

# 2022年冬季動力煤價格料再上漲

全球觀察

劉志成、戴東雲 中銀國際研究有限公司

受四川乾旱影響，2022年9月全國水力發電量同比下降30%（2022年6月同比上漲30%）。迭加極端高溫天氣的影響，全國電力需求快速增長。2022年9月全國水力發電量同比增加7%。筆者預計今年冬季動力煤價格將會上漲。主要基於：

（一）經濟增速預計提升。2022年前9個月基建投資同比增速為11.2%（上半年增速為9.3%）。此外地方政府也出台多項措施刺激地產銷售，如取消限購、降低貸款利率等。同時政府也明確了「保交樓」政策，積極推進地產完工。

（二）水力發電量預計疲軟。今年8月至9月水力發電量走低，9月以後降雨量進入淡季，預計明年5月至8月雨季之前水電發電量難以大幅增長。水電疲軟下火電需求旺盛，從而刺激煤炭需求。

（三）煤炭進口量預計維持低位。2022年前9個月我國煤炭進口量僅同比增長1%，動力煤進口量同比下降8%。主要原因是海外動力煤價格高漲，2022年11月4日紐卡斯爾6,000大卡動力煤現貨價達362美元/噸，同比大漲1.4倍。預計全國煤炭進口量在明年春季前維持低位。

（四）煤炭庫存維持中低位。2022年11月7日秦皇島港煤炭庫存為426萬噸，低於500萬噸的安全水平。此外2022年10月27日全國重點電廠煤炭庫存為1.05億噸，庫存天數為25天，為過去5年同期的中間水平（18至29天）。

若冬季用煤高峰來臨前，港口和電廠的庫存水準未恢復到或維持在安全水平，將驅動現貨價格上漲。

2022年2月俄烏衝突爆發後，歐洲正逐

步切斷對俄羅斯能源供給的依賴。俄羅斯對歐洲的天然氣供應減少，歐洲試圖通過增加液化天然氣、石油乃至煤炭的購買量來彌補天然氣供應短缺，推高了國際煤價。

根據未來新增液化天然氣進口接收站的投產時間，預計至2025年歐洲才能完成天然氣供應源的切換。在此之前，歐洲將依賴煤炭等其他能源彌補天然氣缺口。國際煤價將逐步回落至正常水平。

因國際煤價高企，2022年全國煤炭進口量持續低迷。2022年3月發改委設定全年煤炭保供目標，要求年內新增煤炭產能3億噸。

需求方面，受大規模封鎖影響，預計2022年全國煤炭需求同比增加0.5%（2021年同增4.6%），2023年為2.5%。預計

2022年、2023年全國煤炭將供過於求。

此外，國內與國際煤價脫鉤。2022年5月，發改委設定了煤炭中長期價格合理區間和現貨價格合理上限。

## 中長期價格料漸下降

筆者認為因供應充足，明年國內動力煤價不會猛漲。發改委要求電煤100%簽訂中長期合同，而長協價格相對現貨價格較為平穩。因此，預計未來幾年國內動力煤現貨價格將逐步下降。筆者預計2022年、2023年及2024年秦皇島5,500大卡動力煤現貨價將為1,235元/噸、1,091元/噸及916元/噸。

筆者認為未來幾個月煉焦煤價格將進一步下跌，主要基於：1）鋼鐵產量季節性回落。秋冬季基於大氣污染治理，北方會進

行限產，需求預計疲軟。2）內蒙古煤炭進口量增加。2022年7月塔本陶勒蓋一鳴順蘇海圖鐵路建成通車。相對於公路運輸，這條鐵路將蒙古國至中國邊境的煤炭運輸費從32美元/噸下降至8美元/噸，並且煤炭運輸量可達5,000萬噸/年。

## 煉焦煤價格續下跌

2022年9月，全國煤炭進口量同比增長1%，其中蒙古國是主要增量。2022年9月自蒙古的煉焦煤進口量達321萬噸，是2020年11月以來的最高值。預計未來蒙古國煤炭進口量進一步增加，這將增加供給並進一步降低國內煉焦煤價格。筆者預計2022、2023、2024年山西柳林硬焦煤現貨價分別為2,675元/噸、2,130元/噸、1,930元/噸。

