

# G20 峰会要关注什么？

## 报告导读/核心观点

全球经济走向滞胀的背景下倒逼全球加强合作，G20 窗口期各国可能达成重要共识。一方面明确在疫情未得到完全控制前各国不做大规模政策退出；另一方面可能减缓碳中和推进进度保障能源供应缓解通胀压力。美国当前的政策重心同样是用非货币政策手段缓解通胀压力，在此背景下，10 月末 G20 峰会至 11 月均是中美两国元首接洽的重要时间点，中美贸易关系可能边际缓和。通胀压力减缓后对国内货币政策制约减小，我们认为，2021 年中国下半年信用收缩之后经济下行压力逐渐增大，G20 后我国可能有进一步货币宽松政策出台，无风险收益率继续下行并带动科技成长股发力，形成股债双牛。

### □ 全球经济走向滞胀倒逼各国走向合作

疫后全球经济复苏力度趋缓，通胀压力高企，全球经济走向滞胀。我国是重要的商品生产国和出口国，但受国内双控政策的影响，供给收缩推升商品价格上涨，我国通胀或进一步向外输出；当前美国面临更为严重的通胀危机，国内财政货币政策已过度使用，与中国脱钩或将进一步加深国内通胀压力，因此在部分外交问题上已趋于缓和，全球滞胀倒逼各国走向合作。2021 年 G20 峰会的主题是“人、星球、繁荣”，这在当前全球显著面临供给短缺、通胀压力持续上行的背景下，更具现实意义，G20 成员需要加强合作以应对共同挑战、实现共同繁荣，我们预计 G20 峰会有望达成更多共识。

### □ 美国政策重心是用非货币政策手段降低通胀

短期美联储的重点可能仍在稳增长，缓解通胀压力的抓手可能主要通过拜登的国内政策调节以及外交斡旋。一是继续向 OPEC 施压要求增产。8 月以来美国已两次向 OPEC 施加压力但暂未收效，未来美国可能在这一领域向沙特持续施压。二是加速伊核协议的谈判进程。如果伊朗重返协定同时美国原则上同意取消特朗普任期内施加的所有制裁，伊朗的石油出口将逐步修复缓解油价上行压力，预计带来的新增产能将超过 100 万桶/日。三是在贸易领域与中国局部缓和。美方存在通过降低关税缓解国内通胀和资本开支中间品压力的诉求，10 月末的 G20 峰会至 11 月均是中美两国元首接洽并推动中美关系缓和的重要时间点（12 月起敏感事件增加，较好的谈判窗口可能位于 12 月前）。四是加速美国港口运行缓解供应链压力。洛杉矶港与长滩港已转为“7 天 24 小时”作业模式，加速处理积压港口货品，缓解美国国内供给压力。

### □ G20 共识猜想一：疫情没完全控制住前不做大规模政策退出

新冠疫情催生百年未有之大宽松，各国实施了空前的一系列对冲性政策，以实现防范疫情恶化、稳定金融市场、推动经济修复等目标。中国在抗疫和经济修复阶段的突出表现，使得我国的政策选择具备较强参考性，730 政治局会议要求统筹做好今明两年宏观政策衔接。侧面反映出在疫情未完全可控情况下，我国仍担心提前进行大规模政策退出可能对现有经济修复成果产生二次冲击。全球范围内看，各国经济修复基础、劳动力部门和企业资产负债表修复等仍面临挑战，需要相对积极的政策环境防范次生风险。综合来看，我们预计 G20 将达成的共识一：疫情没完全控制住前不做大规模政策退出。

### □ G20 共识猜想二：减缓碳中和进度保障能源供应

全球碳中和方向不会改变，但我们认为，结合经济实际情况，在特殊阶段适当减缓碳中和进度有助于更好地实现碳中和，G20 峰会或是各国重新微调碳中和进度的重要节点。碳中和进度的减缓可从供需两方面减轻能源短缺压力：从能源供给方面来看，为缓解当前全球能源紧张局面还需依靠传统化石能源扩大供应；从能源需求方面来看，不搞新能源建设大跃进避免短期内大幅拉升传统能耗需求。

### □ 中国货币政策宽松工具后移至 G20 之后

我们认为中国货币政策宽松工具大概率后移至 G20 之后，这是考虑到在 G20 会议多边博弈和制衡中保留政策子弹，以便更具主动性。G20 会议后，不论从各经济体可能

