

宏观周观点

2022年9月12日

欧美金融差缩小，美元回落

宏观周观点 20220912

核心内容：

- **欧央行加息 75bps，美元指数回落：**9月8日，欧央行大幅加息 75bps 期以对抗通胀。9月14日起，主要再融资利率将升至 1.25%。同时，内部人士表示欧央行可能会在 10月5日于塞浦路斯会议上开始讨论缩减资产负债的相关事宜，虽然形成时间表和具体目标可能至少要等到年末。2022年内欧央行还有两次货币政策会议，10月份至少会加息 50bps，年内主要再融资利率超过 2%的概率极高。
- **央行年内第二次下调外汇存款准备金，释放稳汇率信号** 央行于9月5日宣布，自 2022年9月15日起，外汇存款准备金率由现行 8%下调至 6%。这是央行年内第二次下调外汇存款准备金，也是历史上第二次下调。这次调整主要显示了央行稳定贬值预期、引导汇率回归供需基本面的信号，实际作用可能有限，不排除人民币破 7 的概率，但无需过分担忧。
- **假期出行受影响，能源需求偏弱：**截至 8 月末，假期期间国内航空旅行的预订量比 2021 年下降 38.5%，而黄金周旅行的机票预订量预计将比去年下降 23.8%；100 城交通拥堵数据和全国主要城市地铁客运量的周度数据也正在继续下滑中，目前已经弱于 2020 年同期。中秋假期全国预计发送旅客 6696 万人次，同比下降 37.7%，铁路预计发送旅客同比下降 54.4%；旅游人次 7341 万人次，同比下降 16.7%，旅游收入 287 亿元，同比下降 22.8%，较端午假期继续下行。
- **短期流动性宽裕，人民币继续贬值：**本周国内流动性整体环境仍然宽松，DR007 本周五依然低于 7 天逆回购利率 55.46bps。8 月社融数据出现改善，好于预期，投向实体的信贷新增 1.33 万亿元，接近正常水平；虽然居民信贷依然偏弱，但企业中长期贷款有所改善，新增 7353 亿元。经济的底部企稳以及央行降息和政策性贷款等推动信贷的政策在 8 月的密集落地，信贷需求出现恢复，短贷冲量减弱。目前货币市场资金依然极度宽裕，利率仍在低位。
- **猪肉价格上行，菜价高位回落：**根据搜猪网数据显示，全国瘦肉型生猪出栏均价 9 月 11 日价格 22.77 元/公斤，比上周下行 0.57 个百分点。蔬菜方面，本周寿光农产品物流园蔬菜价格环比下跌 5.45%。
- **大宗商品价格略有回升，库存下行：**本周国际油价小幅下降，主要央行保持紧缩意味着全球经济继续放缓，强美元施压油价，供需方面格局仍不明朗。动力煤价格大涨 34.42 个百分点至 1084.8 元/吨，可能与欧洲能源危机加重提升对动力煤的需求相关。房地产销售套数本周继续走低，未来可能还将迎来季节性销售低点，对钢铁和煤炭需求预期不振。

