宏观报告

宏观动态跟踪报告

证券研究报告

平安证券

海外宏观

2022 年 09 月 01 日

宏观动态跟踪报告

“能源危机”造就“强势美元”

证券分析师

钟正生 投资咨询资格编号 S1060520090001 ZHONGZHENGSHENG934@pingan.com.cn

研究助理

张璐 一般证券从业资格编号 S1060120100009 ZHANGLU150@pingan.com.cn

范城恺 一般证券从业资格编号 S1060120120052 FANCHENGKAI146@pingan.com.cn

平安观点：

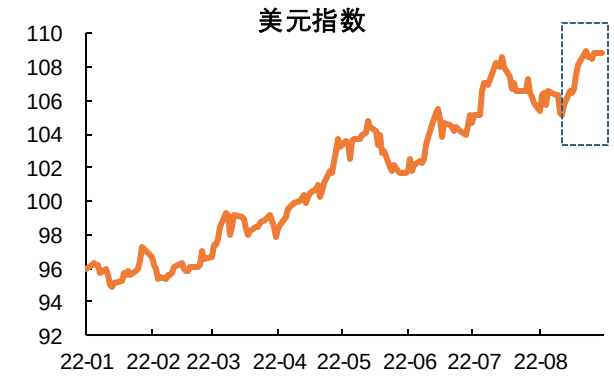
- 2022 年 8 月中旬以来，美元指数快速反弹、续创近二十年新高。我们认为，近期美元走强背后有一条重要的“暗线”，是国际能源价格的反弹。
- **国际油价反弹。**布伦特油价在 8 月 23 日重新“破百”，29 日收于 105 美元/桶。一方面，伊朗协议尚未落地，欧佩克供给扰动再令市场担忧；另一方面，欧洲能源危机与国际天然气价格再涨，带动油价上扬。8 月下旬英国天然气价格升破今年 3 月高点，当时油价超过 120 美元/桶。
- **美联储再“放鹰”。**鲍威尔在杰克逊霍尔会议上的发言，被视为对市场宽松预期的纠偏。美国 CPI 通胀率历来与国际油价走势具备较强的相关性，油价回升令美联储怀疑 7 月通胀放缓的持续性。此外，国际油价水平与美国 10 年期 TIPS 国债隐含通胀预期有良好的相关性。鲍威尔最新讲话提到，历史经验已令美联储充分认识到稳定通胀预期的重要性。
- **非美经济承压。1）欧元区能源供给遭遇天然气管道停运、夏季高温等更多意外扰动，欧元汇率进一步承压。**8 月下旬俄罗斯又宣布北溪一号管道将于 8 月 31 日起停运 3 天。此外，夏季高温使欧洲能源危机再度升级。此时欧央行大幅加息，不仅对欧元汇率提振有限，反而可能增大经济金融风险。**2）英国“滞胀”压力赶超欧元区，英镑贬值加速。**8 月中旬以来，英镑贬值速度快于欧元。英国 7 月 CPI 同比突破两位数。8 月 26 日，英国宣布将从 10 月 1 日起将能源价格上限上调 80%，未来英国能源价格仍可能出现大幅上行。即便英国央行自去年 12 月以来已累计加息 1.65 个百分点，英央行遏制通胀的进展十分有限，不足以安抚市场对“滞胀”的担忧。**3）日元汇率受能源涨价的直接影响，以及美债利率攀升的间接冲击。**首先，由于日本高度依赖能源进口，国际能源涨价直接增加日元兑美元的换汇需求；其次，美日国债利差走阔加大日本资金外流压力；再者，日债利率也随美债利率而上扬，并重新接近日本央行收益率曲线控制目标，迫使央行扩大购债、日元货币供给被迫增加。8 月 29 日，10 年日债利率时隔近两个月再度“破位”，日元汇率亦急速贬值。
- **“强美元”下一步。**今年以来美元汇率不断走强的根本原因是，美国经济在能源危机中保持相对韧性：一方面，美国经济对能源的依赖性远低于欧日等大多数发达经济体；另一方面，美国经济仍有韧性，美联储紧缩更有底气。短期看，除非国际“能源危机”出现实质缓和，否则，考虑到冬季能源需求上升、欧洲经济衰退即将到来、以及非美金融市场的脆弱性与紧张感，美元指数未必已经“见顶”。中期看，“能源危机”终将威胁美国经济前景，美国经济衰退风险兑现之时，或许就是美元指数触顶之日。
- 风险提示：国际地缘局势具有不确定性，国际能源供给好于预期，美国经济超预期下行等。

