

二〇二一年九月

国际国内经济形势分析

二〇二一年十月二十三日

目 录

一、国际经济形势	10
(一)国际主要经济体经济形势	10
(二)国际大宗商品价格趋势	21
1、黄金	21
2、石油	24
3、人民币汇率	26
二、国内经济形势	29
(一)国内主要经济指标	29
1、国内生产总值(GDP)	30
2、居民消费价格指数(CPI)	30
3、生产者物价指数(PPI)	31
4、固定资产投资	31
5、财政收入	32
6、对外贸易进出口	32
7、狭义货币、广义货币(M1、M2)	33
(二)国内大宗商品价格趋势	34
1、钢铁	34
2、铜	38
3、焦炭	40

4、水泥	44
5、铝	47
6、房价	50

国际国内经济形势分析报告

由于变异新冠病毒对全球经济的持续影响，全球经济增长缓慢。从景气度来看，制造业和服务业 PMI 环比均有所回落。在全球各个经济体中美国通胀持续维持较高水平，通胀风险还未解除，就业有所改善，但是远未达到“实质性进展”；美联储在央行会议上表示年内有望缩减量化宽松政策，但是并未给出明确时间。欧洲通胀水平略高于 6 月，就业情况好于 6 月，但为了维持长期通胀率 2% 的目标，欧洲央行将继续保持宽松的货币政策。日本通胀略有上升，就业情况变化不大，日本央行也将继续保持较为充裕的流动性。俄罗斯经济状况内需恢复加速，能源价格上涨，经济活力凸显。印度能源依靠进口，因为缺乏电力供应，经济复苏尚未缓解经济压力。而且供应趋紧问题在不少发达经济体普遍存在，短期内还难以缓解，而这可能会对今年全球经济增长造成拖累。由于全球供应链关键环节出现中断且中断时间超过预期，很多经济体通胀形势严峻，导致经济复苏面临的风险加剧，政策应对难度加大。

全球经济复苏的态势将在很大程度上取决于疫情的发展。尽管新冠肺炎疫苗已进入全民接种阶段，但病毒变异情况、疫苗的有效性以及民众接种意愿仍然存在不确定性，可能持续扰动经济复苏进程。如果疫情长期延续还可能导致产业链、供应链以及国际贸易投资格局发生调整，进而对全球劳动生产率、通货膨胀等产生深远影响。全球金融风险隐患

有所增加。资产价格快速上涨，全球股市快速恢复，多国房价再创新高，对金融稳定构成潜在威胁。企业债务负担加重，非银行金融机构杠杆水平不断上升，风险逐渐暴露。发达经济体超宽松政策的溢出效应明显，跨境资本流动波动加大，一旦主要发达经济体释放货币政策转向信号，可能导致风险资产的重新定价以及全球融资条件重新收紧，引发金融市场大幅调整，影响市场信心和金融稳定；新兴市场经济体 2021 年融资需求依旧较高，公共债务水平将不断上升，导致新兴市场经济体的经济复苏预计将慢于发达经济体，通胀预期和发达经济体利率水平的上升可能导致新兴市场经济体融资条件重新收紧，再次面临资本外流的压力。

美国运输供应链难题持续拖累经济复苏。新冠肺炎疫情暴发后，美国运输业缺乏劳动力，大批货物滞留多个港口外海，导致该国供应链危机持续发酵，商品短缺和物价上涨。物流瓶颈是最严重的问题之一，其他主要问题还包括供应短缺、劳动力不足以及国内剩余产能不足等。美国正面临消费品和制造商维持运转所需材料短缺的局面，供应链问题将至少持续至明年。

欧元区经济受到通货膨胀影响增长缓慢。与此同时，受供应链危机、能源价格高的推动，欧元区企业成本飙升。这导致了欧元区商业活动增长放缓，同时，在欧元区占主导地位的服务业也因对新冠疫情持续的担忧而陷入挣扎。此外，随着天然气价格持续飙升，欧洲能源危机日益严重，能源结构错配激起通货膨胀和供应短缺，减缓复苏进程。

日本经济受多重因素影响增长缓慢。在需求侧，人口减

少迫使日本企业离开国内市场、减少投资；在供给侧，日本 15 至 64 岁的劳动年龄人口不断减少，导致该国劳动投入减少，大幅拉低日本潜在的经济增长。此外，日本经济还面临股市虚高、国债高、投资资金涌向海外等问题。在全球供应链危机、能源短缺等综合因素的影响下，日本经济复苏举步维艰。

俄罗斯经济增长预期乐观。美国参议院通过的临时提高政府债务上限的法案，叠加全球石油和天然气市场价格暴涨增加了俄罗斯股票的投资吸引力。国际投资者扩大在俄罗斯的投资，投资增速创下历史纪录。大部分资金投入购买石油天然气领域公司的股票。

印度经济复苏迎来新的阻碍。如今全球的能源供应都出现了不同程度紧缺的情况，而对国外能源进口严重依赖的印度则深受其害，疫情过后印度的经济刚要有所发展，此次能源短缺又带来新的问题。受此影响，印度的能源型企业正在经历关停和倒闭的阵痛，如今因为缺乏电力供应，印度的制造业戛然而止，这让原本就发展失衡的印度经济结构进一步陷入了困境。

2021 年 9 月国际主要大宗商品总体呈现震荡态势。黄金冲高行情回调，金价技术性回落。黄金价格打破了区间的震荡，大幅下跌。拜登签署提高政府举债上限议案，征税计划对美国经济起到积极作用，施压金价。另一方面，全球供应链危机也在一定程度上支撑黄金。美国能源信息署原油库存骤降，美油涨逾 1% 再创七年新高。油价在煤炭和天然气短缺导致能源供应紧张之际上涨，经济复苏也带来了石油需求的

反弹。能源价格高正在影响全球经济复苏，加剧通胀和物流成本。如果价格得不到控制，全球经济复苏可能很脆弱。从长远来看，高油价也可能会对产油国产生影响。人民币保持了韧性和稳定性，与美元形成非对称走势，双向波动成为常态。人民币并未随美元升值形成贬值压力，预计短期人民币汇率仍以双向波动为主，我国劳动力要素相对于美国的科技和资本要素略占上风，这决定了中长期人民币相对美元是渐进升值的趋势。

2021年前三季度GDP(国内生产总值)823131亿元，同比增长9.8%；2021年9月份，CPI(全国居民消费价格)同比上涨0.7%；2021年9月份，PPI(全国工业生产者出厂价格)同比上涨10.7%，环比上涨1.2%；2021年1-9月，全国固定资产投资397827亿元，同比增长7.3%；2021年1-9月，全国一般公共预算收入164020亿元，同比增长16.3%；2021年1-9月，我国货物贸易进出口总值283264亿元，同比增长22.7%；2021年9月末，广义货币(M2)余额234.28万亿元，同比增长8.3%。

今年三季度，国内外风险挑战增多，全球疫情扩散蔓延，全球经济恢复速度有所放缓，国际大宗商品价格高位运行，国内部分地区受到疫情、汛情的多重冲击，经济转型调整压力有所显现。从整体情况来看，国民经济保持了恢复态势，主要宏观指标处于合理区间，经济恢复态势持续；经济结构调整优化，发展质量效益提升；改革开放深入推进，发展动

能持续增强；居民收入持续增长，民生保障有力有效。这些情况表明，中国经济长期向好的基本面持续显现，发展韧性强、潜力大、回旋空间广阔的特点明显。但也要看到，国际环境不稳定、不确定因素较多，国内经济恢复仍不稳固、不均衡，保持经济平稳运行挑战增多。

2021年9月国内主要商品价格走势大多呈现强势上涨趋势。9月全国**钢材**价格呈现整体大幅拉涨走势，受到下半年粗钢减产以及双焦上涨提振，需求也符合旺季消化预期。东北、华东地区开始限电限产，大宗商品成本迅速提升，价格走势偏强。考虑目前原料端能源价格翘板力度较强，涨跌均有压力和支撑，预计下月走势先强后弱运行为主。9月份**铜价**呈震荡走势，先扬后抑。月初受工业旺季市场信心充裕推动沪铜一路上涨，短暂高位震荡后一路下行。国内限电等因素后续对工业影响仍将延续，铜需求在预期上受到部分打击，下半年国内经济增长压力较大。料下月沪铜弱勢震荡为主，易跌难涨为主。9月**焦炭**价格下方支撑较强，将维持震荡偏强运行。钢厂集中减产，近期出现小幅反弹，但压产背景下上方空间不大，需要注意供应的干扰因素。在策略层面，在焦煤进口同比下降和焦炭出口同比增长的情况之下，焦炭消费量的减少可能不足以扭转目前的供应短缺格局。限电限产供应受限，**水泥**产量应声下降。水泥行业供应端受到较大冲击，量缩价涨，下游需求不及预期，9月份经济数据走弱显示经济存在下行压力，但政府对地方隐形债务监管始终维持高压态势，基建虽有一定发挥空间，但力度有限，预计对

水泥需求驱动难言乐观。9月内**铝价**整体呈高位上涨趋势，不过下半月涨幅放缓，铝价出现适度回调现象；短期宏观影响力减弱，库存累积以及限电影响下供需双弱局势加剧，或对铝价存有一定利空影响，存有偏弱运行可能；不过长远看，在后续下游需求逐步恢复下，铝价仍有上行可能。开发投资增速跌至个位数，**商品房**销售持续降温。这意味着开发投资从过热开始转为过冷，说明房企在开发投资方面存在一定的压力，四季度需要积极改善房地产开发投资营商环境。此外，销售数据总体也呈现降温态势，预计四季度房贷政策存在宽松的可能，客观上也会使得房屋交易数据的悲观情绪淡化。

热点:开展房地产税改革试点工作:

第十三届全国人民代表大会常务委员会第三十一次会议决定：授权国务院在部分地区开展房地产税改革试点工作。为什么要加快改革试点？2017年以来，在坚持房住不炒，加强宏观调控，平抑房价过程的同时，也产生了各地房地产市场降温、土地出让金收益明显下降的连锁反应，短期来看，是地方财政土地出让金收入的减少，但从长期来看，要想从根本上达到房住不炒、平抑房价的宏观调控目标，那就得从根本上解决土地财政的问题。

当下大部分地方政府一半儿左右的财政收入基本上都依赖于土地出让金，而解决土地财政问题的根本性解决方案，就是要为地方政府找到一个能够替代土地出让金的收入来源，找到了稳定的替代性收入来源，才能够从根本上解决

