

二〇二二年三月

国际国内经济形势分析

二〇二二年四月二十二日

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	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)	32
3、生产者物价指数(PPI)	33
4、固定资产投资	33
5、财政收入	34
6、对外贸易进出口	34
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	39
3、焦炭	41

4、水

泥42

5、铝44

6、房价47

国际国内经济形势分析报告

全球经济受新冠疫情影响，经济复苏的阻力依然存在。乌克兰局势演变又给全球经济增添了新的不确定性。俄乌冲突和西方对俄制裁推高全球大宗商品价格，扰乱劳动力市场和国际贸易，造成全球金融市场动荡。此外，低收入国家新冠疫苗短缺可能导致新一轮疫情爆发，全球央行均在提高利率以抑制价格上涨，此政策在一定程度上抑制了经济增长。

今年以来，俄乌冲突爆发，全球通胀压力持续攀升，多个经济体加息导致全球金融环境收紧，全球经济复苏面临多重风险。一、俄乌冲突持续发酵。俄乌冲突是导致今年全球经济增长显著放缓的主要原因，将进一步推高大宗商品价格，加剧供应中断和通货膨胀，引发人道主义危机。如果俄乌冲突停止后西方仍不取消对俄制裁并更广泛打击俄能源出口，全球经济增长可能进一步放缓，通胀水平也会高于预期。二、通胀压力居高不下。全球通胀压力自去年下半年以来持续累积，并在今年继续攀升。面对高通胀挑战，全球各经济体央行应果断行动，紧跟经济形势调整政策并进行政策沟通。同时，国家层面上使用的政策工具需要与国际努力相互配合。三、金融稳定风险积聚。俄乌冲突导致全球金融环境明显收紧，推升金融稳定风险。全球多个经济体开始收紧货币政策以应对通胀攀升，但这将导致融资环境收紧，凸显

债务脆弱性，可能引发债务危机。

美国经济下行风险增大。美国 3 月通胀率 40 年来首次超过 8%，而且几乎没有放缓的迹象。疫情发生以来，美联储实施了‘无上限’量化宽松政策，向市场注入大量流动性，在促进经济回暖的同时，也推动通胀回升。为缓解通胀美联储开启加息周期，将给世界经济带来更大风险。加息在一定程度上能抑制通胀，但也会带来负面影响。可能造成新兴经济体资本外流和货币贬值，经济增长前景更加不确定。

俄乌冲突和通胀走高加大欧元区经济复苏难度。伴随着疫情的持续蔓延，欧元区经济复苏前景仍存在变数；面临来自外部与内部自身产生的风险与压力——欧洲内部面临物价飙升的问题，外部地缘政治危机对欧洲经济的不利影响程度难以预测。而且能源价格高企削弱消费并损害了企业投资，进一步拖累欧元区经济增长。

日元持续贬值，日本经济不确定性增加。今年以来，随着欧美主要央行货币政策转向，日元显著走软。受俄乌冲突影响，国际大宗商品价格持续上涨，进一步放大了日元贬值对日本经济的影响。由于日本央行与欧美主要央行货币政策的背离，日本央行迫于国内经济复苏乏力，仍在坚持超宽松货币政策，导致日元进一步贬值。

俄乌冲突以来，西方对俄罗斯实施了多项制裁，俄罗斯正面临 30 年来最困难的局面。但西方的制裁未能给俄罗斯

经济带来致命打击，也未能颠覆其任何最重要的行业。不过，在西方严厉制裁之下，今年俄罗斯经济仍遭遇困难。预计，2022 年俄罗斯通货膨胀率将为 20%，国内生产总值（GDP）将萎缩 8%。

印度经济增长受到外部因素挑战，包括原油在内的国际大宗商品价格的上涨，推高了印度通胀。由于地缘政治紧张导致的外溢性影响正越发明显构成挑战，包括通货膨胀、美联储货币政策收紧和海外资金抓紧流出印度市场。

2022 年 3 月年国际主要大宗商品总体呈现上涨态势。**金价**再创新高。俄乌谈判进入死胡同，乌克兰战争支撑的原料和材料价格飙升。同时，促进了黄金避险需求，并且战争将进一步强化供应链瓶颈，继续推高本已火热的通胀，黄金抗通胀能力将持续彰显。**原油**价格整体呈现高位震荡走势。俄乌冲突爆发之后，规避俄罗斯原油可能推高其他市场原油溢价的风险。但对于亚洲市场来说，随着中东原油相对价格走强，美国石油战略储备释放引起美油折价，其吸引力也会随之上升。**人民币**汇率稳健无忧。人民币汇率虽小幅下挫，但整体未现单边贬值趋势。从人民币供需角度来讲，中美利差收窄并不构成主导力量。加之，英、美西方发达经济体开启的加息模式会迫使本国资本外流。反观我国，通胀很低，央行多次降准，这大大提升我国股市的吸金能力，抑制人民币汇率开启下跌模式。

中国一季度经济运行保持在合理区间，投资实现了稳步增长，中高端制造业发展良好，工业经济在稳定中正努力实现振作，说明中国经济保持韧性。1、2 月份经济恢复好于预期，但 3 月以来出现了一些超预期的因素，中国经济爬坡过坎的难度在加大。一季度 4.8% 的增长，初步止住了经济下行的走势，为实现全年增长目标打下了基础。但是，中国经济也确实遇到了很多困难。从国内看，本土新冠肺炎疫情点多、面广、频发，长三角、珠三角等众多经济重镇疫情来袭，产业链、供应链稳定遭到挑战。从全球看，地缘政治风险加大，国际大宗商品及能源价格涨势迅猛，推高国内原材料价格，给企业带来更大的成本压力。

2021 年全年 GDP(国内生产总值)270178 亿元，同比增长 4.8%;2022 年 3 月份,CPI(全国居民消费价格)同比上涨 1.5%;2022 年 3 月份,PPI(全国工业生产者出厂价格) 同比上涨 8.3%，环比上涨 1.1%;2021 年 1-3 月，全国固定资产投资 104872 亿元，同比增长 9.3%;2021 年 1-3 月，全国一般公共预算收入 62037 亿元，同比增长 8.6%;2021 年 1-3 月，我国货物贸易进出口总值 94151 亿元，同比增长 10.7%;2022 年 3 月末,广义货币(M2)余额 249.77 万亿元,同比增长 9.7%。

2022 年 3 月份国内主要商品价格走势大多呈现高位震荡。**钢材**价格呈现整体上涨趋势，虽然国内东北、上海地区疫情发散对物流交通有影响，但是工地旺季需求不改，钢材

价格有所上涨。展望未来，疫情有望得到控制，企业复产积极性恢复，对下游复产的情绪较浓，预计未来走势以先强后弱运行为主。**铜**价震荡上行，受俄乌紧张局势影响，铜价刷新历史新高。地缘政治风险弥漫，乌克兰意欲加入北约，欧美制裁加码，供应担忧叠加上通胀迅速走高的预期助推了有色金属价格集体飙升，铜价创历史新高。预计未来继续呈现高位难跌的走势。**煤**价高位运行。目前正处于大秦线检修前的抢运期，各条主要运煤干道都处于满发中，再加上山西疫情本来就已经对汽运带来影响，火运再受影响，外运就困难了。最直接的后果就是库存下降；下游到货数量会减少，推动价格上涨。**水泥**需求逐步向好，价格应声上涨。计入3月天气气温回升，施工条件好转，市场需求加快恢复，同时全国多数企业结束错峰开始恢复正常生产，水泥行业供需局面逐步向好，叠加煤价整体上涨企业生产成本承压上行，水泥价格应声上涨。**沪铝**整体表现冲高回落之势，俄乌战火爆发引发市场恐慌情绪，同样带动海外市场供应紧张，不过国内来说，相对跟涨幅度不大，此外海外战火对国内市场实际波及也相对有限，虽有回落，但下方空间亦有限，预计短期铝价格涨跌不大，4月整体表现或先跌后涨。**房地产**多数指标继续走弱，商品房销售低迷、房企资金压力加大、土地购置及新屋开工积极性较低，虽然房地产开发投资的总额度处于高位、保持同比小幅增长，但是其增速也明显放缓。部分地区疫情反复拖累市场恢复节奏。预计4月份部分城市或迎来住房需求释放。

热点: 谨防国际粮价高位波动传至国内

粮价关乎国计民生，关乎经济社会稳定大局。今年以来，受地缘政治冲突等因素影响，国际粮价持续大幅上涨，创出历史新高。相比之下，国内粮价总体保持稳定，国家统计局数据显示，今年一季度全国居民消费价格（CPI）同比上涨1.1%，其中，粮食价格上涨1.7%。从目前国际形势看，俄乌冲突的蝴蝶效应还在蔓延，未来全球粮价高位波动的可能性较大。我国要坚持综合施策、精准调控，阻断国际粮价高涨向国内传导通道，确保国内粮食市场平稳运行。

粮食稳产增产是保障粮食稳定供应的“压舱石”。面对复杂严峻的外部环境，要牢牢稳住农业基本盘，以国内供给的稳定性应对国际环境的不确定性。当前，正值春耕春管关键时刻，新冠肺炎疫情在国内多点散发造成不利影响。中央高度重视粮食生产，中央财政综合实施补贴、奖励、金融等一揽子支持粮食生产政策，精准发力，确保粮食稳产增产目标的实现。要坚持地方党政同责，以高度的政治责任感做好疫情防控和春耕生产“两手抓、两不误”，打通堵点卡点，开设农资物流绿色通道，确保农资及时到村到店到户，确保春耕生产有序推进。

