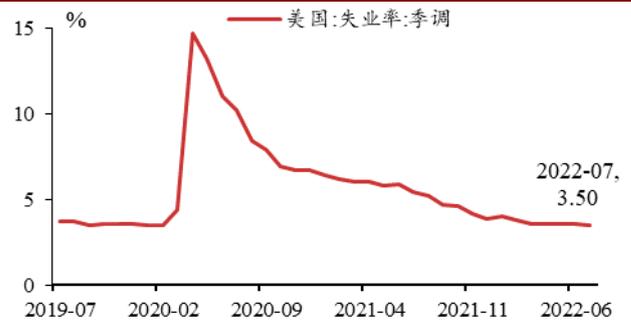
从经济数据上看，当前美国多维数据支持美联储鹰式加息。一是CPI仍居高位，PCE亦远未达到2%的目标；二是就业市场依然强劲；三是个人消费支出仍在环比上行。目前只有房地产市场已经折射出“实质性衰退”的影子。

图 1：美国通胀水平仍高



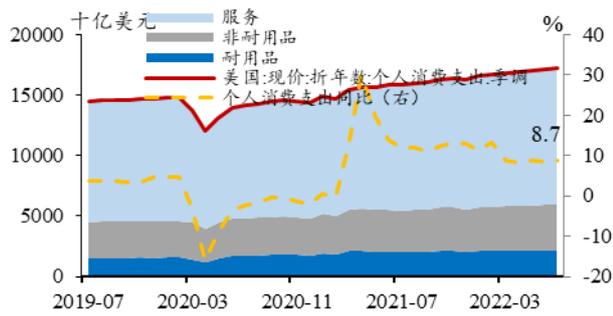
资料来源：Wind，渤海证券研究所

图 2：就业市场仍然支持大幅加息



资料来源：Wind，渤海证券研究所

图 3: 个人消费支出仍在增加



资料来源: Wind, 渤海证券研究所

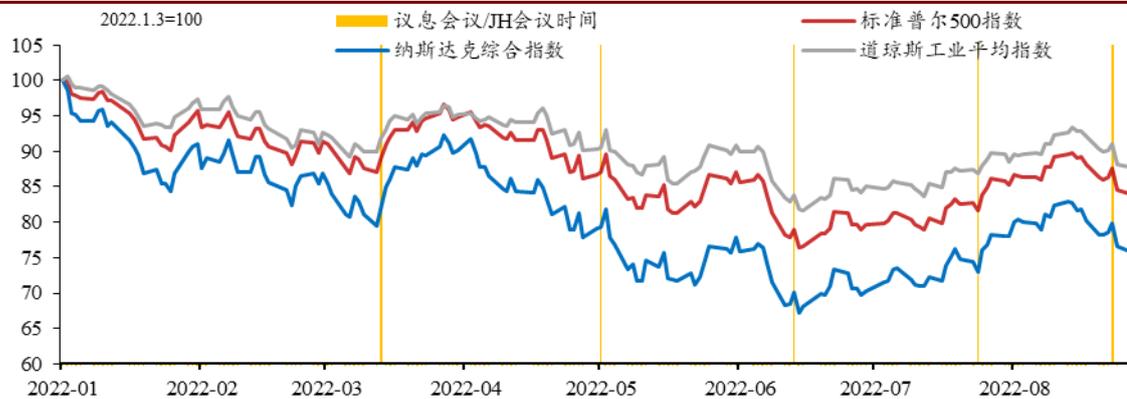
图 4: 美国房市降温



资料来源: Wind, 渤海证券研究所

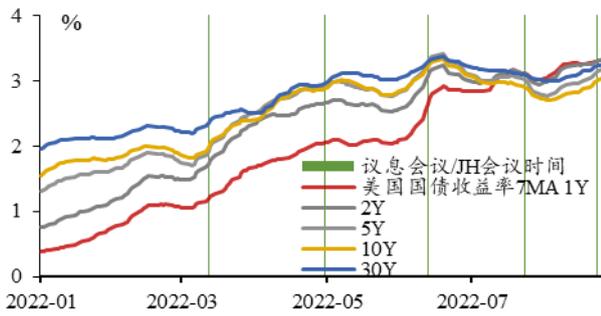
资产表现上，美股在美联储官员鹰派表态后持续调整；美债方面，由于 10Y 美债收益率已经对加息有所预期，杰克逊霍尔会议后涨幅有限；美元指数在 8 月有大幅上行，欧元兑美元再度跌破平价。往后看，目前的数据尚不支持美联储转鸽，一是因为对抗通胀已成为白宫最重要的政治任务，中期选举在即，美联储也必然将获白宫施压；二是因为就业数据暂无转弱信号，因而预计加息将至少持续至 2023 年。另外，由于经济衰退预期逐步照进现实，长债收益率上行动能有限，而短端利率则对货币政策产生更明显的上行反馈，年内美债期限倒挂可能仍将继续。