核心风险：疫情超预期变化，中美欧经济更快下行

分析师

许冬石

☎：(8610) 8357 4134

✉：xudongshi@chinastock.com.cn

分析师登记编码：S0130515030003

特别感谢：

于金潼

国家	日期	事件或数据
中国	9月13日(周二)	中国8月人民币各项贷款余额年率(%)
	9月16日(周五)	中国1-8月规模以上工业增加值年率-YTD(%), 中国1-8月城镇固定资产投资年率-YTD(%), 中国8月社会消费品零售总额年率(%)
欧洲	9月12日(周一)	英国7月GDP月率(%), 英国7月工业产出月率(%)
	9月13日(周二)	英国7月失业率-按ILO标准(%), 德国8月CPI年率终值(%)
	9月14日(周三)	英国8月CPI和核心CPI年率(%), 英国8月零售物价指数年率(%)
	9月15日(周四)	欧元区7月季调后贸易帐(亿欧元), 欧元区8月储备资产合计(亿欧元)
	9月16日(周五)	英国8月季调后零售销售月率(%), 欧元区8月调和CPI和核心调和CPI年率-未季调终值(%)
美国	9月12日(周一)	---
	9月13日(周二)	美国8月CPI和核心CPI年率未季调(%), 美国9月12日10年期国债竞拍-总金额(亿美元)和收益率(%)
	9月14日(周三)	美国8月PPI和核心PPI年率(%), 美国截至9月9日当周API原油数据, 美国截至9月9日当周EIA原油数据
	9月15日(周四)	美国截至9月10日当周初请失业金人数(万), 美国8月零售销售月率(%), 美国8月进口物价指数月率(%), 美国8月工业产出月率(%)
	9月16日(周五)	美国9月密歇根大学消费者信心指数初值
其他	9月15日(周四)	日本8月商品贸易帐(亿日元), 澳大利亚8月季调后失业率(%)

目录

一、欧央行大幅加息 75bps, 可能开始讨论缩表.....	3
二、央行年内第二次下调外汇存款准备金, 释放稳汇率信号.....	4
三、疫情反复影响假期出行, 能源需求偏弱.....	5
四、短期流动性充裕, 人民币继续贬值.....	6
五、猪肉价格上行, 菜价高位回落.....	8
六、大宗商品价格略有回升, 库存下行.....	10
(一) 能源价格继续下跌.....	10
(二) 钢铁价格恢复, 库存下行.....	11

一、欧央行大幅加息 75bps，可能开始讨论缩表

9月8日，欧央行在8月通胀预估达到9.1%的情况下，大幅加息75bps期以对抗通胀。9月14日起，自7月27日上调50bps的主要再融资利率、边际贷款便利利率和存款便利利率将分别升至1.25%、1.50%和0.75%¹；同时，内部人士表示欧央行可能会在10月5日于塞浦路斯的非货币政策会议上开始讨论缩减资产负债表中5万亿债券的相关事宜，虽然形成时间表和具体目标可能至少要等到年末。2022年内欧央行还有两次货币政策会议，10月份至少会加息50bps，年内主要再融资利率超过2%的概率极高。欧央行坚定紧缩打击需求以控制通胀态度也得到了进一步确认，欧美需求萎缩确定性很高意味着我国外需可能面临迅速的下滑。

欧央行在发布会中表示，未来将继续加息以缓和需求并预防通胀预期持续上行；在暂停前瞻性指引后，欧央行会根据数据逐次会议决定加息力度。本次大幅加息的原因还是因为通胀不仅当前过高，还会在未来较长时间内保持高位；能源食品价格、经济重新开放后需求端的压力和供给侧瓶颈依然在推高通胀。通胀预期比6月份时显著上调，2022全年从6.8%提高至8.1%，2023年预期从3.5%上调至5.1%，2024年上调0.2%至2.3%。

经济方面，欧央行预期增长可能会在今年下半年到2023年一季度之间陷入停滞，高能源价格会持续侵蚀居民购买力和限制经济活动。因此，2023年经济增速预期从2.1%下调至0.9%，2024年从2.1%下调至1.9%，但是2022年目前增速好于预期，所以从2.8%上修至3.1%。

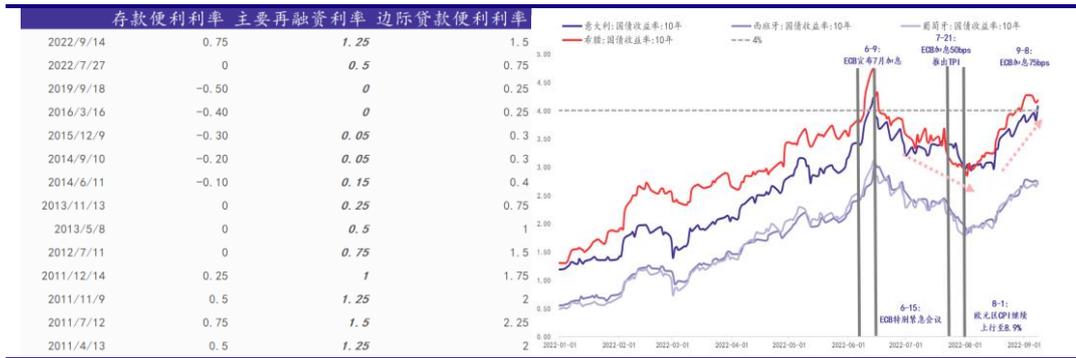
资产购买方面，资产购买计划（APP）的本金会依情况全部灵活再投资，继续不设时限。而疫情紧急购买计划（PEPP）的全部到期本金再投资将至少持续到2024年底，且为了防止碎片化，PEPP再投资可以灵活购买资产类别，希腊将是重点关注的对象；同时，如果疫情影响加剧，PEPP净购买仍可能继续。