土地财政问题，只有解决了土地财政问题，才能够从根本上平抑房价，实现房住不炒，那现在来看，房地产税就是最佳的替代解决方案之一。

从地方政府的财政收入来源讲，主要由三部分构成：第一个主要收入来源：税收，包括了企业纳税和个人纳税。但是现在为了促进消费升级也好，为了拉动经济也好，个人和企业的税收不可能进一步增加，反而还会适度的降低或减免。第二个主要收入来源：国资下属企业上交利润。但是从近几年的经济态势来看，持续且较高的利润增长和利润贡献也不大可能。第三个主要收入来源：土地出让金收入。一方面，近几年受楼市调控影响，土地出让金收入持续减少，另一方面，从中长期来看可出让的国有建设用地越来越少，土地出让金收入越来越少将是大趋势。

基于以上原因，尽快试点、立法并正式落地推出房地产税，来替代日渐枯竭的土地出让金是迫在眉睫的。

怎么看重庆和上海的房产税试点？早在10年前上海和重庆就已经开始试行房产税，那为什么还要授权国务院在部分地区开展房地产税改革试点工作呢？

在重庆和上海实行的所谓的房产税，并不是未来我们真正意义上的房地产税。因为这两地的房产税征收要么只针对增量，要么只针对豪宅，其实，未来真正意义上的房地产税应该是居住和非居住类、增量和存量全部都要征税的，当然

有可能授权各地方政府以家庭为单位，每个人头豁免一定的平米。所以，本次试点也说明现在上海和重庆的房产税并不是真正的房地产税。

这次人大常委会决议中明确指出：居住和非居住类的各类房地产都是征税对象。由于根据现行相关法律，非居住类的商业用房，一直就是在征收房产税的，居住类房屋只是暂时豁免而已，所以未来房产税的推出，主要针对的就是居住类的房屋。只不过在具体的征收细节方面，比如估值、税基、税率、豁免面积等，要重新制定标准。

房地产税是不是越来越近了？从本次人大常委会的决议中可以看到，关于房地产税的上位法出台很有可能是5年之后的事情，但这并不影响参与到改革试点中来的城市率先征税，房地产税的征收已经近在眼前。

过往管理层对房地产税有个“12字”定调，即“立法先行，稳步推进，充分授权”。从本次人大决议来看，未来房地产税的上位法一定是全国人大要制定的，但从立法周期和立法程序上来讲，会比较长。所以，这次为什么授权国务院去搞改革试点，一是要加速房地产税的推出，不能完全等着全国人大走完立法程序后再去落地执行，这样时间周期太长；二是在立法过程中，也需要改革试点的实际经验反馈让立法更接地气；三是在改革试点过程中为立法收集有益经验的同时，还可以尽快弥补地方政府财政收入的不足。

房地产税对房价的影响。过往我们在住宅的持有环节是零税收，房地产税出台后在持有环节加税的同时，理论上来讲交易环节应该减税，那么一旦持有环节加税，交易环节减税，实际上，就能够倒逼那些空置闲置的房屋进入二级市场流通，增加出售房源的供应，减少住宅闲置，这对交易市场是利好。长期来看，既弥补了地方财政的收入不足，又通过促进增加房源供应，活跃了二级市场，平抑了房价，且为未来立法积累经验。

一、国际经济形势

（一）国际主要经济体经济形势

美国供应链难题持续拖累经济增长。美国9月份工业生产数据环比意外大幅下降。这显示出供应链问题持续阻碍工业生产，在供应链问题料将延续至明年的背景下，美国经济预计将受到进一步拖累。

美国工业产出意外下滑。美国9月份工业生产指数环比下降了1.3%，而市场预期为环比增长0.2%，8月份数据则从此前的环比增长0.4%调整为负0.1%。9月份工业产能利用率为75.2%，低于市场预期的76.5%和8月份向下修订后的76.2%。9月多个类别的工业生产均出现下滑，其中机动车及零件生产大幅下滑7.2%，主要原因是半导体短缺持续。消费

支出和信心依旧高涨，但零售商依然难以在年底的假期消费季到来前获得足够的产品供应。在供应链趋紧的影响下，美国工厂产出下滑 0.7%，高于 8 月的下滑 0.4%；包括原油开采在内的采矿业产出下滑 2.3%；公用事业产出下滑 3.6%。

工业产出下滑部分是受到飓风“艾达”的影响。飓风引发了洪水，并给路易斯安那州等多地造成损失。飓风的持续影响导致 9 月采矿业产出下滑，也导致制造业产出下滑了 0.3 个百分点，令整体工业产出下滑 0.6 个百分点。9 月，美国工业产出总体高于 2020 年 9 月 4.6%，但是仍然低于疫情之前的水平。总体来说，对于商品的需求依旧强劲，这对工业产出形成支撑。但是，持续的供应链问题和短缺趋势仍然是工业生产面临的一大限制因素。

由于经济重启后需求快速增长，供应商在关键原材料和商品方面的需求激增，美国供应链持续趋紧。港口拥挤，交通运输企业受到卡车司机短缺的影响，产品难以及时运送，一些海外工厂尚未完全恢复生产。大约 80% 的服务领域企业和 94% 的生产商均面临供应链问题，其中超过三分之一的企业认为困境仍将持续。

供应链崩溃令美国政府的处境更加艰难。由于数十艘集装箱船被迫在加利福尼亚海岸外停泊了长达 3 周时间，美国正面临消费品和制造商维持运转所需材料短缺的局面。美国供应链问题将至少持续至明年。飓风天气的影响会逐步消

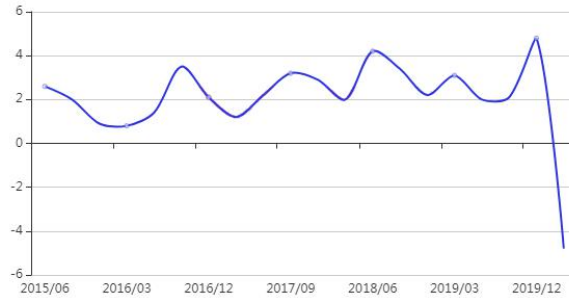
散，供应链问题还将持续一段时间，甚至持续到明年年中之后。物流瓶颈是最严重的问题之一，其他主要问题还包括供应短缺、劳动力不足以及国内剩余产能不足等。虽然拜登政府正倾尽全力解决全美各地港口、铁路和道路超负荷运转问题。但美国今年遭遇的许多挑战都将持续到明年。美国被压抑的需求出笼，加剧了供应危机，而与此同时，运输和船运基础设施却跟不上。

此外，加利福尼亚州排放法规的收紧，部分促成了供应链危机，因为美国大部分卡车运输车队都不符合该州去年实施的新排放标准。洛杉矶和加利福尼亚州长滩的港口将开始每周 7 天、每天 24 小时持续运行。上述港口共处理 40% 的进出美国的集装箱货轮货物。美国政府还在与地方机构合作，加速向新卡车司机发放驾照。供应链危机是“非线性的”，美国延长港口的运作时间每周最多能增加运输约 3500 个集装箱，无法有效解决港口当前的拥堵困境。

供应链瓶颈问题引发外界有关物价上涨的担忧，令通胀持续高企的预期升温。美国 9 月通胀率已经创下 13 年新高。零售额环比增长 0.7%，消费者支出增加与大规模刺激计划息息相关。一旦需求大于供给，物价势必上涨，加剧该国通胀压力。供应短缺问题令房价持续上涨，交易量出现下滑。建筑商虽然乐见需求强劲，但持续担忧房价上涨将给大多数潜在买家构成障碍，而且如果美国抵押贷款利率上升，情况可

能会变得更糟。政策制定者应当聚焦如何解决供应链问题，促进建设活动，帮助缓解房价上涨的压力。

图一：美国 GDP 增幅年率走势图（季度）



高通胀拖累欧元区经济增长，10月综合PMI创半年新低。受供应链危机、能源价格高企的推动，欧元区企业成本飙升。这导致了本月欧元区商业活动增长放缓，同时，在欧元区占主导地位的服务业也因对新冠疫情持续的担忧而陷入挣扎。欧元区10月综合PMI初值PMI为54.3，创六个月来新低。该指标是衡量欧元区整体经济健康状况的重要指标，9月份的数据为56.2。由此得出，欧元区第四季度经济增长将显著放缓，未来几个月通胀或将进一步上升。

由于供应链中断和原材料价格创纪录地上涨，加上重型卡车司机的短缺，导致投入品价格指数从70.9跃升至73.1，达到1998年中有记录以来的最高水平。为了缓解高昂成本带来的利润压力，生产商们推高了产品的价格，将部分成本转嫁给了消费者，但消费者无法负担全部转移，生产商仍如履薄冰。并且，欧洲服务业也受到了打击，欧元区服务业PMI从56.4降至54.7，为4月以来最低。就欧洲各国表现来看，

欧洲最大经济体德国的活动增长放缓，而在法国 10 月服务业的扩张被制造商的疲软拖累，这是由于供应链问题影响了制造商们的产出。

欧洲通胀压力不减。攀升至 72.3，创 2002 年有记录以来新高的产出价格指数，暗示着欧洲通胀飙升的压力不会很快消散。继投资者们对美联储通胀“暂时性”的说法展开毫不留情的抨击后，高企的产出价格指数也暗示着：欧洲央行关于欧洲通胀“暂时性”的说法值得商榷。

此外，随着天然气价格持续飙升，欧洲能源危机日益严重。近日，国际能源署（IEA）表示，全球能源短缺预计将使石油需求每日增加 50 万桶，激起通货膨胀，减缓复苏进程。欧洲能源危机的产生主要有 3 项原因：一、过于激进地推动碳中和，导致欧洲脱离化石燃料的速度过快；二、再生能源如风能等的生产能力，无法满足在紧急情况下的需求；三、因去年冬季气温过低造成天然气储存量降至历史低位，欧盟没有足够应对危机的能源储备。

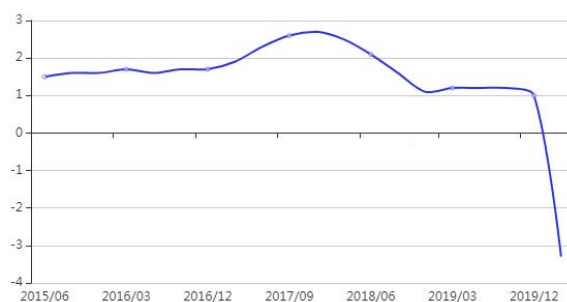
欧洲能源结构错配是供给短缺和价格飙升的主因。一方面是可再生能源尚未形成稳定的替代供给，另一方面则是作为替代煤电、核电过渡能源的天然气，欧洲自给能力不足。加上挪威天然气工厂因设备检修减产，“北溪 2 号”尚未形成供给，都将进一步加剧欧洲天然气的供需矛盾。

