

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。

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%。

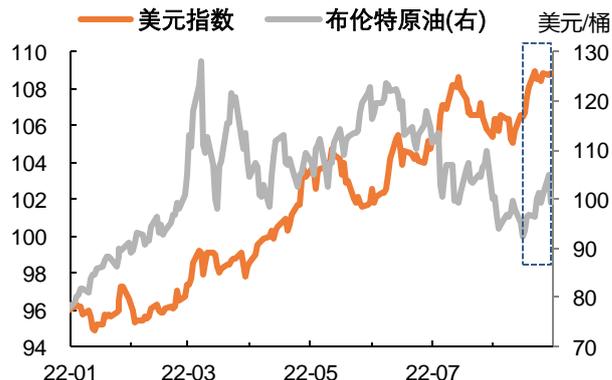
近期美元走强的直接推手有二：一方面，杰克逊霍尔会议前后，市场对于美联储紧缩放缓的预期被纠偏；另一方面，欧洲能源危机再度升级，激发了美元的避险属性。而美元走强背后还有一条重要的“暗线”，即近期国际能源价格的反弹。能源紧缺与全球通胀压力重新抬头，令本已千疮百孔的欧日经济雪上加霜，而美国经济呈现相对韧性，令美元资产更受追捧。未来能源危机的走向，或将持续成为美元指数的主线。

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

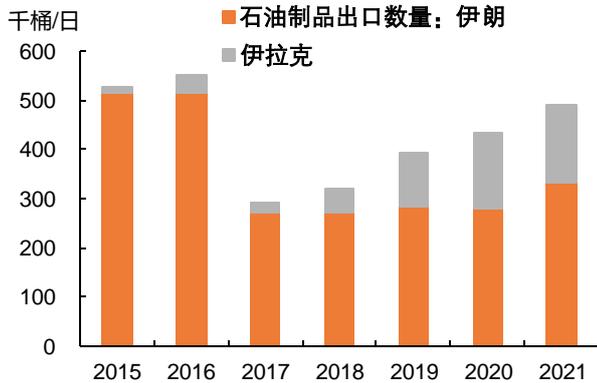


资料来源: Wind, 平安证券研究所

1、国际油价反弹

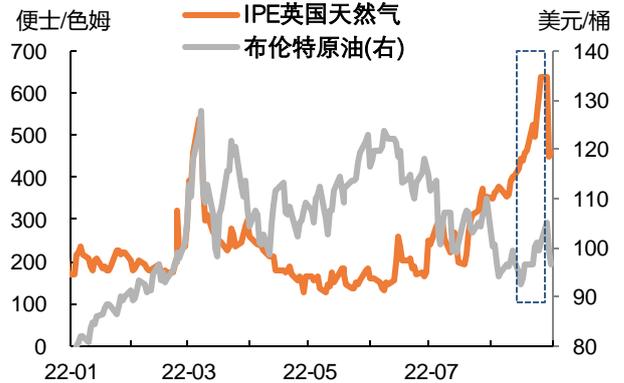
国际油价自8月中旬以后反弹，是本轮美元反弹最重要的背景。布伦特油价在8月23日重新“破百”，29日收于105美元/桶，自16日的低点大幅上涨了14%。一方面，伊核协议尚未落地之际，欧佩克供给扰动再令市场担忧。虽然有关伊核协议的谈判出现积极进展，但欧佩克+集团在油价松动之际便传递了可能考虑减产的信号，以对冲伊核谈判对油价的威胁。此外，8月27日利比亚国内发生暴乱、8月29日伊拉克因国内政治动荡而宣布全国宵禁。2017年以来，随着伊朗石油出口的断崖式下滑，伊拉克石油出口快速增加，截至2021年已基本弥补了伊朗石油出口的缺口。在伊朗协议尚未真正达成的背景下，伊拉克作为欧佩克的第二大产油国，其供给变数更令市场担忧。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。

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

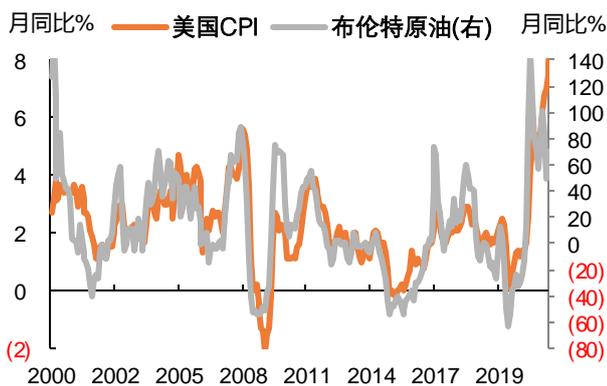


资料来源: Wind, 平安证券研究所

2、美联储再“放鹰”

