

二〇二一年十一月

国际国内经济形势分析

二〇二一年十二月二十三日

目 录

一、国际经济形势	9
(一) 国际主要经济体经济形势	9
(二) 国际大宗商品价格趋势	22
1、黄金	22
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)	29
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	31
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	33
1、钢铁	33
2、铜	38
3、焦炭	41

4、水泥	44
5、铝	45
6、房价	49

国际国内经济形势分析报告

2021年新冠疫情的反复变化也让经济发展出现波动，全球经济在2020年刺激经济政策后再次放缓。同时，疫情冲击对供给侧的一些负面影响可能持续数年，导致经济潜在增速无法完全恢复至疫情前水平，即潜在增速可能经历永久性小幅下降。全球各主要经济体都受到不同程度的影响。美国财政支持措施的实施面临不确定性，叠加疫情反复，美国经济复苏动能减弱；全球供应链瓶颈、不断上涨的能源成本以及持续蔓延的疫情，严重阻碍欧元区经济复苏；日本经济短暂复苏，但复苏势头并不稳固；由于俄罗斯国家经济复苏计划以及能源价格上涨，俄罗斯经济摆脱衰退期；印度央行、财政等部门的政策支持下，印度经济或将走出疫情冲击的阴影。随着财政刺激到期，财政悬崖风险上升，货币政策边际收紧，美欧等发达国家经济恢复较快的时期已经过去，显示全球经济增长势头放缓。

当今世界进入了一个特殊的历史时期，一方面，科技革命和产业变革重构世界版图，全球治理体系和治理结构深刻重塑，人类交往和各国联系比过去任何时候都更深入、更广泛；另一方面，新冠肺炎疫情持续蔓延，百年变局加速演进，国际环境严峻复杂，人类社会发展面临前所未有的变化和挑战。从短期看，世界经济面临的重大风险还是政策风险。主要发达经济体应对通胀、维持复苏的货币政策与财政政策如果失当，将会引发资产价格动荡暴跌，扼杀脆弱的经济复苏

并可能将经济推入滞胀通道，并殃及新兴经济体和发展中国家。从中长期看，全球仍处在中低速增长轨道，未来3到5年世界经济增长率将维持在3.0%到3.5%。

美国经济复苏动能减弱。美国个人消费支出和就业增长明显放缓，加之供应瓶颈限制和通胀压力高企叠加影响，导致第三季度美国经济创下年内最低增速。而且新冠变异病毒奥密克戎毒株在多国加速传播，市场担忧情绪近期再度上升。在疫情加速传播、关键支出法案在美国国会遇阻以及美联储将加速货币政策转向等因素的叠加作用下，美国经济增速可能会放缓。

欧盟经济复苏步履维艰。全球供应链瓶颈持续存在，给制造业带来了压力；欧盟长期依赖能源进口，无法自给自足，通胀持续走高，对消费和投资产生抑制作用；感染新冠的人数增加以及出现奥密克戎变异毒株，导致限制措施在欧盟境内重新实施，恐将扰乱服务贸易恢复增长进程。综上，欧盟经济复苏之路艰难崎岖。

日本经济短暂复苏但恐难持续。日本经济从2021年第2季度开始复苏，但是，日本经济的复苏势头并不稳固，受供给限制、海运受阻等因素推动日本生产领域的水平快速上涨，但消费领域仍然乏力，上游价格压力难以向下游顺利传导。第3季度GDP同比增速大幅放缓，环比增速下降，短暂复苏能否持续下去存在不确定性。

俄罗斯经济摆脱衰退期。经济实现复苏主要得益于俄罗斯国家经济复苏计划以及能源价格上涨。随着经济向好，俄罗斯失业率大幅回调，但过于宽松的货币政策和财政政策导

致高通胀，今年俄罗斯已经连续 6 次加息。由于奥密克戎病毒侵袭，俄罗斯四季度增速会略有放缓，不过明年俄罗斯经济总体看好，主要得益于政府大力推动非能源经济产业的兴起。

印度经济走出疫情冲击。在印度央行、财政等部门的政策支持下，印度经济已经在今年 3 季度走出疫情冲击的阴影。对于印度经济来说，投资才是经济增速的重要动力，外资的持续流入，将使得印度的投资额度上升。鉴于印度将在未来数年里继续推进基建、制造业促进计划等措施，印度经济有望在 2022 年继续保持较高速度增长。

2021 年 11 月年国际主要大宗商品总体呈现震荡态势。**黄金**震荡偏弱运行。随着时间的推移，奥密克戎新毒株的“威力”也开始显现，世界各地几乎所有新感染病例都来自这种变体，金价应声震荡回落。然而拜登“重建美好未来”法案受挫，支撑金价走高，但反弹力度不是很大，由于黄金行情整体趋势属于震荡下跌，所以破位延续性比较差。奥密克戎担忧叠加刺激计划受挫，**原油**价格大幅下跌。新冠病毒奥密克戎在欧美肆虐，促使一些政府实施限制措施，打击了原油需求前景，同时拜登经济刺激计划受挫削弱了美国经济增长前景，进而也抑制原油需求。美国开采钻机数量不断增加，也给油价带来压力，可能会导致原油市场供应过剩，进一步打击油价。**人民币**短期强势格局难动摇。当央行宣布全面下调存款准备金率时，人民币兑美元汇率悄然继续走强。在海外供应链产业链瓶颈不断深化的背景下，中国出口订单持续增加，贸易顺差和外汇收入居于高位，有力支撑了人民币汇

率。而且海外通胀高企，中国通胀仍处于较低水平，这也从购买力平价的角度在一定程度上提振了人民币。

10月国内多项经济指标超预期，政策稳增长仍有望加力。工业增加值同比增速为3.5%，超出市场一致预期；固定资产投资、社会消费品零售等数据也都出现了轻微超预期反弹的迹象。此外，基建投资的改善，以及消费者情绪对疫情反复冲击的淡化可能也推动需求端数据略超预期。然而，从目前的情况看，受到煤炭保供取得进展、疫情扰动对消费者影响逐步淡化等多方面因素的影响，四季度工业生产和整体经济的环比增长可能会比三季度有所改善。但是综合考虑到地产下行周期尚未终结、出口对经济的拖累尚未显现，预计这种反弹在明年一季度会面临重新下探的压力。

2021年前三季度GDP(国内生产总值)823131亿元，同比增长9.8%；2021年11月份，CPI(全国居民消费价格)同比上涨2.3%；2021年11月份，PPI(全国工业生产者出厂价格)同比上涨12.9%，环比持平；2021年1-11月，全国固定资产投资494082亿元，同比增长5.2%；2021年1-11月，全国一般公共预算收入191252亿元，同比增长12.8%；2021年1-11月，我国货物贸易进出口总值37164亿元，同比增长20.5%；2021年11月末，广义货币(M2)余额235.6万亿元，同比增长8.5%。

2021年11月国内主要商品价格走势大多呈现弱势震荡

运行为主。**钢市**淡季回暖，价格稳步上行。稳增长政策不断出台，降准落地，钢市情绪好转。今年冬储价格较往年偏高，行情较往年偏冷。对于未来钢市，房地产建筑业用钢负向拉动，钢材需求处于底部，随着政策逆向调节的信号逐步增强，钢材需求改善的预期有所增强。11月份**铜价**呈现宽幅震荡走势。11月初企稳，随后整体上呈现震荡走强特征，由于南非疫情的影响，出现了大幅回调。国内库存已经降到历史低位，主要是隐性库存和物流问题导致的结构性紧缺，后市继续下降的空间已经不大。中长期来看，经济复苏仍是主基调，铜的需求增长前景依旧存在。供需格局持续回暖，**焦炭**价格上涨。目前焦企销售情况好转，厂内库存压力有所缓解，且随着下游采购积极性提高。焦炭供应量受冬奥会、环保等因素影响或减少，焦炭供需面或趋于紧平衡，预计短期内焦炭或稳中偏强运行。**水泥**需求持续低迷疲弱，产量降幅扩大。四季度水泥行业旺季需求提前结束，多数企业执行冬季错峰停窑，同时受资金短缺问题导致施工进度偏慢，供需双弱下预计水泥单月产量仍将大幅下降。地产整体偏弱，中央经济工作会议强调要适度提前开展基建投资，预计未来基建存在一定发力空间，水泥需求有所提振。11月**沪铝**仍旧维持弱势运行状态。受变异病毒影响，市场避险情绪再次提升，价格回落。目前整个趋势是产能逐步爬坡的过程，考虑到即将进入春节假期，淡季的垒库给后续旺季供给不足带来一定的缓冲。如果供给端再度出现黑天鹅，那么价格就容易大起大落。11月**房地产**成交创近十年新低。受下半年市场持续降温的影响，继“金九银十”不再后，新房市场遭遇近十年表现最差

的 11 月，充分说明市场目前的压力。若供求矛盾得不到进一步的化解，将导致导致房企的资金状况进一步恶化。政策方面，房地产政策环境延续紧中趋稳“房住不炒”的调控基调不改，楼市维稳的信号更加明确。

热点:从中央经济工作会议看明年房地产市场新动向

中央经济工作会议在北京举行，会议总结 2021 年经济工作，分析当前经济形势，部署 2022 年经济工作。

在房地产方面，会议提出，要坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，加强预期引导，探索新的发展模式，坚持租购并举，加快发展长租房市场，推进保障性住房建设，支持商品房市场更好满足购房者的合理住房需求，因城施策促进房地产业良性循环和健康发展。

相较于以往，今年的中央经济工作会议对于房地产的定调在严守“房住不炒”底线、发展长租房市场，推进保障性住房建设的同时，还首次提出了“探索新的发展模式”，“因城施策促进房地产业良性循环和健康发展”。对于房地产行业来说，中央经济工作会议释放出的一些信号，对于理解 2022 年房地产市场政策等有重要的作用。

值得注意的是，在中央经济工作会议的涉房内容中，首次提到了“探索新的发展模式”。事实上，我国房地产行业经过二十多年的快速发展后，行业正从增量开发到存量运营时代转变，过去企业通过高杠杆、高负债实现高速发展、快

速扩张的模式弊端已逐渐显现。同时，对于地方政府而言，过去依赖房价、地价上涨驱动的“土地财政”模式也急需转变。“探索新的发展模式”将推动房企开发模式转型。当前我国房地产企业长期发展过程中形成的高周转、高杠杆开发模式已经难以为继，部分企业爆发债务危机，需要采取疏堵结合的方式，加快引导房企转型升级，从发展模式上防范和化解房地产金融风险。房地产开发企业应探索新的发展模式，结合社会发展趋势、住房需求演变规律和企业自身优势，参与租赁业务、社区养老、老旧小区改造、物业管理服务等领域，实现多元化转型。

