

二〇一九年九月

国际国内经济形势分析

北京中金万瑞工程咨询有限公司

二〇一九年九月二十二日

目 录

国际国内经济形势分析报告.....	- 1 -
一、国际经济形势.....	- 5 -
(一) 国际主要经济体经济形势.....	- 5 -
(二) 国际大宗商品价格趋势.....	- 11 -
1、黄金.....	- 11 -
2、石油.....	- 13 -
3、人民币汇率.....	- 16 -
二、国内经济形势.....	- 19 -
(一) 国内主要经济指标.....	- 19 -
1、GDP.....	- 19 -
2、CPI.....	- 19 -
3、PPI.....	- 20 -
4、固定资产投资.....	- 20 -
5、财政收入.....	- 21 -
6、对外贸易进出口.....	- 21 -
7、M1、M2.....	- 22 -
(二) 国内大宗商品价格趋势.....	- 23 -
1、钢铁.....	- 23 -
2、铜.....	- 25 -
3、焦炭.....	- 26 -
4、水泥.....	- 28 -
5、铝.....	- 29 -
6、房价.....	- 31 -

国际国内经济形势分析报告

今年以来，大国博弈加剧，保护主义蔓延。世界经济和贸易总体上延续复苏态势，但复苏动力弱化，增速同步放缓，内生动力内生增长动力不足，货币政策开始转向宽松，主要经济体短期经济景气指数持续下行。9月美国零售数据负增长，美联储降息概率加大，经济增长出现明显放缓。英国脱欧为本就“风雨飘摇”的欧元区经济带来更多不确定性。日本经济入平台期，未来上行动力和下行压力并存。俄罗斯经济下滑，俄罗斯9月制造业采购经理人指数(PMI)为十年来最低。外资集体出逃，印度经济陷入危机。全球多边体系面临挑战，WTO地位和作用受到严重削弱，地缘政治不确定性因素增多，全球金融市场避险情绪加大，全球主要经济体经济增速普遍回落。

下面简要综述国际各主要经济体的经济发展情况、国际主要大宗商品价格走势、中国宏观经济指标数据和国内主要商品价格趋势四个方面。

在全球各主要经济体中，以美国、欧元区、日本、俄罗斯、印度为主进行论述。9月**美国**零售数据负增长，美联储降息概率增大，经济增长出现明显放缓。这表明令人担心的美国制造业可能已经开始影响到美国的消费者支出，为美联储本月底潜在的降息再次打开了大门。英国脱欧为本就“风雨飘摇”的**欧元区**经济带来更多不确定性。由空客补贴案而引发的美欧贸易争端，进而影响到美欧双方针对汽车和汽车零部件关税问题的谈判，从而导致欧元区制造业受到了贸易保护主义的拖累，尤其以德国制造业最为显著。而作为欧洲经济“龙头”的德国遭遇挫败，也将进一步增加欧元区经济前景的下行压力以及风险。**日本**经济入平台期，未来上行动力和下行压力并存。受全球经济增速放缓影响，日本出口逐渐丧失活力，国内生产和投资陷入停滞。人口减少和超老龄化社会、地方活力、社会保障改革以及改善财政状况等成为制约日本经济增长的主要因素。2020年东京奥运会在一定程度上

会助推日本经济发展。**俄罗斯**经济低速增长。俄罗斯 9 月制造业采购经理人指数 (PMI) 为十年来最低, 产出及新订单连续四个月收缩, 就业连续两个月收缩, 投入品价格及产出费用通胀率均降, 但由於竞争加剧, 产出费用仅部分上升, 商业信心急降至 2017 年 12 月以来最低。加之能源价格受到西方国家的制裁, 对俄罗斯来说又是一个打击。外资集体出逃, **印度**经济陷入危机。由于缺乏必要的结构性经济改革, 印度的经济增长已经连续 5 个季度放缓, 导致大量国际资本外逃。印度去年的 GDP 增长约 7.4%, 而今年或许连 6.2% 也难以达到了, 印度经济在经历井喷式增长之后, 已经出现了放缓的苗头。

三季度经济运行仍在合理区间, 二季度以后下行压力再度加大。2019 年前三季度 GDP (国内生产总值) 697798 亿元, 同比增长 6.2%; 2019 年 9 月份, CPI (全国居民消费价格) 同比上涨 3.0%; 2019 年 9 月份, PPI (全国工业生产者出厂价格) 同比下降 1.2%, 环比上涨 0.1%; 2019 年 1—9 月份, 全国固定资产投资 (不含农户) 461204 亿元, 同比增长 5.4%; 1—9 月累计, 全国一般公共预算收入 150678 亿元, 同比增长 3.3%; 2019 年前 9 个月, 我国货物贸易进出口总值 22.91 万亿元人民币, 比去年同期增长 2.8%; 9 月末, 广义货币 (M2) 余额 195.23 万亿元, 同比增长 8.4%。

美对我国打压遏制不断升级, 是影响我国经济发展的最大外部不确定因素。美国对我的打压遏制, 不仅对我国外贸、外企、金融市场产生直接冲击, 也进一步加大对我国供应链、产业链、创新链的冲击。在复杂的外部环境下, 我国经济运行依旧保持在合理区间, 服务业增长稳中有落, 就业形势总体稳定, 减税降费效应逐步显现。但同时我国经济面临着下行压力加大, 工业生产和效益转弱, 基建投资, 制造业投资, 民间投资持续低迷, 消费增速持续放缓, 工业生产者价格低位运行, 出口增速放缓, 脱实向虚有所加剧等问题。面对国内外风险挑战明显增多的复杂局面。要坚持新发展理念, 持续深化供给侧结构

性改革，加大逆周期调节力度，着力做好稳就业、稳金融、稳外贸、稳外资、稳投资、稳预期工作，狠抓各项政策落实落地，保障国民经济运行总体平稳。

9月份国际主要大宗商品呈现震荡趋势。**黄金**价格窄幅震荡下行，不过全球经济增长放缓的忧虑为金价提供一定支撑。受到英国与欧盟达成脱欧协议的消息影响，令市场风险偏好升温，削减避险需求，全球股市集体大涨，使金价出现观望的局面。全球央行的宽松政策，以及美国9月零售销售月率下滑，推动市场对制造业将导致经济疲软而蔓延至全美国的担忧，这使得市场避险情绪有所回升，推动黄金上涨。多重利空压制，**油价**将以弱势运行为主。在伊朗油轮遇袭的带动下，国际油价迎来一波小幅反弹，不过疲软格局仍然难以扭转。在宏观经济形势依旧疲软、OPEC原油供给恢复、北半球汽油需求淡季来临、运费价格大涨拉高内外价差以及原油库存累积的压制下，原油后期走势难言乐观。**人民币**定力凸显汇率走强。全球货币宽松，而经济增长放缓、通胀低迷等因素提高了世界各国实施更多财政和货币刺激措施的可能性，相较全球的降息潮，中国货币政策却保持明确的稳定态势。而且近期受美国经济数据走弱，美联储宽松预期增强等影响，美元指数整体下行，对人民币汇率走强起到一定助推作用。

2019年9月国内主要商品价格除水泥外，多呈震荡走势。**钢铁**价格旺季不旺。虽然近期全国多地严查超载带来的成本上涨，从成本端对钢材价格形成支撑，但车辆运输效率低造成库存不能及时疏散，可能会造成降库较慢、消费不佳的现象，且在供应压力增大、需求端尚无有利支撑的情况下，四季度钢材价格或将陷入弱势震荡格局。9月**铜**价冲高回落后逐步起底。美联储降息预期基本打满，叠加欧元区宽松预期等因素下，铜价逐步回暖震荡，市场挺价意愿依旧较强，体现出“金九银十”的旺季效应，短期铜价受制于经济局势影响震荡为主，四季度仍是年度消费复苏的重要看点，需求有好转迹象，在宏观环境