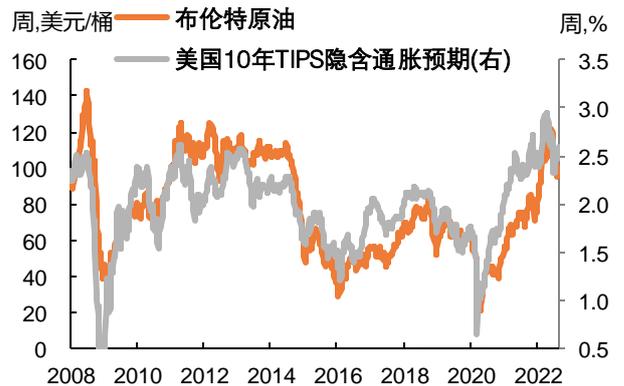
油价反弹威胁美国“通胀见顶”论，美联储更需强化紧缩预期引导。8月上旬公布的数据显示，美国7月CPI同比由9.1%大幅回落至8.5%，其中能源分项环比大幅下跌4.6%，市场立即交易美国通胀见顶，美元指数一度跌至105附近，距离7月高点回调3.2%。8月26日，美联储主席鲍威尔在杰克逊霍尔会议上的发言，被视为对市场宽松预期的纠偏。事实上，8月中旬以来，布拉德、戴利、乔治、卡什卡利等多位美联储官员已经释放鹰派信号。就连平日最为鸽派的戴利，也愿意考虑9月加息75bp的选项。CME统计的9月会议加息75bp的概率由8月中旬的40%逐步上升至当前的70%以上。而美联储“放鹰”与近期油价反弹不无关系。美国CPI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

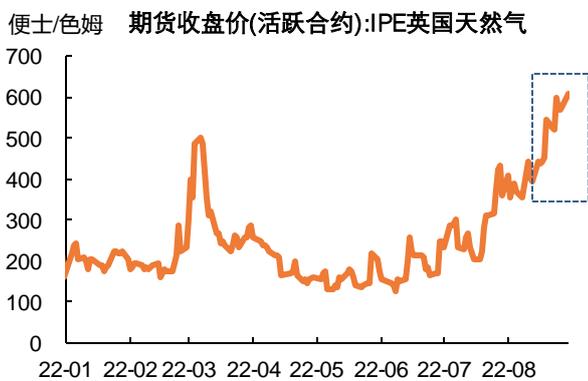


资料来源: Wind, 平安证券研究所

3、非美经济承压

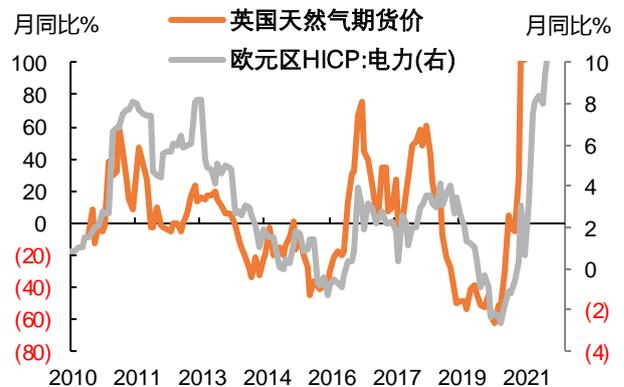
欧元区能源供给遭遇天然气管道停运、夏季高温等更多意外扰动，令欧元汇率进一步承压。8月22日至29日，欧元兑美元汇率持续低于平价，续刷近二十年新低。7月中旬，欧元兑美元也曾短暂触碰“平价”，当时北溪1号管道因检修停运，被市场猜测为俄罗斯断供天然气的机会。后来北溪1号部分恢复，欧元汇率也有所回升。然而，8月下旬俄罗斯又宣布北溪一号管道将于8月31日起停运3天，类似担忧卷土重来。此外，夏季高温使欧洲能源危机再度升级：首先，高温环境增加用电需求。其次，欧盟电力来源中，天然气等传统能源占比36%，仍是重要组成部分，而天然气价格与欧元区HICP电力分项走势也有很高的相关性。再次，高温和干燥气候，令原本处于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