可以说欧洲的能源通胀以及高昂的电力和食品价格使得欧央行必须大幅加息，尽管这意味着经济基本面较弱的欧洲国家，尤其是意大利和希腊，将会面临迅速升高的负债成本。此前推出的TPI与PEPP再投资两个工具暂时性缓解了南欧国债收益率的短期飙升，但是随着欧央行坚定提升基础利率，希腊和意大利10年期国债已经再度突破4%，投资者是否会“狙击”这两个国家仍然有待观察。外汇方面，欧央行加息暂时遏制了美元继续上行的势头，美元指数小幅回落，欧元兑美元恢复到平价以上。由于欧洲比美国通胀更高、能源问题更严重，且经济恢复更弱，欧元在加息后仍保持相对弱势。鉴于欧央行坚定紧缩的态度确立，如果碎片化风险和能源问题不进一步恶化并迫使欧央行放松紧缩力度，那么美元指数难以再大幅上行，但仍将会在高位徘徊较长时间，直至美联储出现转向。

图 1：欧元区政策利率变化（%）

图 2：南欧国家国债收益率变化（%）

¹ Monetary policy decisions (europa.eu)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

二、央行年内第二次下调外汇存款准备金，释放稳汇率信号

由于美元指数的强劲和中国经济恢复偏慢等因素，人民币兑美元近期出现较大幅度贬值。中国人民银行于9月5日宣布，自2022年9月15日起，下调金融机构外汇存款准备金率2个百分点，外汇存款准备金率由现行8%下调至6%。这是央行年内第二次下调外汇存款准备金，也是历史上第二次下调（上次为4月份宣布从5月15日开始从9%调整为8%）。这次调整主要显示了央行稳定贬值预期、引导汇率回归供需基本面的信号，实际作用可能有限，不排除人民币破7的概率，但无需过分担忧。

自外汇存款准备金制度在2004年宣布2005年起存款准备金率为3%以来，一共做过6次调整，其中最近的四次都出现在疫情后，分别为2021年6月15日（5%提高至7%）、12月15日（7%调高至9%）、2022年5月15日（9%下调至8%）以及9月15日（8%下调至6%）。2022年5月外汇存款准备金规模约10,500亿美元，降准释放105亿美元，当前规模约9,500亿美元，释放190亿美元，力度强于上次，但从数量上看影响会较为有限。从调整外汇存款准备金的历史作用看，2021年提高准备金率后，人民币兑美元在我国超预期增长的出口支持下继续升值趋势，并未发生明显改变；而5月份实际下调准备金率后，虽然兑美元出现升值，但同期美元指数的下行和中国经济从谷底恢复起到了更直接的作用。本次宣布降调外汇存款准备金率后，人民币兑美元的小幅升值依然是由于美元指数在欧央行大幅加息后下行，并不能直接归因于货币政策。因此，降低外汇存款准备金率的信号意义更大，旨在打破单边贬值预期，加强双向波动；当然降准也可以小幅缓解人民币贬值压力，帮助外币贷款恢复。

