

二〇二一年 7 月

国际国内经济形势分析

二〇二一年八月二十三日

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	22
1、黄金	22
2、石油	26
3、人民币汇率	28
二、国内经济形势	31
(一)国内主要经济指标	31
1、国内生产总值(GDP)	32
2、居民消费价格指数(CPI)	33
3、生产者物价指数(PPI)	33
4、固定资产投资	34
5、财政收入	34
6、对外贸易进出口	35
7、狭义货币、广义货币(M1、M2)	35
(二)国内大宗商品价格趋势	36
1、钢铁	36
2、铜	40
3、焦炭	44

4、水泥	46
5、铝	49
6、房价	52

国际国内经济形势分析报告

新冠病毒德尔塔变异毒株蔓延全球，全球经济复苏之路越来越复杂，疫情带来的不确定影响及长期宽松货币政策带来的负面影响随时可能影响经济复苏进程。美国就业市场一片欣欣向荣，经济活动正在加速恢复，经济的韧性犹存；欧元区经济强劲反弹，就业数据超预期，但受全球疫情发展和地缘政治风险上升的影响，欧元兑美元汇率承压；日本经济增速虽由负转正，但因动力不足而增长乏力；俄罗斯国内经济和劳动力市场正迅速复苏；疫情形势严峻令内需复苏乏力，印度经济短期内或难以恢复。反观国内，受外部不确定因素增加和国内汛情、疫情影响，部分主要指标增速有所回落，但是从累计来看，主要宏观指标仍处在合理区间，经济总体延续了恢复态势。但全球疫情持续演变，世界经济复苏不确定性增大，国内经济恢复仍面临不少挑战，生产制约因素增加，一些结构性问题依旧存在。

新冠肺炎疫情暴发之后，全球都采取了宽松的宏观政策来刺激需求，令全球总需求扩张，从而暂时掩盖了需求不足的问题。尽管全球经济的结构性问题并未得到解决，但在政策刺激之下，经济增长在短期内进入了快车道。预计全球刺激需求的宽松政策还会延续一两年，而疫苗接种也会让疫情对经济活动的影响逐步降低。其实，自从2008年全球金融危机爆发后，实体经济与虚拟经济的分离就开始加剧了。从当前来看，一方面，新冠肺炎疫情给全球实体经济增长造成

了新的冲击；另一方面，以美国为代表的发达经济体，在新冠肺炎疫情后宏观政策的扩张速度更是史无前例。因此，疫情后实体经济与虚拟经济之间的分离可能会进一步加剧，这会给未来的资产价格泡沫与潜在金融危机埋下新的种子。

美国就业表现指向经济增长动能强劲。作为美国经济的“晴雨表”，美国就业市场年初以来持续加速修复。就业总量高增的同时，美国就业质量也大幅提升。高景气的就业市场，源源不断地吸引着美国居民重返劳动力市场，劳动参与率大幅反弹。不过受疫情干扰美国部分服务业、政府部门就业修复相对缓慢。随着越来越多的劳动力回归，叠加经济增长势能强劲、企业招工需求旺盛，美国经济整体有望在2022年初恢复至疫前水平。

欧元区二季度经济增速符合预期，欧元兑美元窄幅震荡。受疫情限制措施放松影响，在短暂的状态低迷后再次刺激了经济的增长。此外，受全球疫情发展和地缘政治风险上升的影响，外汇市场的避险情绪明显加重。尽管欧元区的就业数据超预期，但也没能为欧元提供进一步的上行支持，欧元兑美元汇率面临明显的压力。

日本经济复苏前景不容乐观。疫情控制不力和个人消费持续疲软成为日本经济复苏滞后的重要原因。今年以来，全球主要经济体快速回暖、拉动日本出口持续增长，但进出口相抵后的净出口减少，外需对日本经济增长的贡献被挤压。国际市场原材料价格大幅上涨，令日本制造业承压。未来输入性通胀有可能从制造业传导至非制造业，削弱日本国内的购买力，进一步拖累日本经济复苏。

俄罗斯国内经济和劳动力市场正迅速复苏。为缓解疫情带来的劳动力市场萎缩和失业率增加，俄罗斯加大了对公民创业和中小企业发展的扶持力度，积极稳固和扩大就业岗位。目前，俄罗斯国内的失业率已降至疫情期间的最低水平。预计今年俄罗斯经济将增长 3.8%，这是自 2012 年以来的最快增长。

疫情冲击内需，印度经济短期难言复苏。为扭转经济颓势，印度政府相继放松多项疫情防控措施，但国内经济并未见明显起色。疫情形势严峻令内需复苏乏力，印度经济短期内或难以恢复。而且印度政府出台的政策主要着眼于供给端，对需求端的刺激很少。由于印度经济问题的症结在于需求不足，因而这些政策短时间内效果不会很明显。

2021 年 7 月年国际主要大宗商品总体呈现高位盘整态势。7 月**黄金**表现较强。近期新冠肺炎德尔塔毒株传播迅速，使得市场对于经济前景更加悲观，美债收益率快速下行，黄金金融属性受到支撑，但商品属性承压。欧洲复苏基金计划进入落地阶段。总的来说，新冠肺炎对经济扰动持续，欧美货币及财政继续宽松，给黄金带来支撑。全球需求料将减弱，**原油**价格应声下跌。多国为应对不断上升的新冠病例而实施了进一步出行限制措施，打击了需求前景。因担心随着新病例数攀升，全球需求将减弱，同时美联储释放出将在数月内开始缩减资产购买规模的信号，美元走高油价承压。石油消费大国需求趋软，石油市场已经面临下行压力，而大宗商品吸引力减弱进一步推动油价下跌。**人民币**汇率将持续保持韧性。未来疫情演进仍是影响全球复苏的重要因素，此外通胀

水平保持高位，主要发达经济体货币政策转向步伐可能加快。人民币汇率双向波动将成为常态，这反映出国内外经济周期和货币政策的差异性也将成为持久之势。短期内美元涨势暂歇，人民币汇率料将延续震荡。

总的来看，中国的国民经济延续稳定恢复态势。表现在以下几点：一是生产稳定发展，农业形势总体稳定；二是需求继续增长；三是就业物价总体稳定；四是创新发展韧性增强，新产业发展向好。新能源汽车、工业机器人等新兴产业发展迅速；五是新发展格局构建持续推进，改革创新持续深化，生产分配流通消费循环改善，生产领域保持恢复。但也要看到，当前全球疫情仍在持续演变，外部环境更趋复杂严峻，国内疫情多点散发和自然灾害对部分地区经济产生影响，经济恢复仍然不稳固、不均衡。

2021年上半年GDP(国内生产总值)532167亿元，同比增长12.7%；2021年7月份，CPI(全国居民消费价格)同比上涨1.0%；2021年7月份，PPI(全国工业生产者出厂价格)同比上涨9.0%，环比上涨0.5%；2021年1-7月，全国固定资产投资302533亿元，同比增长10.3%；2021年1-6月，全国一般公共预算收入117116亿元，同比增长21.8%；2021年1-7月，我国货物贸易进出口总值32657亿元，同比增长11.5%；2021年7月末，广义货币(M2)余额230.22万亿元，同比增长8.3%。

2021年7月国内主要商品价格走势大多呈震荡上升趋势

势。7月全国**钢材**价格呈现整体偏强调整，虽然遭受了天灾台风跟疫情影响，但是由于供应关系紧张，原材料价格始终偏高，与往年淡季不同今年全国价格居高不下，河南安徽地区受洪水影响下旬出货困难，预计下月初对市场供应造成压力，华东华北受限产影响8月价格或继续走强。7月份**铜价**区间震荡为主，延续6月末以来的低位走势，后半月呈先抑后扬态势。从市场表现来看，铜价暂时承压明显。但国内库存快速去化至历史偏低水平，价格结构也全面转为偏强态势。不过国家储备铜较为充足，中期国家调控大宗商品价格的政策压力仍存。总体来说，近期铜基本面明显好转，预计铜价短期偏强运行。**焦炭**价格偏强运行。焦企生产成本不断增加，且焦企厂内焦炭库存普遍低位，加之近期钢厂积极增库，焦企心态较好，多持看涨态度。焦煤供应偏紧的局面短期难有缓解之策，因下半年复产的焦煤矿十分有限，澳洲焦煤也难言何时会放开进口。但需求端或受粗钢压减产量和环保限产等政策的影响供需偏紧的基本面驱动现货价格，价格近期仍以强势上行为主。下游地产基建走弱，**水泥**产量持续下滑。预计8月专项债发行规模会进一步扩大，基建实物有望加快形成，水泥需求将获得较强支撑。8月份是水泥行业由淡季走向旺季的过渡期，随着下游需求逐步好转，预计水泥产量会出现一定提升。7月沪**铝**再度冲高。就当前基本面而言，库存拐点来临后铝价下方支撑或有所减弱，但年内供应端偏紧局势已难有改变，料铝价仍有继续上行可能，但存在上行承压的可能，后续需警惕适度回调风险，预计8月份铝价或延续高位运行，盘中或有震荡调整可能。**商品房**单月

销售创年内新低。从房价方面来看，最近两个月新房价格总体呈现收窄态势，并且有望延续，进一步体现了政策调控积极有效。二手房方面，则出现了一个重要的信号，二手房价格环比数据出现了非常明显的收窄。在当前各类二手房政策管控下，二手房价格指数或将明显地进入降温通道。

热点：“双减”政策下，教育行业如何破局？

从2018年8月《关于规范校外培训机构发展的意见》的颁布，到2021年6月校外教育培训监管司成立，在“双减”政策落地之前，政府方面已陆续释放出信号，意图整治校外培训乱象。2018至2020年，教育培训类融资数量逐年下降，与此同时，教育股的衰退较为明显。高途的股价较年初下降93.6%，跌幅位列教育股之最，紧随其后是好未来、51talk、新东方等美股上市公司，跌幅皆超80%。在不断紧缩的学科类教学之外，一些校外培训机构开始提前布局素质教育、职业教育、智能学习硬件等领域。只是“双减”政策加快了机构转型的脚步。

针对校外培训机构的整治，最早可推回2017年年底。彼时，上海市教育委员会联合工商局等部门，推出了三项针对民营教培机构的管理文件，提出设置民营教培机构的从业门槛。2018年2月，国家教育部联合民政局、人社局以及工商局，正式颁布《关于切实减轻中小学生学习负担开展校外培训机构专项治理行动的通知》，明确将严格规范整顿面向中小学生学习学科类培训及竞赛活动的培训机构。随后的

一年内，各省市也相继出台了各自的管理文件以落实、细化总体政策。

在一批不合规的机构被整顿、关停的同时，龙头企业的市场份额在不断扩大。2020年疫情的爆发使在线教育需求激增，培训机构的主阵地由线下转线上，在线教育得到前所未有的发展。新东方、好未来等头部教育机构市值飙涨，一年内，新东方市值共增长124亿美元。2020年，教育行业投资并购交易规模高达633亿元，教育培训领域披露的融资金额为985亿元，二者均创下历史新高。