目前，能够最大程度缓解欧洲能源危机的办法，就是让

德国与俄罗斯合作的“北溪 2 号”管道项目尽快开始运营，“北溪 2 号”管道项目投入使用有助于稳定天然气市场。美国为了修补与法国和欧盟的关系，对该项目可能会再做让步，但商业启动具体日期仍不明确，即便立刻投入使用，输气量能否弥补欧洲的缺口，仍有待观察。近日，欧盟公布应对能源价格飙升的一系列措施，建议成员国短期通过补贴、减税及延后支付电费等方式协助解决，中长期则将探讨欧盟是否联合购买天然气。

目前，欧洲天然气的储存量已不足满负荷水平的 75%，天然气、电力、石油、煤炭等能源价格都大幅飙升。欧洲能否在短期之内走出能源危机，还要看欧盟能否正视产生能源危机的原因，积极采取补救措施。

图二：欧元区 GDP 同比增幅走势图（季度）



受多重因素影响，拉低日本经济增长。受疫情影响，日本“第五波”疫情反复。国际货币基金组织预测日本 2021 年实际增长率为 2.4%，较 7 月下调 0.4 个百分点。

除了疫情因素，少子化是日本经济陷入结构性困境的根本原因。在需求侧，人口减少迫使日本企业离开国内市场、

减少投资；在供给侧，日本 15 至 64 岁的劳动年龄人口不断减少，导致该国劳动投入减少，大幅拉低日本潜在的经济增长。实际上，有一部分日本老年人握有丰厚的资产，但由于他们的个人消费意愿很低，导致该国内需不振。外加健康长寿的‘百岁人生’，使他们大多走向“节约志向”。此外，日本经济还面临股市虚高、国债高企、投资资金涌向海外等问题。在全球供应链危机、能源短缺等综合因素的影响下，日本经济复苏举步维艰。

近日，日元跌至 2018 年 12 月以来最低水平。货币稳定“非常重要”，日本政府需密切关注汇率变动对经济的影响。日元贬值有利于该国商品出口，进而促进经济发展。截至今年 8 月，日本商品出口总额同比上涨 26.2%，连续 6 个月实现两位数增长。日本的钢铁、汽车零件、船舶发动机的出口皆大幅提升。作为一个高度发达的国家，倘若日本靠货币贬值提振出口贸易，除了影响自身的国际信誉，整体而言也不利于吸引外资。

图三：日本增幅年率走势图（季度）



因俄罗斯内需恢复和能源价格上涨，世界银行将俄罗斯

2021 年经济增长预期从 3.2% 上调至 4.3%。国际投资者半年来对俄罗斯股票市场投资增速创纪录。大部分资金投入购买石油天然气领域公司的股票，但也有投资者表现出对俄罗斯联邦储蓄银行和化肥制造商的兴趣。

半年前主要资金流是通过全球基金引入，此次则是国家基金占主导地位。在发展中国家基金越来越受欢迎的情况下，对俄罗斯股票的兴趣也水涨船高。全球市场方面，投资者略感平静，原因包括美国参议院决定通过一项临时提高政府债务上限的法案。全球石油和天然气市场价格暴涨也增加了俄罗斯股票的投资吸引力。

2020 年疫情大流行后油气资源市场和需求急剧复苏，由于新冠疫情和绿色议程，该行业过去一年半严重投资不足。结果造成欧洲和亚洲国家开始出现天然气短缺。市场参与者表现出的主要需求是在石油天然气领域流动性最强的俄罗斯天然气工业股份公司和卢克石油公司的股票。石油天然气领域其他公司股票也表现出良好态势。

不仅俄罗斯石油天然气企业股票需求旺盛，其他蓝筹股也是如此。疫情期间俄罗斯经济表现得相当稳定。即便是一些大企业表现出略微下降也说明不少问题。一方面可以从投资骨干企业和其他大型稳定企业的角度审视俄罗斯市场。另一方面，如果公司虽出现下滑但具增长潜力，对外国投资者来说也很有吸引力，他们可以低价入手未来可能会上涨的股

票。此外，有些被低估的企业，股价未来上涨的可能很大，是外国投资者的又一个选择。未来，国际投资者的兴趣有可能进一步增加，他们会把资金投资到俄罗斯股票市场。

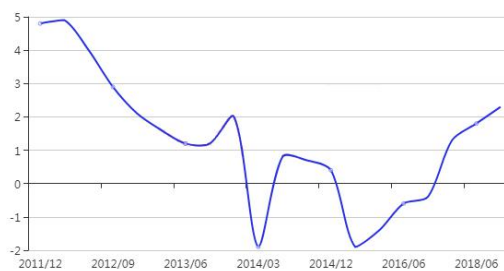
俄罗斯市场对投资者极具吸引力有两方面原因。事实上俄罗斯市场被极度低估，因此即使在主要国家的股票市场出现回调的情况下，俄罗斯的市场也不仅能增长，而且还能创造新的历史记录。其次，卢布升值使投资卢布金融工具更加有效。当外国投资者将其在低利率领域的资产转换为卢布，然后获得卢布收入，然后再兑换回去的时候，套息交易因素的影响基本上在任何与国内证券相关的交易中都是显而易见的。俄罗斯主要企业的高股息收益率也对外国专家有吸引力。目前，也许世界上任何一个足够发达的股票市场都无法指望稳定获得像我们这里这么高的股息红利。

最近很大一部分俄罗斯企业从每年支付一次股息红利转为每半年甚至每季度支付一次也会引起短期投机者的兴趣，他们不仅可以获得投机收益，还能快速获得股息收入。另一方面，专业投资者也明白，俄罗斯股市极度依赖外部因素，这些因素极不稳定。既包括与可能会实施新制裁相关的风险，也包括国内经济和股市极度依赖的资源价格大幅下降的风险。目前，影响能源高需求的所有因素都仍然存在。

亚太地区国家继续面临能源短缺问题。其次，目前尚不清楚，欧洲何时、在何种条件下能与俄气公司达成协议，及

在这方面还会再损失多少钱。再次，对欧佩克维持增产速度的决定，投资者是乐观接受的。因此，预计石油价格会达到每桶 90 美元，甚至 100 美元。然而，能源市场，尤其是石油天然气市场形势变化速度快，因此不可能保证石油和天然气价格会继续以同样的速度上涨。

图四：俄罗斯 GDP 同比增幅走势图（季度）



能源依靠进口，印度经济复苏迎来新打击。如今全球的能源供应都出现了不同程度紧缺的情况，而对国外能源进口严重依赖的印度则深受其害，疫情过后印度的经济刚要有所发展，此次能源短缺将会为其带新的打击。

印度 80% 能源依赖进口。如今以欧洲和美国为首的地区已经深陷能源短缺的困局，欧洲电价打破 7 年来的最高纪录，美国石油价格早已突破 80 美元一桶的标准，眼下印度也加入了这一行列。印度的能源统计机构表示，目前国内有将近五分之三的燃煤发电工厂出现了库存不足的情况，最多只能维持到 20 日之前，短缺严重的企业甚至难以维持 2 天的用度。由于印度是一个对能源进口依赖程度较大的国家，因此全球能源输送紧张成了印度缺煤的主要因素。印度的煤炭有 30% 都需要依靠国外进口，其中原油产品更是有 80% 都得靠国

外输送，天然气等清洁能源也有 50%需要进口来维持。如今全球大宗能源商品的价格持续上升，印度对能源如此高的依存度自然会波及国内的消耗使用。

受此影响，印度的能源型企业正在经历关停和倒闭的阵痛，目前印度的一个邦因为缺乏燃煤，已经关停了当地 14 个重要发电厂，没有煤炭可用的发电企业，从 8 月份 1 家猛增到了目前的 18 家。今年 10 月份，印度已经开始出现大范围停电的情况，北方各邦每天停电的时间长达 14 个小时，仅仅是 10 月份的前 12 天，印度就累计出现了 7.5 亿千瓦时的缺口。

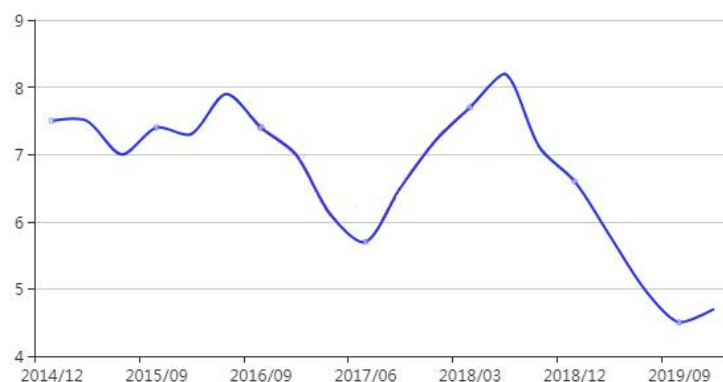
不过值得一提的是，印度一直也是一个产煤大国，其国内的煤炭储备不比各大进口国量少，而且其质量品位也都能满足国内的日常使用。但是印度当地的温带季风气候带来了大量的雨水，降水量比 2020 年多出不少，很多煤炭矿区受降水影响出现了积水，这样的工作环境无法实现正常的开采，所以本国供应量直线下跌。同时因为国际海运价格的提升，致使印度在今年第三季度大幅降低了进口煤炭的总量，降幅比 2020 年第三季度低 45%。

而且 7 月份印度进口的煤炭总量已经打破了 6 年以来的单月最低纪录。根据印度近年来的发展，可能会得到一些结论，印度在今年 9 月份降低了对澳大利亚煤炭的进口，而澳洲当地的煤炭出口价格比平时上涨了 2 倍还多。同时印度从俄罗

斯进口的煤炭也从往年的 4000 万降低到了今年的 800 万吨，因此印度降低进口量的一大原因极有可能是资金不足导致的。目前印度的制造业复工复产情况良好，但是第三产业却依旧呈现出了毫无生机的情况，这就导致印度的主要经济营收出现了空挡。

同时因为制造业和工业的复产，导致国内的经济效益还未恢复，就出现了大量用电的情况，眼下印度本土的用电需求已经远超疫情爆发之前。不少印度的煤炭开采企业深陷资金断裂的困局，由于缺乏足够的资金进行煤炭采挖，导致供应严重不足，进一步加剧了国内煤炭短缺的情况。如今因为缺乏电力供应，印度的制造业戛然而止，这让原本就发展失衡的印度经济结构进一步陷入了困境。印度当地已经提出了节约用电和错峰用电的措施，每天早上六点到十点，晚上六点到十点进行供电。同时当地的负责人还表示会让人们减少对空调产品的使用，预计最多每天能够为当地省下 1000 万度电。

