

二〇一九年八月

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.....	- 17 -
(一) 国内主要经济指标.....	- 17 -
1、国内生产总值 (GDP)	- 18 -
2、居民消费价格指数 (CPI)	- 18 -
3、生产者物价指数 (PPI)	- 19 -
4、固定资产投资.....	- 19 -
5、财政收入.....	- 20 -
6、对外贸易进出口.....	- 20 -
7、狭义货币、广义货币 (M1、M2)	- 21 -
(二) 国内大宗商品价格趋势.....	- 22 -
1、钢铁.....	- 22 -
2、铜.....	- 24 -
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，全球主要经济体出现“共振式”低增长，制造业景气度总体持续低于“荣枯线”，贸易增长低于全球经济增速，通胀在低位运行。在多重挑战下，经济前景堪忧。截至目前，全球主要经济体的增长步伐都在放慢。美国经济放缓，物价却逆势走强，美联储降息预期有所降温，但仍为大概率事件；欧洲生产和投资者信心仍然疲弱，英国硬脱欧概率下降；日本二季度经济增速回调，未来经济趋势并不乐观；俄罗斯经济下滑，欧盟将延长对俄制裁时间。印度经济增长疲软，巨量外资逃离。鉴于地缘政治冲突、贸易保护主义威胁的上升，新兴市场脆弱性加剧，全球经济走弱。

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。**美国**经济发展放缓，制造萎缩、消费动能衰弱、投资下滑、房地产市场走势分化、贸易逆差微缩，失业率、平均时薪两项数据亮眼，中美均对推进磋商表示积极态度，释放良好信号；**欧元区**生产依旧疲软，连续九个月未实现正增长，企业信心保持低位，德国投资者信心跌至-12.8，为2011年8月有记录以来次低水平，通胀再创新低，英国女王批准了一项“阻止政府无协议脱欧”的法案，这意味着在法律层面英国首相已无法实行无协议脱欧，英国“硬脱欧”风险缓和；**日本**央行维持基准利率不变，日经济进一步发展动力不足。日本央行宣布维持短期利率目标在-0.1%不变，并维持引导10年期国债收益率在0%附近不变，维持资产购买不变。虽然内需增长令工业生产状况持平，日本经济有望延续适度扩张趋势。但多项经济相关数据近期均出现了下降，使得经济发展动力不足；**俄罗斯**经济下滑。制造

业景气持续萎缩、消费端增长持续放缓、通胀继续下行；央行年内第三次降息，随着通胀和经济下行压力增大，未来可能会进一步实行宽松政策。欧盟对俄制裁时间将延长到 2020 年 3 月 15 日，这对本就不乐观的经济状况来说，无疑是雪上加霜；印度经济增长疲软，经济增长率已经连续五个季度下降，莫迪政府改革政策未见成效，人口红利逐渐消失，忽略基础设施建设，导致巨量外资逃离，最终波及汽车、银行、石油三大行业。

8 月公布的宏观经济数据增速大多平稳，经济运行仍在合理区间。2019 年上半年 GDP(国内生产总值)450933 亿元，按可比价格计算，同比增长 6.3%；2019 年 8 月份，CPI(全国居民消费价格)同比上涨 2.8%；2019 年 8 月份，PPI(全国工业生产者出厂价格)同比下降 0.8%，环比下降 0.1%；2019 年 1—8 月份，全国固定资产投资(不含农户)400628 亿元，同比增长 5.5%；1-8 月累计，全国一般公共预算收入 137061 亿元，同比增长 3.2%；2019 年前 8 个月，我国货物贸易进出口总值 20.13 万亿元人民币，比去年同期增长 3.6%；8 月末，广义货币(M2)余额 193.55 万亿元，同比增长 8.2%。

8 月份国际主要大宗商品黄金上涨、原油受挫，人民币破 7。鹰派降息无法阻挡**黄金涨势**。备受全球市场瞩目的全球央行议息潮终于落下了帷幕！美联储一如预期降息 25 个基点，如此鹰派立场让金价有了抛售的压力，不过有意思的是瑞士央行、英国央行和日本央行周四均维持政策不变。挪威央行还上调了指标政策利率，与其他欧洲央行和美联储背道而驰。此外，政治地缘风险及英国脱欧事件仍支撑金价上涨，黄金的前景依然光明。沙特预计 9 月底恢复产能超市场预期，国际**油价**遭受重挫。由于无人机袭击沙特石油工业心脏造成大幅减产，成交量创下历史新高，然而这未能提振原油价格，WTI 10 月原油期货反而重挫 5.7%。美试图淡化沙特减产对本国的影响，2008-2018 年期

间，美国原油产量增长了一倍，一举超越了沙特成为全球最大原油生产国。这意味着能源价格上涨对美国整体经济的影响正在减弱。8月美元指数大幅回落，但人民币汇率罕见“破7”。中美贸易摩擦升级，央行释放贬值压力为主要原因。预计短期内人民币汇率大概率将在7.0-7.1区间波动，不会继续大幅贬值。“破7”之后，人民币汇率弹性将明显增大，有利于发挥汇率对于国际收支的自动稳定器作用，最终形成更加市场化、更具独立性的汇率形成机制。

2019年8月国内主要商品价格多呈震荡走势。8月以来**钢价**始终维持震荡走势。导致钢材价格震荡原因有：一特朗普表示或将从美国战略石油储备中调拨资源，缓解石油紧张预期；二近期以电炉为主的钢厂开始恢复生产；三环保限产常态化，钢价波动也从大涨大落回归波澜不惊，市场此类消息已经麻木。但10月份举行的中美经贸高级别磋商，沙特后期的复产能力以及美国对于动用石油储备的态度为钢材价格增加了多头获利的情绪。8月**铜价**整体保持震荡态势。全球贸易摩擦升温，市场避险情绪高涨，整月价格波动较小，宏观利好因素尚未释放与基本面消费淡季效应相互对冲。随着美联储降息等国际宏观利好与国内经济刺激政策逐步出炉的情况下，金九银十产生的精铜消费或对供应端产生一定压力，形成利好空间。但短期来看整体刺激及消费环境并未实际产生趋势的情况下，铜价或将以震荡偏强格局为主。8月**煤炭**价格走势不佳，“旺季不旺”或将全年持续。出现此类情况的原因有三：一是下游需求不足，二是进口大幅增长，三是国内煤炭产量上升。安全环保因素在大庆之前趋严，大秦线检修。在此预期下，在9月下旬以前，下游或保持较高的采购积极性，煤价有望维持稳中偏强。但9月下旬以后，尤其是国庆之后，在整体供需偏宽松的背景下，煤价或将继续下行。8月**水泥**产量稳定增长，四季度需求看基建。虽然7月为传统淡季，但淡季不淡，施工热情较高，需求较好。进入