请通过合法途径获取本公司研究报告，如经由未经许可的渠道获得研究报告，请慎重使用并注意阅读研究报告尾页的声明内容。

2022 年 8 月中旬以来，美元指数又出现一轮快速反弹，曾于 8 月 22 日升破 109 点，超过 7 月中旬的阶段高点，续创 2002 年以来新高。8 月 12 日至 29 日，美元指数累计上涨 3.5%，同期美元兑欧元、英镑和日元分别上涨 3.2%、4.2%和 4.3%。

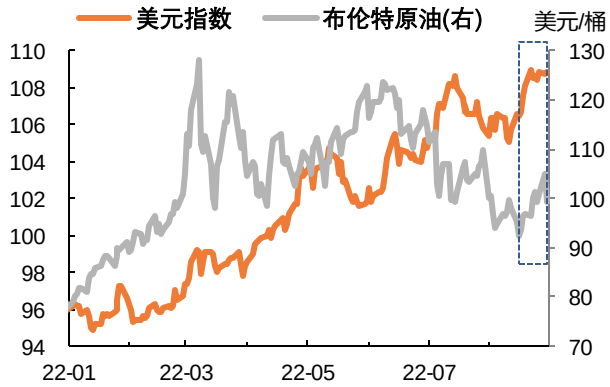
近期美元走强的直接推手有二：一方面，杰克逊霍尔会议前后，市场对于美联储紧缩放缓的预期被纠偏；另一方面，欧洲能源危机再度升级，激发了美元的避险属性。而美元走强背后还有一条重要的“暗线”，即近期国际能源价格的反弹。能源紧缺与全球通胀压力重新抬头，令本已千疮百孔的欧日经济雪上加霜，而美国经济呈现相对韧性，令美元资产更受追捧。未来能源危机的走向，或将持续成为美元指数的主线。

