

2024年12月17日

Expertsoffinancialderiv  
ativespricing  
衍生品定价专家

优财研究院

投资咨询业务资格

湘证监机构字[2017]1号

作者：杨彦龙

·从业资格编号 F03103782

·投资咨询编号 Z0018274

邮箱：[yangyanlong@jinxinqh.com](mailto:yangyanlong@jinxinqh.com)



## 损益盈虚，与时偕行

### 内容提要

明年作为“十四五”规划的收官之年，宏观调控将更加具有前瞻性、针对性、有效性。预计2025年财政赤字将有1%左右的上调空间，政策利率仍有75-100bp下调空间，带动社融存量增速回升至8.5%左右，2025年GDP或将保持5%左右增速。在国内稳步推进经济向好回升之时，海外主要经济体也处于降息周期。我们预计2025年联储或仍有75bp降息空间，同时在财政扩张以及消费的支撑下，劳动力市场保持韧性，美国经济平稳落地。而欧元区或仍面临战争消耗以及财政收缩掣肘，难有大幅好转；印度、东盟各国、南非为代表的新兴经济体经济景气度较高、增长潜能较大，预计2025年同比仍有0.2%左右增幅。

在新兴经济体（除中国）的有力支撑下，预计2025年海外粗钢供需形势略好于国内，产量增幅在1.5%左右，消费增幅在1.8%左右，整体保持高位。而国内钢铁行业仍然面临产能过剩、高端化不足、集中度低下等问题，短时间内消费结构的转型也难以完全填补地产下行带来的减量冲击，中性预计2025年国内粗钢产量基本持平，需求端（考虑出口或同比下滑1%）降幅或在0.8%，行业或继续处于低利润甚至亏损的局面；此时供给的约束政策与需求的刺激政策同等重要，明年也需要格外关注。在全球粗钢供需整体过剩的情况下，铁矿也迎来新的产量释放周期，本轮周期或持续至2028年；粗略估计2025年主流矿增量5450万吨，非主流矿增量1300万吨，国产矿增量450万吨，全球供应增量或在2.8%，而2025年国内生铁产量预计小幅增加0.2%，海外生铁产量或增加1.2%；明年港口库存延续累积，供需强弱发生逆转。

### 操作建议

螺纹：考虑反弹高空为主，预计2025年波动区间在2640-3580元/吨

热卷：考虑反弹高空为主，预计2025年波动区间在2820-3770元/吨

铁矿：考虑反弹高空为主，预计2025年波动区间在625-885元/吨

### 风险提示

美国政策取向、国内刺激力度、内需恢复情况、地缘政治干扰、突发事件影响

请务必仔细阅读正文之后的声明

## 目录

内容提要 .....	1
操作建议 .....	1
风险提示 .....	1
一、 行情回顾 .....	7
二、 宏观简析 .....	12
(一) 国内篇 .....	12
1. 2024 年或呈“U”形走势，有望实现全年经济增长目标 .....	12
2. 2025 年基础更加夯实，但外部不确定性干扰增强 .....	18
(二) 海外篇 .....	27
1. 美欧央行维持宽松，警惕二次通胀风险 .....	27
2. 部分新兴经济体景气度维持，防止高关税干扰 .....	31
3. 外需拉动走弱，国内出口或承压下行 .....	32
三、 行业概述 .....	34
(一) 钢材篇 .....	34
1. 全球钢铁供需结构迎来深度变迁 .....	34
2. 国内“积贫积弱”，亟需产能出清 .....	38
3. 政策双向发力，行业上下求索 .....	41
(二) 铁矿篇 .....	43
1. 矿山资本开支步入上行周期，增量释放显著 .....	43
2. “基石计划”发力，国产矿进展迅速 .....	47
3. 进口大增，港口库存堆积 .....	49
四、 综合展望 .....	52
重要声明 .....	54

## 图表

图 1.1: 钢铁行业 PMI (%)	7
图 1.2: 钢铁行业 PMI 分项 (%)	7
图 1.3: 黑色产业链固定资产投资累计同比 (%)	8
图 1.4: 黑色产业链工业增加值累计同比 (%)	8
图 1.5: 黑色产业链利润总额累计同比 (%)	8
图 1.6: 黑色产业链亏损企业单位数期末同比 (%)	8
图 1.7: 黑色金属冶炼和压延加工业资产负债率 (%)	9
图 1.8: 黑色金属冶炼和压延加工业毛利率 (%)	9
图 1.9: 南华黑色指数月均值	10
图 1.10: 现货价格指数 (点, 美元/吨)	10
图 2.1.1: 实际 GDP 累计同比及贡献度 (%)	12
图 2.1.2: 工业企业主要效益指标累计同比 (%)	13
图 2.1.3: PPI 累计同比 (%)	13
图 2.1.4: 固定资产投资累计同比 (%)	14
图 2.1.5: 分行业固定资产投资累计同比 (%)	14
图 2.1.6: 制造业 PMI (%)	14
图 2.1.7: 制造业 PMI 分项 (%)	14
图 2.1.8: 房地产行业指标明细 (%)	15
图 2.1.9: 社会消费品零售总额累计同比 (%)	15
图 2.1.10: CPI 累计同比 (%)	15
图 2.1.11: 进出口总值累计同比 (%)	16
图 2.1.12: 机电产品出口情况 (亿美元, %)	16
图 2.1.13: 金融机构人民币贷款 (亿元, %)	17
图 2.1.14: 社融存量 (万亿元, %)	17
图 2.1.15: 货币供应量 (亿元, %)	17
图 2.1.16: 财政收支明细 (%)	18

图 2.1.17: 基建领域相关政策梳理 .....	19
图 2.1.18: 基建领域相关政策梳理 (续) .....	20
图 2.1.19: 制造业领域相关政策梳理 .....	21
图 2.1.20: 制造业领域相关政策梳理 (续) .....	22
图 2.1.21: 存款准备金率及 MLF 操作利率(%) .....	24
图 2.1.22: 贷款市场报价利率 (%) .....	24
图 2.1.23: 房地产领域相关政策梳理 .....	25
图 2.1.24: 房地产领域相关政策梳理 (续) .....	26
图 2.1.25: 贷款市场报价利率(%) .....	26
图 2.1.26: 个人住房贷款加权平均利率 (%) .....	26
图 2.1.27: 全国城镇调查失业率(%) .....	27
图 2.1.28: 居民人均可支配收入实际累计同比 (%) .....	27
图 2.2.1: 美国 GDP 及分项贡献率(%) .....	28
图 2.2.2: 美国 CPI 当月同比(%) .....	28
图 2.2.3: 美国 PCE 当月同比 (%) .....	28
图 2.2.4: 美国非农就业情况(万人, %) .....	29
图 2.2.5: 联邦基金目标利率 (%) .....	29
图 2.2.6: 美国财政赤字(百万美元, %) .....	29
图 2.2.7: 美国财政预算赤字预测值 (十亿美元) .....	29
图 2.2.8: 美国十年期国债收益率(%) .....	30
图 2.2.9: 美国 PMI (%) .....	30
图 2.2.10: IMF 发达经济体增长预测(%) .....	30
图 2.2.11: OECD 发达经济体增长预测 (%) .....	30
图 2.2.12: WB 发达经济体增长预测(%) .....	31
图 2.2.13: 欧元区 PMI (%) .....	31
图 2.2.14: IMF 新兴经济体增长预测(%) .....	32
图 2.2.15: OECD 新兴经济体增长预测 (%) .....	32

图 2.2.16: WB 新兴经济体增长预测(%) .....	32
图 2.2.17: 部分新兴经济体制造业 PMI (%) .....	32
图 2.2.18: 商品和服务出口量年增长率预测值 (%) .....	33
图 2.2.19: 人民币汇率 .....	33
图 2.2.20: 全球经济增速预测 (%) .....	33
图 2.2.21: 中国经济增长预测 (%) .....	33
图 3.1.1: 全球粗钢产量 (千吨) .....	34
图 3.1.2: 全球粗钢产量分国别占比 .....	34
图 3.1.3: 全球粗钢消费分国别占比 .....	35
图 3.1.4: 全球城镇化率 (%) .....	35
图 3.1.5: 全球人口总量预测 (亿) .....	35
图 3.1.6: 全球人口增速预测 (%) .....	36
图 3.1.7: 海外及印度粗钢产量 (千吨) .....	36
图 3.1.8: 印度分行业国外资本累计流入 (百万美元) .....	36
图 3.1.9: 全球 (除中国) 粗钢供需预测 (百万吨) .....	37
图 3.1.10: 国内粗钢产量累计值 (万吨, %) .....	38
图 3.1.11: 国内钢材产量累计值 (万吨, %) .....	38
图 3.1.12: 国内钢材主要品种产量累计值 (万吨, %) .....	39
图 3.1.13: 国内钢材需求变动 .....	39
图 3.1.14: 国内钢材库存变动 .....	39
图 3.1.15: 制造业下游主要品种产量累计值 .....	40
图 3.1.16: 钢材出口量 (万吨) .....	41
图 3.1.17: 钢材出口分品种占比 .....	41
图 3.1.18: 中国粗钢供需预测 (百万吨) .....	42
图 3.2.1: 四大矿山资本开支 (亿美元) .....	43
图 3.2.2: 全球铁矿发货量 (万吨) .....	43
图 3.2.3: 主流矿及非主流矿发货量 (万吨) .....	43

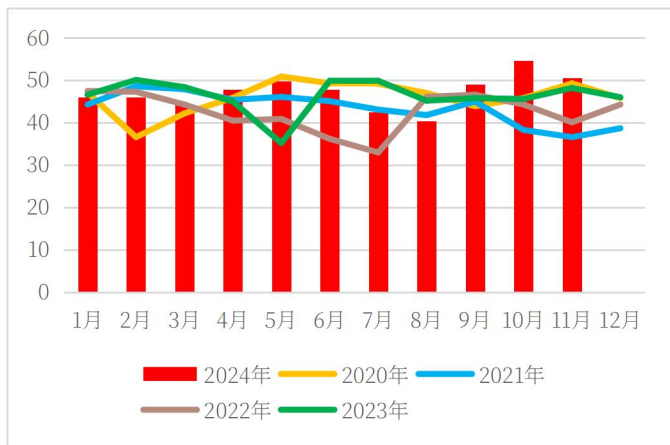
图 3.2.4: 四大矿山产量累计值 (亿吨)	44
图 3.2.5: 四大矿山年度指导目标 (亿吨)	45
图 3.2.6: 四大矿山新增项目汇总 (万吨)	45
图 3.2.7: 非主流矿新增项目汇总 (万吨)	46
图 3.2.8: 国产铁矿产量 (万吨)	48
图 3.2.9: 国产铁矿分地区产量 (万吨)	48
图 3.2.10: 国产矿推进项目汇总 (万吨)	48
图 3.2.11: 国内铁矿进口量累计值 (万吨)	49
图 3.2.12: 247 家钢厂进口矿库存 (万吨)	50
图 3.2.13: 45 港进口矿库存 (万吨)	50
图 3.2.14: 全球高炉生铁产量 (千吨)	50
图 3.2.15: 中国高炉生铁产量 (千吨)	50
图 3.2.16: 海外主要经济体高炉生铁产量 (千吨)	51

## 一、行情回顾

纵观 2024 年全年，黑色产业链依然受制于需求不足、供应宽松所带来的负反馈，全年呈现震荡下行的走势。

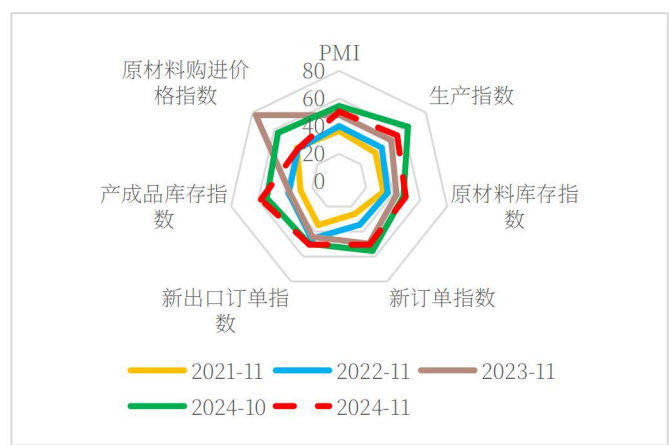
从钢铁行业 PMI 来看，一二三季度持续走弱，8 月份甚至一度回落至 40.4%，行业信心备受打击。进入四季度，受到 9 月末强有力刺激政策的影响，10 月份以及 11 月份逐步回到扩张区间。今年未出台政策层面的粗钢平控或者压减政策，产能或产量调节基本以钢厂根据自身利润以及订单量自身调节为主，生产指数基本持平往年。而原材料库存以及产成品库存指数较往年明显回升，虽然共识的认为钢厂原料低库存以及成材低库存，但是往年是从高位持续去库，而今年是低位小幅累库，这其中铁矿表现就更为明显，我们认为这依然是受到供需两端挤压所致。表现比较亮眼的是新订单指数和新出口订单指数，这其中新出口订单指数自 2020 年之后基本呈现稳增态势，这也与这几年出口放量相吻合，也有效对冲了国内地产下行带来的部分减量。

图 1.1: 钢铁行业 PMI (%)



资料来源: iFinD, 金信期货研究院

图 1.2: 钢铁行业 PMI 分项 (%)

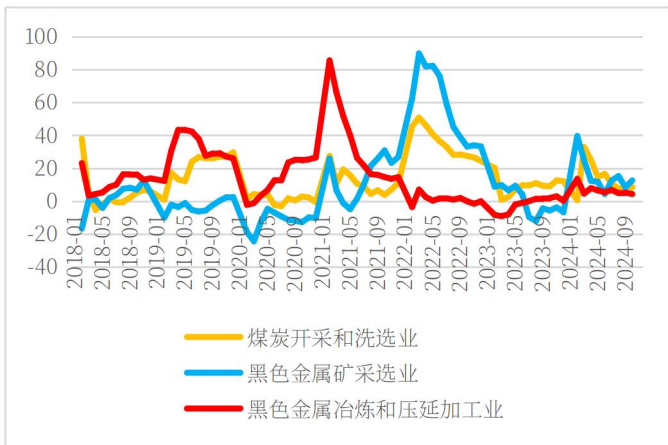


资料来源: iFinD, 金信期货研究院

从钢铁行业财务指标来看，截止到 10 月份，投资方面，在经过前几年产能压减之后，黑色产业逐步进入严控增量、优化存量的阶段，投资更加注重效益和标准，更加注重高质量；其中煤炭开采和洗选业固定资产投资完成额累计同比达 8.6%，黑色金属矿采选业固定资产投资完成额累计同比达 12.6%，黑色金属冶炼和压延加工业固定资产投资完

