

研报精选

2022年8月7日 第83期

宏观专栏

7月经济数据前瞻：通胀或渐成焦点

报告认为，我国7月制造业PMI重回收缩区间，但工业增加值增速或仍将改善；多地疫情散发扰动线下活动，但不改消费修复大趋势。报告预计1-7月固定资产投资累计同比或为6%；CPI同比或破3%，但PPI增长或将放缓；M2同比增速有望继续上升，贷款同比多增，但增速放缓。

为何美国经济数据弱，就业数据强？

报告认为，美国当前经济数据弱而就业数据强原因有三：1) 就业对需求下行的反映有滞后性。2) 经济复苏结构不均衡，利率敏感部门受加息抑制但服务业需求仍有韧性。3) 劳动力短缺增加企业“预防性”雇佣意愿。

专题聚焦

中国财富管理2030三部曲之综述篇：大产业、大变局、大机遇

报告预计我国大财富及大资管全产业链收入规模将从2021年的1.6万亿元，到2030年增至3.5万亿元。人口、监管、技术将是影响行业变革的三大变量，专业化、数字化、国际化将是机构抢占行业制高点的关键能力。

石油：OPEC+谨慎增产，供应风险持续

报告认为，尽管OPEC+选择在9月继续增产石油，但态度相对谨慎，且从实际产量看或仍处于修复疫情后产出缺口的阶段，对俄罗斯石油供应潜在减量的抵消效果或较为有限，供应风险带来的原油溢价或仍将持续。

宏观专栏

7月经济数据前瞻：通胀或渐成焦点

虽然制造业PMI重回收缩区间，但是工业增加值增速或仍将继续改善。虽然7月制造业PMI的生产分项环比下滑3ppt至49.8%，重回收缩区间，但是我们认为7月工业增加值同比增速或仍将较6月有所改善。主要因素包括：1) PMI是调查数据，且季调方法对数据影响较大，并不一定能完全对应实际制造业增加值。2) 受洪水、疫情、限电限产等因素影响，2021年7月工业增加值同比+6.4%，2021年6月为8.3%，对应2021年7月两年复合增速为5.6%（2021年6月为6.5%），基数较低。3) 我们认为采矿业和公用事业或受益于高温天气，支撑整体工业增加值增长，7月中上旬发电量同比+2.4%（6月中上旬为-5%）。从其他高频数据来看，部分高耗能行业开工率表现不佳，但是半钢胎和沥青开工率同比上升，显示了汽车和基建的拉动作用。综合来看，我们预计2022年7月工业增加值同比+4.5%（6月为3.9%）。

疫情散发扰动线下活动，但不改消费修复大趋势。7月上旬国内部分地区的疫情散发，对消费活动形成阶段性压制，市内人员流动、电影票房收入等均出现小幅回落。而酒店入住率、全国迁徙规模等趋于改善，反映出线下旅游出行等活动的持续回暖。与此同时，汽车消费刺激政策的效果在7月继续体现，前3周乘用车零售量同比增长达19%。考虑到去年同期德尔塔疫情和自然灾害导致的低基数，我们预计7月社会消费品零售总额同比增长6%左右，对应的3年复合增速约为4.4%，较6月（4.3%）继续回升。

1-7月固定资产投资累计同比或为6.0%（1-6月为6.1%）。制造业投资方面，前期高出口对于制造业投资的滞后拉动作用仍在，但是出口、利润、产能利用率等已经较去年高点有所下行，拉动作用或有所下降，叠加不断抬升的基数，我们预计1-7月制造业投资同比+9.9%（1-6月为10.4%）。

受停贷风波影响，房地产销售和投资或受扰动。7月中金地产景气指数延续疫后修复，但受保交楼风波影响，30城商品房销售面积同比-33%，较6月的-7%降幅扩大，52城商品房销售面积同比亦从-37%小幅放缓到-38%，其中弱二

线和三四线降幅走阔较多。二轮集中土拍助力百城土地成交建面同比从-18.5%反弹至0.5%，但流拍率仍高、溢价率仍低，显示拿地依然谨慎；新开盘房源数同比已在低位，供给恢复仍慢。7月房屋建筑PMI疲软，我们认为房地产开发投资同比或从-9%小幅反弹至-5%。各地保交楼方案积极出台，需求端因城施策放松政策亦在加码，7月全国首套和二套房贷利率降至4.35%和5.07%，已低于2015年水平，按揭平均放款周期亦降至2019年有记录以来最低，或有助于稳定购房者信心，提振开发投资。

我们预计7月基建投资仍在10%以上。在实物工作量方面，与道路施工密切相关的沥青在6月第4周物量消耗指数就已基本与去年同期持平，并在7月继续反弹；在资金方面，投资类地方专项债在今年6月集中发行完毕后，将在三季度加快拨付使用，7月下旬首批基础设施建设基金也已开始投放；不过今年7月前20日高温天气数量异常多于去年同期，叠加7月疫情的小反复，可能会对7月基建反弹带来一些限制，后期有望逐步缓解。