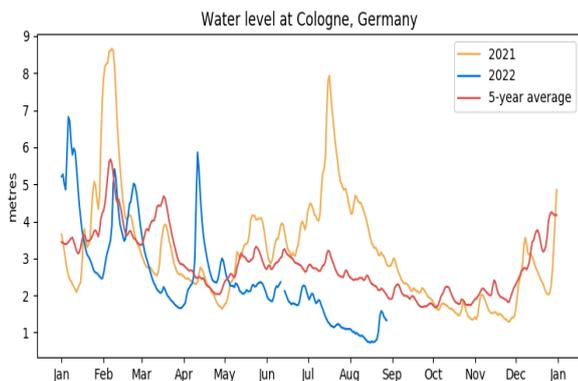
资料来源: Wind,平安证券研究所

图表8 欧洲天然气与电力价格高度相关



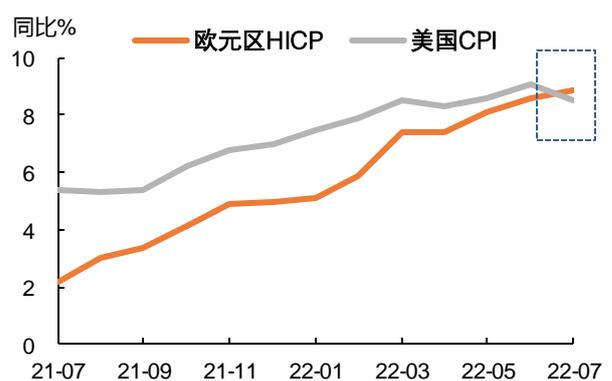
资料来源: Wind,平安证券研究所

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

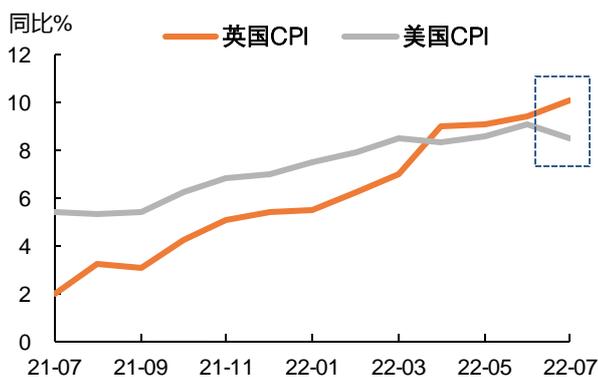


资料来源: Wind,平安证券研究所

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

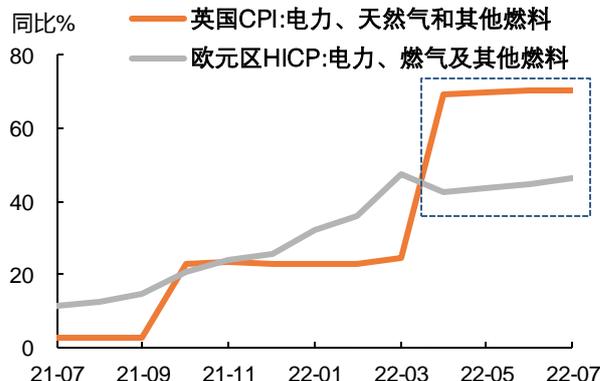
价格管制后，未来英国能源价格仍可能出现大幅上行。英国央行 8 月最新经济预测显示，英国 CPI 通胀率年内或超 13%、明年初或高达 15%。同时，英国央行“直言不讳”地预计，未来一年（至 2023 年三季度）英国实际 GDP 萎缩 2.1%，这可能是 2008 年国际金融危机以来持续时间最长的一次衰退。即便英国央行 8 月加息 50bp、自去年 12 月以来已累计加息 1.65 个百分点，但其遏制通胀的进展十分有限，不足以安抚市场对英国“滞胀”的担忧。