不再恶化的情况下，预计下个月铜价重心有所抬高但高度有限。9月**焦炭**价格呈下跌走势。由于国际市场煤炭需求疲软，进口优质煤资源价格明显走低，国产煤资源在9月初出现明显回落，焦炭供需环境整体宽松，且随着成材价格下挫，钢企利润持续收缩，钢厂倒逼原料利润、压低原料价格的意愿增强，使得焦炭价格承压。相对确定的是，焦企很难继续寻求利润走阔，供给扩张动力愈发疲弱，盘面继续受挫空间或有限。**水泥**产量稳定增长，全国需求有所好转，基建增速持续回暖、房地产施工从开工向竣工端传导，足够支撑水泥需求。全年水泥产量有望超过23亿吨。从9月中旬起，全国各地天气开始转好，大部分地区需求陆续恢复。9月**铝价**震荡走跌。中上旬因中美贸易关系缓和及市场传闻印尼铝土矿出口禁令，铝价延续上涨，但叠加中国8月经济数据全面不及预期，美元上涨，在基本面不利和美元压力下，有色金属震荡走弱。从趋势来看，宏观的不确定性仍抑制铝价走势，且市场去库存速度慢，缺乏实际利好提振，铝价上涨空间有限。9月**房地产**基建增速持续回暖、房地产施工从开工向竣工端传导，房地产开发投资增速环比持平，新开工增速持续下行，但竣工速度加快，由此可见房地产施工面由新开工向竣工端的传导加快。单月销售面积增速环比下降，资金情况加速。10月，结束了高温和雨水天气的南方步入旺季，北方地区需求将逐渐转淡。四季度总体判断仍是基建旺，房地产稳。随着2020年专项债额度的提前下发，四季度基建投资上行态势将能得到保持。

从上述情况来看，在2019年9月美国经济发展放缓，欧洲经济充满不确定性，日本经济发展动力不足，俄罗斯、印度经济仍不同程度的面临困境。国际国内主要大宗商品价格基本呈震荡的趋势。

（下文主要对国际经济、国际大宗商品、国内经济、国内大宗商品价格四个方面进行具体分析）

一、国际经济形势

（一）国际主要经济体经济形势

9月美国零售数据负增长，经济增长出现明显放缓。英国脱欧为欧元区经济带来更多不确定性。日本经济入平台期。俄罗斯经济下滑，俄罗斯制造业采购经理人指数为十年来最低。外资集体出逃，印度经济陷入危机。

9月美国零售数据负增长，美联储降息概率增大。美国公布了素有“恐怖数据”之称的9月零售销售数据，结果意外出现7个月来的首次下滑，即降低0.3%，远低于市场增加0.3%的预期，这表明令人担心的美国制造业放缓可能已经开始影响到美国的消费者支出，为美联储本月底潜在的降息再次打开了大门。数据公布后，芝商所“美联储观察”工具显示美联储本月底降息的概率升到了91.4%。

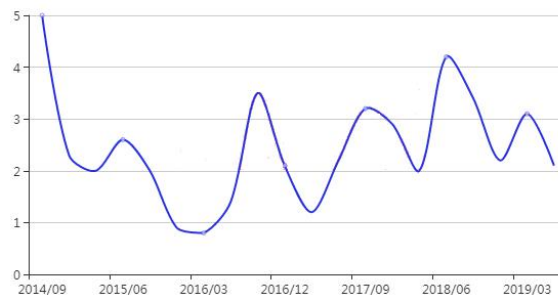
美经济关键支柱出现裂缝。9月零售销售数据的下滑，是由于家庭大幅削减了建材、网购，尤其是汽车方面的支出。数据显示，9月份美国汽车销量下滑0.9%，为8个月以来的最大降幅；全美加油站的收入也下滑0.7%，这可能是对汽油价格下滑的反映。

美国在扣除汽车、汽油、建材和食品服务后，零售额在8月份增长0.3%，但9月份这一数据几乎没有变化——这一所谓的核心零售销售数据更接近于美国经济活动中消费者支出的部分。这也更进一步表明，今年第三季度美国的消费者支出出现明显放缓，且超出了经济学家此前的预期。消费占美国GDP活动的三分之二左右，在今年第二季度曾一度上涨4.6%（年化增长率），为一年半以来的最高水平。回顾之前的数据，尽管9月份销售额有所下降，但今年二季度和第三季度的销售额分别增长了7.7%和6.0%，因此这并不是利空消息。随着消费者信心最近恶化，以及各类商家（业绩）普遍下滑，以上数据成为第一份显示美国经济关键支柱出现裂缝的硬数据。迄今为止，美国经济支

柱的表现仍然良好。

零售数据负增长成为拖累美国经济增长的因素。9 月份零售额回落的部分原因是与价格相关的汽油价格回落。今年第三季度实际消费的年化增长率将为 2.5%，低于二季度 4.6% 的增幅，GDP 年化增长率将从 2.0% 放缓至 1.5%。美国经济增长引擎的“熄火”迹象可能会进一步加剧金融市场对经济增长放缓的担忧，美国经济增长也受到了去年 1.5 万亿美元减税刺激计划的限制。

图一：美国 GDP 增幅年率走势图（季度）



欧元区经济将面临更多不确定性。2019 年已经进入四季度，从 2018 年末便开始不断走弱的欧元区经济，更加难以在今年余下的时间内“翻红”。更重要的是，当前欧元区还面临着英国脱欧这一关键的风险事件，脱欧的前途和命运将给欧元区经济前景带来更多的不确定性。

另外，日前世界贸易组织（WTO）裁定，由于欧盟国家政府给予空客非法补贴，因此授予美国每年可对欧盟最高价值达 75 亿美元的商品加征关税，而这一系列关税预计将在 10 月 18 日正式生效。这一事件无疑令本就疲软的欧元区经济雪上加霜，甚至有可能成为“压垮骆驼的最后一根稻草”。与此同时，美国加征关税的行为将进一步加剧全球贸易紧张局势，对全球贸易增长施加下行压力。

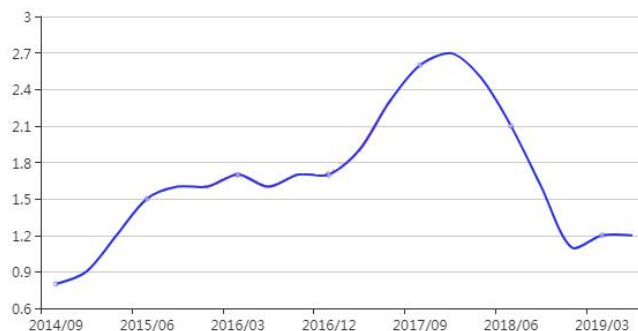
预计美欧之间的贸易关系将进一步趋于紧张。面对美国方面的步步紧逼，欧盟的态度和反应依然强硬。WTO 将在 2020 年初对欧盟上诉

美国补贴波音案作出裁决。届时欧盟准备将来自美国的商品加征关税。

更重要的是，由空客补贴案而引发的美欧贸易争端，仅仅是双方贸易紧张局势的一个缩影。目前，美欧双方针对汽车和汽车零部件关税问题的谈判仍在进行中，目前并未有消息显示双方的谈判已经取得实质性进展。再叠加空客补贴案，预计将进一步加剧美欧之间贸易争端的紧张局势。在此背景下，欧元区制造业受到了贸易保护主义的明显拖累，尤其以德国制造业最为显著。欧元区9月制造业采购经理人指数（PMI）终值45.7，创下2012年10月以来的最低水平。其中，法国9月制造业PMI为50.1，刚刚跨过50荣枯线。而德国9月制造业PMI为仅为41.7，衰退十分明显，创下自2009年6月以来的最低水平。德国制造业的糟糕表现也成为欧元区制造业下滑的主要原因。