八月全国水泥需求逐渐告别淡季，中旬受台风“利奇马”过境影响，沿海及东北局部短时需求下滑明显，临近九月酷暑天气开始消退，全国各地天气条件好转，需求逐渐回升。8月铝走势表现偏强，因山东地区台风运输受阻，新疆铝企漏炉爆炸等事故接踵而至，铝价迎来反弹行情；且9月传统消费旺季，市场寄望需求预期，故坚挺售价，但缺乏实际利好，中美贸易关系不稳定，上涨动力也许会稍显不足。8月房地产投资和新开工增速连续4月下滑，工程进度减缓。基建投资增速有所回升，单月销售面积增速环比大增。近期不少地产企业停止拿地，银保监会发文要求严格管理银行及信托对开发商的融资，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，房地产开发投资继续回落，而施工端在上半年高开工率的支持下将会平稳运行。

从上述情况来看，在2019年8月美国经济发展放缓，欧洲经济疲软，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

美国经济发展放缓，失业率、平均时薪两项数据亮眼；欧元区生产疲软，但就业形势持续向好，英国“硬脱欧”风险缓和；日本央行维持基准利率不变，经济进一步发展动力不足；俄罗斯经济下滑，制造业景气持续萎缩、欧盟将延长对俄制裁时间；印度经济增长疲软，巨量外资逃离，波及三大行业。

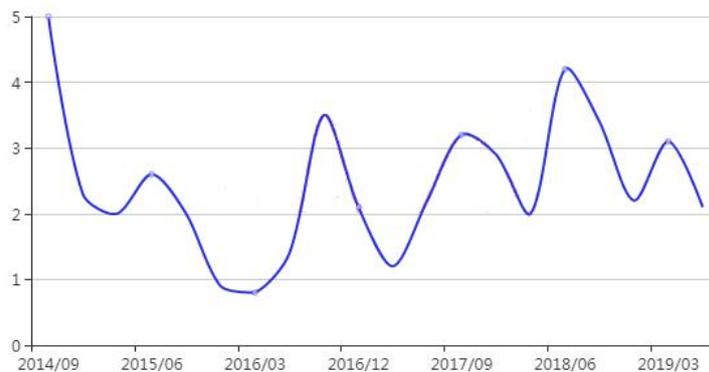
美国经济发展放缓，降息预期略有降温，中美均对推进磋商表示积极态度。制造步入萎缩区间。美国 8 月 Markit 制造业 PMI 初值录得 49.9%，近十年首次跌破荣枯线。8 月 ISM 制造业 PMI 为 49.1%，刷新 2016 年 1 月以来新低。消费动能衰弱。8 月零售、核心零售销售环比分别增长 0.4%、0，数据低位运行表示零售销售已明显放缓。7 月个人消费支出环比增长 0.6%，高于前值 0.3 个百分点。8 月密歇根大学消费者信心指数 89.8，为近三年新低，反映出消费者信心疲软。投资连续下滑。7 月耐用品订单环比终值为 2%，扣除飞机非国防资本耐用品订单终值 0.2%，两项数据均低于市场预期。房地产市场走势分化。7 月出口 2074 亿美元，进口 2614 亿美元，贸易账为-540 亿美元，进口环比下滑和出口环比增加导致贸易逆差小幅缩窄。

降息预期略有降温。从物价来看，7 月核心 PCE 物价指数同比上涨 1.6%，与上月持平。8 月核心 CPI 同比上涨 2.4%，超预期达今年最快增速；季调后环比上涨 0.3%，为去年 1 月以来最快增速。从就业指标来看，8 月季调后非农就业人口变动 13 万人，远逊于前值和预期的 16.4 和 16 万人，本季度内连续下滑；失业率仍维持在 3.7% 的近半世纪次低水平，平均时薪同比、环比分别增长 3.2%、0.4%，两项数据状况尚为良好。另外，8 月 10 年期美国国债收益率跌至 1.75%，与 3 月期美债收益率的倒挂幅度一度创 12 年新高，但随着各期限美债收益率持续反

弹，倒挂幅度有所收窄。从 CME 监测指标来看，9 月 18 日会议降息概率已降至 63.5%，较一周前下降了近 30 个点。

中美均对推进磋商表示积极态度。8 月 13 日晚，中美全面经济对话双方牵头人通话后，美国决定推迟包括笔记本电脑和手机在内的部分对华产品征税时间。9 月 5 日，双方牵头人再度通话，同意 10 月初在华盛顿举行第十三轮中美经贸高级别磋商。当前，中美双方正就磋商的有关安排进行沟通，美国将加征 2500 亿美元商品关税的决定推迟至 10 月 15 日。同时，特朗普表态称，会考虑与中国达成一项“临时协议”。今年正值中美建交 40 周年，且恰逢中国建国 70 周年以及美国大选，中美贸易谈判的进展是影响美国经济前景的关键因素。因此，预判临时休战后的华盛顿与北京可能在美国大选前迎来和平解决方案。

图一：美国 GDP 增幅年率走势图（季度）



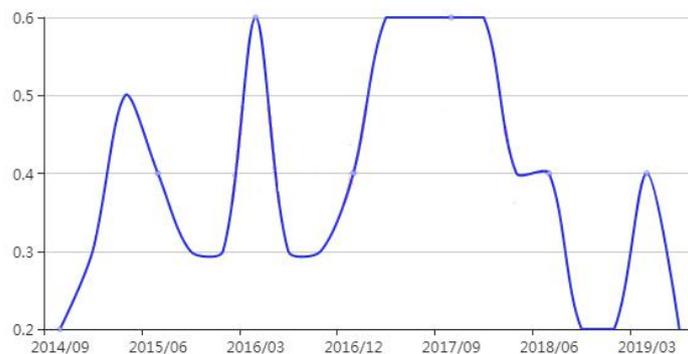
欧元区生产疲软，英国“硬脱欧”风险缓和。生产依旧疲软。欧元区 8 月制造业 PMI 较上月提高 0.5 个百分点至 47%，但仍为 2013 年 4 月以来次低水平，连续第七个月位于枯荣线下方，整体依然低迷。7 月工业生产指数同比增速为 -2.0%，降幅较上月缩窄 0.4 个百分点，连续九个月未实现正增长。企业信心保持低位。9 月 Sentix 投资者信心指数继续保持低位，由上月的 -13.7 小幅回升至 -11.1，为 2014 年 11 月以来次低水平。其中，德国投资者信心跌至 -12.8，为 2011 年 8 月

有记录以来次低水平。通胀再创新低。8月CPI同比上涨1.0%，持平上月，继续维持2016年12月以来最低水平。就业形势持续向好。7月欧元区失业率持平上月于7.5%，维持逾10年来新低。

欧央行降息10个基点并重启QE。在行长德拉吉卸任前的最后一次货币政策会议上，欧央行重拳出击，宣布下调隔夜存款利率10个基点至-0.5%，符合市场预期，同时决定恢复资产购买计划、推出分级利率体系、并下调长期定向再融资操作利率。尽管资产购买规模一定程度不及预期，但会议声明和行长德拉吉会后讲话均偏“鸽派”，会议公布的一揽子“超额”宽松举措总体仍超出市场预期。

