

G20 可能是通胀压力缓解的重要窗口期

——美国9月CPI传递的信号

报告导读/核心观点

美国Q4的CPI中枢可能位于5%以上，单月同比增速可能再破年内前高。美国通胀压力加大后10月末G20领导人峰会可能是缓解通胀压力的重要窗口期，以中美为轴的外交关系可能出现边际缓和，包括中美贸易关系、伊核协议和中欧BIT等。当前的QE政策并非助推通胀的主因，未来联储的重点可能仍在稳增长，缓解通胀压力抓手可能主要通过拜登的外交斡旋，经济不确定性较强背景下美联储或维持鸽派。整体来看，未来美联储政策变化对市场的冲击和外溢效应均有限，整体对国内货币政策制约较小，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，货币政策逐渐走向放松，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。

□ 美国Q4的CPI中枢可能位于5%以上，单月同比增速可能再破年内前高

美国9月CPI同比增速5.4%，小幅超出市场预期并追平年内前高，前值为5.3%；环比上行0.4%，前值0.3%，年内高点0.9%。整体来看，美国CPI环比增速年内高点已现但回落速度不及预期导致同比增速仍然居于高位。我们认为需关注以下方面：一是本月CPI环比涨幅最大的贡献项源自能源和住房，环比分别上涨1.3%和0.4%，主要受原油、天然气以及房价上行影响，结合二者价格走势，预计对应分项年内环比正贡献的趋势仍将延续（能源价格压力于下文详述）；剔除能源的服务分项本月环比上行0.2%，源于疫情导致的招工荒并带动薪资上行。二是警惕二手车分项反弹风险，二手车分项本月环比如期回落-0.7%，与今年5月Manheim二手车价格指数见顶下行映射的趋势一致。9月起二手车价格再度拐头上行并创出年内新高，CPI相关分项可能在年内再度环比转正。三是能源价格上行将带动电价上涨并助推广谱涨价压力，核心CPI本月环比上行0.2%，食品分项本月环比上行0.9%，相较前值均有所提高。

综合当前趋势来看，美国Q4的CPI中枢可能仍将位于5%以上，四季度单月CPI存在再破年内前高的可能（全年CPI同比增速高点为5.4%）。

□ 原油天然气价格上升带动能源分项上行，价格向电价传导助推广谱压力

原油和天然气在美国电力结构中占比高达60%，价格上行除影响能源和交通分项外还容易抬升电价助长广谱通胀压力。本轮价格上行导火索源自欧洲天然气价格上行并带动原油等替代品涨价。一是极端天气使得欧洲新能源发电受影响，转向天然气替代。欧洲电力结构中新能源占比较高，仅39%来自化石燃料，26%来自核电；可再生能源中，风电、水电、生物燃料和太阳能分别占13%、12%、6%和4%（美国电力结构中将近60%源自化石能源、核能和新能源各占20%），今年受极端天气影响，风电生产受明显冲击，9月欧洲风力发电量同比下降21%。二是部分传统能源品库存偏低导致价格易受冲击，2021年欧洲天然气库存相较去年同期下降20.5%，相较过去5年平均水平下降15.1%。三是工业恢复较快叠加我国推进碳中和使得亚洲天然气需求激增，天然气在光伏风电“未立”时是相对较优的能源替代选择，IEA预计2021年亚洲天然气消费量将同比增长7%。其中，中国将贡献年增量的73%；截至2021年6月，亚洲及大洋洲天然气进口量同比增速10%。整体看上述驱动因素短期难以反转，伴随欧洲入冬的取暖需求，预计能源品价格将维持高位。美国通胀压力下以中美为轴的外交关系可能出现缓和（包括中美贸易关系、伊核协议和中欧BIT等）。

□ 10月末G20领导人峰会可能是缓解美国通胀压力的重要窗口期

一是中美贸易关系可能出现边际改善并缓解通胀压力。美国通胀回落速度显著慢于预期，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，美国贸易代表办公室在10月发布的中美贸易文件中也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。10月末G20会议中美两国领导人可能再次会晤（根据外交部副部长乐玉成采访，视频会晤可能性较大），中美贸易关系可能在这一窗口期内出现边际缓和。除此之外，不排除两国协同暂缓碳中和推进进程，缓解能源品涨价压力的可能。二是伊核协议可能出现边际进展，当前美国方面重启谈判的意愿较强，拜登9月末