贸易保护主义打击出口叠加国内汽车行业的结构性变化，令德国经济遭遇严峻挑战。若美欧贸易关系继续恶化，有关汽车关税的谈判破裂，或将进一步对德国经济产生冲击。而作为欧洲经济“龙头”的德国遭遇挫败，也将进一步增加欧元区经济前景的下行压力以及风险。欧元区经济预计在今年余下的时间内将继续在猛烈的“寒风”中瑟瑟发抖。

图二：欧元区 GDP 同比增幅走势图（季度）



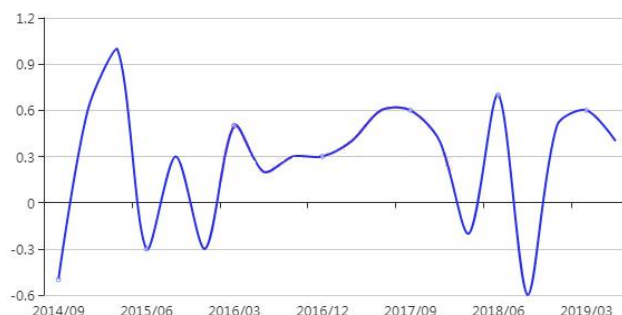
日本经济步入平台期，未来上行动力和下行压力并存。国际货币基金组织（IMF）发布的《世界经济展望报告》，将今年日本经济增长预期维持在0.9%不变，同时预测明年日本经济增速将放缓至0.5%。

2019 年以来，日本经济总体而言持续缓慢复苏。不过，受全球经济增速放缓影响，日本出口逐渐丧失活力，国内生产和投资陷入停滞。截至 2019 年第二季度，日本实际国内生产总值已连续 3 个季度实现增长。但日本内阁府本月初发布的数据显示，受海外经济放缓影响，日本出口和生产双双不振，反映经济景气现状的一致指数 8 月环比下降 0.4 点至 99.3，内阁府据此将其对日本经济基本情况的判断下调至“正在恶化”。

从近期景气动向指数走势可以判断出目前日本经济正步入平台期，且这一平台期将持续一段时间。今年第四季度日本经济或将出现负增长。目前海外因素对日本经济的影响要大于国内因素，国际贸易紧张局势、英国“脱欧”等是影响日本经济的主要不确定因素。对于日本经济来说，2020 年东京奥运会也是一个重要影响因素。从 2013 年东京获得奥运主办权到 2020 年，东京奥运会预计将累计为日本带来近 30 万亿日元的经济效益，助推日本经济发展。奥运会一旦结束，奥运特需消失，或多或少会对经济产生下行压力。

眼下日本经济本身仍有不少难题亟待破解，比如需要应对人口减少和超老龄化社会、恢复地方活力、推进社会保障改革以及改善财政状况等。对于日本政府的应对政策措施，日本已经进入负利率时代，货币政策空间非常有限；财政政策方面，考虑到日本财政的严峻现状，财政政策能达到的效果也很有限。在此背景下，日本最重要的是继续放松限制，切实推进经济增长战略和结构性改革。

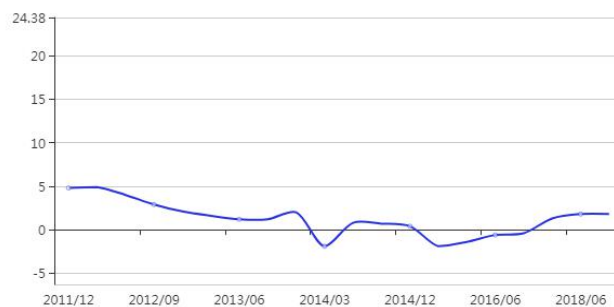
图三：日本增幅年率走势图（季度）



俄罗斯经济数据低迷。9月制造业采购经理人指数 (PMI) 连续第二个月恶化，由8月49.1，急降至46.3，为2009年5月以来最低，且已连续五个月收缩。产出及新订单连续四个月收缩，且收缩率进一步恶化至2009年4月以来最严重；新出口订单收缩率也加剧至三年来最严重，且已连续第五个月收缩；就业连续两个月收缩，且收缩率加剧至四个月最大。投入品价格及产出费用通胀率均降，但由于竞争加剧，产出费用仅部分上升。商业信心由前值所创五个月高位，急降至2017年12月以来最低。

能源价格受到西方国家的制裁。由于能源的价格主导权并不在俄罗斯这边，被美国控制着，油价并不高，俄罗斯的经济就会缩水。虽然俄罗斯是能源大国，但有能源的国家还有不少，像沙特等，他们同样需要出口能源获得经济来源。而美国的能源大规模开发，对俄罗斯来说又是一个打击。

图四：俄罗斯 GDP 同比增幅走势图（季度）



外资集体出逃，印度经济陷入危机。印度近几年来经济发展取得了巨大的飞跃，不仅经济增长率位居世界第一，而且很快将超越英国成为世界第五大经济体。而且经济富裕了的印度到处购买先进武器，军事实力排进了全球前十，这让印度人的世界大国美梦更近了一步。然而印度短板也暴露了出来。

世界各地的投资者对印度感到失望。在过去的6年里，这些投资者们已经向印度市场投资了450亿美元，然而他们的目标没有实现。

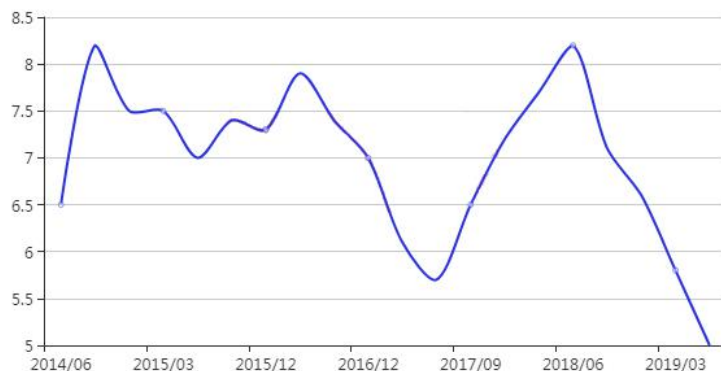
由于缺乏必要的结构性经济改革，印度的经济增长已经连续 5 个季度放缓，目前处于 2013 年以来的最低水平。因此投资者已经抛售了价值 45 亿美元的印度证券。

印度央行货币政策会议纪要显示，不断加深的经济放缓令人担忧，货币政策必须有所作为。召开的货币政策会议，并将银行回购利率下降 25 个基点。央行充分认识到印度目前经济增速下滑的严峻程度。长期以来，私人消费一直是印度总需求的基础，但现在它的疲软尤其令人担忧。此外，私人投资也失去了吸引力，企业部门不愿进行新的投资。在此情况下，经济前景充满下行风险。在反周期作用下，货币政策必须先发制人。

央行货币政策委员会的 6 名成员全都投票赞成降息，有一名成员投票赞成降息 40 个基点。印度央行已经将印度全年经济增长预期从 6.9% 下调至 6.1%。为促进经济增长，印度央行今年已累计降息 135 个基点，是亚洲央行中降息幅度最大的。宽松的货币政策，加上政府宣布的财政措施，预计将刺激经济增长。

印度去年的 GDP 增长约 7.4%，而今年总统莫迪预测增长将只有 6.2% 现在看来连 6.2% 难以达到了。印度经济在经历井喷式增长之后，已经出现了放缓的苗头，尽管莫迪实施了一系列政策，但还是没能改善印度经济增长率下滑的趋势。看来印度要成为世界前三的大国还需要继续努力。