# 重大因素現曙光 市場氣氛有改善

百家觀點

涂國彬 永豐金融資產管理董事總經理

今年以來，幾個重大因素，幾乎便可以概括環球宏觀形勢。一是疫情變種後，復常過程如何，將影響供應鏈的正常程度，以至影響緩和疫情後一度出現的物價壓力的步伐。二是貨幣政策繼續收緊，面對通脹預期高企，央行不得不加息，復有量寬的退市縮表，這些都是旨在把通脹預期壓至較可接受的水平。三是地緣局勢漸見升溫，俄烏衝突似乎仍未有平息跡象，而中美的博弈亦是全球焦點。

▶市場聚焦美國通脹數據低於外界預期，雖然單憑一個數據，並不足以成為趨勢，但已相當令人鼓舞。



資料圖片

幸好，上述形勢有所改善，投資者見證於金融市場上，便是上周連番好消息，投資者當然歡迎之至。套用流行用語，沒有最好，只有更好。

以市場焦點最關心者，首推美國通脹數據低於外界預期一事。雖然，單憑一個數據，並不足以成趨勢，但已經相當令人鼓舞，很多人認為，美國通脹已經見頂，回落趨勢遲早形成，故此先下手為強，直接押注美聯儲下月議息，主流意見已由75點子轉為50點子。

## 下月議息主流料加半厘

如此一來，風險資產，不論股匯債商品，一樣受惠，擺脫了好一陣子的頹風。只有個別例外，例如加密貨幣，有其本身行業內的危機，但相信不足以影響大局。

另一邊廂，喜訊來自中美元首會面，而這一點發生在美國中期大選後，意思很清楚，之前很多亂象也是選情所需，如今不再必要，可以重回桌上，一切有商量，對於國際形勢而言，自然是好事。事實上，不論俄烏衝突何時真正平息，以全球政經影響力而言，外界最焦點始終是中美博弈，對於恢復全球化的進程，應有一定好處。

## 風險資產年底料續走強

再來一則好消息，自然是疫情繼續有改善跡象，全球而言如是，內地而言亦如是，而內地針對疫情的舉措有改動，更有針對性，更精準對付疫情，亦更讓外界增加活動空間，對於人流物流等，甚至投資者情緒，都是好事。

整體而言，風險資產繼續走強，起碼在年底前維持，應無大礙，股匯債商品亦有利，只是少數例外如加密貨幣要避開，以免受到其危機牽連。對全球投資者來說，面對上述好消息，由美國中期選舉前憧憬起計，反彈行情似乎剛開始不久，本週有望延續升勢，甚至維持在年底前。

## 加密貨幣短期難恢復元氣

提起加密貨幣，不妨也說幾句。是的，近幾年，在量寬和超低息（甚至零息）年代，投資者進取程度大增，資金氾濫，在新興的項目，例如加密貨幣等，一時令人趨之若鶩。反正整體市況無息是大環境所致，也就不怕無息，乾脆以資本升值作為賣點。當然，以當時新經濟的受歡迎，自然是利於加密貨幣等的流行，甚至某

程度上，替代了同樣無息可收，既有本來避險角色，但又受惠於金融海嘯後上述貨幣供應增加的黃金。

如今加密貨幣出現危機，短期內不易恢復元氣，對於金價的支持是很明顯的。從時機上看，事件曝光差不多一星期，這一段時間，剛好與金價在上述區間徘徊，本來看似下試，突然發動向上突破大關，而當時仍未有美國通脹數據公布。至於美聯儲隨後在12月議息，是否可以由75點子改為50點子的加幅，其實已是之後才補上的額外助力。當然，這一助力一出，自然保送一眾風險資產漲價，金價亦見受惠。

（權益披露：本人涂國彬為證監會持牌人士，本人或本人之聯繫人或本人所管理基金並無持有文中所述個股。）

# 新增政策有望化解流動性淤積

張文朗、黃文靜、段玉柱 中金公司分析員

過去一年多，M2與名義GDP增速的剪刀差持續拉大，在財政貨幣的投放下，過剩流動性不斷累積。但過剩流動性並未帶動私人部門消費和投資意願的抬升，也未帶來風險資產價格的上漲，而國債和定期存款等安全資產倍受追捧。近期推出的防疫優化20條與樓市托舉16條，有利於化解流動性淤積，改善消費與投資意願，提振風險資產價格。