然而，在高涨的投资热情背后，教培机构却面临净利润下滑、增收不增利的窘境。2020、2021财年，好未来分别净亏损1.28亿美元、1.43亿美元。2020年，昂立教育营业收入18.09亿元，同比2019年的23.91亿元下滑24.35%，净利润则为-2.85亿元。大量资金被投注于市场营销，是众多校外培训机构盈利能力下降的主要原因。在线教育成为继电商、游戏之后主流平台的第三大广告主，根本原因在于行业愈发激烈的竞争格局和严重内耗。热门综艺与晚会中不乏它们的身影，猿辅导广告登录鼠年春晚。

虚假宣传行为屡禁不止。今年5月初，市监局组建专案组对新东方、学而思、精锐教育等15家校外培训机构进行重点检查，发现均存在虚假宣传违法行为，并对这些机构分别予以顶格罚款，共计3650万元。在刚刚颁布的《关于进

一步减轻义务教育阶段学生作业负担和校外培训负担的意见》（以下简称《“双减”意见》）中，“强化常态运营监管”被单列一项，以严格控制资本过度涌入培训机构。

从今年1月中纪委点名批评在线教育，到5月21日“双减意见”通过，再到6月15日成立校外教育培训监管司，来自中央层面的监管力度层层加大。7月24日，这项系统性工程终于迎来了一大重要进展，“双减”政策落地了。教育股集体暴跌，或裁员或增持《“双减”意见》从资质批准、资金准入、办学空间、市场营销等多方面严控了学科类校外培训机构的操作空间。其要求，现有学科类培训机构统一登记为非营利性机构，不得占用国家法定节假日、休息日及寒暑假组织学科类培训，不得高薪挖抢学校教师，严禁聘请在境外的外籍人员开展培训活动。政策力度之大，迫使一些公司做出取舍与转变。公开信息显示，高途预计裁员1/3，瓜瓜龙体验课教辅计划裁员50%以上，好未来、新东方相继宣布将取消原定的财报披露以及电话会议。

另有如佳发教育、全通教育等公司相继发布公告称，公司主营业务并非此次“双减”政策严厉打击的K12教育行业，故经营状况未受或不存在直接重大不利影响。受所处行业影响，这些公司的股价在政策发布后一并下跌。公告发布后的数个交易日，作为市场对紧急澄清的反应，该类公司的股价都有一定回升。

如何转型，是摆在每一个校外培训机构面前的问题。眼下，他们的选择主要分为六类——职业教育、素质教育、教育信息化、幼教、教辅材料出版，又或者，坚持在 K12 赛道发力。未来 K9 学科类培训机构或将进入长时间的强监管时代，无论是经营发展还是资本化道路均被限制，同时学前教育培训和高中学科类培训也出现一定的监管风险，因此建议培训机构向政策更加鼓励的素质教育、职业教育、教育科技等方向转型。

如今，素质教育和职业教育，的确成为大多以 K12 教育为主营业务的公司偏好的转型方向。学大教育，昂立教育等多家机构发布公告称，将进一步加大职业教育、国际与基础教育和素质教育领域业务的拓展力度。目前来看，各教培机构已经开始积极向素质、成人职教等领域转型，但这些领域的用户画像、运营模式、教研体系等与 K12 教培都不一样，能否转型成功有待观察。同时，“双减”文件落地后，K12 教培机构的业务空间几乎被完全限制，如果各地完全执行，则行业内相关公司将受到彻底打击，如何在政策框架内做好转型，成为了相关公司生死存亡的关键。

一、国际经济形势

（一）国际主要经济体经济形势

美国就业表现指向经济动能强劲。作为经济的“晴雨表”，美国就业市场年初以来持续加速修复，月均非农新增就业超过60万人。历史经验显示，美国就业市场的起伏，可以很好地反映美国经济的景气波动。比如，2020年疫情爆发后，随着政府实施“封锁”措施，大部分经济活动陷入停滞，美国非农就业人数在2个月内大幅减少了2153万人，占总就业人数的比重高达15个百分点。与之相反，2021年以来，伴随着疫情形势稳定、各州有序推动各类经济活动解封，美国非农就业持续加速修复。1月至7月，非农新增就业月均达到61.7万人，远远高出了2017年至2019年的均值水平。

不仅就业总量高增，美国就业质量也大幅提升，临时工占比持续下滑。美国就业群体，可以分为全职就业者和临时工。回溯历史，美国经济处于高景气状态时，就业群体中，全职就业者占比往往大幅抬升，临时工占比则持续下滑；相反，美国经济景气持续下滑时，临时工占比一般显著上升。2020年疫情爆发后，伴随经济回落，美国临时工占比大幅抬升，并刷新了历史新高。与2020年不同的是，当下美国就业群体中，临时工占比持续大幅下滑。不仅如此，临时工群体中，因企业开工不足等而只能获得临时性工作的就业者占

比骤降，进一步表明美国经济活动正在加速恢复。

高景气的就业市场，源源不断地吸引着美国居民重返劳动力市场，劳动参与率大幅反弹。1月至今，美国劳动力人数“止跌反弹”，由1.59亿人持续增长至1.63亿人。1.63亿的劳动力人数，与疫情前水平，仅差了不到142万人，抹平差距“指日可待”。高景气的就业市场，在吸引越来越多的居民回归劳动力市场的同时，还成功“压低”了失业率，后者在前7个月由6.3%持续回落至5.4%。从最新的调查数据来看，受益于绝佳的就业状况，美国求职者的心态变得越来越积极。

值得注意的是，尽管找工作的劳动力加速增长，但受美国内需增长势能强劲影响，美国企业依然遭遇了有史以来最严重的“用工荒”。美国劳工统计局公布的职位空缺数数据，可以直接反映企业的用工情况，职位空缺数越高、企业用工越紧张。1月以来，虽然重返劳动力市场的美国居民加速增长，但美国的职位空缺数同步大幅抬升，并自2月起连续4个月刷新历史新高。职位空缺数高企背后，反映了美国就业的修复速度，一直没有能充分满足美国内需扩张的需要。为了缓解“用工荒”，美国企业不得不大幅加薪招人，劳动力平均时薪环比增速持续位居历史同期高位。

就业市场，释放的经济信号：疫情等干扰不同部门修复进程。美国交运仓储、休闲酒店等部分服务业的就业修复进

度相对滞后，反映了疫情仍在制约相关经济活动或影响劳动力就业信心。美国就业总量表现亮眼，但不同行业的就业表现存在一定差异。比如，交运仓储业中，出租车、机场后勤、空运、海运等的就业恢复速度，不及仓储、卡车运输、管道运输等。同样的，休闲酒店业中，博物馆、动物园、KTV 等的就业修复，慢于餐饮食宿等。不难发现，这些就业修复相对较慢的行业，都是对病毒暴露风险较大的行业。截至目前，疫情仍在干扰这些行业经营活动的正常展开，或影响劳动力从事这一工作的信心。

美国交运设备、纺织等制造业就业的修复进程也较为缓慢，背后或与生产原料供应短缺、开工不足等有关。与服务业的情况相似，美国制造业内不同行业就业的修复进程不一。不过，不同制造业行业就业的修复速度存异，可能更多与生产原料供应、开工率等有关。比如，耐用品制造业中，“缺芯”、矿石价格大涨，分别拖累了交运设备制造、基本金属制造的就业修复。同时，非耐用品制造业中，因为疫情引发了企业破产潮，石油加工、纺织品制造的就业修复，远落后于食品加工、化工品制造等。

美国政府部门中部分岗位的就业修复较慢，可能是受疫情、地方防疫政策等影响。美国政府部门，可以进一步细分为联邦政府、州政府和市政府部门。截至 7 月，美国联邦政府吸纳的就业规模，已经超过了疫情之前。相反，美国州政

府、市政府的就业水平，依然不及疫情前。与教育、交运等相关的就业恢复较慢，是州政府及市政府就业修复慢于联邦政府的主因。这背后，可能与地方防疫政策导致众多学校停课，以及疫情本身干扰了地方邮储业重启进程等有关。

美国女性劳动参与率持续低企、影响整体就业及经济表现，反映了疫情下很多中小学一直未能正常开学。尽管重返劳动力市场的美国居民大幅增加，但其中更多是男性居民，找工作的女性居民并未明显增加。比如，3月至今，男性劳动力参与率由67.1%升至68.6%，而女性劳动力参与率仅由56.2%缓慢升至56.4%。女性劳动参与率未能明显改善背后，可能与很多中小学一直未能正常开学、导致妈妈们必需照顾小孩有关。

就业未来修复前景，对市场影响：就业修复或将进一步加快，并可能使美联储更加鹰派、加大市场波动。伴随着疫苗接种重新提速、疫情逐步可控，美国前期受疫情影响较大的服务业就业，或将进入加速修复通道。7月中旬以来，美国前期疫苗接种率低、且新一波疫情集中爆发所在的共和党州，疫苗接种速度重新加快。不仅如此，为进一步控制疫情发展，美国联邦政府计划于9月开启加强针接种计划，并考虑要求军人、医生、教师等重点人群强制接种疫苗。结合英国等的疫情防控经验，美国此波疫情或在8月底前后迎来拐点，并且整体经济活动在疫苗的帮助下、有望加速恢复完全

正常。受此影响，交运仓储、休闲酒店等对病毒暴露风险较大的服务业，就业修复趋持续加快。

受益于美国中小学 8 月下旬陆续开学，美国政府部门就业及妇女劳动参与率有望双双获得提振，并推动整体就业修复进一步加快。随着疫苗大规模推广、新增死亡病例持续低企，美国各州已决定推动中小学开学、复课。这无疑将直接带动美国州、市政府部门中教育岗位就业的恢复。同时，也将推动此前居家带孩的妇女，重新回归劳动力市场。

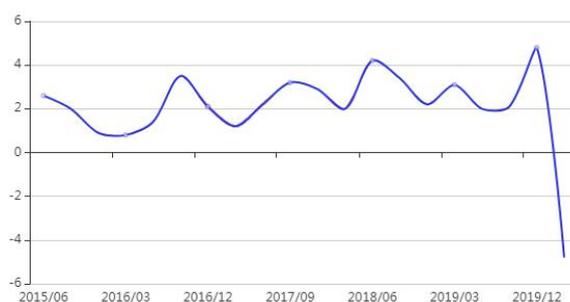
随着越来越多的劳动力回归，叠加经济增长势能强劲、企业招工需求旺盛，美国整体就业有望在 2022 年初恢复至疫前水平。若将当前职位空缺数视作未来就业修复的潜在最大值，美国就业市场将继续吸纳 1034.2 万的劳动力，整体就业人数达到疫情前的 1.2 倍。大量的就业吸纳空间，给美国非农就业的加快修复创造了有利条件。中性情形下，假设非农就业未来每个月平均新增 70 万人，美国前期受疫情冲击而萎缩的就业规模，预计将在 2022 年初恢复至 100%、2022 年底恢复 120%。