分析师：李超

执业证书编号：S1230520030002

邮箱：lichao1@stocke.com.cn

联系人：林成炜

执业证书编号：S1230120080050

邮箱：linchengwei@stocke.com.cn

相关报告

报告撰写人：李超

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会晤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。

□ **暂不扰动美联储货币政策节奏,经济不确定性较强联储仍将维持超预期鸽派**

一是当前的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。结合鲍威尔态度,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外交斡旋。二是G20会议后,如果中美关系出现边际缓和预计能源品价格涨势可能趋缓但仍维持高位,通胀压力可能在进入2022年后伴随供需缺口弥合和基数效应而逐步降温。整体来看,我们仍然认为下半年应该把握美联储偏鸽的主线,联储政策方向仍然趋紧但实际落地节奏将比当前暗示的幅度鸽派一些。Taper执行过程中仍可能通过相机抉择、每次会议宣布下月缩减目标的方式进行,而非一次性宣布,从而进一步拉长宽松周期,明年年中附近较难完成Taper。

□ **美债收益率本轮反弹难破年内前高,年内美股无大幅下行风险**

美债方面,近期10年美债收益率迅速上行兑现我们此前关于3季度美债收益率的判断,我们仍然维持本轮反弹难破年内前高的观点(详细请参考前期观点《美国货币、财政领域应把握两条主线》)。**美股方面**,在阶段性回调后我们仍然看好年内美股有上行动力,但财政、货币以及外交政策的不确定性可能使得美股震荡加剧。**美元方面**,预计Taper落地叠加欧洲经济复苏将驱使美元指数Q4起重回长期下行通道,年末美元指数可能重新下探90一线。**黄金方面**,考虑美债实际收益率仍有上行空间,Taper启动前预计金价仍将维持震荡态势。

风险提示:中美洽谈进展不及预期;通胀超预期导致联储收紧。

证券研究报告

1. 重要图表

表 1: 美国 CPI 部分核心分项的环比涨幅及权重 (%)

	环比涨幅 (季调)	上月环比 (季调)	本月权重
二手汽车和卡车	-0.70%	-1.5%	3.43
食品	0.90%	0.4%	13.90
能源	1.30%	2.0%	7.29
核心 cpi	0.20%	0.10%	78.81
住房	0.40%	0.20%	32.56
剔除能源相关的服务项	0.20%	0%	58.09

资料来源: BLS, 浙商证券研究所

图 1: 美国 CPI 同比增速触及年内前高 (%)

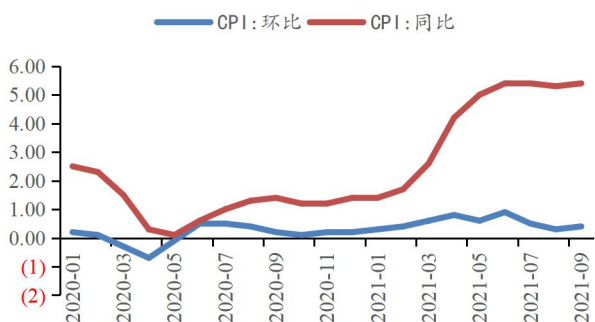
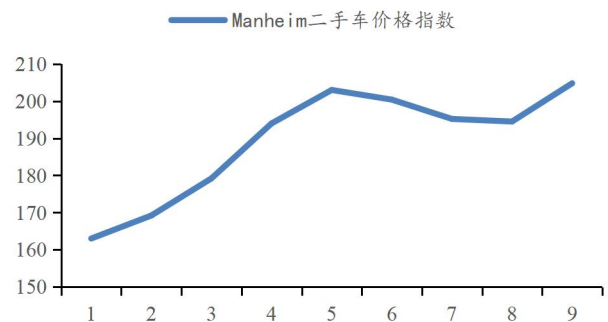