充足的库存是保障粮食市场平稳运行的“稳定器”和“调节器”，管好用好库存粮食是稳定粮价的重要举措。我国粮食库存充足，库存结构优化，36个大中城市主城区及市场易

波动地区的地方成品粮油储备达到 15 天及以上，全国形成都市区“1 小时”、周边城市“3 小时”、城市群“5 小时”的“全国粮食 135 应急保障圈”，市场调控和供应保障能力持续增强。今年以来，有关部门根据市场形势和调控需要，精准安排政策性粮食销售，有效满足市场需求。这为我国应对全球粮食危机风险，保障国家粮食安全提供了坚实基础和有利条件。

进口粮食是调节国内余缺、解决国内结构性短缺的重要手段。今年以来，受疫情、极端天气和地缘政治冲突等多重因素影响，全球粮食产业链供应链受损，也给我国进口粮食带来不利影响。海关总署最新发布的数据显示，今年一季度，我国粮食进口总量略有下降。从进口结构看，玉米、高粱、大麦、小麦等四大谷物进口量同比增长 3%；大豆累计进口量同比减少 4.2%；食用油累计进口量同比下降 62.8%。需要注意的是，受国际粮价大幅上涨的影响，我国粮食进口成本大幅上涨。一季度我国粮食进口量下降，但进口金额同比增长 20%。

在全球粮价高涨的情况下，我国虽然暂时确保了国内粮价平稳运行，但我国钾肥对外依赖程度较高。俄罗斯是全球最大的钾肥出口国之一，俄乌冲突加剧了全球钾肥供应紧张的局面，全球化肥价格持续上涨。国际国内原油、煤炭能源价格大幅上涨，再加上国内疫情多点散发，导致化肥生产、

运输成本上涨，抬高了粮食生产成本，有可能进一步推高粮食价格。有关部门通过投放储备化肥、引导重点钾肥生产企业增产增供、积极组织扩大钾肥进口、畅通钾肥国内运输、降低铁路运输成本等措施，正全力推动钾肥保供稳价。

粮价是百价之基。国际形势仍存在很多不稳定不确定因素，形势更趋复杂严峻，国际资本炒作对粮价上涨起到推波助澜的作用。管控好粮食价格波动风险，仍然面临诸多挑战。要强化底线思维，增强风险意识，毫不松懈抓好粮食保供稳价工作，稳住“田里的粮”，管好用好“库里的粮”，加大对投机资本的打击力度，保持粮食量足价稳，为全年物价调控目标的实现奠定坚实基础。

一、国际经济形势

（一）国际主要经济体经济形势

美国经济下行风险增大。美国 3 月通胀率 40 年来首次超过 8%，而且几乎没有放缓的迹象。美国通胀高企局面难以在短期内改善，这增强了市场对美联储采取激进加息策略的预期。而这不仅可能增加美国经济衰退的风险，也将给世界经济埋下隐患。

在汽油、食品和住房成本上升的推动下，3 月份消费者价格指数上升 1.2%，这是自 2005 年卡特里娜飓风以来的最大月度升幅。此外，美国生活成本升幅数月来已屡创新高。3 月份美国同比通胀率从 7.9% 升至 8.5%。上一次美国通胀率突破 8% 是在 1982 年 1 月。美联储曾表示，美联储已做好准备，一旦判定有必要通过大幅加息来降低通胀，将会加息 0.5 个百分点，令加息幅度大到足以刻意放慢经济增速。随着美联储在加息以抑制通胀的问题上采取更激进的立场，美国经济衰退正在酝酿中。

美国经济增速放缓，出现了部分衰退的征兆，高通胀给两年前开始的经济复苏带来了切实威胁。通胀已经“失去控制”，而“通胀带来经济衰退”。乌克兰危机导致的油价飙升加剧了通胀，也增加了美国陷入衰退的可能性。原油成本上涨正在推高美国的油价，导致美国人减少其它领域的开支。国际货币基金组织预计，2022 年美国经济增长 4%，比

之前的预测下调了 1.2 个百分点，在所有发达经济体中下调幅度最大。世界银行预计美国经济将由 2021 年的 5.6% 下降至 2022 年的 3.7%。

目前看来，美国面临的通胀高企局面难以在短期内得到缓解。疫情发生以来，美国政府为应对冲击，推行了多次大规模财政刺激。美联储实施了‘无上限’量化宽松政策，向市场注入大量流动性，在促进经济回暖的同时，也推动通胀回升。同时，疫情及其引发的供应链危机产生持续影响，供给恢复跟不上需求恢复，进一步加剧美国通胀。2021 年 3 月，美国总统拜登正式签署 1.9 万亿美元新冠纾困法案，致力于缓解疫情给美国民众带来的经济困境，推动个人消费增长，提升经济增速。特朗普政府时期通过的新冠救助法案加剧了通货膨胀，而拜登政府 1.9 万亿美元的刺激计划使情况更加恶化。

地缘政治冲突给美国本轮通胀增添更多变数。乌克兰危机推升大宗商品价格快速上涨。在地缘政治风险有所缓解之前，大宗商品将持续承压。美国今年通胀前景在乌克兰危机之前已显著恶化。而乌克兰危机和相关制裁可能也会进一步扰乱供应链。美国历史上曾出现 3 次大通胀，分别在 1919 年前后、1945 年—1948 年、20 世纪 70 年代，成因各不相同。相较而言，美国此次通胀几乎集历史上 3 次大通胀的所有问题于一身，既有疫情导致的供给问题、大额财政支出导致的

债务问题，又受货币超发及地缘政治风险的影响，多重因素交织，情况更为复杂。美国经济下行风险增大，除了通胀因素之外，还受长期痼疾影响。自 2008 年金融危机以来，美国经济陷入疲弱增长的一个重要原因是缺乏自我增长的强劲动力，遇到危机时，经济增长主要依靠财政政策、货币政策来支撑。

美国经济的结构性问题一直没有得到根本性解决。在实施大规模量化宽松政策后，美联储资产负债表高达 9 万亿美元，美国联邦政府债务规模突破 30 万亿美元，大大超过美国去年全年约 23 万亿美元的国内生产总值。此外，美国政府虽然推动制造业回流，但很难扭转中低端制造产业趋势性衰弱的局面。同时，全球“去美元化”进程正在加速，这将逐步削弱美元霸权及其世界储备货币地位，给美国金融霸权和经济实力带来长远冲击。

3 月 16 日，美国联邦公开市场委员会会议决定提升联邦基金利率区间至 0.25%—0.5%，这是美联储自 2018 年 12 月以来首次加息。美联储开启加息周期，将给世界经济带来更大波动风险。加息在一定程度上能抑制通胀，但也会带来负面影响。美联储更快收紧货币政策，可能造成新兴经济体资本外流和货币贬值，经济增长前景更加不确定。面临中期选举以及国内经济形势的压力，美国政府急于推出新的经济刺激法案，并释放国内战略石油储备，来应对能源价格攀升的

趋势。此外，为了遏制通胀，美联储启动新一轮加息周期。从2021年以来，美国政府还加速推动供应链‘本土化’进程。这都将给发展中国家和新兴经济体带来外部冲击。

美国的通胀具有向外输出的特点，导致全球价格上涨。同时，美国经济的本轮复苏是一种自私性复苏，通过“购买美国货计划”等政策，有意扶持美国产业和美国工人，将经济刺激效果留在国内，而让全球承担由此产生的通胀及其他负面影响。美国为了重拾自身经济霸权，削弱全球产业分工合作，导致大宗商品价格上涨，也将使发展中国家和新兴经济体面临输入性成本上涨。对许多国家而言，当前面临的首要经济问题是疫情持续冲击下的经济增长乏力，但由于美联储基于本国经济形势而制定加息政策，客观上把其他国家的经济议程从“稳增长”生硬地切换到“控通胀”，进而损害了这些国家推动经济增长的政策效果。

在历次重大经济危机或国际地缘政治冲突中，新兴经济体都成为美国收割财富的重要目标。如今，不仅是新兴经济体，欧洲也已成为美国获取战争红利的目标。从此次乌克兰危机便可看出，通过“以俄控欧”，美国成功地把北约和欧盟捆绑在一起，对欧洲经济及欧元地位进行变相打击，以此维护自身国家利益，这是美国长期奉行的霸权逻辑。

图一：美国 GDP 增幅年率走势图（季度）



俄乌冲突和通胀走高加大欧元区经济复苏难度。伴随着疫情的持续蔓延，欧元区经济复苏前景仍存在变数；而俄乌冲突持续以及欧洲通胀走高，在俄乌冲突悬而未决的背景下，整个欧洲 3 月的通货膨胀率高达 7.5%，这是欧元诞生以来的最高通胀率。部分欧洲国家甚至出现了两位数的通货膨胀率：立陶宛为 15.6%，荷兰为 11.9%。欧洲经济“火车头”也正在遭遇高通胀的“阵痛”——德国 3 月的通胀率达到 7.6%，其中，燃料价格上涨 50%，食用油上涨 20%，就连基本的食品面包价格也涨了 7%。

受困于多重因素，欧洲央行身陷两难境地。一方面，欧洲央行希望抑制通货膨胀，避免因物价问题引发社会动荡；另一方面，欧洲央行需应对经济增长放缓，控制金融市场风险。目前，欧洲央行首次表示不排除今年加息的可能性，可以解读为欧洲央行正在为今年加息铺平经济基本面的道路。但欧洲央行最终能否抑制通胀和保证经济复苏，还需拭目以待。

能源价格上涨加大通胀压力，俄乌冲突负面影响难忽

视。欧元区 3 月调和消费者物价指数（HICP）同比涨幅高达 7.5%，核心 HICP 同比上涨 3.0%，较 2 月分别上升。具体来看，能源成为欧洲通胀数据走高的主要推手。3 月，欧元区能源价格的同比增速最高，涨幅达 44.7%，环比上涨 12.5%；其次是食品、酒精和烟草，同比增速为 5.0%；非能源工业品和服务变动最小。其中，能源占调和 CPI 权重为 10.9%，累计带动调和 CPI 同比上涨 4.9%。另外，从国别看，德国、西班牙和意大利通胀上升势头较大。