以史为鉴，就业修复趋势加快下，需警惕美联储货币政策立场加速转鹰、特别是加息进程提前。一直以来，美联储都将就业的修复进程，作为自身政策立场转向的核心考量因素。比如，2008 年前，在非农就业恢复或超过前一轮周期高点时，美联储往往开启加息。2008 年后，美联储继续紧盯就

业。2013年5月，伴随金融危机时缩减的就业数恢复了75%，美联储释放退出QE信号；2014年10月，就业恢复超100%后，美联储正式退出QE。就业的持续加速修复，进一步给了美联储信心，后者自2014年底开始公开向市场传达即将启动加息的信号。展望本轮美联储政策路径，就业修复的趋势加快，可能以更快的速度开启加息。

对于市场而言，更加鹰派的美联储，可能导致高估值风险资产的波动加剧。最近一段时间，随着就业数据持续大幅改善，美联储转鹰的底气已经越来越足。提前为加息操作“预热”。对于疫情后由极度宽松的流动性环境推高的资本市场而言，美联储政策立场的转鹰，可能导致市场波动显著加大，尤其是当下估值处于历史高位的部分风险资产。

图一：美国GDP增幅年率走势图（季度）



欧元区二季度经济增速符合预，欧元兑美元窄幅震荡。据欧盟统计局数据，欧元区第二季度GDP增长修正值为2%，与初值一致；就业率环比增长0.5%。欧元区GDP与去年同期相比增长了13.6%，当时是欧元区经济被疫情侵袭的最严重阶段，比欧盟统计局早先在7月底发布的13.7%的初值略有

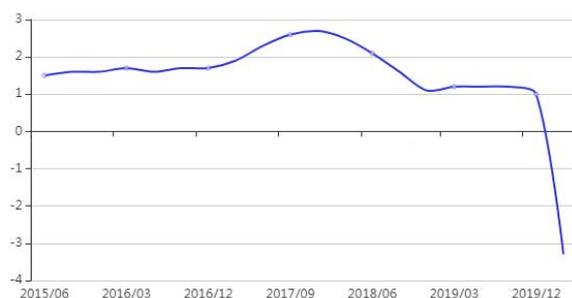
下调。同时，欧盟的 GDP 在第二季度环比增长了 1.9%，就业
率增长 0.6%

在短暂的状态低迷后，疫情限制措施的放松再次刺激了
该地区的经济增长。GDP 增长推动了 4 至 6 月期间的就业率
上升。数据还显示，第二季度欧元区 19 国的就业率较上一
季度增长 0.5%，与去年同比增长 1.8%，与路透调查的经济
学家的预测一致。此前在今年第一季度，欧元区 GDP 下降了
0.3%，欧盟下降了 0.1%。

与去年同期相比，今年第二季度，欧元区经调整后的 GDP
同比增长了 13.6%，欧盟增长了 13.2%，而上一季度欧元区
和欧盟的 GDP 均下降了 1.3%。尽管欧元区经济在第二季度强
劲反弹，但仍比 2019 年底低约 3%。从地区来看，在欧元区
最大的经济体中，西班牙和意大利的 GDP 增幅最大，该季度
分别增长 2.8%和 2.7%。意大利是去年欧元区受疫情打击最
严重的国家之一，在今年第一季度也实现了增长。德国和法
国的 GDP 增长相对较为温和，分别为 1.5%和 0.9%。

受全球疫情发展和地缘政治风险上升的影响，外汇市
场的避险情绪明显加重，支持了美元的买盘，欧元兑美元也
脱离了 1.1800 上方的高点，逐步向 1.1750 发展。尽管欧元区的
就业数据超预期，但也没能为欧元提供进一步的上行支持，
欧元兑美元汇率面临明显的压力。欧元兑美元仍陷于窄幅区间
震荡，如果晚些时候美国零售数据疲软则有望再次回升。

图二：欧元区 GDP 同比增幅走势图（季度）



日本经济复苏前景不容乐观。二季度日本实际国内生产总值（GDP）环比微升 0.3%，按年率计算上涨 1.3%。经济增速虽由负转正，但因动力不足而增长乏力。疫情控制不力和个人消费持续疲软是日本经济复苏滞后于全球主要经济体的重要原因。数据显示，受三次宣布部分地区进入“紧急状态”影响，日本二季度经济活动继续受到抑制，占日本 GDP 比重二分之一以上的个人消费仅环比上升 0.8%，被经济学家视为此前明显下跌后的补涨。今年一季度，日本经济再现负增长，实际 GDP 环比下降 1%，其中个人消费环比下降 1.4%。

今年以来，全球主要经济体快速回暖、拉动日本出口持续增长，内需的另一支柱——民间企业设备投资二季度由降转升，环比增幅 1.7%。受海外主要市场旺盛需求拉动，日本上半年出口同比大增 23.2%，超过 2019 年同期水平。外需方面，二季度日本货物及服务贸易出口环比增长 2.9%，进口环比增幅达 5.1%，进出口相抵后的净出口减少，外需对日本经济增长的贡献被挤压。

出口及其带动的设备投资增长对二季度日本经济复苏

功不可没。不过，由于疫情控制不力，日本政府今年以来被迫三次发布紧急状态令，个人消费持续受到抑制，很难成为经济复苏的有力支撑。在疫情得不到遏制、经济活动受限、就业环境恶化、收入不断下降背景下，日本民间消费很难强势增长。总务省日前公布的数据显示，二季度日本失业人数同比增加 9%至 233 万人，其中约三分之一的失业者失业时间超过一年。疫情的长期化令日本国内相关行业持续低迷，失业人口居高不下，也成为拖累民间消费的因素。

由于德尔塔毒株迅速扩散，日本 7 月中旬以来被迫再次实施为期 7 周多的紧急状态，目前来看，实施范围扩大、期限延长的可能性仍存。受其影响，个人消费仍将受到拖累。全球经济复苏也存在各种不确定性，日本出口及设备投资将面临下行风险，经济复苏前景不容乐观。今年春季以来，国际市场原材料价格大幅上涨，令日本制造业承压。未来输入性通胀有可能从制造业传导至非制造业，削弱日本国内的购买力，进一步拖累日本经济复苏。

图三：日本增幅年率走势图（季度）



俄罗斯国内经济和劳动力市场正迅速复苏。今年上半年

俄罗斯国内生产总值（GDP）同比增长 4.6%，高于此前预期；其中今年第二季度 GDP 同比增长 10.1%，与疫情前的 2019 年第二季度相比增长 1.5%。预计今年俄罗斯经济将增长 3.8%，这是自 2012 年以来的最快增长。近日，国际货币基金组织、世界银行和欧洲复兴开发银行也分别提高了对俄罗斯 2021 年经济增长率的预测。

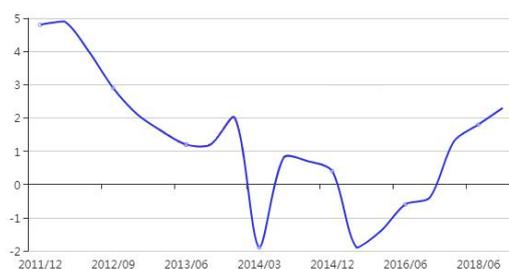
俄罗斯总统普京在战略发展和国家专项规划委员会会议上指出，俄国内经济和劳动力市场正在迅速复苏，总体上克服了新冠肺炎疫情的不利影响。今年以来，在石油等全球大宗商品价格上涨的背景下，俄罗斯通过优化宏观经济政策调整、提高居民收入和就业率以及大力发展高新技术产业等措施，加快推进经济复苏进程。

为缓解疫情带来的劳动力市场萎缩和失业率增加，俄罗斯加大了对公民创业和中小企业发展的扶持力度，积极稳固和扩大就业岗位。目前，俄罗斯国内的失业率已降至疫情期间的最低水平。针对青年群体和失业率较高的地区，俄政府近期还分别专门制定了相应的扶持措施，并计划年内斥资约 100 亿卢布（1 美元约合 73 卢布），为 16.88 万人提供职业培训和附加职业教育，进一步提升就业率和人均工资水平。2021 年俄罗斯居民实际可支配收入将增长 3%。

工业生产的恢复和发展也为经济整体复苏提供了动力。今年上半年，俄罗斯工业产值持续恢复，6 月的工业产值较

2019 年同期高出 2.3%。化工、食品加工、冶金、轻工业、机械工程等行业显现积极势头，表明俄罗斯制造业和整体经济具有进一步增长的前景。此外，农业、建筑业领域的增长也为国家经济复苏提供了有力支持。

图四：俄罗斯 GDP 同比增幅走势图（季度）



疫情冲击内需，印度经济短期或难恢复。印度第二波新冠肺炎疫情在今年 5 月达到高峰，逐步趋缓后近期又出现反弹。为扭转经济颓势，印度政府自 6 月初开始相继放松多项疫情防控措施，但国内经济并未见明显起色。疫情形势严峻令内需复苏乏力，印度经济短期内或难以恢复。

印度经济增长主要依靠国内消费推动，尽管疫情防控措施放松，但消费需求并未随之释放。由于疫情肆虐，大部分印度民众的实际收入和收入预期下降，加之物价上涨，消费需求受到明显抑制，经济复苏严重受挫。

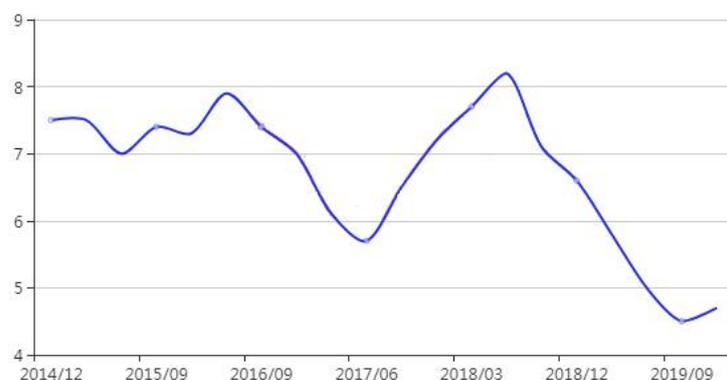
一方面，印度疫情最严重的地区也是经济较发达的地区，病毒传播和频繁封锁使这些地区的家庭遭受疾病、死亡以及收入锐减的打击。构成劳动力重要组成部分的外来务工人员经历了失业、返乡、回城、再失业的窘境。另一方面，印度通胀压力明显上升。在食品和燃料成本上升推动下，5