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

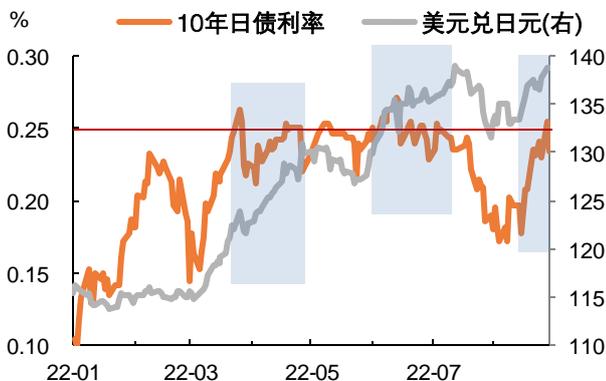
图表 12 英国能源通胀压力超过欧元区



资料来源: Wind,平安证券研究所

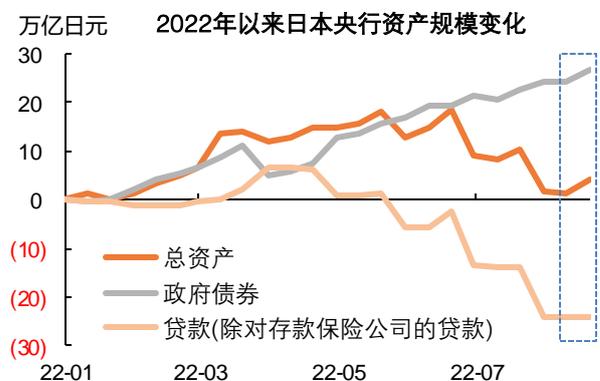
日本经济虽不在能源危机的震中，但日元汇率仍受到能源涨价的直接影响，以及美债利率攀升的间接冲击。8 月中旬以来，日元兑美元贬值幅度大于 7 月上旬。今年以来，日元汇率的命运也和国际能源形势紧密捆绑，每当国际油价触及高点时，日元都加速贬值。**首先**，由于日本高度依赖能源进口，国际能源涨价直接增加了日元兑美元的换汇需求；**其次**，无论是出于通胀预期上升，还是紧缩预期强化，美债利率往往跟随油价上涨，美日国债利差走阔加大日本资金外流压力；**再者**，日债利率也随美债利率而上扬，并重新接近日本央行收益率曲线控制目标，迫使日本央行扩大购债、日元货币供给被迫增加。8 月 22 日，10 年美债利率重回 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



资料来源: Wind,平安证券研究所

图表 14 8 月以后，日本央行增持国债且总资产规模上升

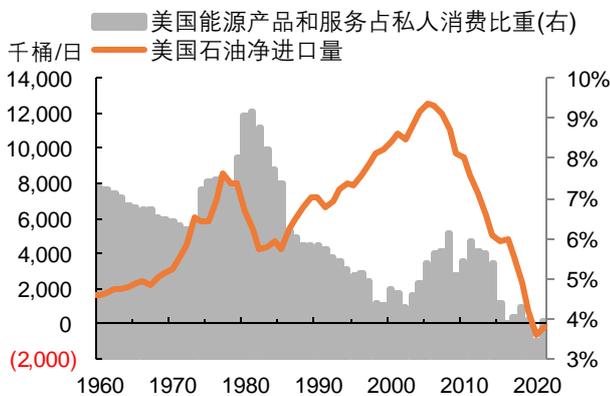


资料来源: Wind,平安证券研究所

4、“强美元”下一步

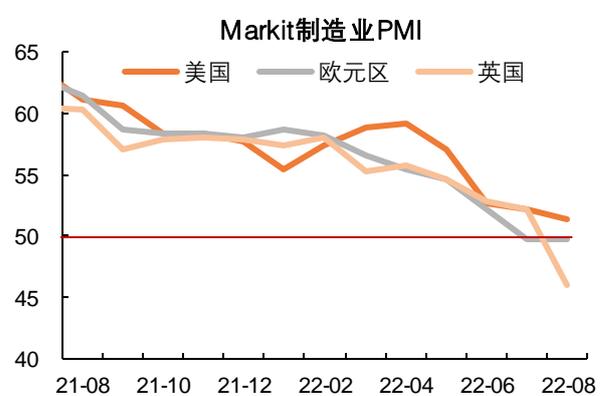
与欧英日形成对照，也是今年以来美元汇率不断走强的根本原因，是美国经济在能源危机环境中保持相对韧性。一方面，美国经济对能源的依赖性远低于欧洲和日本等大多数发达经济体。2010 年页岩油革命后，美国能源消费占私人消费总额的比重显著下降，且美国已不再是石油净进口国，即便国际油价上涨仍会抬升美国通胀压力，但幅度有限。反观欧日，国际能源涨价不仅大幅增加其输入性通胀压力，还会直接抬升其进口成本、削弱其经济增长。另一方面，美国经济的相对韧性，也令货币紧缩更有底气，更令市场信服。美国 8 月 Markit 制造业 PMI 仍处于扩张区间，而英国和欧元区已经跌破枯荣线。对比来看，英国央行不得不面对经济衰退提早到来的挑战，欧央行紧缩还需兼顾欧债主权债市场风险。因此，即便英国和欧洲央行同处加息周期，英镑和欧元汇率也难有起色。日本通胀压力远小于美欧，日本央行短期大概率坚持“保债弃汇”的政策思路，从而对日元汇率的支持有限。