欧盟不可再生能源的消耗量位列中国和美国之后，而这其中约有 41% 的天然气、27% 的油类产品以及 46% 的煤炭供应依赖俄罗斯。在欧盟绿色化转型的背景下，不断走高的碳排放权价格在促进能源转型的同时，抑制了欧盟内部对化石燃料能源的投资热情，这进一步提升了欧盟对能源进口的依赖性。相比煤炭与油类产品，天然气较低的污染性获得了各能源转型国家的青睐。作为转型过程中的过渡能源，天然气与煤炭和石油的进口量之间存在此消彼长的关系，而天然气也自然而然地在欧盟的企业生产和居民生活中发挥着愈发重要的作用。据统计，2020 年欧盟发电使用的前三大能源分别为可再生能源、核能以及天然气，且三者所占比重均在 20% 以上，煤与油发电的占比仅为 13.5% 和 1.5%。

从某种程度上，俄罗斯成为欧洲能源困局中的“关键”所在；欧洲能源危机的主因是欧洲地区严重依赖俄罗斯的包

括原油、天然气在内的能源供应。因此，短期内，欧洲能源危机很难破局。乌克兰局势对原油中期供应扰动仍明显，供需缺口扩大将导致估值中枢抬升。未来即使俄乌冲突全面缓和，原油供应缺口难以完全弥补。随着能源价格飙升向下游传导，进而将导致上下游商品与服务价格上涨。欧元区通胀高企问题尚未得到缓解，将在今年上半年内维持历史高位。

经济疲弱迹象已显现，欧洲央行或难激进加息。事实上，欧元区 2021 年四季度实际国内生产总值（GDP）同比增幅为 4.6%，这意味着欧元区经济已经恢复至疫情发生之前的水平。但受到俄乌冲突加剧和通胀持续上升影响，欧元区经济增长疲软的迹象已经有所显现。

从经济景气指数看，欧元区生产者和消费者对经济前景的悲观预期上升，投资和消费疲软。一方面，受能源成本上升、供应链受阻和通胀上升，欧元区投资交易量大幅下跌。2022 年一季度全球并购交易额为 1.01 万亿美元，同比锐减 29%。其中，欧洲地区并购交易额下降 25%，为 2276.7 亿美元，欧元区投资信心指数跌至负 7.0。另一方面，地缘政治紧张局势加剧，导致欧元区消费者信心严重受损。2022 年 3 月，欧元区消费者信心指数跌至负 18.8，较 2022 年 2 月下跌 9.9。其中，德国消费者信心指数降至负 12.7，较 2022 年 2 月下跌 7.1。

综合来看，欧元区经济仍将面临来自外部与内部自身产

生的风险与压力——欧洲内部面临物价飙升的问题，外部地缘政治危机对欧洲经济的不利影响程度难以预测。当前，能源价格高企削弱消费并损害了企业投资，进一步拖累欧元区经济增长。根据欧洲央行估计，二季度经济增长将接近于零。这表明，欧元区正接近滞胀状态，即快速通胀与停滞增长并存。在此背景下，欧洲央行可能调整货币政策的难度加大。

欧洲央行已经开始调整货币政策，以便在满足必要条件时，进一步推进货币政策正常化。目前来看，在三季度结束购债计划之后，欧洲央行有可能在今年四季度开始加息。不过，尽管欧洲央行年内加息的可能性正在攀升，但欧元区经济仍存在疲弱风险抬升，今年内欧洲央行难以“激进”加息。目前看来，欧洲经济复苏节奏较美国稍慢，无论是经济复苏速度还是货币政策正常化调整节奏均落后于美国。

图二：欧元区 GDP 同比增幅走势图（季度）



日元大幅贬值对日本经济影响广泛。今年以来，随着欧美主要央行货币政策转向，日元显著走软。受俄乌冲突影响，国际大宗商品价格持续上涨，进一步放大了日元贬值对日本经济的影响。今年一季度日元汇率以 5.7% 的跌幅排名第二，

仅次于俄罗斯卢布。

日元大幅贬值令日本经常项目收支持续恶化。受进口商品价格不断攀升等因素影响，日本经常项目顺差自去年 8 月起持续减少，去年 12 月转为逆差。今年 1 月逆差额扩大至 1.1887 万亿日元。今年日本经常项目或出现 42 年来首次逆差。如果日元持续走软、原油价格涨至每桶 130 美元，2022 财年日本经常项目逆差将达 16 万亿日元。日元大幅贬值放大了国际大宗商品价格暴涨对日本经济的影响。由于进口商品价格持续飙升，日本企业物价连续 13 个月同比上涨，3 月企业物价指数同比上升 9.5%至 112.0。

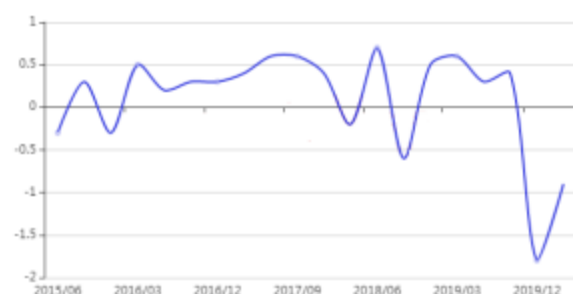
日本国内此前长期面临通缩压力，新冠疫情加剧内需不振，日本企业普遍对提价持谨慎态度，很多企业尚未将原材料价格上涨全部转嫁给消费者，经营面临巨大压力。尽管如此，日本消费者也不得不承受越来越大的涨价压力。与石油、粮食等相关的商品价格涨幅尤其显著。预计，企业物价上涨趋势仍将继续，4 月以后日本通胀水平有可能达到 2%。在收入没有增加的情况下，成本上升型通胀令普通人的可支配收入受到挤压，购买力下降，不仅不能刺激消费，反而抑制需求，不利于日本经济复苏。

日元大幅贬值的主要原因之一是日本央行与欧美主要央行货币政策的背离。今年以来，美联储、欧洲央行和英国央行纷纷加快紧缩步伐，美国 and 英国等国已步入加息轨道，

而日本央行迫于国内经济复苏乏力，仍在坚持超宽松货币政策。市场判断未来日元与美元的息差将进一步扩大，抛售日元的操作将增多。

此外，日元贬值还存在经济高度依赖进口的结构性原因。随着国际大宗商品价格持续上涨，日本进口额不断攀升。虽然日元贬值有利于日本增加出口，但目前情况下靠扩大出口减少经常项目逆差的效果已明显降低，油价高企叠加日元贬值，促使美元需求暴增、大量资金流出日本。在美联储坚持紧缩态度、国际大宗商品价格持续高企的情况下，日元兑美元汇率未来仍将继续走软，今年年底、明年年初甚至可能跌至 140 至 150 日元兑换 1 美元。

图三：日本增幅年率走势图（季度）



受乌危机影响,俄罗斯通胀加速。西方制裁及卢布大幅贬值对俄罗斯经济产生负面影响。消费者已感受到物价上涨,并开始试图抢在更大价格涨幅前囤积商品。然而,这种消费风潮只会让创纪录的通胀更严重。2021 年年底俄通胀率只有 8.39%, 俄央行认为今年通胀率可能会达到 20%。未来会出现的目前尚无法计算的进口外国商品短缺也增加了不

确定性。

俄罗斯连推多项举措提振经济。俄乌冲突以来，西方对俄罗斯实施了多项制裁。由于西方前所未有的制裁，俄罗斯正面临 30 年来最困难的局面。近日，欧盟又对俄罗斯祭出第 5 轮制裁，包括涉及每年 44 亿美元的俄煤炭禁令，首度触及敏感的能源领域。美国总统拜登签署法案，暂停与俄正常贸易关系，这为美国提高俄输美商品关税铺平道路。拜登还签署了禁止从俄进口能源产品的法案。

为应对西方史无前例的制裁，俄罗斯接连推出反危机措施，扶持经济，安抚民心。普京针对不友好国家和地区陆续签署了几项重要法令，包括允许俄罗斯政府部门、公司以及公民使用本国货币卢布支付对不友好国家和地区的债务欠款；在对外经济活动领域采取特殊措施，禁止特定种类食品和原料出口；支持对撤离俄罗斯市场的外国企业采取果断行动，对其在俄资产引入“外部管理”，避免对俄本土供应商造成损失；要求 48 个不友好国家和地区用卢布支付天然气费用。迄今为止，俄罗斯政府共采取了 200 多项支持经济措施，并正在制定 20 项新的反危机措施，部分措施开始见到成效。

其中，卢布汇率重新回到俄乌冲突前水平。俄主要出口产品石油和天然气继续大量流向国外，3 月份的贸易顺差预计能达到 200 亿至 250 亿美元，对卢布汇率形成支撑。这表

明制裁并没有打破俄罗斯的堡垒，俄罗斯经济可能正在适应制裁。实际上，西方的制裁未能给俄罗斯经济带来致命打击，也未能颠覆其任何最重要的行业。至少在目前，欧盟没有政治资本、意愿或实力对俄罗斯石油和天然气实施进口禁运。

不过，在西方严厉制裁之下，今年俄罗斯经济仍遭遇困难。2022 年俄罗斯通货膨胀率将为 20%，国内生产总值（GDP）将萎缩 8%。在当前遭遇严厉经济制裁的形势下，俄罗斯经济面临八大挑战：重要物资的进口难以保障、无法进行外贸结算、外企撤离俄罗斯、信贷市场因高利率而陷入瘫痪、证券市场收缩、卢布汇率动荡引发高通胀、进口替代需求上升和失业率上升。