坚持租购并举，在住房租赁方面，此次中央经济工作会议提出“坚持租购并举，加快发展长租房市场，推进保障性住房建设”。相较于去年中央经济工作会议在住房租赁方面提及的关于长租房、租购同权、土地供应、市场整顿、租金调控等细化要求，尽管此次会议对于住房租赁市场政策的细节提及较少，不过，这并不代表高层不重视多层次租赁市场的建设。

住房租赁市场发展是一个长期过程，目前仍有诸多制约因素，未来需要制度和政策的进一步规范。自提出“租售同权”以来，情况有所改善，但短时期并不能实现真正的同权，还需要进一步改善。预计保障性租赁住房供应比例有望加大。保障房是住房市场的供应来源之一，首要目的是解决低

收入群体的住房问题，是政策关注的重点之一。

中央经济工作会议明确，支持商品房市场更好满足购房者的合理住房需求。合理的需求包括首次购房需求和改善性购房需求，也可以简单理解为首套和二套购房需求，这都是政策支持。预计信贷政策对首套、改善性住房需求的支撑力度将不断放大。此次政策和中央政治局会议精神一致，将“支持商品房市场更好满足购房者的合理住房需求”写进去，后续应该会有一些变化要注意：第一、合理住房需求包括刚需和改善型需求，后续土地、信贷、税费方面会给予保障。第二、商品房市场的发展获得支持，房企的市场地位有所上升。第三、合理住房需求包括租和购，这都将面临鼓励和支持。

房地产防风险是实现良性循环和健康发展的关键。而房地产债务风险是房地产风险的主体和防范重点，一旦房地产债务大规模违约，产生信用风险，会对整个经济部门造成冲击甚至危机。房企开发贷风险是今年房地产最主要的风险，也是明年防风险的重中之重。

一、国际经济形势

（一）国际主要经济体经济形势

多因素将令美国经济复苏动能减弱。由于新冠变异病毒

奥密克戎毒株在各国加速传播，市场担忧情绪近期再度上升。在疫情加速传播、关键支出法案在美国国会遇阻以及美联储将加速货币政策转向等因素的叠加作用下，美国经济增长动力或将减弱。

近来，奥密克戎毒株在全美加速传播，使疫情指标严重反弹。奥密克戎毒株感染病例占总病例数的 73.2%，奥密克戎毒株已取代德尔塔毒株成为美国占主导地位的变异毒株。奥密克戎毒株也已成为伦敦新冠疫情传播的主要变异毒株。

美国民主党籍联邦参议员乔·曼钦表示，他不会支持由总统拜登提出的“重建更好的未来”一揽子支出法案。由于曼钦在该法案投票中起到至关重要的作用，他的这一表态意味着支出法案在年内无望获得通过。“重建更好的未来”法案规模为 1.75 万亿美元，希望帮助美国家庭降低儿童抚养成本和药品支出，并加大气候变化应对投资以顺利向清洁能源转变。该法案已经获得美国众议院通过，正在等待参议院的投票。参议院民主党领袖舒默表示，将会在新年假期结束后就对该法案进行投票。曼钦的公开表态令参议院的投票结果充满不确定性。

尽管拜登已经与曼钦进行过多次会谈，不过曼钦依旧对法案中的多项内容表示担忧，比如气候变化应对条款和儿童免税额度计划支出等。这一法案支出规模过于庞大，会进一步加剧通胀问题。参议员林德赛·格雷厄姆更将法案中提出

的免税额度条款称为“通胀炸弹”。

美国国会在“重建更好的未来”法案上的僵局已使部分美国民众感到担忧。如果该法案不能尽快通过，去年夏天开始实施的儿童免税额度计划将很快到期，数百万家庭将难以继续获得现金资助。儿童免税额度计划为每个6岁以下的儿童提供每月300美元的资助，为6至17岁的儿童提供每月250美元的资助，今年10月已帮助360万美国儿童摆脱了贫困。

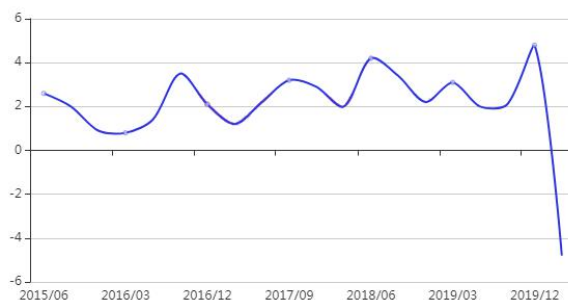
今年夏天，新冠变异病毒德尔塔毒株蔓延造成美国疫情反弹，个人消费支出和就业增长明显放缓，加之供应瓶颈限制和通胀压力高企叠加影响，导致第三季度美国经济创下年内最低增速。随着疫情趋于缓解和年底销售旺季到来，美国经济增速有望出现反弹。但目前看来，奥密克戎毒株的出现不仅可能令消费需求受到拖累，还可能令全球供应链持续受到干扰。

高盛集团已把美国2022年一季度国内生产总值（GDP）增速预期从此前的3%下调至2.5%，明年二季度和三季度GDP增速预期则分别下调了0.5和0.25个百分点。由于消费者价格指数在今后几个月可能会达到7%后才会下降，曼钦和其他议员表达的通胀担忧很可能会持续，这让支出法案的通过更为困难。

奥密克戎毒株给年底的市场前景蒙上了阴影。法案在国

会闯关失败也重挫市场情绪。如果该法案不能通过，将对美国经济增长产生负面影响。除了财政支持措施的实施面临不确定性，美联储货币政策也可能令明年的经济复苏动能减弱。两者叠加的结果就是，明年美国经济增长可能放缓。

图一：美国 GDP 增幅年率走势图（季度）



欧盟经济复苏步履维艰。欧洲议会日前通过了欧盟 2022 年预算，旨在努力应对疫情影响、尽快恢复经济增长，同时聚集欧洲未来发展优先事项，大幅增加财政资源。新预算展现了欧盟各国抗击疫情、发展经济的信心，但随着新一轮疫情在全欧洲蔓延，未来将面临更多不确定性因素。

11 月欧盟 2022 年预算正式在欧洲议会通过，该预算是在欧盟 2021 至 2027 年预算安排的第二份，承诺拨款总额为 1695 亿欧元，最后达成的拨付总额为 1706 亿欧元。预算旨在支持欧盟经济持续复苏，保护和创造就业，推动更多绿色、数字投资。从资金的安排上看，主要支持健康卫生、研发投入、气候行动、中小企业、年轻人教育以及应对全球挑战。

该预算体现了欧盟经济社会的发展重点，预算七项构成显示，凝聚、韧性和价值观预算项下的经济、社会和地区凝

聚预算大幅增加，拨付额较承诺额增加 66 亿欧元，这其中也包含了年轻人教育、健康卫生联盟等预算支持。而对‘欧洲地平线’项目的研发支持，对交通、能源和数字的战略投资，则包括在单一市场、创新和数字预算安排项下。

然而，新预算能否有效实施尚未可知。花大量资金“一石多鸟”，这是欧盟的一贯作风，往往“雷声大，雨点小”，执行起来不能始终如一。

欧盟的经济复苏计划可能遭受挫折，欧元区经济正面临“越来越大的逆风”。供应链瓶颈、不断上涨的能源成本以及持续蔓延的疫情，有可能严重阻碍欧元区经济复苏。

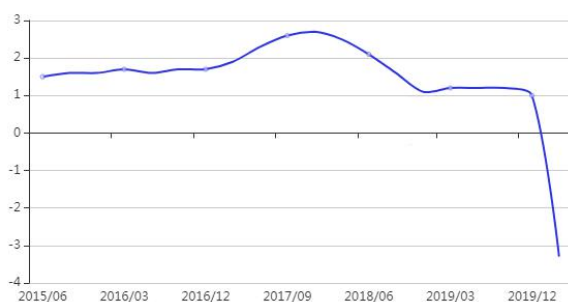
当前欧盟经济复苏主要面临三大不确定性因素。第一，感染新冠的人数增加以及出现奥密克戎变异毒株，导致限制措施在欧盟境内重新实施。流动性减少将对欧盟经济产生一定的负面影响，尤其是对接触密集型的服务业。2021 年二季度，运输和旅行等服务部门刚刚加快复苏势头，重启限制措施恐将打乱服务贸易恢复增长进程。第二，通胀自 8 月以来持续走高，未来几个月将进一步走高。11 月，欧元区通胀同比上涨 4.9%，能源价格同比上升 27.4%，价格水平已超过疫情暴发前水平，对消费和投资产生抑制作用。第三，供应链瓶颈持续存在，给许多行业带来了压力，如欧元区第三季度的汽车生产仍比疫情暴发前低 47.5%。

欧盟经济复苏还面临以下问题：一是欧盟长期依赖俄罗

斯的能源，无法自给自足，而其能源转型的急转弯会加剧能源短缺；二是欧盟出于政治目的调整供应链，需承担相应的经济代价，这会对其经济转型、复苏及增长带来威胁；三是欧盟面对的外部挑战。

欧洲经济目前的复苏主要受益于消费需求的增加、疫苗接种的加快以及复苏基金的预先拨付支持。截至日前，欧盟复苏基金已经拨付给 18 个成员国总计 542 亿欧元，对于确保成员国环境可持续、生产复苏、社会公平公正以及宏观经济稳定作出了贡献。欧盟在 2022 年仍需实施温和的财政支持政策，确保复苏的稳固。还应逐步将财政支持措施转向投资支持，围绕绿色和数字刺激私人和公共投资，并解决技能短缺问题。

图二：欧元区 GDP 同比增幅走势图（季度）



日本经济短暂复苏但恐难持续。日本经济从 2021 年第 2 季度开始复苏，结束了此前连续 6 个季度的衰退。但是，日本经济的复苏势头并不稳固，第 3 季度 GDP 同比增速大幅放缓，环比增速再次出现下降，短暂复苏能否持续下去存在不确定性。在这种情况下，日本首相岸田文雄于 2021 年 11 月

公布“经济对策”纾困法案，计划安排 55.7 万亿日元的财政支出，用于疫情防控和经济重启等方面。该项财政支出计划的实施有助于稳定日本经济。

2021 年第 3 季度，日本 GDP 同比增长 1.3%，增速较第 2 季度大幅回落 6.2 个百分点。美国、欧元区、中国等经济体均有类似表现，全球经济节奏基本同步。但是，日本经济第 3 季度环比下降了 0.5%，环比增速由正转负，而美国、欧元区、中国等经济体环比仍保持增长态势，表明日本经济弱于其他主要经济体，复苏更不稳固，前景较其他经济体更为逊色。