图 5: 美股在美联储官员鹰派表态后持续调整



资料来源: iFind, 渤海证券研究所

图 6: 美债期限倒挂加深



资料来源: iFind, 渤海证券研究所

图 7: 美元指数升破 108



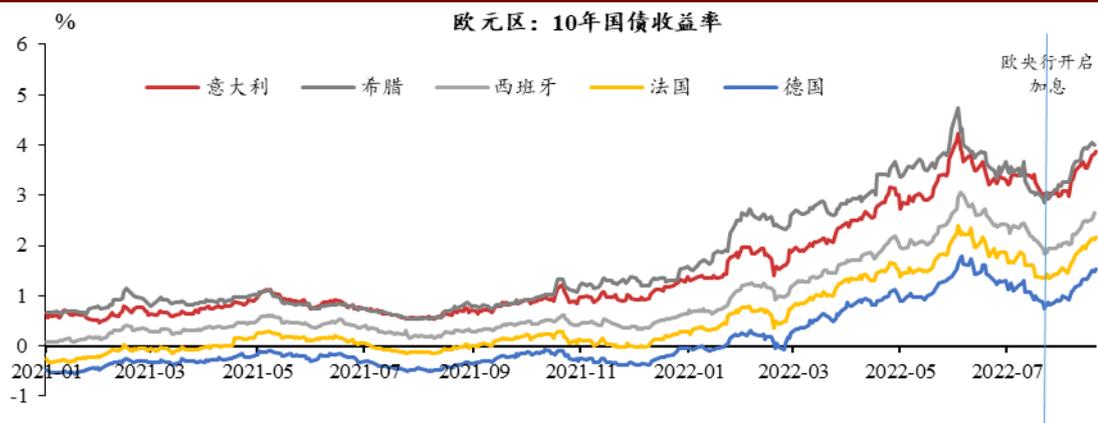
资料来源: iFind, 渤海证券研究所

1.2 欧洲冬季能源危机预期已早早发酵

随着能源供需矛盾加剧, 欧洲脆弱的能源体系带来更悲观的经济预期, 欧元兑美元再度跌破平价, “激进加息、债台高筑、能源约束”三大拖累仍持续蔓延。

货币政策方面, 根据欧央行的 7 月货币政策纪要, 与会者普遍认为此前超预期的 50bp 加息是对通胀的合适应对。7 月开启加息后, 欧元区国债收益率攀升, 债务风险加剧, 但当下欧洲通胀仍在攀升, 9、10 月的两次议息会议或继续维持每次 50bp 的加息幅度。目前意德 10Y 国债利差在 230bp 左右, 金融碎片化风险仍有可能发生。

图 8: 欧元区国债收益率攀升



资料来源: Wind, 渤海证券研究所

能源约束方面, 欧洲冬季能源危机预期已早早发酵。从 7 月开始, 由于“北溪 1

号”输气量下降、“北溪 2 号”能否运行始终在多方博弈状态，俄罗斯对欧洲的天然气供应量频频下降，天然气价格一路飙升。进入 8 月，虽然距离冬季尚有一定时间，但是对欧洲冬季能源危机的预期已经早早发酵。梅德韦杰夫在 8 月下旬预测，天然气的价格有望在年底达 5000 欧元/千立方米（约 485 欧元/兆瓦时）。未来天然气供应仍受到地缘政治不确定性影响，欧洲能够主动把握的只有在冬季到来之前尽量增加天然气库存量。目前欧元区正在对价格偏高的 LNG 进行全球扫货，美国 LNG 成为欧洲天然气的主要替代来源。

能源约束也间接改变了欧洲贸易结构。受制于能高昂能源价格和原材料成本，欧盟对中间品的进口需求不断增加，主要是对中间品的进口量增幅明显。随着下半年、尤其进入冬季后，欧盟用电需求与日俱增，高耗能行业或将出现停工减产，欧盟的对进口工业品的需求程度将进一步增加。

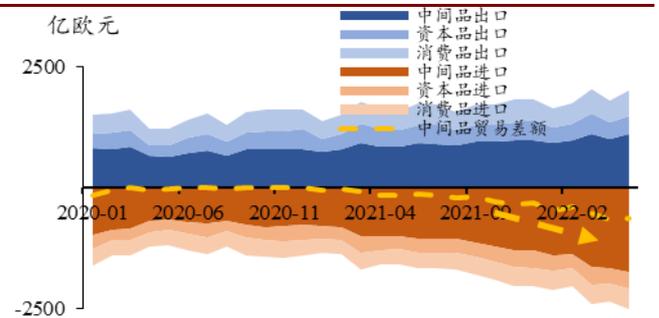
此外，高温干旱气候导致莱茵河断流令德国生产端雪上加霜。莱茵河以运输铁矿石及矿砂等原材料，以及煤炭、汽油等能源品，是欧洲大宗物资运输的重要方式。德国基尔世界经济研究所测算得出，莱茵河水位过低导致 2018 年德国 GDP 减少约 0.4%。