英国“硬脱欧”风险缓和。在英国首相约翰逊如愿迫使英国议会延长休会、致使英国硬脱欧风险显著上升后，英国议会对约翰逊成功做出反击，通过了一项“阻止政府无协议脱欧”的法案。这一法案随即获得英国女王批准，意味着在法律层面英国首相已无法实行无协议脱欧。法案要求，政府如果无法在10月19日前与欧盟达成新的协议，就必须向欧盟申请将“脱欧”期限再度推迟三个月至2020年1月31日。约翰逊随后表示，完全倾向于找到能获得议会通过的协议，相信能在10月18日达成脱欧协议。

图二：欧元区GDP同比增幅走势图（季度）



日本央行维持基准利率不变，日经济进一步发展动力不足。近日，日本央行宣布维持短期利率目标在-0.1%不变，并维持引导10年期公债收益率在0%附近不变，维持资产购买不变，符合预期。但其表示将

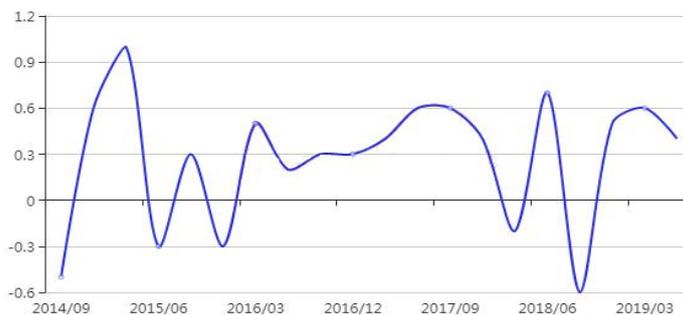
在 10 月份会议上更深入地重新评估经济和物价发展情况。另外，日本央行政策利率方面的前瞻指引亦保持不变，并计划将当前超低水平的长短利率，维持到至少 2020 年春天左右。

日本央行在评估了经济表现与外围风险后提到，当前海外经济体下行风险似乎在增加，令日本出口趋于疲软，但内需增长令工业生产状况持平，日本经济有望延续适度扩张趋势。

事实上，日本央行对国内经济下行风险的担忧并非多余，其多项经济相关数据近期均出现了下降。日本内阁府上周公布的修正数据显示，经季节调整后日本第二季度国内生产总值(GDP)实际增速为 0.3%，按年率计算为 1.3%，低于之前估测的 1.8%；第二季度企业设备投资环比增长 0.2%，增速比之前估测的 1.5%大幅下调，进而拉低了当季经济整体增速；考虑物价变动因素的名义 GDP 二季度增速由之前的 0.4%下调为 0.3%，按年率计算的增速则由 1.7%下调为 1.1%。

日本内阁府发布的报告显示，今年 7 月份日本不含船舶和电力的核心机械订单额经季节调整后环比下降 6.6%（日本机械订单统计数据基于政府对日本国内 280 家生产企业的调查，反映日本企业今后 6 至 9 个月的设备投资动向，是日本民间设备投资的重要先行指标）。

图三：日本增幅年率走势图（季度）

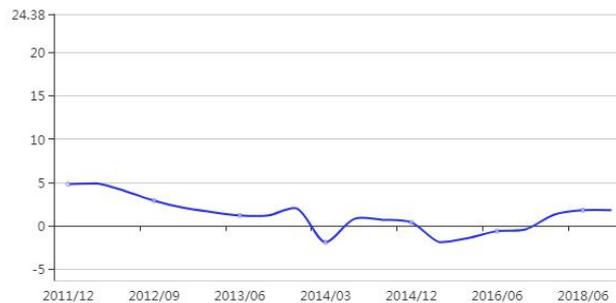


俄罗斯经济下滑，央行年内第三次降息。制造业景气持续萎缩。8 月制造业 PMI 为 49.1%，比上月下降 0.2 个百分点，连续 4 个月位于 50%以下。消费端增长持续放缓。7 月零售营业额指数同比增长 1 %，

比上月下降 0.4 个百分点。通胀继续下行。8 月 CPI 同比上升 4.3%，比上月下降 0.3 个百分点，延续回落态势。央行年内第三次降息。9 月 5 日，俄罗斯央行宣布降息 25 个基点至 7%，今年以来第三次降息。央行表示，随着通胀接近 4% 的目标，随着通胀和经济增长放缓，未来可能会进一步实行宽松政策。

日前欧盟召开会议，28 国代表签署了一份重要文件，将此前的欧盟制定的单独对俄制裁措施继续延长半年时间，到 2020 年 3 月 15 日。这对本就不乐观的经济状况来说，无疑是雪上加霜。

图四：俄罗斯 GDP 同比增幅走势图（季度）



印度经济增长疲软，巨量外资逃离，波及三大行业。自 2014 年莫迪上台以来，印度经济增速不升反降，经济增长率已经连续五个季度下降，今年第二季经济增长率只有 5%，这是自 2013 年初以来最小的涨幅。在经济放缓的情况下，印度汽车销量下降，投资下滑，失业率上升到了 45 年来的最高水平，印度银行体系也因为不良贷款率太高而陷入了危机。此外受沙特油田案袭击的影响，全球油价飙升，直接导致印度石油进口受到了影响。更令印度担忧的是，经济持续低迷，导致很多国际投资者开始撤资了。动作最快的是全球财富经理们，过去六年上往印度股市投了 450 亿美元，如今正以最快的速度撤资，自 6 月以来，他们已经出售了 45 亿美元的印度股票。

究其原因是，首先，这可能是莫迪的改革政策影响的。莫迪的改革令人失望。2017 年废钞令，导致印度经济增长放缓。商品税改革太

过复杂，简化土地与劳动法令的努力也遭到了民众和政敌的反对，这些改革并没有什么成果，造成印度经济减缓的局面。

其次，印度可是一个人口大国，这既是优势，又是劣势。依靠着 13 亿多人创造的生产价值，印度一跃成为世界第三大经济体，其体量足以媲美欧美日等发达国家。但这个经济体只有数量而没有质量，就人均 GDP 来说跟西方不在一个水平线上。而且印度奉行的精英教育，使得连初中都没读完的青年大量失业，结果使得很多国际投资者因为招聘不到适合的工人而撤资。

再次，印度过度重视国防，忽略了基础设施建设。对于印度这样人口众多的国家来说，只有进行大规模基础设施建设，才能带来更多的就业机会，实现财富的合理分配。然而印度却将钱用来购买西方大量的先进武器，这种花钱速度，无疑拖累了印度经济。

此外，莫迪政府只关心城市发展而忽略了农村。别的不说，印度 42% 的土地干旱严重，却只有 4% 的淡水资源，一到高温天气就会陷入缺水危机，而莫迪政府让印度人在 2024 年喝上自来水的承诺，却因为政治斗争而迟迟无法落实。印度政府应该拿出勇气和行之有效的措施来，增加国际投资者的信心。