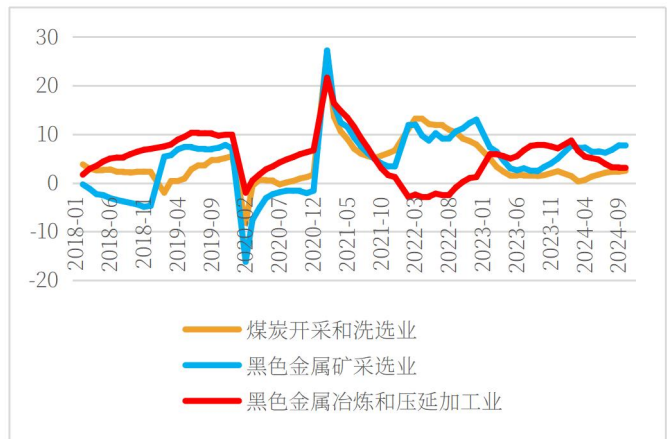
成额累计同比达 4.3%。工业增加值方面，受到煤炭保供以及国产矿基石计划的推进，矿端开采增幅明显，煤炭开采和洗选业工业增加值累计同比达 2.5%，黑色金属矿采选业工业增加值累计同比达到 7.8%，黑色金属冶炼和压延加工业不及去年，工业增加值累计同比达 3.2%。利润方面，今年铁矿价格相对坚挺，利润表现可观，黑色金属矿采选业利润总额累计同比达 22.6%，而煤炭以及钢材下行幅度较大，利润较大压缩，亏损进一步加深，煤炭开采和洗选业利润总额累计同比-23.7%，黑色金属冶炼和压延加工业利润总额累计同比达-183.6%。与之相对应的，煤炭开采和洗选业亏损单位数期末同比 11.8%，黑色金属矿采选业亏损单位数期末同比 10.9%，黑色金属冶炼和压延加工业亏损单位数期末同比 9.3%。

图 1.3: 黑色产业链固定资产投资累计同比 (%)



资料来源: iFinD, 金信期货研究院

图 1.4: 黑色产业链工业增加值累计同比 (%)

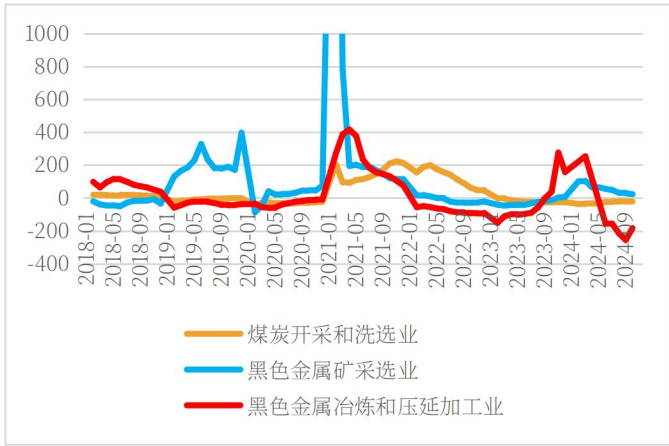


资料来源: iFinD, 金信期货研究院

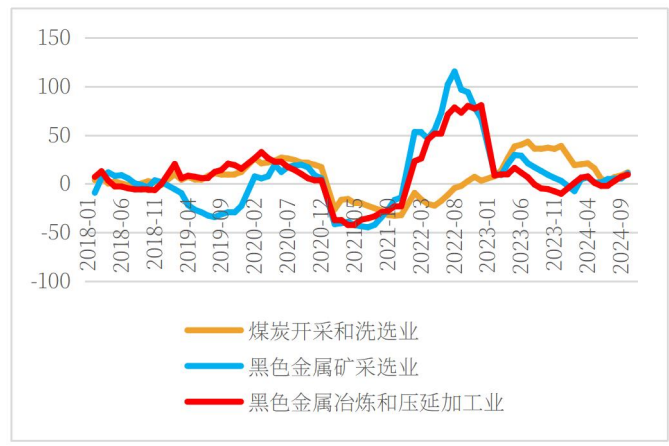
图 1.5: 黑色产业链利润总额累计同比 (%)

图 1.6: 黑色产业链亏损企业单位数期末同比 (%)





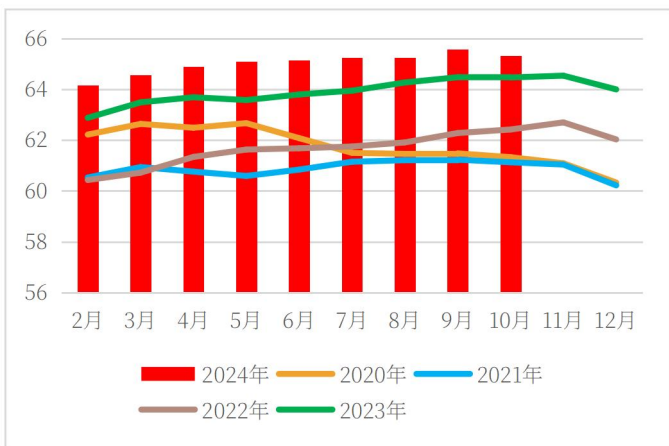
资料来源：iFinD，金信期货研究院



资料来源：iFinD，金信期货研究院

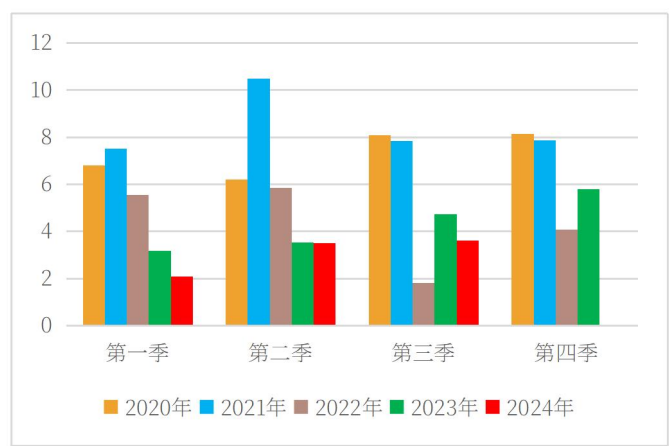
从钢厂的角度看，自 2020 年以来，资产负债率持续走高，经营状况不断恶化，10 月份达到近 5 年新高的 65.57%，接近供改完成前水平。与此同时，毛利的下降更是让人大跌眼镜，前三季度始终在 4% 以下，接近历史低点。业内人士曾在不同场合多次表示当前钢铁行业仍处凛冬和下行周期，中钢协党委副书记、副会长兼秘书长姜维就曾提到当前钢铁行业进入减量发展、存量优化阶段的特征更加明显，行业运行持续呈现高产量、高成本、高出口、低需求、低价格低效益的“三高三低”局面，企业把握生产节奏难度加大加强自律的重要性进一步凸显。债务、现金流、增量不增效以及碳排放改造等依然是摆在钢企面前亟需解决的问题。

图 1.7：黑色金属冶炼和压延加工业资产负债率 (%)



资料来源：iFinD，金信期货研究院

图 1.8：黑色金属冶炼和压延加工业毛利率 (%)



资料来源：iFinD，金信期货研究院

选取南华黑色指数、中钢协钢材综合价格指数以及 Mysteel62%港口铁矿现货指数分别作为盘面和现货价格代表，可以更为直观地发现今年黑色产业的变动规律。

一季度，节后复工预期落空叠加部分省份暂停重大项目施工导致悲观氛围浓厚，同时春节期间铁矿发运大超预期，终端萎靡叠加原料供应放量，成本坍塌下引发负反馈风险，价格大幅下挫。

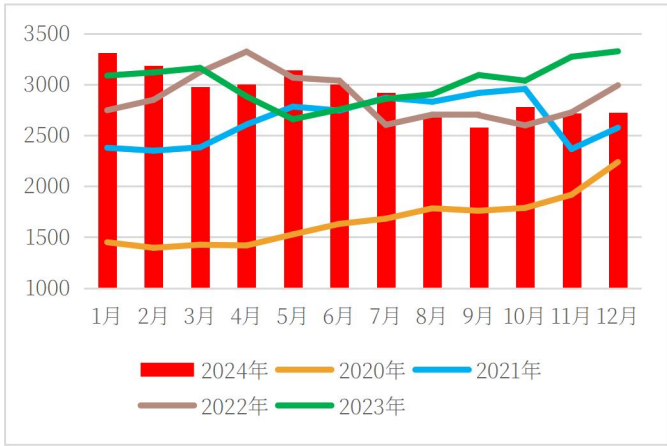
进入二季度，钢材库存持续去化，供需形势有所好转，两会释放信号导致国内宏观偏好回升，同时在联储降息预期以及地缘政治影响下有色系大涨带动整个工业品反弹，价格企稳上探，但好景不长；从5月份下旬开始，降息预期消退，有色集体回调，同时国内政策克制，淡季效应下钢材为累库，价格重新开启下跌之旅。

三季度是加速下行期，不单黑色产业，大多商品均创新低，国内预期几至冰点，雪上加霜的螺纹新旧国标切换引发市场恐慌抛货潮，进一步加深了恐惧，颇有风雨欲来风满楼之势；正所谓水满则溢、月满则亏，在联储降息之后国内降息降准时机成熟，千唤万唤使出来，9月底超预期政策释放，针对资本市场、房地产、地方债等一系列问题出台重磅措施，国庆前夕预期打满，市场仿佛一夜间起死回生，强势拉涨。

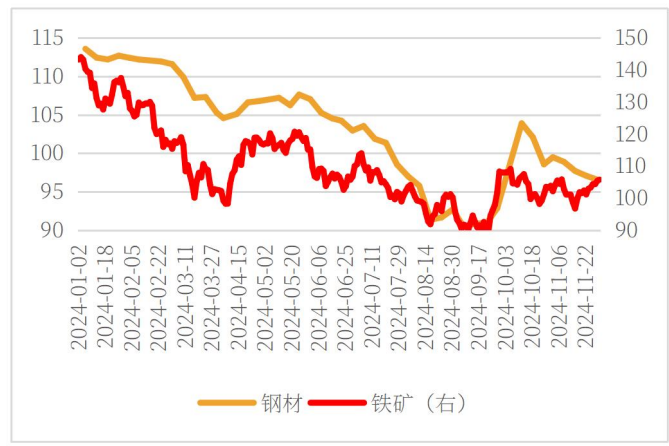
四季度伊始，节后第一个交易日以一根大阴线回应大家的热切期盼，好似告诉大家，盲目热情之后还是要尊重现实，当日波幅超过10%；其后一直在政策预期与实际不及预期期间摇摆，盘面深度震荡；进入11月底，中央政治局会议以及中央经济工作会议预期升温，叠加冬储，盘面小幅回暖。

图 1.9: 南华黑色指数月均值

图 1.10: 现货价格指数（点，美元/吨）



资料来源: iFinD, 金信期货研究院



资料来源: Mysteel, 金信期货研究院

整体上, 今年黑色产业下行加速, 财务指标恶化, 多年来困扰行业发展的顽瘴痼疾尚未根除, 价格前高后低, 螺纹钢价格重心下行超过 300 元/吨, 铁矿价格重心下行超过 10 美元/吨。

## 二、宏观简析

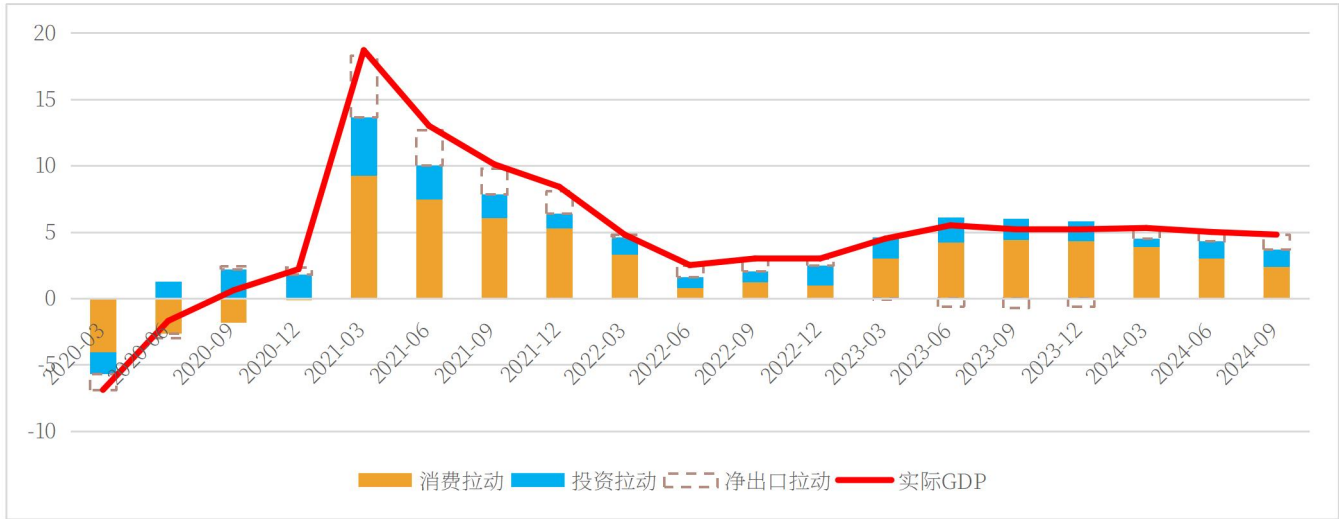
在第一章中，我们对今年行情走势作了简单的复盘，同时透过黑色产业财务状况发现当前所面临的问题。可以清楚地了解到当下宏观预期或者国内政策的走向对于行情的运行或者行业的发展有着至关重要的作用。宏观松紧决定运行大势，产业好坏决定运行强度的思维在这几年表现的更为明显。故在本章节中我们重点对国内宏观以及海外主要经济体宏观政策做简单论述，自上而下探讨后续走势。