图 9：天然气价格攀升



资料来源：荷兰天然气期货交易所，渤海证券研究所

图 10：欧盟中间品进口量增加



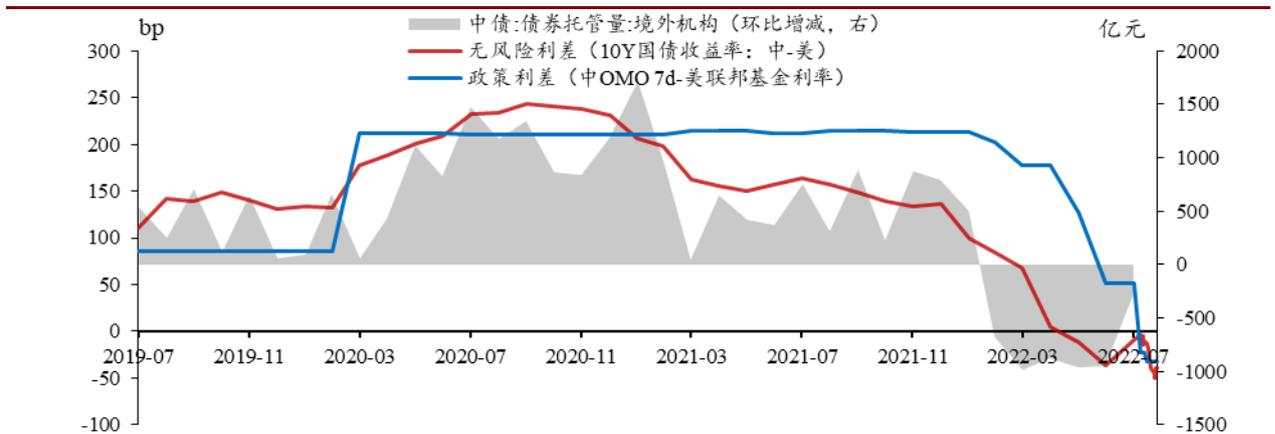
资料来源：Wind，渤海证券研究所

1.3 货币政策错位加剧，美元兑人民币或将逼近 7

美联储维持鹰派立场，国内意外降息释放需求，中美货币政策错位加剧。继美联储 8 月中旬国内降息之后，中美政策利差（中 OMO 7D-美联储基金利率）倒挂程度加剧。市场利差方面，中国 10Y 国债收益率在降息之后，一度达到 2.58% 的历史次低位（过去 20 年来仅高于 2020 年 4 月），截至 8 月 29 日，中美 10Y 国债利差达到 -50bp。

美元兑人民币或将逼近 7。国内降息后，美元兑人民币快速走贬，并突破 6.8 关口。全球央行年会鲍威尔鹰派发声之后，美元兑人民币一度升破 6.9，在中美货币政策错位加剧背景下，美元兑人民币或将进一步逼近 7。在今年 4 月，人民币相对美元和一篮子货币均有明显贬值，彼时央行曾将外汇存款准备金率由 9% 下调至 8%，若本轮人民币相对美元贬值速度加快，即使人民币相对一篮子货币汇率仍然保持稳定（比如当下），也不排除央行再度下调外汇存款准备金率稳定汇市的可能，从而为国内货币政策腾挪空间。

图 11：中美利差或有持续性倒挂



资料来源：Wind，渤海证券研究所

图 12：美元兑人民币汇率在 8 月中旬开始快速走贬

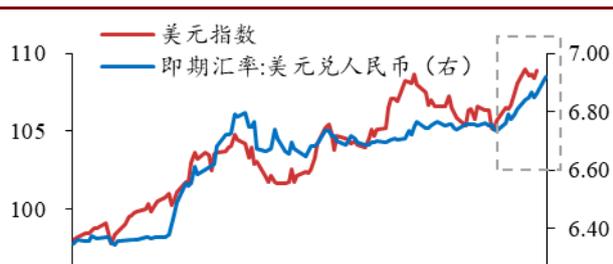
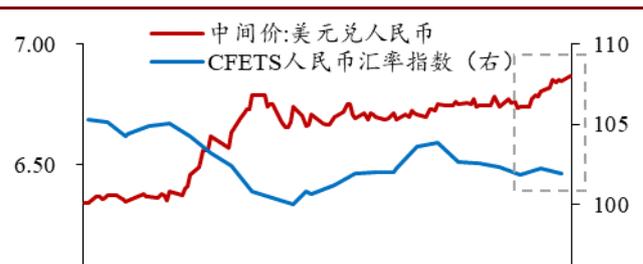


图 13：人民币相对一篮子货币保持稳定



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_45748