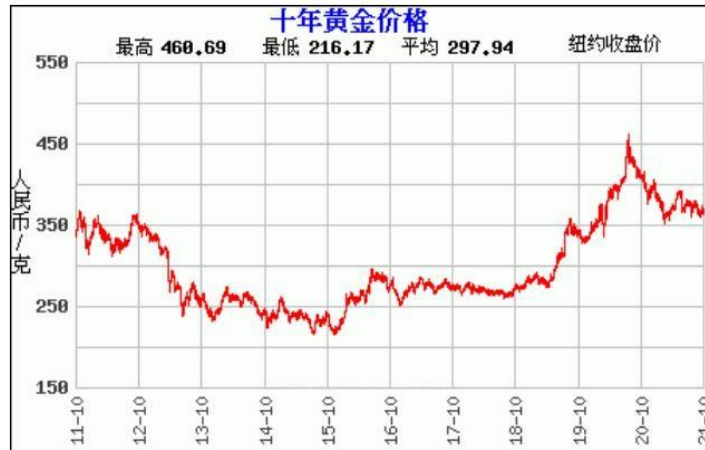
图五：印度 GDP 同比增幅走势图（季度）



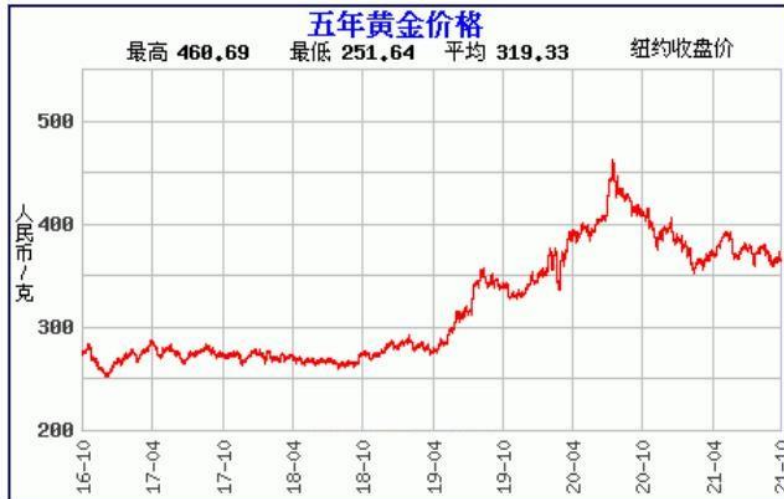
(二) 国际大宗商品价格趋势

1、黄金

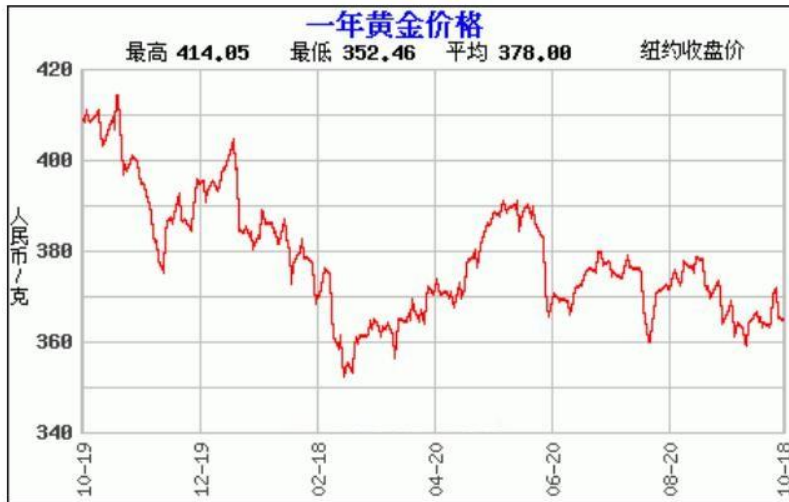
图六：十年黄金价格走势



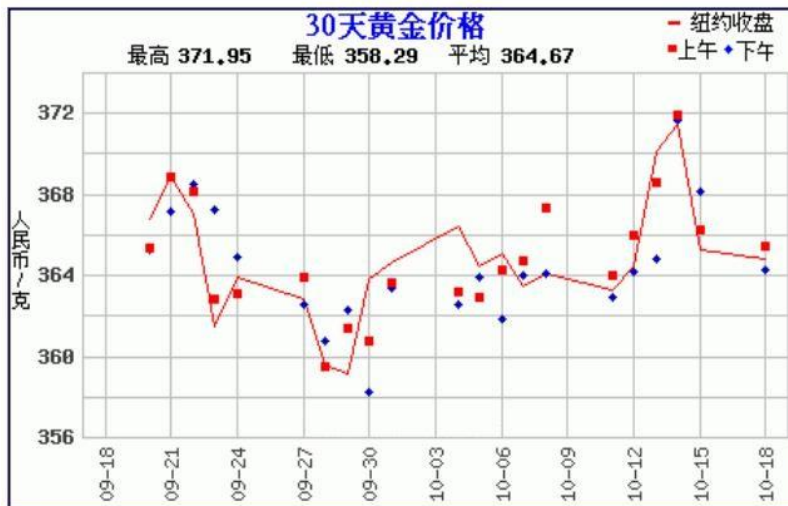
图七：五年黄金价格走势



图八：2020年9月--2021年9月黄金价格走势



图九：2021年9月国际黄金价格走势



金价震荡下跌，黄金冲高行情回调，金价技术性回落。拜登签署提高政府举债上限议案，以避免美国违约。已经签署的一项短期提高美国债务上限的议案，将政府举债能力提高4800亿美元。他将该议案签署成法，避免了立即发生金融灾难的威胁。但是但该法仅能允许财政部履行其财政义务到大约12月3日，这意味着另一场激烈的党派对抗可能会在几周内展开。近日，参议院以微弱优势通过。但在不到两个月后还会再次面临围绕债务和支出的纷争。

另外，拜登就征税计划与民主党高层展开讨论，但有部分议员对此表达了反对意见，拜登的征税计划恐“名存实亡”，这或对美国经济起到积极作用，施压金价。但另一方面，全球供应链危机也在一定程度上支撑黄金。

黄金的价格打破了区间的震荡，大幅度突破于1800附近后止步，而目前黄金维持于1795附近震荡，并没有延续的迹象，短线内黄金很有可能只是进入了一个白热化的局面，而在这种形态之下，空头也将是一种中长线把握的良好时机，从昨日的回撤修正幅度而言，在黄金的上涨前期之下，回撤修复的回复明显有些乏力，也正是因为这种微妙的动作，很有可能是后期从多空之中把握缝隙的机会。

2、石油

图十：十年石油价格指数走势图



图十一：五年石油价格指数走势图



图十二：2020年9月--2021年9月石油价格走势



图十三：2021年9月份石油价格走势



美国能源信息署（EIA）成品油库存骤降，美油涨逾1%再创七年新高。报告显示，受炼厂检修影响，全国炼厂开工

率连续减少，至 84.7%。汽油需求相当强劲，导致库存意外降至 2019 年 11 月以来的最低水平。尽管炼油产量增加且出口减少，但汽油库存仍在下滑。美国 EIA 精炼油库存降幅录得 2021 年 3 月 5 日当周以来最大，中西部原油库存跌至 2018 年 9 月以来的最低水平。需求量的 4 周滚动均值目前处于 2007 年以来历年同期最高水平。

在全球范围内，由于利润率提高，炼油商不断提高产量，只有停设备维护才能限制其增产步伐。美国炼油厂产能利用率在最近下降，如果美国炼油商再次加快生产步伐，供应可能会继续吃紧。需求增加，以及在维护期炼厂产能利用率不高的情况下库存仍在下降，不禁让人们担心，当炼油厂不得不提高产量，以满足对汽油和馏分油非常强劲的需求时，会发生什么。这是经济持续复苏的迹象，也体现了原油相关产品的重要性及其在本轮经济复苏中的角色，对需求的担忧着实不明显。油价在煤炭和天然气短缺导致能源供应紧张之际上涨，与此同时，经济复苏也带来了石油需求的反弹。最近几周，华尔街一直在稳步上调油价预测。法国巴黎银行是最新一家，将预期提升 8 美元至每桶 80.50 美元。

当前这轮能源危机敲响了警钟，需加大该行业的投资，以避免另一场能源供应短缺。阿联酋正在投资提高石油和天然气产量。尽管正在向更清洁的能源过渡之际，但世界仍将需要化石燃料。能源价格高企正在影响全球经济复苏，加剧

通胀和物流成本。如果价格得不到控制，全球经济复苏可能很脆弱。油价必须是可预测的、可靠的和稳定的，从长远来看，高油价也可能会对产油国产生影响。

3、人民币汇率

图十四：十年美元兑人民币走势图



图十五：五年美元兑人民币走势图



图十六：2020年9月--2021年9月美元兑人民币走势图



图十七：2021年9月份美元对人民币走势图



人民币汇率短期仍以双向波动为主。9月我国官方外汇

储备 32006.3 亿美元，环比减少约 314.9 亿美元，虽然环比回落幅度较大，但主要受估值因素影响，我国外储连续 5 个月维持在 3.2 万亿美元上方，国际收支维持基本平衡。

9 月美元指数受联储议息会议继续朝 Taper（宽松的经济政策）落地的方向演进和美国经济强劲数据影响有所走高，但人民币兑美元汇率并未大幅贬值，9 月末与 8 月末数值基本持平，人民币汇率与美元形成非对称走势，这与我国经济基本面稳健运行、国际收支维持基本平衡、中美利差处于高位等因素直接相关。短期来看，预计美元仍将维持高位震荡，人民币汇率预计短期仍以双向波动为主，Taper 指引落地后有望随美元指数回落进入升值区间，此外中长期人民币兑美元仍有 8 年左右升值过程。

我国四季度经济下行压力将逐渐增大，货币政策的首要目标已经逐渐向稳增长过渡，继续强调货币政策继续宽松及股债双牛观点，碳减排工具定向降息利好利率债市场，年内 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。

9 月人民币兑美元汇率双向波动。9 月美元指数由 92.7 上行至 94.3，涨幅较大，主要受联储议息会议继续朝 Taper 落地的方向演进和美国经济强劲数据影响；而人民币汇率全月震荡，月末基本持平于 8 月末的 6.46，保持了韧性和稳定性，与美元形成非对称走势，双向波动成为常态。

人民币并未随美元升值形成贬值压力，这与我国经济基本面稳健运行、国际收支维持基本平衡、中美利差处于高位等因素直接相关。人民币汇率双向波动可发挥调节国际收支和宏观经济自动稳定器作用，促进了内外部均衡，扩大了我国自主实施正常货币政策的空间，即使后续中美两国货币政策预期将有背离，也无需担忧联储收紧会扰动国内宽松节奏。