### （一）国内篇

#### 1. 2024 年或呈“U”形走势，有望实现全年经济增长目标

今年前三季度实际 GDP 累计增长达 4.8%，其中消费贡献 2.4 个百分点，投资贡献 1.3 个百分点，净出口贡献 1.1 个百分点。一季度受到去年底会议定调以及万亿国债下发的影响，经济增长大超市场预期。但之后内需复苏明显偏慢，叠加地产周期性调整以及国内政策相对比较克制的影响，二三季度国内经济增长动能逐步放缓，生产、投资、消费等指标有趋势性走弱的风险，市场预期弱化，信心受挫。越是此刻，越加凸显出宏观调控的重要性。9 月 24 日，国新办新闻发布会召开，央行、金管局、证监会等部门领导就货币政策、地产、资本市场等大家关注的热点话题进行回应，并释放重磅信号。9 月 26 日，中央政治局加开以经济为主题的会议，其中就提到要进一步提高政策措施的针对性、有效性，努力完成全年经济社会发展目标任务。紧接着财政下发总计接近 10 万亿的化债资金用于支持地方用于置换地方政府各类隐形债务。在一系列及时、有效、精准的政策组合拳之下，10 月份经济数据均出现好转迹象，可谓是力挽狂澜之举。

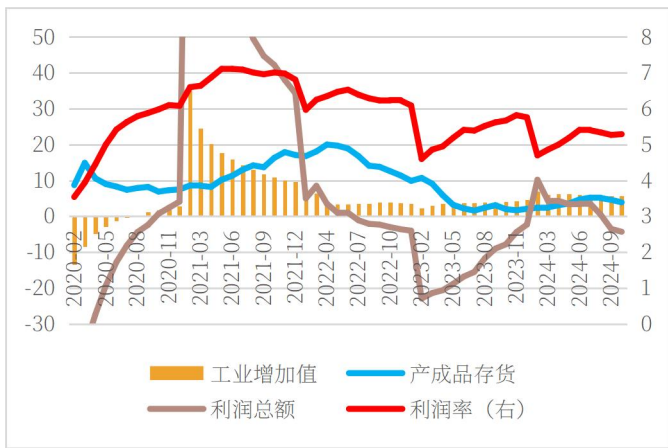
图 2.1.1: 实际 GDP 累计同比及贡献度(%)



资料来源：iFinD，金信期货研究院

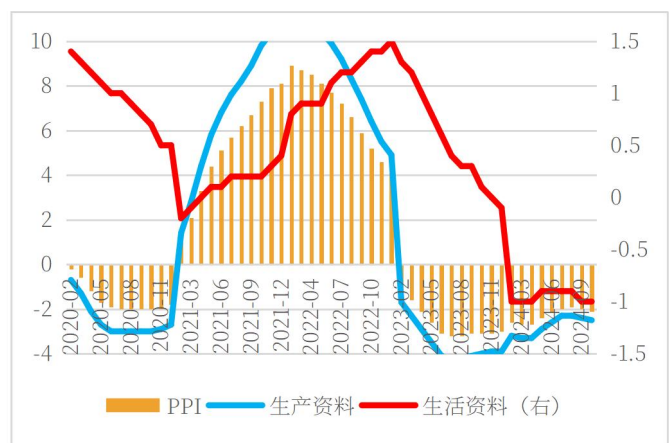
从生产端来看，今年 1-10 月份规模以上工业企业增加值累计同比增长 5.8%，产成品库存期末同比增长 3.90%，利润总额同比下滑 4.3%，利润率累计值为 5.29%，PPI 累计同比-2.10%，其中生产资料-2.5%，生活资料-1%。前三季度总体上量价齐跌，工业企业利润持续恶化，仍处主动去库阶段。但 9、10 月份出现积极变化，工业增加值增幅趋稳，利润降幅收窄，利润率环比增长，均显示出政策发力对于企业经营的改善。

图 2.1.2: 工业企业主要效益指标累计同比(%)



资料来源：iFinD，金信期货研究院

图 2.1.3: PPI 累计同比 (%)

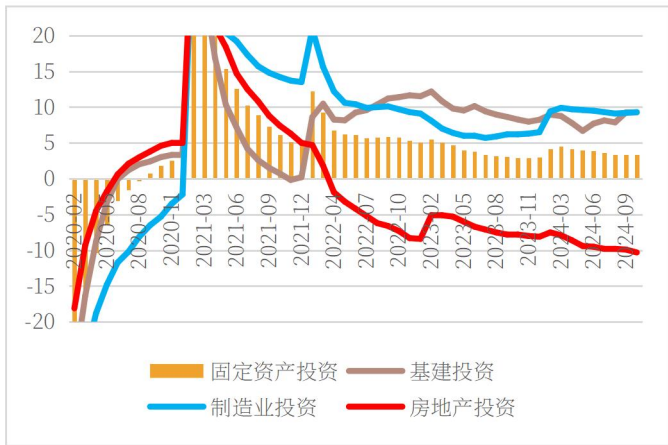


资料来源：iFinD，金信期货研究院

从投资端来看，今年 1-10 月份固定资产投资(不含农户)完成额累计同比增长 3.4%，其中基建投资累计同比增长 9.35%，制造业投资累计同比增长 9.3%，地产投资累计同

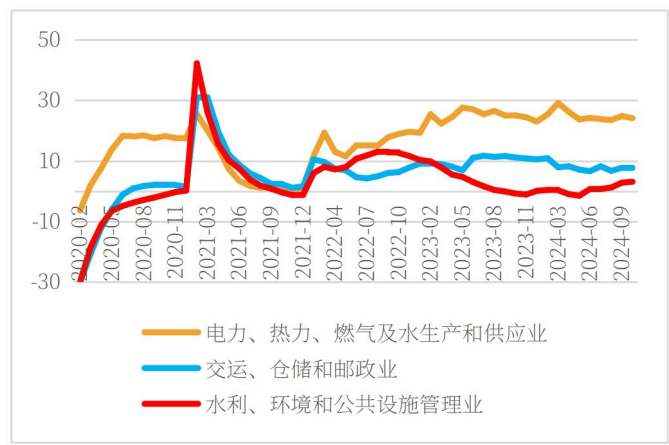
比下滑 10.30%；分行业来看，电力、热力、燃气及水生产和供应业累计同比达 24.10%，交通运输、仓储和邮政业累计同比达 7.70%，水利、环境和公共设施管理业累计同比达 3.10%，均保持较高增速。这其中，基建以及制造业投资连续两个月环比实现正增长，建筑业业务活动预期依然在荣枯线以上，制造业 PMI 进入四季度呈现良好恢复势头，连续两个月好转且回到荣枯线以上，生产、订单、经营活动预期等指标均同步好转，成为强大的支撑项。但地产依然产生较大拖累，全年行业呈现下行态势，但“5.17 新政”和“9.26 新政”之后出现短暂暖春，尤其进入四季度，前期政策效果逐步显现，下行才有所收窄。

图 2.1.4: 固定资产投资累计同比(%)



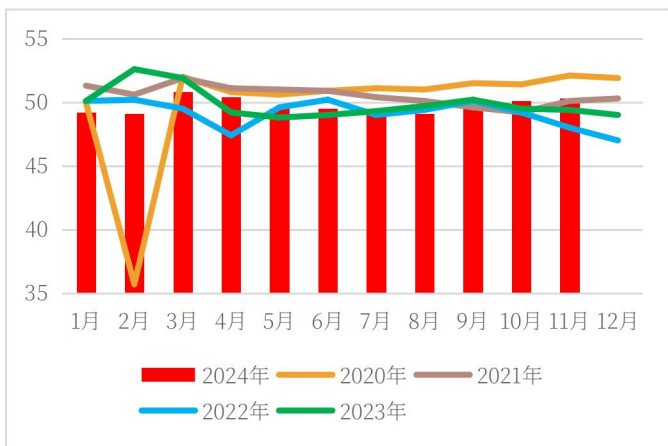
资料来源: iFinD, 金信期货研究院

图 2.1.5: 分行业固定资产投资累计同比(%)



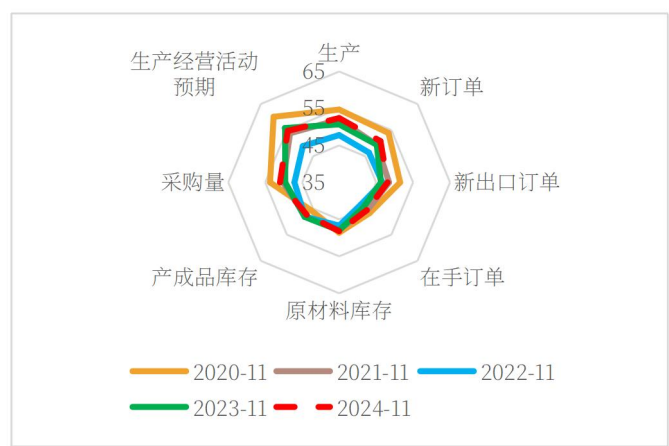
资料来源: iFinD, 金信期货研究院

图 2.1.6: 制造业 PMI (%)



资料来源: iFinD, 金信期货研究院

图 2.1.7: 制造业 PMI 分项(%)





资料来源：iFinD，金信期货研究院

资料来源：iFinD，金信期货研究院

图 2.1.8: 房地产行业指标明细 (%)

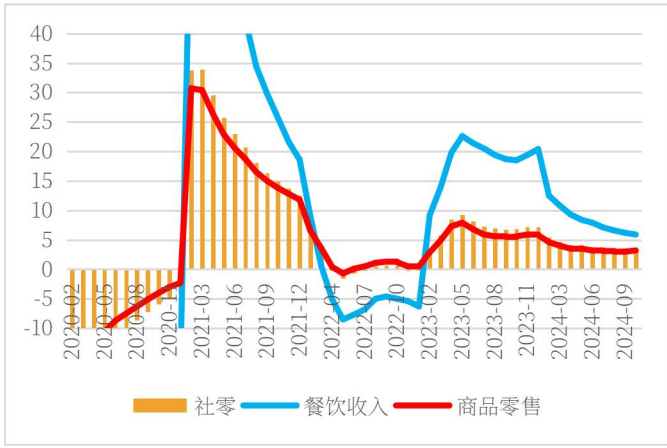
	2024/10	2023/10	2022/10	2021/10	2020/10
商品房销售面积累计同比	-15.8	-7.8	-22.30	7.30	0.00
现房销售累计同比	18.80	15.60	9.40	4.30	-12.70
期房销售累计同比	-25.30	-12.70	-26.60	7.70	2.20
房地产开发投资累计同比	-10.30	-9.30	-8.80	7.20	6.30
土地购置费累计同比	-7.40	-4.80	-5.70	0.40	8.60
房屋新开工面积累计同比	-22.60	-23.20	-37.80	-7.70	-2.60
房屋施工面积累计同比	-12.40	-7.30	-5.70	7.10	3.00
房屋竣工面积累计同比	-23.90	19.00	-18.70	16.30	-9.20
房地产开发企业资金来源累计同比	-19.20	-13.80	-24.70	8.80	5.50
本年实际到位资金累计同比	-16.30	-14.20	-17.60	7.20	6.20

资料来源：iFinD，金信期货研究院

从消费端来看，内需表现不温不火，今年 1-10 月份社零总额累计达 39.9 万亿元，同比增长 3.5%，其中餐饮收入累计达 4.4 万亿，同比增长 5.9%，商品零售累计达 35.5 万亿，同比增长 3.2%，国内进口总值累计达 2.14 万亿美元，同比增长 1.70%；外需表现可观，出口总值累计达 2.93 万亿美元，同比增长 5.10%，机电产品出口累计达 1.74 万亿美元，同比增长 6.9%；价格表现疲软，温和收窄，CPI 累计同比增长 0.3%，其中食品类依然负增长，同比下滑 0.8%，非食品类同比增长 0.5%；同样的，10 月份依然是分水岭。

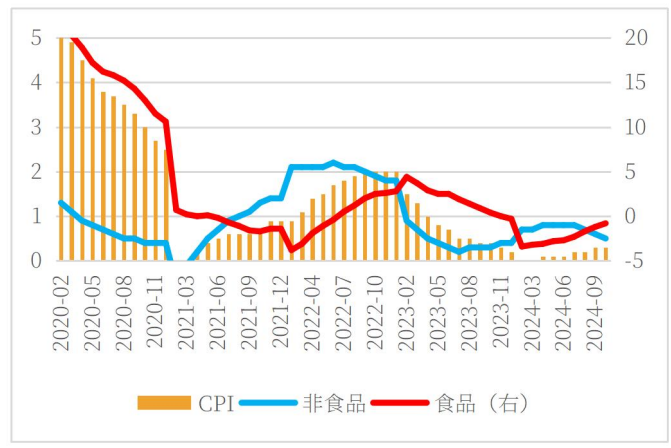
图 2.1.9: 社会消费品零售总额累计同比 (%)

图 2.1.10: CPI 累计同比(%)



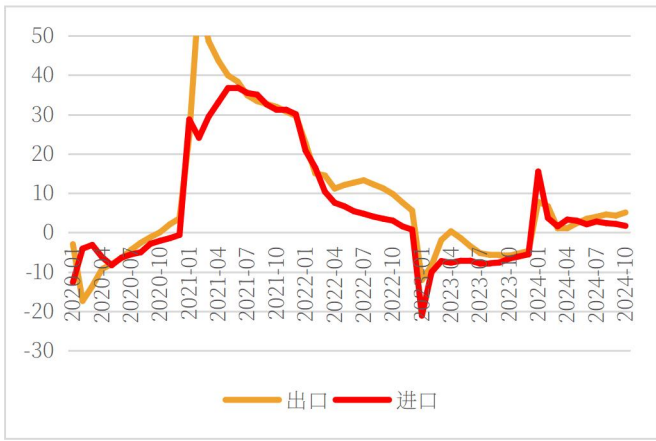
资料来源：iFinD，金信期货研究院

图 2.1.11: 进出口总值累计同比 (%)

