

碳中和、双控与大国关系缓和

——碳中和系列研究之九

核心观点

我们认为，碳中和是我国与西方大国的共同利益诉求，推进双控是十四五规划计划之中的事宜，并在碳中和国际大背景下进一步加强。双控将进一步推升商品价格，全球经济进一步走向滞胀，而我国是全球最大的制造业国家和商品出口国，滞胀环境下我国面临的外部关系大大缓解。未来需要关注 G20 峰会关于碳中和以及全球经济协同面对滞胀问题的进一步讨论。

能耗双控以及其他碳中和政策带来商品价格大幅上行的内部代价是通过货币宽松等方式帮助企业降低成本。对于中下游企业面临的压力，需要央行通过再贷款、降准降息等方式帮助解决，因此我们预计年内货币政策延续宽松，仍有降准及定向降息，2022 年一季度四箭齐发宽信用，经济不会失速，而四季度货币宽松仍驱动股债双牛。

□ 碳中和是我国与西方大国的共同利益诉求

对中国而言，中国能源匮乏与人口质量红利并存，推进碳中和时机正趋成熟。对于西方大国而言，推进碳中和有助于其在国际贸易和全球治理中获取更大的利益。当前碳中和已成为全球普遍关注的重要变革领域，多国已经通过立法、提出立法草案、纳入政策议事日程等方式积极推进碳中和进程。

□ 推进双控是十四五规划计划之中的事宜，并在碳中和国际大背景下进一步加强

碳中和碳达峰是长期目标，十四五规划强调能源双控制度，支持有条件的地方和重点行业、重点企业率先达到碳排放峰值。“单位 GDP 能源消耗降低 13.5%”作为经济社会发展主要约束性指标之一被列入十四五规划 20 大数字目标，平均每年需要降低 2.9% 左右。8 月发改委披露上半年能源双控达标情况，青海、广东、云南、宁夏、福建、江苏、广西等省份在能耗强度和消费总量两方面均未达标，考虑决策层对能耗双控达标的坚定决心，四季度冬季用电、供暖等能源需求较大，我们认为未达标省份下半年推进压力较大。8 月以来，未达标省份近期整改调停措施推进较为积极，青海、宁夏、福建、广东等地先后召开能源双控专题会议，明确通过限制生产、两高项目自查自纠、错峰生产、追责到人等方式，在年内务必完成达标目标。

□ 双控进一步推升商品价格，全球经济进一步走向滞胀

能耗双控影响下，供给收缩将进一步推升商品价格，我国通胀压力部分向外输出，全球经济进一步走向滞胀。而美国 PPI、CPI 双高，CPI 已经连续 4 个月位于 5% 以上，通胀压力更大，其财政货币工具已过度使用，逆周期政策面临退出甚至转向，通胀上行和经济回落的双重压力使得美国有意愿在贸易领域与中国达成合作。

□ 滞胀环境下我国面临的外部关系大大缓解

拜登上任后一直开展意识形态外交，持续拉动盟友孤立我国。受此影响，我国在全球范围内推进多边合作的步伐也受到阻挠，《中欧投资协定》被暂缓表决。当前全球发达国家普遍处于类滞胀环境下。中国向全球范围内输出的高性价比商品有助于缓解通胀压力，任何跟中国脱钩的发达经济体均将面临更为显著的滞胀压力。我国的生产出口能力将成为未来外交的重要筹码，减少我国被孤立的可能。贸易领域，美国受通胀压力影响可能寻求降低我国关税，我国加入 CPTPP 的可能性也将明显增加。除贸易领域外，前期部分遗留的外交问题可能在这一窗口期得以缓和或解决。

□ 内部代价用货币宽松等方式帮助企业降低成本

双控及其他碳中和政策带来商品价格大幅上行的内部代价是需要通过货币宽松等方式帮助企业降低成本。前期外向型制造业受益于海外没供给积累了一定利润，但出口大概率面临下行压力，利润对相关企业的支撑可持续性不再，当前在双控及其他碳中和政策，上游价格大幅上涨，给中下游企业带来较大压力，政策着力保市场主体，一方面通过减税降费及相关货币政策工具，减少了失业（底线一）压力，另一方面，保市场主体意味着中游不出清，PPI 向 CPI 难以有效传导，使得居民消费价格（底线

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

1 《碳中和使得能源投资逐渐转化为制造业投资——碳中和系列研究二》

2020.03.18

2 《碳中和观念发生根本性转变——

碳中和系列研究一》2020.03.17

二) 压力很小。对于中下游企业面临的压力, 需要央行通过再贷款, 降准降息等方式帮助解决, 因此我们预计年内货币政策延续宽松, 仍有降准及定向降息, 2022 年一季度四箭齐发宽信用预期, 经济不会失速, 而四季度货币宽松仍驱动股债双牛。

□ 关注 G20 峰会不确定性

在当前国内外宏观经济政策形势背景下, 我们预计今年 G20 峰会上, 针对短期诉求中美希望达成一致的意愿较强, 但外交谈判都带有一定不确定性。谈判的不确定性主要取决于中美双方实力的动态变化, 需持续关注变化趋势。滞胀是各个国家都不愿意接受的经济结果, 当前发展中国家疫情控制乏力, 供给恢复较为缓慢, 短期内依然需要我国作为弥补海外供需缺口的主要力量, 因此, 对高耗能行业的限产节奏是否会被纳入此次 G20 议题值得关注。