正是由于日本经济表现较弱，复苏仍不稳固，日本央行才决定继续实施带收益率曲线控制的质化量化宽松（QQE+YCC）政策，缩减资产购买的范围仅限于商业票据和公司债券，即商业票据和公司债券的持有规模逐步减至疫情冲击之前的水平，但在必要时继续购买日本政府债券。

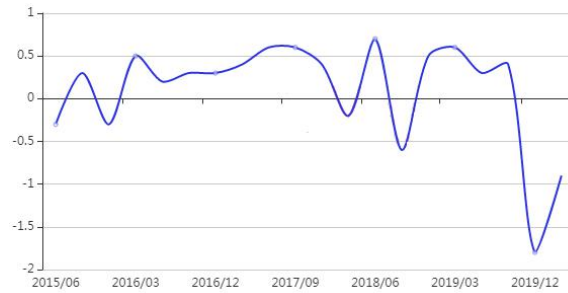
历史记录表明，日本过去 60 年一直保持较低的失业率，泡沫经济破灭后，日本失业率有所上升，2002 年 6 月达到阶段高位的 5.5%，仍属于较低水平。日本央行从 2001 年开始实施量化宽松（QE）政策，刺激日本经济实现复苏，失业率降至 2007 年 7 月的 3.6%。受 2007 年美国次贷危机、2008 年美国金融海啸冲击，日本经济再次陷入衰退，失业率上升，2009 年 7 月达到 5.5%。与美国、欧元区等经济体相比，日

本劳动力市场受疫情冲击的程度要轻得多。疫情扩散以来，日本失业率从2020年初的2.4%升至2020年10月的3.1%，显著低于美国和欧元区等经济体。2021年10月，日本失业率已经降至2.7%，基本恢复到疫情冲击之前的水平。

疫情冲击逐步减弱，日本经济恢复过程中，通胀有所加快，但生产者价格指数（PPI）与消费者价格指数（CPI）之间差异显著，显示供给限制、海运受阻等因素推动日本生产领域的价格水平快速上涨，但消费领域仍然乏力，上游价格压力难以向下游顺利传导。

数据显示，2021年11月，日本PPI环比上涨0.6%，涨幅比10月慢0.8个百分点，但仍处于加快上涨通道；PPI同比上涨9%，创1981年1月以来最高记录，但日本的消费者价格指数持续维持历史低位。2021年以来，全球原油价格大幅上涨，推动日本CPI小幅上行。2021年9月，日本CPI同比上涨0.2%，暂时终结了此前连续11个月的通缩状态，但幅度十分温和，且日本10月CPI同比涨幅只有0.1%，通缩风险仍然存在，并且随时可能再次出现。涨幅比10月加快0.7个百分点，呈进一步加快上涨趋势。

图三：日本增幅年率走势图（季度）



俄罗斯经济摆脱衰退期。2020 年俄罗斯经济下滑 3.1%，今年前三季度实际 GDP 同比增长 4.6%，经济实现复苏主要得益于国家经济复苏计划以及能源价格上涨。随着经济向好，俄罗斯失业率大幅回调，但过于宽松的货币和财政政策导致通胀高企，今年俄罗斯已经连续 6 次加息。由于奥密克戎病毒侵袭，俄罗斯四季度增速会略有放缓，不过明年俄罗斯经济总体看好，主要得益于政府大力推动非能源经济产业的兴起。

今年前三季度，俄罗斯名义 GDP 完成 91.53 万亿卢布，按卢布兑美元的平均汇率折算约为 1.24 万亿美元，位居全球第 11 位。俄罗斯前三季度实际完成 GDP 录得 66.7 万亿卢布，同比增长 4.6%。其中，一季度同比回落 0.7%，从去年二季度起已经连续 4 个季度同比萎缩，俄罗斯经济已处于衰退期。二季度俄罗斯迎来复苏，同比增幅达到 10.5%；三季度经济同比增幅录得 4.3%，实现连续两个月同比回升。面对新冠疫情，俄政府在以下三大方面做出调整和努力，从而取得卓有成效的成果。

扩大能源出口收入。俄罗斯经济是资源导向型，2019 年

能源类产品占俄出口商品金额的 62.1%，2020 年为 49.1%。面对油价暴跌，俄罗斯于去年 10 月带头实施减产计划，并通过“OPEC+”会议不断实施减产计划，从供给端保证了今年油价的大幅回升。同时，俄罗斯趁煤价高企大幅扩大煤炭产量和出口量。今年前 10 个月，俄罗斯出口能源类产品金额前五位的分别是原油、石油产品、天然气、柴油、液化燃料；出口能源类产品增速前五位的分别是生铝、电力、天然气、焦煤和半焦煤、铁矿。

大力推动非能源产业发展。俄罗斯并不希望单纯依靠资源行业，农业、建筑业、制造业等非资源行业发展较快。2020 年 9 月俄罗斯实施了国家经济复苏计划，包括约 500 项具体措施，内容涵盖增加投资活动、发展数字技术、提高教育水平、快速建设优质住房等领域，投入资金规模达 5 万亿卢布。通过宽松的财政政策，弥补了第三产业的短板，也推动了经济快速复苏。

大力促进国内消费。面对新冠疫情导致各地区不间断实施隔离政策，俄政府大力推行“宅经济”，提高民众线上消费的体验感以及物流便捷度，线上企业大幅增加运输车辆、扩展仓库面积、对 IT 系统进行现代化改造。人们越来越认可通过互联网订购食品、服装、日用品和药品的方式，2021 年俄罗斯电子商务市场增长率达到 10%。二季度随着疫情好转，俄罗斯逐步放开国门，吸引国外游客入境消费。今年一

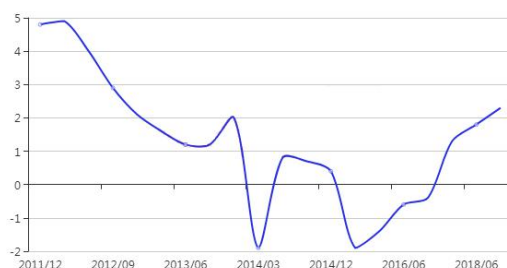
季度俄罗斯入境游客仅有 116 万人，创近 8 年来新低，二季度和三季度入境游客人数大幅回升至 282 万人和 508 万人。

自疫情爆发之后，俄罗斯央行在去年扩大货币政策程度，2020 年 8 月和 10 月 M2 同比增速一度达到 16.2%，在拉动经济回暖的同时也造成通胀水平连创阶段性新高。今年 3 月俄罗斯经济止跌反弹，同比增速录得 0.5%，大幅高于前值 -2.5%，该月俄罗斯 CPI 同比增速已达到 5.8%，俄罗斯央行于 3 月 22 日宣布上调隔夜拆解利率，从 5.25% 上调至 5.5%，结束长达 5 年半的降息通道，并且在随后 7 个月内共加息 6 次，加息幅度合计达到 3 从俄罗斯基本面情况判断，高通胀、强经济和低失业率将促使俄罗斯央行明年延续加息步伐，达到 4 次左右。

通胀方面，虽然俄罗斯央行连续加息 6 次，但是通胀水平却逆势上扬，今年 11 月俄罗斯 CPI 同比增速达到 8.4%，创近 6 年新高，必须进一步提高加息力度才能遏制高通胀。经济方面，俄罗斯政府调整经济模式，克服结构性问题，寻找新增长点，经济潜力正在被挖掘。俄政府将在未来三年拨款 39 万亿卢布，摆脱经济过度依赖能源产业的国家战略，确保未来 8 年 GDP 增长率高于全球平均水平。俄罗斯政府提出到 2030 年，非资源和非能源产品出口较 2020 年至少增长 70%；固定资产投资实际增长比 2020 年至少增长 70%；在信息技术领域的投资额比 2019 年增加 4 倍。就业方面，随着

经济强势复苏以及第三产业的迅速崛起，俄罗斯就业环境大幅改善，企业扩张加大了对劳动力的需求。

图四：俄罗斯 GDP 同比增幅走势图（季度）



印度经济走出疫情冲击。在印度央行、财政等部门的政策支持下，印度经济已经在今年 3 季度走出疫情冲击的阴影。鉴于印度将在未来数年里继续推进基建、制造业促进计划等措施，印度经济有望在 2022 年继续保持较高速度增长。

7—9 月份，印度的季度实际 GDP 已达 357345.1 亿卢比，经济规模已经超出疫情前的 2019 年 7—9 月份录得的 356153 亿卢比。这一成就实现得早于印度央行预期。印度央行行长达斯此前指出，印度可能会在今年的最后一个季度使经济规模回到疫情前的水平。不仅总量如此，分类来看也是如此。从供给角度来看，7—9 月份，印度的农业、制造业、采矿业、电与煤气等基础产业、公共服务业等，都已经超出 2019 年的同期水平。其中，7—9 月农业产值为 40764.1 亿卢比，较 2019 年同期的 37860.2 亿卢比，增长 7.67%；制造业产值达 58677.5 亿卢比，较 2019 年同期的 56474.2 亿卢比，增长 3.90%。从需求端来看，情况也是一样。7—9 月份，印度的进出口规模已经全部超出疫情前的水平。7—9 月份，印度进

口达 96984.9 亿卢比，较 2019 年同期的 83999 亿卢比，增长 15.45%，出口达 83280.4 亿卢比，较 2019 年同期的 71058.1 亿卢比，增长 17.20%。

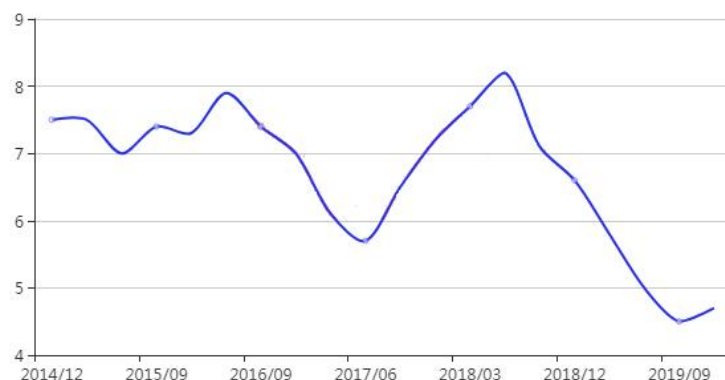
印度经济复苏在政策上主要由印度央行和财政等部门的政策推动的。在印度经济已经完全走出疫情冲击后，印度央行仍不肯仓促撤出货币支持政策，理由是世界经济增长的不确定和印度经济复苏的可持续性。印度央行行长达斯在最近的双月货币政策会议上表示，印度央行将在稳通胀和促增长之间，取得必要的平衡。言外之意就是，即使需要照顾到通胀，促增长仍是央行的政策关注点之一。