出口增速略有回落，但仍保持一定韧性。虽然近期数据显示海外经济下行压力不断加大，但是中国制造业供给优势仍在部分缓冲中国出口增速下行压力，短期出口仍有一定韧性，或仍能保持两位数同比增长。7月PMI新出口环比-2.1ppt至47.4%，7月越南出口同比+8.9%（6月为+20.7%），7月前20天韩国日均出口同比+14.5%（6月日均为16%），从中国日均进口同比+23.5%（6月日均为37%）。综合来看，我们预计7月出口同比+14%（6月为+17.9%）、进口同比+5.2%（6月为1%），贸易顺差834亿美元。

猪、油从共振到分化，CPI同比或破3%，PPI增长放缓。1) 养殖户压栏及散发猪瘟担忧带动生猪价格7月初大幅反弹，随后发改委约谈规模养殖户和屠宰户以防止盲目压栏惜售、恶意囤积炒作等非理性行为，生猪价格高位震荡。加之低基数，7月全月22省市猪肉价格同比从-11%反弹到了18%，对CPI同比或较上月多贡献0.6个百分点。2) 受高温多雨天气影响，蔬菜生产储运成本增加，7月寿光蔬菜价格同比从-3%反弹到35%，或对CPI同比多贡献0.2个百分点。3) 欧盟对俄采取第六轮制裁后，大宗商品从“断供恐慌”步入“有序减量”，金

融条件收紧、衰退预期升温、乌克兰粮食通道望开启，国际粮价从6月高点回落20-30%，带动国内粮食期货下跌5-10%，同时国际油价、铜价亦从6月高点一度下跌了20-30%，交通和居住用燃油价格或对CPI同比拖累0.2个百分点。4) 基建提速，但地产投资受“保交楼”风波扰动，国内黑色金属和建材价格回落。总体看，7月CPI同比或从2.5%上升至3.2%，核心和服务通胀疫后温和修复至1.1%和1.3%，PMI出厂价隐含的PPI环比或在-0.8%，PPI同比或从6.1%放缓至4.6%。我们在《我们亦将告别低通胀》报告中详细分析了未来一段时间我国CPI通胀的逻辑，并指出，我国CPI通胀易上难下。接下来一段时间，通胀可能是市场比较关注的焦点。

M2同比增速有望继续上升，贷款多增但增速减弱。7月百强地产销售同比增速为-40%，较6月跌幅有所扩大，居民中长期贷款需求可能走弱，与此同时，月末票据利率明显走弱，说明内生信贷需求仍然不足，信贷供给仍然是驱动贷款投放的主要力量，因此我们认为贷款在连续两个月同比多增之后，其同比多增的幅度可能有所减弱。我们预计7月新增贷款1.1万亿元左右，贷款余额同比增速维持在11.2%；我们预计7月新增社融1.3万亿元，社融同比增速有望温和上升至11.0%，7月M2同比增速在低基数的支撑下进一步走高，有望达到11.7%。

以上观点来自：2022年8月2日中金公司研究部已发布的《7月经济数据前瞻：通胀或渐成焦点》

张文朗 SAC 执证编号：S0080520080009 SFC CE Ref: BFE988

黄文静 SAC 执证编号：S0080520080004 SFC CE Ref: BRG436

郑宇驰 SAC 执证编号：S0080520110001 SFC CE Ref: BRF442

邓巧锋 SAC 执证编号：S0080520070005 SFC CE Ref: BQN515

段玉柱 SAC 执证编号：S0080521080004

周彭 SAC 执证编号：S0080521070001

彭文生 SAC 执证编号：S0080520060001 SFC CE Ref: ARI892

宏观专栏

为何美国经济数据弱，就业数据强？

尽管美国GDP连续两个季度环比负增长，但刚公布的7月非农数据显示劳动力市场依旧强劲。如何理解经济数据弱、就业数据强？我们认为有三个可能原因：1) 就业数据具有滞后性，还未充分反映需求的下行。2) 经济复苏在结构上不均衡，利率敏感部门因美联储加息而受到抑制，但服务需求还有韧性。3) 劳动力短缺增加企业“预防性”雇佣意愿。疫情后美国劳动力供给收缩，企业倾向于多招人、少裁人，从而导致劳动力市场表现强劲。

就业强劲或令美联储货币政策保持从紧态势，为抑制通胀，美联储或还需更“鹰”。劳动力既是生产者也是消费者，就业强劲加上工资增速高，既利好需求，但也使通胀难以快速回落。另外疫情后美国劳动力市场摩擦加剧，自然失业率(NAIRU)上升，这意味着美联储需要比以往更大力度的紧缩才能彻底遏制通胀。由此，我们认为市场不应低估美联储加息的力度及持续性，也不宜过早认为美联储会转向宽松。