图四：俄罗斯 GDP 同比增幅走势图（季度）

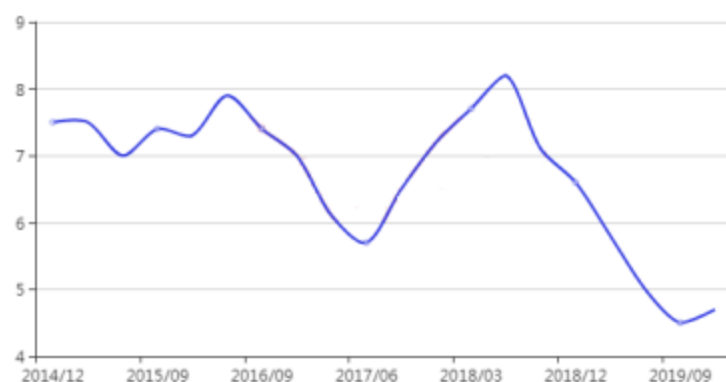


印度经济增长受到外部因素挑战，由于地缘政治紧张导致的外溢性影响正越发明显构成挑战。这些挑战包括通货膨胀、美联储货币政策收紧和海外资金抓紧流出印度市场。印度 3 月消费者价格指数（CPI）升至 6.95%，为近 17 个月以来最高水平。当月印度食品、服装、能源等价格均显著上涨。这是印度 CPI 数据连续第三个月超出央行设立的 6% 的通胀容忍上限。印度央行在本月初结束的货币政策会议上没有加

息，但表示将政策重心转到稳通胀上来，并将逐渐收紧流动性。

包括原油在内的国际大宗商品价格的上涨，推高了印度通胀。3 月份，印度零售通胀已经升至 6.95%。为此，印度央行已经明确表示将政策重心转向稳定通胀上。预计，印度央行可能会将加息动作提至 6 月份。这些将影响到印度经济的复苏。美联储的政策收紧引发了印度市场海外资金的加速流出。数据显示，3 月份，印度市场外国投资者撤出的资金达 4161.7 亿卢比。这些外部因素将影响到印度经济增长预期。印度央行 4 月份已经将本财年印度经济增长预期从此前的 7.8% 下调至 7.2%。

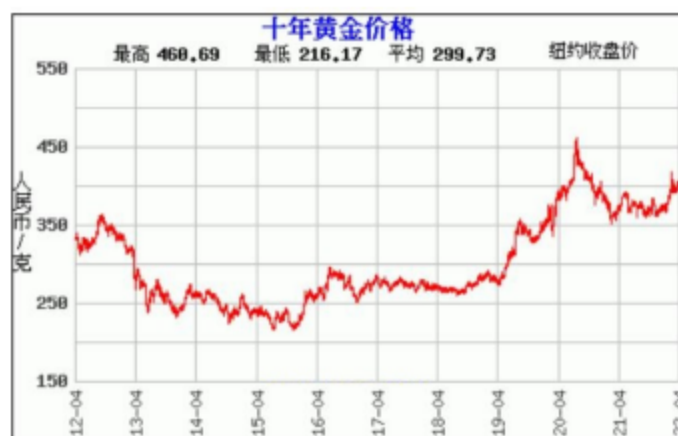
图五：印度 GDP 同比增幅走势图（季度）



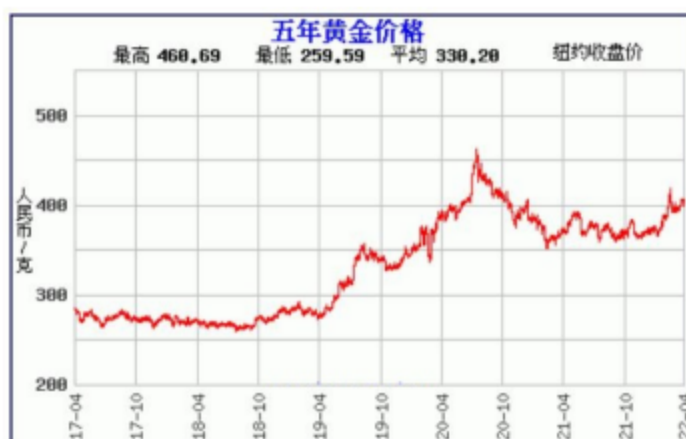
(二) 国际大宗商品价格趋势

1、黄金

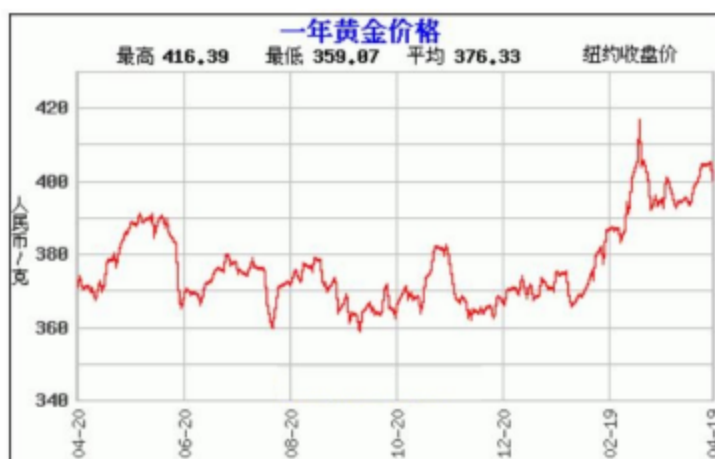
图六：十年黄金价格走势



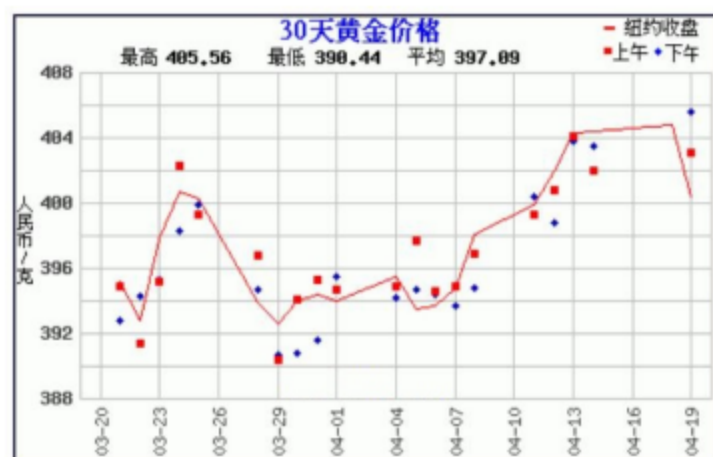
图七：五年黄金价格走势



图八：2021年3月--2022年3月黄金价格走势



图九：2022 年 3 月国际黄金价格走势



金价再创新高。最近的美国通胀年率已经高达 8.5%，创逾四十年新高。而美国失业率在 3 月份降至 3.6% 的两年新低。高通胀和低失业率将为美联储下个月大幅加息 50 个基点奠定基础。自美联储 3 月份启动新一轮加息周期，在目前经济持续强劲的情况下，美联储需要更紧迫地采取行动遏制通胀。美元受到利好因素的支撑，当前维持强势。

地缘局势上有进一步升级的可能刺激了黄金买盘的需求，推动金价上涨。俄乌谈判进入死胡同，乌克兰战争支撑的原料和材料价格飙升，正在挤压企业和消费者。而且美国总统拜登则首次表示，莫斯科对乌克兰的入侵相当于种族灭绝，同时宣布将向乌克兰提供额外 8 亿美元的军事援助。市场在猜测俄罗斯似乎正准备在(乌克兰)东部发动一场重大攻势。这将迫使美联储更快速加息，这为美元在经历了震荡后继续走强提供了保证。积极加息并缩减资产负债表。美元指数料继续维持强势，进而牵制金价上行步伐。不过乌克兰

战争带来重大地缘政治经济挑战，促进了黄金避险需求，并且战争将进一步强化供应链瓶颈，继续推高本已火热的通胀，黄金抗通胀魅力将持续彰显。

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



图十二：2021年3月--2022年3月石油价格走势



图十三：2022 年 3 月份石油价格走势



地缘冲突持续深度影响国际油价。3月中旬以来，原油价格整体呈现区间震荡走势。海外布伦特原油期货同期下跌8%。受市场波动率显著上升和交易成本上涨的影响，原油期货市场流动性出现不同程度下降，这表明，俄乌局势的不确定性使得市场观望情绪渐浓。俄乌冲突爆发之后，很多买家主动规避俄罗斯原油可能推高其他市场原油溢价的风险。但对于亚洲市场来说，随着中东原油相对价格走强，俄罗斯原油的深度贴水和美国石油战略储备释放引起美油折价，其吸引力也会随之上升。

当前全球原油价格的主要影响因素是地缘政治风险，西方国家对俄罗斯原油的直接制裁以及买家的主动规避导致俄罗斯断供风险持续存在，市场仍在评估未来俄罗斯原油出口的下降规模。美国大规模释放石油战略储备将缓和短期供应缺口进一步扩大的预期，降低油价短时间内大幅上冲的可能性。石油战略储备释放本质上也是库存消耗，目前全球库存已处于非常低的水平，库存持续消化最终仍然需要依靠增产来重建库存。OPEC+和美国页岩油目前对扩大增产的响应

有限，全球闲置产能持续下降，供给弹性下降意味着供给对价格上涨表现钝化。

同时，供应忧虑导致国际油价持续上扬，虽然原油需求受到全球经济增速放缓和疫情影响而有所回落，但俄乌冲突引发西方国家对俄罗斯实施严厉制裁，俄罗斯原油产量已经明显下滑，原油供应忧虑挥之不出，此外，中国央行下调存款准备金率也刺激了市场风险偏好情绪，国际油价持续上涨。