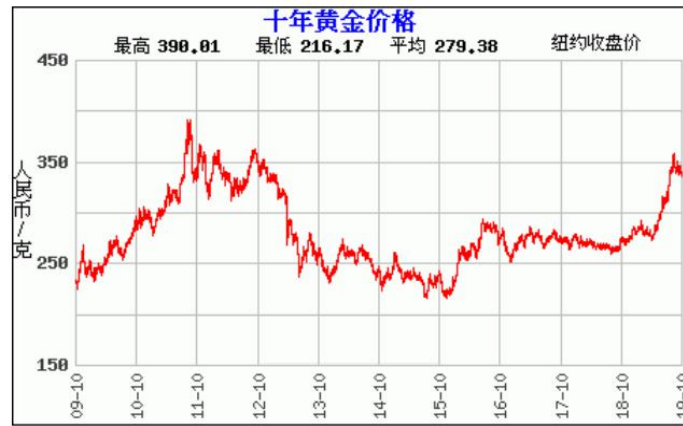
图五：印度 GDP 同比增幅走势图（季度）



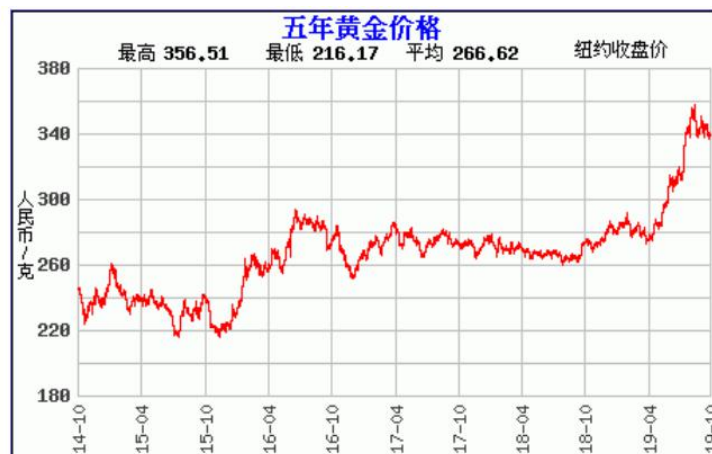
(二) 国际大宗商品价格趋势

1、黄金

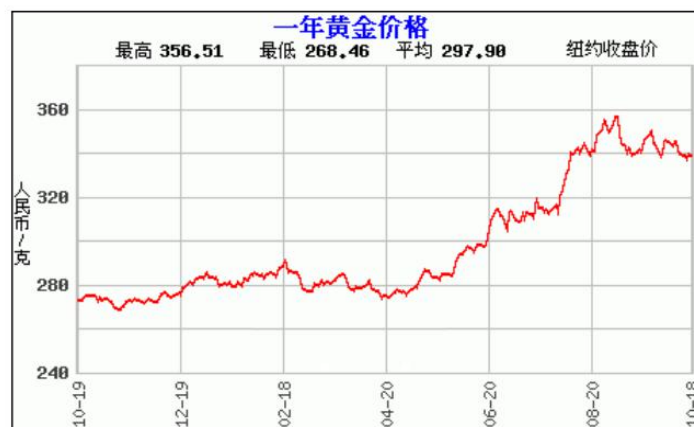
图六：十年黄金价格走势



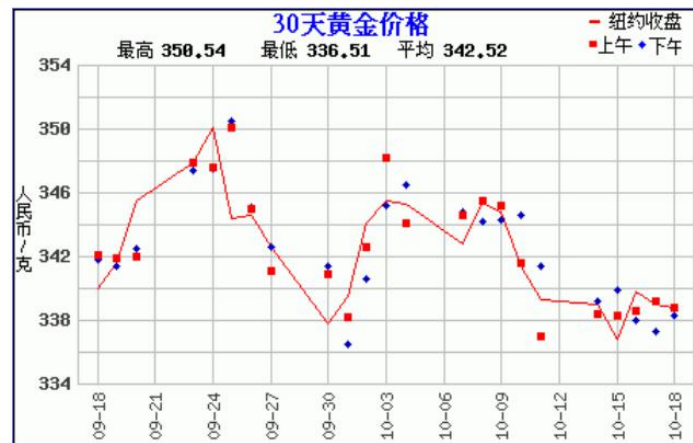
图七：五年黄金价格走势



图八：2018年9月--2019年9月黄金价格走势



图九：2019年9月国际黄金价格走势



黄金价格窄幅震荡下行，不过全球经济增长放缓的忧虑为金价提供一定支撑。英国脱欧的风险事件，能否顺利的脱欧，还要等待市场释放出新的信号和消息。目前市场一直释放出强势的利好信号，英国和欧盟会和平分手，但是这都是市场强势炒作的市场预期。这个风险事件还充满不确定。但是结果无非是2种，第一是和平分手，镑美，欧美继续上涨，国际黄金避险消退，小幅度承压；美元大幅度下跌；第二是再度出现违约情况，镑美和欧美大幅度下跌，美元和黄金价格大幅度上涨。

未来一周欧洲央行将举行德拉吉任内的最后一次政策会议；加拿大将举行联邦选举；美国财报季进入高峰期，亚马逊、英特尔、微软、福特、麦当劳等巨头将发布季报。数据方面，重点关注欧洲、美国和日本制造业 PMI，以及美国耐用品订单和房市数据。

美国9月零售销售月率出现7个月来的首次下滑，推动市场对制造业将导致经济疲软而蔓延至全美国的担忧，从而令美联储本月继续降息的概率增加。加上国际货币基金组织发布的对2019年全球经济增长率将之前降低的预测报告，这使得市场避险情绪有所回升，推动黄金上涨。

但意外的是，受到英国与欧盟达成脱欧协议的消息影响，令市场

风险偏好升温，削减避险需求，全球股市集体大涨，打压黄金反弹力度，不过这随后又出现反转，美元指数方面则表现出大幅的下跌创逾两个月新低，对金价有所支撑。

展望后市，黄金在缩减区间波幅的同时，也即将迎来方向性的到来，基本上；根据最新的脱欧协议进行投票情况，约翰逊将在下周政府将引进脱欧的立法，如果议员们能够在10月31日的脱欧期限前完成所有必要的立法工作，到时再批准新版脱欧协议，英国仍可以按时实现脱欧，如果不能在10月31日前完成立法工作，英国将再次推迟脱欧。不过对于约翰逊言论将不会再推迟脱欧谈判。加上议会已经明确表决阻止无协议脱欧。市场对此仍有不确定性，黄金料在短期仍出现观望的局面。

目前金价虽处于观望局势，不过对金价的看多情绪仍存在，金价仍受益于全球经济衰退预期，以及全球央行的宽松政策。今年随着贵金属市场的高涨，眼下，全球各国央行的黄金买盘仍相当强劲。只要美联储宽松继续再持续两年，那么黄金将冲击1600美元或更高。另外，从2009年至2011年的走势表现到目前的上涨力度看，金价显然还有上涨空间。只不过短期上还有承压下行的风险空间需要把控。

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



图十二：2018年9月--2019年9月石油价格走势



图十三：2019年9月份石油价格走势



多重利空压制，油价将以弱势运行为主。在伊朗油轮遇袭的带动下，国际油价迎来一波小幅反弹，不过疲软格局仍然难以扭转。在 OPEC 原油供给恢复、北半球汽油需求淡季来临以及原油库存累积的压制下，原油后期走势难言乐观。

宏观经济形势依旧不乐观。年初以来，市场对全球经济增速放缓的担忧逐步加剧，国外原油机构纷纷下调对2019年全球石油需求增量的预期。其中，OPEC将需求增量由年初的129万桶下调至当前的98万桶，EIA同样将需求增量由154万桶下调到84万桶，各大机构对后市的石油需求形成了一致的悲观预期。世界银行在10月10日发布的一份报告中称，由于全球需求疲软和不确定性加剧，出口和投资增速呈现双降趋势，将2019年全球经济GDP增速预测值从2.6%调低至2.5%。另外，受全球紧张的贸易局势影响，预计2019年美国GDP增速为1.6%，低于今年6月的预期值1.7%。这进一步确认了宏观经济的疲软现状。

OPEC原油供给恢复。最新一期OPEC月报显示，9月OPEC原油产量为2849.1万桶/天，较前一月减少了131.8万桶/天，产量处于近10年来的最低水平。其中，沙特的原油产量减少128万桶/天至856.4万桶/天，但是OPEC月报中沙特政府的官方数据显示，9月沙特原油日产量仅仅减少了66万桶，远低于上述的128万桶/天。