图表1　8 月 11 日以后美元指数反弹并创新高



资料来源: Wind,平安证券研究所

图表2　8 月中旬以后美元指数和国际油价同步上涨



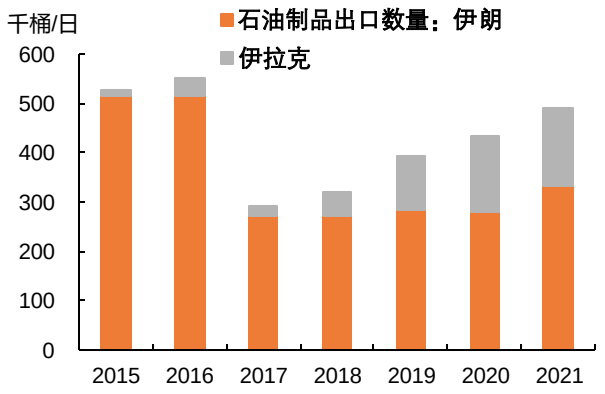
资料来源: Wind,平安证券研究所

1、国际油价反弹

国际油价自 8月中旬以后反弹，是本轮美元反弹最重要的背景。布伦特油价在 8 月 23 日重新“破百”，29 日收于 105 美元/桶，自 16 日的低点大幅上涨了 14%。**一方面，伊核协议尚未落地之际，欧佩克供给扰动再令市场担忧。**虽然有关伊核协议的谈判出现积极进展，但欧佩克+集团在油价松动之际便传递了可能考虑减产的信号，以对冲伊核谈判对油价的威胁。此外，8 月 27 日利比亚国内发生暴乱、8 月 29 日伊拉克因国内政治动荡而宣布全国宵禁。2017 年以来，随着伊朗石油出口的断崖式下滑，伊拉克石油出口快速增加，截至 2021 年已基本弥补了伊朗石油出口的缺口。在伊朗协议尚未真正达成的背景下，伊拉克作为欧佩克的第二大产油国，其供给变数更令市场担忧。**另一方面，欧洲能源危机与国际天然气价格再涨，带动油价上扬。**石油和天然气价格走势本身具备高度相关性。8 月 15-29 日，英国天然气在短短两周内大涨 62%，并超过今年 3 月俄乌冲突爆发初期水平（当时布伦特油价升破 120 美元/桶），天然气涨价对油价也形成向上牵引。

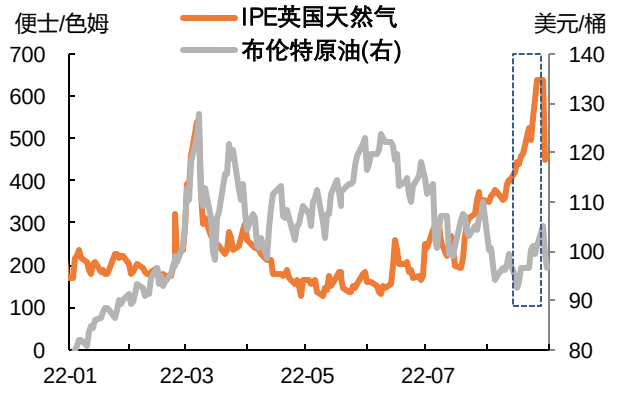
请通过合法途径获取本公司研究报告，如经由未经许可的渠道获得研究报告，请慎重使用并注意阅读研究报告尾页的声明内容。

图表3 近年伊拉克石油产品出口弥补伊朗供给的减少



资料来源:Wind,平安证券研究所

图表4 天然气价格跃升对油价形成向上牵引

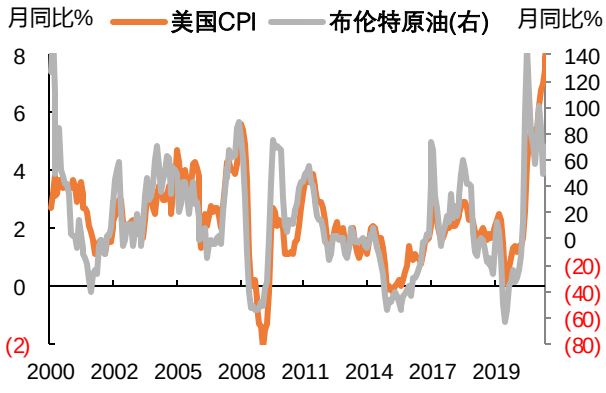


资料来源:Wind,平安证券研究所

2、美联储再“放鹰”