我们先看非农数据：7月新增非农就业52.8万人，大幅超出预期的25万，整体非农就业人口已经恢复至疫情前（2020年2月）的水平，失业率也降至疫情前3.5%的历史低位。分行业看，服务业就业增长势头仍非常强劲，休闲酒店业（+9.6万）、商业服务业（+8.9万）、以及教育医疗业（+12.2万）表现都很强，而这些行业距离疫情前的就业水平仍有缺口，未来还有改善空间。尽管近期房地产销售投资下滑，且制造业PMI回落，但建筑业（+3.2万）和制造业（+3.0万）就业仍有增加。另外虽然居民商品消费支出也在二季度回落，但与之相关的批发业（+1.1万）、零售业（+2.2万）与交运仓储业就业（+2.1万）也还在增加。如何理解经济数据差、就业数据强？我们认为可能有三种解释：

1) 就业数据具有滞后性，还未充分反映需求的下行。历史表明就业指标往往相对滞后，在经济下行初期，企业一般会减少招聘，或者减少员工的工作时间，而非直接裁员，因此需求下行的影响不会那么快地反映在就业上。

2) 经济复苏在结构上不均衡，服务业因复苏较晚，仍存在韧性。本轮疫情后的复苏过程中，房地产和耐用品消费表现非常强劲，但服务业因为受到疫情影响一直未能恢复。年初以来随着美联储加息推升利率，房地产和耐用品消费已出现走弱迹象，但服务业因为前期复苏不充分，仍有改善空间，再加上服务业受利率的影响没有那么大，因此就业还能够保持强劲增长。

3) 劳动力短缺增加企业“预防性”雇佣意愿，企业倾向多招人、少裁员。供给冲击是本轮疫情影响的主要特征，在美国主要体现为劳动力供给收缩，在欧洲主要体现为能源供给收缩。在劳动力短缺的情况下，为防止招不到人，企业倾向于多招人、少裁员，从而体现为劳动力市场非常需求强劲。截至目前，美国劳动参与率仍然较低，7月数据为62.1%，较6月下降0.1个百分点，表明劳动力供给在短期内仍难以恢复。

劳动力既是生产者也是消费者，劳动力短缺推高工资，利好居民收入，加大需求扩张的持续性。劳动力短缺虽然也是供给冲击，但与一般的供给冲击抑制总需求不同（比如油价上涨抑制居民消费），劳动力短缺不但不会抑制总需求，反而能够推高工资，支撑劳动者收入与总需求扩张。因此，在劳动力短缺情形下，总需求回落的速度或更慢，通胀也会变得更有韧性。从另一个角度讲，当前美国经济放缓的程度还“不够”，还不足以对通胀产生遏制作用。

更重要的是，疫情后劳动力市场摩擦加剧，自然失业率上升，这意味着未来失业率需要大幅上升才能遏制通胀。自然失业率也被称为非加速通货膨胀失业率（NAIRU），理论上讲，当实际失业率低于自然失业率时，经济实际产出将高于潜在产出，对通胀产生加速作用。而要使通胀得到控制，理论上需要实际失业率高于自然失业率，即以牺牲就业为代价来换取物价稳定。Blanchard & Summers（2022）的研究显示，疫情导致美国劳动力市场摩擦加剧，匹配效率下降，自然失业率显著提升。一个证据是贝弗里奇曲线整体向外移动，即给定空缺职位率水平，失业率变得更高了，由此显示找工作的人与空缺职位更加难以匹配。根据他们的计算，从2019年到2022年，美国劳动力市场匹配效率参数从1下降至0.8，自然失业率从3.6%上升至4.9%，上升幅度在1.3个百分点左右。

也就是说，理论上要使通胀得到控制，可能需要实际失业率上升至4.9%以上才行。

一种观点认为，美国可以在失业率不上升的情况下降低通胀，理由是只要企业招聘意愿下降，劳动力供需缺口就会收窄，工资通胀压力就会大幅降低¹。但根据Blanchard & Summers（2022）的研究，理论上想要实现企业招聘意愿下降（体现为空缺职位率下降）且失业率不上升，劳动力市场匹配效率必须显著改善，贝弗里奇曲线必须向内移动，而这在短期内几乎是很难实现的。根据他们的研究，历史上空缺职位率下降后失业率通常都会上升；平均来看，空缺职位率见顶后的6、12、24个月内，失业率会分别上升0.3、1.0、2.1个百分点。往前看，我们认为如果劳动力市场摩擦不能缓解，那么空缺职位率的下降大概率预示着失业率将上升。