印度财政部促增长的系列政策更是将延续数年。印度 2020 年底推出了制造业促进计划。根据这一计划，印度将在未来 5 年内投资 2 万亿卢比，促进制造业升级换代。这一计划已经渐次推进，最新出台的是 7600 亿卢比的芯片促进计划。在基础设施方面，印度计划从今年开始，在未来 5 年内，投入 111 万亿卢比，促进公路、铁路、机场等基础设施的建设和完善。这一投资规模是在此前 5 年规模的基础上翻一番，有望推动物流加速，并促进商品流通和出口，从而推动经济增长。

印度经济的复苏和增长前景已经吸引了更多的外资投资印度。2014—2015 财年，印度吸引外资达 2.6 万亿卢比；到 2020—2021 财年，这一数字已经增长至 4.4 万亿卢比；

而到今年 4—7 月，印度吸引 FDI 达到 225.3 亿美元，与去年同期相比增长 90%。印度商工部部长戈亚尔表示，印度已经成为外资投资的热地，在经济持续增长的吸引下，印度有望在 2025 年后，每年吸引外资达 1200 亿—1600 亿美元。对于印度经济增长来说，消费差不多稳定在一个固定的水平，投资才是经济增速的重要动力。外资的持续流入，将使得印度的投资更多了一个丰富的来源。

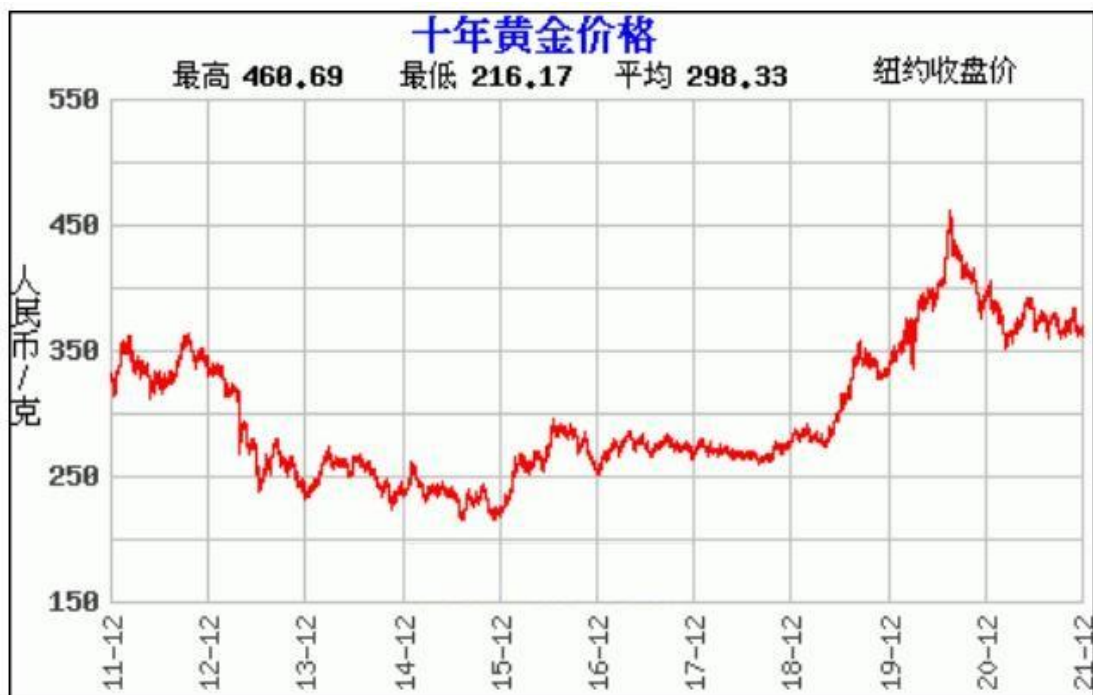
图五：印度 GDP 同比增幅走势图（季度）



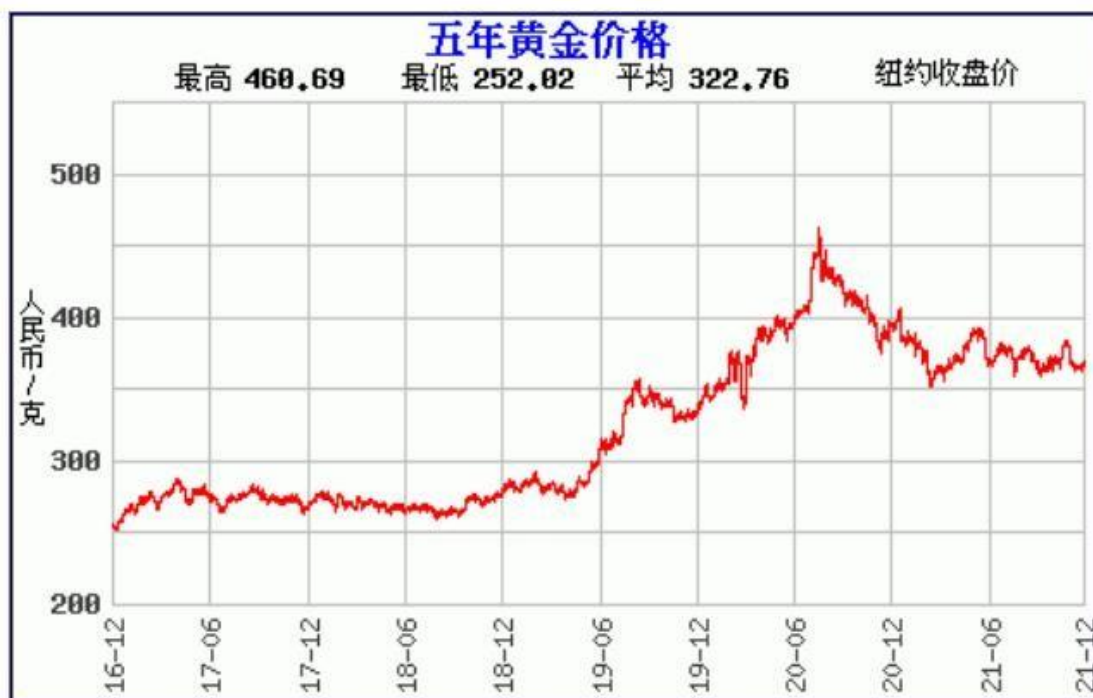
（二）国际大宗商品价格趋势

1、黄金

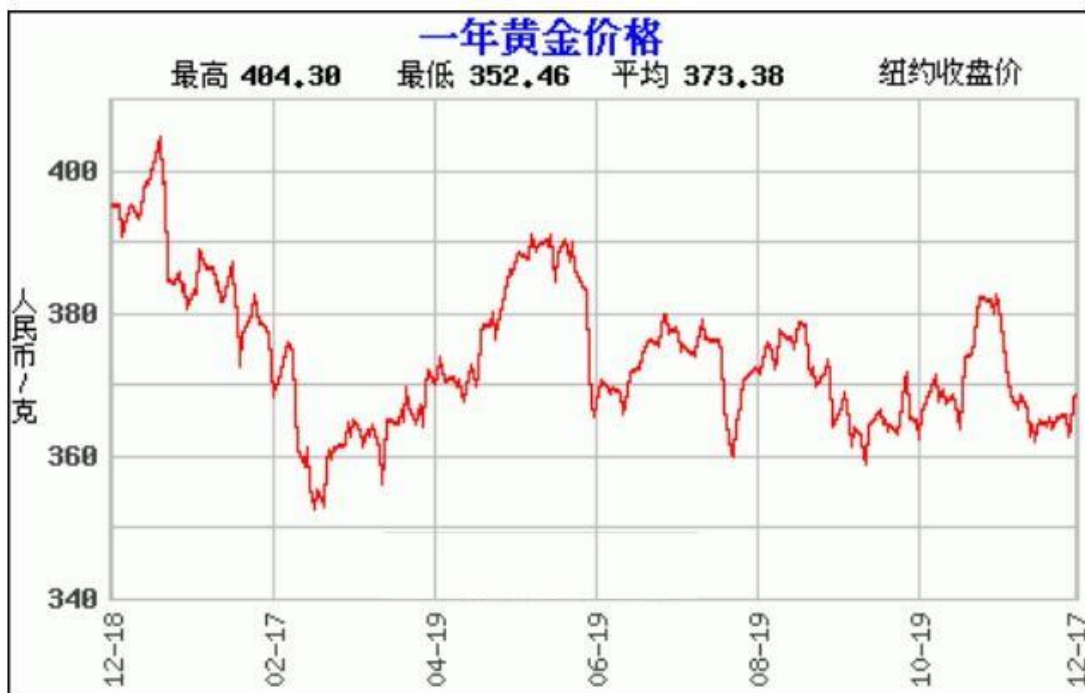
图六：十年黄金价格走势



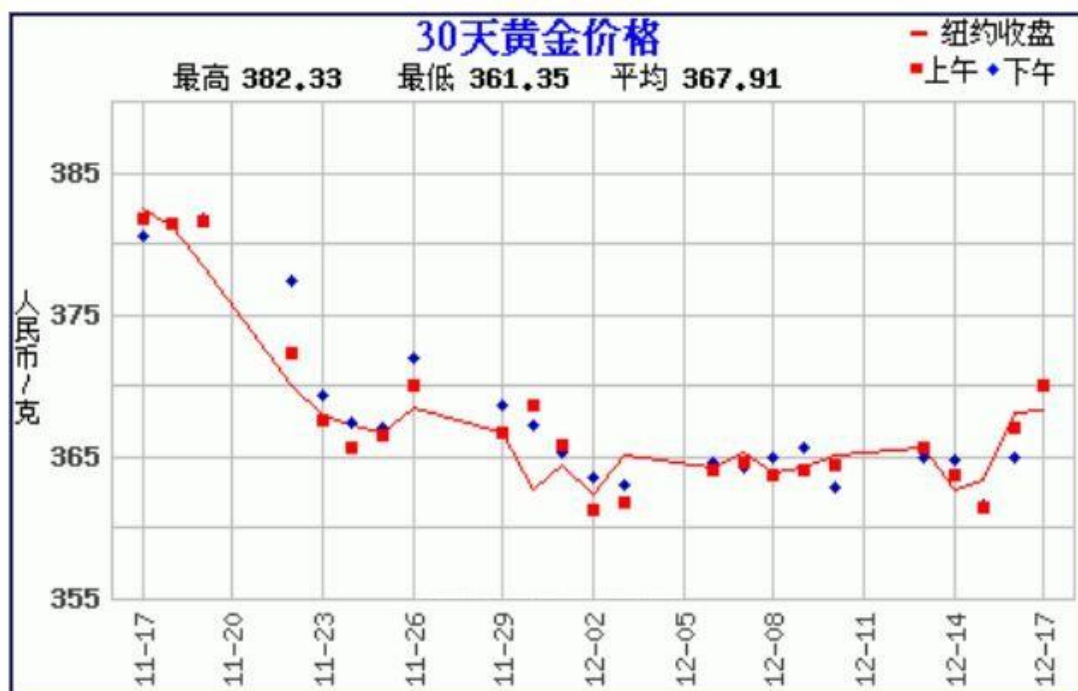
图七：五年黄金价格走势图



图八：2020年11月--2021年11月黄金价格走势图



图九：2021 年 11 月国际黄金价格走势图



黄金震荡偏弱运行。随着时间的推移，奥密克戎新毒株的“威力”也开始显现。日前，在美国所有测序的新冠病毒感染病例中，奥密克戎变异毒株占到了 73%，而上周仅为约 3%。这种高度突变的变异株已在全美范围内发现。德尔塔