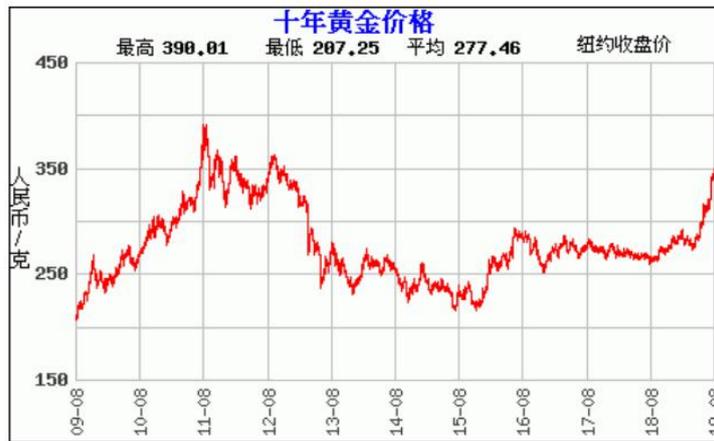
图五：印度 GDP 同比增幅走势图（季度）



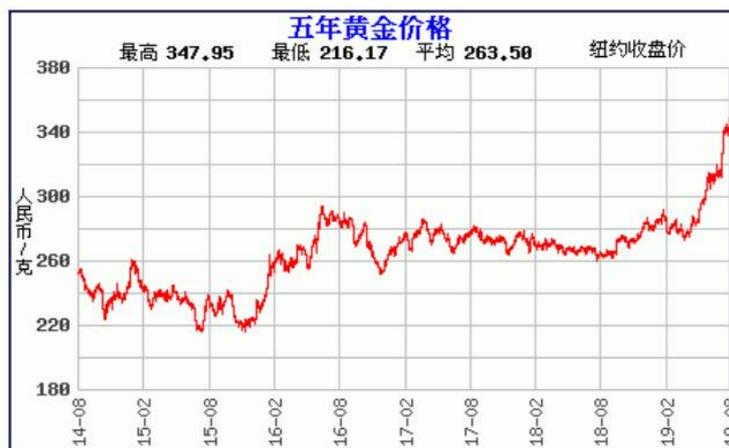
(二) 国际大宗商品价格趋势

1、黄金

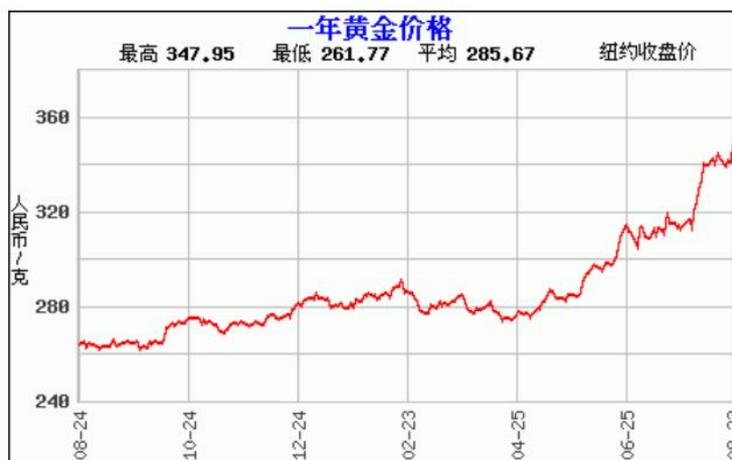
图六：十年黄金价格走势



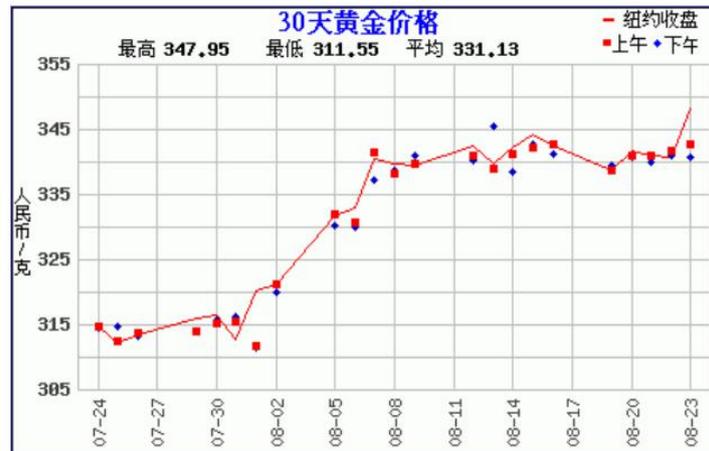
图七：五年黄金价格走势



图八：2018年8月--2019年8月黄金价格走势



图九：2019年8月国际黄金价格走势



鹰派降息无法阻挡黄金涨势。备受全球市场瞩目的全球央行议息潮终于落下了帷幕!美联储一如预期降息 25 个基点，如此鹰派立场让金价有了抛售的压力，不过有意思的是瑞士央行、英国央行和日本央行周四均维持政策不变。挪威央行还上调了指标政策利率，与其他欧洲央行和美联储背道而驰。此外，政治地缘风险及英国脱欧事件仍支撑金价上涨，黄金的前景依然光明。

美联储敲锤降息 25 个基点，但对宽松的前景存在分歧。在鲍威尔的讲话中，透露了如有必要可能会进一步采取降息的动作。但市场则认为，美联储今年再度降息的可能已经不大。由于在决议前期，市场已经普遍认为美联储会降息，当利空出尽后，美元指数不跌反涨。

美元承压美股大跌。另外瑞士央行、英国央行和日本央行周四均维持政策不变。挪威央行还上调了指标政策利率，与其他欧洲央行和美联储背道而驰。这些央行普遍采取了暂时按兵不动的做法，它们完成承认未来可能会进一步放松货币政策，但在进一步放宽政策的问题上不会采取前摄性行动。目前美联储还没有进入到真正的宽松周期，只是加息周期后的中性调整。美联储“不着急”，黄金价格就还可能回调。而一旦美联储真正确定走入宽松周期的时候，黄金牛市就真正来临。

两大风险事件仍然支撑金价。第一个风险事件无疑是脱欧，英国脱欧进展迟缓，给英国经济造成了不小的打击，英国首相约翰逊上任以来更是采取强硬措施，坚定信念要在10月31前完成脱欧。在受英国脱欧方面的消息刺激后，金价短线有回升的态势。第二个风险事件来自中东，在上周六沙特两处石油设施遭袭后，中东地区局势再陷紧张。胡塞武装宣称对此次袭击负责，但美国、沙特等国则认为伊朗才是幕后黑手。伊朗外交部长扎里夫当地时间9月19日在接受采访时警告称，若是美国或沙特对伊朗发起军事打击，将引发“全面战争”。此前，美国国务卿蓬佩奥在到访沙特时表示，伊朗袭击沙特石油设施是一种“战争行为”。避险高挂，于是黄金有了进一步上冲的态势。

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8月--2019年8月石油价格走势



图十三：2019年8月份石油价格走势



沙特预计9月底恢复产能超市场预期，国际油价遭受重挫。由于无人机袭击沙特石油工业“心脏”布盖格以及胡赖斯石油加工设施造成大幅减产，美国WTI 10月原油期货收盘暴涨近13%，创下2008年12月以来的最大单日涨幅，成交量创下历史新高，布伦特原油则刷新1988年以来的最大单日涨幅。然而好景不长，仅过了一天，正当外界把战略储备视为决定未来油价走势的关键之时，沙特将快速复产的消息让原本焦虑的市场迅速恢复了平静。截至收盘，WTI 10月原油期货重挫5.7%，报59.34美元/桶，布伦特原油10月合约大跌6.5%，报64.46美元/桶。