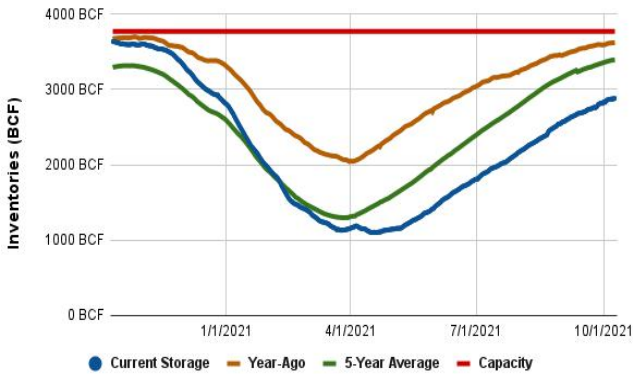
图 2: 美国二手车价格 9 月以来再度反弹



资料来源：，浙商证券研究所

图 3：欧洲天然气库存远低于去年同期水平

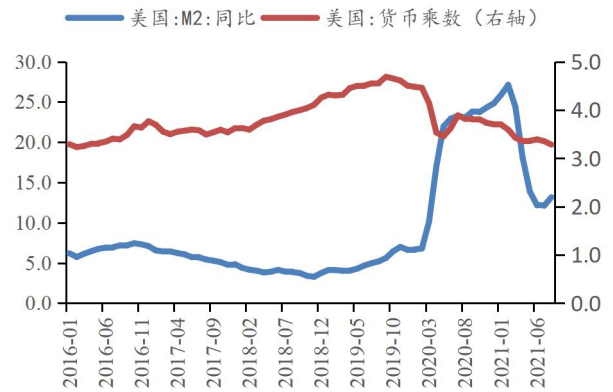
European Natural Gas Inventories (Past 1 Year)



资料来源：，浙商证券研究所

资料来源：美联储，浙商证券研究所

图 4：美国 M2 和货币乘数处于下行通道



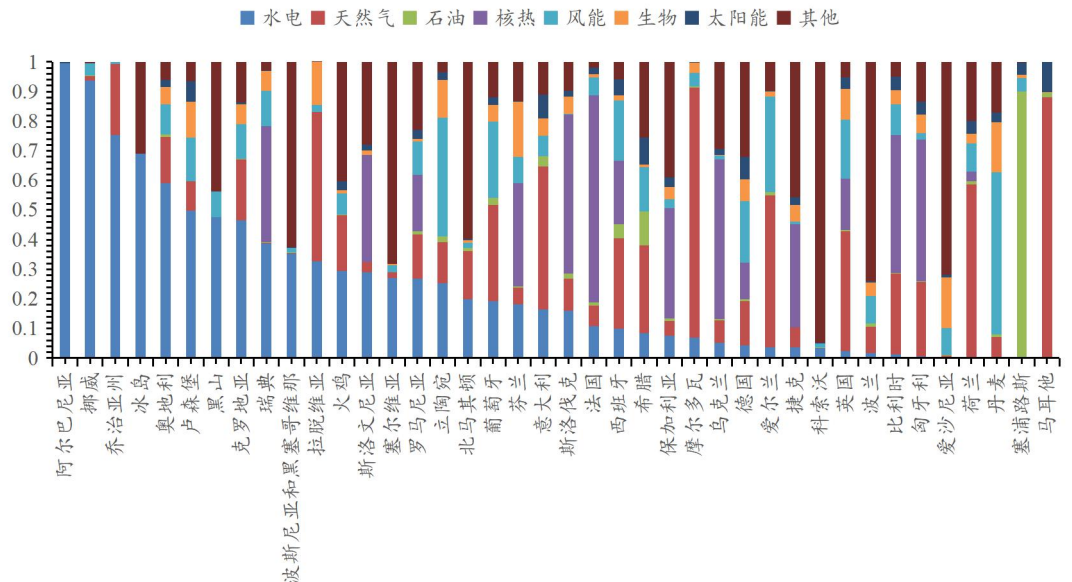
资料来源：美联储，浙商证券研究所

表 2：欧洲 9 月风力发电量同比变化

	2021 年 9 月	2020 年 9 月	同比
在岸发电量	17165	20176	-14.9%
离岸发电量	2169	4326	-49.9%
总发电量	19334	24502	-21.1%