月和6月印度通胀水平走高，连续两个月高于印度央行设立的6%通胀上限。

以印度首都新德里为例，当地商业机构因第二波疫情影响短暂关闭后重新开放，但营业时间和营业面积均被要求缩减。高档商场和餐馆里的客流量已恢复到疫情前的70%至80%，但面向中低收入民众的市场里大多数店铺仍然关闭，客流也十分稀疏。第二波疫情来势汹汹，很多店铺难以维持经营，都在转让或招租。7月底，印度南部喀拉拉邦及相邻地区报告大量感染病例，同时部分地区感染数回升，引发印度国内对第三波疫情的担忧，民众消费活动趋向保守。

印度政府迄今出台的政策主要着眼于供给端，对需求端的刺激很少。由于印度经济问题的症结在于需求不足，因而这些政策短时间内效果不会很明显。第二波疫情对印度大量中小微企业构成冲击，其对印度经济的影响将持续更长时间。同时，出于对第三波疫情暴发的担忧，印度民众消费意愿严重受挫。

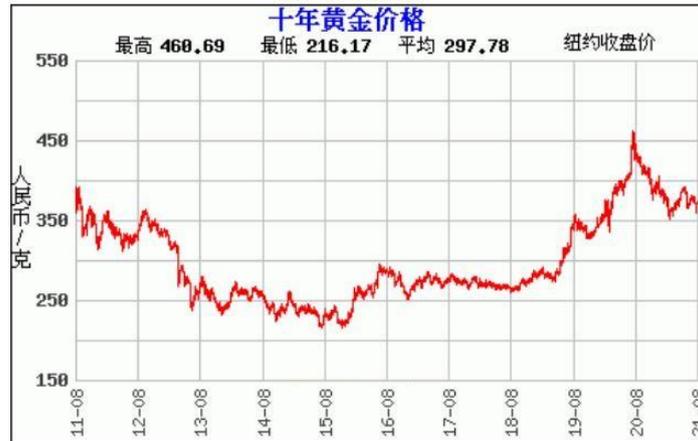
图五：印度 GDP 同比增幅走势图（季度）



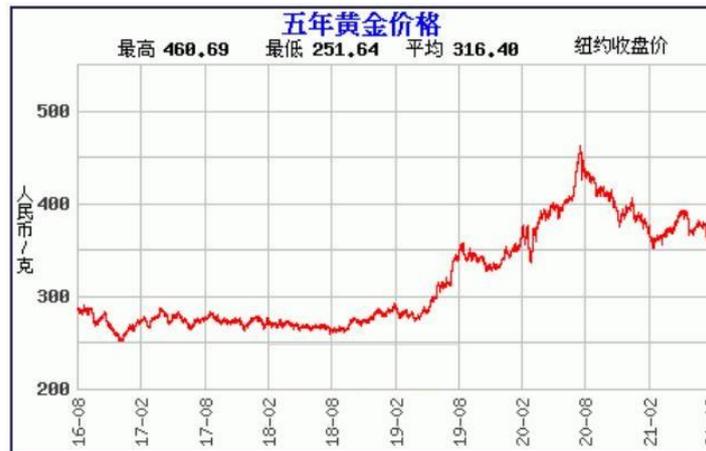
(二) 国际大宗商品价格趋势

1、黄金

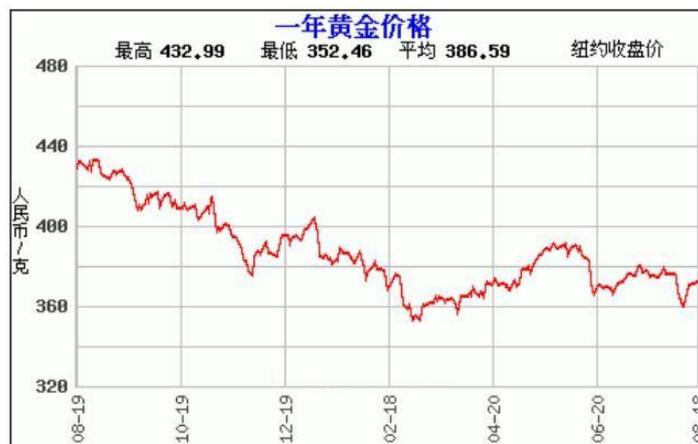
图六：十年黄金价格走势



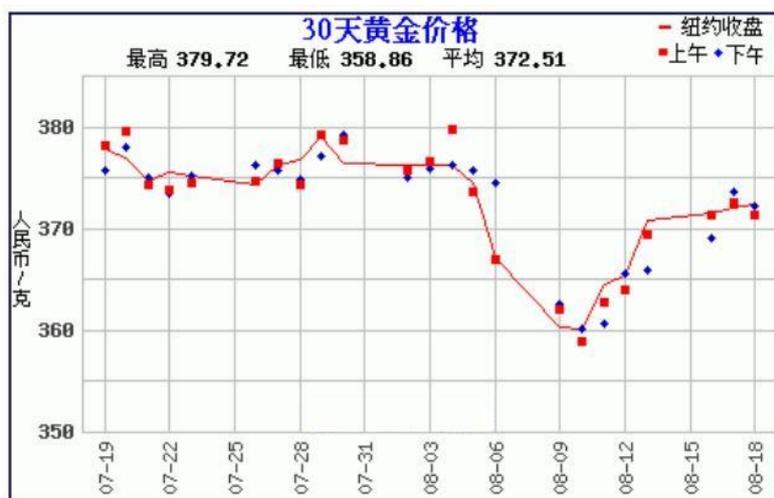
图七：五年黄金价格走势



图八：2020年7月--2021年7月黄金价格走势



图九：2021年7月国际黄金价格走势



7月，黄金表现较强。近期新冠肺炎德尔塔毒株传播迅速，使得市场对于经济前景更加悲观，美债收益率快速下行，黄金金融属性受到支撑，但商品属性承压。随着欧美央行议息会议结果出炉，货币宽松立场未变。

7月以来，全球新冠肺炎新增确诊病例数快速上涨，新冠肺炎德尔塔毒株正在加速传播，打压全球经济复苏前景，资本市场显现一定压力，避险需求略有上升。美国方面，经济虽有明显复苏迹象，但美联储议息会议仍然偏鸽，美国财政遭遇债务上限。7月美国经济数据总体向好，通胀压力进一步显现。美国7月Markit制造业PMI升至纪录高位63.1，分项指标价格指数则攀升至2007年以来新高，订单积压量创纪录第二高。

受招聘难等因素制约，7月服务业PMI从一个月前的64.6降至59.8，创五个月新低。美国6月CPI环比升0.9%，创2008年6月以来新高，预期升0.5%；CPI同比升5.4%，

续创 2008 年 8 月以来新高，预期升 4.9%。美国 6 月核心 PCE 物价指数同比增长 3.5%，创 1991 年 7 月以来新高；预期为增长 3.7%，前值增长 3.4%。美国 6 月份个人支出环比增长 1%，高于预期。

不过美国初请失业金人数连续几周超预期，美国至 7 月 24 日当周初请失业金人数 40 万人，预期 38 万人，美国就业情况仍待进一步恢复。美联储 7 月议息会议并未释放缩减宽松信号，鲍威尔对于收紧货币仍然谨慎。美联储在会议声明中提到，美国经济已经朝着缩减量化宽松所需的目标取得了进展，未来几次会议上将继续评估进展。

财政政策方面，美国 1.2 万亿美元基建计划通过参议院程序性投票。但同时，参议院民主党人也在极力推动另外一项规模达 3.5 万亿美元的支出议案。众议院议长佩洛西则指出，除非参议院通过 3.5 万亿美元的新支出议案，否则她不会让众议院对 1.2 万亿美元的基建议案进行投票。此外，值得注意的是，美国财政部因债务上限问题已暂停发行州和地方政府债券，两党间的持续博弈可能使得美国财政无法发挥应有功能。

欧洲方面，欧央行维持鸽派立场，复苏基金计划持续推进。欧洲央行会议纪要出炉，其中最重要内容是将中期通胀目标从“接近但低于 2%”修改为“2%”，这意味着可能会有“通胀略高于目标的过渡期”。欧洲央行执委帕内塔表示，

欧洲央行不会过早加息，而是可能会允许欧元区经济过热，以保证物价稳定。经济数据显示，欧洲经济继续复苏。同时，工业景气指数在今年连续上升后再创历史新高，服务业景气指数升至 2007 年 8 月以来最高水平。欧元区通胀上行，但目前压力仍然不大。欧元区 6 月份 CPI 终值同比上升 1.9%，环比上升 0.3%，符合预期及初值。6 月份核心 CPI 同比上升 0.9%。财政政策方面，欧盟复苏基金计划逐渐落地，已批准意大利、法国、奥地利以及西班牙等 12 个成员国的经济复苏计划。总的来说，全球经济再遇疫情考验，货币政策及财政政策维持宽松态势，经济复苏趋势暂未受阻，总体呈持续好转之势。

新冠肺炎变异毒株加速传播，打压全球经济复苏前景，市场避险情绪有所上升。美国经济复苏趋势未变，但美联储议息会议立场仍然偏鸽，仍未释放明确缩减购债信号。欧央行维持鸽派立场，修改通胀目标，欧洲复苏基金计划进入落地阶段。总的来说，新冠肺炎对经济扰动持续，欧美货币及财政继续宽松，实际利率仍在低位，给黄金带来支撑。短期黄金或保持宽幅震荡运行态势，长期来看，在美联储缩减宽松的预期下，黄金压力仍将显现。

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7月--2021年7月石油价格走势图



图十三：2021年7月份石油价格走势



全球需求料将减弱，原油价格应声下跌。美油下跌 1.77 美元，跌幅为 2.7%，为 5 月 21 日以来最低；布油下跌 1.78 美元，跌幅为 2.6%，报收 66.45 美元/桶。两大指标合约已经连续六天下跌，是自 2020 年 2 月以来持续时间最长的一轮跌势。投资者纷纷从油市撤出，因担心随着新病例数攀升，全球需求将减弱，同时美联储暗示将在数月内开始缩减资产购买规模，美元走高油价承压。

石油市场在 2021 年上半年有所回升，但自 7 月初以来下跌了约 15%。就在主要石油生产国准备增加供应之际，新一波病毒感染已经打击了全球旅行并威胁到经济活动。亚洲的实物市场疲软，石油消费大国需求不旺，印度出售战略储备石油。过去一个月，世界上最大的石油消费国美国与病毒有关的死亡人数激增。

多国为应对不断上升的新冠病例而实施了进一步出行限制措施，打击了需求前景。而且 7 月美国的一些数据也有

些疲软，这都促使油价走软。美油期货价格回落到第二季度构建的 57-65 美元震荡区间。这与过去几个月看到的水平相比，有相当大的下降，而且肯定反映出人们对德尔塔毒株病例扩散及其对第四季增长的影响越来越担忧。

美元触及九个月高位，此前一天美国联邦储备理事会上次政策会议记录显示，政策制定者正在考虑今年减少新冠疫情时期的刺激措施。美元走强使得以美元计价的石油对其他货币的持有者来说更加昂贵。随着美联储准备为经济降温，美元正在大幅走强。因为石油消费大国需求趋软，石油市场已经面临下行压力，而大宗商品吸引力减弱进一步推动油价下跌。