预计短期人民币汇率仍以双向波动为主，Taper 指引落地后有望随美元指数回落进入升值区间。中长期看，人民币兑美元长期走势与美元周期密切相关，美元周期决定于生产要素在美国与新兴市场的对比，我国劳动力要素相对于美国的科技和资本要素略占上风，这决定了中长期人民币相对美元是渐进升值的趋势。

二、国内经济形势

(二) 国内主要经济指标

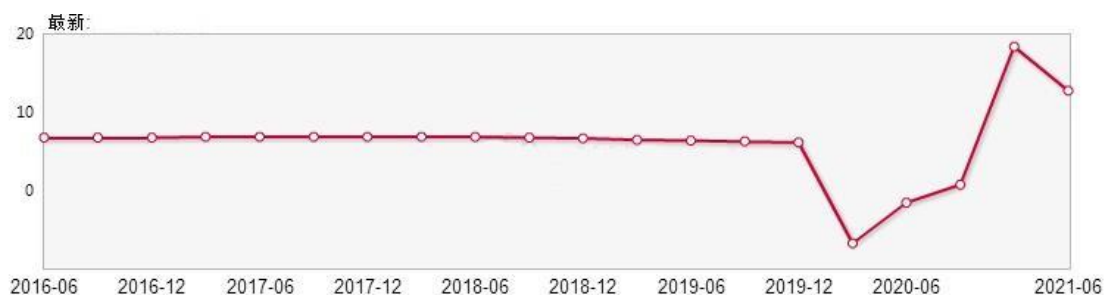
2021 年前三季度 GDP(国内生产总值)823131 亿元，同比增长 9.8%；2021 年 9 月份，CPI(全国居民消费价格)同比上涨 0.7%；2021 年 9 月份，PPI(全国工业生产者出厂价格)同比上涨 10.7%，环比上涨 1.2%；2021 年 1-9 月，全国固定资产投资 397827 亿元，同比增长 7.3%；2021 年 1-9 月，全国一般公共预算收入 164020 亿元，同比增长 16.3%；2021 年 1-9 月，我国货物贸易进出口总值 283264 亿元，同比增

长 22.7%；2021 年 9 月末，广义货币 (M2) 余额 234.28 万亿元，同比增长 8.3%。

1、GDP

前三季度国内生产总值 823131 亿元，按可比价格计算，同比增长 9.8%，两年平均增长 5.2%，比上半年两年平均增速回落 0.1 个百分点。分季度看，一季度同比增长 18.3%，两年平均增长 5.0%；二季度同比增长 7.9%，两年平均增长 5.5%；三季度同比增长 4.9%，两年平均增长 4.9%。分产业看，前三季度第一产业增加值 51430 亿元，同比增长 7.4%，两年平均增长 4.8%；第二产业增加值 320940 亿元，同比增长 10.6%，两年平均增长 5.7%；第三产业增加值 450761 亿元，同比增长 9.5%，两年平均增长 4.9%。从环比看，三季度国内生产总值增长 0.2%。

图十八：中国 GDP 同比增幅走势图

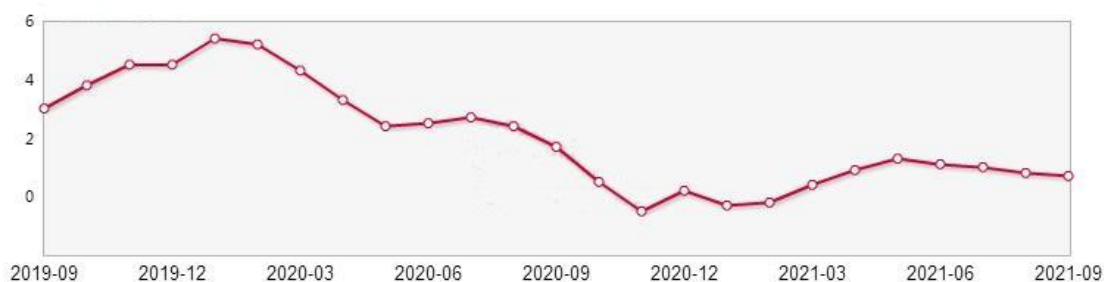


2、CPI

2021 年 9 月份，全国居民消费价格同比上涨 0.7%。其中，城市上涨 0.8%，农村上涨 0.2%；食品价格下降 5.2%，非食品价格上涨 2.0%；消费品价格上涨 0.2%，服务价格上涨 1.4%。1--9 月平均，全国居民消费价格比去年同期上涨

0.6%。9 月份，全国居民消费价格环比持平。其中，城市持平，农村上涨 0.1%；食品价格下降 0.7%，非食品价格上涨 0.2%；消费品价格持平，服务价格上涨 0.1%。

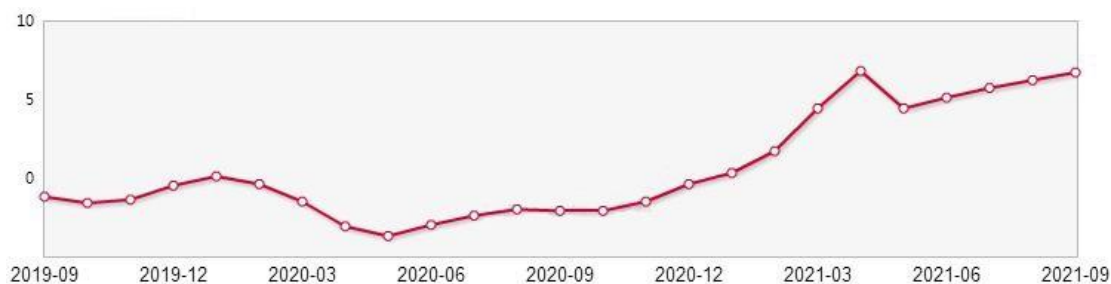
图十九：中国 CPI 同比增幅走势图



3、PPI

2021 年 9 月份，全国工业生产者出厂价格同比上涨 10.7%，环比上涨 1.2%；工业生产者购进价格同比上涨 14.3%，环比上涨 1.1%。1—9 月平均，工业生产者出厂价格比去年同期上涨 6.7%，工业生产者购进价格上涨 9.3%。

图二十：中国 PPI 同比增幅走势图

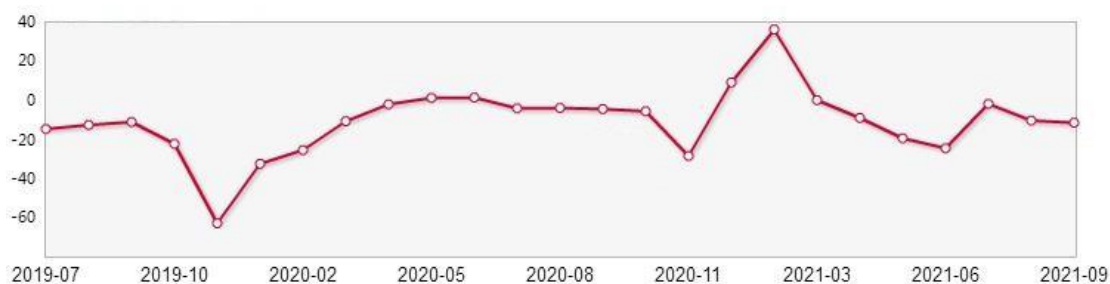


4、固定资产投资

1—9 月份，全国固定资产投资（不含农户）397827 亿元，同比增长 7.3%；比 2019 年 1—9 月份增长 7.7%，两年平均增长 3.8%。其中，民间固定资产投资 227473 亿元，同比增长 9.8%。从环比看，9 月份固定资产投资（不含农户）

增长 0.17%。

图二十一：中国固定资产投资月度增幅走势图



5、财政收入

1-9 月累计，全国一般公共预算收入 164020 亿元，同比增长 16.3%。其中，中央一般公共预算收入 76526 亿元，同比增长 17.1%；地方一般公共预算本级收入 87494 亿元，同比增长 15.6%。全国税收收入 140702 亿元，同比增长 18.4%；非税收入 23318 亿元，同比增长 5.4%。

图二十二：中国财政收入趋势图

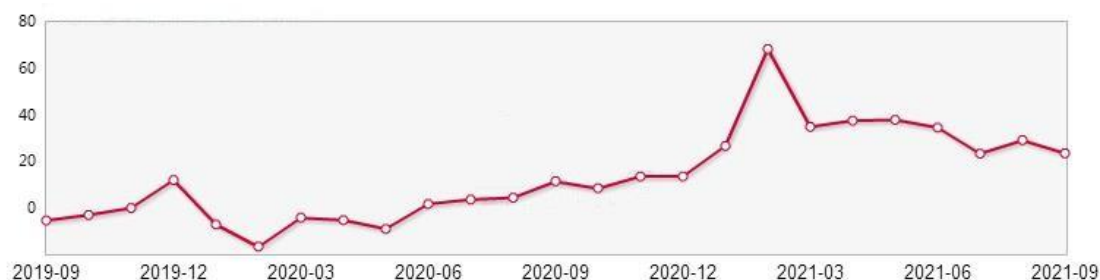


6、对外贸易进出口

前三季度，货物进出口总额 283264 亿元，同比增长 22.7%。其中，出口 155477 亿元，增长 22.7%；进口 127787 亿元，增长 22.6%；进出口相抵，贸易顺差 27691 亿元。9 月份，进出口总额 35329 亿元，同比增长 15.4%。其中，出