图表 15 对比上世纪，美国经济对能源的依赖性已然减弱



资料来源: Wind, 平安证券研究所

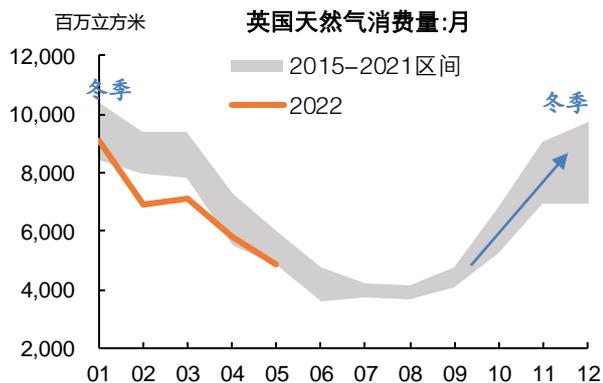
图表 16 美国经济景气好于英国和欧元区



资料来源: Wind, 平安证券研究所

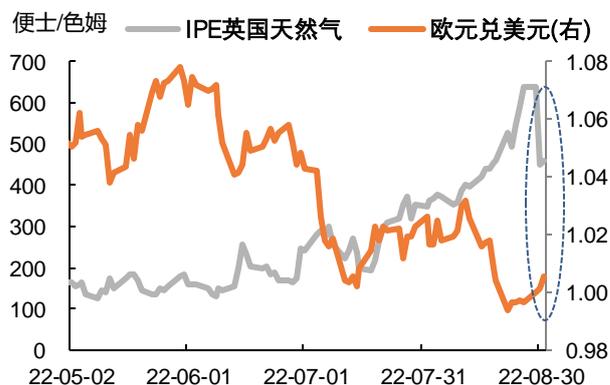
往后看，美元指数短期未必已经“见顶”，未来仍有概率上探。首先，随着冬季来临，欧洲能源需求仍有上升空间，能源紧缺问题有可能进一步恶化。以英国天然气消费为例，历年冬季消费需求为夏季的 2 倍以上。其次，当前英国和欧元区经济尚未陷入实质性衰退，而当衰退真正来临时，货币政策未必还能坚持强力紧缩，汇场情绪可能更为悲观。最后，美联储紧缩的外溢效应仍将不断显现。今年 6 月欧洲和日本债券市场经历大幅波动，正凸显了非美金融市场的脆弱性与紧张感。在“能源危机”的底色之下，非美经济金融风险难以排除。当然，上述情形会否兑现，具体还取决于非美经济体能否实现能源领域的“自我救赎”。正如 8 月 28 日德国政府宣布，天然气库存储备速度超预期，该消息令天然气和电力价格大幅回落，欧元兑美元汇率在 30 日重回平价之上。

图表17 英国冬季天然气消费需求是夏季的2倍以上



资料来源: Wind,平安证券研究所

图表18 8月30日以后天然气价格回调,欧元汇率反弹



资料来源: Wind,平安证券研究所

最后一个问题,美元何时触顶? 短期看,市场或需看到国际“能源危机”出现实质缓和,使非美经济金融压力下降,从而非美货币汇率得以喘息;中期看,“能源危机”终将威胁美国经济前景,在美联储强力紧缩之下,美国经济衰退风险真正兑现之时,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。

平安证券研究所投资评级：

股票投资评级：

- 强烈推荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 20% 以上）
- 推 荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 10% 至 20% 之间）
- 中 性（预计 6 个月内，股价表现相对沪深 300 指数在 $\pm 10\%$ 之间）
- 回 避（预计 6 个月内，股价表现弱于沪深 300 指数 10% 以上）

行业投资评级：

- 强于大市（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 5% 以上）
- 中 性（预计 6 个月内，行业指数表现相对沪深 300 指数在 $\pm 5\%$ 之间）
- 弱于大市（预计 6 个月内，行业指数表现弱于沪深 300 指数 5% 以上）

公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师（一人或多人）就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。

平安证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的，本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。

市场有风险，投资需谨慎。

免责条款：

此报告旨在发给平安证券股份有限公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其他人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券股份有限公司 2022 版权所有。保留一切权利。

平安证券

平安证券研究所

电话：4008866338

深圳

深圳市福田区福田街道益田路 5023 号平安金融中心 B 座 25 层
邮编：518033

上海

上海市陆家嘴环路 1333 号平安金融大厦 26 楼
邮编：200120
传真：(021) 33830395

北京

北京市西城区金融大街甲 9 号金融街中心北楼 16 层
邮编：100033