美国总统特朗普试图淡化沙特减产对本国的影响。在沙特公布复

产计划后，特朗普动用战略储备的决心也出现了动摇，他表示虽然做好了准备，但不认为有必要释放紧急战略原油储备，油价并没有上涨过多。毫无疑问，页岩油成为了美国成为能源大国的最大功臣。美国能源信息署 EIA 数据显示，受益于压裂等新勘探技术的提高，2008-2018 年期间，美国原油产量增长了一倍，一举超越了沙特成为全球最大原油生产国。

美国石油产量的上升意味着能源价格上涨对美国整体经济的影响正在减弱。虽然油价上涨会伤害消费者，抬升物流成本，但这些损失将被美国石油工业获得的收益所抵消。当然如果沙特长时间减产持续导致油价上涨过高，可能会波及贸易体系并加剧全球经济放缓，这会对美国经济造成影响。十年前，如果波斯湾出现供应短缺，美国一定会受到严重冲击，现在这种副作用会小得多。

油价波动对消费者支出的影响力正在下降。目前能源在美国家庭消费中所占比例约为 2.5%，远低于 20 世纪 70 年代的 8%。该行预计即使国际油价一次性上涨 20 美元，也只会对美国 GDP 造成 0.1 个百分点的短期影响，有望在数个季度内获得恢复。对于美联储而言，虽然油价波动以往并不是关注重点，但背后的地缘政治风险却不容忽视。在最近的利率决议中，数次提及英国脱欧、中东紧张局势等地区风险因素，因此任何可能对影响经济前景的因素都会引起重视。接下来美联储可能将密切关注油价，试图确定油价对通胀的潜在影响。近期美国本土成品油上涨料将对美联储最关注的通胀指标个人消费支出 PCE 产生巨大影响，值得注意的是美国 8 月 CPI 已经升至 2.3%

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8月--2019年8月美元兑人民币走势图



图十七：2019年8月份美元对人民币走势图



8月美元指数大幅回落，但人民币汇率罕见“破7”。究其原因，既有中美贸易摩擦升级的客观因素，也有央行顺水推舟释放贬值压力的主观原因。预计短期内人民币汇率大概率将在7.0-7.1区间波动，不会继续大幅贬值。主要原因：一是我国经济基本面稳固不支持继续大幅贬值；二是中美利差持续扩大对人民币汇率形成支撑；三是美元指数料将持续回落有助于人民币汇率的稳定；四是市场主体预期更为理性是人民币汇率保持稳定的微观基础；五是央行有经验、有信心、有能力保持人民币汇率在合理均衡水平上基本稳定。

未来双向波动将成为常态。“破7”之后，人民币汇率弹性将明显增大，有利于发挥汇率对于国际收支的自动稳定器作用，培育更加理性的外汇市场交易主体，改善中国货币政策的有效性，最终形成更加市场化、更具独立性的汇率形成机制。尽管中美贸易摩擦升温，人民币兑美元汇率“破7”，但是考虑到中美利差持续扩大、美元指数料将持续回落、市场主体预期更为理性以及央行有经验、有信心、有能力保持汇率基本稳定等因素，预计人民币不会持续大幅贬值，将合理均衡水平保持基本稳定，有利于跨境资金流动保持稳定。

二、国内经济形势

（一）国内主要经济指标

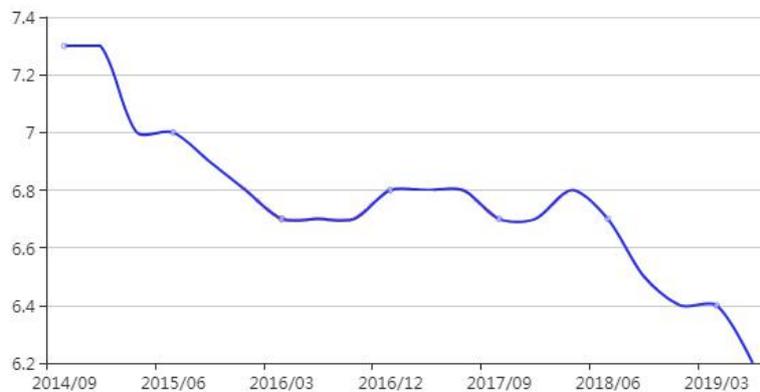
8月公布的宏观经济数据增速大多平稳，经济运行仍在合理区间。

2019 年上半年 GDP(国内生产总值) 450933 亿元，按可比价格计算，同比增长 6.3%；2019 年 8 月份，CPI(全国居民消费价格) 同比上涨 2.8%；2019 年 8 月份，PPI(全国工业生产者出厂价格) 同比下降 0.8%，环比下降 0.1%；2019 年 1—8 月份，全国固定资产投资(不含农户) 400628 亿元，同比增长 5.5%；1-8 月累计，全国一般公共预算收入 137061 亿元，同比增长 3.2%；2019 年前 8 个月，我国货物贸易进出口总值 20.13 万亿元人民币，比去年同期增长 3.6%；8 月末，广义货币(M2) 余额 193.55 万亿元，同比增长 8.2%。

1、国内生产总值 (GDP)

2019 年上半年国内生产总值 450933 亿元，按可比价格计算，同比增长 6.3%。分季度看，一季度同比增长 6.4%，二季度增长 6.2%。分产业看，第一产业增加值 23207 亿元，同比增长 3.0%；第二产业增加值 179984 亿元，增长 5.8%；第三产业增加值 247743 亿元，增长 7.0%。

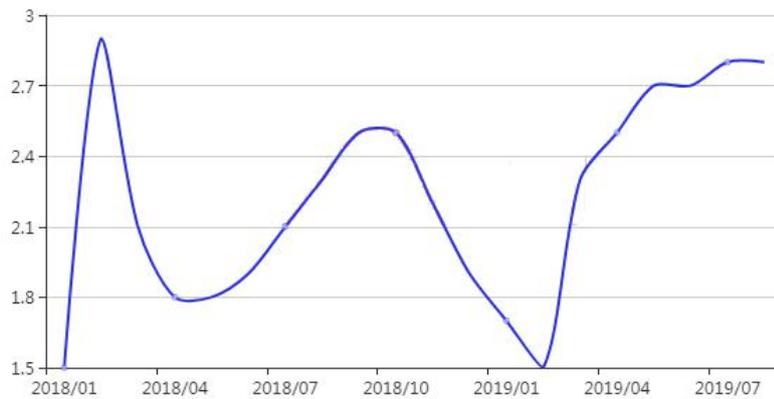
图十八：中国 GDP 同比增幅走势图



2、居民消费价格指数 (CPI)

2019 年 8 月份，全国居民消费价格同比上涨 2.8%。其中，城市上涨 2.8%，农村上涨 3.1%；食品价格上涨 10.0%，非食品价格上涨 1.1%；消费品价格上涨 3.6%，服务价格上涨 1.6%。1--8 月平均，全国居民消费价格比去年同期上涨 2.4%。