分析师：李超

执业证书编号：S1230520030002

邮箱：lichao1@stocke.com.cn

分析师：孙欧

执业证书编号：S1230520070006

邮箱：sunou@stocke.com.cn

分析师：张迪

执业证书编号：S1230520080001

邮箱：zhangdi@stocke.com.cn

联系人：林成炜

执业证书编号：S1230120080050

邮箱：linchengwei@stocke.com.cn

分析师：张浩

执业证书编号：S1230521050001

邮箱：zhanghao1@stocke.com.cn

联系人：潘高远

执业证书编号：S1230121070015

邮箱：pangaoyuan@stocke.com.cn

## 相关报告

报告撰写人：李超

形成一定政策共识的角度，还是从我国经济自身基本面运行的角度，我国年内大概率仍有宽松货币政策工具落地。随着我国经济下行压力加大，货币政策首要目标正在逐渐切换至稳增长，后续大概率仍有降准及定向降息。预计央行四季度可能再次通过降准置换部分到期MLF，宽松工具后移至G20之后，11月降准的概率较大。对于定向降息，主要关注碳减排货币政策工具，预计四季度将会落地，央行目前已基本完成对碳减排货币政策工具的设计工作，预计其本质将以再贷款形式投放，采取较低利率为银行支持企业碳减排项目提供定向资金支持，属于定向降息。

#### □ G20之后减慢双控节奏，大宗价格压力逐渐缓解

若G20峰会全球协同稳步推动碳中和达成共识，全球运动式减碳得到纠正，我国能耗双控节奏也有可能放缓。例如，我国可以将能耗双控指标的考核周期拉长，以两年甚至五年的时间维度去评价各地方政府的能耗强度和总量的目标达成情况，这样将极大缓解近期大宗商品的供应紧张，尤其有利于电解铝、水泥、化工品等高耗能行业的供给修复，大宗商品价格不断上攻的压力也将逐渐缓解。

**风险提示：G20各方利益分歧较大未达成一致，并出现进一步对抗性特征。**

## 正文目录

1. 全球经济走向滞胀倒逼各国走向合作 .....	4
2. 美国政策重心是用非货币政策手段降低通胀 .....	5
3. G20 共识猜想一：疫情没完全控制住前不做大规模政策退出 .....	6
4. G20 共识猜想二：减缓碳中和进度保障能源供应 .....	7
5. 中国货币政策宽松工具后移至 G20 之后 .....	8
6. G20 之后减慢双控节奏，大宗价格压力逐渐缓解 .....	9
风险提示 .....	10

## 图表目录

图 1：中国 PPI 处于高位 .....	4
图 2：美国 CPI 与 PPI 双双位于高位 .....	4
图 3：疫后各国宏观政策刺激情况一览 .....	7
图 4：全球石油及天然气钻机数量仅恢复至疫情前 75% 左右 .....	8
图 5：中国煤炭供应不足导致电力供应紧张 .....	8
图 6：美国商业原油库存处于历史低位 .....	8
图 7：2021 年三季度 GDP 增速 4.9%，预计四季度大概率继续下行 .....	9
图 8：货币政策基调演进 .....	9
图 9：8 月能耗双控趋严之后，水泥价格暴力拉升 .....	10
图 10：电解铝、纯碱等产品价格连续上攻 .....	10
表 1：全球主要国家制造业 PMI 回落趋势明显 .....	4

## 1. 全球经济走向滞胀倒逼各国走向合作

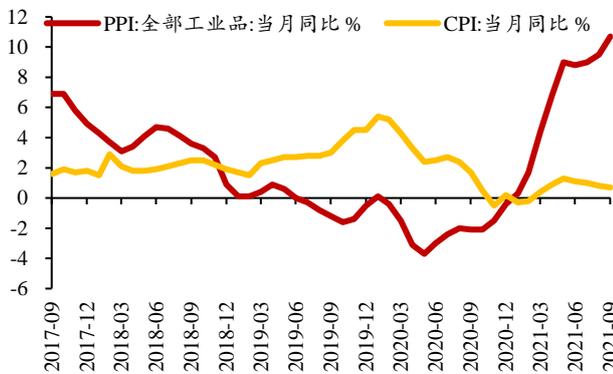
疫后全球经济复苏力度趋缓，通胀压力高企，全球经济走向滞胀。当前新冠肺炎疫情仍在全球蔓延，世界经济复苏任务艰巨、复苏力度已经趋弱，经济增长减缓。数据显示，世界范围内主要国家的制造业 PMI 指数均出现显著下行，其中我国制造业 PMI 指数已连续数月回落，9 月为 49.8，已处于荣枯线下方，下半年经济下行压力加大。伴随全球经济回落，全球通胀压力却持续抬升，9 月我国 PPI 同比已达到 10.7% 的高位，美国 PPI 和 CPI 双高，CPI 已连续 5 个月位于 5% 以上的高位，全球经济进一步走向滞胀。