口 19830 亿元，增长 19.9%；进口 15498 亿元，增长 10.1%。

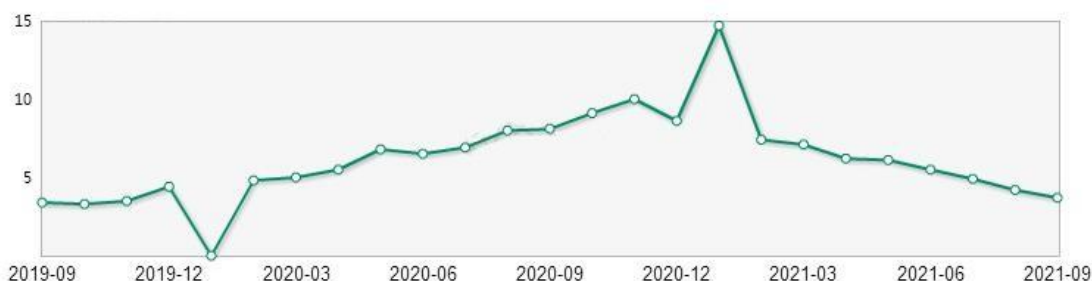
图二十三：中国进出口总值同比增幅走势图



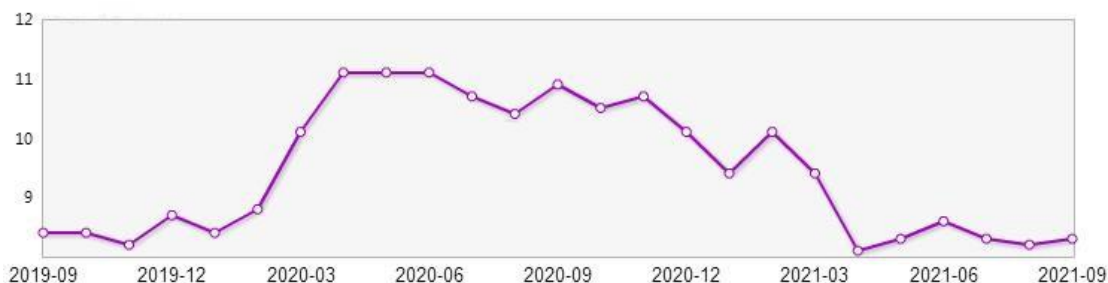
7、M1、M2

9 月末，广义货币 (M2) 余额 234.28 万亿元，同比增长 8.3%，增速比上月末高 0.1 个百分点，比上年同期低 2.6 个百分点；狭义货币 (M1) 余额 62.46 万亿元，同比增长 3.7%，增速分别比上月末和上年同期低 0.5 个和 4.4 个百分点。

图二十四：中国 M1 同比增幅走势图



图二十五：中国 M2 同比增幅走势图



(二) 国内大宗商品价格趋势

1、钢铁

9月全国钢材价格呈现整体大幅拉涨走势，全国各地地区涨幅370-600不等，9月份整体价格上涨受到下半年粗钢减产以及双焦上涨提振，需求也符合旺季消化预期，不过上半旬市场价格由于多地区降雨一蹶不振，但是下旬东北、华东地区开始限电限产，大宗商品成本迅速提升，整体9月价格走势偏强。

9月盈利空间较上月大幅上涨，原因主要是能耗双控下，钢厂大幅减产，供给减少，螺纹价格一路走高，同时限产加严，对原材料需求减少，铁矿整体下跌。钢厂成本下滑，在此大背景下，钢厂螺纹利润大幅增加。十月份各地区限产限电，钢厂复产短期无望，在此环境下，螺纹利润空间短期难以下跌，整个十月预计利润空间将以维持现有水平。

宏观经济下行压力较大，8月份的投资、消费数据继续放缓，进出口增速及社会融资规模等数据有所改善。钢铁下游行业方面，基建投资增速已连续6个月走弱；房地产领域指标普遍弱势，特别是新屋开工面积连续两个月同比大幅下滑，使得市场对后期需求忧虑加剧。下游制造业方面，制造业采购经理指数PMI继续放缓，非制造业PMI跌破50分界线，预示后期需求压力加大，8月份汽车、挖掘机、四大白电产量同比继续下滑，民用钢制船改善不大。当前房地产调控继续趋紧，房地产市场存量需求虽然仍有支撑，但是后期

下行压力较大，制造业相关需求短期内增长难度也较大。随着地方债的加速发行，基建投资或仍有提速的动能。整体来看，预计 10 月份钢市下游需求或保持弱势增长。

1-8 月份，全国基建投资同比增长 2.9%，前一个月增速为 4.6%，基建投资增速已连续 6 个月走弱。根据交通运输部发布的数据核算，8 月份交通固定资产投资为 23,691,941 万元，同比下滑 8.2%，较 7 月份下滑幅度收窄 2.4 个百分点。

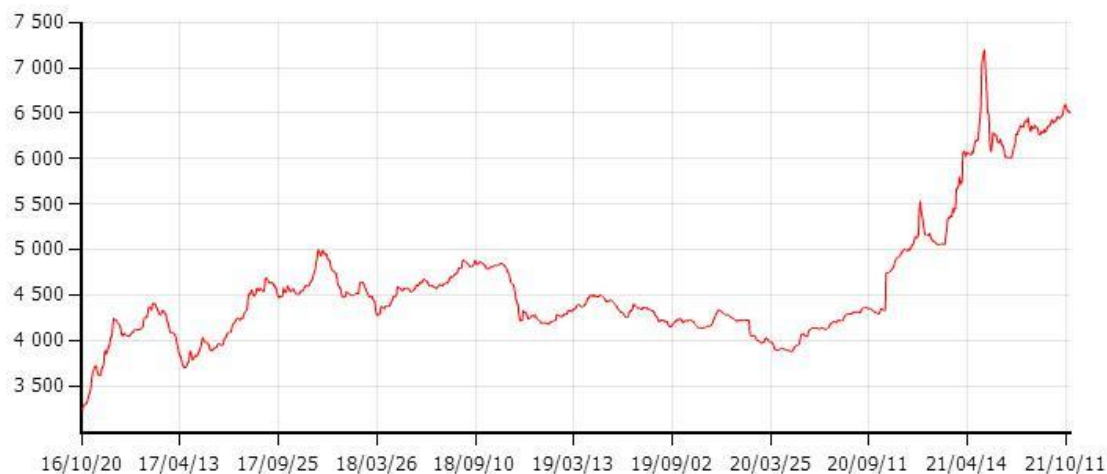
8 月份交通等基建投资继续趋弱，不过，发改委将加强跨周期调节，充分发挥中央预算内投资和地方政府专项债券作用，促进投资稳定增长，将指导督促各地方对今年后几个月拟发行专项债券的项目，抓紧完成开工前的各项准备工作，推动专项债券发行后尽快投入项目建设；同时，加快推进项目前期工作，争取明年专项债券早发行、早使用、及早形成实物工作量。9 月份地方债发行提速，而且近来新开工项目增多，养老、托育等大批民生工程加速建设。预计 10 月份基建相关用钢需求仍有增长空间。

自从 9 月份以来，江苏、山东、广东、河北、内蒙、东北等 22 省加强能耗双控，叠加冬奥会和北方取暖季限产临近，部分省市要求钢企 11 月底完成粗钢产量压减目标，在“能耗双控”影响下，华东区域尤其江苏地区加大限产力度，部分钢企停产检修，市场供应预期明显缩减，9 月钢厂指导价格整体稳中上涨为主。后市来看，限电限产影响仍在，供

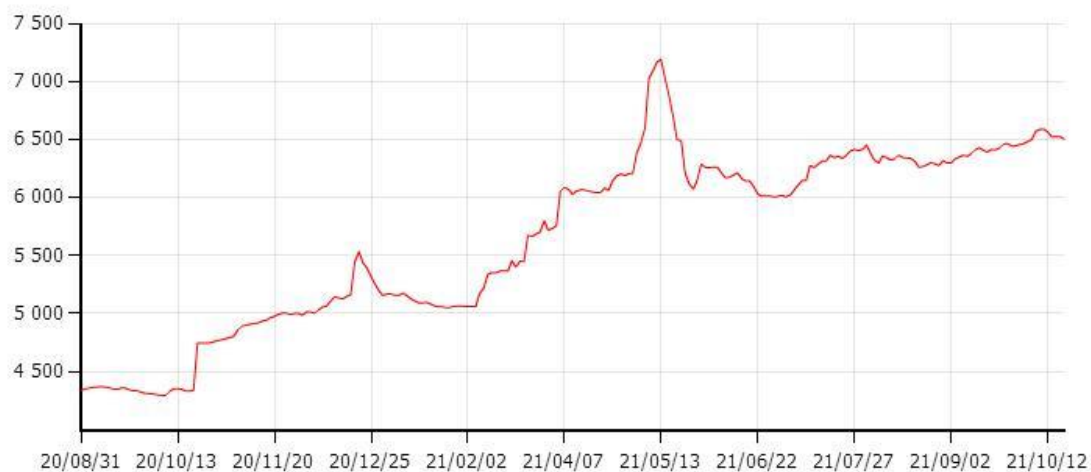
应端持续收缩，且秋冬季预计限产力度加大，短期资源偏紧已成大局，商家对后市预期较为积极，部分存惜售心理。但进入 10 月份，部分钢厂存复产计划，且工地采买谨慎，资金压力依旧紧张，高位出货表现不畅，综合来看，预计下月钢厂政策稳中上涨，空间有限。

回顾 9 月份全国建材价格整体偏强运行为主，总体走势来看算是吃了一波限产的红利，钢厂的生产节奏来看，从全国建筑钢材生产厂家统计了解螺纹产能利用率不足 50%，线材产能利用率在 55%左右，整体来看，9 月份全国主要钢厂受到粗钢压产以及限电双重影响，供给端大幅度下滑，尤其是能源相关性以及耗能高的品种供需层面的变化较大，且整体下滑幅度大于需求端，库存方面主要城市库存出现了不同的降幅，但终端对于当前高价存在观望，后期需警惕需求走弱或钢厂复产供应增加带来的利空风险，考虑目前原料端能源价格翘板力度较强，涨跌均有压力和支撑，预计下月走势先强后弱运行为主。

图二十七：五年钢铁价格综合指数走势图



图二十八：2020年9月--2021年9月
钢铁价格综合指数走势



图二十九：2021年9月份钢铁价格综合指数走势图



2、铜

9月份铜价呈震荡走势，9月中旬受周边金属铝价、镍价创新高带动，市场多头氛围浓厚，但并不持久，之后一路下滑，月跌幅2050元，跌2.93%。

旺季不旺，金九利好面相对匮乏，宏观面氛围偏空不变，国内维持抛储力度；且九月美联储利率维持不变，月底美债收益率飙升、美元创新高，而美股大跌，都表明了市场对于货币政策收紧的避险情绪升温；但另一方面由疫情等因素导致的当前国内外经济数据有下滑迹象，加深了下半年尤其四季度的经济下行压力，对铜价施压；国庆节前下游集中补库助推升水上抬，短线利好沪铜走强，节后市场热度逐渐回归后，铜价走势预计偏弱。

市场方面，九月华东现货铜下跌1560元，升贴水起伏大。其中受中秋节前下游集中补库影响，好铜升水一度上抬至400上方，贵溪更是达到500元附近，其它时间则稳定在200元上下，临近国庆骤跌，表明市场成交基本完成，对于节后走势保持观望或者相对看空。进口盈亏方面，九月窗口多数处于打开局面，且由于国内升水高企，9月22日盈利空间最大接近900元/吨，月底稳定在150元/吨附近，进口资源持续流入。