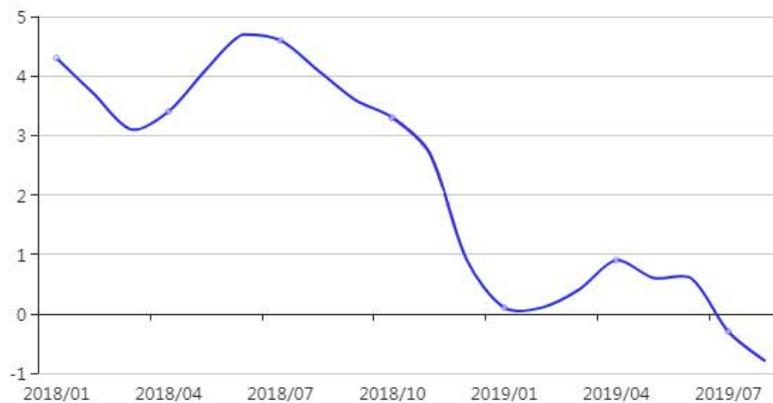
图十九：中国 CPI 同比增幅走势图



3、生产者价格指数 (PPI)

2019 年 8 月份，全国工业生产者出厂价格同比下降 0.8%，环比下降 0.1%；工业生产者购进价格同比下降 1.3%，环比下降 0.2%。1—8 月平均，工业生产者出厂价格比去年同期上涨 0.1%，工业生产者购进价格下降 0.2%。

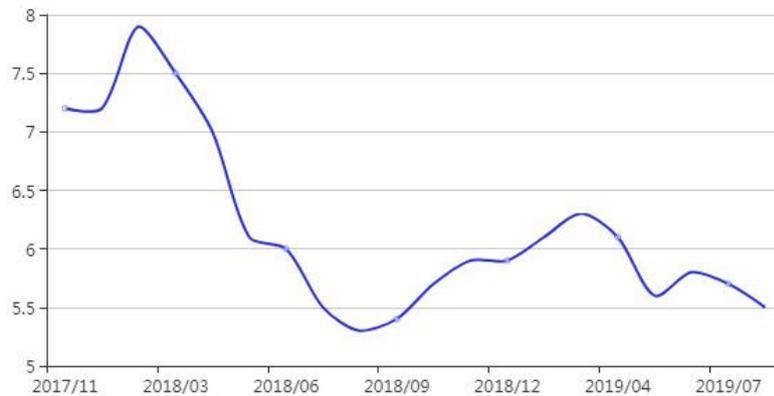
图二十：中国 PPI 同比增幅走势图



4、固定资产投资

2019 年 1—8 月份，全国固定资产投资(不含农户)400628 亿元，同比增长 5.5%，增速比 1—7 月份回落 0.2 个百分点。从环比速度看，8 月份固定资产投资(不含农户)增长 0.40%。其中，民间固定资产投资 236963 亿元，增长 4.9%，增速比 1—7 月份回落 0.5 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

1-8 月累计，全国一般公共预算收入 137061 亿元，同比增长 3.2%。其中，中央一般公共预算收入 65901 亿元，同比增长 3.5%；地方一般公共预算本级收入 71160 亿元，同比增长 2.8%。全国税收收入 117134 亿元，同比下降 0.1%；非税收入 19927 亿元，同比增长 27.3%。

图二十二：中国财政收入趋势图



6、对外贸易进出口

2019 年前 8 个月，我国货物贸易进出口总值 20.13 万亿元人民币，比去年同期(下同)增长 3.6%。其中，出口 10.95 万亿元，增长 6.1%；进口 9.18 万亿元，增长 0.8%；贸易顺差 1.77 万亿元，扩大 46%。据海关统计，今年前 8 个月，我国货物贸易进出口总值 20.13 万亿元人民币，比去年同期(下同)增长 3.6%。其中，出口 10.95 万亿元，增长 6.1%；进口 9.18 万亿元，增长 0.8%；贸易顺差 1.77 万亿元，扩大 46%。

图二十三：中国进出口总值同比增幅走势图



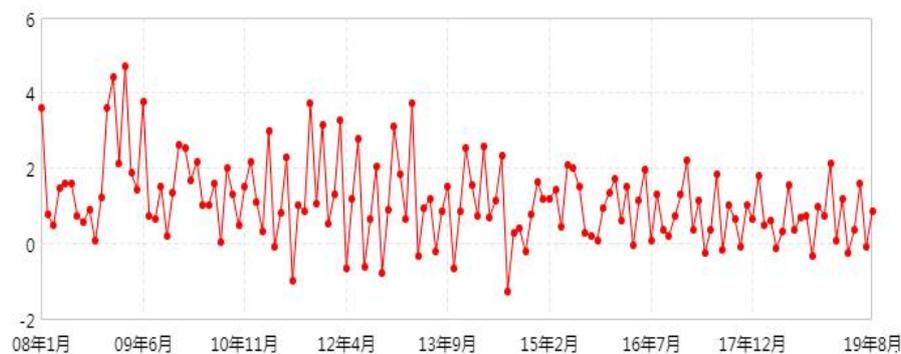
7、狭义货币、广义货币（M1、M2）

8月末，广义货币(M2)余额 193.55 万亿元，同比增长 8.2%，增速比上月末高 0.1 个百分点，与上年同期持平；狭义货币(M1)余额 55.68 万亿元，同比增长 3.4%，增速比上月末高 0.3 个百分点，比上年同期低 0.5 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

8月以来钢价始终维持震荡走势。金九月已经过半，钢铁市场一直期待的反弹却迟迟未到。基本面的好转和利好消息的引爆是反弹行情开启的必要条件，其中利好面很重要一点预期是国家70周年大庆降至，华北地区大概率会实行较为严格的限产政策。但事与愿违，中上旬近20天时间也未能等来能引爆行情的利好，近期采暖季限产方案意见稿出台更是给市场泼来一盆冷水。

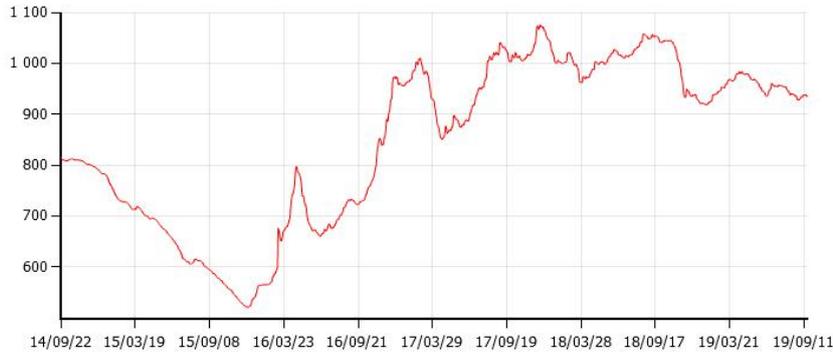
关于石油的消息又有了新的变化。特朗普早些时候表示“必要时”将从美国战略石油储备中调拨资源。一定程度缓解了石油紧张的预期；来自市场本身的需要。近期以来由于价格上涨，钢厂利润较前期有所好转，以电炉为主的钢厂开始恢复生产。另外，高炉产量也小幅回升，后市对于供给端的预期略有变化。