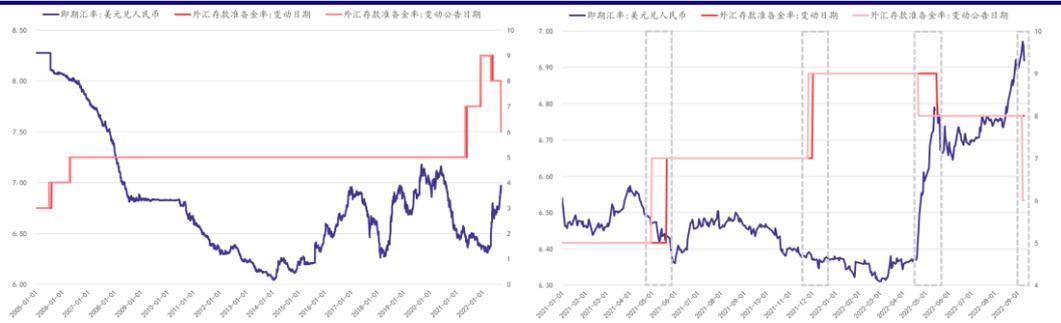
虽然降低准备金率对于汇率的影响可能有限，但需要意识到人民币目前主要还是跟随国际货币贬值，而非特殊现象。自美联储3月份加息以来，人民币兑美元的贬值幅度居中，截至9月初的表现好于日元、英镑、瑞典克朗、南非兰特等货币。5月份以前，尽管美元指数已经开始迅速上行，人民币兑美元却由于强出口而没有出现显著下行，人民币年内两次较大的贬值分别出现在4到5月份和8月份，基本背景是经济底部刚过且央行进行降息，所以我国的经济运行和利率调整对汇率影响实际更大。

当前背离“双向波动”的汇率未来走势可能还是取决于美联储加息相对（欧央行）的力度、缩表的实施情况、我国经济恢复的情况。从外部环境看，欧央行坚定的加息和美国向衰退滑去有利于阻止美元指数进一步快速上行，但是9月份开始950亿美元的缩表计划是否被市场充分预期还有待验证。国内方面，虽然9月高热退散、8月政策频繁出台，房地产有望开

始企稳，需求也可能回升，但是疫情导致的严格封控仍在压制经济恢复；因此，如果缩表影响超出市场预期、我国经济恢复依然受阻，那么人民币兑美元再次贬值也是不意外的，不需要过分紧张。

图 3：外汇存款准备金历史变动 (%)

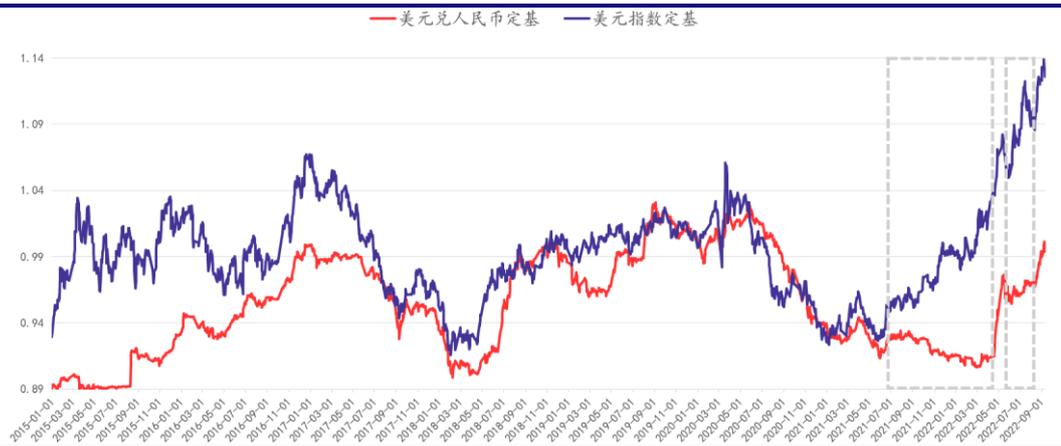
图 4：外汇存款准备金 2021 年以来变动 (%)



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

图 5：美元指数和兑人民币汇率定基 (2020 = 1)