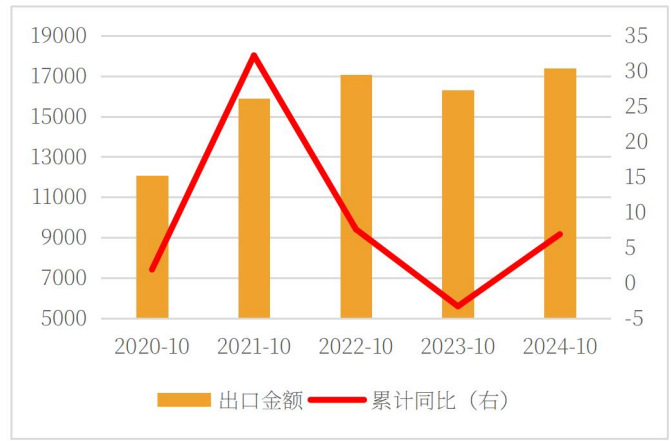


资料来源：iFinD，金信期货研究院

图 2.1.12: 机电产品出口情况 (亿美元, %)



资料来源：iFinD，金信期货研究院

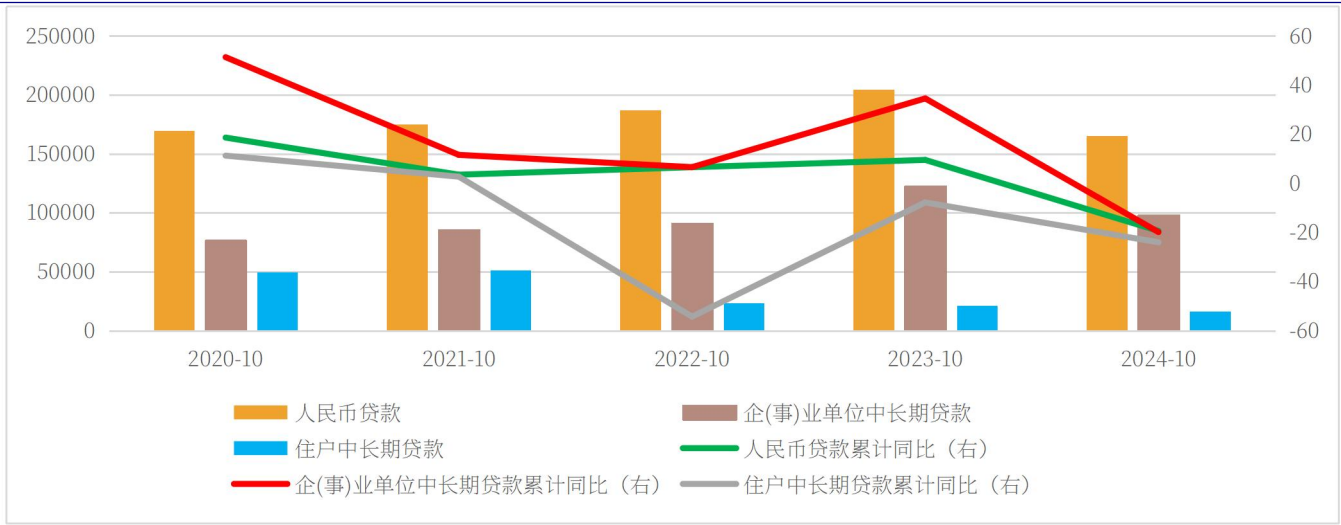


资料来源：iFinD，金信期货研究院

生产不佳、投资羸弱、消费萎靡的背后，便是企业中长期贷款增速的大幅下滑，便是社融存量增幅的收窄，便是居民贷款增速显而易见的走弱。今年 1-10 月份，金融机构人民币贷款累计增 16.52 万亿，同比下滑 19.35%，其中企（事）业单位中长期贷款 9.83 万亿，同比下滑 19.84%，住户中长期贷款 1.65 万亿，同比下滑 23.99%；社融期末存量达 403.45 万亿，同比增速 7.8%，较去年同期 9.3% 的增速明显放缓；M1 期末值 63.3 万亿，同比下滑 6.1%，M2 期末值 309.7 万亿，同比增长 7.5%。从而形成了企业信心缺失不敢扩张、居民预期较差不敢消费、流动性淤积在金融机构而无法有效传导到实体的闭环负反馈，反应到数据层面，就是货币扩张但信用一直在收缩。

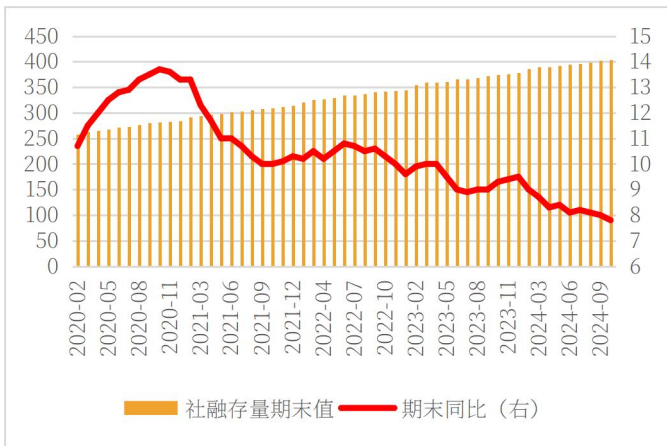


图 2.1.13: 金融机构人民币贷款 (亿元, %)



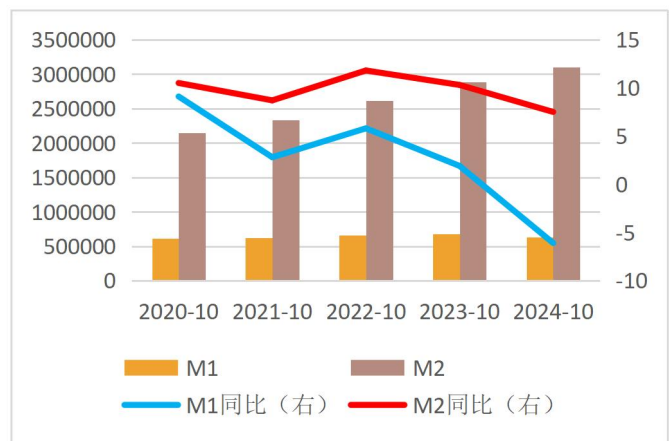
资料来源: iFinD, 金信期货研究院

图 2.1.14: 社融存量(万亿元, %)



资料来源: iFinD, 金信期货研究院

图 2.1.15: 货币供应量 (亿元, %)



资料来源: iFinD, 金信期货研究院

无独有偶, 上述的负反馈间接导致财政收入增长偏慢、税收收入的贡献大幅降低, 从而二季度开始财政支出比较克制, 专项债发行节奏也滞后明显, 这一局面到四季度开始才逐步改善。今年 1-10 月份, 一般公共预算收入累计达 18.5 万亿, 同比下滑 1.3%, 其中税收收入累计达 15.1 万亿, 同比下滑 4.5%, 非税收入 3.4 万亿, 同比增长 15.3%; 一般公共预算支出累计达 22.15 万亿, 同比增长 2.7%。“卖地”效益消退, 国家政府性基金收入累计达 3.55 万亿, 同比下滑 19%, 其中地方国有土地使用权出让收入累计下

滑 22.9%。地方政府债发行额累计 7.39 万亿，其中一般债 1.9 万亿，专项债 5.49 万亿，地方政府债券余额 45.3 万亿，其中一般债 16.6 万亿，专项债 28.7 万亿。

图 2.1.16: 财政收支明细 (%)

	2024/10	2023/10	2022/10	2021/10	2020/10
一般公共预算收入累计同比	-1.30	8.10	-4.50	14.50	-5.50
税收收入累计同比	-4.50	10.70	-8.90	15.90	-4.60
非税收入累计同比	15.30	-3.80	23.20	6.50	-10.30
一般公共预算支出累计同比	2.70	4.60	6.40	2.40	-0.60
国家政府性基金收入累计同比	-19.00	-16.00	-22.70	7.70	4.10
国有土地使用权出让收入累计同比	-22.90	-20.50	-25.90	6.10	10.10
地方政府债券发行额累计值 (亿元)	73882.00	84746.00	70292.00	64916.00	61218.35
一般债券累计值 (亿元)	19018.00	30777.00	20715.00	24705.00	21412.31
专项债券累计值 (亿元)	54864.0	53969.00	49577.00	40211.00	39806.04
地方政府债务余额 (亿元)	453160.00	401011.00	351688.00	296549.00	258074.00
一般债券累计值 (亿元)	166016.00	157086.00	144628.00	137549.00	128498.00
专项债券累计值 (亿元)	287144.00	243925.00	207060.00	159000.00	129576.00

资料来源: iFinD, 金信期货研究院

更进一步，之所以当下经济始终处于弱复苏，主要还在于国内经济增长新旧动能切换未能有效衔接。过去 30 多年经济的高速发展严重依赖地产红利，但现在地产周期高光不在，而新质生产力和高质量经济的培育发展尚未形成规模。所以我们需要在破和立之间找到平衡点，完成合理过度，这其中政策的指引至关重要，也是打破前文所说恶性循环的关键一招。所以我们认为随着 9 月 24 日之后一系列宽松增量政策的推行落地，四季度经济有望实现完美增长收官，同时推动今年 5% 经济增长目标的实现，助力明年良好开局。

## 2. 2025 年基础更加夯实，但外部不确定性干扰增强

后续来看，我们认为生产和投资端的改善系于企业利润的修复和信心的重构，消费端的改善系于居民收入预期的强化。

对于基建，政策项目上，今年 4 月 9 日，住建部印发《推进建筑和市政基础设施设

备更新工作实施方案》，确定建筑和市政基础设施领域设备更新 10 项重点任务，包括住宅电梯更新和加装，供水、供热、污水处理、环卫和建筑施工设备更新，建筑节能改造、液化石油气充装站和城市生命线工程建设等；7 月 3 日，国家发改委社会司有关负责人就提到当前“平急两用”设施正由“点”上转向“面”上快速推进，全国第一批 54 个大城市已谋划推进了 3000 个左右“平急两用”设施建设项目，总投资超过 1 万亿元；9 月 4 日，工信部、中央网信办等十一部门联合印发《关于推动新型信息基础设施协调发展有关事项的通知》，对于新基建进行全面部署；12 月 5 日，中共中央办公厅、国务院办公厅联合发布《关于推进新型城市基础设施建设打造韧性城市的意见》，其中提到要因地制宜对城镇供水、排水、供电、燃气、热力、消火栓（消防水鹤）、地下综合管廊等市政基础设施进行数字化改造升级和智能化管理。金融支持上，今年安排财政赤字 4.06 万亿元，比上年增加 1800 亿元，新增地方政府专项债务限额 3.9 万亿元，比上年增加 1000 亿元。在 11 月 8 日人大常委会新闻发布会上，财政部长表示，从 2024 年开始，连续 5 年每年从新增地方政府专项债券中安排 8000 亿元，补充政府性基金财力，专门用于化债，累计可置换隐性债务 4 万亿元。加上此次全国人大常委会批准的 6 万亿元债务限额，直接增加地方化债资源 10 万亿元。2028 年之前，地方需消化的隐性债务总额从 14.3 万亿元大幅降至 2.3 万亿元，平均每年消化额从 2.86 万亿元减为 4600 亿元，不到原来的 1/6，化债压力大大减轻。同时提到结合明年经济社会发展目标，将实施更加给力的财政政策，一是积极利用可提升的赤字空间；二是扩大专项债券发行规模，拓宽投向领域，提高用作资本金的比例；三是继续发行超长期特别国债，支持国家重大战略和重点领域安全能力建设。我们预计 2025 年财政赤字将有 1% 左右的上调空间，同时带动基建（广义）投资达 9.2% 左右的增速。

图 2.1.17: 基建领域相关政策梳理

时间	内容
2024.02.02	交通运输部印发《关于组织开展高速公路服务区支撑“平急两用”试点工作的通知》，其中提到通过在高速公路服务区设置专用通道并增设收费车道，将服务区的加油、充电、停车等功能与周边旅居集散基地的餐饮、住宿、休闲、娱乐、应急隔离等功能集成整合并发挥整体效益，充分利用空间资源，实现优势互补。
2024.03.15	水利部副部长陈敏主持水利基础设施建设调度会商，督促相关地区加快增发国债水利项目实施进度，指导地方积极争取落实地方政府专项债券，分析存在问题，部署下步工作，确保完成年度建设任务。
2024.03.25	交通运输部印发《关于加快智慧港口和智慧航道建设的意见》，其中提到到2027年，全国港口和航道基础设施数字化、生产运营管理和对外服务智慧化水平全面提升，建成一批世界一流的智慧港口和智慧航道，并提出25项具体任务，助推我国航运业数字化发展。
2024.03.26	国新办新闻发布会上，工信部相关领导表示将适度超前开始5G、算力等基础设施建设，推动工业互联规模化发展。
2024.04.04	国家数据局研究起草《深化智慧城市发展、推进城市全域数字化转型的指导意见》，其中提到到2027年，全国城市全域数字化转型取得明显成效，形成一批横向打通、纵向贯通、各具特色的宜居、韧性、智慧城市；统筹推进城市算力网建设，推动新能源汽车融入新型电力系统，推进城市智能基础设施与智能网联汽车协同发展。
2024.04.08	国家发改委等六部门对外发布修订后的《基础设施和公用事业特许经营管理办法》，办法旨在鼓励和引导社会资本参与基础设施和公用事业建设运营，激发民间投资活力。其中提到将特许经营最长期限延长到40年，鼓励民营企业通过直接投资、独资、控股、参与联合体等多种方式参与特许经营项目。
2024.04.09	住建部印发《推进建筑和市政基础设施设备更新工作实施方案》，其中确定建筑和市政基础设施领域设备更新10项重点任务，包括住宅电梯更新和加装，供水、供热、污水处理、环卫和建筑施工设备更新，建筑节能改造、液化石油气充装站和城市生命线工程建设等；要求到2027年对技术落后、不满足相关规范标准、节能环保不达标的设备，按计划完成更新改造。
2024.04.29	财政部、交通运输部等联合发布《关于支持引导公路水路交通基础设施数字化转型升级的通知》，其中提到自2024年起，通过3年左右时间，支持30个左右的示范区域，打造一批线网一体化的示范通道及网络，力争推动85%左右的繁忙国家高速公路、25%左右的繁忙普通国道和70%左右的重要国家高等级航道实现数字化转型升级。在智慧扩容方面实现示范通道通行效率提升20%左右；在安全增效方面实现突发事件应急响应效率提升30%左右。
2024.06.18	国家发改委相关负责人表示将优化完善网络布局，加快推进公路沿线充换电基础设施建设，因地制宜推进社区充电设施建设和改造，加大力度支持农村地区充电基础设施建设，今年全国计划新增公路服务区充电桩3000个、充电停车位5000个。
2024.07.03	国家发改委社会司有关负责人提到，“平急两用”设施具体包括4方面建设内容，即打造一批旅游居住设施，升级一批医疗应急服务点，新建或改扩建一批城郊大仓基地，完善市政、旅游等配套条件。其中，旅游居住设施包括乡村集中连片民宿设施、旅游酒店设施、高速服务区周边旅居集散基地3种建设模式。目前从政策层面，“1+N+X”政策体系基本搭建完成；项目层面，正由“点”上转向“面”上快速推进，全国第一批54个大城市已谋划推进了3000个左右“平急两用”设施建设项目，总投资超过1万亿元；金融层面，项目贷款正加速衔接落地，国家开发银行等9家银行坚持市场化、法治化原则，共授信审批“平急两用”设施建设项目300多个、额度超过1400亿元。
2024.07.06	国家发改委印发《关于全面推动基础设施领域不动产投资信托基金（REITs）项目常态化发行的通知》，其中适当扩大发行范围，增加了清洁高效的燃煤发电、养老设施等资产类型。要求明确对于行业共性原因导致缺乏可扩募资产的项目，以及首次发行规模超50亿元的项目，可适当放宽可扩募资产的规模要求。提高回收资金使用灵活性，取消用于存量资产收购的30%比例上限，将用于补充流动资金的比例上限从10%提高至15%。