风险提示: 新冠病毒变异导致疫情二次爆发; 中美摩擦超预期变化

正文目录

1. 碳中和是我国与西方大国的共同利益诉求.....	4
2. 双控进一步推升商品价格，全球经济进一步走向滞胀.....	5
3. 推进双控是十四五规划计划之中的事宜，并在碳中和国际大背景下进一步加强	6
4. 滞胀环境下我国面临的外部关系大大缓解.....	7
4.1. 类滞胀环境下我国优秀的生产出口能力减少我国被孤立的可能	7
4.2. 美国通胀压力大可能降低我国关税，加入 CPTPP 的可能性也将增加	8
4.3. 前期部分遗留的外交问题可能在这一窗口期得以缓和或解决	9
5. 内部代价用货币宽松等方式帮助企业降低成本	10
5.1. 前期外向型制造业受益于海外没供给积累了一定利润，但可持续性不再	10
5.2. 双控及其他碳中和政策，带来的上游价格上涨，给中下游企业带来较大压力	10
5.3. 保市场主体，减税降费货币直达工具，减少了失业（底线一）压力	11
5.4. 中游不出清，PPI 向 CPI 难传导，居民消费价格（底线二）压力很小	11
5.5. 中下游企业压力，央行通过再贷款，降准降息等方式帮助解决	12
5.6. 2022 年一季度四箭齐发宽信用预期，经济不会失速	12
5.7. 四季度货币宽松仍驱动股债双牛.....	13
6. 关注 G20 峰会不确定性.....	13

图表目录

图 1: 制造业 PMI 指数连续 5 个月回落	5
图 2: 美国经济环比高点已现	5
图 3: 中国 PPI 再次上冲	6
图 4: 美国 PPI 和 CPI 双高	6
图 5: 各个省市上半年双控达标情况	7
图 6: 美国个人消费支出同环比增速高点已过	8
图 7: 美国耐用品新增订单同环比增速高点已过	8
图 8: 美国 CPI 环比高点已过但同比仍然维持高位	8
图 9: 美国耐用品新增订单同环比增速高点已过	8
图 10: 全球船运持续修复	10
图 11: 2021 年 2 月起新出口订单渐进下滑	10
图 12: 工业企业利润增速官方数据与绝对值计算数据今年并未偏离	12
表 1: 全球范围内当前宣布碳中和（包括立法、立法草案或列入议程）	4
表 2: 美联储 9 月议息会议整体下调经济增长预期、上调通胀预期（%）	9

1. 碳中和是我国与西方大国的共同利益诉求

碳中和符合我国与西方大国的共同利益诉求。对中国而言，中国能源匮乏与人口质量红利并存，推进碳中和时机正趋成熟。其一，碳中和后能源投资逐渐转化为制造业投资，可以在规避我国能源匮乏缺陷的同时发挥人口质量红利。其二，随着终端需求的增长和技术进步带动成本下行，光伏、新能源汽车等新能源行业从产业补贴阶段逐步进入盈利阶段，当前是推荐我国碳中和较为有利的时间窗口。对于西方大国而言，推进碳中和有助于其在国际贸易和全球治理中获取更大的利益。得益于较早完成工业化进程与较早开启低碳转型，西方大国掌握了大量的绿色能源发展的技术，具有一定的先发优势，实现碳中和有助于其谋求全球气候治理领导者和国际体系主导者地位，攫取更大的经济利益与政治利益。

碳中和已成为全球普遍关注的重要变革领域。根据统计，当前全球范围内已有 6 个国家通过立法方式明确将在 2050 年前实现碳中和，包括英国、法国、丹麦、瑞典、新西兰和匈牙利；6 个国家（地区）已提出立法草案，分别为欧盟、加拿大、韩国、西班牙、智利以及斐济；此外，还有 14 个国家将碳中和纳入政策议事日程，包括中国。

表 1：全球范围内当前宣布碳中和（包括立法、立法草案或列入议程）

国家/地区	年	状态	发展程度	国家/地区	年	状态	发展程度
阿根廷	2050	联合国提交计划	发展中	哈萨克斯坦	2060	联合国提交计划	发展中
澳大利亚	2050	承诺巴黎协定	发达国家	卢森堡	2050	讨论中	发达国家
奥地利	2040	政治协议达成	发达国家	马绍尔群岛	2050	承诺巴黎协定	发展中
比利时	2050	纳入政策议程	发达国家	墨西哥	2050	讨论中	发展中
巴西	2060	联合国提交计划	发展中	尼泊尔	2050	承诺巴黎协定	发展中
加拿大	2050	政策讨论	发达国家	荷兰	2050	讨论中	发达国家
中国	2060	纳入政策议程	发展中	新西兰	2050	已立法	发达国家
智利	2050	讨论中	发展中	挪威	2050	纳入政策议程	发达国家
哥伦比亚	2050	讨论中	发展中	葡萄牙	2050	纳入政策议程	发达国家
哥斯达黎加	2050	纳入政策议程	发展中	苏格兰	2045	已立法	发达国家
丹麦	2050	已立法	发达国家	新加坡	2050	联合国提交计划	发达国家
埃塞俄比亚	2030	纳入政策议程	发展中	斯洛伐克	2050	纳入政策议程	发达国家
欧盟	2050	政治协议达成	-	南非	2050	纳入政策议程	发展中
斐济	2050	承诺巴黎协定	发展中	韩国	2050	纳入政策议程	发达国家
芬兰	2035	政治协议达成	发达国家	西班牙	2050	立法中	发达国家
法国	2050	已立法	发达国家	瑞典	2045	已立法	发达国家
匈牙利	2050	已立法	发展中	瑞士	2050	纳入政策议程	发达国家
冰岛	2040	纳入政策议程	发达国家	东帝汶	2050	讨论中	发展中
德国	2050	已立法	发达国家	英国	2050	已立法	发达国家
爱尔兰	2050	政治协议达成	发达国家	乌拉圭	2030	承诺巴黎协定	发达国家
日本	2050	纳入政策议程	发达国家	梵蒂冈	2050	联合国提交计划	发达国家