沙特在石油装置遇袭之后快速采取修复措施，其原油产量的恢复进度要快于市场预期，目前沙特宣称其原油产量已恢复至980万桶/天的正常水平，产能也恢复到了1130万桶/天。而且近期沙特阿美CEO表示，沙特有望在11月将原油产能恢复至1200万桶/天的最高水平。而随着沙特产量的完全恢复，OPEC的原油日产量将重新回到2950万桶以上的正常水平。

供应增加需求减少。最新一周的美国原油产量为1260万桶/天，再创历史新高。美国在今年三季度投用了两条新的输油管道，增加了百万桶/天的原油运力，解除了二叠纪盆地的原油运输瓶颈，使得前期受到抑制的原油产能逐步释放。尽管三大石油组织对美国增产的预期持续下调，但美国原油产量在接下来的几个月中仍有一定的增长空间。

从9月中旬开始，北半球的夏季出行旺季基本结束，对汽油的消

费量也从年度高位水平逐步回落，导致炼厂对原油需求减少及炼厂装置利用率走低。这种现象同样发生在中国和欧洲。季节性需求减弱将对油价形成一定的压制。与此同时，美国的 EIA 商业原油库存也迎来了累库季，库存已连续四周增长，且这种局面将延续至明年一季度。尽管美国在冬季取暖油需求会复苏，但是取暖油的产量及消费量难以和汽油相比拟，原油的累库趋势难以扭转。

运费价格大涨拉高内外价差。近期内外原油价差持续拉大，INE 与 Brent 原油价差已由 9 月 10 日的 5 元/桶上涨至当前的 44 元/桶。主要原因是国际运费大幅上涨。自 9 月 25 日美国宣布制裁几家中国航运企业以来，国际原油运输指数 (BDTI) 大幅上涨 105%，而中国进口原油运价指数 (CTFI) 更是大涨 329%。10 月 11 日伊朗油轮在红海海域遭到意外袭击，加剧了市场对原油运输安全的担忧，更是推动了海运价格的进一步走强并接近历史高位水平。不过，随着短期利多的兑现，原油运费的风险溢价也将再度回落，届时内外原油价差或收窄至正常水平。

综合来看，后期原油市场仍将受到全球宏观经济疲软、供应增加需求减少的利空影响，在这种偏空氛围下，油价将以弱势运行为主。尽管全球贸易纠纷有所缓和，但仍面临一定的不确定性，对此应持谨慎态度，不可盲目乐观。

3、人民币汇率

图十四：十年美元兑人民币走势图



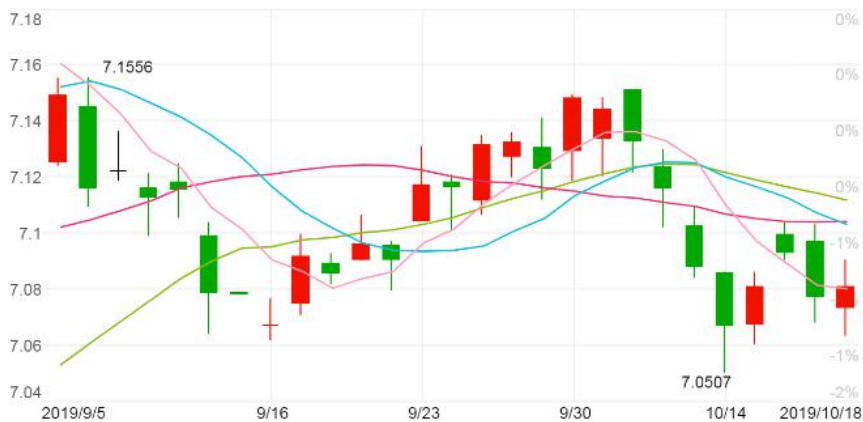
图十五：五年美元兑人民币走势图



图十六：2018年9月--2019年9月美元兑人民币走势图



图十七：2019年9月份美元对人民币走势图



全球货币政策宽松，人民币定力凸显汇率走强。全球货币宽松首先是美元区，美联储降息是方向性的转折，在这个调节棒之下，其次

是欧元区，开启量化宽松，开始负利率的环境了，而在此前日元区也早就是负利率的环境。而这股货币宽松浪潮显然还在蔓延。近日，新加坡跟随美国与欧洲脚步，加入全球宽松的潮流，将汇率政策区间的斜度轻微下调。虽然经济规模不大，但作为典型的发达国家，新加坡的货币政策也释放出亚太地区的变动信号。根据新加坡金管局公告，新加坡轻微下调政策区间内新加坡元名义有效汇率的升值幅度，同时保持新加坡元汇率可波动政策区间的宽度与中点不变。这是新加坡自2016年以来首次放宽货币政策。

而相较全球的降息潮，中国货币政策却保持明确的稳定态势。9月24日，央行行长易纲回应中国是否加息称，中国货币政策主要是“以我为主”，坚决不搞“大水漫灌”、不急于有比较大的降息和量化宽松的政策。央行表态延续以往货币政策基调，再次体现了不从需求端进行短期经济刺激的决心。通胀压力、房地产调控等对货币政策形成制约，接下来货币政策大概率会保持平稳。

人民币长期仍具升值潜力。近期受美国经济数据走弱，美联储宽松预期增强等影响，美元指数整体下行，对人民币汇率走强起到一定助推作用。从深层次角度看，近期我国宏观政策进一步强调逆周期调节，国内经济保持较强韧性；此外，在全球金融环境转入宽松的背景下，我国货币政策定力凸显，加之国内债市、股市等资本市场对外资吸引力上升，都为本轮人民币升值提供了重要基础。

美联储还将继续降息，近期美联储也将再次启动短期国债购买计划，相比之下，中国货币政策目前保持相对稳定，货币政策走势有所分化，也支撑了人民币汇率走强。短期内人民币以稳为主。但由于外部环境仍有变数，中期人民币弹性可能加大。长期来看，人民币依然具有升值潜力。中国经济增速在主要经济体中仍然居于领先地位，预计未来一段时间人民币汇率有望进入一个较为强势过程。

二、国内经济形势

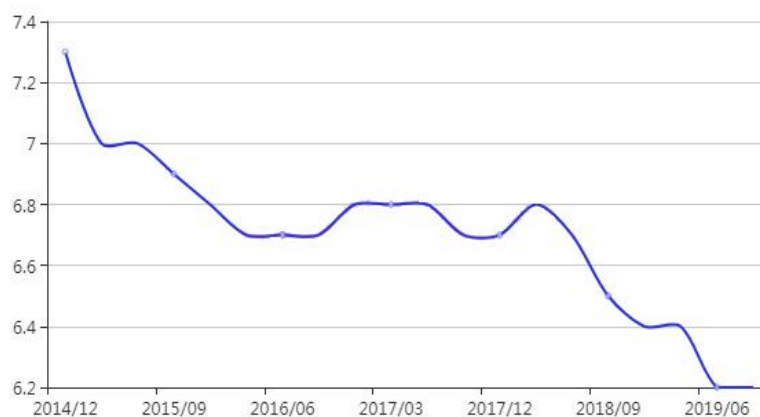
(一) 国内主要经济指标

三季度经济运行仍在合理区间，二季度以后下行压力再度加大。2019年前三季度GDP(国内生产总值)697798亿元，同比增长6.2%；2019年9月份，CPI(全国居民消费价格)同比上涨3.0%；2019年9月份，PPI(全国工业生产者出厂价格)同比下降1.2%，环比上涨0.1%；2019年1—9月份，全国固定资产投资(不含农户)461204亿元，同比增长5.4%；1—9月累计，全国一般公共预算收入150678亿元，同比增长3.3%；2019年前9个月，我国货物贸易进出口总值22.91万亿元人民币，比去年同期增长2.8%；9月末，广义货币(M2)余额195.23万亿元，同比增长8.4%。