资料来源：中国政府网，金信期货研究院

图 2.1.18：基建领域相关政策梳理（续）

时间	内容
2024.09.04	工信部、中央网信办等十一部门联合印发《关于推动新型信息基础设施协调发展有关事项的通知》，提到要推进 5G 网络、光纤宽带网络、移动物联网、骨干网络、国际通信网络、卫星互联网等网络基础设施，数据中心、通用算力中心、智能计算中心、超算中心等算力基础设施，人工智能基础设施、区块链基础设施、量子信息基础设施等新技术设施之间的协调融合共享发展。
2024.10.08	国新办新闻发布会上，国家发改委相关负责人表示要推动更多民间资本参与重大基础设施项目。
2024.03.25	中共中央办公厅、国务院办公厅联合发布《关于推进新型城市基础设施建设、打造韧性城市的意见》，其中提到要因地利制宜对城镇供水、排水、供电、燃气、热力、消火栓（消防水鹤）、地下综合管廊等市政基础设施进行数字化改造升级和智能化管理；加快重点公共区域和道路视频监控等安防设备智能化改造；加快推进城市基础设施生命线工程建设、推动智慧城市基础设施与智能网联汽车协同发展；支持有条件的住区结合完整社区建设，实施公共设施数字化、网络化、智能化改造与管理，提高智慧化安全防范、监测预警和应急处置能力；支持智能信包箱（快件箱）等自助服务终端在住区布局。

资料来源：中国政府网，金信期货研究院

对于制造业，习近平总书记屡次强调：“制造业是我国的立国之本、强国之基，任何时候中国都不能缺少制造业，要推动制造业高端化、智能化、绿色化发展，中国式现代化不能走脱实向虚的路子”。政策项目上，今年 1 月 18 日，国家发改委相关负责人表示将抓紧出台政策，全面取消制造业领域外资准入限制措施；2 月 23 日，习近平总书记主持召开中央财经委员会第四次会议时强调，加快产品更新换代是推动高质量发展的重要举措，要鼓励引导新一轮大规模设备更新和消费品以旧换新；3 月 13 日，国务院印发《推动大规模设备更新和消费品以旧换新行动方案》，其中提到到 2027 年，工业、农业、建筑、交通、教育、文旅、医疗等领域设备投资规模较 2023 年增长 25% 以上；4 月 17 日，国家金融监督管理总局、工信部、国家发改委联合印发《关于深化制造业金融服务、助力推进新型工业化的通知》，其中提到要将金融服务实体经济作为根本宗旨，把金融支持制造业高质量发展摆在更加突出位置。金融支持上，截止到 11 月份，累计下调存款准备金率 100bp，带动 MLF 利率累计下调 50bp、一年期 LPR 下调 35bp、5 年期 LPR 下调 60bp，企业融资成本进一步降低，同时央行负责人表示年内仍有 25-50bp 下调空间。我们预计 2025 年政策利率仍有 75-100bp 下调空间，同时带动社融存量增速回升至 8.5% 左右。货币信用同步扩张之下，制造业投资增速有望达 8.1% 左右。

图 2.1.19：制造业领域相关政策梳理



时间	内容
2024.01.02	国家发改委修订发布《产业结构调整指导目录（2024 年本）》，在行业类目、条目设置和表述规范等方面作出新规定。目的在于加强和改善宏观调控，推动制造业高端化、智能化、绿色化，巩固优势产业领先地位。
2024.01.18	国家发改委相关负责人表示将抓紧出台政策，全面取消制造业领域外资准入限制措施。
2024.02.05	工信部等七部门联合发布《关于加快推动制造业绿色化发展的指导意见》，其中提到要改造升级传统产业，巩固提升优势产业，加快推动新兴产业绿色高起点发展，前瞻布局绿色低碳领域未来产业，培育绿色化数字化服务化融合发展新业态，推动产业结构高端化、能源消费低碳化、资源利用循环化、生产过程清洁化、制造流程数字化、产品供给绿色化全方位转型。
2024.02.23	习近平总书记主持召开中央财经委员会第四次会议时强调，加快产品更新换代是推动高质量发展的重要举措，要鼓励引导新一轮大规模设备更新和消费品以旧换新。
2024.03.13	国务院印发《推动大规模设备更新和消费品以旧换新行动方案》，其中提到到 2027 年，工业、农业、建筑、交通、教育、文旅、医疗等领域设备投资规模较 2023 年增长 25%以上，重点行业主要用能设备能效基本达到节能水平，环保绩效达到 A 级水平的产能比例大幅提升，规模以上工业企业数字化研发设计工具普及率、关键工序数控化率分别超过 90%、75%，报废汽车回收量较 2023 年增加约一倍，二手车交易量较 2023 年增长 45%，废旧家电回收量较 2023 年增长 30%，再生材料在资源供给中的占比进一步提升。
2024.03.13	国务院召开推动大规模设备更新和消费品以旧换新工作视频会议，提到要扎实推动大规模设备更新和消费品以旧换新，促进经济转型升级和城乡居民生活品质提升。
2024.04.03	央行在一季度例会上表示要加大对大规模设备更新和消费品以旧换新的金融支持。
2024.04.03	国家发改委主任郑栅洁主持召开推动大规模设备更新和消费品以旧换新工作推进会议，提到要进一步细化实化各领域目标任务，分类施策、有序推进，力争在重点领域和关键环节取得突破。做好回收循环利用，抓好产品设备报废、回收、再制造、资源化利用的全链条，推动大规模设备更新和消费品以旧换新形成闭环。加大中央投资等各类资金的支持力度，完善落实税收优惠，优化金融扶持，保障各项重点任务的落实。
2024.04.07	央行设立科技创新和技术改造再贷款，激励引导金融机构加大对科技型中小企业、重点领域技术改造和设备更新项目的金融支持力度。科技创新和技术改造再贷款额度 5000 亿元，利率 1.75%，期限 1 年，可展期 2 次，每次展期期限 1 年。
2024.04.16	财政部、工信部等部门联合发布《关于开展制造业新型技术改造城市试点工作的通知》，其中提到要组织开展制造业新型技术改造城市试点工作，中央财政将对入选城市给予不超过 3 亿元的奖补资金，要充分发挥中央财政资金的引导作用。
2024.04.17	国家金融监督管理总局、工信部、国家发改委联合发布《关于深化制造业金融服务、助力推进新型工业化的通知》，其中提到要将金融服务实体经济作为根本宗旨，把金融支持制造业高质量发展摆在更加突出位置，以深化金融供给侧结构性改革为主线，完善制造业金融政策体系和市场体系，推动银行保险机构协同发力，聚焦推进新型工业化重点任务。
2024.04.26	财政部、国家税务总局编写的《我国支持制造业发展主要税费优惠政策指引》发布，其中提到要支持制造业发展主要税费优惠政策，便捷查询了解政策，准确适用享受政策，推动政策红利精准高效直达经营主体，赋能制造业高端化、智能化、绿色化，更好服务新质生产力发展。
2024.04.28	国务院国资委召开中央企业大规模设备更新工作推进会，会议指出国资委要贯彻落实党中央、国务院重大部署，进一步提高政治站位，深刻认识推动大规模设备更新是推动技术变革和产业升级的先决条件，是拉动国民经济增长的有力举措，是企业塑造发展优势的重要机遇，切实增强推动大规模设备更新的责任感、使命感和紧迫感。

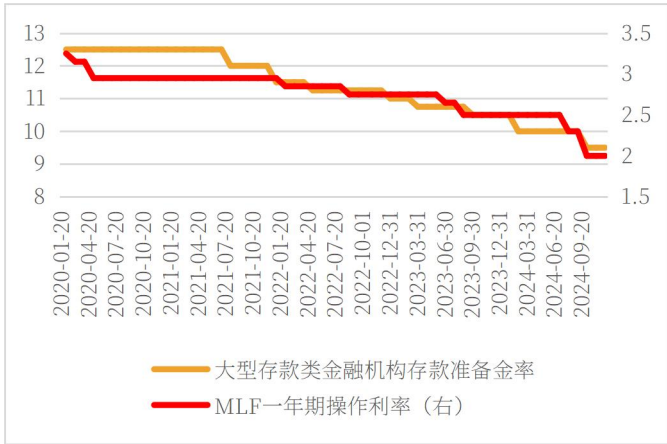
资料来源：中国政府网，金信期货研究院

图 2.1.20：制造业领域相关政策梳理（续）

时间	内容
2024.04.29	央行、国家发改委、财政部、金融监管总局联合召开大规模设备更新和消费品以旧换新金融工作推进会，强调要全力做好金融支持大规模设备更新和消费品以旧换新工作。
2024.06.24	工信部办公厅、财政部办公厅、税务总局办公厅联合发布《关于2024年度享受增值税加计抵减政策的先进制造业企业名单制定工作有关事项的通知》，其中提到要通过结构性减税降费政策支持科技创新和制造业发展。
2024.06.25	财政部、国家发改委、央行、金融监管总局联合发布《关于实施设备更新贷款财政贴息政策的通知》，其中提到符合再贷款报销条件的，中央财政对经营主体的银行贷款本金贴息1个百分点。按照相关贷款资金划付供应商账户之日起予以贴息，贴息期限不超过2年。期限条件方面，明确在2024年3月7日至2024年12月31日期间，经营主体签订贷款合同、设备购置或更新改造服务采购合同，且相关贷款资金发放至经营主体并划付供应商账户的，可享受贴息政策。结合中国人民银行设备更新相关再贷款额度使用情况，可视情况延长政策实施期限。
2024.07.21	李强总理在国常会上表示，统筹安排超长期特别国债资金，进一步推动大规模设备更新和消费品以旧换新。优化设备更新项目支持方式，将支持范围扩大到能源电力、老旧电梯等领域设备更新以及重点行业节能降碳和安全改造，降低申报门槛，简化审批流程。支持老旧营运船舶、老旧营运货车报废更新，提高农业机械、新能源公交车等更新补贴标准，提高设备更新贷款财政贴息比例。
2024.07.24	国家发改委、财政部印发《关于加力支持大规模设备更新和消费品以旧换新的若干措施的通知》，其中提到将支持范围扩大到能源电力、老旧电梯等领域设备更新以及重点行业节能降碳和安全改造，并结合实际动态调整。支持老旧营运船舶、老旧营运货车报废更新，提高农业机械报废更新补贴标准，提高新能源公交车及动力电池更新补贴标准，提高设备更新贷款财政贴息比例。
2024.07.26	国务院国资委表示未来5年央企大规模设备更新改造总投资将超3万亿元。
2024.07.30	财政部、国家发改委、央行、金融监管总局联合印发《关于实施设备更新贷款财政贴息政策的通知》，其中提到中央财政对符合再贷款报销条件的银行贷款给予一定贴息支持，支持经营主体进行设备更新和技术改造。
2024.08.16	国家发改委、财政部联合印发《关于加力支持大规模设备更新和消费品以旧换新的若干措施的通知》，明确对符合条件经营主体的银行贷款本金，中央财政贴息从每年1个百分点提高到每年1.5个百分点，贴息期限2年，贴息总规模200亿元，加力引导金融机构支持经营主体进行设备更新和技术改造，促进形成有效投资和消费。
2024.09.04	市场监管总局组织实施了一批制造业国家计量比对项目，为提升支撑工业制造的计量保障能力，加快推动制造业由大变强，构建以先进制造业为骨干的现代产业体系筑牢计量根基。
2024.09.08	国家发改委、商务部联合印发《外商投资准入特别管理措施（负面清单）（2024年版）》，其中提到外资准入负面清单限制措施由31条减至29条，制造业领域外资准入限制措施实现“清零”，按照内外资一致原则管理，给予外商投资企业国民待遇。
2024.09.10	工信部办公厅发布《关于加快布局建设制造业中试平台的通知》，计划到2027年，在有条件的地方培育建设一批省部级制造业中试平台，遴选认定若干个辐射范围大、转化能力强、发展机制好、具有国际先进水平的国家制造业中试平台，推动传统产业、新兴产业、未来产业技术成果工程化突破和产业化应用，切实提高创新成果技术价值和水平，加快解决成果转化落地难题，显著提升制造业创新能力和产业链现代化水平。
2024.09.15	国家金融监管总局办公厅发布《关于促进非银行金融机构支持大规模设备更新和消费品以旧换新行动的通知》，督促引导金融租赁公司、企业集团财务公司、消费金融公司和汽车金融公司等更好发挥专业化、特色化、差异化金融功能，促进投资和消费，支持大规模设备更新和消费品以旧换新行动取得更大成效。