表 1：全球主要国家制造业 PMI 回落趋势明显

国家	单位	2021-09	2021-08	2021-07	2021-06	2021-05	2021-04	2021-03	2021-02	2021-01
美国	%	61.10	59.90	59.50	60.60	61.20	60.70	64.70	60.80	58.70
欧元区	%	58.60	61.40	62.80	63.40	63.10	62.90	62.50	57.90	54.80
日本	%	51.50	52.70	53.00	52.40	53.00	53.60	52.70	51.40	49.80
英国	%	57.10	60.30	60.40	63.90	65.60	60.90	58.90	55.10	54.10
中国	%	49.60	50.10	50.40	50.90	51.00	51.10	51.90	50.60	51.30
印度	%	53.70	52.30	55.30	48.10	50.80	55.50	55.40	57.50	57.70
巴西	%	54.40	53.60	56.70	56.40	53.70	52.30	52.80	58.40	56.50
俄罗斯	%	49.80	46.50	47.50	49.20	51.90	50.40	51.10	51.50	50.90

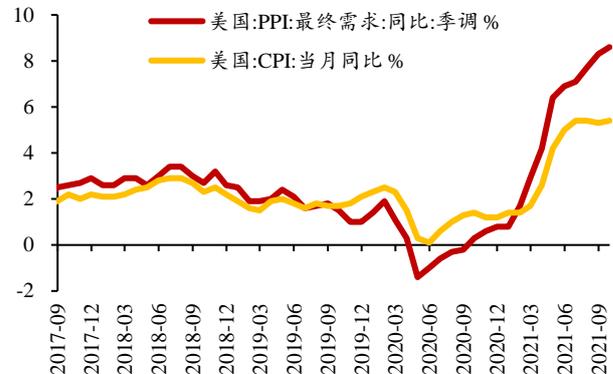
资料来源：Wind, 浙商证券研究所

图 1：中国 PPI 处于高位



资料来源：Wind, 浙商证券研究所

图 2：美国 CPI 与 PPI 双双位于高位



资料来源：Wind, 浙商证券研究所

滞胀环境倒逼各国走向合作。作为全球最大的商品生产国和出口国，中国强大的制造业生产能力一直发挥着全球通胀稳定器的作用，但受国内双控政策的影响，供给收缩导致国内商品价格高涨，或存在通胀压力向外输出的可能。但中国短期内依然是弥补海外供需缺口的主要力量，任何与中国脱钩的发达经济体或将面临更为显著的滞胀压力。当前，美国国内货币财政工具已过度使用，面临通胀上行和经济回落的双重压力，使美国寻求与中国合作的意愿越发迫切，部分外交问题上已趋于缓和，滞胀环境倒逼各国走向合作。2021 年 G20 峰会的主题是“人、星球、繁荣”，这在当前全球显著面临供给短缺、通胀压力持续上行的背景下，具有更加重要的现实意义，G20 成员需要加强合作以应对共同挑战、实现共同繁荣，我们预计 G20 峰会有望达成更多共识。

## 2. 美国政策重心是用非货币政策手段降低通胀

当前美国政策的重心是用非货币政策手段降低通胀。QE 政策并非助推通胀的主因，核心仍是碳中和背景下能源品价格上行以及疫情修复缓慢引致的供需缺口。美国 M2 仍在稳步回落，预计年内将回落至 10% 以内；货币乘数已降至 3.28，是 2016 年以来最低水平，在此情况下加速 Taper 无助于通胀回落反而可能引发就业修复放缓和美股稳定性等其他问题。未来美联储的重点可能仍在稳增长，缓解通胀压力的抓手可能主要通过拜登的国内政策调节以及外交斡旋。具体表现为以下方面：

**一是继续向 OPEC 施压要求增产。**8 月以来美国已两次向 OPEC 施加压力，最近一次在 9 月 OPEC 部长级会议前，但最终 OPEC 仍然按照原计划执行减产，并未受到美国扰动。未来美国可能在这一领域向沙特持续施压。

**二是加速伊核协议的谈判进程。**在向 OPEC 施压受挫以后，美国重启伊核协议的意愿较强，拜登 9 月末曾于联合国大会中表示愿意恢复协定，并在 10 月 8 日解除对两家伊朗导弹商的制裁，推进伊核协议的意愿明显；伊朗官员近期也表态愿意尽快重启谈判。本轮 G20 窗口期中美接洽美方可能再次提请中国减少对伊朗的石油购买量以配合协定推进。自特朗普于 2018 年退出伊核协议并加强制裁以来，伊朗原油出口量由 200 万桶/日大幅下降到 2019 年的 65 万桶/日。如果伊朗重返协定同时美国原则上同意取消特朗普任期内施加的所有制裁，伊朗的石油出口将逐步修复缓解油价上行压力。

