

全國氣溫逐步變熱，煤炭及電力進入旺季。與往年不同，今年煤炭及電力資源十分緊張，部分區域被迫降低工業生產負荷。2007年以後全國層面的拉開限電現象極少出現，當前煤炭和電力資源如此緊張的癥結在哪裏，缺煤缺電將持續到什麼時候，並最終對經濟造成怎樣的影響？

電荒難題秋後緩解



▲當前煤礦庫存保持在極低水平，預計未來原煤供給或依然存在約束。

席前
論道



周君芝

方正證券
首席宏觀分析師

目前全國電力緊缺的三點原因：

1. 電力需求因製造業擴張而走關

電力大致對應企業生產（一二三產業）和居民生活用電需求。去年下半年以來全國用電增速保持在10%以上，今年6月份全社會用電量已接近去年8月份旺季水平。去年下半年以來用電量高增速，背後原因是出口大幅擴張帶動中國製造業生產大幅走強，反映在數據上體現為二產用電佔比一改2017年以來的下滑態勢，逆勢增長。

2. 電力供給存在地區結構平衡問題

目前內地發電主要由火電和水電貢獻，如果部分省份遇到乾旱，火電供給壓力便增加。這也是二季度部分省份缺電的重要原因之一。

中國電力資源供給和用電需求區域分布不平衡。中國用電主要集中在沿海省份，發電主要集中在西北和西南地區。西北煤炭資源豐富，火力發電供給較多；西南水資源豐富，水電供給較為充裕。去年三季度，西南地區水電供給能夠足額跟上，緩解了南方電力緊張，最終沒有產生較明顯的電力供需缺口。

然而，近年來西部地區電力供給狀況有所變化。高耗能產業不斷轉移至西部地區，例如大量電解鋁項目在雲南投產，煤化工項目在西北省份投產，西南和西北作為傳統電力的供給輸出省份，它們自身的用電量也開始擴張，向外輸送的電量增速較前幾年有所下降。最終傳統耗電大省，尤其是沿海省份電力資源開始緊張。

3. 電力供給存在能源行業結構問題

過去幾年國家積極布局的未來電力能源投資，主要集中在光伏、風電等可再生能源。光伏、風電是未來能源主要發展方向，但對解決當前電力缺口幫助有限。就目前而言，當期發電主要還是依靠火電和水電。

火電非常重要，除了提供70%的全國發電量，火電還承擔着調峰功能。目前儲能技術尚未成熟，電力負荷峰谷差逐步拉大，火電投資下滑會帶來電力平衡問題。

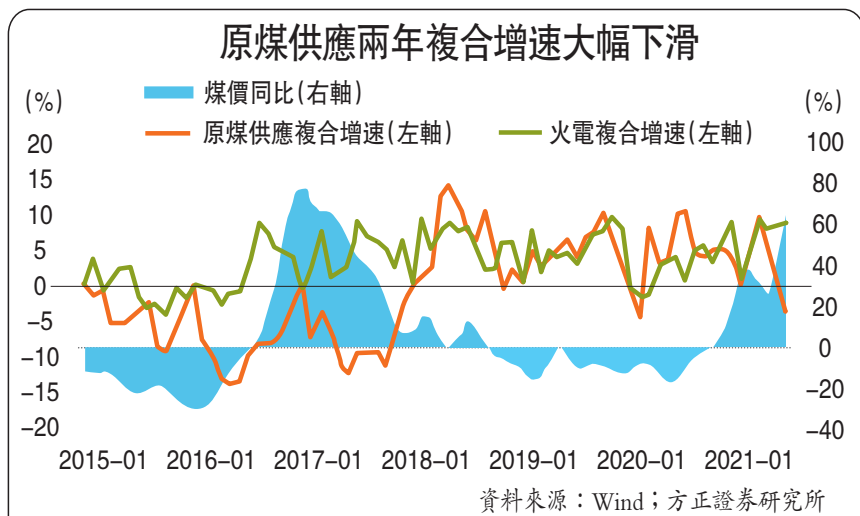
水電季節性較明顯，且對降雨量有要求。如果西南地區出現乾旱，可能引發華南地區電力資源緊張。反之，上游來水較多，電力缺口也能得到相當程度改善。