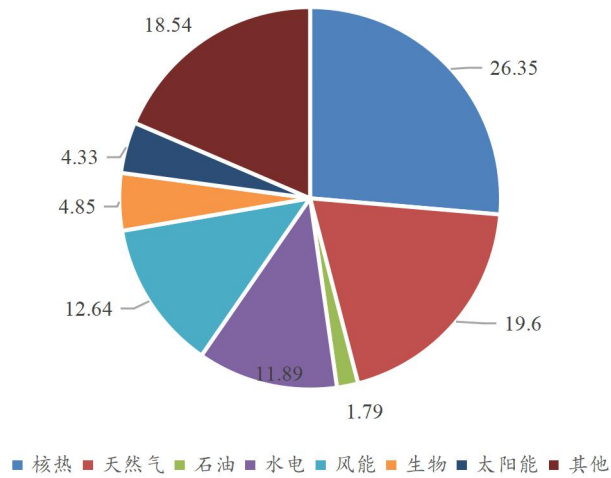
资料来源：WindEurope，浙商证券研究所

图 5：2019 年欧盟生产用电来源 (%)



数据来源：eurostat，浙商证券研究所

图 6：2019 年欧盟生产用电来源（%）



数据来源：eurostat，浙商证券研究所

表 3：历届 G20 会议中美洽谈成果

峰会时间	主办国	主题	中美成果
2008 年 11 月	美国	全球复苏，金融监管	
2009 年 4 月	英国	改革国际金融体系	中美一致同意建立中美战略与经济对话机制。双方将继续通过中美商贸联委会机制，促进两国经贸领域互利合作。
2009 年 9 月	美国	国际金融体系改革和全球经济失衡	中方提到美方对中国输美轮胎采取的特保措施,表示此举不符合两国利益,类似事情不应该再次发生。美方回应,美国支持自由贸易,愿同中方通过对话和磋商解决经贸领域问题。
2010 年 6 月	加拿大	复苏和新开端	中美就中美关系及共同关心的重大国际和地区问题深入交换意见。
2010 年 11 月	韩国	跨越危机,携手成长	中美就发展中美关系和共同关心的重大国际和地区问题交换意见,一致认为中美关系对两国和世界都具有重要意义,一致同意共同推动中美关系取得更大发展。
2011 年 11 月	法国	新世界、新思维	中美就中美关系以及二十国集团领导人戛纳峰会等共同关心的问题交换了意见。
2012 年 6 月	墨西哥	加强国际金融体系和就业、发展、贸易	中美就进一步推动中美合作伙伴关系发展以及共同关心的国际和地区问题深入交换了意见。

2013年9月	俄罗斯	国债发行和管理体系的现代化	中美就共同构建相互尊重、合作共赢的中美新型大国关系达成重要共识。
2014年11月	澳大利亚	经济增长、就业和抗风险	
2015年11月	土耳其	共同行动以实现包容和稳健增长	
2016年9月	中国	构建创新、活力、联动、包容的世G20 召开前一天中美两国同步批准《巴黎气候协定》	
2017年7月	德国	塑造联动世界	中美领导人会晤期间对总体双边关系均表态积极,具体议题涉及政治、经贸、两军和朝核等广泛领域。
2018年11月	阿根廷	未来就业,为发展加强基础设施建设和人类食品未来	中美双方不再加征新的关税;美方同意原先对2000亿美元中国商品加征的关税,1月1日后仍维持在10%,而不是此前宣布的25%。
2019年6月	日本	世界经济、贸易投资、创新、环境与能源、就业、女性权益、发展和卫生问题	美国不再对中国出口产品加征新的关税;双方同意在平等和相互尊重的基础上重启经贸磋商;特朗普同意美国的公司继续向华为出售零件。
2020年11月	沙特阿拉伯	为所有人实现21世纪的机遇	

数据来源:公开资料整理,浙商证券研究所

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_27671



云报告
https://www.yunbaogao.cn

云报告
https://www.yunbaogao.cn

云报告
https://www.yunbaogao.cn