资料来源：Wikipedia, 浙商证券研究所

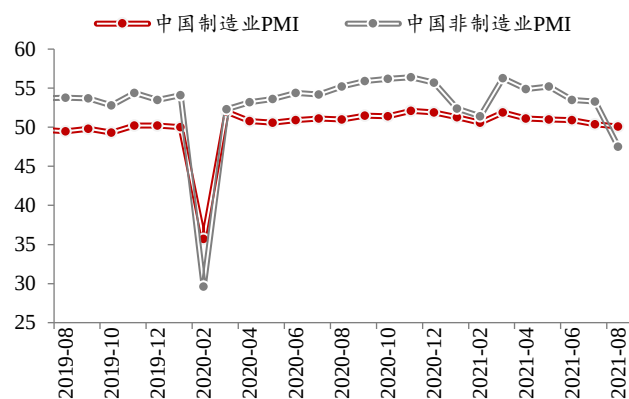
2. 双控进一步推升商品价格，全球经济进一步走向滞胀

能耗双控背景下，供给收缩将进一步推升商品价格，而全球疫后经济复苏力度已经趋弱，逆周期政策面临退出，全球经济进一步走向滞胀。

我国下半年经济下行压力加大，PMI 指数已连续数月回落。需求端，受疫情影响，消费修复受阻；外供给渐次修复，出口回落压力增大；地产调控政策不断收紧，地产投资增速下行趋势较为确定；财政支出显著后置，基建投资增速维持低位。供给端，工业生产逐步降温，双控进一步加大工业增加值下行压力；疫情反复扰动的影响下，服务业景气度亦显著回落。经济数据的陆续公布，持续验证我们在 7 月 12 日外发报告《核心宏观分歧十问十答》的判断——下半年出口下行压力较大，消费、投资难以内生对冲。

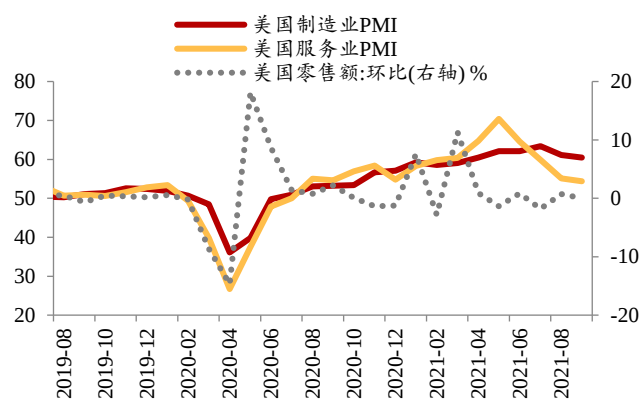
美国疫后经济重启大概落后我国 1 个季度，四季度经济环比回落压力上升。从数据上来看，二季度开始美国零售数据环比已逐步正常化，6 月服务业 PMI 开始下行，8 月制造业 PMI 开始下行，预示其经济增长动能逐渐回落。然而，美国劳动力市场依然面临巨大的就业压力，美国 8 月失业率环比下降 0.2 个百分点至 5.2%，但较去年 2 月份疫情爆发之前高 1.7 个百分点，劳动参与率仍比去年 2 月低 1.6 个百分点，潜在的经济回落无疑给就业数据修复蒙上了一层阴影。

图 1：制造业 PMI 指数连续 5 个月回落



资料来源：Wind，浙商证券研究所

图 2：美国经济环比高点已现



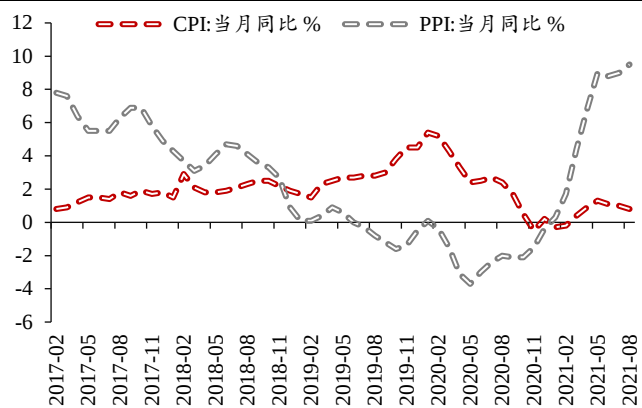
资料来源：Wind，浙商证券研究所

经济回落的同时，全球通胀压力持续上升，能耗双控或进一步推升全球滞胀压力，而且美国通胀压力更加突出。数据显示，我国 8 月 PPI 同比已达到 9.5% 的高位，不过 CPI 同比只有 0.8%，通胀还没有全面向居民消费端传递；而美国是 PPI 和 CPI 双高，其 CPI 已经连续 4 个月位于 5% 以上的高位，通胀压力更大。

作为全球最大的制造业国家和商品出口国，我国强大的制造业生产能力一直是全球通胀的稳定因子。不过，能耗双控背景下，我国高排放、高耗能行业面临停电、限产压力，有色冶炼（以电解铝为主）、钢铁、建材、化工等商品价格有望再次阶段性冲高，而江苏、浙江等地区的限电措施已影响中下游轻工、纺织服装甚至食品制造等行业，供给收缩将进一步推升商品压力，我国通胀压力或进一步向外输出。

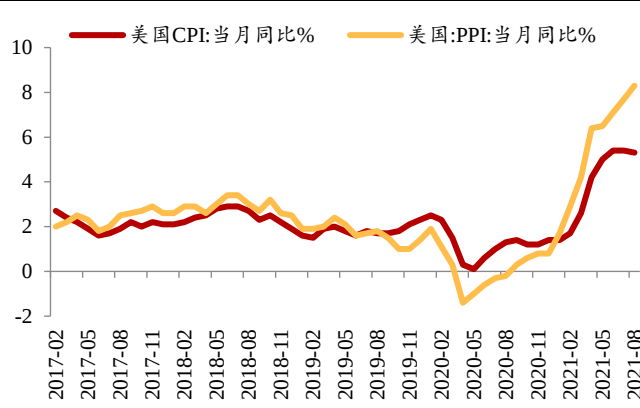
美国财政货币工具已过度使用，逆周期政策面临退出甚至转向，通胀上行和经济回落的双重压力使得美国有意愿在贸易领域与中国达成合作。