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

三、疫情反复影响假期出行，能源需求偏弱

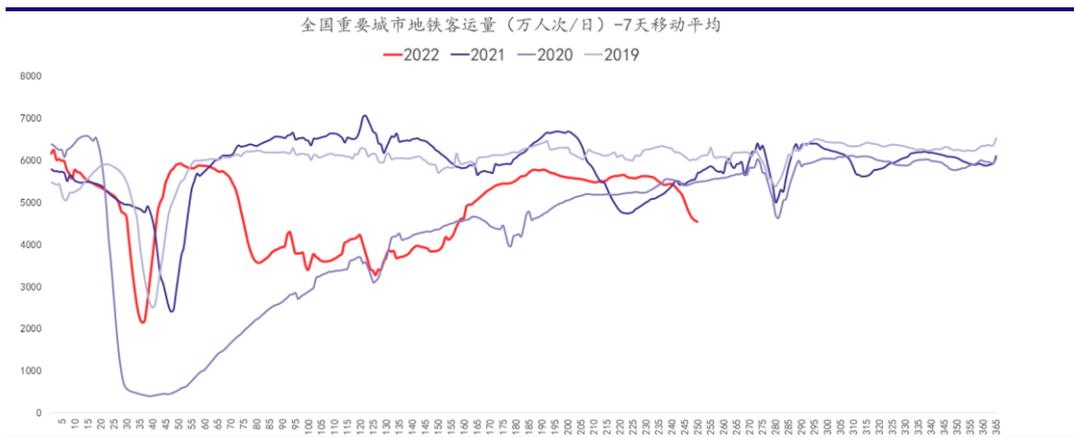
作为全球最大的能源消费国，我国的疫情反复和内需不振可能会导致对石油需求出现 20 年来的首次收缩。根据路透社的报道，中国 1 月至 8 月的原油进口量下降了 4.7%，这是至少自 2004 年以来八个月以来的首次收缩，内需恢复偏弱和外需确定性较高的下行对能源需求有严重打击。

鉴于近期疫情的反复，多个重要城市出现全域或者局部静默，不仅生产受到影响，人员在中秋和国庆之间的出行也将会大大减少：河北、江西和河南等人口大省的地方当局预测，今年中秋节期间的道路车流量将比去年下降多达 20%。ForwardKeys 追踪的数据显示，截至 8 月 31 日，假期期间国内航空旅行的预订量比 2021 年下降 38.5%，而黄金周旅行的机票预订量预计将比去年下降 23.8%。百度数据显示，已延长新冠疫情封锁期的西南城市成都，本周的道路车流量比去年同期下降了 50%；而 100 城交通拥堵数据和全国主要城市地铁客流量

的周度数据也正在继续下滑中，目前已经弱于2020年同期。中秋假期全国预计发送旅客6696万人次，同比下降37.7%，铁路预计发送旅客同比下降54.4%；旅游人次7341万人次，同比下降16.7%，旅游收入287亿元，同比下降22.8%，较端午假期继续下行。

以上高频数据的恶化都意味着国内的能源（原油）需求可能进一步走低，需求端的走弱将会使国际油价逐渐失去支撑，但供给端OPEC+减产的幅度还可能提高；油价格局仍不明朗，但我国需求偏弱有利于国际能源通胀的缓解。

图 6：全国重要城市地铁客流量（万人次/日）



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

四、短期流动性充裕，人民币继续贬值

本周短期流动性依然相对宽裕，公开市场投放100亿元，回笼100亿元，净投放0亿元。国内流动性整体环境仍然宽松。市场利率低于同期政策利率，DR007本周五依然低于7天逆回购利率55.46bps。8月社融数据出现改善，好于预期，投向实体的信贷新增1.33万亿元，接近正常水平；虽然居民信贷依然偏弱，但企业中长期贷款有所改善，新增7353亿元。经济的底部企稳以及央行降息和政策性贷款等推动信贷的政策在8月的密集落地，信贷需求出现恢复，短贷冲量减弱。不过，目前货币市场资金依然极度宽裕，利率仍在低位。9到12月MLF的到期量较大，累计2.6万亿，因此不排除央行采取类似8月略微缩量续作的手法引导市场像政策利率靠拢；不过即便如此，银行间充沛的流动性和低迷的实体融资需求也意味着市场利率的上升会较为有限。9月初疫情再次反复，多个重要城市出现全域或局部静默，房地产困境仍然在继续发酵，未来的经济不确定性仍然较强，债券收益率暂时难上行。