最后，我们认为，这次美国经济放缓或与以往不同，从GDP转为负增长（技术性衰退），到劳动力市场“降温”，再到通胀回落，可能需要经历一个比较漫长的过程。如前所述，这次与以往的一个不同之处在于供给冲击的来源是劳动力供给收缩，这会导致劳动力供不应求，从而推高劳动者工资收入，对需求提供支撑。另外，服务复苏滞后也会使服务业就业在其他行业就业走弱后仍保持一定增速，从而使劳动力市场整体看上去仍然比较强。两股因素叠加，或使美国经济需要花费较长时间才会进入全面性的衰退，或者说，美联储要想彻底抑制通胀，或需要持续紧缩直至总需求全面放缓。如果美联储在加息上“走走停停”，看到某些部门需求走弱就放松，那么强劲的就业与“粘性”工资可能使总需求和通胀迅速反弹，从而让前期紧缩的努力功亏一篑。由此，在劳动力市场强劲的背景下，即使看到经济数据走弱，美联储也应该维持货币政策从紧的态势，市场也不应低估美联储紧缩的力度与持续性。

近期美联储官员的发言也与上述判断相一致，我们认为不能排除9月继续大踏步加息75个基点的可能性。自7月议息会议以来，部分美联储官员对加息前景发表了看法，其中，2022年FOMC票委、鹰派代表圣路易斯联储主席布拉

¹ <https://www.federalreserve.gov/econres/notes/feds-notes/what-does-the-beveridge-curve-tell-us-about-the-likelihood-of-a-soft-landing-20220729.htm>

德倾向于“提前”大幅加息来确保美联储公信力，并支持在年底时加息至3.75%-4%²。2023年FOMC票委、芝加哥联储主席埃文斯表示，9月再升息50个基点比较“合理”，但再升息75个基点“也可能没问题”³。旧金山联储主席戴利直言，任何人都不应该把近期的大幅加息视为央行逐步退出加息的迹象⁴。2022年FOMC票委、克利夫兰联储主席梅斯特预计到2023年中期，政策利率将超过4%⁵，目前联邦基金利率区间为2.25%-2.5%，按照她的表态，美联储加息进程或将延续至明年。



以上观点来自：2022年8月7日中金公司研究部已发布的《为何美国经济数据弱，就业数据强？》

刘政宁 SAC 执证编号：S0080520080007 SFC CE Ref: BRF443

张文朗 SAC 执证编号：S0080520080009 SFC CE Ref: BFE988

肖捷文 SAC 执证编号：S0080121070451

彭文生 SAC 执证编号：S0080520060001 SFC CE Ref: ARI892

² <https://www.bloomberg.com/news/articles/2022-08-03/bullard-urges-front-loading-rate-hikes-to-boost-fed-credibility>

³ <https://www.cnbc.com/2022/08/02/feds-daly-says-our-work-is-far-from-done-in-raising-rates-to-tame-inflation.htm>

⁴ 同上

⁵ <https://www.reuters.com/markets/us/feds-mester-says-she-wants-get-policy-rate-little-above-4-2022-08-04/>

专题聚焦

中国财富管理2030三部曲之综述篇：大产业、大变局、大机遇

我们重新定义了中国大财富及大资管产业链，从上游的财富管理、中游的资产管理、到下游的资产创设及交易所，以及底层的交易及资本中介服务、金融信息数据服务/金融IT、资产托管/保管/外包服务等。立足中国大财富及大资管产业链，我们从产业链中的各个环节、各种产品、各类机构三大视角分别出发，我们测算中国大财富及大资管产业链收入规模有望从2021年的1.6万亿元提升至2030年的3.5万亿元。

往前看，在三大引擎、三大变量、三大能力驱动及影响下，中国大财富及大资管产业链正迎来前所未有的机遇与变局。

1) 驱动规模增长的三大引擎：宏观、中观、微观

回顾过去，我国大财富及资管产业链在宏观、中观、微观层面三大引擎的共驱下实现了初步的快速发展。

宏观层面，资本市场改革带来优质供给。近年来，我国实体经济的转型发展和本市场的改革深化，共同促进了本市场深度和广度的不断提升。伴随科创板推出、北交所开市，我国多层次本市场体系已基本形成；以全面注册制为代表的与本市场接轨的机制改革亦推动了我国本市场的扩容和直接融资比重的提升。**财富积累带来旺盛投资需求。**经济发展转型下我国居民收入水平持续抬升，叠加房产增值预期发生改变、20-55岁人口数占比继续降低、本市场改革成效日益显现、低利率环境下人们寻求更多投资渠道，中国居民家庭资产配置正经历从实物资产转向金融资产的拐点

中观层面，监管明晰营造健康发展环境。2018年的资管新规正式将功能监管作为我国资管行业监管的重要原则，相配套的系列监管文件出台使得各资管机构的标准更加统一、经营更加规范。**业务模式升级推动行业发展**，基金投顾试点推动了国内财富管理机构向“买方模式”转型，商业模式的升级带来财富管理机构收入的持续增长。

微观层面，庞大的客户群体为大财富和大资管行业奠定了基础。近年来我国各类金融产品投资者均实现了不同程度的数量及客均资产规模增长。我们认为，中国庞大的人口基数及当前仍相对较低的投资者渗透率，为大财富及大资管行业奠定了庞大的增量用户基础。