图 3：中国 PPI 再次上冲



资料来源：Wind，浙商证券研究所

图 4：美国 PPI 和 CPI 双高



资料来源：Wind，浙商证券研究所

3. 推进双控是十四五规划计划之中的事宜，并在碳中和国际大背景下进一步加强

碳中和碳达峰是长期目标，十四五规划强调能源双控制度。2020 年 9 月习总书记在联合国大会讲话中表示“中国将提高国家自主贡献力度，采取更加有力的政策和措施，二氧化碳排放力争于 2030 年前达到峰值，努力争取 2060 年前实现碳中和”，“碳达峰、碳中和”作用我国长期发展战略，重要性不断提升，也广受市场关注，我们在此前的碳中和系列报告进行了细致分析，碳达峰碳中和作为长期目标，实施阶段是中央定调、地方分布推进落实，需求端需调节能源消费结构、固定资产投资结构等方面，供给端引导新能源产业发展并通过合适的碳权交易等方式引导产业转型，财政、货币、产业政策等也将绿色债券、绿色信贷等方面给予扶持和引导。

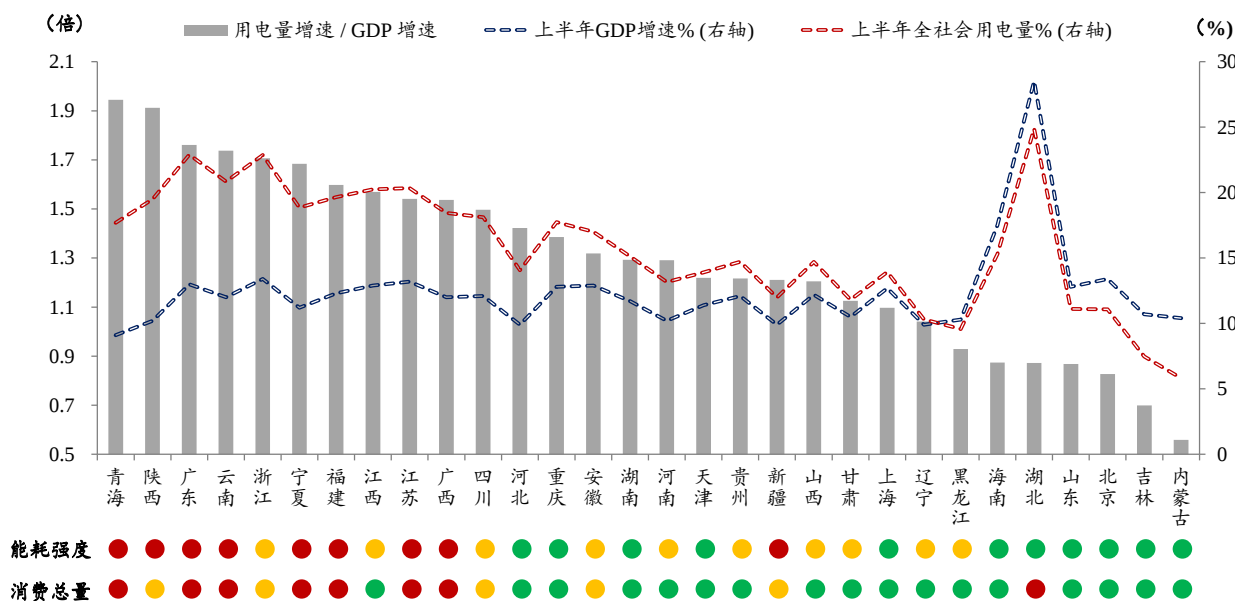
在此背景下，十四五规划明确表示“落实 2030 年应对气候变化国家自主贡献目标，制定 2030 年前碳排放达峰行动方案，要完善能源消费总量和强度双控制度，重点控制化石能源消费。”其中，“单位 GDP 能源消耗降低 13.5%”作为经济社会发展主要约束性指标之一被列入 20 大数字目标，平均每年需要降低 2.9% 左右。我们认为，在碳达峰、碳中和的长期目标下，十四五规划有针对性的从能源双控角度入手开展工作，一方面实施以碳强度控制为主、碳排放总量控制为辅的制度，支持有条件的地方和重点行业、重点企业率先达到碳排放峰值，广东、北京、上海等地区提出的碳达峰目标显著领先于 2030 年，另一方面积极推动能源清洁低碳安全高效利用，深入推进工业、建筑、交通等领域低碳转型，例如在煤炭、钢铁领域压减并严控低效、无效供给。

上半年双控未达标省份下半年推进压力较大。8 月 12 日，发改办环资〔2021〕629 号文《2021 年上半年各地区能耗双控目标完成情况晴雨表》，明确表示，自本通知印发之日起，对能耗强度不降反升的地区，2021 年暂停“两高”项目节能审查（国家规划布局的重大项目除外）。并做出要求，各地要坚决贯彻落实党中央、国务院决策部署，对上半年严峻的节能形势保持高度警醒，采取有力措施，确保完成全年能耗双控目标特别是能耗强度降低目标任务。9 月 11 日，发改环资〔2021〕1310 号印发《完善能源消费强度和总量双控制度方案》，要求健全能耗管理制度，推动地方实施用能预算管理，严格实施节能审查制度，完善能耗双控考核制度，其中对于能耗双控进度严重滞后、工作不力的地区

要进行问责处理。结合上半年达标情况来看，青海、广东、云南、宁夏、福建、江苏、广西等省份在能耗强度和消费总量两方面均未达标，决策层对能耗双控达标的决心坚定；考虑四季度冬季用电、供暖等能源需求较大，我们认为未达标省份下半年推进压力较大。

8月以来，未达标省份近期整改调停措施推进较为积极。8月下旬，Mysteel 调研表示青海对铝厂限电范围继续扩大，减低能耗。8月18日，宁夏表示采取强有力措施坚决扭转能源双控不利局面，一方面强化能耗双控督查通报，对能耗增量压减不力、能耗强度降低进度目标严重滞后的地区、部门、企业进行约谈通报，并将结果抄送纪检和组织部门，依纪依规对不作为的单位和个人进行追责问责，22日便首批约谈了4个地区的5家企业；另一方面要求加大错峰生产力度，做好统筹协调。8月30日，广西召开坚决遏制“两高”项目盲目发展暨加强能耗双控会议，要求迅速开展自查自纠，对国家点名通报的“两高”问题立即开展整改，对在建和存量“两高”项目开展全面排查和纠偏，受限产因素影响，Mysteel 调研表示，广西9月水泥产量不超过上半年月均40%，广西地区涉及的6家氧化铝企业9月份产量不得超过2021年上半年平均月产量的50%。广东、福建等地区也先后开展能源双控专题会议，确保年内完成全省双控目标，并采取了适当的限产措施，如广东电网表示自9月16日起执行“开二停五”的错峰用电方案。