**三是在贸易领域与中国局部缓和。**美国贸易代表办公室在 10 月发布的中美贸易文件中提及可能启动有针对性的关税排除程序。根据历次 G20 会晤情况，2018、2019 年间中美贸易关系均在 G20 领导人会晤后出现边际缓和。此前外交部副部长乐玉成曾指出习近平主席与拜登可能在 2021 年底前通过视频方式进行会晤，因此 10 月末的 G20 峰会至 11 月均是中美两国元首接洽并推动中美关系缓和的重要时间点（12 月起敏感事件增加，较好的谈判窗口可能位于 12 月前）。贸易方面，美方存在通过降低关税缓解国内通胀和资本开支中间品压力的诉求，从过去美方豁免我国商品关税的审批历史来看，资本品相关领域具有最高的豁免成功率。一是因为我国在机械等附加值较高的中间品领域具有较强的竞争力，全球范围内可以替代我国的生产国较少，因此具备较强的议价能力可以将加征的关税转嫁给美国企业继而增加其国内通胀和成本压力；二是机械等资本品和美国国内资本开支高度相关，进口受限对美国经济的连带影响更大（考量因素“严重的经济打击”）。

**表 2：USTR 评估对来自中国的产品征收 301 条款关税的豁免要求**

考量因素	描述
可用性	特定的产品是否只能从中国进口
严重的经济打击	对特定产品征收额外关税是否会对请求者或美国其他利益方造成严重的经济损害
对中国的战略重要性	特定产品是否具有战略重要性、是否与“中国制造 2025”或其他中国工业项目有关
301 条款调查的目的	豁免是否会破坏 301 调查的目的，以消除中国在 USTR 认为不合理或歧视的行为、政策和做法，并限制美国商业
可管理性	这项请求是否足够精确地定义了产品，以便美国海关和边境保护局可以对豁免进行管理

资料来源：GAO，浙商证券研究所

**表 3：USTR 按产品类型对进口自中国的产品征收 301 条款关税的豁免批准**

产品类型	豁免要求提交的数量	豁免要求同意的数量	豁免批准比例 (%)
资本品	19,186	4,679	24
工业品	8,460	863	10
消费品	12,120	801	7
汽车	12,633	292	3
农产品或其他	411	64	26
总计	52,810	6,699	13

资料来源：GAO，浙商证券研究所

**四是加速美国港口运行缓解供应链压力。**10月拜登曾召开会议，与美国零售、物流业、工会组织等机构进行会谈商讨国内供应链压力事宜。当前美国各大港口拥堵情况较为严重，一方面源于圣诞节邻近，美国即将进入消费旺季各类商品进口量增加；另一方面受限于新冠疫情，港口工人、卡车司机等装卸货物相关的工作人员面临招工荒。在此情况下，拜登也在会谈后宣布洛杉矶港与长滩港将转为“7天24小时”作业模式，加速处理积压在港口的各类货品，缓解美国国内供给压力。

### 3. G20 共识猜想一：疫情没完全控制住前不做大规模政策退出

**新冠疫情催生百年未有之大宽松。**起始于2020年春季的新冠疫情快速席卷全球，为应对疫情而采取的抗疫措施和社交隔离政策，对各国经济、金融体系产生巨大冲击，为应对疫情冲击及其次生伤害，各国实施了空前的一系列对冲性政策，以平抑疫情恶化、稳定金融市场、推动经济修复等等，常态化货币政策已无进一步宽松可能，非常态的量化宽松被广泛使用，负利率和YCC政策也被部分国家应用，同时各国实施了空前积极的财政政策予以刺激，各国显著提升财政预算规模，并积极发行国债融资用于抗疫、经济刺激等方面的支出，根据彭博统计的财政刺激规模占GDP比重来看，美国、日本、德国、法国、意大利、英国分别达到18%、57%、8.1%、3.7%、5.6%和14%。