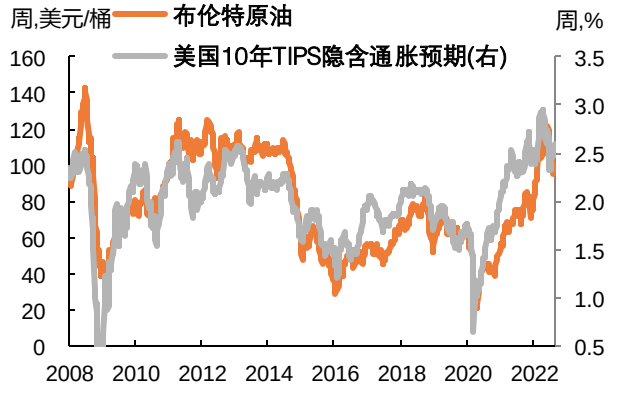
油价反弹威胁美国“通胀见顶”论，美联储更需强化紧缩预期引导。8月上旬公布的数据显示，美国7月CPI同比由9.1%大幅回落至8.5%，其中能源分项环比大幅下跌4.6%，市场立即交易美国通胀见顶，美元指数一度跌至105附近，距离7月高点回调3.2%。8月26日，美联储主席鲍威尔在杰克逊霍尔会议上的发言，被视为对市场宽松预期的纠偏。事实上，8月中旬以来，布拉德、戴利、乔治、卡什卡利等多位美联储官员已经释放鹰派信号。就连平日最为鸽派的戴利，也愿意考虑9月加息75bp的选项。CME统计的9月会议加息75bp的概率由8月中旬的40%逐步上升至当前的70%以上。而美联储“放鹰”与近期油价反弹不无关系。美国CPI通胀率历来与国际油价走势具备较强的相关性，油价回升令美联储怀疑7月通胀放缓的持续性。此外，国际油价也是牵动美国金融市场通胀预期的重要变量，油价水平与美国10年期TIPS国债隐含通胀预期有良好的相关性。正如鲍威尔最新讲话提到，历史经验已令美联储充分认识到通胀预期的重要性。油价的反弹势必对通胀预期形成扰动，美联储急于表达对紧缩的坚持，也是出于管理通胀预期、维护货币政策信誉的目的。

图表5 美国CPI增速与国际油价增速高度相关



资料来源:Wind,平安证券研究所

图表6 美债通胀预期与国际油价水平高度相关



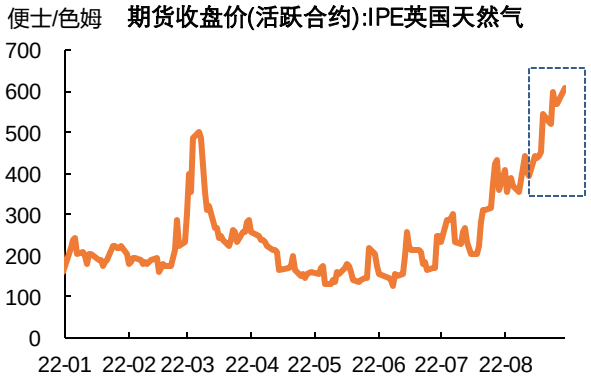
资料来源:Wind,平安证券研究所

3、非美经济承压

请通过合法途径获取本公司研究报告，如经由未经许可的渠道获得研究报告，请慎重使用并注意阅读研究报告尾页的声明内容。

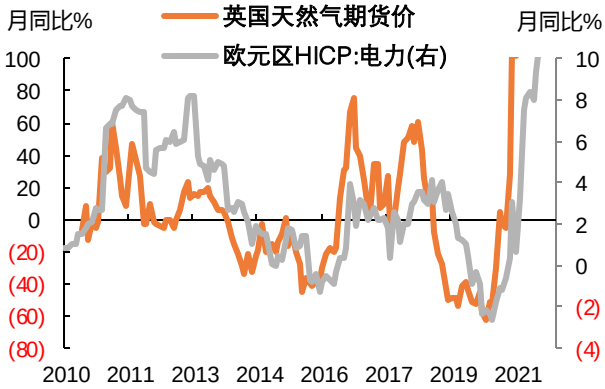
欧元区能源供给遭遇天然气管道停运、夏季高温等更多意外扰动，令欧元汇率进一步承压。8月22日至29日，欧元兑美元汇率持续低于平价，续刷近二十年新低。7月中旬，欧元兑美元也曾短暂触碰“平价”，当时北溪1号管道因检修停运，被市场猜测为俄罗斯断供天然气的机会。后来北溪1号部分恢复，欧元汇率也有所回升。然而，8月下旬俄罗斯又宣布北溪一号管道将于8月31日起停运3天，类似担忧卷土重来。此外，夏季高温使欧洲能源危机再度升级：首先，高温环境增加用电需求。其次，欧盟电力来源中，天然气等传统能源占比36%，仍是重要组成部分，而天然气价格与欧元区HICP电力分项走势也有很高的相关性。再次，高温和干燥气候，令原本处于季节低位的德国莱茵河水位在8月中旬降至历史低点，可能阻碍包括石油、煤炭在内的货物水运，进一步加剧能源紧缺。上述因素助推下，欧元区成本推动型通胀问题日趋严峻，7月HICP同比增速高达8.9%，已超过同期美国CPI增速，令市场对欧洲通胀形势更为悲观。8月26日，欧央行官员称或将在9月会议上讨论加息75BP，欧元汇率短暂反弹至1以上，但很快回落。**欧央行大幅加息很难缓解能源危机，反而增大欧元区经济金融风险，继而对欧元汇率的提振非常有限甚至走向反面。**