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7月--2021年7月美元兑人民币走势图



图十七：2021年7月份美元对人民币走势图



人民币汇率将持续保持韧性。7月我国外汇市场供求基本平衡。从主要指标表现看，银行结售汇和非银行部门涉外收支均呈现顺差，规模分别为98亿美元、183亿美元，均低于上半年月均水平，表明外汇收支及外汇供求更加均衡。截至7月末，外汇储备余额为32359亿美元，较6月末增长0.68%，主要受非美货币相对美元走强、全球资产价格上涨等因素影响。

从结售汇意愿来看，7月市场主体结售汇意愿总体稳定。数据显示，7月结汇率与售汇率均与近几个月的平均水平相当，体现市场主体交易和预期基本稳定。其中，衡量结汇意愿的结汇率，也就是客户向银行卖出外汇与客户涉外外汇收入之比为69%；衡量售汇意愿的售汇率，也就是客户从银行买汇与客户涉外外汇支出之比为64%。

在主要渠道跨境资金流入流出方面，整体上，7月呈现出“合理有序、总体均衡”的态势。具体来说，7月货物贸易跨境收支延续顺差格局，外商来华直接投资净流入保持高位；外资继续净增持境内债券，显示人民币资产的吸引力依然较强。另一方面，企业分红派息进入季节性高峰，与往年同期水平相当；服务贸易跨境资金净支付继续低位运行，境内主体对外直接投资总体稳定。当前，全球疫情仍在持续演变，世界经济不平衡复苏，外部环境更趋复杂严峻。但我国经济持续稳定恢复，发展动力不断增强，金融市场双向开放

稳步推进，外汇市场成熟度进一步提升，将为我国外汇收支形势平稳发展提供有力支撑。

央行日前发布的第二季度货币政策执行报告指出，未来疫情演进仍是影响全球复苏的重要因素，此外通胀水平保持高位，主要发达经济体货币政策转向步伐可能加快，全球尤其是新兴经济体跨境资本流动、汇率和金融市场波动加大等问题均值得关注。在此背景下，有业内人士认为，新兴市场已采取提前加息和增加外汇储备以应对资本外流和货币贬值，因而美联储货币政策常态化对新兴市场货币的影响将弱于上一轮。其中，人民币汇率市场化程度加深、人民币资产的价值优势或使得人民币较其他亚洲货币对美元更具韧性。

央行在第二季度货币政策执行报告提出将“推动实际贷款利率进一步降低”，这意味着货币市场流动性可能进一步边际宽松。对于人民币而言，市场化程度的加深使得其双向波动特征有所强化，贸易顺差扩大、外汇储备增加、人民币资产的高配置价值将使得人民币汇率保持韧性。考虑到报告还指出，人民币汇率双向波动将成为常态，这反映出国内外经济周期和货币政策的差异性也将成为持久之势。短期内美元涨势暂歇，人民币汇率料将延续震荡。

二、国内经济形势

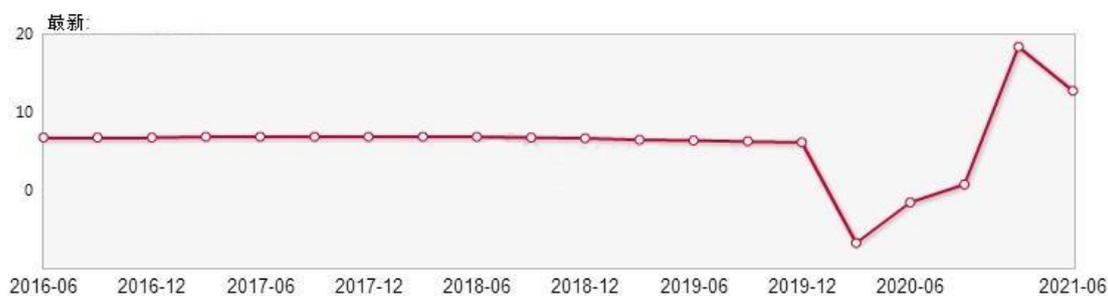
2021年上半年GDP(国内生产总值)532167亿元，同比增长12.7%；2021年7月份，CPI(全国居民消费价格)同比上

涨 1.0%；2021 年 7 月份，PPI（全国工业生产者出厂价格）同比上涨 9.0%，环比上涨 0.5%；2021 年 1-7 月，全国固定资产投资 302533 亿元，同比增长 10.3%；2021 年 1-6 月，全国一般公共预算收入 117116 亿元，同比增长 21.8%；2021 年 1-7 月，我国货物贸易进出口总值 32657 亿元，同比增长 11.5%；2021 年 7 月末，广义货币 (M2) 余额 230.22 万亿元，同比增长 8.3%。

1、GDP

上半年国内生产总值 532167 亿元，按可比价格计算，同比增长 12.7%，比一季度回落 5.6 个百分点；两年平均增长 5.3%，两年平均增速比一季度加快 0.3 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%；二季度增长 7.9%，两年平均增长 5.5%。分产业看，上半年第一产业增加值 28402 亿元，同比增长 7.8%，两年平均增长 4.3%；第二产业增加值 207154 亿元，同比增长 14.8%，两年平均增长 6.1%；第三产业增加值 296611 亿元，同比增长 11.8%，两年平均增长 4.9%。从环比看，二季度国内生产总值增长 1.3%。

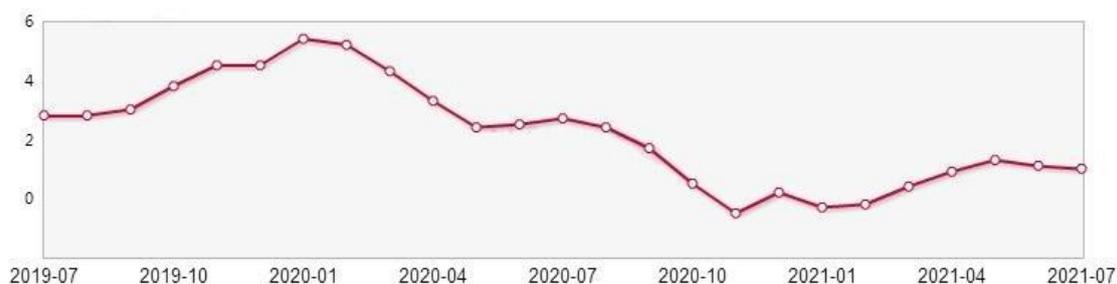
图十八：中国 GDP 同比增幅走势图



2、CPI

2021年7月份，全国居民消费价格同比上涨1.0%。其中，城市上涨1.2%，农村上涨0.4%；食品价格下降3.7%，非食品价格上涨2.1%；消费品价格上涨0.6%，服务价格上涨1.6%。1—7月平均，全国居民消费价格比去年同期上涨0.6%。7月份，全国居民消费价格环比上涨0.3%。其中，城市上涨0.3%，农村上涨0.2%；食品价格下降0.4%，非食品价格上涨0.5%；消费品价格上涨0.1%，服务价格上涨0.6%。

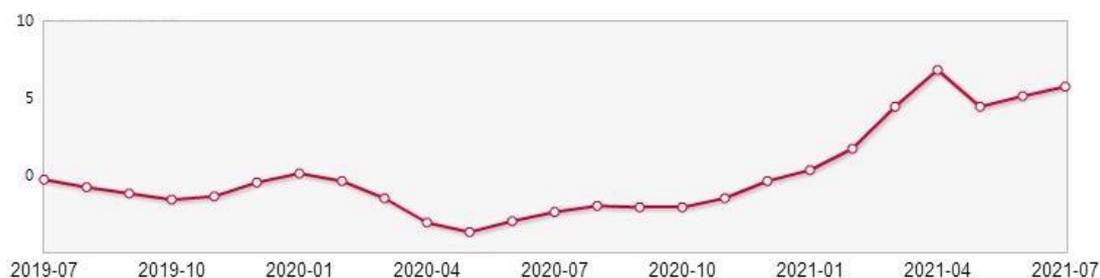
图十九：中国 CPI 同比增幅走势图



3、PPI

2021年7月份，全国工业生产者出厂价格同比上涨9.0%，环比上涨0.5%；工业生产者购进价格同比上涨13.1%，环比上涨0.9%。1—7月平均，工业生产者出厂价格比去年同期上涨5.7%，工业生产者购进价格上涨7.9%。

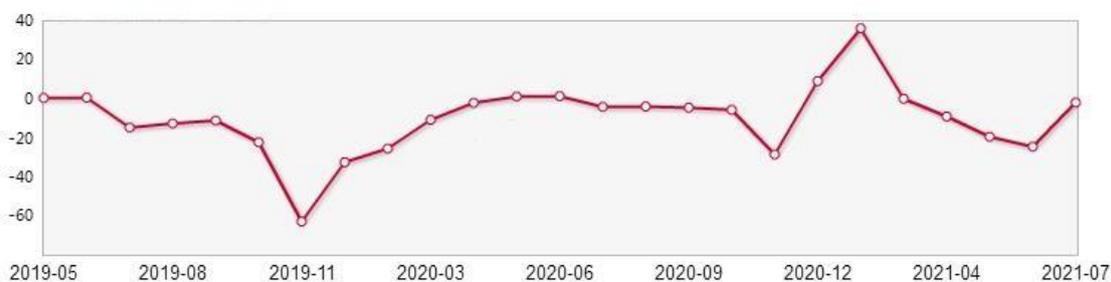
图二十：中国 PPI 同比增幅走势图



4、固定资产投资

1—7 月份，全国固定资产投资（不含农户）302533 亿元，同比增长 10.3%；比 2019 年 1—7 月份增长 8.7%，两年平均增长 4.3%。其中，民间固定资产投资 173473 亿元，同比增长 13.4%。从环比看，7 月份固定资产投资（不含农户）增长 0.18%。

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—6 月累计，全国一般公共预算收入 117116 亿元，同比增长 21.8%。其中，中央一般公共预算收入 54624 亿元，同比增长 23.2%；地方一般公共预算本级收入 62492 亿元，同比增长 20.6%。全国税收收入 100461 亿元，同比增长 22.5%；非税收入 16655 亿元，同比增长 17.4%。