目前全國煤炭緊缺的三點原因：

1. 下游電力需求異常擴張

煤炭下游需求基本可劃分為四類，分別是電廠、建材、冶金、化工。電廠需求佔煤炭總需求的一半左右。可以說，發電需求深刻影響煤炭價格，尤其影響動力煤價格。

六大電廠日耗數據顯示，電廠日耗最旺時候在每年8月，但是今年7月初的日耗已接近往年最高水平。隨着全國氣溫的不斷變暖，電廠日耗還有進一步上升的空間。可見當前煤



資料來源：Wind；方正證券研究所

炭對應的下游發電需求非常旺盛。

2. 煤炭供應面臨內外雙重約束

內地供給端方面，西北主產地原煤供給依舊存在供給約束。內地原煤產量3-6月同比增速分別為-0.2%、-1.8%、-0.6%、-5.0%，此前市場預計主產地的原煤供給將在7月1日後放量，但高頻數據顯示主產地的產量並未大幅擴張。當前煤礦庫存也保持在極低水平，預計未來原煤供給或依然存在約束。

煤炭進口方面，進口煤可作為煤炭供給補充，但今年進口量弱於近年同期水平。今年1-6月份原煤進口量僅為1.39億噸，相較2018年-2020年同期進口量分別少了663萬噸、1493萬噸、3443萬噸。保供政策下，近期港口加快煤炭通關，6月煤炭日均進口量增加了10萬噸，但是年化供給增量僅佔全年需求的1%左右。

歷史上中國煤炭進口主要來自印尼、蒙古國和澳洲。正常情況下，蒙古運往內地的煤炭車數在800車左右。受制於疫情因素，今年蒙古國通過車輛長期保持在200車以下。來自澳洲方面的進口受到一定政策方面的影響。為了應對進口煤的不足，內地加大對印尼等國的煤炭採購力度，但是尚不足以彌補澳煤和蒙煤的缺口。

3. 二季度煤炭庫存並未累積

庫存端，今年主流港口庫存存在二季度並未累積，加劇煤炭在應對炎熱天氣時的不確定性。

電廠煤炭庫存的絕對值看似和2016、2017年相當，但是考慮到日耗增長，電廠煤炭庫存可用天數處在歷史同期極低水平。

本輪煤電緊缺的三點判斷：

1. 煤電緊缺將演繹到什麼時候？

我們可以根據製作大宗商品供需平衡表思路大致測算出電力資源供需缺口。

電力需求方面，我們用歷史同期的環比均值來代理今年7至12月電力需求環比變化。根據歷史經驗，7、8月全社會用電量將達到最高峰。

電力供給方面，近兩年可再生能源併網量較大，我們假定風電、太陽能發電量的同比增速達到30%，水利發電遵循季節性特徵，核電增速相對保持高速增長，以此推算未來火電應發量。

2020年11月和2021年6月，當時既不需要拉開限電，發電設備利用小時數也沒有過於寬鬆，季節性角度

看這兩個處於電力需求淡旺季的切換點，因此我們將這兩段時間的火電供給情況判定為電力資源平衡點。我們發現日均火電發電量超過160億度時，可能出現電力供應的結構性緊張，部分區域或部分企業將有可能被迫減少用電。

根據電力資源供需平衡表，今年7-8月以及11-12月這兩段時間的火電應發電量較高。考慮到8月水利發電量的季節性下滑，8月火電應發電量要高於7月份。入秋之後，電力資源緊張大概率會得到明顯緩解。若下半年出口維持韌性，尤其11-12月還有超20%出口增速，這種情況下今年11-12月還將迎來第二輪用電高峰。

當前部分工業企業已經有序限電，預計8月全社會對火電還有5%需求尚未得到滿足。應對這5%的新增需求，未來火電廠的應對操作是推高發電設備利用小時數，同時加大對煤炭的採購。

2. 影響中下游製造業生產和出口發貨

電力短缺可能壓低工業產出。回顧2010年，當時拉開限電之後，工業增加值，尤其是重工業工增同比大幅走低。當時PPI高位維持，顯然工業生產收縮並非由於需求和利潤下滑所致。根據我們的電力供需平衡表測算，今年7-8月電力仍維持相對緊缺，工業生產可能會受到一定影響。

另一方面，本輪電力需求主要受出口推動。按此線索理解，電力不足還可能進一步導致出口訂單延期。我們認為5月份出口增速放緩，其中一個很重要的原因就是沿海地區工廠有序用電。

3. 影響利潤在上中下游行業間分配

電力短缺還可能會導致部分高耗能產業的開工負荷下滑。2021年5月後電解鋁產業鏈已經初步顯現類似跡象，若未來缺電進一步加劇，短流程煉鋼、電石及下游合金產業鏈、鋅冶煉等行業供給可能都會受到一定衝擊。