图表7　8月中旬后英国天然气价格快速上涨



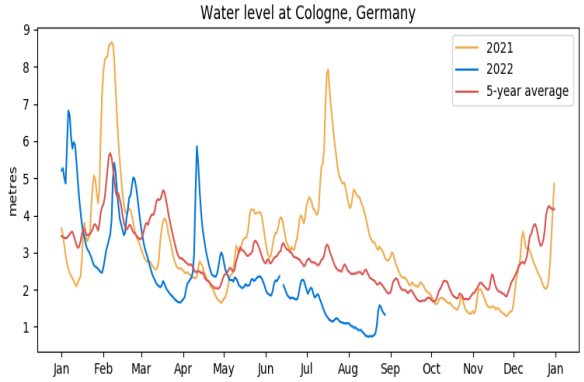
资料来源:Wind,平安证券研究所

图表8　欧洲天然气与电力价格高度相关



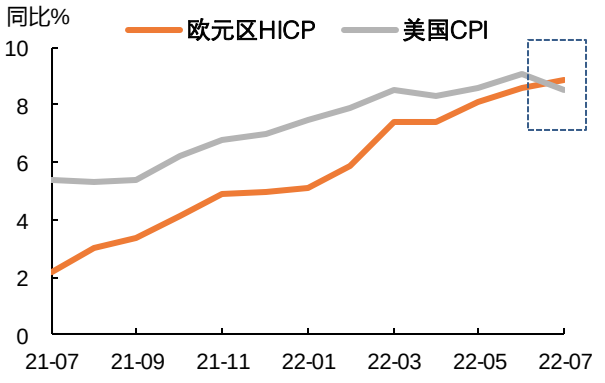
资料来源:Wind,平安证券研究所

图表9　今年8月中旬德国莱茵河水位降至历史低点



资料来源:Rhineforecast.com,平安证券研究所

图表10　欧元区7月标题通胀率超过美国



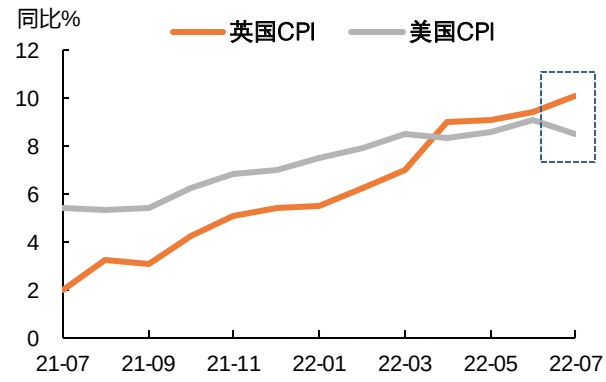
资料来源:Wind,平安证券研究所

无独有偶，英国“滞胀”压力赶超欧元区，英镑贬值加速。8月中旬以来，英镑贬值速度快于欧元。截至8月30日，英镑兑美元汇率跌至1.1656，基本处于1985年以来最低水平。8月22日公布数据显示，英国7月CPI同比达到10.1%，刷新近四十年新高，两位数的通胀率凸显“滞胀”压力。和大多数欧元区国家一样，英国也正在遭受能源危机的严重打击。英国对天然气的依赖度高于欧盟，其电力来源中有约40%来自天然气。8月26日，英国宣布将从10月1日起将能源价格上限上调80%。此前，英国政府的价格管制导致能源批发和零售价格错位，一度引发批发商破产和能源供给减少的风险。放松