2) 影响行业变革的三大要素：人口、监管、技术

结合海外经验看，我们认为，人口、监管、技术是左右竞争格局最主要的三大变量，在其影响下或有望带来行业格局的重塑。

人口因素：第一，代际变迁。伴随年轻一代逐渐掌握财富的配置权，我们认为能够率先把握住年轻客群流量入口、获得其信赖的财富管理及资产管理机构或更加受益。第二，收入结构不均衡改善。伴随大众富裕以及客群资产配置需求提升，我们认为或有利于擅长高净值财富管理的银行私行/券商/部分头部独立第三方机构。第三，风险偏好变化。随着我国居民家庭资产配置拐点加速到来下，以公募基金/股票/私募基金为代表的权益类风险资产愈发受到青睐。

监管环境：第一，融资体系差异。我国金融体系以间接融资为主导，但与此同时我国分业经营、产融分离的制度亦为以券商为代表的非银系机构创造了发展机遇。第二，功能及机构监管差异。自2018年实行资管新规后，各类机构逐步站上同一起跑线，部分主动管理能力突出的资管机构更加受益。第三，牌照准入限制及牌照资质差异。我国当前基金投顾试点快速扩容，率先建立优秀投顾能力及品牌影响力的机构或将具备先发优势。

技术变量：第一，PC及移动互联网浪潮。伴随互联网的普及、年轻网民教育程度的提高以及相关理财意识的增强，已建立起强大的互联网财富管理生态圈的机构将持续受益。第二，新兴技术的推动。人工智能、区块链、物联网、5G等技术正在日益成熟，数字化技术改变了社会生产和生活方式，亦将催生行业新动能、推动行业新发展。我们认为，兼具金融专长和科技基因的公司或有望构建较强的竞争护城河。

3) 抢占行业制高点的三大能力：专业化、数字化、国际化

展望未来，在产业链分工愈发明晰、行业集中度不断提升的背景下，我们预计将会诞生出一批优秀的大型综合性财富及资管机构与特色化专业机构。我们认为，**专业化、数字化、国际化**或将成为领先机构脱颖而出、抢占行业制高点的关键命题。

► **专业化，即打造横跨产业链各环节或是聚焦某领域差异化发展的专业能力。**我们认为，无论是综合大型财富资管机构，亦或是特色化专业机构，要想在产业链中占据一席之地，打造自身专业能力是基础。

► **数字化，即加强数字化转型，服务客户需求、提升运营效率。**我们认为，数字化是财富管理及资产管理业务发展强大的助推器，能够针对性地赋能前端业务线、全面提升业务效率、拓展业务边界、降低业务成本，同时提升风险管理水平、推动中后台一体化建设及业务生态圈打造。对各财富及资管机构而言，全面的数字化能力或成为做大做强、在竞争中脱颖而出的关键要素，这将有助于机构更好地服务客户需求，并更好地赋能自身内部运营、提升经营效率。

► **国际化，即资本双向流动加速背景下，加快出海步伐、推动国际化进程。**我们认为，对于各类财富及资管机构而言，未来深化国际化布局，积极“走出去”，提升全球资产配置、跨境服务能力，亦将成为一大关键命题。

以上观点来自：2022年8月1日中金公司研究部已发布的《中国财富管理2030三部曲之综述篇：大产业、大变局、大机遇》

姚泽宇 SAC 执证编号：S0080518090001 SFC CE Ref: BIJ003

樊优 SAC 执证编号：S0080522070009 SFC CE Ref: BRI789

蒲寒 SAC 执证编号：S0080517100003 SFC CE Ref: BNR210

毛晴晴 SAC 执证编号：S0080522040002 SFC CE Ref: BRI453

于寒 SAC 执证编号：S0080121070324

黄月涵 SAC 执证编号：S0080522070005 SFC CE Ref: BRI225

李亚达 SAC 执证编号：S0080522070002

龚思匀 SAC 执证编号：S0080121120013

胡子慧 SAC 执证编号：S0080122030170

专题聚焦

石油：OPEC+谨慎增产，供应风险持续

8月3日晚，OPEC+产量会议落幕。会议表示出于对剩余产能的谨慎态度，决定在今年9月小幅增产10万桶/天，并将基于对石油市场的持续评估制定后续的产量计划，于9月5日进行下次产量会议。由沙特、阿联酋为代表的OPEC十国和由俄罗斯、哈萨克斯坦等非OPEC国家组成的石油产出同盟OPEC+于2020年5月正式开始联合减产，严格的产量政策成为了疫情后全球原油供应维持“渐进式”线性修复的主要约束之一。2021年4月，OPEC+正式达成复产协议，并于同年7月开启了长达14个月（原定于2022年9月结束）的每月增产40万桶/天的产出恢复周期。2022年发生的俄乌冲突进一步拖累了OPEC+产量协议的执行效果，但OPEC+并未如期在5月将减产基准提高至4548.5万桶/天，而是在4月和6月的产量会议上决定边际加快增产步伐，将5-6月和7-8月的增产幅度分别提高至43.2和64.8万桶/天，即于8月将协议产量提高至4385.3万桶/天的旧减产基准，提前结束本轮增产周期。而为缓解高企的通胀压力，促成沙特等国石油产出的进一步释放，美国总统拜登于7月中旬出访中东，但并未使得增产决定立即落地，故也让本次OPEC+会议成为验证其中东之行成果的关键。目前来看，OPEC+选择继续增产，但态度相对谨慎，且从实际产量来看或仍为疫情后产出缺口的修复，对俄罗斯供应潜在减量的抵消效果或较为有限，因而往前看，我们认为供应风险带来的原油溢价或仍将持续存在。