俄乌冲突导致俄罗斯原油和天然气出口受到制约，尤其是欧美西方国家对俄罗斯的制裁不断加码。欧盟拟议中的第六轮对俄制裁，将主要针对俄最大商业银行俄联邦储蓄银行，同时将采取渐进性措施切断欧盟自俄罗斯的油气进口。如果继续限制俄罗斯能源出口，能源价格可能会达到历史新高。由于物流成本 and 市场需求较高，替代俄罗斯的煤炭供应商很难向欧洲提供可接受的价格。而对俄罗斯实施的制裁政策反倒可能导致欧盟和美国的生活成本增加以及大规模失业。

OPEC+产油国无视美国等主要消费国的增产呼吁，仍坚持提高 40 万桶/月的产量配额。OPEC 公布的数据显示，2022 年 2 月 OPEC 原油产量为 2847 万桶/天，同比增长 14.6%，环比回升 44 万桶/天，但是还没有恢复到疫情前的水平，即尚未回升至 2900 万-3000 万桶/天的水平。其中沙特原油产量

重新升至 1000 万桶/天以上，科威特原油产量回升至 261 万桶/天，这两个国家原油产量接近疫情前水平；阿尔及利亚、伊朗、伊拉克和尼日利亚原油产量虽然在回升，但离疫情前产量还有很大的差距。从 OPEC 最近表态来看，其依旧维持缓慢增产的步伐，表明高油价是由俄乌冲突的地缘政治危机导致的，在他们控制范围之外。

与此同时，中国人民银行宣布，自 4 月 25 日起，将全面下调存款准备金率 25 个基点。这也提升了市场风险偏好情绪，扭转因疫情导致的原油需求下降的不利局面。将对一些较小的银行进一步下调存款准备金率 25 个基点，这一决定将释放约 5300 亿元人民币的长期流动性。将继续实施稳健的货币政策。不会采取类似洪水的刺激措施，将保持流动性合理充裕。此次降息后，金融机构的加权平均存款准备金率为 8.1%。将引导金融机构将发放的资金用于支持受新冠肺炎影响的行业和小企业。将密切关注通胀变化，保持物价稳定。将密切关注主要经济体的货币政策调整。

乌俄冲突仍在继续，通过外交途径解决冲突的希望渺茫，进一步加剧供应中断的担忧。此外，天然气价格创多年新高，也增加了原油替代需求，为油价提供支撑。美国天然气价格盘中升至逾 13 年来最高水平，升至 7.55 美元/百万英热，突破 1 月的高点，较年初价格上涨了约一倍。全球燃料短缺正在波及整个市场，供应商难以应对疫情后的消费激

增，乌克兰冲突进一步加剧了这一局面。

不过，其他一些因素可能抑制油价失控性的上涨，这包括美国和伊朗之间进行的重启核协议会谈，如果能够敲定一项新的核协议，以放松制裁，伊朗石油供应将重返市场的可能性将超过 100 万桶/天。但目前，谈判仍处于僵局。此外，由于全球增长放缓，而中国更大范围封锁的威胁依然存在，原油需求方面受到冲击。

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



图十六：2021 年 3 月--2022 年 3 月美元兑人民币走势图



图十七：2022 年 3 月份美元对人民币走势图



人民币汇率虽小幅下挫，但整体未现单边贬值趋势。整个 3 月，在月初经历了短暂的回调后，人民币汇率迅速回归震荡行情。中美利差收窄对人民币汇率的扰动，更多停留于情绪层面。从人民币供需角度来讲，其并不构成主导力量。站在当前时点，经常项目和直接投资项目顺差规模仍然较大，境内美元流动性充足，资本流出的规模仍然可控。因此，中美利差收窄对于人民币的影响或较为有限。

尽管中美名义利差显著收敛，但实际利差仍宽，这是支

撑人民币强势的关键。往后看，美国滞胀风险或继续加大，短期通胀压力加剧，而中国 CPI 上半年预计保持 2% 以内，PPI 下半年加速回落。实际利差的存在使得本轮美联储收紧政策对人民币汇率的压力明显低于前两轮。

近日，离岸人民币汇率大幅下跌，其原因有这么几点：其一，中美利差再次“倒挂”，使得资金流出我国债券市场的预期升温，从而迫使离岸人民币汇率持续下跌。其二，近日，欧元相对于离岸人民币在持续升值，这或许也是离岸人民币汇率持续下跌的一个原因。其三，2022 年，全球经济增长的预期放缓，以及全球债务风险加剧，这使得美元的避险需求再次升温，从而迫使美元指数节节攀升，以至于使得离岸人民币汇率持续下跌。

在全球通胀高企、金融环境可能收紧以及俄乌冲突背景下，世行将今年全球经济增长预期从 1 月份公布的 4.1% 下调至 3.2%。债务高企和通胀上升是全球增长面临的两大问题。由于债务高企，约 60% 的低收入国家已经处于或者有可能陷入债务困境，预计债务危机将在 2022 年继续恶化。除了以上方面的因素以外，欧元相对于离岸人民币升值，这或许也是导致离岸人民币汇率下跌的一个原因。

未来，离岸人民币汇率的跌势开启的概率很小。

2022 年，全球最大的问题是通胀一直“居高不下”，一些发达经济体深受其害，为了防止其经济再次陷入衰退陷

阱，收缩货币政策是他们的唯一选择。进入 2022 年以后，像英国、美国这些发达经济体已经开启了加息模式，随后，欧洲央行也会跟进，这就会导致他们的股市遭受重创，从而迫使资本外流。反观我国，通胀一直很低，央行还多次降准，这将大大提升我国股市的吸金能力，以至于抑制离岸人民币汇率开启下跌模式。

世界银行已经将今年全球经济增长预期从 1 月份公布的 4.1% 下调至 3.2%。世界银行不看好 2022 年全球经济增长的潜力。同时，这也从侧面表明 2022 年全球的需求也会下降。2022 年，全球需求下降，我国的出口也会遭受打击，依靠降低人民币汇率刺激贸易出口的压力较小。在这种背景之下，离岸人民币汇率开启下跌模式的概率很小。所以，未来，离岸人民币汇率未必会开启下跌模式。

国内经济形势

(二) 国内主要经济指标

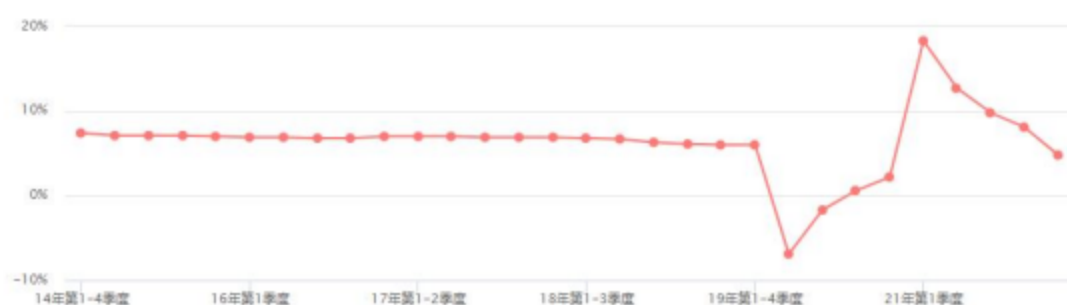
2021 年全年 GDP (国内生产总值) 270178 亿元，同比增长 4.8%; 2022 年 3 月份, CPI (全国居民消费价格) 同比上涨 1.5%; 2022 年 3 月份, PPI (全国工业生产者出厂价格) 同比上涨 8.3%，环比上涨 1.1%; 2021 年 1-3 月，全国固定资产投资 104872 亿元，同比增长 9.3%; 2021 年 1-3 月，全国一般公共预算收入 62037 亿元，同比增长 8.6%; 2021 年 1-3 月，我国货物贸易进出口总值 94151 亿元，同比增长 10.7%; 2022

年3月末,广义货币(M2)余额249.77万亿元,同比增长9.7%。

1、GDP

一季度,我国GDP为270178亿元,按不变价格计算,比上年同期增长4.8%,增速较上年四季度加快0.8个百分点,经济继续稳步恢复。其中,第一产业增加值10954亿元,同比增长6.0%,拉动经济增长0.3个百分点;第二产业增加值106187亿元,同比增长5.8%,拉动经济增长2.1个百分点;第三产业增加值153037亿元,同比增长4.0%,拉动经济增长2.4个百分点。

图十八: 中国GDP同比增幅走势图



2、CPI

2022年3月份,全国居民消费价格同比上涨1.5%。其中,城市上涨1.6%,农村上涨1.2%;食品价格下降1.5%,非食品价格上涨2.2%;消费品价格上涨1.7%,服务价格上涨1.1%。1—3月平均,全国居民消费价格比上年同期上涨1.1%。3月份,全国居民消费价格环比持平。其中,城市持平,农村持平;食品价格下降1.2%,非食品价格上涨0.3%;消费品价格上涨0.2%,服务价格下降0.2%。

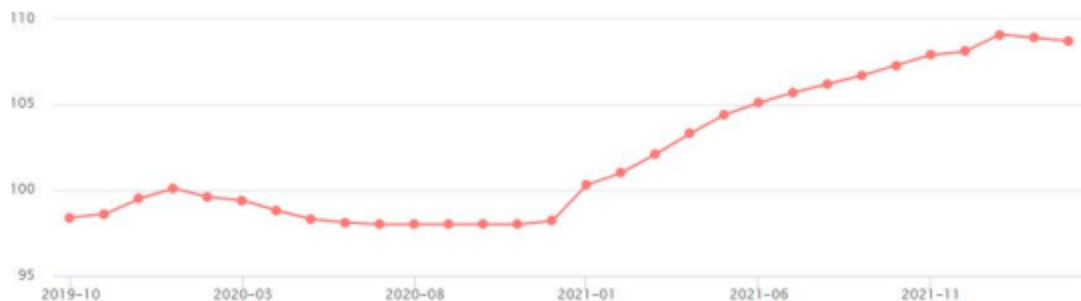
图十九：中国 CPI 同比增幅走势图



3、PPI

2022 年 3 月份，全国工业生产者出厂价格同比上涨 8.3%，环比上涨 1.1%；工业生产者购进价格同比上涨 10.7%，环比上涨 1.3%。一季度，工业生产者出厂价格比去年同期上涨 8.7%，工业生产者购进价格上涨 11.3%。