图 5：各个省市上半年双控达标情况



资料来源：Wind，浙商证券研究所

注：颜色随数值变化而变化，数值越大则越偏红色，数值越小则越偏蓝色。

4. 滞胀环境下我国面临的外部关系大大缓解

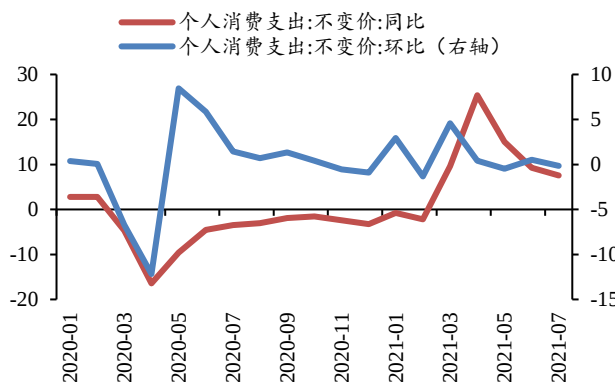
4.1. 类滞胀环境下我国优秀的生产出口能力减少我国被孤立的可能

拜登在外交领域重视意识形态。我们在前期报告《民主党的全国大会传递了什么信息》中曾经指出，拜登早在大选前的行政纲要中已清晰传达外交思路：一是对外将继续严格执行人权等意识形态领域的相关法案；二是将与盟友积极配合，发挥太平洋大国优势地位，塑造符合美国价值观的国际准则；三是修复被特朗普破坏的所有盟友关系。

上台以后，拜登政府也一直依据这一执政思路开展外交，持续拉拢盟友孤立我国。包括9月以来由美国主导建立美英澳三国参与的“三边安全伙伴关系”（AUKUS）；9月美国牵头展开美、日、澳、印四方安全对话；6月G7峰会联合施压我国等。受此影响，我国在全球范围内推进多边合作的步伐也受到阻挠，欧盟议会于5月暂缓对此前已达成共识的《中欧投资协定》进行表决。

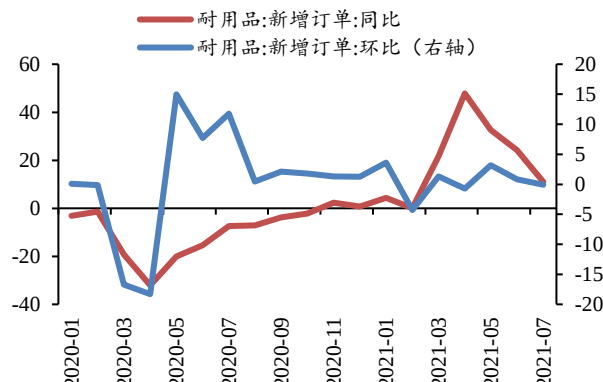
当前全球尤其是发达国家普遍处于类滞胀环境下。美国方面，个人消费支出、耐用品新增订单（投资的有效表征）的同环比增速大概率高点已过；CPI方面环比增速虽然回落但同比增速依然位于5%以上的高位。欧洲方面，当前制造业、服务业PMI均已从高点逐步回落但CPI依然位于3%，且受基数效应影响年内可能进一步走高。在此情况下，中国向全球范围内输出的高性价比商品有助于缓解通胀压力，任何跟中国脱钩的发达经济体均将面临更为显著的滞胀压力。我国的生产出口能力将成为未来外交的重要筹码，在百年未有之大变局下减少我国被孤立的可能。

图 6：美国个人消费支出同环比增速高点已过



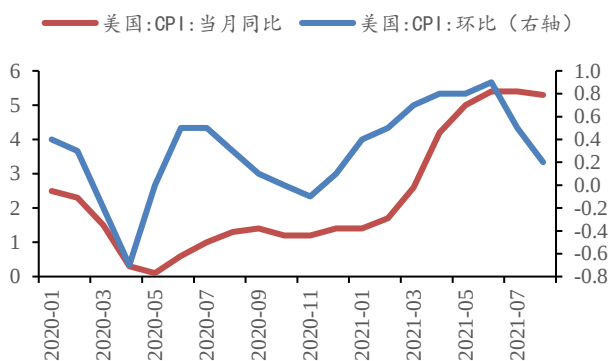
资料来源：Wind, 浙商证券研究所

图 7：美国耐用品新增订单同环比增速高点已过



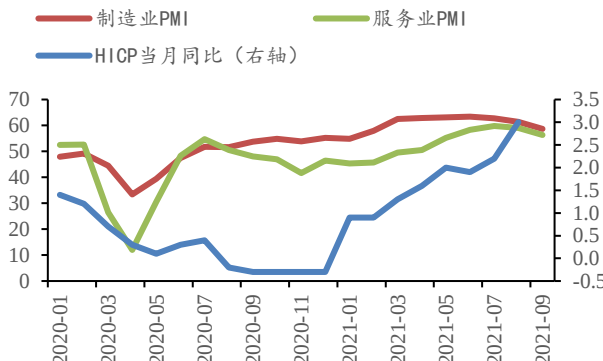
资料来源：Wind, 浙商证券研究所

图 8：美国 CPI 环比高点已过但同比仍然维持高位



资料来源：Wind, 浙商证券研究所

图 9：美国耐用品新增订单同环比增速高点已过



资料来源：Wind, 浙商证券研究所

4.2. 美国通胀压力大可能降低我国关税，加入 CPTPP 的可能性也将增加

如上文所述，当前美国通胀虽然环比高点已过，但同比回落速度依然较慢。美联储9月议息会议预测年末PCE仍在4%以上，核心原因仍是疫情后供需缺口的收敛速度慢于预期。此外，越南等部分中国的出口竞争国仍然面临疫情的困扰。在此背景下，美国对我