请通过合法途径获取本公司研究报告，如经由未经许可的渠道获得研究报告，请慎重使用并注意阅读研究报告尾页的声明内容。

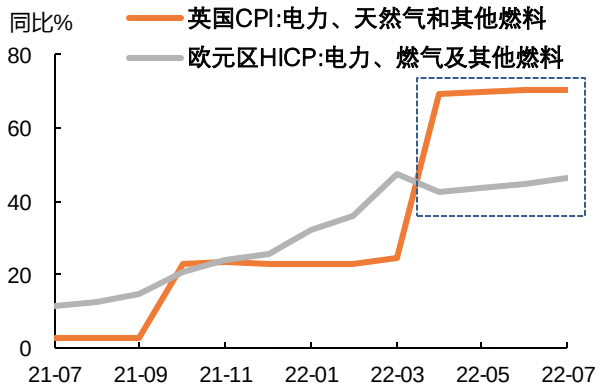
价格管制后，未来英国能源价格仍可能出现大幅上行。英国央行 8 月最新经济预测显示，英国 CPI 通胀率年内或超 13%、明年初或高达 15%。同时，英国央行“直言不讳”地预计，未来一年（至 2023 年三季度）英国实际 GDP 萎缩 2.1%，这可能是 2008 年国际金融危机以来持续时间最长的一次衰退。即便英国央行 8 月加息 50bp、自去年 12 月以来已累计加息 1.65 个百分点，但其遏制通胀的进展十分有限，不足以安抚市场对英国“滞胀”的担忧。

图表11 英国标题通胀率与美国拉开距离



资料来源: Wind,平安证券研究所

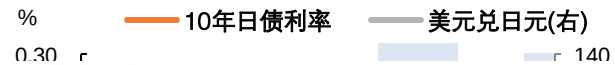
图表12 英国能源通胀压力超过欧元区



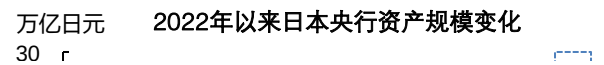
资料来源: Wind,平安证券研究所

日本经济虽不在能源危机的震中，但日元汇率仍受到能源涨价的直接影响，以及美债利率攀升的间接冲击。8 月中旬以来，日元兑美元贬值幅度大于 7 月上旬。今年以来，日元汇率的命运也和国际能源形势紧密捆绑，每当国际油价触及高点时，日元都加速贬值。**首先，**由于日本高度依赖能源进口，国际能源涨价直接增加了日元兑美元的换汇需求；**其次，**无论是出于通胀预期上升，还是紧缩预期强化，美债利率往往跟随油价上涨，美日国债利差走阔加大日本资金外流压力；**再者，**日债利率也随美债利率而上扬，并重新接近日本央行收益率曲线控制目标，迫使日本央行扩大购债、日元货币供给被迫增加。8 月 22 日，10 年美债利率重回 3%上方，10 年日债利率也随即升破 0.23%、8 月 29 日收于 0.254%，时隔近两个月再度“破位”（超过 0.25%的政策上限）。8 月中旬以后，日本央行持有国债规模仍在上升，而新的变化在于其总资产规模也不再下降。此前，日本央行通过大幅减持“贷款”而起到实际缩表的效果，但 8 月以来不再减持，继而总资产规模开始回升，日元汇率承受的压力可能加剧。

图表13 10 年日债利率接近 0.25%时，日元急速贬值



图表14 8 月以后，日本央行增持国债且总资产规模上升



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_45764