1、GDP

2019年前三季度国内生产总值697798亿元，同比增长6.2%。分季度看，一季度增长6.4%，二季度增长6.2%，三季度增长6.0%。分产业看，第一产业增加值43005亿元，增长2.9%；第二产业增加值277869亿元，增长5.6%；第三产业增加值376925亿元，增长7.0%。

图十八：中国GDP同比增幅走势图

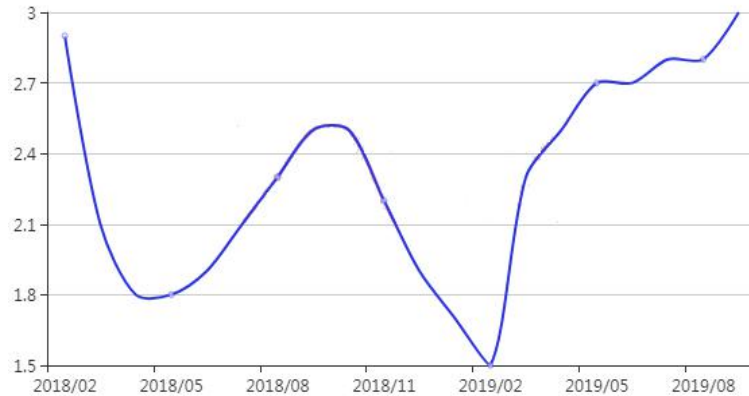


2、CPI

2019年9月份，全国居民消费价格同比上涨3.0%。其中，城市上涨2.8%，农村上涨3.6%；食品价格上涨11.2%，非食品价格上涨1.0%；

消费品价格上涨 4.0%，服务价格上涨 1.3%。1--9 月平均，全国居民消费价格比去年同期上涨 2.5%。其中，畜肉类价格上涨 15.0%，影响 CPI 上涨约 0.81 个百分点(猪肉价格上涨 19.7%，影响 CPI 上涨约 0.65 个百分点)。

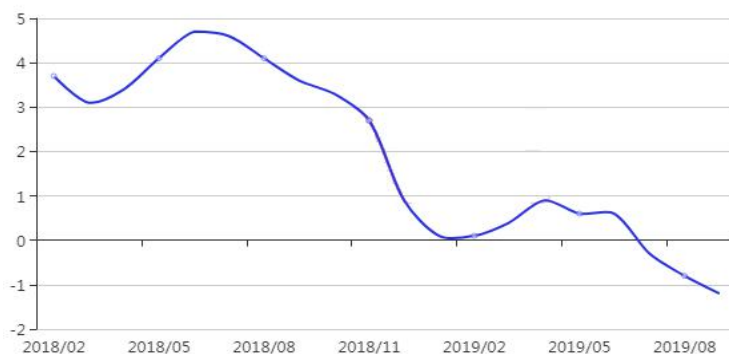
图十九：中国 CPI 同比增幅走势图



3、PPI

2019 年 9 月份，全国工业生产者出厂价格同比下降 1.2%，环比上涨 0.1%；工业生产者购进价格同比下降 1.7%，环比上涨 0.2%。1—9 月平均，工业生产者出厂价格与去年同期持平，工业生产者购进价格下降 0.3%。

图二十：中国 PPI 同比增幅走势图



4、固定资产投资

2019 年 1-9 月份，全国固定资产投资（不含农户）461204 亿元，同比增长 5.4%，增速比 1-8 月份回落 0.1 个百分点。从环比速度看，9 月份固定资产投资（不含农户）增长 0.41%。其中，民间固定资产投资

264805 亿元，同比增长 4.7%，增速比 1-8 月份回落 0.2 个百分点。

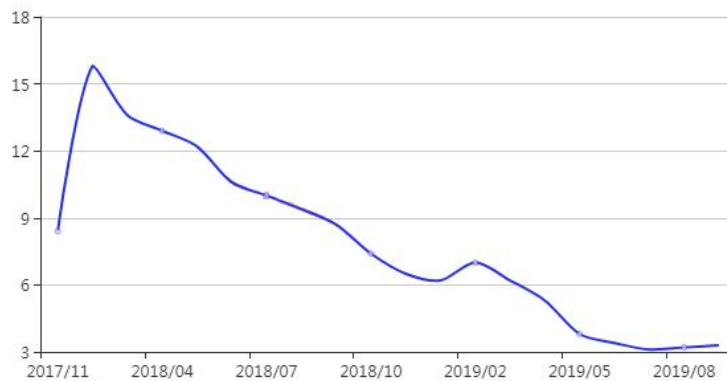
图二十一：中国固定资产投资月度增幅走势图



5、财政收入

2019 年 1-9 月累计，全国一般公共预算收入 150678 亿元，同比增长 3.3%。其中，中央一般公共预算收入 72045 亿元，同比增长 3.5%；地方一般公共预算本级收入 78633 亿元，同比增长 3.1%。全国一般公共预算收入中的税收收入 126970 亿元，同比下降 0.4%；非税收入 23708 亿元，同比增长 29.2%。

图二十二：中国财政收入趋势图

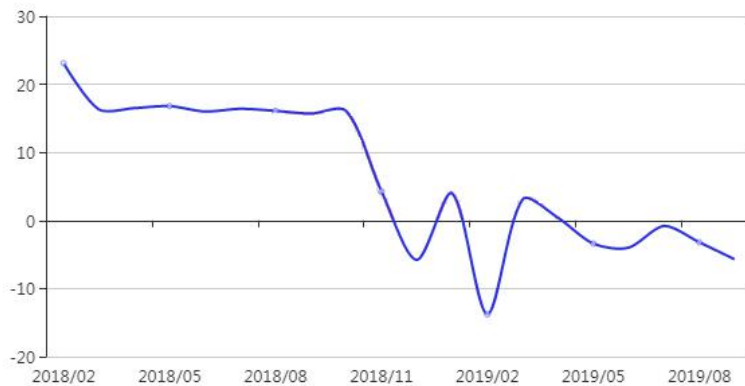


6、对外贸易进出口

2019 年前三季度我国外贸进出口总值 22.91 万亿元人民币，比去年同期增长 2.8%。其中，出口 12.48 万亿元，增长 5.2%；进口 10.43 万亿元，下降 0.1%；贸易顺差 2.05 万亿元，扩大 44.2%。9 月当月，我国进出口总值 2.78 万亿元人民币，下降 3.3%。其中，出口 1.53 万