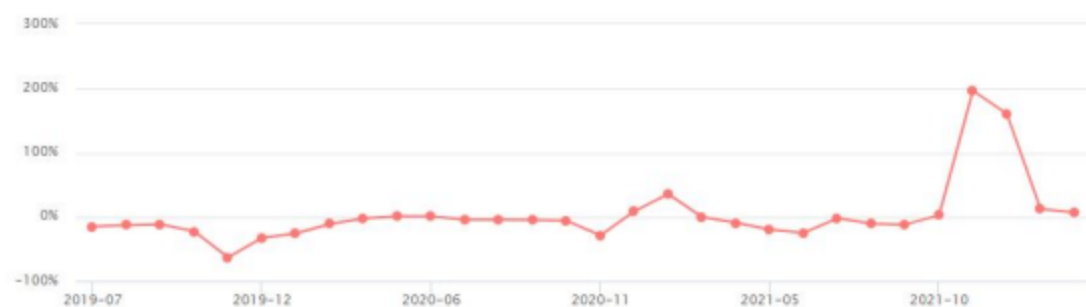
图二十：中国 PPI 同比增幅走势图



4、固定资产投资

1—3 月份，全国固定资产投资（不含农户）104872 亿元，同比增长 9.3%。其中，民间固定资产投资 59622 亿元，同比增长 8.4%。从环比看，3 月份固定资产投资（不含农户）增长 0.61%。分产业看，第一产业投资 2522 亿元，同比增长 6.8%；第二产业投资 32428 亿元，增长 16.1%；第三产业投资 69923 亿元，增长 6.4%。

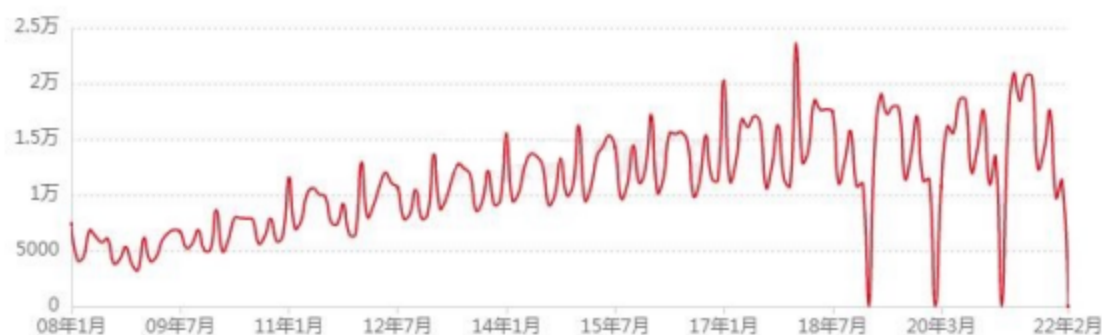
图二十一：中国固定资产投资月度增幅走势图



5、财政收入

一季度，全国一般公共预算收入 62037 亿元，同比增长 8.6%。其中，中央一般公共预算收入 28949 亿元，同比增长 7.6%；地方一般公共预算本级收入 33088 亿元，同比增长 9.5%。全国税收收入 52452 亿元，同比增长 7.7%；非税收入 9585 亿元，同比增长 14.2%。

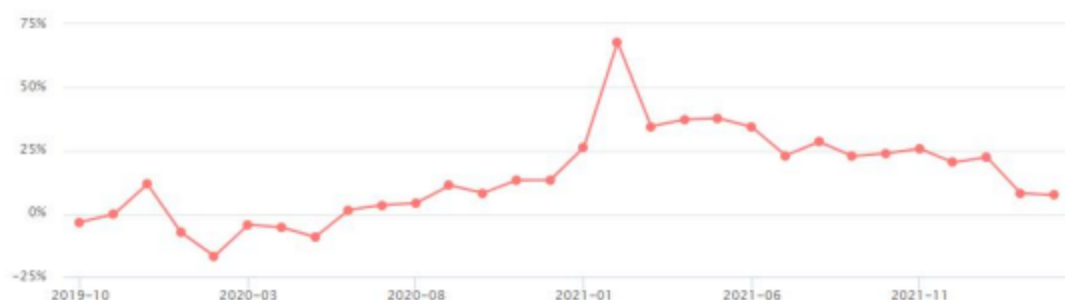
图二十二：中国财政收入趋势图



6、对外贸易进出口

一季度，货物进出口总额 94151 亿元，同比增长 10.7%。其中，出口 52260 亿元，增长 13.4%；进口 41891 亿元，增长 7.5%。进出口相抵，贸易顺差 10369 亿元。一般贸易进出口增长 13.9%，占进出口总额的比重为 63.2%，比上年同期提高 1.8 个百分点。

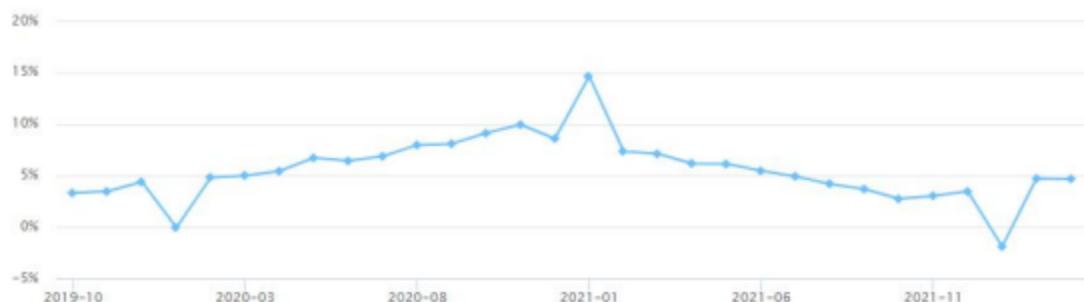
图二十三：中国进出口总值同比增幅走势图



7、M1、M2

3月末，广义货币(M2)余额249.77万亿元，同比增长9.7%，增速分别比上月末和上年同期高0.5个和0.3个百分点；狭义货币(M1)余额64.51万亿元，同比增长4.7%，增速与上月末持平，比上年同期低2.4个百分点。

图二十四：中国M1同比增幅走势图



图二十五：中国M2同比增幅走势图



（二）国内大宗商品价格趋势

1、钢铁

金三银四旺季加持,钢材走势较强。3月全国钢材价格呈现整体上涨趋势,虽然国内东北、上海地区疫情发散对物流交通有影响,但是工地旺季需求不改,市场整体相对于2月底价格有所上涨。宏观消息面:3月份未能迎来降准预期,但是国常会一再发布稳定经济的利好政策,预计二季度基建方面会有重大利好消息,钢厂产量方面电炉始终亏损,供应面压力较小,工地方面疫情多发地区进货操作较少,其他地区施工均正常且处于旺季赶工期阶段,今年3月份行情符合节前旺季预期。

钢厂利润大幅减少,月中成材整体小幅上升,但原料铁矿、煤炭大涨,钢厂利润空间压缩。本月由于疫情因素,物流阻断,需求大幅下滑,导致螺纹供大于求,库存小幅增加,基本面偏空。但近期货币政策面不断放松,房贷利率大幅下调,地方板块大幅拉升,市场预期潜在需求较大。目前电炉处于亏损状态,不少钢厂已有检修停产的计划,预期4月份这一现象将持续,后期随时关注疫情发展动态,带来的需求复苏影响。

3月华东成交量呈现先强后弱趋势,上半个月下游市场迅速恢复,整体成交不错,下半个月受到疫情反复影响,多地码头仓库提货受影响,物流运输受到阻碍,市场心态低迷,

整体成交下降，部分商户暂停配送只报价，炉料端成本抬升，部分品种供需两弱，下游多处于观望阶段，加之近期南方区域多降水，市场成交疲弱，月末商户挺价意愿较低、议价优惠刺激出货为主，综合来看，4月华东成交量呈现先弱后强趋势。

当前经济下行压力依然较大，房地产“市场底”仍未出现。3月份钢材行业下游需求受到疫情抑制，但是政策逆周期调节力度加大，特别是基建投资超前发力，房地产“政策底”显现。预计需求仍有后劲，随着4月份疫情得到进一步控制，迟到的部分需求终将释放，对钢价仍构成利好。

全国各地区受公共卫生事件影响，原料资源运输不畅，个别钢厂开始检修，减产模式，同时受宏观利好消息以及期螺提振，市场信心有所恢复，商家对后市预期增强，现货价格震荡上移；后期来看，各地区气温回升，然受疫情影响，工地多数封闭管理，同时车辆运输受阻，资源外发较为困难，需求面来看，市场需求未得到实际兑现，且终端资金压力较大，下游采买未见明显放量目前多是商家对后市预期对价格存在支撑，期现交易占据主导，整体来看，当前原料成本高位，钢厂利润缩减，且整体库存相对往年处于低位水平，部分地区资源偏紧，预计4月份主导钢厂政策稳中上调。