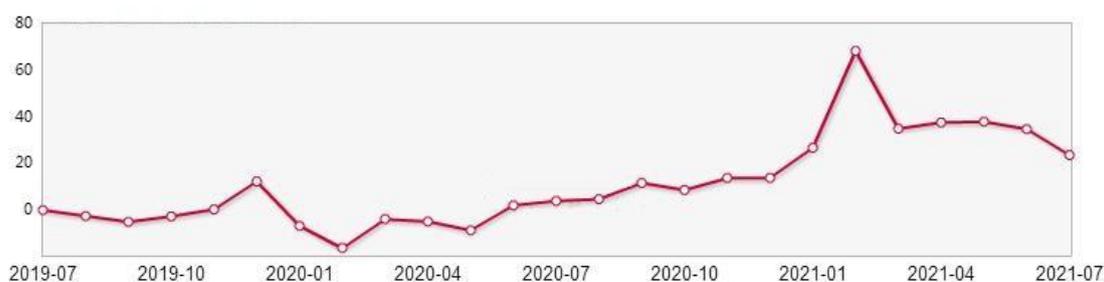
图二十二：中国财政收入趋势图



6、对外贸易进出口

7 月份，货物进出口总额 32657 亿元，同比增长 11.5%。其中，出口 18142 亿元，同比增长 8.1%；进口 14515 亿元，同比增长 16.1%。进出口相抵，贸易顺差 3627 亿元。1-7 月份，货物进出口总额 213417 亿元，同比增长 24.5%。其中，出口 116626 亿元，同比增长 24.5%；进口 96792 亿元，同比增长 24.4%。

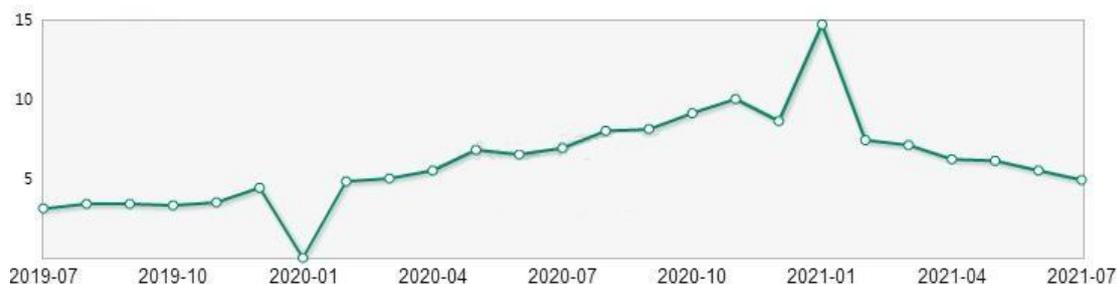
图二十三：中国进出口总值同比增幅走势图



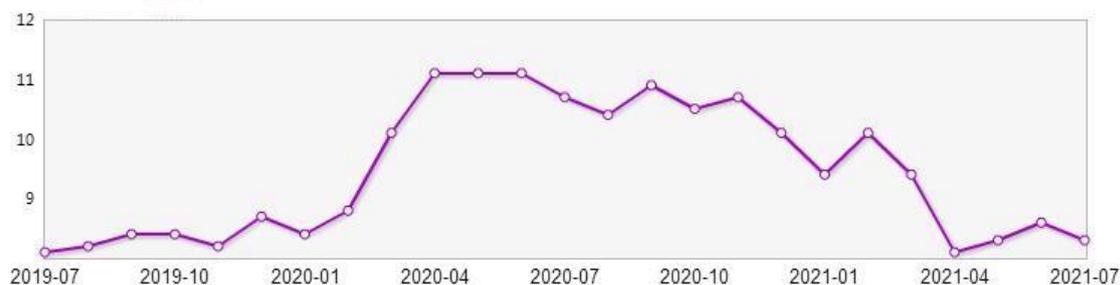
7、M1、M2

7 月末，广义货币 (M2) 余额 230.22 万亿元，同比增长 8.3%，增速分别比上月末和上年同期低 0.3 个和 2.4 个百分点；狭义货币 (M1) 余额 62.04 万亿元，同比增长 4.9%，增速分别比上月末和上年同期低 0.6 个和 2 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

7月全国建材价格呈现整体偏强调整，从各地区价格对比来看，华东地区环比6月偏强380元/吨，华北地区偏强600元/吨，西南地区偏强630元/吨，这个7月虽然遭受了天灾台风跟疫情影响，但是由于供应关系紧张，原材料价格始终偏高，与往年淡季不同今年全国价格居高不下，河南安徽地区受洪水影响下旬出货困难，预计下月初对市场供应造成压力，华东华北受限产影响8月价格或继续走强。

7月国际钢市震荡偏强运行。美国市场，美国国内粗钢产量为186.8万净吨，产能利用率为84.6%。产量同比增长38.4%，环比增长0.5%；欧洲市场，尽管由于钢厂维护，其第二季度粗钢产量下降了6%，但在活跃的市场氛围中，销量有所上涨，利润率创新高。亚洲市场，国内钢价整体震荡偏

强调整，淡季高温多雨情况下，下游需求释放不佳，然全国各地限产限产，计划逐步落实，市场投机需求增加，预计偏强调整为主。

7月盈利空间较上月大幅上涨，全国步入高温多雨台风影响，以及近期疫情的加重，整个终端需求比较低迷，但当下钢厂的限产政策的落实，螺纹价格持续走高。由于对原材料需求的减弱，叠加铁矿石供应持续增加，当下铁矿石价格大幅下跌，本月下跌将近200元/吨。螺纹涨，原材料铁矿大幅下跌，钢厂利润近期大幅上涨。8月来看，迎来传统的施工淡季，下游需求端或持续低迷，随着螺纹价格上涨，政府会采取各种措施缓解价格上涨给中小企业带来的成本压力。预计下月钢价走势主流震荡偏强运行，下月中小钢企盈利空间较本月先涨后收缩。

7月华东成交量整体呈现下滑趋势，7月钢价受限产的影响，整体呈现上涨趋势，但涨后下游采买意愿不高，加之库存仍处高位水平，厂商操作仍是以降库为主。下旬受台风及湖南，南京等地疫情影响，各地区仓库码头调整作业时间，终端需求寥寥无几，但考虑到限产消息不断发酵，短期内仍是利好钢材，综合来看，预计8月华东成交量呈现先强后弱的趋势。

6月份全国交通固定资产投资同比下滑3.00%，跌幅较前一个月收窄3.13个百分点。另据统计局最新数据显示，

1-6 月份全国城镇固定资产投资同比增长 12.6%，增速较前 5 个月放缓 2.8 个百分点；1-6 月份基础设施投资同比增长 7.8%，较 1-5 月份增速放缓 4 个百分点。总体看，上半年基建投资增速低于预期。地方政府是基建投资的主力，基建投资资金六成来自自筹资金，而这笔资金主要来自地方政府专项债、城投债、政府性基金、政府和社会资本合作 (PPP) 模式等。今年上半年专项债发行进度明显慢于前两年，今年中央严控新增地方政府隐性债务，而作为隐性债务主体的城投公司发债明显收紧。不过，稳投资政策在持续发力，“十四五”规划确定的一批重大工程项目在陆续部署推进，且今年三季度将迎来专项债发行“小洪峰”，随着下半年稳增长压力增加，专项债资金投向将更加倾向于基建。因此，今年后期基建投资仍有较大增长动力。不过，目前正处于淡季，相关螺线、热轧等基建用钢需求保持偏弱。

7 月初市场进入消费淡季，同时恰逢党庆活动，终端需求释放有限，主导钢厂价格平稳，中下旬开始受限产消息影响，国家发声粗钢产能不得超过去年，压减粗钢产量，同时江苏、云南、山东、安徽等地区检修明显，受此带动主导钢厂挺价意愿强烈，市价普遍拉涨，指导价格累积上调 400-450 元/吨不等，现货价格跟随上涨。然中下旬华北华东地区大范围高温降雨天气，实际需求受限，整体交投表现一般。后市来看，8 月份下旬需求或有所好转，同时国家政策方面压

减产能政策不断推进，宏观方面消息利好，且全国各地区钢厂产量受限，库存均处于低位水平，厂商出于成本考虑价格相对坚挺，综合来看，预计下月钢厂政策整体稳中偏强运行。

回顾7月份全国建材价格整体偏强运行为主，从本月走势情况来看，淡季不淡，钢价反其道而行之，本月总体走势在政策面牵引下运行。全国限产任务的27个省份中已经有14个正式开始限产，控产量进入实质性阶段，供应层面成为主导钢价走势的主要因素，目前从库存以及需求层面分析，社库仍处于高位，部分港口库存仍有小幅度上升态势，加上市场对于期螺高位的担忧，这就很难支撑钢价强势上行，到目前为止，钢价又转入了另一个震荡区间，需求端难以释放以及限产限电支撑，预计下月走势先强后弱运行为主。

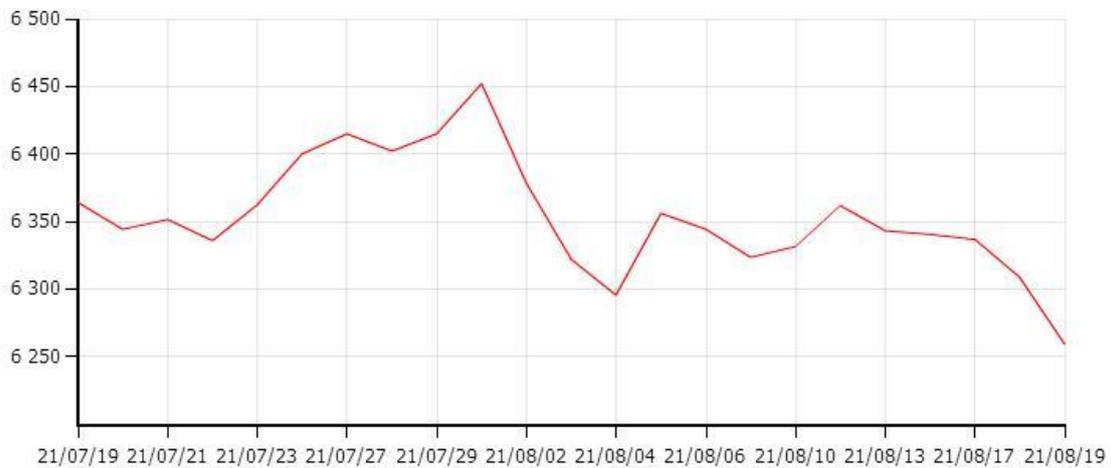
图二十七：五年钢铁价格综合指数走势图



图二十八：2020年7月--2021年7月
钢铁价格综合指数走势



图二十九：2021年7月份钢铁价格综合指数走势图



2、铜

7月份铜价区间震荡为主，延续6月末以来的低位走势，铜价持续在5日均线附近振荡整理，市场表现较为谨慎，后半月呈先抑后扬态势。从市场表现来看，伦铜较沪铜表现更加疲弱，铜价暂时承压明显。

7月上旬随着前期宏观面利空货币政策收紧担忧、国内价格调控抛储落地兑现，同时国内部分冶炼厂检修，叠加下

游需求回补，季节性库存去化，电解铜升水居高难下等因素带来基本面支撑，铜价在 6.8-7 万区间内维持了三周的震荡。值得注意的是，自五月份美国 CPI、PPI 等通胀数据大幅走强，市场对于缩减 QE 等由鸽转鹰的担忧，促进了美元反弹，且大宗商品价格承压的局面。不过直到 7 月份的美联储会议中，仍未提及具体收紧的时间，收紧的担忧预期松动，输入性通胀的压力也再次反馈到大宗商品走势当中，月底有色金属、原油均保持上涨趋势，沪铜主力突破 7.1 万关口，在 6 月初的跳空缺口 7.25 万附近承压运行。