► OPEC+产量计划：9月谨慎增产，后续相机抉择

在连续4个月加快增产步伐过后，OPEC+协议产量在今年8月回到了4385.4万桶/天的减产基准，提前完成了原定于9月结束的本轮增产周期。据8月产量会议结果，OPEC+当前决定在9月继续小幅增产10万桶/天，产量配额则基本集中在OPEC十国及俄罗斯，其中沙特、俄罗斯分别增产2.6万桶/天，伊拉克增产1.2万桶/天，阿联酋和科威特分别增产0.7万桶/天。此外，本次OPEC+会议并未制定下一周期的产量计划，而是表示将基于对石油市场的持续评估制定产量决策，为未来产量决策预留调整空间。

► OPEC十国实际产量不及协议目标，疫后产出缺口修复尚未完成

2020年5月，由沙特、阿联酋为代表的OPEC十国和由俄罗斯、哈萨克斯坦等非OPEC国家组成的石油产出同盟OPEC+，正式开始联合减产。OPEC十国原油产量在同年6月降至2008万桶/天的疫后最低水平，与2020年4月2768万桶/天的最高点相比，存在约760万桶/天的产出缺口，而严格的产量政策成为了疫情后全球原油供应维持“渐进式”线性修复的主要约束之一。

2021年4月，OPEC+正式达成复产协议，并于同年7月开启了长达14个月（原定于2022年9月结束）的产出恢复周期。截至2022年7月，OPEC+成员国原油总产量为4189万桶/天，低于协议目标约131万桶/天，除了受地缘局势扰动的俄罗斯，OPEC十国的产量修复也慢于协议节奏，当前尚未完成疫后缺口填补。OPEC十国7月原油总产量为2512万桶/天，低于协议目标116万桶左右，其中尼日利亚和安哥拉为主要拖累。与疫情后产量低点相比，OPEC十国已累计修复504万桶/天的原油产出，其中沙特增产325万桶/天，占据了总增量的64%；阿联酋增产81万桶/天，贡献了总增量中的16%；而伊拉克和科威特也分别贡献了13%和12%的产出修复。

从9月OPEC+产量计划中也可以看出，沙特、阿联酋、伊拉克和科威特仍为OPEC十国继续增产的主力。当前来看，在OPEC十国较疫情前产量高点剩余的表现修复空间中，除了尼日利亚、安哥拉等国的修复能力存在较大不确定性，沙特和阿联酋合计仍有约125万桶/天的产量可以修复，而伊拉克和科威特则可以合计额外贡献30万桶/天的增量。因而从实际产量来看，我们认为在沙特、阿联酋等增产主力的主导下，OPEC的原油产出仍将继续增加，但实际上为疫情后缺口的修复，而非新增量的贡献。

► 俄罗斯原油供应仍为最大不确定性因素，OPEC继续增产或也难补缺口

除OPEC十国外，俄罗斯也是OPEC+成员国中十分关键的一员，其也是9月增产配额的主要分配主体之一。7月参与OPEC+产量协议的非OPEC国家原油总产量为1678万桶/天，环比增加28.2万桶，其中哈萨克斯坦（+18.1万桶/天）和俄罗斯（+8.2万桶/天）为主要贡献国。根据当前增产计划，9月俄罗斯原油

协议产量将增加至1103万桶/天，保持与沙特持平，而其余非OPEC国家产量则较8月基本维持不变。

当前来看，俄乌冲突发生以来，俄罗斯石油产出在4月环比重挫95.5万桶，降至1005.7万桶/天附近，其中成品油出口需求下滑和俄国内炼厂投入减量为主要原因。截至6月，俄罗斯成品油出口已较俄乌冲突前减少了约100万桶/天。据路透船期数据，近期俄原油出口也出现了环比下滑，2022年7月俄罗斯海运原油出口总量为305万桶/天，环比减少20万桶左右，但仍处于历史正常水平。虽然俄罗斯原油产量近期持续环比修复，据彭博数据，7月产量已增至1073万桶/天，但随着美国、加拿大、英国和欧盟相继加入俄油制裁行列，往前看，俄油及油品出口仍将面临300-350万桶/天的“表观减量”。我们认为虽然OPEC+决定在9月继续小幅增产，但实际产量上大概率仍为疫情后缺口的继续修复，或难以填补俄罗斯原油的潜在缺口。