加之国内环保限产，回顾近几年环保限产政策，2016-2017年实行环保“一刀切”，2018年严禁环保“一刀切”，采暖季实行差异化限产和错峰生产，而今年刚发布的采暖季限产方案意见稿中却只字未提“错峰限产”，这也说明限产方式由之前的政策规定转由钢企在限产比例内自主排产，环保限产由行政命令逐渐回归市场自主调节。随着未来环境污染进一步改善，后期环保限产政策将进一步放松。环保限产这几年以来都长期充当钢价的“救命稻草”，当环保限产常态化后，钢价波动也从大涨大落回归波澜不惊。近几年，随着电炉产能提升，先进产能不断置换落后产能后，环保限产已经很难改变目前的供需关系现状，供过于求的状态下，市场甚至对此类消息似乎已经“麻木”。

上述原因导致钢材价格上涨之路戛然而止。但在消息面利好暂时退却的情况下，增加了多头获利了结的情绪。目前市场的关注焦点转向中美第十三轮贸易磋商，为10月份在华盛顿举行的中美经贸高级别

磋商做好准备工作。另外，目前中东地缘性政治局势仍存在不确定性，沙特后期的复产能力以及美国对于动用石油储备的态度等也是关注的重点。

图二十七：五年钢铁价格综合指数走势图



图二十八：2018年8月--2019年8月
钢铁价格综合指数走势



图二十九：2019年8月份钢铁价格综合指数走势图



2、铜

8月全球贸易摩擦升温，市场避险情绪高涨，铜价整体保持震荡态势。月初，美联储如期降息，美元未跌反而创两年新高；同时特朗普“推特治国”表示将从今年9月1日起，对从中国进口的3000亿美元商品加征10%的关税，宏观面施压铜价跌至前低附近。由于外部风险扩大，市场调节人民币“破7”且在岸汇率维持在了7.10附近，为国内金属价格提供支撑，铜价内强外弱明显，伴随中美高层电话，缓和市場悲观情绪，铜价一度反弹至4.7万附近。而月底关税战再度升级，铜价不断试探底部支撑强度，市场对于铜价筑底的预期逐渐增强。

铜价屡次探底回升，持货商维持挺价，好铜升水维持在100元/吨上下。市场交投较为谨慎，需求淡季下游逢低备货一般。现货市场湿法货源明显减少，报价基本在升水30元左右。成交以贸易商之间为主，压价空间一般不大，月底市场活跃度下降，虽然1909、1910合约之间价差逐渐扩大，不过当月票与次月票报价差距在20元左右。预计随着行情趋稳，以及进口货源补充，下月升贴水难有上调空间。

进口盈利窗口多数时候处于打开状态，基本维持在200元以内。主因仍是贸易纠纷矛盾激化，人民币汇率大幅贬值，在8月5日“破7”之时，进口盈利最高可至430元/吨附近，铜价内强外弱，进口铜盈利窗口不断打开。预计短期难有较大反转，进口窗口打开局面仍将延续。

8月铜价整体保持震荡态势，整月价格波动较小，其中利好与利空因素对信息较少，宏观利好因素尚未释放与基本面消费淡季效应相互对冲，铜价在消息面影响下再度试探年度低位，支撑效果较为明显。随着美联储降息等国际宏观利好与国内经济刺激政策逐步出炉的情况下，金九银十产生的精铜消费或对供应端产生一定压力，形成中期利好空间。但短期来看整体刺激及消费环境并未实际产生趋势的情况下，铜价或将以震荡偏强格局为主。

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8月--2019年8月份铜价指数走势图



图三十三：2019年8月份铜价指数走势图



3、焦炭

8月煤炭价格走势不佳，“旺季不旺”或将全年持续。8月份是一年中几个最热的月份之一，往年，这都是煤价上涨的“引爆点”。然而今年情况却完全不同。内蒙古是2018年我国煤炭产量最高的地区，不过，今年动力煤价格却一直保持平稳。今年5月份，全区动力煤平均坑口结算价格为222.60元/吨，而到了8月25日，全区主产地动力煤平均坑口结算价格为211.01元/吨。换句话说，经历了一整个夏天，内蒙古的动力煤价格不升反跌。内蒙古的煤炭价格情况与全国情况类似。

为什么会出现在电厂用煤高峰期的夏季，煤炭价格走势不佳的情况？旺季不旺的原因有三方面原因，一是下游需求不足，二是进口大幅增长，三是国内煤炭产量上升。

首先，需求不足主要体现在火电发电量的下滑，1-7月中仅3月和6月实现的同比增长，但增幅都非常有限。原因有三，一是经济下行压力增大，二是今年的气温不高，三是水电、核电、风电、光伏发电量保持较高增速，且弃风弃光率下降。其次，在进口方面，1-7月进口煤增速达到7%，在高基数的基础上延续了增长。国内方面，1-7月原煤产量同比增长4.3%。无论是进口煤增速，还是原煤产量增速，都比火电增速高，在这样的情况下，供需是趋于宽松的，旺季不旺也就变得非常合理。最后，国家发展改革委、财政部、自然资源部、生态环境

部、国家能源局、国家煤矿安监局联合印发了《30万吨/年以下煤矿分类处置工作方案》（以下简称《方案》）。《方案》提出，通过三年时间，力争到2021年底全国30万吨/年以下煤矿数量减少至800处以内，华北、西北地区（不含南疆）30万吨/年以下煤矿基本退出，其他地区30万吨/年以下煤矿数量原则上比2018年底减少50%以上。然而，市场对这一《方案》反应平淡。

关于煤矿处理，影响不大。首先，在煤炭主产区的三西地区，30万吨以下的煤矿本身不多；其次，由于自身的生产条件限制以及监管的趋严，很多小煤矿本身就已经停产停建；再者，减少产能并非完全关闭，还包含一部分整合改造；最后，大型煤矿等优质产能持续释放，完全可以覆盖小煤矿关闭的减少量。因此，关闭小煤矿整体上不会对煤炭供应造成太大的影响。

对后市来看，短期内，安全、环保因素在大庆之前仍旧趋严，对煤矿的生产有一定的影响。大秦线即将检修，比较近期日均发运量数据，尽管本次检修的影响低于往年，预计日均减少发运量不超过10万吨，但仍会对港口的产生了一定限制。在此预期下，下游纷纷加强采购补库，以保证在大庆前后供应不出纰漏。此外，夏季临近结束，水泥行业错峰生产的企业即将复产，煤炭需求亦有一定提振。因此，在9月下旬以前，下游或保持较高的采购积极性，煤价有望维持稳中偏强。但9月下旬以后，尤其是国庆之后，在整体供需偏宽松的背景下，煤价仍将继续下行。

图三十四：2018年8月--2019年8月焦炭价格走势



图三十五：2019年8月份焦炭价格走势



4、水泥

水泥产量稳定增长，四季度需求看基建。1-8月水泥产量为14.73亿吨，8月单月水泥产量为21022.00万吨，同比增产1748万吨。1-8月水泥产量同口径和全口径分别增长7.00%和6.54%，增速环比分别降低0.2个百分点和提高0.41个百分点，基本保持稳定。