**疫后经济逐步复位，中国强调做好衔接，防范二次次生冲击。**虽然我国疫情防控显著领先于全球，经济逐步回升到疫情前水平，但外部环境复杂严峻、国内经济的恢复仍不稳固、不均衡，就业转好但就业质量仍需提升，消费回暖但受预防性储蓄拖累收入预期影响表现较弱，稳定宏观杠杆率导致基建、地产也表现较弱，在这种背景下，730政治局会议要求“要做好宏观政策跨周期调节，保持宏观政策连续性、稳定性、可持续性，统筹做好今明两年宏观政策衔接，保持经济运行在合理区间。”我们认为，疫情后，中国在抗疫和经济修复等方面的傲人成绩，使得我国政策选择在全球范围内具备较强的参考性，当前我国经济复位后仍不断强调做好政策衔接，也进一步说明了在疫情仍未可控情况下，复杂的内外部情况需要相对积极的政策环境予以对冲，提前进行大规模退出可能对现有经济修复成果产生二次冲击。

**预计 G20 共识一：疫情没完全控制住前不做大规模政策退出。**当前，新冠疫情冲击已经超过18个月，新冠疫情的防控和救治能力已经显著提升，全球经济进入复苏通道，但复苏基础仍处于相对脆弱阶段，仍面临着诸多不确定性，1) 新冠疫情带来的供给冲击导致全球供应链体系破裂，供需缺口逻辑发酵导致了全球范围内的大宗商品涨价问题，高通胀冲击各国经济修复基础，仍需一系列对冲性政策兜底经济和保障社会运转；2) 劳

动力部门和企业资产负债表修复相对缓慢，前者需要应对劳动参与率低、就业意愿不足等问题，后者面临企业债务膨胀的问题，一旦政策滑坡可能导致就业再次恶化并冲击企业经营，导致企业债务违约可能性提升；3) 新冠病毒变异仍存不确定性，疫情反复会对现有薄弱修复基础造成二次冲击。我们认为，考虑整体宏观经济基础修复并不稳定，在疫情没完全控制住前，各国应达成共识不做大规模政策退出。

图 3：疫后各国宏观政策刺激情况一览

	货币政策	财政政策
美国	<ul style="list-style-type: none"> <li>利率降至 0-0.25%</li> <li>无限资产购买</li> </ul>	3.8 万亿刺激 (占比 GDP18%)
日本	<ul style="list-style-type: none"> <li>短期利率为 -0.1%;</li> <li>10 年期收益率目标为 0%，对 JGB 购买没有限制;</li> <li>REIT 和 ETF 的购买量增加一倍;</li> <li>CB 和 CP 的购买量增加超过两倍;</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>308 万亿日元刺激计划 (占比 GDP57%) ;</li> <li>一揽子措施包括现有措施;</li> </ul>
德国	<ul style="list-style-type: none"> <li>欧洲央行存款利率维持在 -0.5% 不变;</li> <li>6.20-6.22 日, TLTRO 利率低至 -1%;</li> </ul>	2670 亿欧元刺激 (占比 GDP8.1%)
法国	<ul style="list-style-type: none"> <li>到 2020 年底, 现有资产购买规模将增加 1200 亿欧元;</li> </ul>	840 亿欧元刺激 (占比 GDP3.7%)
意大利	<ul style="list-style-type: none"> <li>大流行紧急购买计划下的资产购买将持续到 3 月 22 日, 总额为 1.85 万亿欧元</li> </ul>	1000 亿欧元刺激 (占比 GDP14%)
英国	<ul style="list-style-type: none"> <li>利率下调至 0.1%;</li> <li>购买 4500 亿英镑债券;</li> </ul>	2950 亿英镑刺激 (占比 GDP14%)
加拿大	<ul style="list-style-type: none"> <li>利率下调至 0.25%;</li> <li>每周购买 40 亿加元政府债券的计划;</li> </ul>	到 2021 年提供 4380 亿加元支持 (约占 2020 年 GDP 20%)

资料来源: Bloomberg, 浙商证券研究所

## 4. G20 共识猜想二：减缓碳中和进度保障能源供应

全球碳中和方向不会改变，但我们认为，结合经济实际情况，在特殊阶段适当减缓碳中和进度有助于更好地实现碳中和，G20 峰会或是各国重新微调碳中和进度的重要节点。对我国而言，碳达峰碳中和大背景下，一方面我国环保治理实践经验表明经济可承受环保治理带来的扰动，另一方面新能源汽车光伏等补贴性行业开始进入盈利阶段，进一步坚定我国推进双碳政策的决心。但在全球新能源体系尚不成熟，供应受天气影响波动较大，且新能源终端及供应体系建设过程中需要整个制造业再造及化石能源作为支撑客观条件下，碳中和的进度不宜过于激进和刻板。

碳中和进度的减缓可从供需两方面减轻能源短缺压力。从能源供给方面来看，为缓

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\\_28114](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_28114)



云报告  
https://www.yunbaogao.cn

云报告  
https://www.yunbaogao.cn