## 上月實體信貸需求仍偏弱

過去一年多，M2與社融、M2與名義GDP增速剪刀差持續拉大，帶來剩餘流動性，但並未提振風險資產表現。

從存款性公司資產端看，大財政（包括準財政）是M2快速上漲的主要因素，去年12月以來M2上升了3.6個百分比，

銀行持有政府債，以及央行上繳利潤等帶動其他（淨）貢獻了2.4個百分比；同業投資貢獻了0.5個百分比；實體信貸（對非金融部門債權）僅提升了0.7個百分比，表明儘管信貸供給有增，實體信貸需求仍偏弱，這在10月信貸數據中可見一斑，政策性金融發力帶動企業中長期貸款同比多增2,433億元（人民幣，下同），但並未抵消居民貸款和代表經營活力的企業短期貸款同比少增的拖累，總體貸款依舊同比少增2,110億元。

從存款性公司負債端看，居民和非金融企業存款大增，貢獻了去年12月以來M2同比上行的3.6個百分比的全部，表明財政與準財政（政策性金融）投放貨幣通過留抵退稅、工資發放等流向實體。居民和企業定期存款增速創近十年

新高的18%和14%，居民購樓和購股意願顯疲弱（居民購買一手樓和打新會導致居民存款轉變為企業存款，但購買二手樓和二級市場購買股票不影響居民存款總額），而代表金融交易的金融性公司存款下降。

根據西南財大家庭金融二季度調查，對財富減少的家庭來說，金融投資價值和住房資產的減少分別貢獻了35%和48%。央行家庭調查同樣顯示，今年以來，家庭對基金、股票、理財投資意願持續下降。同時，股票型和混合型公募基金份額下降，而債券和貨幣性基金份額上升。

根據凱恩斯的流動性偏好理論，當外部環境不確定性較大時，人們更傾向於把資產配置到流動性較好的安全資產

上，私人部門消費和風險投資動力不足，形成剩餘流動性陷阱。

## 優化防疫助改善預期

央行家庭調查顯示，三季度家庭未來收入和就業預期處於10年低位附近，居民儲蓄意願提升、消費和投資意願下降；韓國與我國的進口增速差進一步拉大至近十幾年來的高位，顯示企業擴張性生產意願減弱。而與美日私人部門的資產負債表衰退不同，其都經歷了資產泡沫破滅，居民和企業被迫去槓桿，嚴重者直接破產、槓桿清零。目前內地居民和企業主要是預期偏弱下的主動去槓桿和追求安全資產。近期推出的防疫優化20條與樓市托舉16條正是有助於改善預期的關鍵舉措。（節錄）

# 強化金融中心地位 香港未來定必更美好

張宏業 特許測計師、中國房地產估價師

虛擬資產管理等領域都有所不足，且落後新加坡發展。

## 推動金融科技發展

在2022年特首施政報告中，特區政府承諾大力推動金融科技，包括鼓勵更多金融科技服務為產品進行概念驗證測試、推進跨境金融科技項目、培育金融科技人才等。金管局已開展「數碼港元」的準備工作，並正與內地機構合作擴大在港以「數字人民幣」作為跨境支付工具的測試。

香港金融科技周、國際金融領袖高峰論壇香港成功舉辦，特區政府乘時發表《有關虛擬資產在港發展的政策宣言》，實是

特區政府踏出邁向全球虛擬資產中心堅定一步！着力擁抱虛擬資產，香港啟動一連串具體動作，包括頒發交易所牌照、啟動散戶投資參與投資、引入虛擬資產ETF、發行政府綠色債券代幣、利用數碼港之連接法定貨幣及虛擬資產，可以做大做強特區IPO市場、有效鞏固香港作為世界主要金融中心。

無可否認，虛擬資產是未來金融的「藍海」，誰可搶佔市場、吸納人才和確保投資利益會是最大得益者。

## 搶佔虛擬資產「藍海」

今天的香港金融市場是全球唯一主要受

惠於內地經濟發展的地方。如特區官員和工商人士相信，香港的金融是取決於未來內地經濟發展，這肯定比新加坡背靠東盟和南亞國家來得優勝。我們不要太介懷金融中心地位的起伏，誰可自身強化金融體制、趕上金融科技發展、保持自身投資工具的合理回報率便可恆久保持金融中心地位。

題為編者所擬。本版文章，為作者之個人意見，不代表本報立場。