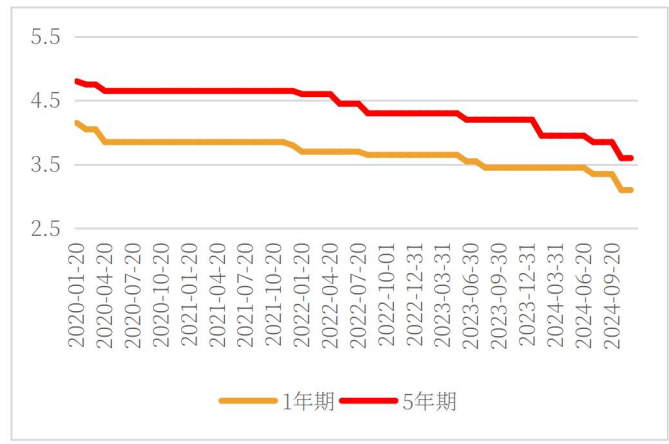
资料来源：中国政府网，金信期货研究院

图 2.1.21: 存款准备金率及 MLF 操作利率(%)



资料来源: iFinD, 金信期货研究院

图 2.1.22: 贷款市场报价利率 (%)



资料来源: iFinD, 金信期货研究院

对于地产, 供给端来看, 今年1月5日, 住建部及金融监管总局联合发布《关于建立城市房地产融资协调机制的通知》, 其中就提到建立城市房地产融资协调机制, 满足房企合理融资需求; 5月17日, 国新办举行国务院政策例行吹风会, 其中就提到要设立3000亿元保障性住房再贷款; 9月26日, 政治局会议提到要促进房地产市场止跌回稳, 对商品房建设要严控增量、优化存量、提高质量, 加大“白名单”项目贷款投放力度, 支持盘活存量闲置土地; 10月12日, 国新办新闻发布会上, 财政部表示将积极研究出台有利于房地产平稳发展的增量措施, 用好专项债券来收购存量商品房, 用作各地的保障性住房, 同时要继续用好保障型安居工程补助资金。需求端来看, 今年已经多次下调首套、二套以及存量房贷利率, 提高公积金贷款比例, 全国范围内基本全面取消限购、限售、限价政策, 配套推进契税和增值税改革, 让惠于民; 同时国家层面大量收购闲置住房进行保障性住房和安居工程建设, 进一步推进城中村改造; 力度之大, 前所未有的。在供需两端同时发力之下, 我们认为2025年地产行业有望实现劣质产能出清和新模式的重构, 由前期大幅下行的态势向震荡下行乃至波段性企稳转变; 基于此, 预计2025年房贷利率仍有下行空间, 商品房销售面积同比降幅收窄至5.5%, 房地产开发投资同比降幅收窄至7.6%, 房地产新开工同比降幅收窄至20%, 前端的收缩导致后端施工和竣工同比降幅分别在14.2%和20%。



图 2.1.23: 房地产领域相关政策梳理

时间	内容
2024.01.05	住建部及金融监管总局联合发布《关于建立城市房地产融资协调机制的通知》，其中提到建立城市房地产融资协调机制，满足合理融资需求。
2024.02.22	住建部召开视频调度会议,其中提到要推动城市房地产融资协调机制加快落地见效,适应房地产市场供求关系发生重大变化的新形势,加快构建房地产发展新模式,长短结合、标本兼治,促进房地产市场平稳健康发展。要坚持因城施策、精准施策、一城一策,用好政策工具箱,充分赋予城市房地产调控自主权,各城市可以因地制宜调整房地产政策。
2024.05.17	国新办举行国务院政策例行吹风会,其中提到设立 3000 亿元保障性住房再贷款,降低全国层面个人住房贷款最低首付比例,将首套房最低首付比例从不低于 20%调整为不低于 15%,二套房最低首付比例从不低于 30%调整为不低于 25%。取消房贷利率政策下限,下调各期限品种住房公积金贷款利率 0.25 个百分点。
2024.05.27	上海出台九条新措施以更好满足居民多元化居住需求,包括进一步优化住房限购政策、支持多子女家庭合理住房需求、优化住房信贷政策等。
2024.07.22	《中共中央关于进一步全面深化改革、推进中国式现代化的决定》发布,其中提到加快建立租购并举的住房制度,加大保障性住房建设和供给,满足工薪群体刚性住房需求,支持城乡居民多样化改善性住房需求,加快构建房地产发展新模式。
2024.08.23	国新办举行“推动高质量发展”系列主题新闻发布会,提到把保障性住房优先安排在交通便利、公共设施较为齐全的区域,促进实现职住平衡,锁定按合同约定应在年底前交付的 396 万套住房,作为保交房攻坚战的目标任务。
2024.09.24	国新办发布会表示进一步降低存量房贷利率和统一房贷最低首付比例,引导商业银行将存量房贷利率降至新发放房贷利率附近,预计平均降幅在 0.5 个百分点左右。统一首套房和二套房的房贷最低首付比例,将全国层面的二套房贷款最低首付比例由 25%下调至 15%。
2024.09.26	中央政治局会议提到要促进房地产市场止跌回稳,对商品房建设要严控增量、优化存量、提高质量,加大“白名单”项目贷款投放力度,支持盘活存量闲置土地。要回应群众关切,调整住房限购政策,降低存量房贷利率,抓紧完善土地、财税、金融等政策,推动构建房地产发展新模式。
2024.09.27	央行发布《关于优化保障性住房再贷款的通知》,其中提到对于贷款购买住房的居民家庭,商业性个人住房贷款不再区分首套、二套住房,最低首付款比例统一为不低于 15%。
2024.09.29	住建部表示支持城市特别是一线城市用好房地产市场调控自主权,因城施策调整住房限购政策。要对商品房建设严控增量、优化存量、提高质量,发挥城市房地产融资协调机制作用,加大项目“白名单”贷款审批投放力度,满足房地产项目合理融资需求,打好商品住房项目保交房攻坚战。
2024.10.08	国新办发布会上,发改委表示要促进房地产市场止跌回稳。采取系统性综合措施,对商品房建设严控增量、优化存量、提高质量,加大“白名单”项目贷款投放力度,运用专项债券等支持盘活存量闲置土地,调整住房限购政策,释放刚性和改善性住房需求,加快消化存量商品房,降低存量房贷利率,抓紧完善土地、财税、金融等政策,加快构建房地产发展新模式。
2024.10.12	国新办发布会上,财政部表示将积极研究出台有利于房地产平稳发展的增量措施,支持收购存量房,加大保障性住房的供给。一是用好专项债券来收购存量商品房,用作各地的保障性住房;二是继续用好保障型安居工程补助资金。
2024.10.15	住建部、财政部、自然资源部、央行、国家金融监管总局等召开联合新闻发布会,提到取消限购、取消限售、取消限价、取消普通住宅和非普通住宅标准;降低住房公积金贷款利率 0.25 个百分点、降低住房贷款的首付比例、统一首套和二套房贷最低首付比例到 15%、降低存量贷款利率和“卖旧买新”换购住房的税费负担;同时要通过货币化安置等方式,新增实施 100 万套城中村改造和危旧房改造,年底前要将“白名单”项目贷款审批通过金额翻倍,达到 4 万亿以上。

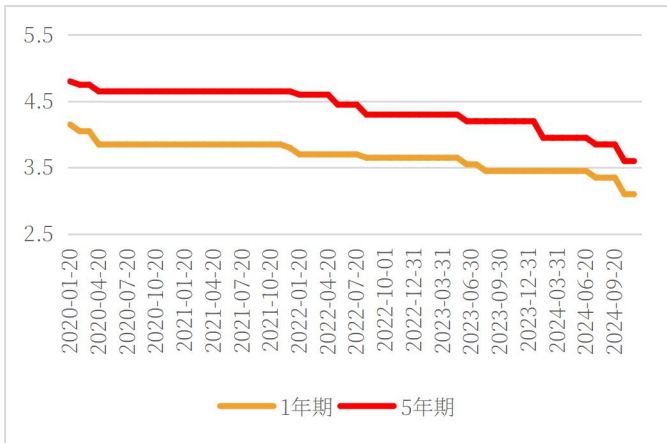
资料来源:中国政府网,金信期货研究院

图 2.1.24: 房地产领域相关政策梳理 (续)

时间	内容
2024.11.12	财政部、国家税务总局、住建部等部门联合发布《关于促进房地产市场平稳健康发展有关税收政策的公告》，提到契税优惠政策方面：对个人购买家庭唯一住房，面积为 140 平方米及以下的，减按 1% 的税率征收契税；面积为 140 平方米以上的，减按 1.5% 的税率征收契税。对个人购买家庭第二套住房，面积为 140 平方米及以下的，减按 1% 的税率征收契税；面积为 140 平方米以上的，减按 2% 的税率征收契税。增值税优惠政策方面：取消普通住宅和非普通住宅标准的城市，对纳税人建造销售增值额未超过扣除项目金额 20% 的普通标准住宅，继续实施免征土地增值税优惠政策。在有关城市取消普通住宅和非普通住宅标准后，对个人销售已购买 2 年以上（含 2 年）住房一律免征增值税。土地增值税优惠政策方面：将各地区土地增值税预征率下限统一降低 0.5 个百分点。

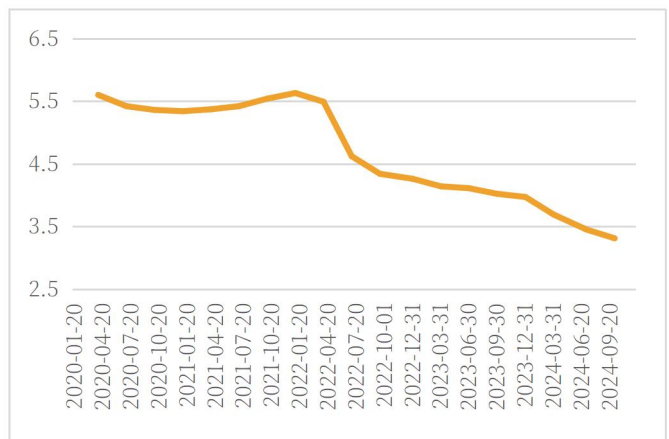
资料来源：中国政府网，金信期货研究院

图 2.1.25: 贷款市场报价利率(%)



资料来源：iFinD，金信期货研究院

图 2.1.26: 个人住房贷款加权平均利率 (%)



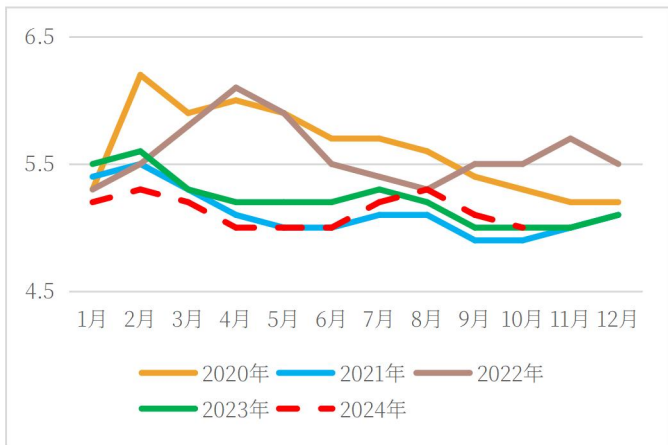
资料来源：iFinD，金信期货研究院

在基建、制造业持续保持高增，地产下行收窄的情况下，预计 2025 年固定资产投资将保持 4.7% 左右增速。而随着化债资金逐步下发使用、货币信用传导体逐步流畅，工业企业经营状况明显改善，预计 2025 年规模以上工业增加值增幅将在 6.2% 左右，利润增速在低基数下有望恢复至 5% 附近。

对于消费，供给端来看，要让消费者有消费的意愿；对此，继续开展针对家电、汽车、厨具、电子等消费品的补贴政策和以旧换新活动；同时今年 6 月 13 日，国家发改委等 5 部门联合发布《关于打造消费新场景培育消费新增长点的措施》中提到的围绕餐饮消费、文旅体育消费、购物消费、大宗商品消费、健康养老托育消费和社区服务消费等

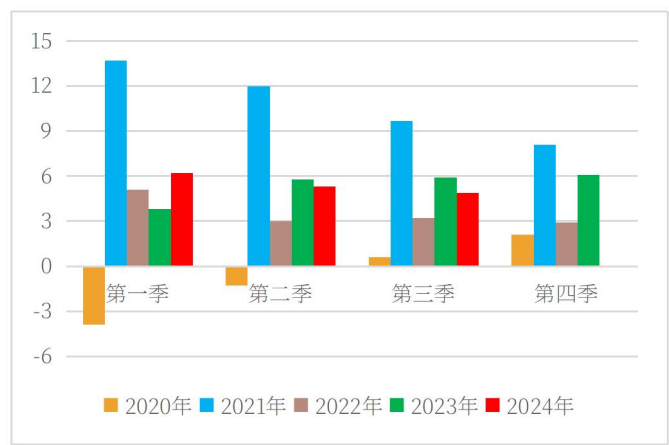
6个方面培育新业态、信模式；通过提供和打造精细化的消费场景，改善消费者的消费疲劳，满足不同的消费需求。消费端来看，要让消费者有消费的能力，这也是重中之重；一是房贷利率的全面下调显著减轻居民的还贷压力，扭转居民对于房价的预期，一定程度上增加居民的财富效应；二是对于资本市场的支持以及相关法律法规的完善使得大盘见底回升，“慢牛”走势确立，投资者的参与感、获得感明显提升，投资收益大幅好转；三是逐步完善以就业、生育、教育、医疗、养老等为代表的广大人民群众热切关注的社会福利保障体系；这些举措将有力增强居民收入预期，进一步改善消费，结合上文提到工业企业利润增速的回升，预计2025年全国城镇调查失业率总体保持稳定，社会消费品零售总额同比增幅有望回升至5.2%。

图 2.1.27: 全国城镇调查失业率(%)



资料来源: iFinD, 金信期货研究院

图 2.1.28: 居民人均可支配收入实际累计同比 (%)