9月国内废铜货源维持紧张态势，佛山地区大型贸易商到货量稀少，整体废铜供应不足旺季一半，但目前已有供应缓和迹象，北方地区整体供应开始出现缓解迹象，厂家可用

库存增加。临近国内传统开工旺季，下游终端需求尚未完全发力，传统旺季效应体现有限。成品订单方面，随着精废价差平稳以及原料充裕，精铜替代效应缓和，节前铜杆下游订单较佳，主要原因是中秋、国庆之前下游集中补库。另外受疫情方面影响，近期福建各地管控升级，物流压力增大，泉州南安等地市场成交受限，同时价格也出现了明显下滑。行情趋势性不明显，货商节前降低库存意愿为主。

综合来看，9月沪铜先扬后抑。月初受工业旺季市场信心充裕推动沪铜重返7万大关，短暂高位震荡后一路下行。海外方面市场担忧美联储收紧政策即将落地，美债及美元指数异动压制铜价，而海外后疫情工业复苏不佳也对市场带来更多风险。国内方面9月官方工业PMI数据下落至荣枯线以下，限电等因素后续对工业影响仍将延续，铜需求在预期上受到部分打击，下半年国内经济增长压力较大，在宏观面上利空铜价。料下月沪铜弱勢震荡为主，易跌难涨为主。

图三十：十年铜价指数走势图



图三十一：五年铜价指数走势图



图三十二：2020年9月--2021年9月份铜价指数走势图



图三十三：2021年9月份铜价指数走势图



3、焦炭

9月焦炭价格下方支撑较强，将维持震荡偏强运行。国内焦煤供应存在缺口。在碳达峰和碳中和的背景之下，国内煤矿生产受到诸多限制，特别是2021年上半年煤矿安全事故频发，煤矿安全生产相关检查更加频繁，煤炭产量难以大幅提高。3、4月份煤炭产量同比负增长，5月份有所回升，6月份再次出现同比、环比负增长，二季度累计产量比去年

同期减少 136 万吨。加之山西地区十一期间暴雨，导致该地区煤矿停产，近期临汾地区因事故停产煤矿已恢复生产，受暴雨天气的影响，煤矿开工逐步恢复生产。汾渭统计样本煤矿开工率周环比增长 0.72 个百分点，达到 101.8%。

2021 年上半年，国内焦煤进口同比仍大幅下降。1-6 月进口的焦煤数量比去年同期减少 1581 万吨，而中国全年进口的焦煤超过 7000 万吨。仅在今年上半年，国内进口的减少就占年度进口的 23%左右。预计下半年焦煤进口资源补充仍然乏力，不排除进口同比下降的态势。

需求方面，工信部和生态环境部联合发布了《关于开展京津冀及周边地区 2021-2022 年采暖季钢铁行业错峰生产的通知》。通知规定，钢铁行业从 2021 年 11 月 15 日至 2022 年 3 月 15 日，钢铁业将错峰生产，钢铁业后市对焦炭需求预期下降，对焦炭价格有一定影响。库存方面，因公路运输受阻，上游累库，下游去库。蒙古国恢复通关，达到 3 月疫情以来最高水平。下游焦企开工受限，但后市仍有冬储需求，焦煤采购存在支撑。

2020 年，焦炭行业经历了大规模淘汰落后产能的过程。2020 年，全国已淘汰焦化产能 6154.6 万吨，新增 3637.5 万吨，净淘汰 2517.1 万吨。受国家政策影响，山西等地计划 2021 年下半年暂停在建和未建的焦化产能。

由于炼焦限产的持续存在，焦炭产量远未升至年中高

点。受多方面因素影响，山西、内蒙古两地原计划投产的焦炉被推迟。山西将处理手续不全的焦化产能，预计将影响 2000 多万吨的在产产能和 1000 多万吨的在建产能。2021 年，山东全省淘汰炭化室高度小于 5.5 米焦炉及热回收焦炉，压减焦化产能 180 万吨，继续实施“以钢定焦”和“以煤定产”，确保全省焦炭年产量控制在 3200 万吨以内。河南提出“以钢定焦”，下半年焦炭供应仍存在较不不确定性。

2021 年上半年，海外经济持续复苏，主要经济体制造业 PMI 恢复到荣枯线以上，并保持高增长或持续增长。此外，货币政策相对宽松，导致海外钢铁制造业供需兴旺。据统计，1-6 月，海外粗钢产量同比增长 6677 万吨，增长 17.9%；海外粗钢消费同比增加 7568 万吨，增长 16.4%。与此同时，海外对焦煤的需求也在增加。数据显示，1-6 月，印度焦煤进口同比增加 538 万吨，6 月日本和韩国焦煤进口也同比正增长。由于海外钢铁行业强大复苏，1-7 月我国累计净出口焦炭 319 万吨，同比增长 221%，进一步加剧了国内焦炭供应恶化。目前海外需求依然强大，焦炭出口有望保持大幅增长。

2021 年 1-6 月，国内粗钢产量累计增加 6000 万吨，根据有关部门 2021 年粗钢压产目标，下半年国内粗钢同比减产不低于 9000 万吨。粗钢减产如此大幅减少，势必造成资源极度短缺和恐慌情绪蔓延，考虑到国有企业比民营企业执行政策的决心和力度更大，下半年降低粗钢产量的主要任务

将落在国有企业身上。下半年，尽管国内减产政策已经实施，海外钢材的供需依然强大。全年海外粗钢产量同比将增加 11466 万吨，增长 14.8%；粗钢消费将同比增长 1.5 亿吨，增长 19%；生铁产量同比将增加 5846 万吨，增长 11.6%。这将不可避免地导致对焦煤的需求增加，这一需求受到今年上半年海外焦煤价格高企的支持。预计未来海外焦煤价格将保持强势，以支撑国内焦煤价格。

综上所述，根据国家压减粗钢产能的目标，后期焦炭需求仍有下降空间，以缓解目前的供不应求局面。需求端 9 月钢厂集中减产，近期出现小幅反弹，但压产背景下上方空间不大，需要注意供应的干扰因素。在策略层面，在焦煤进口同比下降和焦炭出口同比增长的情况之下，焦炭消费量的减少可能不足以扭转目前的供应短缺格局。

图三十四：2020 年 9 月--2021 年 9 月焦炭价格走势



图三十五：2021 年 9 月份焦炭价格走势



4、水泥

限电限产供应受限，水泥产量应声下降。社融增量不及预期。2021年9月社融资金存量增速为10.0%，较8月回落0.3个百分点，社融存量资金增速持续下滑，经济增长动能不强。从新增社融资金规模来看，9月社会融资规模新增29000亿元，同比少增5693亿元，9月社会融资规模新增不及预期，连续三月同比少增，预示经济扩张力度持续走弱。

分项来看，人民币贷款、政府债券和非标融资成为9月社融增量少增拖累项。具体来看，人民币贷款融资新增17774亿元，同比少增1397亿元，其中居民中长期贷款少增1695亿元，房地产调控政策逐渐显效，居民购房热情有所减退，企业中长期贷款少增3732亿元，企业融资意愿降低，或与当前大宗商品原料价格快速上涨下中下游企业利润遭到挤压，企业经营前景不明朗有关；政府债券融资少增2007亿元，专项债发行进度偏慢是主要原因，背后原因或是债务监管严格、优质项目缺乏；非标融资维持“两压一降”态势，同比多减2132亿元。

固投持续放缓，基建低迷走弱。2021年1-9月份，全国

固定资产投资（不含农户）约 39.8 万亿元，同比增长 7.3%，较前值回落 1.6 个百分点，比 2019 年同期增长 7.7%，两年复合增长率 3.8%。基础设施投资完成额 10.9 万亿，同比增长 1.5%，增速比 1-8 月份下降 1.4 个百分点，降幅有所收窄，但整体仍然疲弱。铁路运输业投资同比下降 4.2%，降幅有所收窄；道路运输业投资同比增长 0.4%，比 1-8 月下降 1.7 个百分点；水利管理业投资同比增长 5.4%，增速较前值下降 1.9 个百分点；公共设施管理业投资与去年持平，整体表现低迷。

1-9 月固定资产投资增速整体继续放缓，制造业仍保持较高韧性。具体来看，制造业、房地产、基建累计同比增速分别为 14.8%、8.8%、1.5%，前值依次为 15.7%、10.9%、2.9%，制造业、房地产、基建整体持续走弱，但制造业保持较高韧性，或与高端装备制造业景气度较高有关。具体来看，房地产从严监管、加强调控主基调不变，增速持续回落；基建方面，9 月新增地方政府专项债 5174 亿元，发行规模较 8 月略有放量，但仍弱于同期，基建投资持续弱势。

房地产多项指标全面走差，行业景气度减弱。房地产投资持续回落。2021 年 1-9 月份，全国房地产开发投资 112568 亿元，同比增长 8.8%，增速回到两位数以下，其中较 1-8 月回落 2.1 个百分点，比 2019 年同期提高 14.9%，两年平均增长 7.2%，走弱明显；建安投资完成额 61342 亿元，同比增速

14.9%，建安支出增速同步出现回落，但其走势仍好于房地产整体，土地购置费同比增长 1.1%，较上月回落 1.8 个百分点，回落幅度有所加大，9 月份土地成交持续清冷。

新开工降幅扩大，竣工出现下滑。2021 年 1-9 月份房屋新开工面积同比负增长 4.5%，较 1-8 月-3.2%进一步恶化；房屋竣工面积同比增长 23.4%，增速比 1-8 月回落 2.6 个百分点，房地产竣工端表现尽管持续好于新开工，但增速出现下滑，竣工进度开始走慢；房屋施工面积累计增速 7.9%，环比 1-8 月下降 0.5 个百分点，施工端同样继续走弱。

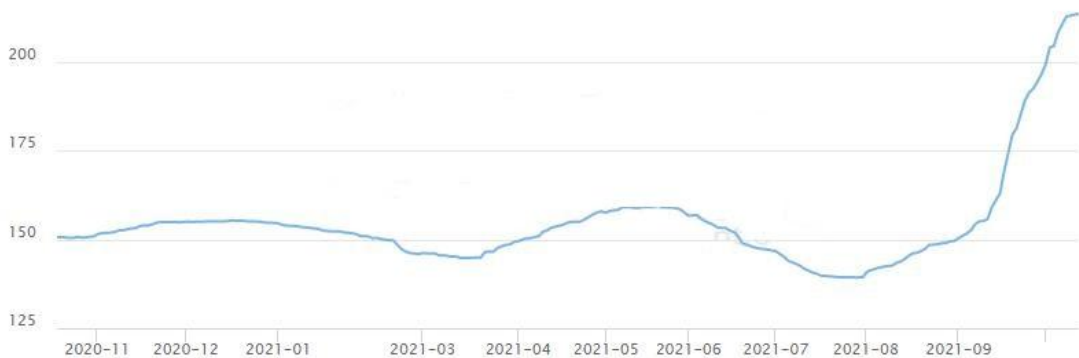
调控政策效果渐显，销售面积持续走低。1-9 月份房地产开发企业土地购置面积同比继续负增长，但降幅有所收窄，同比下降 8.5%，降幅缩小 1.7 个百分点，这或与 9 月份土地拍卖数量增加有关。商品房销售面积同比增长 11.3%，增速比 1-8 月份下降 4.6 个百分点，房地产销售热情继续降温。9 月房企信用风险频发，资金链条压力加大，1-9 月房地产开发企业到位资金同比增长 11.1%，增速比 1-8 月份出现 3.7 个百分点的下滑，房企到位资金持续处于偏紧状态。