市场方面，七月华东现货铜大涨 3450 元，升贴水稳步上抬，好铜升水从六月底的 70 元上涨至现在的 400 元附近。月中期间，精废价差大幅缩减之后，增加了部分电解铜的消费，截止到月底，贵溪当地的升水较高，导致了好铜流出减少，再叠加上金川检修，上海贸易市场好铜供应紧缺，持货商挺价意愿强烈，即使月底盘面突破性上涨，升贴水仍局高难下。进口盈亏方面，美联储相对鸽派，美元涨势放缓，铜价内强外弱，进口盈利窗口重新打开，月底维持在 100 元/吨附近。7 月沪铜先稳后涨，中上旬一直区间震荡，下旬开始发力大涨。现货铜与上月底相比大涨 3500 元/吨，废铜上涨约 3200 元/吨，精废差价在 2000 元/吨附近。

7 月因美联储会议中，仍未提及具体收紧的时间，收紧的担忧预期松动，输入性通胀的压力也再次反馈到大宗商品

走势当中，至下旬铜价一路上涨，现货及废铜均大涨 3 千多元/吨。铜价大涨，市场货源再度紧俏，且临近 8 月下游备货意愿增加，再生铜成品端消费有所缓解，或对再生铜厂家挺价带来利好，料近期废铜维持高价震荡格局。

7 月中上旬，河北、天津等地铜厂多数仅维持隔天使用库存，江西地区由于从佛山大沥自提较多，库存尚可维持生产，但盈利情况不佳。河南暴雨对郑州、新乡等地影响较大，道路积水交通继续受阻，部分通讯网络受到影响，当地铜厂停产数日，目前在积极恢复生产过程中；河巩义新昌维持正常生产、物流也相对稳定。至下旬，江西部分厂家回款拖延情况较多，下游加工利润维持低位。不过由于价格连涨，持货商看好后市，捂货心态下，虽然废铜跟涨幅度已经非常可观，但有价无市较为明显，预计随盘面小幅回调后成交会好转。

目前基本面明显好转。国内库存快速去化至历史偏低水平，价格结构也全面转为偏强态势。短期利空缓和，第二批抛储落地，数量上依然不及市场预期，短期利空得到缓和。不过国家储备铜较为充足，中期国家调控大宗商品价格的政策压力仍存。总体来说，近期铜基本面明显好转，预计铜价短期偏强运行。

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7月--2021年7月份铜价指数走势图



图三十三：2021年7月份铜价指数走势图



3、焦炭

焦炭价格偏强运行。供应方面，山东地区部分焦企因环保、检查仍维持一定比例的限产，焦炭供应受到不同程度的影响，此外因煤源紧缺及煤价过高，焦企利润收缩，且下游采购、询货增加，部分焦企对后市暂持乐观心态。当前产地焦企开工较为稳定，销售、订单情况较好，厂内库存低位运行。

需求方面，除部分地区钢厂限产相对较为严格外，其余钢厂多正常生产，叠加目前粗钢产量压减政策暂未全面落实，钢厂对焦炭需求仍存，部分钢厂库存偏低，采购积极性较之前有所提高。港口现货稳中偏强运行，部分贸易商采购积极性提高，带动市场成交稍有好转，部分贸易商考虑到港口价格高位运行，多暂持观望态度。

综合来看，焦企生产成本不断增加，且焦企厂内焦炭库存普遍低位，加之近期钢厂积极增库，焦企心态较好，多持看涨态度，预计短期内焦炭市场或将偏强运行。后期需继续关注环保政策、原料煤价格走势、焦炭供需情况及焦钢利润等对焦炭市场的影响。

因焦化行业整体也处于“以煤定焦”去产能周期的末期，供应同样相对偏紧，焦炭各环节库存水平自今年4月初开始振荡下滑，目前已经降至近四年的低位区域。焦煤挺价显著，部分主焦煤报价已经超过2850元/吨，大幅升水盘面。成本

端焦煤价格不断抬升，助推焦炭价格“水涨船高”。虽然焦炭年内有投产压力，但受疫情影响，投产进度有所靠后，且已有多省份发布了粗钢减量的政策，钢厂限产政策逐步明晰，对于原料需求来说利空较为明显。但是焦化产区现阶段主要受三个方面的影响，使得焦炭价格出现了上行行情。

一是原料煤价格大幅上涨，焦企成本不断走高，焦化利润下滑，煤源紧张已影响到部分焦企生产，多有降低品质或减产的现象，焦炭供应仍然比较紧张。二是钢厂对焦炭刚需仍然较好，而疫情反弹以及运力紧张叠加贸易商积极询货分流资源，钢厂到货欠佳，提前采购积极性明显提升。三是环保限产对产量的影响，包括山东省下半年“以钢定焦”、山西省开展第二轮生态环境保护督察等等。后期如果粗钢减量政策继续执行到位，那么随着铁水产量的进一步下滑，未来对于焦炭的需求将继续减少，焦炭未来几周之内可能会出现累库，不利于行情继续拔高。

焦煤供应偏紧的局面短期难有缓解之策，因下半年复产的焦煤矿十分有限，澳洲焦煤也难言何时会放开进口。但双焦的需求端或受粗钢压减产量和环保限产等政策的影响供需偏紧的基本面驱动现货价格，价格近期仍以强势上行为主。

图三十四：2020年7月--2021年7月焦炭价格走势



图三十五：2021年7月份焦炭价格走势



4、水泥

下游地产基建走弱，水泥产量持续下滑。社融增量不及预期，实体经济下行压力加大。2021年7月社融资金存量增速为10.7%，与2019年基本持平，较6月小幅回落0.3个百分点，宏观杠杆率呈现出稳中略降态势。从新增社融资金看，6月社会融资规模新增10600亿元，同比少增6328亿元，大幅低于预期15254亿元，实体经济融资需求在走弱。

分项来看，社融各部分新增普遍偏弱，其中人民币贷款新增和政府债券新增的大幅较少为社融新增走弱的拖累项，7月人民币新增8391亿元，较6月少增14791亿元，政府债券新增1820亿元，比6月少增5688亿元。具体来看，7月

企事业单位贷款的大幅减少限制了人民币新增，反映了实体经济融资需求走弱，经济下行压力增大；另外7月国债到期量7990亿元，环比6月增加5561亿元，比同期增加4019亿元，7月份国债的大量到期对政府举债形成了一定掣肘，政府债券融资新增减少明显。

固定资产投资走弱，基建下滑明显。2021年1-7月份，全国固定资产投资（不含农户）约30.3万亿元，同比增长10.3%，较2019年同期下降13.3%，增速较1-6月回落2.3个百分点，两年复合增长率-6.9%。基础设施投资完成额8.2万亿，同比增长4.6%，增速比1-6月份下降3.2个百分点，降幅明显。其中，铁路运输业投资同比下降4.4%，增速开始转负；道路运输业投资同比增长4.4%，比1-6月下降2.1个百分点；水利管理业投资同比增长6.9%，增速较前值下降3.8个百分点；公共设施管理业投资同比增速2.8%，前值6.2%，增速大幅放缓。

1-6月固定资产投资增速整体继续放缓，下行压力持续存在。分项来看，制造业、房地产、基建累计同比增速分别为17.3%、12.7%、4.6%，前值依次为19.2%、15.0%、7.8%，制造业、房地产、基建全线走弱，其中基建放缓明显。具体来看，房地产受洪涝灾害影响导致多地无法正常开工，另外调控政策的持续加码也令房企开工意愿降低；今年地方政府新增专项债限额34676亿元，截至7月份，地方政府专项债

共发行 13546 亿元，占总额度不及四成，7.30 政治局会议提出要合理利用预算内资金和加快专项债发行进度，尽量在今年年底和明年年初形成实物工作量，预计 8 月专项债发行规模会进一步扩大，基建实物有望加快形成，水泥需求将获得较强支撑。

房地产多项指标均转差，行业景气度有所减弱。房地产投资单月增速环比转负。2021 年 1-7 月份，全国房地产开发投资 84895 亿元，同比增长 12.7%，增速较 1-6 月回落 2.3 个百分点，比 2019 年同期提高 16.5%，两年平均增长 8.0%，其中 7 月单月环比下降 28.8%，7 月走弱明显，其中建安投资增速持续回落、土地购置费下滑或对其构成拖累。政策的监管加码始终制约房企拿地和新开工热情，预计下半年房地产投资增速将延续回落态势。

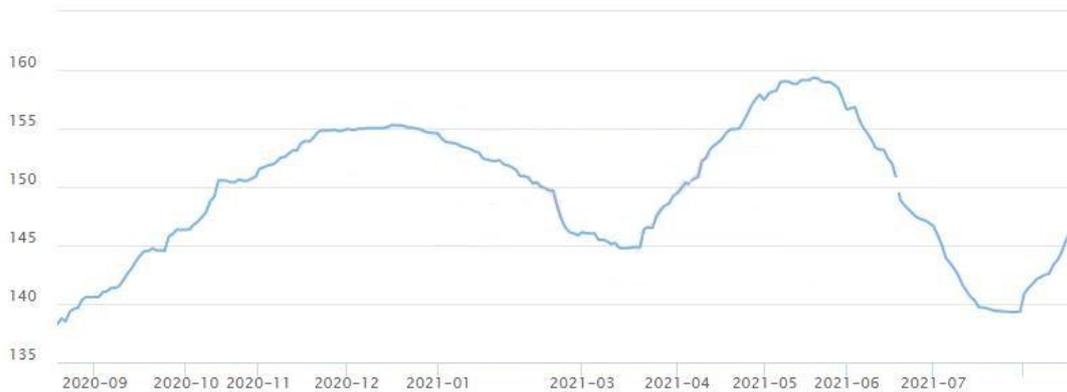
新开工继续恶化，竣工端相对强势。2021 年 1-7 月份房屋新开工面积同比负增长 0.9%，较 1-6 月下降 4.7 个百分点；房屋竣工面积同比增长 25.7%，增速与 1-6 月持平，竣工端表现持续好于新开工端，但增速未有进一步放大；房屋施工面积累计增速 9%，环比 1-6 月下降 1.2 个百分点，施工端同样开始走弱。

销售增速回落，房企资金紧张。1-7 月份房地产开发企业土地购置面积同比继续负增长，土地成交价款延续疲态，同比下降 4.8%，一般情况下土地成交价款会领先于土地购置

面积，预计接下来土地购置面积大概率持续走弱。商品房销售面积同比增长 21.5%，增速比 1-6 月份下降 6.2 个百分点，房地产销售热情继续减退。2021 年 1-7 月房地产开发企业到位资金同比增长 18.2%，增速比 1-6 月份出现 5.3 个百分点的下滑，其中国内贷款增速持续负值，按揭贷款和定金及预付款增速继续回落，房企资金压力持续加大。