回顾3月份全国钢材价格整体偏强运行为主，回顾这个月国际大事频发，先是俄乌战争爆发引发一系列连锁反应，

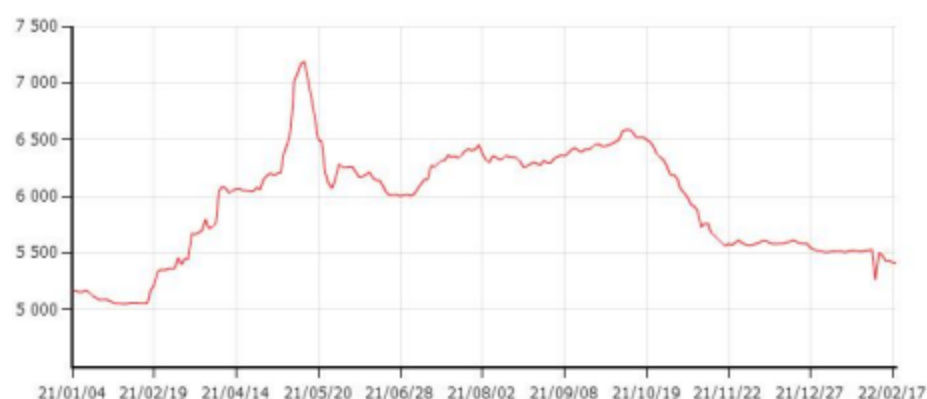
大宗商品普涨，接着国内多地区疫情爆发，黑色系需求节奏被扰乱，金三银四需求大不如去年同期水平，尤其是钢厂方面，成本持续走高，利润收窄，钢厂生产积极性明显减弱，检修情况突出，而展望下月，疫情有望得到控制，企业复产积极性恢复，对下游复产的情绪较浓，但需警惕，期螺高位状态下，落袋为安情绪以及旺季预期的相互碰撞，使得市场预计会出现大幅度的波动，同时本月多数钢厂因物流影响，库存积压，下个月有望集中释放。预计下月走势先强后弱运行为主。

图二十七：五年钢铁价格综合指数走势图

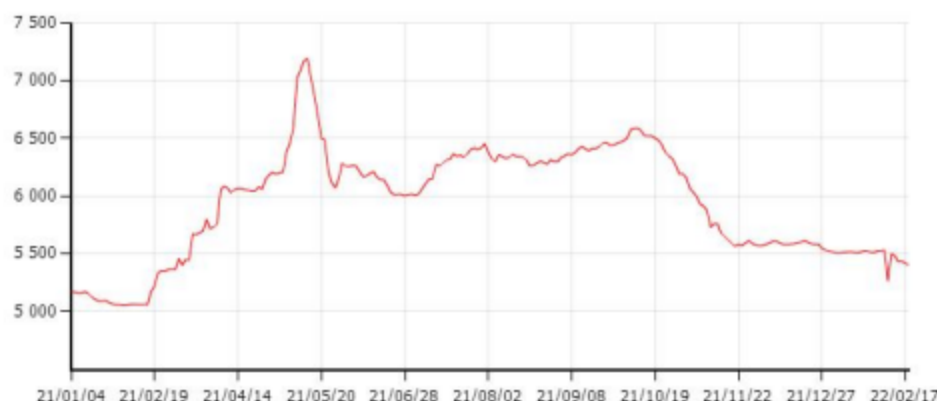


图二十八：2021年3月--2022年3月

钢铁价格综合指数走势



图二十九：2022 年 3 月份钢铁价格综合指数走势图



2、铜

三月份铜价震荡上行，受俄乌紧张局势影响，伦铜盘中刷新历史新高。月初地缘政治风险弥漫，乌克兰意欲加入北约，欧美制裁加码，涉及到原油等大宗商品，刺激油价接连攀升，为 2008 年以来新高，供应担忧叠加通胀迅速走高的预期助推了有色金属集体飙升，铜价创历史新高。后续行情逐渐回顾基本面引导，由于通胀的持续性，整体呈现高位难跌的走势。

市场方面，今年上期所季节性去库相对有所提前，显性库存在较低的位置开始下滑，整体供应偏紧，同时上海疫情严重，运输困难，下游需求端同样承压，供需两淡下对盘面未有明显的支撑效应，到月底上海周边假期模式被迫提前。进口盈亏方面，美联储鹰派加息落地，美元走强，本月进口盈利窗口继续关闭。

短期来看，国内疫情反复，影响部分地区的物流和消费需求，对铜价有一定干扰。但国内强政策预期依然存在，电

网、基建及新能源相关板块持续发力，加之内外铜库存持续下降，国内非疫情地区下游开始旺季备货，库存拐点已现，消费回暖预期升温，提振市场信心，支撑铜价维持偏强走势。短期内还需关注俄乌局势的干扰，海外通胀以及经济数据，若出现超出市场预期的情况，使得大宗商品市场震荡剧烈，铜价走势或随之大幅波动。

月初废铜市场行情急涨急跌，价格上下浮动较大，持货商捂货惜售，维持挺价态度，市场交投氛围逐渐低迷；受财税新政影响，多数持货商在二月底积极抛货，导致当前市场货源库存较低，市场抢货明显。月中沪铜探底回升，价格上涨。后续行情持续上扬，持货商出货增多。但多地受疫情影响下，不得已暂时停工，市场凸显有价无市，尤其是泉州南安、苏州、安徽合肥、上海等地。随着江西补贴政策收紧，铜厂票点成本上移，竞争优势下滑。

国内方面，库存积累期结束，已经提前开始去化，预计很快会再次降到历史低位水平，对铜价形成支撑。交易所库存率先见顶回落，且去化速度略超预期，而保税港库存也于近期开始回落。国外方面，LME 库存仍维持在低位运行，虽然近期有小幅回升，但整体上依旧偏低。海外库存下降的原因可能是西方加码制裁令俄罗斯铜供应的减少，以及欧洲铜冶炼企业在能源价格暴涨下进入检修期。综合来看，全球库存水平依然偏低，且已经迎来季节性去库阶段，一定程度上

给予铜价支撑，短期价格仍有走强可能。

图三十二：2021 年 3 月--2022 年 3 月份铜价指数走势图



图三十三：2022 年 3 月份铜价指数走势图



3、焦炭

煤价高位运行。目前正处于大秦线检修前的抢运期，各条主要运煤干道都处于满发中，再加上山西疫情本来就已经对汽运带来影响，铁路运输再受影响，外运就困难了。而内蒙煤可以通过张唐线向曹妃甸港转运，但晋北煤主要依靠大秦线和京秦线外运。环渤海港口下水的煤炭的 47%来自大秦线，大秦线维修，最直接的后果就是环渤海港口卸车减少，库存下降；目前到港煤炭以每天 70-80 万吨速度递减。随之，下游到货数量会减少，影响价格。

今年 3 月初，国家发改委指出，进入 2022 年，受多重

因素影响，国际能源供应形势复杂，能源价格不断攀升并屡创新高，同时国内煤炭消耗呈快速增长态势，对煤炭保供稳价形成新的挑战。与此同时，国家发改委出台了《关于进一步完善煤炭市场价格形成机制的通知》，强调要完善煤、电价格传导机制，鼓励电力中长期合同设置上网电价与煤炭中长期价格挂钩；此外要健全煤炭价格调控机制，主要通过提升煤炭市场供需调节能力、强化煤炭市场预期管理和加强煤电市场监管措施。

为保障今年到明年开春发电供热用煤稳定可靠供应，2022 年煤炭中长期合同签订履约专项核查工作已于 3 月 30 日正式开始。按照要求，煤炭企业签订的中长期合同数量应达到自有资源量的 80%以上，发电供热企业年度用煤应实现中长期供需合同全覆盖。我国仍将立足以煤为主的基本国情，传统能源不会过快退出，在新增产能及存量挖潜空间有限的背景下，煤价中枢抬升，有助于煤炭企业业绩的稳定释放和估值修复。此外，我国动力煤、焦煤、焦炭价格均为全球价格洼地，价格倒挂下将显著影响我国进口数量，甚至部分品种加工产成品后存在出口套利空间，均将对我国煤价形成强支撑。

“十四五”期间，煤炭在我国能源体系中的主体地位和压舱石作用不会改变，在国内供应增量有限、进口煤管控常态化的背景下，行业供需总体平稳，集中度有望进一步提高，

在煤炭供给侧结构性改革持续深化的背景下，煤炭行业高质量发展可期。

图三十四：2021 年 3 月--2022 年 3 月焦炭价格走势图



图三十五：2022 年 3 月份焦炭价格走势图



4、水泥

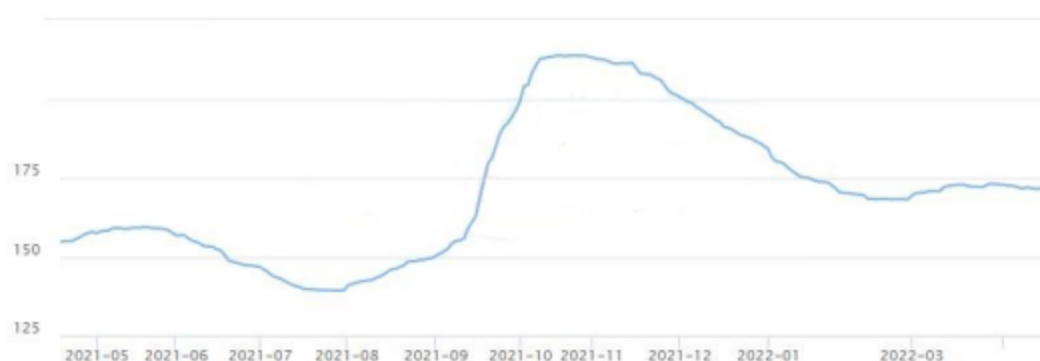
水泥需求逐步向好，价格应声上涨。进入 3 月份后，天气气温回升，施工条件好转，市场需求加快恢复，同时全国多数企业结束错峰开始恢复正常生产，水泥行业供需局面逐步向好，叠加煤价整体上涨企业生产成本承压上行，水泥价格应声上涨。