► 往前看，供应风险持续，原油价格或仍由“基本面+溢价”组成

从基本面来看，我们认为OPEC继续增产或仍为疫情后产量缺口的修复，而非贡献新的增量，石油市场供需紧平衡、甚至小幅短缺的格局尚未改变，当前布伦特原油期货近远月升水也仍处于较高水平。往前看，在下半年、特别是需求旺季阶段，对俄制裁导致的原油供应风险仍将对风险溢价形成支撑，而OPEC+选择在9月继续增产或难以抵消溢价，原油价格或仍将由“基本面+溢价”组成，2H22布伦特油价中枢或仍位于100-110美元/桶区间。此外我们提示，目前来看欧洲对可替代能源的选择空间仍较为有限，因此供给侧方面，欧盟对俄制裁措施的实际执行力度或将成为2H22原油价格重要的不确定因素。

以上观点来自：2022年8月4日中金公司研究部已发布的《石油：OPEC+谨慎增产，供应风险持续》

郭朝辉 SAC 执证编号：S0080513070006 SFC CE Ref: BBU524

李林惠 SAC 执证编号：S0080122070072

附：一周主要研报回顾

宏观

- 2022.8.1 中国宏观热点速评：疫情缓解，保交楼需加力 ——复工复产跟踪系列（八）
- 2022.8.2 中国宏观热点速评：7月经济数据前瞻：通胀或渐成焦点
- 2022.8.7 海外宏观周报：为何美国经济数据弱，就业数据强？

策略及大宗商品

- 2022.8.1 主题策略：行业配置月报：聚焦政策支持效果
- 2022.8.1 主题策略：中概股追踪：转成主要上市意味着什么？
- 2022.8.1 A股和港股行业首选：2022年8月
- 2022.8.2 海外策略：进入下行通道的美国地产
- 2022.8.3 大宗商品：旺季前瞻：需求谨慎乐观，供给仍有弹性
- 2022.8.4 碳中和双周报：“碳”策中国（21）：极端天气频发推升气候投融资关注度 7月21日~8月3日
- 2022.8.4 大宗商品：石油：OPEC+谨慎增产，供应风险持续
- 2022.8.5 大宗商品：生猪：价格回归需求驱动
- 2022.8.6 全球资金流向监测：北向转为流出，南向流入扩大
- 2022.8.6 大宗商品：借古鉴今：铜价驱动与成本支撑
- 2022.8.7 A股策略周报：稳而后进，关注结构
- 2022.8.7 海外市场观察：美股本轮反弹的逻辑和持续性 2022年8月1~7日
- 2022.8.7 海外中资股策略周报：市场短期或继续盘整

固定收益

- 2022.8.1 简评：银微转债上市定价分析
- 2022.8.1 简评：洁特转债上市定价分析
- 2022.8.1 资产证券化分析周报：回答5个问题——公募基金2Q22ABS持仓分析
- 2022.8.1 中国信用策略月报：安全底仓策略不变，地产债仍需谨慎
- 2022.8.1 中资美元债周报：供给回落，关注政治局会议后地产表现
- 2022.8.1 信用分析周报：中国信用债评级调整周报
- 2022.8.2 招投标备忘录：国开债22年第2、4、8、11期增发——利率债招标分析
- 2022.8.2 简评：行业利差被动走扩，中低等级城投表现较好 ——2022年7月行业利差跟踪

- 2022.8.2 招投标备忘录：贴现国债22年第39、40期新发，付息国债22年第14期续发，农发债22年第4、5期增发——利率债招标分析
- 2022.8.3 中国城投债券月报：净增同、环比下滑明显，投资者继续下沉策略——7月城投债券月报
- 2022.8.3 信用分析周报：中国短期融资券及中期票据信用分析周报
- 2022.8.3 招投标备忘录：国开债21年第20期、22年第14、15期增发——利率债招标分析
- 2022.8.3 专题研究：猪周期如何影响对应板块信用债和转债投资？
- 2022.8.4 中国房地产债券月报：7月房地产债券月报：——二级市场情绪不佳
- 2022.8.4 简评：欧22转债投资价值分析
- 2022.8.5 专题研究：山东城投平台梳理——青岛篇
- 2022.8.5 信用分析周报：中国公司债及企业债信用分析周报
- 2022.8.5 中国可转债策略周报：定价机的自我进化：新一代定价学习模型
- 2022.8.6 信用债收益率跟踪周报：收益率继续下行，短端和长端信用利差被动走扩
- 2022.8.6 中国利率策略周报：长久期利率债或是最后的洼地
- 2022.8.7 简评：顺差再创新高，支撑人民币汇率——7月贸易数据分析