变异株上周还是美国的主要毒株类型，现在已经下降至占比约 27%。奥密克戎变体感染的猛增在意料之中，且与世界各地的情况相似。在美国的部分地区，几乎所有新感染病例都来自这种变体。

拜登“重建美好未来”法案通过受阻。此前，因民主党议员曼钦反对，拜登关键经济议程受阻，高盛还因此下调了美国的经济增长预期。金价震荡回落，午夜反弹力度不是很大，上方压制点位都试探完成，现在开始走跌肯定会走出一波大跌行情，由于黄金行情整体趋势属于震荡下跌，所以破位延续性比较差。

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11月--2021年11月石油价格走势



图十三：2021年11月份石油价格走势



奥密克戎担忧叠加刺激计划受挫，国际油价大幅下跌。新冠病毒奥密克戎在欧美肆虐，促使一些政府实施限制措施，打击了原油需求前景，同时拜登经济刺激计划受挫削弱了美国经济增长前景，进而也抑制原油需求。

新冠病毒奥密克戎变体在欧洲和美国等西方国家肆虐，挑战了人们的假日情绪，以及与之相关的旅行计划和能源需求希望。全球新冠肺炎病例增加了 52%，美国出现了首列奥密克戎死亡病例，这是加剧市场恐慌的主要催化剂。

为遏制奥密克戎变体病毒蔓延而推出的新限制措施可能会削弱燃料需求。荷兰周日宣布实施为期四周的严格封锁措施，给欧洲其他国家带来了效仿的压力。而在英国，不排除在圣诞节前采取更严厉的限制措施。同样，德国也表示他

们需要实施额外的限制措施，近八成德国人计划年末传统节日假期待在家中，不考虑出行。奥米克戎型新冠病毒的爆炸性传播增加了实施更严格限制的风险。这将再次抑制经济活动。

另一方面，美国总统拜登支持的期待已久的“美国重建更美好”刺激计划的受挫，也对市场人气造成了拖累。美国参议员曼钦在周末拒绝投票支持该法案，这使得刺激计划在2021年剩余时间里更难取得进展。这使得美国经济2022年将在没有美联储或联邦政府帮助的情况下学会与新冠病毒共存。美联储上周转向信贷紧缩——于3月份结束紧急购债计划，为加息铺路。而就在此前，在疫情最严重时期出台的政府支出项目刚刚被取消。如果在关键温和派参议员的反对下，民主党人无法挽救拜登的社会支出计划，那么财政压力还会更大。使得因新型冠状病毒奥密克戎变种迅速传播而面临更高风险的经济前景进一步蒙阴。穆迪分析首席经济学家赞迪和高盛因此下调了美国2022年GDP增长预测。

此外，美国贝克休斯发布的每周钻机数量达到了2020年4月以来的最高水平，这是美国未来几个月增产的先行指标，也给油价带来压力，即原油市场将很快恢复供应过剩，而不是此前支撑油价大幅反弹的供应不足。

然而，OPEC11月减产协议执行率从一个月前的116%提高到117%，表明产量水平仍远低于此前商定的目标，这支撑

油价企稳回升。受协议约束的 10 个 OPEC 成员国的执行率达到 122%，非 OPEC 国家达到 107%。油气领域今年上游投资额较新冠肺炎疫情前降低了 25%左右。油气领域上游投资的匮乏很可能导致全球原油供应跟不上需求增长，进而推高全球油价。今年全球原油需求已经“接近新冠肺炎疫情前的高位水平”，市场普遍预期发展中国家的原油需求在未来数年里仍将呈现强劲上涨态势，这意味着，紧缩的上游投资很可能对未来的油气供应造成威胁。如果没有新增油气产量，非欧佩克产油国到 2025 年原油产量每日将下降 900 万桶左右，到 2030 年甚至可能下降 2000 万桶。与此同时，非洲、中东、亚洲等地区的发展中国家的油气需求仍将维持强劲上涨态势，对油气供应增量仍有需求。

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11月--2021年11月美元兑人民币走势图



图十七：2021年11月份美元对人民币走势图



人民币短期强势格局难动摇。当央行宣布全面下调存款

准备金率时，人民币兑美元汇率悄然继续走强。创 2018 年 5 月以来新高。尽管人民币汇率近期并未阻碍美元指数走强，掀起了一轮强势升值的独立行情，但人民币汇率修正和贬值的风险也越来越高，尤其是在中美货币政策或明年分化的窗口期。人民币汇率易贬值难升值，汇率拐点正在形成。

人民币汇率自主走强的因素很多。自 11 月以来，在美联储收紧货币政策的预期下，美元指数迅速上涨，但同期人民币走势保持稳定，甚至略有升值。主要原因有：一是在海外供应链产业链瓶颈不断深化的背景下，中国出口订单持续增加，贸易顺差和外汇收入居于高位，有力支撑了人民币汇率。第二，自去年以来，人民币的投资和风险规避特性一直备受关注。随着中国金融市场的日益开放，外国投资者继续增持人民币债券和股票资产，特别是海外新品种的出现，加剧了市场风险厌恶情绪，更加青睐人民币。第三，海外通胀高企，而中国通胀仍处于较低水平，这也从购买力平价的角度在一定程度上提振了人民币。

有两个因素值得注意，以推动人民币汇率逆势走强。首先，最近人民币兑美元的现货交易量大幅扩大，交易情绪提振了汇率的坚挺。二是贸易顺差扩大，银行对外收支顺差同步增加，企业结汇意愿增强，导致客户对银行结汇的需求增强。人民币汇率在走强的同时，推动汇率贬值和调整的动机也在积累，人民币汇率的一个大拐点正在形成。疫情过后人

人民币汇率市场继续走强的趋势可能结束，明年人民币汇率容易贬值但很难上升。无论汇率是升值还是贬值，一旦汇率因交易因素或预期因素过度偏离基本面，将面临随后市场的自发修正力或政策修正力。偏差越大，此后纠偏就越大。

当前人民币汇率需要关注三个贬值风险：第一，新的5万美元境内居民便利化换汇额度将在明年初刷新并生成。从历史规律来看，这将对人民币汇率造成一定的季节性贬值压力。二是美联储的态度逐渐转向“鹰”，货币政策紧缩周期将开始，联邦基金期货已在定价2022年7月将首次加息；与此同时，中美经济增长差异正在缩小。明年，中国和美国之间的实际GDP增长差异可能缩小到1989年以来的最小值。历史上，在中美之间的三轮经济和货币分歧中，人民币往往会贬值。第三，资本流入对2022年人民币汇率的支持也在减弱。随着美联储进入紧缩周期，中国等新兴市场经济体面临着资本外流和资产价格下跌的风险。

在美联储收紧货币政策的背景下，国内货币政策制定将面临更多挑战。货币政策不仅要关注经济复苏，还要考虑金融稳定问题。为了减少发达经济体货币政策调整对中国的溢出影响，国内货币政策可能被迫调整。然而，中国和美国之间的利率差足够大，当前人民币兑美元汇率与之前约7.1的低点相比，留下了足够的战略深度。从这两个方面来看，即使美联储收紧货币政策，也不会对中国的货币政策独立性、

汇率和跨境资本流动施加太多限制。

随着出口增长进一步放缓、国内货币政策边际宽松以及美元周期性走强，预计从春节到第二季度，人民币汇率将面临压力。但人民币风险溢价仍将在较低水平上波动。再加上外资对国债的配置需求，人民币汇率可能会小幅走弱，可能会在 6.6 左右小幅波动。

二、国内经济形势

(二) 国内主要经济指标

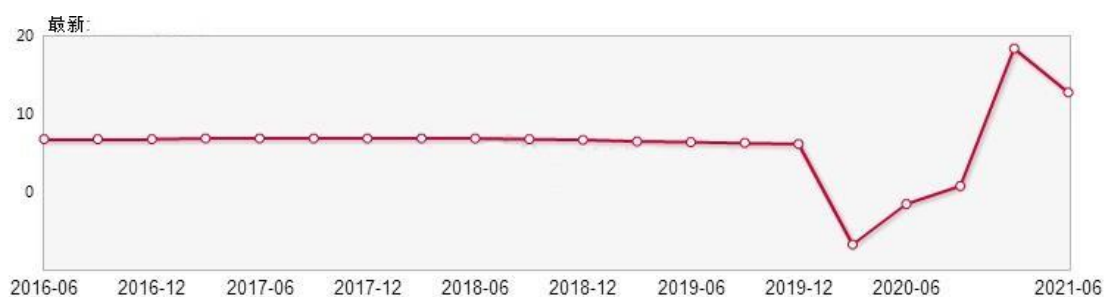
2021 年前三季度 GDP (国内生产总值) 823131 亿元，同比增长 9.8%；2021 年 11 月份，CPI (全国居民消费价格) 同比上涨 2.3%；2021 年 11 月份，PPI (全国工业生产者出厂价格) 同比上涨 12.9%，环比持平；2021 年 1-11 月，全国固定资产投资 494082 亿元，同比增长 5.2%；2021 年 1-11 月，全国一般公共预算收入 191252 亿元，同比增长 12.8%；2021 年 1-11 月，我国货物贸易进出口总值 37164 亿元，同比增长 20.5%；2021 年 11 月末，广义货币 (M2) 余额 235.6 万亿元，同比增长 8.5%。