亿元，下降 0.7%；进口 1.25 万亿元，下降 6.2%。

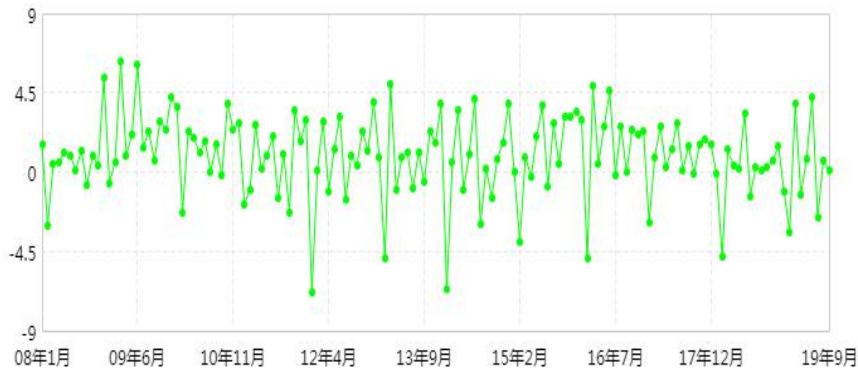
图二十三：中国进出口总值同比增幅走势图



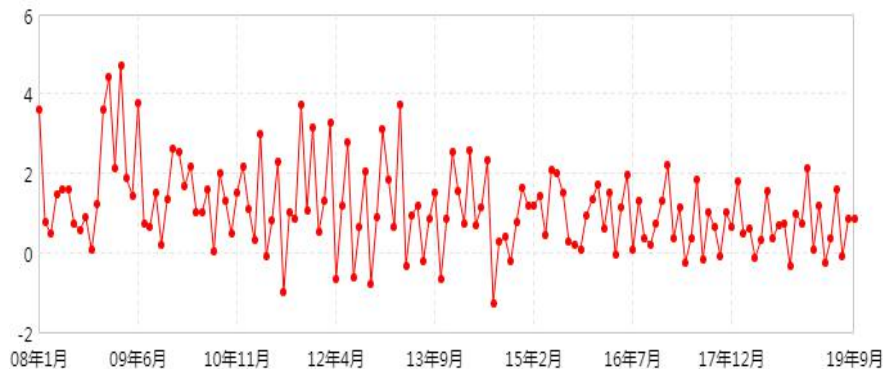
7、M1、M2

9 月末广义货币 M2 的余额是 195.23 万亿元，同比增长 8.4%，增速分别比上月末和上年同期高 0.2 和 0.1 个百分点，狭义货币 M1 的余额是 55.71 万亿元，同比增长 3.4%，增速与上月末持平，比上年同期低 0.6 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

钢铁价格旺季不旺。“金九银十”作为钢材传统需求旺季，往往会给黑色系产业链带来显著提振。今年以来，继“金九”爽约之后，“银十”也呈现褪色态势。近期虽然全国多地严查超载带来的成本上涨将从成本端对钢材价格形成一定支撑，但车辆运输效率降低将造成钢厂和仓库端库存不能及时疏散，可能会造成降库较慢、消费不佳的现象，且在供应压力增大、需求端尚无有利支撑的情况下，四季度钢材价格或将陷入弱势震荡格局。

9月底的限产政策对钢材期货带来的提振作用犹如“昙花一现”。国庆假期后，黑色系期货价格便重返下跌走势，价格相继创下阶段新低。不仅如此，国庆假期过后，作为传统的“银十”需求旺季，钢铁现货市场也并未如预期出现集中采购现象，价格运行也不温不火。

需求预期打压市场，成为“银十”旺季不旺的主要原因。近期黑色系再度集体走低，主要由于供应压力增大，而需求预期又较为悲观。受天气因素影响，每年10月底以后，钢材需求将进入淡季，叠加宏观经济下行压力增大，市场对钢材需求悲观预期升温，这对整个黑色系均构成压力。而在盈利驱动下，节后钢厂、焦化厂快速复产，虽然各地限产政策频出，但受制于地方保经济以及工厂环保设备提升，政策对供应的约束能力逐渐下降。

值得一提的是，近期全国多地开始加强超载治理，部分钢厂也发布通知称，严禁货车超载出厂，这也引发部分地区运费价格上涨。严查超载对于钢材市场的影响，一方面，此事件对于钢材市场的直接影响在于运费的提升，进而会导致流通环节成本增加，对钢材现货价格构成利多。但另一方面，目前为建材的消费旺季，同样为热卷的消费高峰期，车辆运输效率降低将造成钢厂和仓库端库存不能及时疏散。这种措施是临时性的，会在短时间内造成区域性的运力紧张，进而增

加钢材运输成本。但这种影响是区域性的、阶段性的，对黑色系商品整体运行趋势没有实质性影响。

钢市未来或将维持弱势震荡格局。就目前来看，钢市需求方面尚无有利支撑，四季度亟待寻求亮点。由于钢材供应端的调节能力较强，独立电炉关停比较灵活，对利润比较敏感，高炉生产仍可能受到政策限制，故而在价格下行时会构成支撑甚至引发阶段性反弹。

图二十七：五年钢铁价格综合指数走势图



图二十八：2018年9月--2019年9月钢铁价格综合指数走势图



图二十九：2019年9月份钢铁价格综合指数走势图



2、铜

9月铜价冲高回落后逐步起底。政策方面，美联储降息预期基本打满，叠加欧元区宽松预期等因素下，铜价逐步回暖震荡。铜价逐步转化为宏观政策面支撑，精铜基本面需求提振动力格局。

市场方面，本月沪铜升水显示出开工旺季效应，好铜升水整体维持在百元以上，持货商甩货回款，升水迅速滑落，但市场挺价意愿依旧较为强烈，体现出“金九银十”的旺季效应，后期来看随国内制造业仍有预计回暖，小长假后升水或仍可维持高位。

进口盈亏方面，本月理论进口盈利大部分时间均为打开状态，月进口盈利均值约为50元左右。其中主要原因为伦铜受欧洲制造业萎靡拖累，整体价格动力有限，而沪铜方面受益于国内工业弹性与逆周期调价等政策，价格反弹幅度高于伦铜，外弱内强格局显现。但盈利窗口大小始终趋于低位，国内经济下行压力对进口铜需求产生一定压制。

国庆小长假到来，短期铜价受制于经济局势影响震荡为主，结合金九银十仍有开工回暖的情况下，中期铜价具有偏强预期，但值得注意的是年度经济萎靡似乎已成定局，铜价上行区间受限，铜价短期震荡偏强为主。四季度仍是年度消费复苏的重要看点，汽车行业在去库存周期和政策支持下有望重新恢复到健康状态，空调生产将进入周期性回暖阶段但需求难有较大改善，地产增速预计小幅回落，不过基建增速回升将弥补地产下滑的缺口。目前需求有一些边际好转迹象，在宏观环境不再恶化的情况下，预计下个月铜价重心有所抬高但高度有限。

图三十：10年铜价指数走势图



图三十一：5年铜价指数走势图



图三十二：2018年9月--2019年9月份铜价指数走势图



图三十三：2019年9月份铜价指数走势图



3、焦炭

9月煤炭价格走势不佳。8月末，建材需求旺季临近以及国庆节前赶工因素影响，焦炭需求预期好转。当时焦炭二轮提降消息已出，市场预期降价落地后焦企利润将重回盈亏平衡点附近，低价难持久，于是期货盘面率先走出一波看涨行情。然而，随着焦炭期价上涨，有一个变化越发受到市场关注。由于国际市场煤炭需求疲软，进口优质煤

资源价格明显走低，国产煤资源在9月初出现明显回落，焦企利润因此得以喘息，生产并未受到明显遏制。

9月中旬，钢价接连下挫、钢厂利润严重收缩之时，焦企并无力抗争，紧紧跟随成材期货跌势。节前多地钢厂加严环保限产，进一步挫伤焦炭采购需求。节后“复产”炒作令成材承压，但仍不及九月中旬水平。

虽然钢厂及港口焦炭库存国庆前后变化不大，但是节后钢厂高炉复工速度明显慢于焦化企业，焦企焦炭库存较节前暴增近20%，在市场对钢材中期需求持悲观预期的背景下，无疑令焦价进一步承压。

除成材带动及焦企库存走高外，进出口形势亦为推动盘面下行的主要因素。海关总署14日发布的数据显示，中国9月份焦炭及半焦炭出口量回落至39.4万吨，环比上月减少10.66%，为三个月低位。且年初至今，我国焦炭出口量明显不及前两年，9月出口量亦较去年同期的53.12万吨下降25.8%。

然而，作为净出口国家，我国今年7月和8月焦炭进口量分别达5.36万吨和6.26万吨，连续创历史纪录。其中主要货源分别来自澳大利亚、蒙古和日本。除了进口自蒙古的二级焦是蒙古口岸新投产的焦化设备，可持续供货外，澳大利亚和日本的进口一级焦都是不可持续的。这侧面说明了国际市场焦炭需求同样不乐观，也印证国内焦炭价格当前处于相对高位，出口过剩焦炭给中国有利差可得。一方面，出口减量进口增量令国内焦炭供应压力加大，另一方面，内外利差也促使焦炭价格向下修复。