行业

- 2022.8.1 家电及相关：欧洲能源短缺，继光伏储能后热泵采暖受益
- 2022.8.1 交通运输物流：海南调研：海口机场T2免税潜力犹待释放
- 2022.8.1 交通运输物流：双周报：物流赛道论：掘金蓝海，把握成长
- 2022.8.1 电力电气设备：北交所光伏公司科普系列一
- 2022.8.1 汽车及零部件：汽车座椅格局重塑 新能源车免税政策延续
- 2022.8.1 主题研究：产业链价格微涨，美国光伏迎多重政策利好
- 2022.8.1 金融：中国财富管理2030三部曲之综述篇：大产业、大变局、大机遇
- 2022.8.1 金融：海外投行2Q22回顾：业绩同环比下滑；投行是主要拖累、机构服务在市场波动中增长
- 2022.8.2 博彩及奢侈品：7月总博收乏力，澳门特区本地疫情反复初步得到控制
- 2022.8.2 不动产与空间服务：周报#303：7月新房销售同、环比均降三成
- 2022.8.2 电力电气设备：国内众多项目启动招标，澳洲极端电价再现
- 2022.8.2 新能源汽车：新势力月度销量跟踪：看淡7月交付表现；重申中长期投资价值
- 2022.8.3 科技：数字钥匙解锁无感智能体验，落地更多场景

- 2022.8.3 REITs: 公募REITs月报(2022-07): REITs市场迎来新品类, 8月交投预计保持平稳
- 2022.8.3 电力电气设备: 工业自动化跟踪: 7月整体需求调整, 企业订单有所波动
- 2022.8.3 工业: 储能温控: 政策支持+电化学储能增量打开市场空间, 设备厂商迎来成长机遇
- 2022.8.4 金融: 中国财富管理2030三部曲之资管篇: 迈入高质量发展新阶段
- 2022.8.4 轻工日化: 中金看海外公司 | 宝洁: 全球日化龙头的百年崛起之路
- 2022.8.4 银行: 地产去杠杆周期中的信贷结构调整
- 2022.8.4 电力电气设备: 工业自动化跟踪: 2Q疫情冲击下市场规模同比下滑, 国产替代进程持续加速
- 2022.8.5 新能源汽车: Lucid 2Q22业绩追踪: 业绩逊于市场预期, 下调全年产量指引; 在手订单维持强劲
- 2022.8.5 机械: 光伏新势力崭露头角, 关注新型电池片设备投资机会
- 2022.8.5 纺织服装珠宝: 每周聚焦: 关注制鞋及尼龙产业链投资机遇
- 2022.8.5 金融: 央行支付体系运行报告透露的五大趋势
- 2022.8.5 保险: 保险资管公司管理规定正式发布, 市场化、专业化有望进一步提升
- 2022.8.6 钢铁: 供需有望改善, 把握旺季超跌反弹机会
- 2022.8.6 建材: 玻璃: 站在供给和需求双重拐点上
- 2022.8.6 金融: 周报: 发布中国财富管理2030系列报告; 银保监会人身险信息披露管理办法征求意见
- 2022.8.7 医疗健康: 疫情后医药产业复苏, 关注中报业绩披露
- 2022.8.7 元宇宙系列研究: 元宇宙系列之AI+数字孪生: 视觉筑基, 三维重建+动捕技术为翼

法律声明

本文章由中金研究院基于公开信息及/或中国国际金融股份有限公司已发布的研究报告（以下简称“研究报告”）制作而成。中国国际金融股份有限公司及其关联机构（以下合称“中金公司”）对这些信息及观点的真实性、准确性、时效性及完整性不作任何保证。

本文章仅摘编研究报告的部分观点，贵方如使用本文章所载观点，有可能会因缺乏对完整报告的了解或缺乏相关的解读而对其中的信息、观点、判断等内容产生理解上的歧义。贵方如使用本文章，须寻求专业顾问的指导及解读。

本文章中的信息、意见等均仅供贵方参考之用，其中的信息或观点不构成对买卖任何证券或其他金融工具的出价或征价或提供任何投资决策建议的服务。该等信息、意见在任何时候均不构成对任何人的具有针对性的、指导具体投资的操作意见。贵方应当对本文章中的信息和意见进行评估，根据自身情况自主做出决策并自行承担风险。对依据或者使用本文章所造成的任何后果及风险，中金公司及/或其关联人员均不承担任何责任。

本文章所载意见、评估及预测为研究报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，中金公司研究部可能会发出与本文章所载意见、评估及预测不一致的研究报告。中金公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本文章意见不一致的市场评论和/或观点。

本文章不构成任何合同或承诺的基础，中金公司不因任何单纯接收、阅读本文章的行为而将接收人视为中金公司的客户。

本文章的版权仅为中金公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、转载、翻版、复制、刊登、发表、修改、仿制或引用。

如有进一步需求，请联系：

吴慧敏 huimin.wu@cicc.com.cn

吴婷 ting.wu@cicc.com.cn

左烜暄 xuanxuan.zuo@cicc.com.cn