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%。

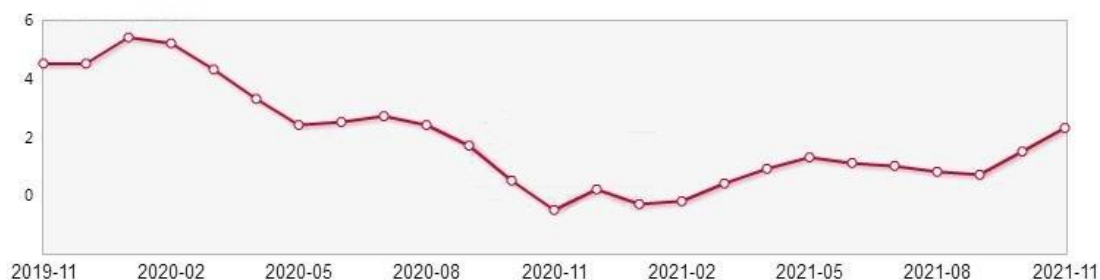
图十八：中国 GDP 同比增幅走势图



2、CPI

2021 年 11 月份，全国居民消费价格同比上涨 2.3%。其中，城市上涨 2.4%，农村上涨 2.2%；食品价格上涨 1.6%，非食品价格上涨 2.5%；消费品价格上涨 2.9%，服务价格上涨 1.5%。1—11 月平均，全国居民消费价格比上年同期上涨 0.9%。11 月份，全国居民消费价格环比上涨 0.4%。其中，城市上涨 0.3%，农村上涨 0.6%；食品价格上涨 2.4%，非食品价格持平；消费品价格上涨 0.9%，服务价格下降 0.3%。

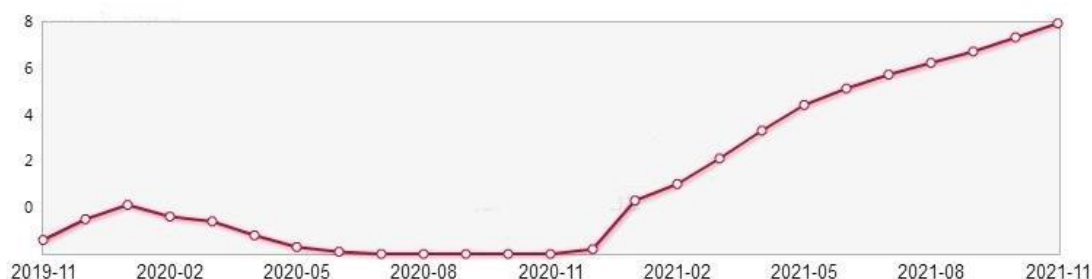
图十九：中国 CPI 同比增幅走势图



3、PPI

2021年11月份，全国工业生产者出厂价格同比上涨12.9%，环比持平；工业生产者购进价格同比上涨17.4%，环比上涨1.0%。1—11月平均，工业生产者出厂价格比去年同期上涨7.9%，工业生产者购进价格上涨10.7%。

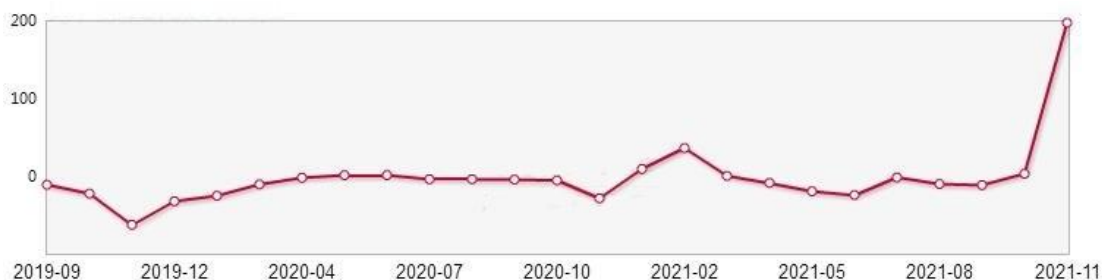
图二十：中国 PPI 同比增幅走势图



4、固定资产投资

1—11月份，全国固定资产投资（不含农户）494082亿元，同比增长5.2%；比2019年1—11月份增长7.9%，两年平均增长3.9%。其中，民间固定资产投资281027亿元，同比增长7.7%。从环比看，11月份固定资产投资（不含农户）增长0.19%。

图二十一：中国固定资产投资月度增幅走势图



5、财政收入

1-11 月累计，全国一般公共预算收入 191252 亿元，同比增长 12.8%。其中，中央一般公共预算收入 88392 亿元，同比增长 13.1%；地方一般公共预算本级收入 102860 亿元，同比增长 12.6%。全国税收收入 164490 亿元，同比增长 14%；非税收入 26762 亿元，同比增长 5.9%。

图二十二：中国财政收入趋势图

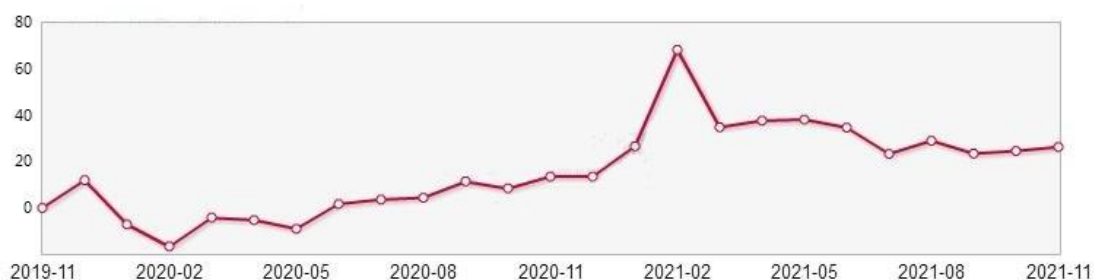


6、对外贸易进出口

11 月份，货物进出口总额 37164 亿元，同比增长 20.5%。其中，出口 20885 亿元，增长 16.6%；进口 16279 亿元，增长 26.0%。进出口相抵，贸易顺差 4607 亿元。1-11 月份，货物进出口总额 353903 亿元，同比增长 22.0%。其中，出口 195763 亿元，增长 21.8%；进口 158140 亿元，增长 22.2%。1-11 月份，一般贸易进出口占进出口总额的比重为 61.6%，

同比提高 1.6 个百分点。

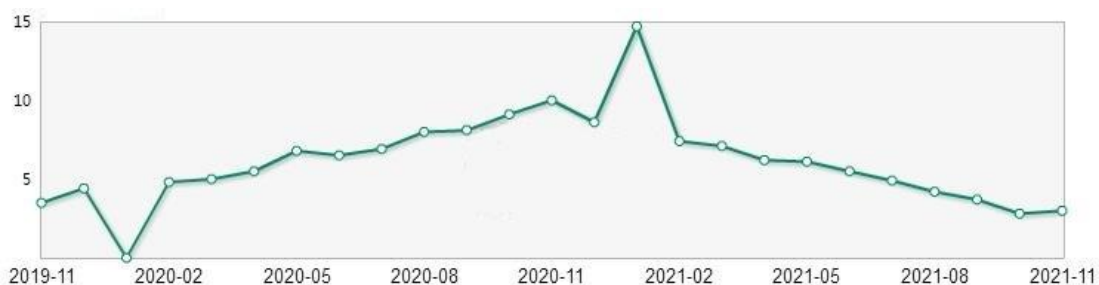
图二十三：中国进出口总值同比增幅走势图



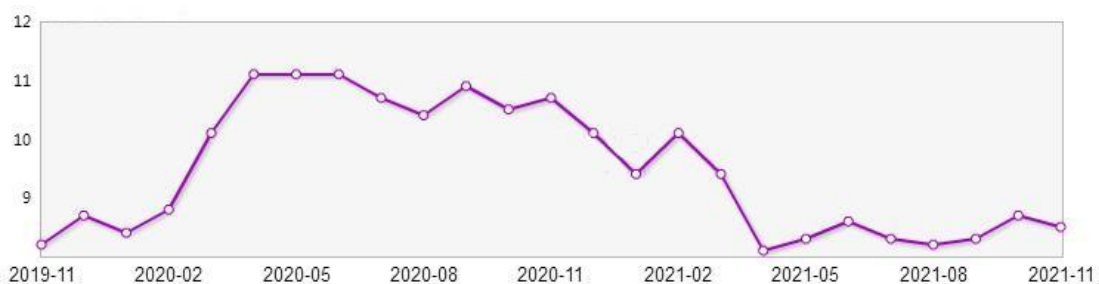
7、M1、M2

11 月末，广义货币 (M2) 余额 235.6 万亿元，同比增长 8.5%，增速分别比上月末和上年同期低 0.2 个和 2.2 个百分点；狭义货币 (M1) 余额 63.75 万亿元，同比增长 3%，增速比上月末高 0.2 个百分点，比上年同期低 7 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

钢市淡季回暖，冬储行情不甚乐观。钢铁价格稳步上行。

目前钢铁行业限产仍在进行中，需求处于传统淡季，钢市仍以供需两弱为主。近期，稳增长政策不断出台，降准落地，且前期针对房地产的政策限制边际放松，钢市情绪有所好转。此外，钢铁行业减产和去库存情况超出市场预期，钢企利润可观并存在复产意愿，也是市场提振因素之一。

钢厂利润空间较大，部分区域钢厂复产驱动仍存。需求方面，全国 11 月房屋开工和施工面积环比上月有所好转，螺纹钢消费呈现逆季节性增加，消费主要集中于南方市场。

钢铁行业减产和去库存的势头依旧强劲。步入年末，钢铁行业冬储也悄然而至。冬储即钢贸商在冬季低价购入钢材提前储备，待来年钢价回暖后销售，从中赚取利润。近几年，冬储行情都是提振钢市的重要因素。今年的冬储行情较为冷淡，对钢市的提振或十分有限。

近日，江苏镔鑫、黑龙江建龙等钢企率先公布了今年的冬储政策。从总体上看，今年发布冬储政策的钢企较少，冬储价格较往年偏高，且收款日期明显提前，反映出冬储行情较往年偏冷。冬储成本偏高，预计冬储收益难以超过去年，冬储意愿偏低。从钢厂的冬储政策来看，冬储价格偏高，预计一般的贸易商会望而却步。