9月9日，SHIBOR隔夜收于1.1730%，比上周同期下行0.2bp，7天利率收于1.4760%，比上周下行3.40bps。存款类机构质押式回购7天加权利率收于1.4454%，比上周上行1.40bps。当周平均银行间质押式回购成交量6.8247万亿元。9月9日1年期、3年期、5年期国债分别收于1.7562%、2.1824%和2.4259%分别比上周变化+3.63bps、+0.5bp、+3.32bps，10年期国债收益率收于2.6452%，比上周上行3.25bps。

债券收益率小幅回升，虽然国常会发布新的发债计划使得市场投资者对于债券供给增加担忧加剧，但货币市场流动性依然非常宽裕。在经济没有明确好转的情况下，货币市场大概率仍然保持宽松，央行即使小幅缩量续作MLF也不会使市场利率大幅上行，通胀并不成为问题，债券市场仍然保持多头。

图 7：SHIBOR 利率 (%)



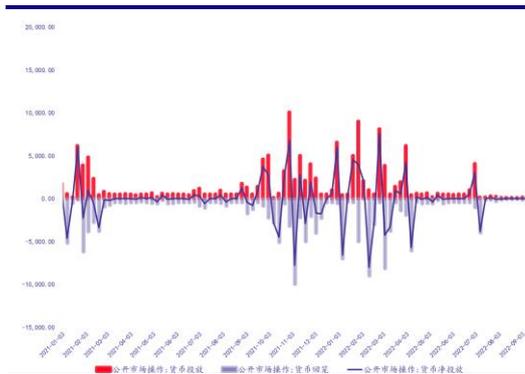
资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

图 8：DR007 利率 (%)



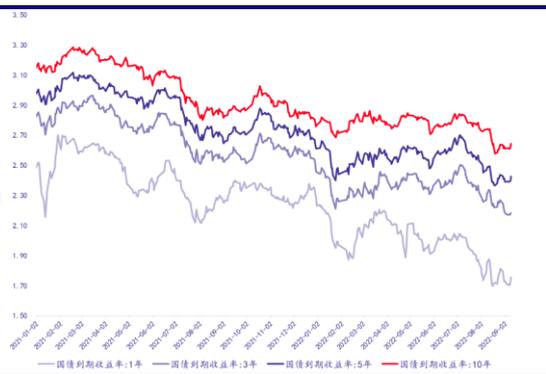
资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

图 9：央行公开市场业务投放回笼周度统计 (亿)



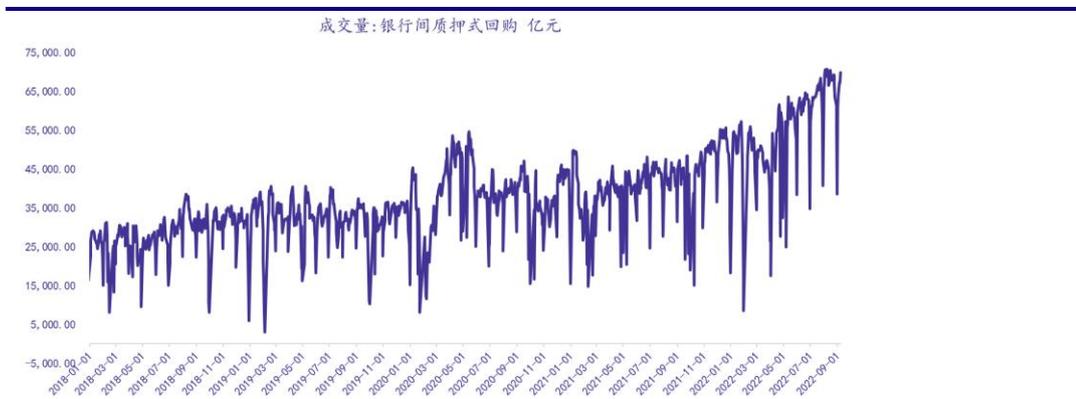
资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