国出口的依赖度仍然较强，从加快通胀回落的角度出发，可能降低对华关税进一步减少美国国内的价格压力。中美之间的贸易接洽也在近几个月来出现明显缓和：3月美国贸易代表戴琪曾强硬表态“不准备在近期内取消对中国进口商品的关税”；但5月末我国刘鹤总理与戴琪通话，美方的固执态度明显弱化；此外，根据彭博报道，今年8月耶伦也考虑在未来访华。

受此影响，我国加入CPTPP（跨太平洋伙伴关系协定）的可能性明显增加。习近平主席早在2020年11月便提出“中方将积极考虑加入全面与进步跨太平洋伙伴关系协定”，最终我国于今年9月正式提交申请。从协定构成看，CPTPP共有日本、加拿大、澳大利亚、智利、新西兰、新加坡、文莱、马来西亚、越南、墨西哥和秘鲁11个成员国。虽然美国当前不是其中成员（特朗普任期内退出），但CPTPP的前身由美国牵头设立，当前成员国中日、澳等均是美国盟友；而中国最终加入CPTPP需要得到所有成员国的同意（CPTPP协定中明确规定“最终委员会的决定应由所有缔约方同意做出”），因此美国对该组织仍有极大影响力，中美贸易关系的边际缓和将增加我国加入CPTPP的可能性。需要指出的是，CPTPP要求成员国加入前需“证明其已经完成CPTPP要求的国内法律法规的所有变更”，而我国在劳工、国有企业等领域仍存在一定程度的不匹配，未来加入的过程仍将十分漫长且具有较强不确定性。

表 2：美联储 9 月议息会议整体下调经济增长预期、上调通胀预期（%）

	批准规模	2021	2022	2023	长期
实际 GDP 增长	6 月预测	7.0	3.3	2.4	1.8
	9 月预测	5.9	3.8	2.5	1.8
失业率	6 月预测	4.5	3.8	3.5	4.0
	9 月预测	4.8	3.8	3.5	4.0
PCE	6 月预测	3.4	2.1	2.2	2.0
	9 月预测	4.2	2.2	2.2	2.0
核心 PCE	6 月预测	3.0	2.1	2.1	
	9 月预测	3.7	2.3	2.2	

资料来源：美联储，浙商证券研究所

4.3. 前期部分遗留的外交问题可能在这一窗口期得以缓和或解决

此外，美国因受制于通胀压力下的对华诉求，近期整体外交态度出现边际缓和。部分前期遗留的外交问题均在近期出现缓和的迹象。包括：国家主席习近平9月10日与拜登通话，强调中美有关部门将继续解除对华，推进在气候变化、疫情防控、经济复苏以及重大国际和地区问题上的协调和合作，同时挖掘更多合作潜力；10月G20峰会两国元首存在进一步交流的可能性；9月孟晚舟与美方达成DPA（延迟起诉协议）回国等。

5. 内部代价用货币宽松等方式帮助企业降低成本

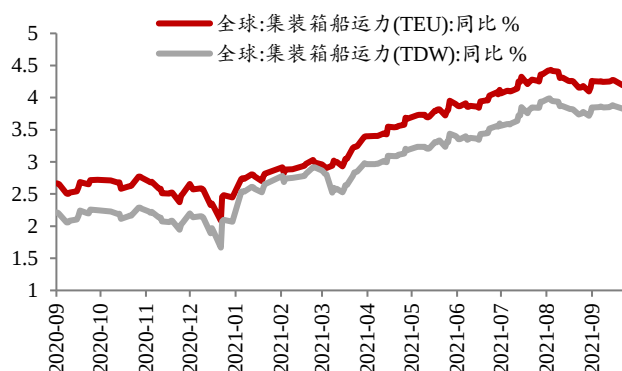
双控及其他碳中和政策带来商品价格大幅上行的内部代价是需要通过货币宽松等方式帮助企业降低成本。

5.1. 前期外向型制造业受益于海外供给积累了一定利润，但可持续性不再

2020 年疫情后，海外经济体供给能力不足，中国发挥供给优势填补海外供需缺口带动出口超预期，2020 年末出口金额当月增速达到 20% 左右高位，全年贸易顺差达 5240 亿美元，同比增长 24.4%，较 2019 年的 20% 继续提高，在此背景下，外向型制造业受益于海外供给积累了一定利润，对于企业 2021 年以来的生产和投资活动构成一定的支撑。

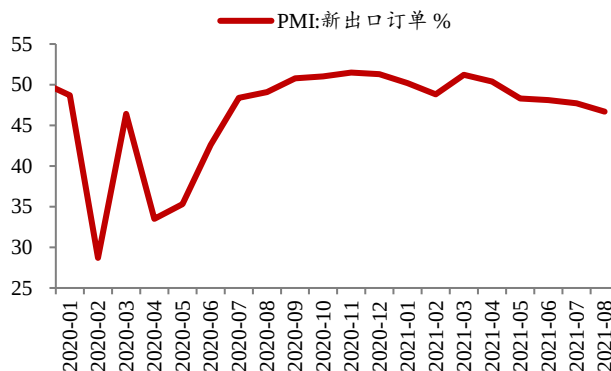
但是我们预计我国出口将面临逐渐加大的下行压力，出口型制造业企业盈利走势可持续性不再。2021 年以来，海外供给持续修复，诸多线索已经有所显示：首先，全球航运运力持续修复；其次，海外发达经济体工业生产、库存等供给能力渐进修复；第三，海外供给修复提振该国出口，美国、日本、韩国、金砖国家、越南、印尼等国家出口数据均有表现。