对于未来钢市，房地产市场景气下行趋势尚未扭转，新开工及施工面积自 4 月以来持续负增长，房地产对于建筑业用钢仍是负向拉动。目前，钢材需求处于底部，随着政策逆

向调节的信号逐步增强，钢材需求改善的预期有所增强，具体改善时点尚待确认。

全国范围内冬储政策还不明朗，商家多数保持低位库存等待相关指引。随着生产端和贸易端博弈加剧，预计钢价难有大幅波动。对年后的行情较难判定，基建和房地产需求总体较弱。

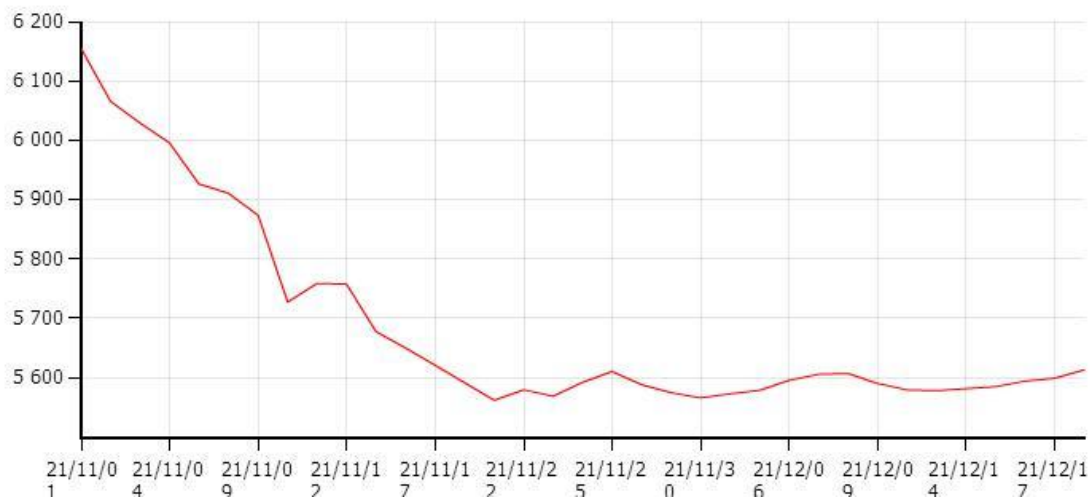
图二十七：五年钢铁价格综合指数走势图



图二十八：2020年11月--2021年11月
钢铁价格综合指数走势



图二十九：2021年11月份钢铁价格综合指数走势图



2、铜

11 月份铜价呈现宽幅震荡走势。自 10 月中旬见顶回落之后，于 10 月底、11 月初企稳，随后整体上呈现震荡走强特征，最后，由于南非疫情的影响，出现了大幅回调。

宏观因素，美联储公布 11 月货币政策委员会决议，在维持政策利率不变的情况下，正式启动了缩减购债 (Taper) 的进程，以降低对市场的刺激力度。负债累累的一家大型地产集团按时支付了债券利息，令人期待房地产行业可能获得更多政策支持，国内房地产风险偏好有所回暖，对铜价有所支撑。

供应方面，全球精炼铜市场 8 月供应过剩 5.2 万吨，7 月为短缺 3.9 万吨。今年前 8 个月，市场供应缺口为 10.7 万吨，而去年同期缺口为 9.7 万吨。8 月全球精炼铜产量为 209 万吨，消费量为 204 万吨。从 11 月份冶炼厂计划看，广西地区两家冶炼厂均逐渐从检修中恢复，但其产量增加较缓。虽然大部分地区限电政策得到缓解，但江苏地区限电干

扰依旧，当地冶炼厂或将维持 60-70%产能利用率。另外，云南地区部分冶炼厂也难以快速从限电中恢复。

综合来看，短期内疫情发酵带来的利空将使得铜价承压，但中长期来看，经济复苏仍是主基调，铜的需求增长前景依旧存在，坚持中期铜价不悲观的观点。

11 月末最后一周，沪铜冲高回落。受国内外低库存导致的升水飙升，以及周边金属走强联动，铜价创近一个月新高，但下游消费萎靡，疫情加重打压市场风险偏好，铜价呈现冲高回落行情。

因海内外严重的库存低位，现货铜升水大幅飙升，创近十年新高。高升水影响下游买货热情，电解铜消费不及预期，精铜杆订单也大幅缩减，再生制杆的优势持续扩大，再生铜企利润拉大，订单较之前有所增多。

铜价一路攀升，至持货商看涨情绪增加，不过下游用废铜企接货谨慎，主因线缆订单并未同步跟上。废铜厂家有所压价情况下，致在各地集中市场提货难度加大。沪铜大幅回调，结束 5 连涨走势，但铜价依然处高位。部分地区，特别是北方，报价都较为稀少，买货热情锐减。

目前铜市场最大的支撑在于低库存，国内库存已经降到历史低位，全球显性加保税区铜库存也只有 35 万吨。低库存主要是隐性库存和物流问题导致的结构性紧缺。LME 注销仓单已经不足两万吨，注销仓单占比下滑至 23%，后市继续

下降的空间已经不大。国内低库存，进口铜缩减占了重要因素，由于物流运输不畅通，估计非洲等地区堆积了 20-30 万吨的精铜和粗铜的隐性库存，后期关注北美旺季圣诞节以后物流的恢复情况。一旦物流开始恢复，后市供应的压力比较大。

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11月--2021年11月份铜价指数走势图



图三十三：2021年11月份铜价指数走势图



3、焦炭

供需格局持续回暖，焦炭价格上涨。近期，国家发改委价格司开展专题调研，召开煤电企业座谈会，广泛听取企业意见建议，研究完善煤炭市场价格形成机制，引导煤炭市场价格在合理区间运行，促进煤、电价格通过市场化方式有效联动，推动上下游协调高质量发展。

此外，国家矿山安全监察局山西局就关于晋能控股集团及部分煤矿违法违规生产情况进行通报。目前山西已有多家煤矿因超能力生产被停产、矿长被重罚，且随着煤价下跌煤企利润低位，煤矿对增产有顾虑，逐渐将产量从超产状态降下来了。

基本上，数据显示焦炭库存有所回落，焦企心态较好，部分焦企提出涨价。但从下游来看，日均铁水产量长期维持在 200 万吨左右，市场原预计提前完成粗钢压减目标后，钢厂或有较强复产意愿，但从实际情况来看，唐山发布 II 级应急响应，冬奥会影响仍在，下游需求复苏不及预期。整体而言，焦炭目前基本面暂无大矛盾。

目前焦企销售情况好转，订单量增加，厂内库存压力有所缓解，且随着下游采购积极性提高，焦企库存多保持低位运行，加之焦企利润较低，目前对焦炭多持看涨态度。钢厂补库意愿渐起，对焦炭适当增库，焦企销售情况较好，焦炭供应量受冬奥会、环保等因素影响或减少，焦炭供需面或趋于紧平衡，预计短期内焦炭或稳中偏强运行。

图三十四：2020年11月--2021年11月焦炭价格走势



图三十五：2021年11月份焦炭价格走势



4、水泥

需求持续低迷疲弱，水泥产量降幅扩大。社融整体企稳回升，经济下行压力仍存。2021年11月社融资金存量增速为10.1%，较上月回升0.1个百分点，社融存量资金增速开始企稳回升，货币环境整体偏向宽松。从新增社融资金规模

来看，11月社会融资新增26141亿元，同比多增4786亿元，11月社会融资规模新增整体略低于预期，特别是信贷端企业中长期贷款依然偏弱，经济复苏根底并不牢固，下行压力仍存。

分项来看，政府债券、企业债券成为11月社融多增拉动项。政府债券融资新增8158亿元，同比多增4158亿元，达到近年来最高水平，11月专项债持续放量并接近发行完毕助力政府债券融资高企；企业债券融资新增4104亿元，同比多增3264亿元，或与去年永煤事件引致同期企业债融资基数偏低有关；人民币贷款新增13021亿元，同比少增2288亿元，从信贷端来看，企业单位中长期贷款持续少增是主要拖累项，11月企业中长期贷款新增3417亿元，同比少增2470亿元，反映了企业对未来经营信心的不足，同时票据融资同比多增801亿元，银行仍然存在冲量行为。整体来看，11月社融数据外强中干，尽管整体企稳回升，但多增主要由政府债放量带动，同时企业债多增不具有持续性（低基数），实体经济下行压力依然较大。

固投边际好转，基建仍未发力。2021年1-11月份，全国固定资产投资（不含农户）约49.4万亿元，同比增长5.2%，较前值回落0.9个百分点，比2019年同期增长7.9%，两年复合增长率3.9%，较前值提高0.1个百分点，固定资产投资边际回暖。基础设施投资完成额13.9万亿，同比增长0.5%，

增速比 1-10 月份下降 0.5 个百分点，基建投资依然疲弱，仍迟迟未发力。其中铁路运输业投资同比下降 1.7%，降幅持续收窄；道路运输业投资同比下降 0.3%，降幅有所扩大；水利管理业投资同比增长 2.1%，增速较前值下降 1.3 个百分点；公共设施管理业同比下降 1.6%，降幅较 1-10 月扩大 0.8 个百分点。

1-11 月固定资产投资增速整体继续放缓，但边际有所转好。房地产、基建整体持续走弱，制造业持续保持较强韧性，或与装备制造、消费品制造投资走强有关，房地产投资当月下降 4.3%，降幅虽有收窄，但乍暖还寒；基建方面，尽管 11 月新增地方政府专项债 5742 亿元，基本发行完毕，但受优质项目短缺扰动，基建投资延续弱势。

房地产边际好转，整体依然偏弱。房地产投资持续下探。2021 年 1-11 月份，全国房地产开发投资 137314 亿元，同比增长 6.0%，较 1-10 月回落 1.2 个百分点，其中 11 月当月同比下降 4.3%，较 10 月降幅有所收窄，但整体依然偏冷，尽管建安数据暂未公布，根据房地产整体表现预计增速也将走弱；11 月部分城市开展第三批土地集中供应，成交率有所提升，预计土地购置费边际有所走好。

新开工降幅扩大，竣工走好明显。2021 年 1-11 月份房屋新开工面积同比负增长 9.1%，较 1-10 月-7.7%进一步恶化；房屋竣工面积同比增长 16.2%，增速比 1-10 月小幅回落 0.1