虽然7月为传统淡季，但淡季不淡，施工热情较高，需求较好。1-7月的商混累计产量为13.67亿方，累计同口径同比增速14.80%，增速比1-6月上扬1.20个百分点。进入八月全国水泥需求逐渐告别淡季，中旬受台风“利奇马”过境影响，沿海及东北局部短时需求下滑明显，临近九月酷暑天气开始消退，全国各地天气条件好转，需求逐渐回升。

9月需求迈入旺季。四季度总体判断是基建旺，房地产稳。基建投

资在政策的支持下有望进入一轮新的开工季，反观房地产，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有所回升，房地产开发投资继续回落，而施工端在上半年高开工率的支持下将会平稳运行。

图三十六：水泥价格走势



5、铝

8月铝走势表现偏强，山东地区因台风运输受阻，市场对供应担忧继续发酵，铝价反弹，然山东风波刚过，新疆某铝企又爆漏炉爆炸，事故接踵而至，铝价迎来了一波又一波的反弹行情；受助于消息面提振，铝价一改低迷行情，沪铝主力盘中突破1.4万关口，最高攀升至14455元/吨，创2018年10月11日以来新高，随着消息炒作逐渐消退，铝价重回震荡行情，从基本面来看，氧化铝价格止跌企稳对铝价形成一定支撑，且9月传统消费旺季，市场寄望需求预期，故坚挺售价，但从需求端来看，今年仍将处于旺季不旺，且宏观预期偏空仍抑制铝价走势，料9月铝价难现大涨行情，继续维持震荡趋势。

因8月铝价迎来上涨，贸易商操作较为频繁，持货商挺价出货为主，现货基本维持小幅升水状态，市场整体货源仍较为充裕，下游企业受累于淡季订单疲弱及价格高位，备货量相对有限，多维持按需买入，整体成交一般。预计随着9月旺季来临，成交或将有所改善。

华东地区，因山东遭遇台风袭击，引发市场对供应担忧，及新疆某铝厂发生漏炉爆炸停产约50万吨的电解铝产能突发事件影响，8月

铝价迎来一波反弹行情，华东现货铝一举站上 1.4 万，随后受中美贸易战影响，再次陷入震荡行情；截至 8 月底，华东现货铝价格在 14270-14310 元/吨之间，较 7 月底上涨 380 元。华南地区，截至 8 月 30 日，华南铝锭带票价格在 14560-14660 元/吨之间，较 7 月底上涨 420 元，涨幅较华东地区扩大；当地市场货源依旧充裕，贸易商入市积极性较高，8 月虽处消费淡季，但下旬开始，市场寄望 9 月旺季消费，企业反映订单有增加的现象。

本月沪铝主力走势表现偏强，从需求端来看，今年仍将处于旺季不旺，且宏观预期偏空仍抑制铝价走势，料 9 月铝价难现大涨行情，继续维持震荡趋势，沪铝主力暂关注 1.4 万关口支撑，若站稳，整体波动区间则在 1.4-1.45 万区间波动；旺季临近，现货价格或仍表现坚挺，但因缺乏实际利好，中美贸易关系不稳定，上涨动力也许会稍显不足。

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8月--2019年8月沪铝价格走势



图四十：2019年8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 8 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	65401 元/m ²	1.63%
2	深圳	64387 元/m ²	3.44%
3	上海	53320 元/m ²	0.40% ↓
4	厦门	45066 元/m ²	0.23% ↓
5	三亚	33819 元/m ²	0.21%
6	广州	33742 元/m ²	2.11% ↓
7	南京	31539 元/m ²	2.21%
8	杭州	31031 元/m ²	0.82%
9	陵水	30655 元/m ²	0.42% ↓
10	福州	25595 元/m ²	3.47% ↓

8 月房地产投资和新开工增速连续 4 月下滑、基建投资增速有所回升。从下游宏观看，今年以来房地产需求旺于基建。前期基建投资增长不高，主要是由于今年大规模减税降费举措，地方政府财政收入受到一定影响。房地产火热行情则延续到 5 月，主要是由于 3 月的货币宽松，有多数直接或间接流入了房地产，这一情况从 5 月起发生了逆转，5 月，银保监会下发“23 号文”，要求严格管理银行及信托对开发商的融资后，信托、海外债、银行贷款等监管新政频出，房企融资

大门一道道被关闭。

8月基建投资增速回升。1-8月份，全国固定资产投资40.06万亿元，同比增长5.5%，增速比1-6月份回落0.2个百分点。1-8月份，基础设施投资同比增长4.2%，增速比1-7月份加快0.4个百分点。其中铁路运输业投资增长11%，增速回落1.7个百分点；道路运输业投资增长7.7%，增速环比加快0.8个百分点。水利管理业投资增长0.7%，1-7月份为下降0.3%，公共设施管理业投资下降0.3%，1-7月份为增长0.1%。

前期基建投资增长不高，主要是由于今年大规模减税降费举措，地方政府财政收入受到一定影响。为提振基建，9月4日，李克强总理主持召开国务院常务会议时要求，提前下达2020年专项债部分新增额度，确保明年初即可使用见效，基建投资回暖信号强烈。长期来看，中国的基础设施增长还有很大潜力，整体存量水平大约相当于发达国家的30%，在民生领域、区域发展方面，还有大量基础设施投资需求。

房地产投资、新开工增速连续4月下滑。2019年1-8月份，全国房地产开发投资增长10.5%，增速环比回落0.1个百分点。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，1-7月同比增长5.69%。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，1-6月份土地购置费增长22.00%，增速环比下降2.2个百分点。

新开工增速下滑，工程进度减缓。1-8月份房屋新开工面积增长8.9%，增速环比下降0.6个百分点，房屋竣工面积同比下降10.00%，降幅环比缩窄1.3个百分点，房屋施工面积同比增长8.8%，增速环比下降0.2个百分点。

前瞻性指标：单月销售面积增速环比大增。1-8月份房地产开发企业土地购置面积同比下降25.6%，降幅比1-7月份缩窄3.8个百分点；

土地成交价款下降 22.6%，降幅环比缩窄。1-8 月份，商品房销售面积同比下降 0.6%，降幅比 1-8 月份缩窄 0.7 个百分点，8 月单月销售面积同比增长 4.66%，环比提升 3.49 个百分点；本年资源增速来源于 4 月起持续下滑，1-8 月同比增长 6.6%。

房地产的投资持续回落，主要是受土地购置费滞后性的影响，同时新开工面积增速也在回落。7 月 30 日中央政治局会议第一次出现“不将房地产作为短期刺激经济的手段”，这表明了国家对房地产市场继续调控的决心。近期，银保监会主席郭树清表示，银保监会聚焦打好防范化解金融风险攻坚战，遏制房地产金融化泡沫化倾向。上海银保监局进一步落实相关银保监会信托部关于房地产信托规模和通道业务规模“双压降”要求，确保三、四季度末辖内房地产信托业务规模和通道业务规模持续下降。

近期不少地产企业停止拿地，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，房地产开发投资继续回落，而施工端在上半年高开工率的支持下将会平稳运行。