图 10：全球船运持续修复



资料来源：Wind，浙商证券研究所

图 11：2021 年 2 月起新出口订单渐进下滑



资料来源：Wind，浙商证券研究所

5.2. 双控及其他碳中和政策，带来的上游价格上涨，给中下游企业带来较大压力

在碳达峰碳中和的大背景下，双控政策推进力度强，在双控及其他碳中和政策影响下，上游原材料供需紧平衡、价格上涨，中下游原材料成本将在较长时间内处在高位，成本压力较大。

大宗商品价格可能持续维持高位的原因主要有：

其一，决策层双控政策力度强，高排放、高耗能制造业面临行政减产压力，后续不排除环保限产政策再次强化的可能性；

其二，由于推进节能减排的确定性极强，企业自身对于传统能源的投资意愿也会下降，因此上游原材料在较长时间内维持供需紧平衡。

其三，企业为进行技术改造、环保升级而增加额外的减排投资，也将从成本端推动相应工业品涨价。

5.3. 保市场主体，减税降费货币政策直达工具，减少了失业（底线一）压力

当前两项政策底线其一是失业压力，其二是通胀风险。当前政策着重保市场主体，保持经济平稳健康发展和就业稳定，通过推出各项保实体政策，尤其是针对中小企业、民营企业定向扶持，有助于缓解失业压力。

疫情后，我国各项政策着力保市场主体，财政强调减税降费，货币层面除总量性宽松政策外，2020 年分层次、有梯度出台三批次合计 1.8 万亿元再贷款、再贴现政策，年中创新两项直达实体经济的货币政策工具，不断完善结构性货币政策工具体系，力求精准直达支持稳企业保就业。2021 年，直达实体的货币政策工具继续发挥作用，7 月初国务院常务会议提出适时运用降准等货币政策工具，进一步加强金融对实体经济特别是中小微企业的支持，促进综合融资成本稳中有降，央行于 7 月中旬降准落实国常会部署。

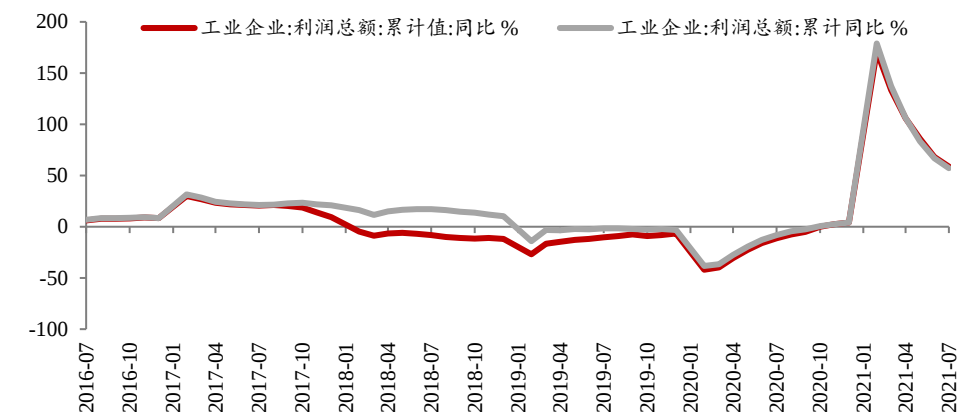
9 月 1 日国常会重点部署加大对市场主体特别是中小微企业纾困帮扶力度，加强政策储备，做好跨周期调节，会议强调“稳增长、保就业，重在保市场主体特别是量大面广的中小微企业”，会议提出多项扶持政策：一是加大帮扶政策力度。今年再新增 3000 亿元支小再贷款额度。二是进一步深化“放管服”改革，优化营商环境，降低制度性交易成本。三是统筹做好跨周期调节。发挥地方政府专项债作用带动扩大有效投资。我们认为，政策维稳市场主体力度强，有助于有效缓解失业压力。

5.4. 中游不出清，PPI 向 CPI 难传导，居民消费价格（底线二）压力很小

正是由于多项政策定向支持中小企业及民营经济，今年以来虽然上游大宗商品价格持续攀升，我们却并未看到明显的中下游行业出清。除微观调研获取信息外，宏观层面观察工业企业出清的一种方式是通过比较工业企业利润的官方公布同比增速及使用绝对值计算同比增速的相互走势，由于我国工业统计制度仅统计规模以上企业数据，样本每年一大调、每月也会有小调，若出现了中下游企业的行业出清，则行业集中度提高、利润会向头部规模以上企业集中，官方公布数据已考虑样本更新，其数值会相较绝对值直接计算的增速更高，典型时期如供给侧结构性改革期间，受去产能影响，上游原材料价格大幅上涨冲击中下游企业经营，导致部分小企业倒闭退出市场，带来 2017 年末至 2019 年上半年两项数据的大幅偏离。但这种情况在去年及今年均未出现，得益于政策保市场主体、对中小企业的定向支持，中小企业经营得以稳定于盈亏平衡线附近，未出现倒闭出清。

中游不出清，意味着 PPI 向 CPI 较难实现有效传导，我们认为市场担忧的居民消费价格（底线二）过快上行的压力比较小，无需担忧 CPI 上行风险对货币政策的扰动。

图 12：工业企业利润增速官方数据与绝对值计算数据今年并未偏离



资料来源：Wind，浙商证券研究所

5.5. 中下游企业压力，央行通过再贷款，降准降息等方式帮助解决

当前政策考虑大宗商品价格上行增加中下游企业成本压力，通过各种方式为企业减轻经营负担，其中，央行通过再贷款，降准降息等方式进行定向支持。再贷款资金有助于解决资金来源不足的问题，同时再贷款也采取低息方式降低融资成本，近期央行已新增3000亿元支小再贷款额度；央行通过降准为银行降低资金成本，也有助于向企业端传导，这是政策困境中的无奈选择，是触发7月降准的核心原因；降息我们认为核心关注碳减排货币政策的定向降息。

因此，从大宗商品价格将持续处于高位及为企业降低融资成本的角度看，我们认为年内央行仍有降准和降息。对于降准，预计时点大概率在10月，并用于置换四季度部分到期MLF。对于定向降息主要关注碳减排货币政策工具，大概率10月末实施。