资料来源: iFinD, 金信期货研究院

在生产、投资、消费总体复苏以及不考虑高关税干扰之下，预计2025年GDP仍将保持5%左右增速。

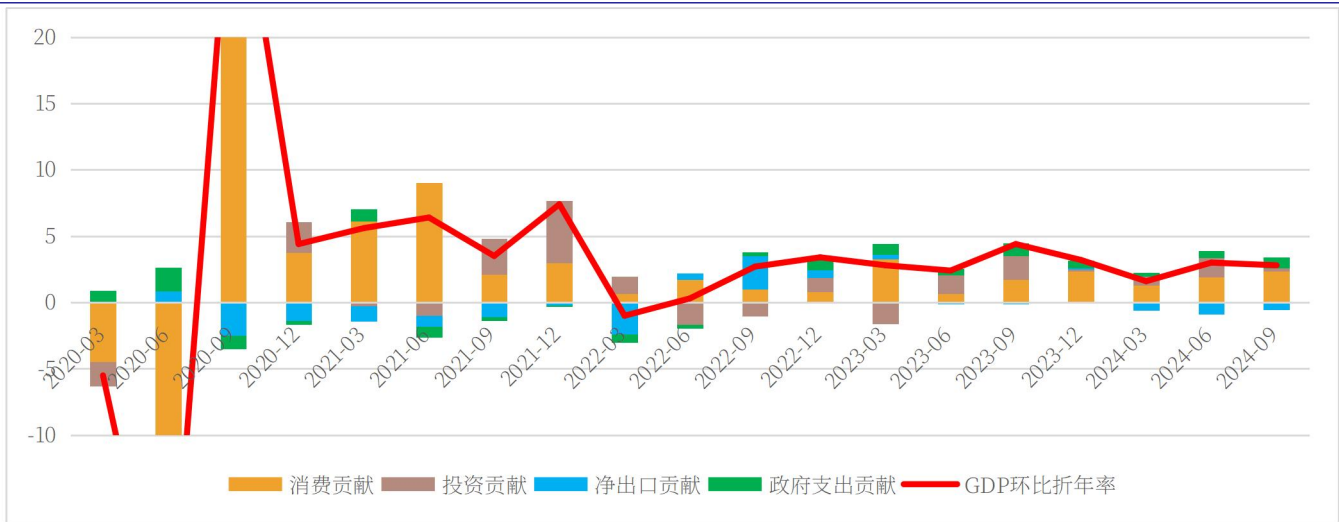
## (二) 海外篇

### 1. 美欧央行维持宽松，警惕二次通胀风险

增长方面，今年三季度，美国GDP环比折年率达2.8%，增速较二季度3%小幅回落，也略不及市场预期。分项来看，个人消费环比折年增速持续走高至3.5%，对GDP的贡献达2.37%；政府消费支出和投资环比折年增速为5%，对GDP的贡献达0.83%；

国内私人投资有所回落，对 GDP 的贡献回落至 0.21%，净出口仍然产生拖累，但从二季度-0.9%收窄至-0.57%。通胀方面，10 月份 CPI 同比回升至 2.6%，核心 CPI 连续三个月稳定在 3.3%，PCE 物价指数同比回升至 2.31%，核心 PCE 物价指数同比回升 2.8%，基本符合市场预期，但粘性明显。就业方面，随着罢工和飓风等干扰因素的消退，最新公布的 11 月新增非农数据为 22.7 万人，明显好于预期，失业率小幅回升至 4.2%，时薪同比继续维持在 4%；劳动力市场增长有所乏力，但强劲势头未减。政策方面，自今年 9 月份联储开启超常规大幅降息以来，联邦基金利率已累计下调 75bp，基于劳动力市场的表现，12 月份或仍有 25bp 降息空间。

图 2.2.1: 美国 GDP 及分项贡献率(%)



资料来源: iFinD, 金信期货研究院

图 2.2.2: 美国 CPI 当月同比(%)

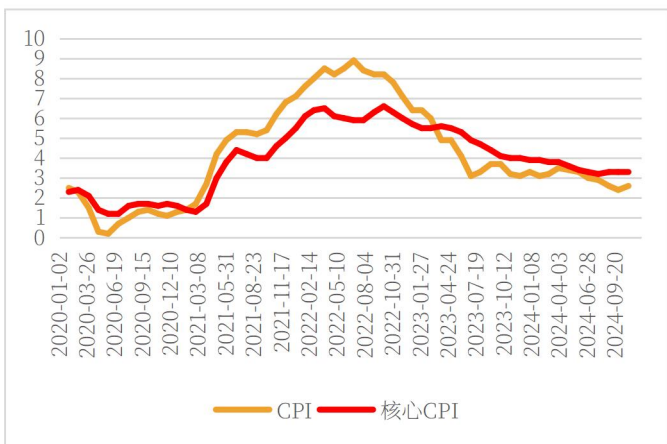
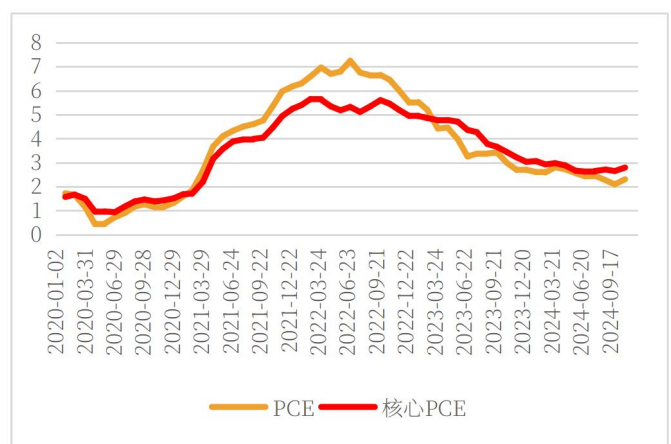
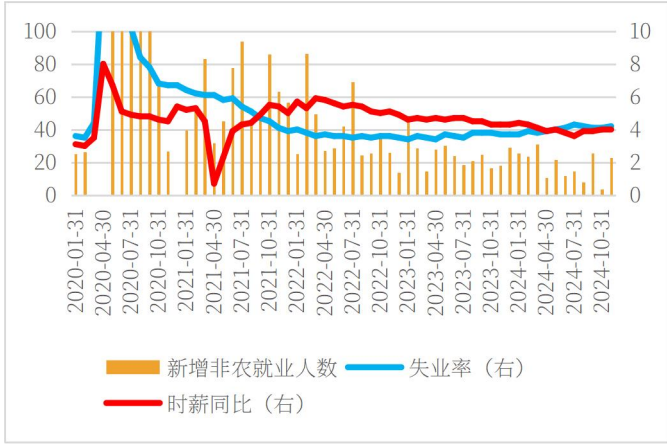


图 2.2.3: 美国 PCE 当月同比 (%)



资料来源：iFinD，金信期货研究院

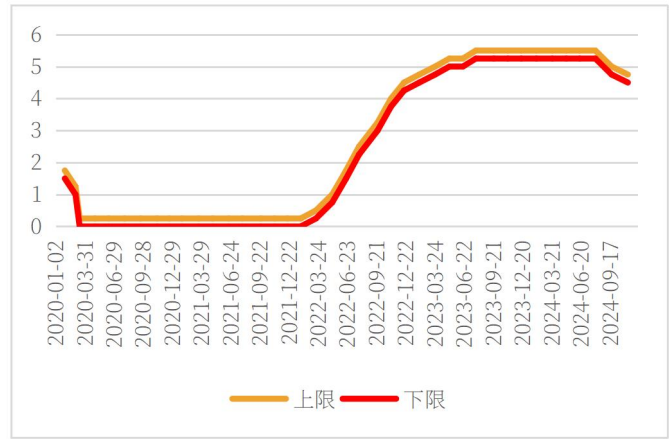
图 2.2.4: 美国非农就业情况(万人, %)



资料来源：iFinD，金信期货研究院

资料来源：iFinD，金信期货研究院

图 2.2.5: 联邦基金目标利率 (%)



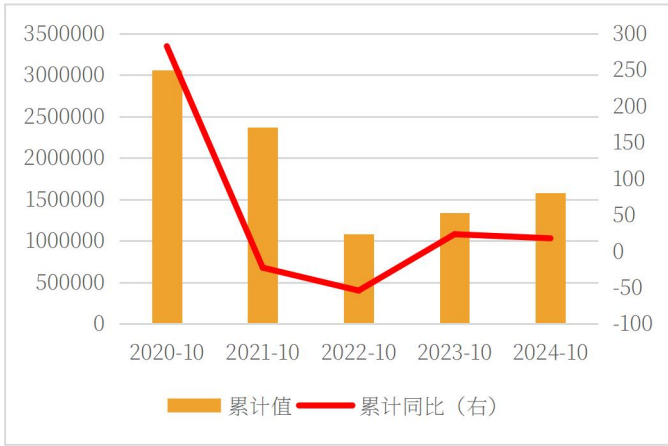
资料来源：iFinD，金信期货研究院

经济稳定增长的背后，是自疫情后不断加码的财政扩张步伐。截止到今年 1 月份，美国财政赤字累计接近 1.5 万亿美元，同比增长 17.87%；据白宫行政管理和预算局的预算，2025 年经调后财政预算赤字仍达到 1.67 万亿，这将显著释放消费潜力。同时需要考虑特朗普政府上台后的政策取向，其对内减税、对外征税以及美国优先的大政方针在推进经济向好的同时也会温和抬升通胀，预计就业市场整体保持稳定。在 9 月份降息之后，10 年期国债收益率反弹至 4.20% 附近，服务业 PMI 持续处于扩张区间，美国经济“软着陆”已经成为市场共识。随着宽松效果的显现，最终的结果就是鲍威尔提到的未来几年中性利率水平可能高于市场预期，我们预计明年仍有 75bp 降息空间。再叠加高新技术发展的推动，预计明年美国 GDP 或有 2.7% 左右的增速。

图 2.2.6: 美国财政赤字(百万美元, %)

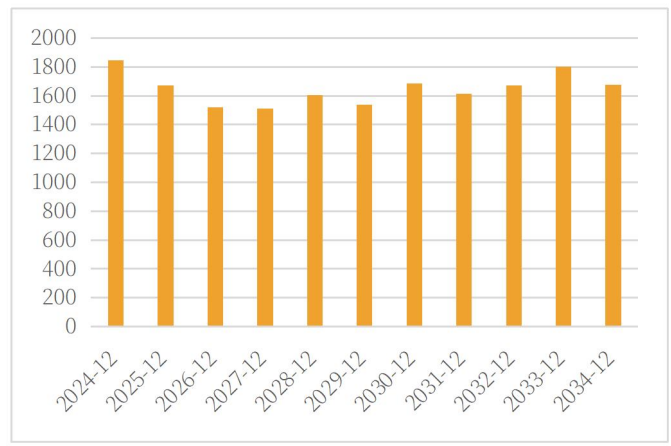
图 2.2.7: 美国财政预算赤字预测值 (十亿美元)





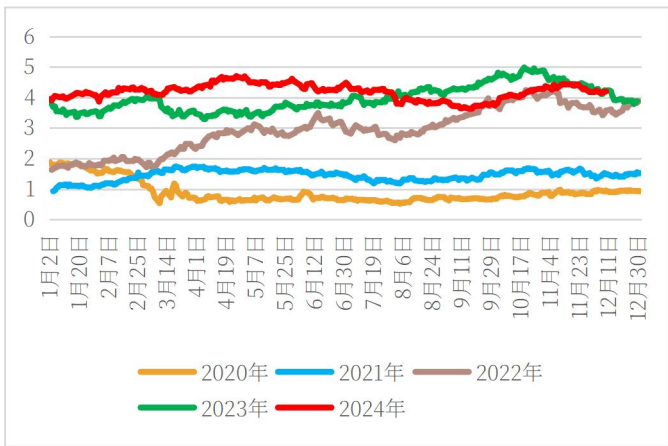
资料来源: iFinD, 金信期货研究院

图 2.2.8: 美国十年期国债收益率(%)



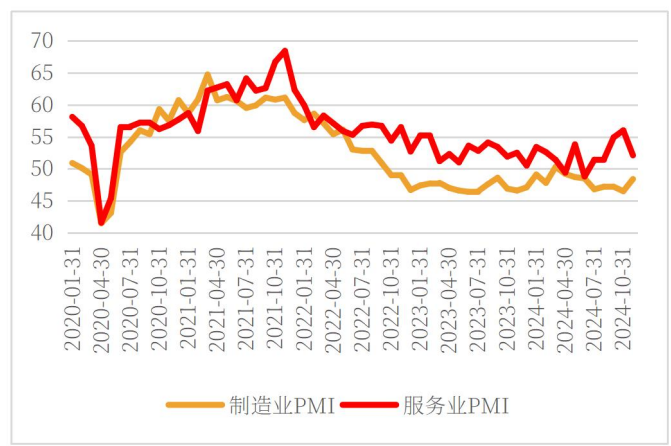
资料来源: iFinD, 金信期货研究院

图 2.2.9: 美国 PMI (%)



资料来源: iFinD, 金信期货研究院

图 2.2.10: IMF 发达经济体增长预测(%)



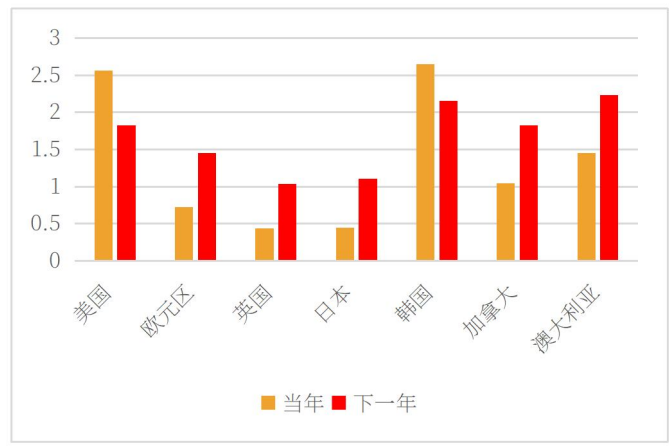
资料来源: iFinD, 金信期货研究院

图 2.2.11: OECD 发达经济体增长预测 (%)