从区域来看，除东北市场尚未完全启动外，其余地区供需关系均有好转。具体来看，华东市场需求恢复较快，水泥价格涨幅较大；华北地区成本压力抬升，价格开始上涨；中

南地区市场陆续恢复，水泥价格止跌回升；西北地区产销有所向好，行情稳中偏强运行；西南地区下游需求不佳，市场弱稳运行；东北地区仍未完全启动，行情整体继续下探。

成本方面，3月末秦皇岛5500大卡动力煤现货平仓价为1325元/吨，环比上涨9.05%，同比上涨77.61%，3月份冷空气天气有所延长叠加复工复产需要，下游需求保持旺盛，同时由于中长期长协合同签订导致市场货源进一步偏紧，煤价出现震荡上涨。吨水泥煤炭成本约129.72元，比2月末上涨10.77元，成本压力再次抬升。3月末水泥与煤炭成本价格差为318.7元/吨，环比微涨0.47%，同比上涨1.46%，水泥-煤炭价差小幅扩大，成本转移能力有所减弱。

图三十六：水泥价格走势



5、铝

沪铝整体表现冲高回落之势，月内俄乌战火爆发引发市场恐慌情绪，同样带动海外市场供应紧张，不过国内来说，相对跟涨幅度不大，此外海外战火对国内市场实际波及也相对有限，上半旬铝价拉涨一方面受外盘强势带动，另一方面

主要还是在国内强有力基本面以及低库存支撑下上行。

“金三”旺季需求下，铝型材企业订单尚可，下游企业稳定补库，但随着疫情再起，尤其是下旬，国内铝产品运输缓慢，库存在途量加大，主流仓库到货量减少，局部地区已经出现下游加工企业因原料供应受限而减产、停产的情况，市场成交转弱。

华东地区：俄乌冲突不断，且谈判尚未有实质性结果，欧美各国相继对俄罗斯宣布一系列制裁措施，市场对能源危机担忧加剧；加上中下旬国内多地疫情频繁，市场运输受阻，供需均受到一定影响，3月铝价波动较为剧烈。华南地区：3月华南铝锭整体表现先抑后扬，扳回部分跌幅，虽月跌幅不大，但月内铝价波动较为剧烈；深圳地区受疫情影响一度封城，影响成交；其他地区下游企业刚需接货为主，整体成交好于华东地区。

3月废铝价格表现明显好于电解铝市场，相对电解铝价格的下跌，废铝价格出现明显的上涨行情，主要支撑因素是货源紧缺；3月多地受疫情影响较为严重，尤其是吉林、上海、江苏、深圳、泉州等地区，市场成交严重受阻；因运输等多种原因，废铝市场货源紧张，这也是支撑废铝易涨难跌的主要因素，厂家普遍反馈库存不足，寻货积极，尤其是中下旬这种局面尤为突出。

因疫情导致需求疲弱情况显现，废铝难有持续性反弹，

但在货源紧张支撑下，预计下方空间亦有限，短期料废铝价格涨跌不大，或趋稳，4月整体表现或先跌后涨。在疫情突发性的影响下，铝市短线面临一定“供需双弱”局面，沪铝或小幅偏弱运行；不过在后市疫情逐步缓解下，料铝价将恢复高位区间震荡，下游需求回暖后去库仍将延续。近日，俄乌矛盾激化，但欧美制裁反而加剧，此外俄方也做出反制，“断气”举措或将加剧欧天然气短缺情况，从当前市场情况来看，海外低库存叠加上铝企减产预期将持续对伦铝价格形成支撑，短期因市场悲观情绪影响伦铝或涨势或有放缓，料后市仍有攀升可能。

图三十七：十年沪铝价格走势图



图三十八：五年沪铝价格走势图



图三十九：2021 年 3 月--2022 年 3 月沪铝价格走势



图四十：2022 年 3 月份沪铝价格走势



6、房价

表一：2022 年 3 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	上海	71730 元/m ²	5.49%
2	深圳	68083 元/m ²	0.42%
3	北京	66694 元/m ²	0.63%↓
4	厦门	50212 元/m ²	1.88%↓
5	广州	45253 元/m ²	3.71%↓

排名	城市名称	平均房价	环比上月
6	杭州	43833 元/m ²	12.21%
7	三亚	41146 元/m ²	2.54%
8	陵水	36372 元/m ²	4.01%
9	南京	35568 元/m ²	2.21%
10	福州	27818 元/m ²	0.34%

房地产多数指标继续走弱，房企融资遭“腰斩”。商品房销售低迷、房企资金压力加大、土地购置及新屋开工积极性较低，虽然房地产开发投资的总额度处于高位、保持同比小幅增长，但是其增速也明显放缓。

3 月份多地房贷利率出现近三年来最大单月降幅，多地房贷首付比例下调，且不少城市房贷放款速度明显加快。从 3 月份的政策表现来看，房地产“政策底”较为明显；房地产的“市场底”还未出现，但是也出现了一定的回暖迹象。城市房地产市场成交量总体上升，但是房地产市场完全企稳还需时日，部分地区疫情反复拖累市场恢复节奏。预计 4 月份部分城市或迎来住房需求释放，随着疫情的控制。

根据统计局最新数据，2022 年 1-2 月全国房地产开发投资 14499 亿元，同比增长 3.7%，增速较去年底回落 0.7 个百分点；全国房屋新开工面积 14967 万平方米，下降 12.2%，

较去年底跌幅放大 0.8 个百分点；全国商品房销售面积同比下滑 9.6%，较去年底增速回落 11.5 个百分点；房地产开发企业到位资金 25143 亿元，同比下降 17.7%，较去年底增速回落 21.9 个百分点；土地购置面积同比下滑 42.3%，较去年底跌幅放大 26.8 个百分点。

今年以来，楼市政策暖风频吹，向市场释放积极信号。截至目前已有超过 65 个城市出台楼市松绑政策，其中不乏郑州、福州、哈尔滨、兰州等省会城市。整体来看，需求端松绑的热度或将持续升温。另一方面，尽管政策环境逐渐宽松，但房地产企业融资端回暖还尚需时日，市场信心明显不足。今年一季度 100 家典型房企的融资总额与去年四季度基本持平，但不及去年同期的一半。与去年同期相比，超 7 成房企融资规模有所减少，近 3 成房企融资规模遭腰斩。

一季度房企融资总额同比“腰斩”。2022 年一季度 100 家典型房企的融资总额为 2055.12 亿元，同比大幅下降 52.5%，环比 2021 年四季度微升 1.8%。今年第一季度房企境内外债券融资累计约 1733 亿元，同比下降 43%，降幅较 2021 年同期扩大 20 个百分点。

从各个房企融资情况来看，100 家典型房企中，约 75% 的房企融资规模不及去年同期，超 29.3% 房企融资额同比降幅超过 50%。2021 年同期行业未爆发企业大规模违约事件，市场情况仍相对较好，融资基数相对较大，是房企融资同比大降的原因。随着 2021 年底政策频繁出台维稳市场，今年

一季度以来政策持续保持 2021 年底的基调，继续释放更多利于市场回暖的信号，使得一季度融资较 2021 年底有所。

地产债年内到期压力较大。行业风险尚未出清，企业融资渠道依然狭窄，随着债务大量到期，房企年内偿债压力依然较大。另一方面，利润下降已成为近年来不少房企面临的共同状况。在融资难、回款慢、利润低等背景下，寻求债务展期，已成为偿债压力房企自救的标准动作。据公开数据统计，从去年至今年 3 月末，寻求债务展期的房企已达 20 余家。其中，不乏恒大、世茂、阳光城等头部房企。当前房企经营之困，由此可窥一斑。

此前金融委会议明确，要及时研究和提出有力有效的防范化解风险应对方案。鼓励机构稳妥有序开展并购贷款，重点支持优质房企兼并收购困难房企优质项目，促进房地产业良性循环和健康发展。银行之后，资产管理公司也参与到房企化险工作中。为加快出险房企的资产处置进度，今年初，金融监管部门曾召集几家全国性资产管理公司开会，研究按照市场化、法治化原则，参与风险房企的资产处置、项目并购及相关金融中介服务。

在此背景下，资产管理公司开始行动。3 月份，东方资产成为首家发行地产纾困金融债的资产管理公司，规模为 100 亿元；同月，长城资产也获批发行 100 亿元金融债券。而在更早之前，在恒大化债行动中也出现了一家资产管理公司的身影。在政策的鼓励支持下，后续各类资产管理公司或

许会有更多的行动。

企业拿地方面，即使一季度部分城市集中供地有一定热度，但对于投资整体刺激作用依然有限，仅三成百强房企拿地。1-3 月份新增货值百强门槛仅有 19.7 亿元，同比大降 46%。投资金额、建面百强门槛分别为 5.4 亿元和 16.7 万平方米，同比分别下滑 50%和 41%。

在整体投资放缓的情况下，新增货值集中度不降反升，可以看出当前仅有头部房企在核心城市拿地。报告显示，截止至 3 月末，华润、中海、中交、建发、万科、绿城新增货值超 200 亿元，而 10 强房企新增货值占百强总货值的 60%，较 2021 年全年大幅提高 25 个百分点。但整体而言，谨慎的拿地态度并没有好转。一方面百强房企中近七成企业依旧未拿地，超过半数企业来自项目开发商；另一方面拿地金额较高的企业中，仅大家、伟星拿地销售比高于 1，绿城、建发、华润拿地销售比超过 0.3，其余拿地销售比均低于 0.2，小于去年 0.25 的均值。

目前政策回暖的传导落地尚需时日，短期内规模房企整体的融资规模仍将保持在低位，企业应继续保持谨慎、防范信用及流动性风险。在加紧去化回款缓解流动性压力的同时，也需积极把握融资机会，在并购融资、保障性租赁住房等多方面进行尝试。

预计，市场底或将在二季度到来，届时成交或将筑底企稳，同比跌幅也将有所收窄。但基于城市经济基本面、房地

产市场现状、潜在购房需求及居民购买力等多方面因素，各城市市场或将加剧分化。