限电限产供应冲击，单月产量下滑明显，2021 年 1-9 月水泥产量为 177770 万吨，同比增长 5.3%。其中 9 月单月水泥产量为 20504 万吨，同比下降 13%，环比下降 4.7%，产量较 8 月出现下降。10 月份是水泥行业传统旺季，但旺季不旺，下游需求虽有所转好，但仍未达到旺季需求水平，同时北方

地区开始冬季错峰停窑，供需双弱下预计水泥产量会出现一定提升，但整体幅度有限。

2021年9月水泥行业供应端受到较大冲击，量缩价涨，下游需求不及预期，进入10月份，节假日过后需求恢复缓慢，且下游施工对高价水泥存在一定抵触情绪，预计旺季不旺下水泥产量增幅可能有限。具体来看，房地产投资增速持续回落，新开工持续转负，严监管下预计降幅持续扩大。基建方面，9月新增地方政府专项债5174亿元，虽较8月有所加快，但发行规模依然不及同期，9月份经济数据走弱显示经济存在下行压力，但政府对地方隐形债务监管始终维持高压态势，基建虽有一定发挥空间，但力度有限，预计对水泥需求驱动难言乐观。

图三十六：水泥价格走势



5、铝

9月沪铝涨势延续，上升步伐加速，不过下半月在利好消化殆尽下迎来震荡回调；月内始终引导着价格走势的因素无疑是限电限产问题的加码；随着限电全国范围内逐步铺

开，铝总产能受限已达 200 万吨以上，而后续数值或进一步增加，除此之外，下游消费加工企业也面临限电停产困扰，致使“金九银十”旺季不再，整体消费表现疲软，库存有持续累积隐患。

市场方面，9 月市场整体货源表现充裕，但传统“金九”旺季落空，受创新高的铝价影响，以及下游企业限电等原因，市场需求减弱，下游备货情况不多，拖累市场成交，铝板、铝板带、型材等企业订单减少；贸易商入市积极性尚可，整体市场成交一般。

华东地区，“双控”背景下，政府加大对“两高”现象的遏制，多地限产、停产情况频发，供应端收紧，市场看涨氛围较浓，铝价不断反弹，屡创新高，华东现货铝最高涨至 23440 元/吨，随后因抛储等各种原因，小幅回落。

华南地区仍维持上行趋势，广东地区企业限电较为明显，部分企业甚至被要求一周停电 3 天，对生产产生影响，市场需要减少，旺季成交受到限电的影响。

9 月废铝价格出现大涨，再生铝合金锭方面，受多地区停产影响，市场供需失衡下，硅出现暴涨行情。硅价的疯涨，以及电解铝价格的不断上调，直接导致铝硅系合金锭价格暴涨，厂家原材料成本压力增大，下游压铸企业苦不堪言。硅大涨亦导致生铝、熟铝价格分化明显，铝厂考虑到成本原因，对生铝货源较为青睐，甚至出现抢货现象，而对熟铝货源则

选择压价收货，部分中小型冶炼企业甚至出现停止对熟铝收购的现象。

铝型材方面，价格过高，下游加工企业多不接受，订单明显减少；多地限产、限电，以及即将到来的采暖季，供应端有继续收紧的趋势；供需失衡情况下，铝价或仍偏强；多重利好下，或限制废铝下行空间，短期料废铝价格调整后仍有上行可能。

9月内铝价整体呈高位上涨趋势，不过下半月涨幅放缓，铝价出现适度回调现象；短期宏观影响力减弱，库存累积以及限电影响下供需双弱局势加剧，或对铝价存有一定利空影响，存有偏弱运行可能；不过长远看，在后续下游需求逐步恢复下，铝价仍有上行可能。

图三十七：十年沪铝价格走势



三十八：五年沪铝价格走势



图三十九：2020年9月--2021年9月沪铝价格走势



图四十：2021年9月份沪铝价格走势



6、房价

(1) 2020年国际主要城市平均房价

摩纳哥(摩纳哥): 4.76 万美元(33.9 万人民币)/平方米

莫斯科(俄罗斯): 2.1 万美元(14.8 万人民币)/平方米

伦敦(英国): 2.07 万美元(14.8 万人民币)/平方米

东京(日本): 1.79 万美元(12.8 万人民币)/平方米

香港(中国): 1.6 万美元(11.5 万人民币)/平方米

纽约(美国): 1.48 万美元(10.6 万人民币)/平方米

巴黎(法国): 1.2 万美元(8.6 万人民币)/平方米

新加坡(新加坡): 0.97 万美元(6.9 万人民币)/平方米

罗马(意大利): 0.92 万美元(6.5 万人民币)/平方米

孟买(印度): 0.92 美元(6.5 万人民币)/平方米

表一：2021 年 9 月份全国一线城市平均房价表

排名	城市名称	平均房价	环比上月
1	北京	69686 元/m ²	1.24%
2	深圳	65593 元/m ²	3.01%↓
3	上海	64732 元/m ²	0.42%↓
4	厦门	49411 元/m ²	4.01%↓
5	广州	42977 元/m ²	7.44%↓
6	杭州	38964 元/m ²	0.87%↓
7	三亚	37546 元/m ²	1.02%
8	南京	35647 元/m ²	0.41%
9	陵水	32114 元/m ²	0.6%↓
10	天津	27178 元/m ²	1.61%

开发投资增速跌至个位数，商品房销售持续降温。国家统计局公布的《2021 年 1-9 月份全国房地产开发投资和销售

情况》显示，1-9 月份，全国房地产开发投资 112568 亿元，同比增长 8.8%；比 2019 年 1-9 月份增长 14.9%。商品房销售面积 130332 万平方米，同比增长 11.3%；比 2019 年 1-9 月份增长 9.4%；商品房销售额 134795 亿元，增长 16.6%；比 2019 年 1-9 月份增长 20.9%。

房地产开发投资指标今年首次进入个位数水平，这也意味着开发投资从过热开始转为过冷，相关风险值得关注。包括办公楼和商业营业用房指标已经开始转负，都说明房企在开发投资方面存在一定的压力，四季度需要积极改善房地产开发投资营商环境。此外，销售数据总体也呈现降温态势，预计四季度房贷政策存在宽松的可能，客观上也会使得房屋交易数据的悲观情绪淡化。

另外值得注意的是，近期央行针对近期房地产热点问题作出解答。表明，房地产金融工作将长期遵循中央关于房地产调控的战略和方针，坚持不将房地产作为短期刺激经济的手段，在防范化解房地产“灰犀牛”风险、实现房地产市场平稳健康发展的同时，降低整体金融风险水平。

今年前三季度，个人住房贷款发放金额保持平稳，与同期商品住宅销售金额基本匹配。其中，少数城市房价上涨过快，个人住房贷款投放受到一些约束，房价上涨速度得到抑制。房价回稳后，这些城市房贷供需关系也将回归正常。近期，个别大型房企风险暴露，金融机构对房地产行业的风险偏好明显下降，出现了一致性的收缩行为，房地产开发贷款

增速出现较大幅度下滑，这种短期过激反应是正常的市场现象。经过近几年的房地产宏观调控，尤其是房地产长效机制建立后，国内房地产市场地价、房价、预期保持平稳，大多数房地产企业经营稳健，财务指标良好，房地产行业总体是健康的。

从房地产开发企业土地购置面积来看，1-9月份，房地产开发企业土地购置面积13730万平方米，同比下降8.5%；土地成交价款9347亿元，增长0.3%。房地产开发企业到位资金方面，1-9月份，房地产开发企业到位资金151486亿元，同比增长11.1%；比2019年1-9月份增长16.0%，两年平均增长7.7%。其中，国内贷款18770亿元，下降8.4%；利用外资59亿元，下降36.9%；自筹资金47212亿元，增长6.1%；定金及预收款56689亿元，增长25.6%；个人按揭贷款24124亿元，增长10.7%。

当前土地市场中，大城市的供地工作面临一定的压力，不过预计四季度供地政策和土地交易政策会有改善，客观上有助于土地交易市场的复苏和回暖。从到位资金情况看，当前关注资金面的改善主要把握两点：一是贷款环境，四季度或有所改善。二是预售许可资金的监管政策。商品房销售总体呈现降温态势。商品房销售情况方面，经历了7、8月份的销售低谷后，尽管9月份销售有所回升，但仍不及年内月平均水平。从前9月的全国商品房销售面积和销售额增速来看，仍在进一步下滑。

数据显示,1-9 月份,商品房销售面积 130332 万平方米,同比增长 11.3%;比 2019 年 1-9 月份增长 9.4%,两年平均增长 4.6%。其中,住宅销售面积增长 11.4%,办公楼销售面积增长 3.1%,商业营业用房销售面积增长 0.7%。商品房销售额 134795 亿元,增长 16.6%;比 2019 年 1-9 月份增长 20.9%,两年平均增长 10.0%。其中,住宅销售额增长 17.8%,办公楼销售额增长 0.5%,商业营业用房销售额增长 0.5%。9 月份商品房销售面积达 16139 万平方米,商品房销售额为 15748 亿元,比 2020 年同期分别下降了 13.17%和 15.80%,创下了近年来的最差“金九”。

上述数据总体呈现了降温的态势,很多城市出现了连续四个月环比下跌的态势。四季度房贷政策有宽松的可能,客观上也会使得房屋交易数据的悲观情绪淡化。另外,根据国家统计局公布的数据测算,全国商品房均价为 10342 元/平方米,涨幅为 4.7%。目前房价的矛盾开始从过热转为过冷,各地需要密切关注房价走向,确保房价稳定。

库存方面,9 月末,商品房待售面积 50285 万平方米,比 8 月末减少 296 万平方米。其中,住宅待售面积减少 185 万平方米,办公楼待售面积减少 39 万平方米,商业营业用房待售面积减少 61 万平方米。住宅待售面积自今年 1-2 月份迎来阶段高点以来,已经连续 7 个月下降。经测算,9 月份住宅待售面积为 22460 万平方米。