5.6. 2022年一季度四箭齐发宽信用预期，经济不会失速

我们判断2022年一季度央行“四箭齐发”扩信用，即四个领域信贷有望放量：制造业贷款、减碳贷款、基建贷款、按揭贷款。在此情况下，经济无失速压力。

制造业贷款是政策着重引导信贷支持的方向，央行持续强调“对科技创新、小微企业、绿色发展、制造业等需要长期支持的领域加大政策支持力度”，2019年，央行在MPA考核中增加制造业中长期贷款占比指标，并在2020年加大权重，2021年政策延续，持续强调加大对制造业的金融支持。从信贷需求看，随着基建与地产市场在明年一季度出现新的增长点，制造业投资需求有望企稳，从而拉动企业资本开支意愿，增加信贷需求尤其是中长期信贷需求。从信贷供给看，年初优质项目多，银行也有意愿实现“开门红”，监管角度预计央行将持续强调信贷结构性调节，重点支持制造业、民营企业、小微企业等重点领域和薄弱环节，总体我们认为明年一季度制造业贷款有望大规模放量。

对于减碳贷款，碳达峰碳中和背景下，我们认为绿色金融领域的定向支持力度将不断加强，今年二季度的货币政策执行报告中，央行继续强调“强化对绿色发展的金融支持”及“继续落实和发挥好结构性货币政策工具的牵引带动作用，运用好碳减排支持工具推动绿色低碳发展”。我们持续强调央行大概率在今年10月推出碳减排货币政策工具。碳减排工具结构上可能类似TMLF，通过设定更低的再贷款利率起到定向降息作用，操

作频率上也可能以季度为频率常态化投放，规模依据上个季度的减碳信贷投放状况及本季度的投放需求而定，此工具的落地将加速减碳贷款投放，推动明年一季度“四箭齐发”扩信用。

对于基建贷款，7月30日中央政治局会议强调，“积极的财政政策要提升政策效能，兜牢基层‘三保’底线，合理把握预算内投资和地方政府债券发行进度，推动今年底明年初形成实物工作量。”由此我们预计年内财政资金形成实物工作量大概率后移至明年一季度，推动基建贷款放量。综合考虑发改委预先储备未来项目和货币政策稳信用节奏，我们认为财政或将配合货币政策带动明年一季度信用扩张。

对于按揭贷款，今年以来，地产贷款集中度管理、三道红线、五档分类等政策极大地限制了房企融资，严查消费贷、限制按揭贷也使得居民贷款难以放量，地产政策不放松的情况下，扩信用较难见成效。但我们提示关注可能出现的边际变化，首先，“因城施策”及“稳房价、稳地价、稳预期”三稳的政策基调下，部分房价、地价回落幅度较大的三四线城市可能有局部政策缓和。其次，共同富裕相关政策推进加速，其核心在调节收入分配，我们认为今年房产税有望扩大试点城市，需求端购房按揭贷款监管可能有所宽松，以对冲房产税试点对房地产市场的供给释放。今年以来，受按揭贷收紧影响，地产销售趋向低迷，明年一季度局部地区按揭贷政策缓和的情况下，房地产市场有望实现供需两旺推升销量，从而释放信用。随着销售回暖，也会带动地产后周期的相关消费及消费贷款，如建筑装潢、家具、家电等，进一步推动居民信贷增长。

5.7. 四季度货币宽松仍驱动股债双牛

我们预计四季度货币政策持续宽松，仍有降准和定向降息操作，反映到市场表现，仍驱动股债双牛。当前“宽货币+紧信用”的组合对应“债牛”逻辑，碳减排工具定向降息利好利率债市场，10年期国债收益率有望触及2.5%左右，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。

6. 关注 G20 峰会不确定性

2016年G20杭州峰会上，历史上第一次将气候变化问题纳入G20行动计划，此后气候变化议题成为G20峰会上重要议题之一。由于我国碳排放量在全球碳排放总量中占比较大，在全球气候治理方面容易成为其他国家掣肘我国的问题。

在当前国内外宏观经济政策形势背景下，我们预计今年G20峰会上，针对短期诉求中美希望达成一致的意愿较强，但外交谈判都带有一定不确定性。从9月10日国家主席习近平应约同美国总统拜登通话的情况来看，美国对我国的态度在当前较为缓和，近期释放的友好信号也较多，一方面在于美国国内疫情问题、通胀问题较大，另一方面在国际上从阿富汗撤军，使得在短期内对美国也需要缓冲调整期。谈判的不确定性主要取决于中美双方实力的动态变化，需持续关注变化趋势。

我们认为，滞胀是各个国家都不愿意接受的经济结果。当前发展中国家疫情控制乏力，供给恢复较为缓慢，短期内依然需要我国作为弥补海外供需缺口的主要力量，若我国能耗双控压力较大，或将使得全球滞胀加剧。因此，对高耗能行业的限产节奏是否会被纳入此次G20议题值得关注。

风险提示：新冠病毒变异导致疫情二次爆发；中美摩擦超预期变化

股票投资评级说明

以报告日后的 6 个月内，证券相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、买入：相对于沪深 300 指数表现 +20% 以上；
- 2、增持：相对于沪深 300 指数表现 +10%~+20%；
- 3、中性：相对于沪深 300 指数表现 -10%~+10% 之间波动；
- 4、减持：相对于沪深 300 指数表现 -10% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、看好：行业指数相对于沪深 300 指数表现 +10% 以上；
- 2、中性：行业指数相对于沪深 300 指数表现 -10%~+10% 以上；
- 3、看淡：行业指数相对于沪深 300 指数表现 -10% 以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重。

建议：投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论

法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的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报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

浙商证券研究所

上海市杨高南路 729 号陆家嘴世纪金融广场 1 号楼 29 层

邮政编码：200127

电话：(8621)80108518

传真：(8621)80106010

浙商证券研究所：<http://research.stocke.com.cn>