目前，焦炭供需环境整体宽松，且随成材价格下挫，钢企利润持续收缩，钢厂倒逼原料利润、压低原料价格的意愿增强。但近日钢厂提降50元/吨，显露部分试探性意味，实际落实情况仍需关注双方博弈结果。相对确定的是，焦企很难继续寻求利润走阔，供给扩张动力

愈发疲弱，且在期现基差创半月高位的情况下，盘面继续重挫空间或有限。

图三十四：2018年9月--2019年9月焦炭价格走势



图三十五：2019年9月份焦炭价格走势



4、水泥

水泥产量稳定增长，华东中南需求环比好转，全年产量有望超 23 亿吨。根据国家统计局数据，2019 年前三季度水泥产量为 169,068.00 万吨，比去年同期增产 10818.00 万吨，9 月单月水泥产量为 21793.00 万吨。1-9 月水泥产量同口径和全口径分别增长 6.9%和 6.84%，环比分别下降 0.1 个百分点和提高 0.3 个百分点，增速基本保持稳定。水泥需求环比提升：基建增速持续回暖、房地产施工从开工向竣工端传导。足够支撑水泥需求。全年水泥产量有望超过 23 亿吨。

进入九月全国需求有所好转，局部虽有降雨但影响不大。华东和中南地区进入旺季，需求有明显好转。华北地区由于临近国庆，需求略有减弱。其他各区域需求环比基本稳定。混凝土需求逐渐恢复。1-8

月的商混累计产量为 15.93 亿方，同比增长 14.10%，增速比 1-7 月放缓 0.70 个百分点。从下游需求来看，1-8 月基建投资增速回升，但房地产施工面积拐点向下，整体而言，下游施工较为稳定。从 9 月中旬起，全国各地天气开始转好，大部分地区需求陆续恢复。

图三十六：水泥价格走势



5、铝

9 月铝价震荡走跌，市场传闻印尼禁止铝土矿出口，受此消息，沪铝主力一度拉涨至 14680，叠加中国 8 月经济数据全面不及预期，人民币下跌，美元上涨，在基本面不利和美元压力下，有色金属震荡走弱。从趋势来看，宏观的不确定性仍抑制铝价走势，且市场去库存速度缓慢，缺乏实际利好提振，铝价上涨空间有限。

市场方面，9 月价格波动相对剧烈，中间商存在操作空间，入市较为积极，因中秋、国庆等假期影响，下游企业入市接货力度亦有所提升，但因价格不稳定，按需备货居多，市场成交较 8 月份略有好转。华东地区，中上旬因中美贸易关系缓和及市场传闻印尼铝土矿出口禁令，铝价延续上涨，但中下旬因宏观面不稳定，及下游消费不及市场预期，电解铝价格应声下滑，尤其是月底，下滑速度加快，整体来看，9 月华东现货铝价格先扬后抑。华南地区，当地市场货源充裕，贸易商入市积极性较高，当地铝型材加工企业订单有所好转，带动市场成交。

环保方面，9 月底，因多地环保力度加大，影响市场成交，河南、河北、山东地区再生铝企业关停较多，部分地区甚至直接断电，除此

之外，运输也受到了一定影响，主要还是因为国庆阅兵所致。9月铝价震荡走跌，从趋势来看，宏观的不确定性仍抑制铝价走势，且市场去库存速度缓慢，缺乏实际利好提振，铝价上涨空间有限，料四季度沪铝主力整体表现震荡后企稳。

图三十七：十年沪铝价格走势



图三十八：五年沪铝价格走势



图三十九：2018年9月--2019年9月沪铝价格走势



图四十：2019年9月份沪铝价格走势



6、房价

(1) 2019年国际主要城市房价

摩纳哥(摩纳哥): 5.88 万美元(39.50 万人民币)/平方米

香港(中国): 5 万美元(33.58 万人民币)/平方米

伦敦(英国): 4.55 万美元(30.55 万人民币)/平方米

纽约(美国): 3.7 万美元(24.85 万人民币)/平方米

日内瓦(瑞士): 2.5 万美元(16.79 万人民币)/平方米

悉尼(澳大利亚): 2.5 万美元(16.79 万人民币)/平方米

新加坡(新加坡): 2.38 万美元(15.98 万人民币)/平方米

巴黎(法国): 1.75 万美元(11.75 万人民币)/平方米

莫斯科(俄罗斯): 1.20 万美元(8.06 万人民币)/平方米

东京(日本): 1.20 万美元(8.06 万人民币)/平方米

孟买(印度): 1.01 万美元(6.78 万人民币)/平方米

表一：2019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	排名	城市名称	平均房价	环比上月
1	北京	65318 元/m ²	0.13% ↓	6	广州	33874 元/m ²	0.39%
2	深圳	64675 元/m ²	0.45%	7	南京	32473 元/m ²	2.96%
3	上海	53233 元/m ²	0.16% ↓	8	杭州	31465 元/m ²	1.4%
4	厦门	44936 元/m ²	0.29% ↓	9	陵水	31432 元/m ²	2.45%
5	三亚	35794 元/m ²	5.84%	10	福州	26024 元/m ²	1.68%

9月房地产的投资增速企稳。基建投资增速连续两月回升。1-9月份，全国固定资产投资46.12万亿元，同比增长5.4%，增速比1-8月份回落0.1个百分点。1-9月份，基础设施投资同比增长4.5%，增速比1-8月份加快0.3个百分点。其中铁路运输业投资增长9.8%，增速回落1.2个百分点；道路运输业投资增长7.9%，增速环比加快0.2个百分点。水利管理业投资增长1.9%，增速加快1.2个百分点，公共设施管理业投资增长0.9%，1-8月份为下降0.3%。

九月随着天气好转，进入旺季，基建需求增加，相比全国固投的增速下滑，基建投资增速连续两月回升。目前各地正陆续上报专项债项目，随着2020年专项债额度的提前下发，四季度基建投资上行态势将能得到保持。

房地产投资保持平稳、施工从开工向竣工传导。2019年1-9月份，全国房地产开发投资增长10.5%，增速环比持平。房地产开发投资主要由建安支出和土地购置费组成，与水泥直接相关的是建安支出今年以来保持增长趋势，1-8月同比增长5.77%，上行趋势不变。土地购置费一般有1年以内的滞后期，今年以来土地购置费增速同比大幅回落，1-8月份土地购置费增长21.90%，增速环比下降0.1个百分点。

新开工增速持续下行，竣工速度加快。1-9月份房屋新开工面积增长8.6%，增速环比下降0.3个百分点，房屋竣工面积同比下降8.6%，降幅环比缩窄1.4个百分点，房屋施工面积同比增长8.7%，增速环比下降0.1个百分点。

前瞻性指标：单月销售面积增速环比下降，资金情况加速。1-9月份房地产开发企业土地购置面积同比下降20.2%，降幅比1-8月份缩窄5.4个百分点；土地成交价款下降18.2%，降幅环比缩窄3.8个百分点。1-9月份，商品房销售面积同比下降0.1%，降幅比1-8月份缩窄0.5个百分点，9月单月销售面积同比增长2.92%，环比降低1.74个百分

点；本年资金来源增速 4-8 月内持续下滑，9 月同比增长 7.1%，环比回升 0.5 个百分点。

9 月房地产的投资增速企稳，主要是由于房地产施工阶段从新开工向竣工转移，新开工面积增速仍在回落，而竣工面积降幅已有明显缩窄。政策面上，坚持“房住不炒”不变。今年 6 月起，银保监会开始严查资金违规进入房地产，同时对房地产信托发出约谈警示。据不完全统计，今年前三季度，各级因报建系统对银行机构开出“涉房”罚单超过 120 张，罚款金额逾亿元。预计未来资金违规向房地产“输血”的行为将得到一定遏制。因此，尽管 9 月房地产开发投资企稳只是暂时现象，最终仍将下行，在融资渠道受阻的背景下，销售有望在企业的还债压力和促销手段下回升。