下游方面，缺電對能化行業下游的影響可能會大於基本金屬的下游，例如塑料、PVC等可能受缺電的影響較大，這點我們可以參考2020年四季度時各商品下游的表現。

綜合來看，煤炭和電力緊缺可能導致鋼鐵、鐵合金、電解鋁、電石、煤化工等產業鏈的產能利用率被抑制，利潤或將維持高位。

美經濟修復未見頂

春
實
秋
華



梁中華

海通證券
首席宏觀分析師

近期美債收益率大幅下行，引發對美國經濟增長的擔憂。當前美國經濟恢復的主要瓶頸仍是供給端，因此

面臨一定的「類滯脹」壓力。但只要疫情管控逐漸放鬆，美國經濟仍會延續復甦，尤其是之前受壓制比較大的服務業消費，有望支撐整體消費繼續上行，經濟將從「類滯脹」轉向「再通脹」，本輪美國經濟修復並未見頂。

美國經濟主要依賴消費，從歷史上來看，美國居民消費的增長和居民收入增長是一致的，很少出現長時間背離的情況。去年疫情爆發後，居民收入不僅沒有下降，反而一直高增長，而消費增速卻遠遠落後於收入。這說明，肯定是有收入以外的因素限制了美國居民的消費行為，這種因素是什麼呢？很明顯是新冠疫情的管控。

這一點從美國的消費結構也能夠看出來。去年新冠疫情爆發後，美國商品消費受到疫情管控影響較小，已經飆升至比疫情之前還高的水平，但是服務消費卻距離正常水平還相去甚遠。

美國的商品消費增速或已見頂了，那麼服務類消費還有沒有修復空間呢？明顯是有的。首先，從收入和消費的關係來看，美國居民收入並沒有受到疫情的影響，反而增速更高，理論上來說，美國居民消費增速也應該更高才對，這一點從商品消費的高增長也可以看得出來。但現在服務類消費增速還處於比較低的位置，隨着美國疫情管控措施的放開，服務類消費增速有更大的提升空間。

其次，從絕對水平來看，即使在2008年金融危機時美國居民收入大幅下降、財富明顯縮水的情況下，當時美國服務消費也只是回落至正常水平的94%，而當前美國居民收入大幅增長、財富明顯增值的情況下，服務消費也只恢復到正常水平的94%附近。所以從絕對水平來看，美國居民服務消費也有進一步提升的空間。

最後，從波動率角度來看，美國商品消費的波動率明顯要大於服務消費。例如，在金融危機後，美國消費整體下

滑，但商品消費的跌幅要遠遠大於服務消費。在其他時期面臨外部衝擊時，服務消費受到的影響也要小於商品消費。而服務消費當前比商品消費要差得多，也說明有比較大的改善空間。

看完消費，我們再來考察需求端的另一個變量——投資。從歷史上來看，美國投資活動和工業生產活動是高度相關的，所以我們不妨通過工業活動來觀察投資。

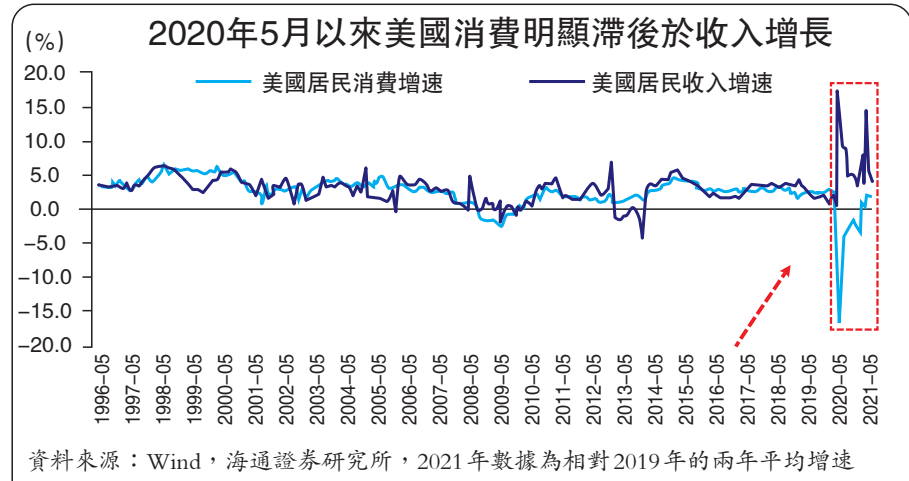
截至5月份，美國商品消費增速（兩年平均增長）為10%，但是製造業生產增速（兩年平均增長）只有-0.5%，二者之間的缺口是過去四十年最高的。在需求這麼好的情況下，美國的生產為何沒有起來？其實核心原因還是因為疫情和之前的高額補貼限制了供給。當前美國製造業就業只恢復到疫情之前的96%，還有比較大的缺口。疫情防務放鬆，補貼減少，或許有助於美國製造業繼續改善。