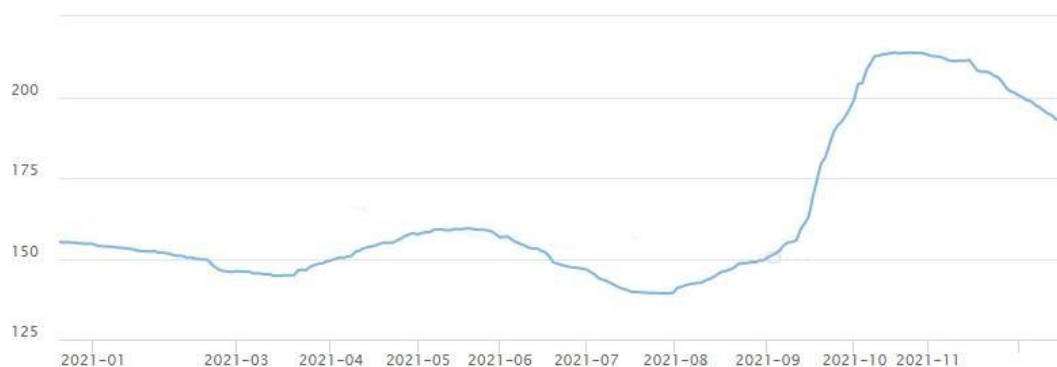
个百分点，其中当月房地产竣工面积同比增长 15.4%，保交楼政策效果显著；房屋施工面积累计增速 6.3%，环比 1-10 月下降 0.8 个百分点，当月施工面积下降 24.7%，短期内施工端继续走弱。

销售面积边际好转，房企融资有所改善。1-11 月份房地产开发企业土地购置面积同比继续负增长，同比下降 11.2%，降幅扩大 0.2 个百分点。商品房销售面积同比增长 4.8%，增速比 1-10 月份下降 2.5 个百分点，由于政策开始纠偏，支持合理住房需求，居民住房贷款放松，积压的需求得到释放，拉动当月销售有所转好，11 月销售面积同比下降 14.0%，较上月缩窄 7.7 个百分点。房地产开发资金到位方面，由于开发贷加快投放，房企发债规模有所提升，叠加销售回升，房企资金端得到一定修复，1-11 月房地产开发企业到位资金同比增长 7.2%，其中单月下降 7.0%，但自筹部分和个人按揭部分同比分别提升 2.1%、10.6%，房企资金紧张局面整体有所缓解。

需求走弱叠加错峰，单月产量继续大降。四季度水泥行业旺季需求提前结束，进入 12 月份后，北方地区施工基本结束，多数企业执行冬季错峰停窑，南方地区虽有部分项目赶工，但存量项目较少，同时受资金短缺问题导致施工进度偏慢，供需双弱下预计水泥单月产量仍将大幅下降。具体来看，房地产投资虽然边际有所改善，但土地成交偏弱对新开

工形成掣肘，地产整体依然偏弱。基建方面，11月新增地方政府专项债 5742 亿元，达到全年发行额度 95.1%，政策上看，中央经济工作会议强调要适度提前开展基建投资，预计 12 月基建存在一定发力空间，水泥需求有所提振。

图三十六：水泥价格走势



5、铝

11月沪铝仍旧维持弱势运行状态。月初市场情绪有所缓和，月中地产板块承压，消费预期转差，铝价再次暴跌，而后限电政策有所缓和，下游开工率有所恢复，价格再次反弹。临近月末，受变异病毒影响，市场避险情绪再次提升，价格回落。

九月份开始各地纷纷出台减产政策后，国庆节前后开始逐步落实，进入 11 月，西南地区、西北地区仍然有局部地区要求一定程度的减产，且市场传闻冬奥会期间内蒙包头等地区仍然有一定的减产，运行产能有望降至 3700 万吨以下。11 月中旬，云南省电力开始出现富余，在企业与政府的协商之下，文山地区铝厂开始着手准备复产的事宜，但是由于云

铝文山出现事故，导致复产进度遭遇挫折，但随后根据企业公告，目前重新开始复产。

整体而言，目前虽然有减产也有复产，整体运行产能变动较小，甚至有短期下行的可能性，但是整个趋势是产能逐步爬坡的过程，供给端对行情的影响在于强现实弱预期，考虑到即将进入春节假期，淡季的垒库给后续旺季供给不足带来一定的缓冲，给产能爬坡留出时间，所以长期来看，供给端很难出现短缺的情况。

国内电解铝社会库存：上海地区 9.5 万吨，无锡地区 41.1 万吨，南海地区 24.6 万吨，杭州地区 8.7 万吨，巩义地区 8.3 万吨，天津 6.9 万吨，重庆 0.2 万吨，临沂 2.4 万吨，消费地铝锭库存合计 101.7 万吨。南海、上海地区库存贡献主要降幅。截至 11 月 26 日，上期所铝总持仓 518320 手，较上个月 537937 减少 19617 手，本月价格重心持续回落，总持仓量有所减少。

11 月废铝市场成交有所放量，废铝市场利好消息增多，市场总体情绪有所好转。月末最后一交易日，上午期铝价格震荡走低，早间市场询报盘氛围较好，因变异毒株“奥密克戎”对市场情绪的影响减弱，铝价逐渐回归正常，废铝供应商正常出货，成交量尚可；下游再生铝厂家当前订单尚可，适量补库。

月末铝价小幅上涨，铝现货价格再次突破 19000 元/吨

以上，周内最高差价达到 400 元/吨，市场成交尚可，贸易商出货积极。废铝方面，当前市场行情回暖，持货商前期积压部分货源大量流通，买卖交投活跃。下游铝加工企业依旧维稳报盘为主，厂区原料库存维持低位，刚需采购为主。

受云南文山铝业有限公司电解槽漏槽事故及房地产利好消息刺激，本月废铝价格有所反弹。目前，云南文山铝业有限公司漏槽电解槽已经修复，并开始带电复产；虽近期有传出房地产政策松动消息，但政策端的利好落地仍需要一定时间，且当前地产行业下行确定性较强。综合来看，废铝市场近期很难有大级别反弹。

铝市目前处于宏观偏弱，基本面中性的大逻辑下。短期来看，供给端高库存、低产能，供给充足；需求端，年底下游有一定的补库需求，目前铝棒加工费维持高位，铝棒库存持续去化，铝锭进口陆续到货，通关逐渐减少后，铝锭库存见顶回落；成本端维持崩塌。中长期来看，春节前后开始垒库存，进入季节性淡季，对明年的展望更多的受地产等宏观经济的影响及对复产进度的预期，如果供给端再度出现黑天鹅，那么价格就容易大起大落。

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11月--2021年11月沪铝价格走势



图四十：2021年11月份沪铝价格走势



6、房价

表一：2021年11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	深圳	68077 元/m ²	3.58%
2	北京	67859 元/m ²	0.6%
3	上海	67676 元/m ²	2.14%
4	厦门	51708 元/m ²	1.95%↓
5	广州	46774 元/m ²	8.04%
排名	城市名称	平均房价	环比上月
6	杭州	40515 元/m ²	6.83%
7	三亚	37164 元/m ²	0.01%
8	南京	34838 元/m ²	3.21%↓
9	陵水	32117 元/m ²	6.05%
10	天津	26975 元/m ²	0.99%↓

11月新房成交创近十年新低，部分重点城市二手房成交回升。大雪已至，仲冬伊始。北京街头的银杏树叶已经落尽，一条夏被也已挨不过深圳的冬夜。年关将至，虽然房企们使出浑身解数，冲刺年终业绩。但受下半年市场持续降温的影

响，继“金九银十”不再后，新房市场遭遇近十年表现最差的11月。

11月，在监管层两“维护”的带动下，市场信心得到一定的修复。上海、武汉、南宁等城市购房政策出现部分松动，几个月前被“暂停”的房贷放款速度也得到提升，叠加“双十一”打折促销力度加大，给市场带来一丝暖意。但整体而言，房地产市场仍然表现乏力。11月40个典型城市新建商品住宅成交遭遇6连跌，仅有2014.0万平方米，创近十年表现最差11月。

从增速来看，11月成交量环比下降4.3%，同比大降39.4%。自6月新建商品住宅成交面积同比增速年内首次转负以来，已连续5个月同比降幅加速扩大。29个重点城市商品住宅成交规模继续回落，成交面积在1808万平方米左右，环比下降4%，同比降幅达32%，较2019年同期降幅为19%。受成交萎靡影响，11月29城中的多数城市消化周期情况有所恶化。包括北京、广州、南京、长沙、厦门、佛山在内的20个城市消化周期已超1年。其中，大连（54.8个月）、长春（30.1个月）、青岛（25.1个月）消化周期最长。

新房成交为近10年同期新低，充分说明市场目前的压力。在当前供求关系中，最大的问题就是市场成交数据非常疲软，此类压力下，供求矛盾会进一步加剧，使得去库存压力和企业债务压力进一步放大。这种压力若不化解，会使得库存滞销，最终导致房企的资金状况进一步恶化。

部分重点城市二手房成交量回升。不同于新房市场，受信贷环境改善等因素影响，11月部分重点城市二手房市场成交量结束下半年以来的下跌态势，出现回升迹象。11月50城二手房整体成交量环比增长约2%，已连续两月呈环比增长态势。从区域上看，11月上漲的城市主要分布在粤港澳大湾区、长三角区域。如深圳、佛山、广州、中山、惠州等城市环比增速均在15%以上，其中深圳在40%以上。乐有家研究中心数据显示，11月深圳二手住宅过户2211套，环比上涨38%。另外，10月下旬到11月，深圳二手房带看量和客源量均有所回升，11月门店成交量环比也呈现涨幅。

不仅是深圳，北京二手房市场也在成交量连续7个月下降后，迎来回弹。11月北京二手房住宅成交量约10352套，较上月回升了约15%，但同比仍处于下降。需注意的是，二手房成交回升幅度较明显的城市，主要是前期经历严格调控后市场深度下挫的城市，成交量基本降至长期历史低位。如深圳9月的成交量几乎是近10年的最低，北京10月二手房成交量更是跌破万套。当前二手房成交数量的增加，或许是前期积压的房源集中备案。目前还谈不上“回暖”，只能说回归平稳，这些城市市场修复到正常成交水平仍需要时间。同时，虽然各地银行总体依然审慎，但信贷环境的改善，是推动二手房成交量触底反弹的关键因素。

11月，房地产政策环境延续紧中趋稳。一方面，中央及各部委多次强调，要坚持“房住不炒”定位，央行、银保监

会等金融监管部门明确提出，要健全房地产调控长效机制，实施好房地产金融审慎管理制度，毫不松懈地防范化解金融风险，遏制房地产金融化泡沫化倾向。另一方面，稳地价、稳房价、稳预期频繁被提及，要因城施策、分类指导，顺应居民高品质住房需求，更好解决居民住房问题，促进房地产行业平稳健康发展和良性循环。近日，中央政治局会议重磅发声，要支持商品房市场更好满足购房者的合理住房需求，促进房地产业健康发展和良性循环等。