8 月份是水泥行业由淡季走向旺季的过渡期，随着下游需求逐步好转，预计水泥产量会出现一定提升。

图三十六：水泥价格走势



5、铝

7 月沪铝再度冲高，盘中出现多次回调，但整体趋势仍偏于上行；7 月伦铝整体延续偏强运行，铝价上升趋势明显，盘中最高涨至 2600 上方，截止月底，较上月累计上涨近 3.4%。进入 7 月后，市场仍表现淡季不淡迹象，库存进一步去化，拐点仍未来临，对价格形成较强支撑；而由于恶劣天气以及疫情原因，河南、江苏多地交通受阻，市场到货量骤降，且夏季高温限电政策下，多地产能大幅受限，尽管月内再度抛

储，但对市场需求而言仍影响较小，整体供给端偏紧局势不改，助推现货价格进一步冲高。

市场方面，淡季影响下，电解铝下游企业铝板、铝板带等企业订单较前期小幅下滑，加上价格不断上涨，下游企业畏高情绪较重，逢低刚需接货为主。华东地区，7月虽是传统的消费淡季，但因限电等原因，前期云南地区受限电影响百万产能能否释放仍未可知，而近期广西、贵州西南地区的一些铝企业也收到限电要求，使得市场对供应端收紧产生一定担忧情绪。供应端扰动不断，以及宏观面利好推动下，7月电解铝价格整体表现震荡上移，月底上涨速度加快，逐渐探向2万关口。华南地区，7月华南铝锭震荡上涨，重心上移明显，截止月底，华南地区铝锭带票价格在20170-20270元/吨之间，环比6月底上涨1100元/吨，涨幅达到5.8%；贸易商入市积极性尚可。

7月份LME铝库存继续下滑，且下滑速度明显提升，降幅达到11.6%。库存持续下滑对伦铝价格有所支撑，7月伦铝重心继续上行，站上2600美元关口。7月沪期铝库存继续下滑，但下滑幅度明显放缓，尤其是中上旬，基本处于平稳状态，变化不大，7月沪铝库存下降量多体现在下旬。

7月铝价再度拉涨，废铝价格跟涨较为明显。市场方面，随着现货价格的拉涨，废铝价格也大幅上涨，但当前价格已较高，货商纷纷高位抛货，市场货源量增加，但低价货源仍

较为稀少；此外随着原材料价格的上行，铝合金锭价格跟涨也较为明显，而铝棒方面，利润正不断收窄；目前富宝了解得知，由于前期低价囤货较多，部分铝锭厂家当前废铝收货价格跟涨不明显，主要以消耗库存为主；棒厂反映好货难收，比价现象严重。随着现货价格再至前期高位，废铝近日上涨幅度将不断收窄，大涨后不排除有回落现象，不建议商家在继续追高，需警惕回落，短期料废铝价格或难以跟随现货继续上行。

7月沪铝再度冲高。就当前基本面而言，库存拐点来临后铝价下方支撑或有所减弱，但年内供应端偏紧局势已难有改变，料铝价仍有继续上行可能，但上方空间已不多，后续需警惕适度回调风险，预计8月份铝价或延续高位运行，盘中或有震荡调整可能。

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7月--2021年7月沪铝价格走势



图四十：2021年7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 7 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	70581 元/m ²	0.38%↓
2	上海	68512 元/m ²	1.12%
3	厦门	52998 元/m ²	7.95%
4	广州	44805 元/m ²	1.96%
5	三亚	37059 元/m ²	5.8%
6	杭州	36244 元/m ²	3.5%↓
7	南京	34489 元/m ²	1.39%
8	陵水	34242 元/m ²	10.92%
9	福州	26860 元/m ²	1.81%↓
10	天津	26143 元/m ²	1.23%

商品房单月销售创年内新低。国家统计局公布的《2021

年 1—7 月份全国房地产开发投资和销售情况》显示，1—7 月份，全国房地产开发投资 84895 亿元，同比增长 12.7%；比 2019 年 1—7 月份增长 16.5%。商品房销售面积 101648 万平方米，同比增长 21.5%，比 2019 年 1—7 月份增长 14.5%；商品房销售额 106430 亿元，增长 30.7%，比 2019 年 1—7 月份增长 28.0%。

7 月份 70 个大中城市新建商品住宅价格环比上涨的城市有 51 个，环比下跌的城市有 16 个，3 个城市环比持平；二手住宅方面，环比上涨的城市有 41 个，环比下跌的城市有 26 个，3 个城市持平。7 月份全国 70 个城市新建商品住宅价格指数环比涨幅为 0.3%，同比涨幅为 4.1%；全国 70 个城市二手住宅销售价格指数环比涨幅为 0.1%，同比涨幅为 3.3%。

目前对于开发投资指标的思考，应该关注是否会过快下滑的风险。从房价方面来看，最近两个月新房价格总体呈现收窄态势，并且有望延续，进一步体现了政策调控积极有效。二手房方面，则出现了一个重要的信号，二手房价格环比数据出现了非常明显的收窄。在当前各类二手房政策管控下，二手房价格指数或将明显地进入降温通道。

全国房地产开发投资同比增长 12.7%。具体来看，在房地产开发投资完成情况方面，1—7 月份，全国房地产开发投资 84895 亿元，同比增长 12.7%；比 2019 年 1—7 月份增长 16.5%，两年平均增长 8.0%。其中，住宅投资 63980 亿元，增长 14.9%。从数据上看，该指标呈现持续收窄，但仍为两

位数的特点。目前对于开发投资指标的思考，应该关注是否会过快下滑的风险。由于购房政策和购地政策有各类约束，且房企也面临一些债务问题，要防范房企投资意愿减弱，进而影响下半年开发投资的风险。

从房地产开发企业土地购置面积来看，1—7月份，房地产开发企业土地购置面积 8764 万平方米，同比下降 9.3%；土地成交价款 5121 亿元，下降 4.8%。房地产开发企业到位资金方面，1—7月份，房地产开发企业到位资金 118970 亿元，同比增长 18.2%；比 2019 年 1—7 月份增长 19.2%，两年平均增长 9.2%。其中，国内贷款 15402 亿元，下降 4.5%；利用外资 44 亿元，下降 44.4%；自筹资金 35533 亿元，增长 10.9%；定金及预收款 45398 亿元，增长 38.3%；个人按揭贷款 18953 亿元，增长 17.0%。

从数据来看，土地市场持续下跌的态势不明显。各地下半年供地节奏会加快，适当可以减少土地交易行情略萧条的现象。当然近期各地供地规则调整下，房企拿地策略也会有所调整，但相对来说，若没有配建等硬性约束，那么房企拿地积极性可以保持。另外，从到位资金情况看，当前房企的流动性问题确实受到了关注。房企流动性的问题，也成为房地产金融风险的重要来源点。后续对于房企的资金面管控以及防范过激过猛拿地，都将成为监管的重点内容。

7 月份单月销售环比下降四成。商品房销售情况方面，回落超出季节性因素表现。虽然 1—7 月份整体的销售情况

仍处于同比上涨。但从单月的销售情况来看，7月份单月销售面积和销售额较6月份下降在四成左右，均属于年内单月最差水平。数据显示，1—7月份商品房销售面积101648万平方米，同比增长21.5%；比2019年1—7月份增长14.5%，两年平均增长7.0%。其中，住宅销售面积增长22.7%，办公楼销售面积增长6.3%，商业营业用房销售面积增长3.8%。商品房销售额106430亿元，增长30.7%；比2019年1—7月份增长28.0%，两年平均增长13.1%。其中，住宅销售额增长33.1%，办公楼销售额增长9.1%，商业营业用房销售额增长5.0%。

7月份商品房销售面积达13013万平方米，环比下降41.52%。商品房销售额为13499亿元，环比下降39.73%。从同比情况来看，7月份商品房销售面积和销售额相比2020年同期分别下降了8.53%和7.08%。库存方面，7月末商品房待售面积50864万平方米，比6月末减少215万平方米。其中，住宅待售面积减少270万平方米，办公楼待售面积减少26万平方米，商业营业用房待售面积增加19万平方米。整理发现，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5个月下降。经测算，7月份住宅待售面积为22902万平方米。

7月超七成城市新房价格上涨，青岛海口银川领涨。7月份70个大中城市新建商品住宅价格环比上涨的城市有51

个，环比下跌的城市有 16 个，3 个城市环比持平。上个月这一数字分别为 55 个、12 个和 3 个。二手住宅方面，环比上涨的城市有 41 个，环比下跌的城市有 26 个，3 个城市持平。上个月这一数字分别为 48 个、16 个和 6 个。各线城市新建商品住宅和二手住宅销售价格环比涨幅回落或转降。据国家统计局测算，7 月份一线城市新建商品住宅销售价格环比上涨 0.4%，涨幅比上月回落 0.3 个百分点。二手住宅销售价格环比上涨 0.4%，涨幅比上月回落 0.3 个百分点。二线城市新建商品住宅和二手住宅销售价格环比分别上涨 0.4% 和 0.2%，涨幅比上月分别回落 0.1 和 0.2 个百分点。三线城市新建商品住宅销售价格环比上涨 0.2%，涨幅比上月回落 0.1 个百分点；二手住宅销售价格环比由上月上涨转为下降 0.1%。

同比方面，各线城市新建商品住宅和二手住宅销售价格同比涨幅回落或与上月相同。据国家统计局测算，7 月份一线城市新建商品住宅和二手住宅销售价格同比分别上涨 6.0% 和 10.0%，涨幅比上月分别回落 0.1 和 0.5 个百分点。二线城市新建商品住宅销售价格同比上涨 4.7%，涨幅比上月回落 0.1 个百分点；二手住宅销售价格同比上涨 3.5%，涨幅与上月相同。三线城市新建商品住宅和二手住宅销售价格同比分别上涨 3.3% 和 2.3%，涨幅比上月分别回落 0.4 和 0.3 个百分点。从 6 月的济南和 7 月的青岛房价数据来看，说明北方部分城市房价也有炒作的现象。类似海口和银川的房价炒作，或也意味着近期政策收紧的概率加大。

二手住宅方面，7月份海口（1.3%）和长沙（1.2%）位居涨幅前两位，北京和上海以0.7%的涨幅位居第三位。南充以-0.7%的跌幅位居首位，牡丹江和岳阳跌幅并列第二，均为-0.6%。同比方面，以广州、北京和上海为代表的54个城市呈上涨态势。从二手房的价格涨幅环比数据看，海口属于涨幅较大的城市。近期此类城市也需要强化对于二手房的管控。而从跌幅排行看，需要重点关注岳阳和深圳。其中岳阳近期出现了限跌令，一手房的不景气和恶性竞争，对于二手房市场产生冲击。另外值得注意的是深圳，作为全国首个出台参考价制度的城市，当前二手房市场明显处于挤泡沫阶段。