從「類滯脹」到「再通脹」

當前美國經濟依然受到疫情防務影響，服務業和製造業供給端依然受到限制，但需求端依然很強勁。由於供給和需求錯配，美國通脹水平仍在大幅上行。6月美國整體CPI同比達到5.4%，核心CPI同比也有4.5%，基本上是過去三十年最高的水平。儘管有基數因素的影響，但6月核心CPI環比也有0.8%，也是過去三十年最高的。尤其是管控措施逐漸放開後，服務業的通脹壓力已經在顯現出來，美國當前面臨的是類滯脹環境。

隨着管控措施逐漸放開，高額補貼政策逐漸撤出，美國經濟供給端的壓力有望緩解，經濟可能從「類滯脹」走向「再通脹」，經濟大概率還是延續修復的趨勢。

從政策上來看，當前的就業和通脹條件都好於2013年，而且接下來會延續修復；市場上的美元流動性也處於過剩的狀態，已經不需要太多的美元刺激，美聯儲其實是具備Taper（減少購債）條件的。三季度依然是美聯儲逐步明確Taper信號的窗口期，三季度美債利率或重回上行，美元指數也大概率走高，整體美元流動性是收緊的趨勢，或對新興市場構成一定影響，這仍是下半年需要重點關注的政策變化。



資料來源：Wind，海通證券研究所，2021年數據為相對2019年的兩年平均增速

「大叔」買樓要留神

樓
按
明
鑒



曹德明

經絡按揭轉介
首席副總裁

近期剛完結的熱播劇集掀起不少話題，主角之一的大叔上司情場失意，更被公司降職，甚為可憐。

「大叔」泛指中年男性，但每個人對大叔年齡的定義都不一致，在一個日本訪談節目上，亦透過街訪，得出「大叔」定義橫跨40至60歲。而男人四十為不惑之年，心態開始成熟穩定，亦有一定經濟實力，部分人或早已生兒育女，為家庭掙扎。此外，男人四十亦是置業年齡，根據經絡按揭研究部的內部數據顯示，有多達四成客戶年齡介乎於41至60歲，成為當中最大群組。

雖然大叔沒有一個正統的年齡界定，但在按揭申請中卻有明確的年齡限制。根據金管局指引，銀行可提供的按揭還款年期最長為30年，而銀行審批還款年期時，一般以「70或75減人齡」計算，而各間銀行取態略有不同。

試舉一例，大叔A及大叔B各自申請按揭，而該銀行以「75減人齡」計算，大叔A現時45歲，申請按揭時，最盡可借75-45=30年。而大叔B現時55歲，申請按揭時，最盡可借75-55=20

年，兩者最長按揭年期的差距多達10年。

可考慮近親擔保

雖然銀行一般會以「70或75減人齡」計算，但事實上，仍有個別銀行或會因應申請人自身狀況作出調整，如借款人的職業為老闆級以上、公務員或某部分專業人士，收入更為穩定，銀行或有機會以「80減人齡」計算最長還款年期。也因此，雖然申請人的年紀是一項重要考慮因素，但銀行亦有機會因申請人的收入及工種穩定性而調節還款期。

香港寸金寸土，要上車很多時都要借到盡，包括借盡按揭成數或還款年期，根據金管局住宅按揭統計調查結果顯示，今年5月份的按揭平均還款年期為329月，即27.4年，近乎借到盡。而大叔申請按揭，有機會面對年期不足而導致每月供款額，以及供款與入息比率的門檻有所上升。如「一支公」申請按揭，或有機會未能通過入息門檻。有需要時，可找近親作擔保人，或銀行計算還款期的方法是以「75減借款人或擔保人之中較年輕的一位」，即如大叔B找弟弟作擔保人，弟弟為35歲且收入可觀，計算方法可以75-35計算，按揭貸款年期最長可借30年，最終批核情況以相關銀行為準。