图 10：国债收益率 (%)



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

图 11：银行间质押式回购成交量 (亿)

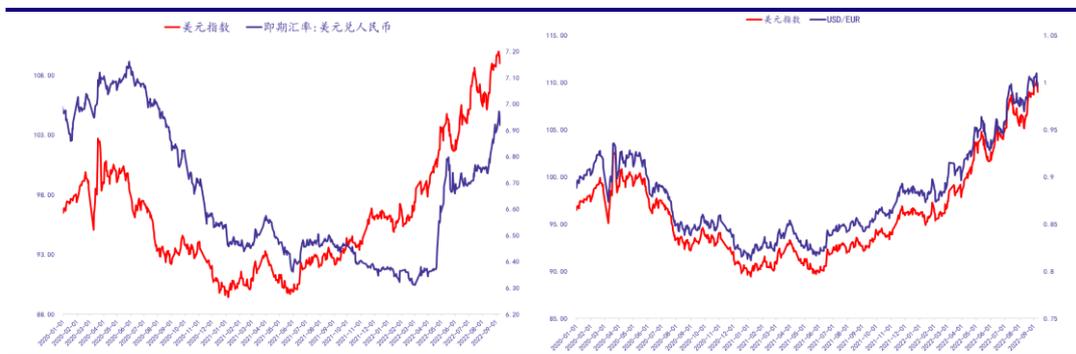


资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

美元指数在欧央行大幅加息后下行至 108.9655，兑人民币略有升值，中美央行流动性继续错位。欧央行于 9 月 8 日宣布大幅加息 75bps，并可能在 10 月份开始讨论可能的缩表，欧元兑美元升值并遏制了美元指数继续上行的势头；如果欧元区不发生货币政策传导严重碎片化的问题，那么欧央行在高通胀面前坚定的加息将会支撑欧元，但意大利和希腊国债收益率的明显上行仍是担忧，欧元区更弱的基本面和能源问题也不利于欧元的上行。美元较强的表现、国内偏弱的经济数据和央行降息使人民币持续面临贬值压力，但自美联储加息以来人民币只是跟随其他货币贬值，两次较大的贬值分别出现在 4 到 5 月份和 8 月份，基本背景是经济底部刚过且央行进行降息。央行在 9 月 5 日将外汇存款准备金率从 8% 下调至 6%，虽然从历史来看存款准备金率的变动对人民币汇率短期影响不大，但这反映了央行引导预期的态度；在强美元背景下，人民币短期承压。美元兑日元升至 142.59，日央行坚持收益率曲线控制，日元对美元变动敏感。

图 12: 美元兑人民币 (元)

图 13: 欧元与美元指数 (%)

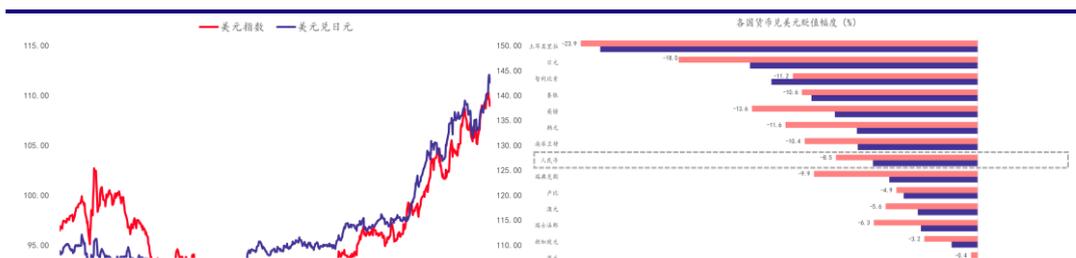


资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

图 14: 美元兑日元 (元)

图 15: 各国货币兑美元变动幅度 (%)



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_46022



云报告
<https://www.yunbaogao.cn>

云报告
<https://www.yunbaogao.cn>