欧元区方面, 欧盟委员会在最新发布的 2024 年度欧洲秋季一揽子计划中提到, 2025 年欧元区的财政政策将略有紧缩, 以有效削减赤字、降低债务; 而货币政策方面表现更为乐观, 今年已累计降息三次, 欧洲央行管委兼希腊央行行长斯托纳拉斯表示, 如果有证据表明美国的关税将导致欧洲陷入衰退, 很可能会采取更加积极的降息政策。在这样的政策组合之下, 叠加关税领域的不确定性以及地缘政治的影响, 预计 2025 年欧洲区经济难有较大改善。



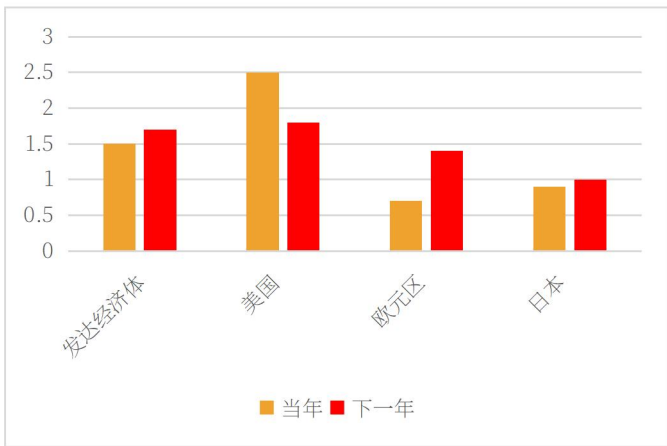
资料来源: IMF, 金信期货研究院



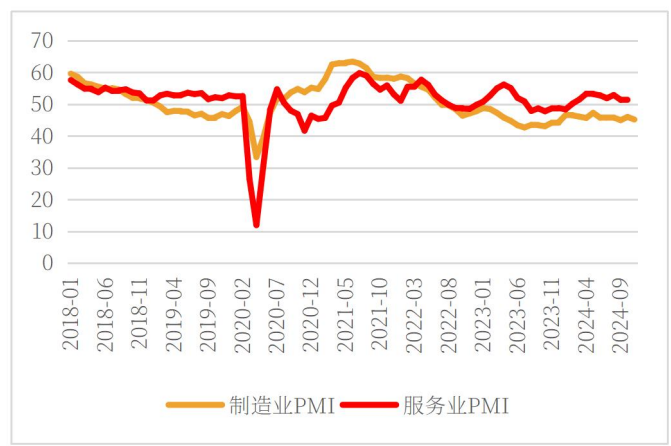
资料来源: OECD, 金信期货研究院

图 2.2.12: WB 发达经济体增长预测(%)

图 2.2.13: 欧元区 PMI (%)



资料来源: WB, 金信期货研究院



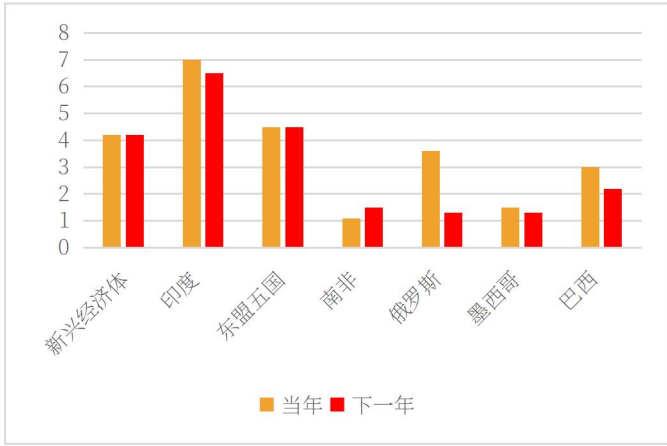
资料来源: iFinD, 金信期货研究院

## 2. 部分新兴经济体景气度维持, 防止高关税干扰

对部分新兴经济体来说, 受益于当下全球宽松的环境, 经济增长或整体向好。受产业以及供应链转移所带动的越南等东南亚国家, 今年制造业 PMI 持续处于扩张区间, IMF 最新预测显示, 2025 年东盟五国经济增速仍然能够维持在 4.5%, 超过大部发达经济体增速。受丰富矿产资源导向的印尼、南非等国, 三季度末开始, 制造业 PMI 也逐步改善走强, IMF 最新预测显示, 2025 年南非经济增速达 1.5%, 比今年上调 0.4 个百分点, 而 OECD 预测也显示 2025 年印尼经济增速在 5.22%, 比今年上调 0.14 个百分点。受自身劳动力优势以及内需增长的印度, 近些年经济增速始终处于 7% 以上, 据 IMF 以

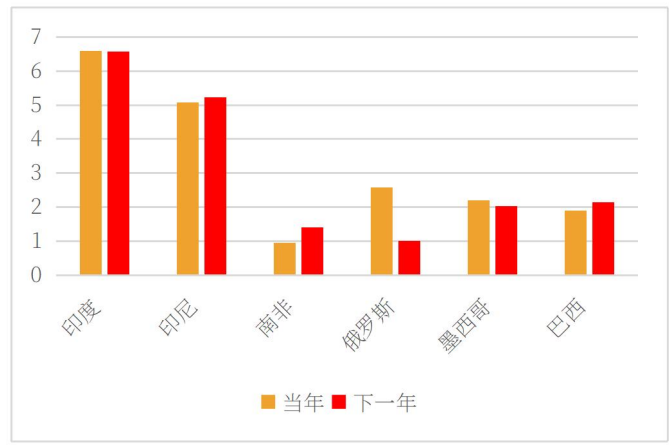
及 OECD 预测，2025 年经济增速仍然能达 6.5%左右。但如果考虑特朗普加征高关税及其它“排外”政策的干扰，增长可能不及预期。

图 2.2.14: IMF 新兴经济体增长预测(%)



资料来源: IMF, 金信期货研究院

图 2.2.15: OECD 新兴经济体增长预测 (%)



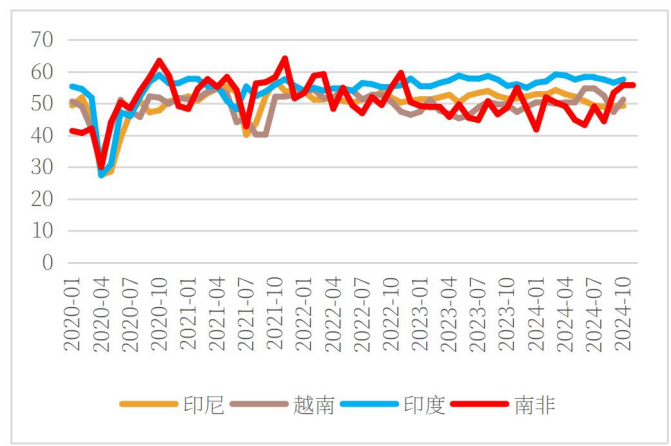
资料来源: OECD, 金信期货研究院

图 2.2.16: WB 新兴经济体增长预测(%)



资料来源: WB, 金信期货研究院

图 2.2.17: 部分新兴经济体制造业 PMI (%)



资料来源: iFinD, 金信期货研究院

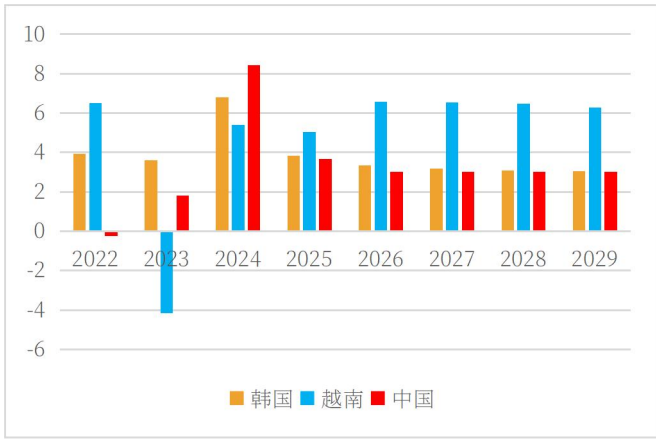
### 3. 外需拉动走弱，国内出口或承压下行

自 2018 年特朗普频频“退群”以及针对中国加征高关税以来，掀起疯狂的逆全球化浪潮，贸易保护主义大行其道。单就今年而论，欧美等国针对中国新能源系列的所谓制裁达到极点。而特朗普在其竞选时就屡次声称将立刻对中国商品征收高达 60%至



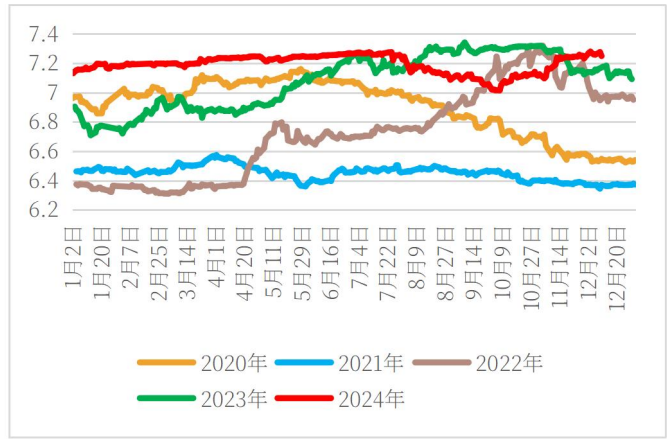
100%的新关税，并对所有其他国家进口商品征收 10%至 20%的关税。与上次不同的是，这次如果针对全球进行征税，不单拖累了其它经济体的增速，也对国内商品借道东南亚转出口造成较大打击。而且当下人民币汇率贬值较大，难以再次通过贬值刺激出口，国内面临的外贸形势或较为严峻，预计 2025 年出口或下滑 1.2%左右。

图 2.2.18: 商品和服务出口量年增长率预测值 (%)



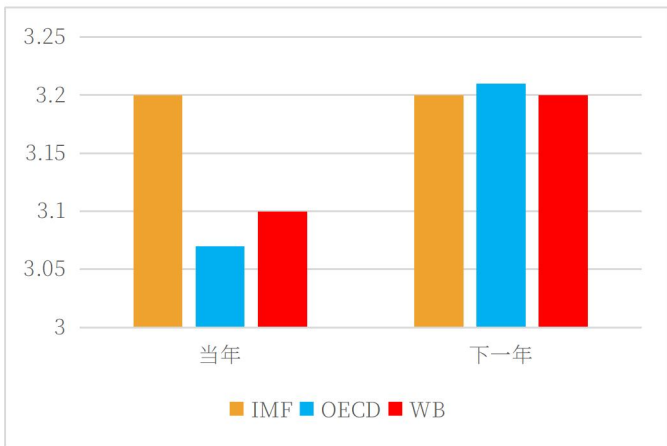
资料来源: iFinD, 金信期货研究院

图 2.2.19: 人民币汇率



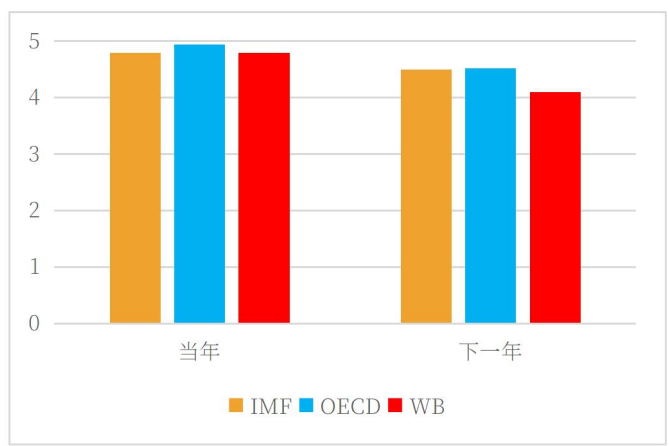
资料来源: iFinD, 金信期货研究院

图 2.2.20: 全球经济增速预测 (%)



资料来源: IMF, OECD, WB, 金信期货研究院

图 2.2.21: 中国经济增长预测 (%)



资料来源: IMF, OECD, WB, 金信期货研究院

### 三、行业概述

在第二章中，我们对于国内以及海外宏观进行简析，明年国内仍将坚持以我为主，继续推动实现温和复苏；同时在全球宽松的背景下，世界各主要经济体增长将保持稳定。但诸如地缘扰动、贸易摩擦、意识冲突等意外事件或产生一定拖累。在此基础上，我们进一步探究行业供需状况。

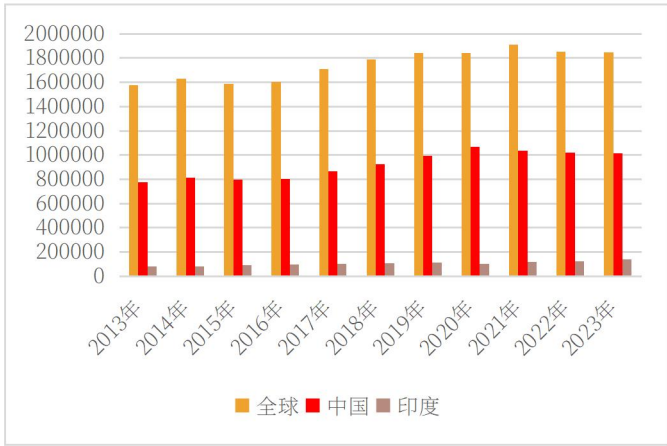
#### （一）钢材篇

##### 1. 全球钢铁供需结构迎来深度变迁

据世界钢协统计数据显示，2013-2023 年间，全球粗钢产量从 16.54 亿吨达到 18.92 亿吨，年均增长率达到 1.6%，全球钢材消费量从 15.45 亿吨达 17.63 亿吨，年均增长率达 1.33%。其中国内粗钢产量在 2020 年达峰后便逐步下滑，2023 年回落至 10.15 亿吨，但占全球粗钢产量的比重依然稳居 50% 以上；其次是印度，粗钢产量从 2013 年的 7997.4 万吨上升至 2023 年 1.41 亿吨，年均增长率达 5.82%，占比从 4.9% 回升至 7.4%。这与全球城镇化率的推进息息相关，世界银行统计数据显示，从 2013 年-2023 年间，全球城镇化率从 52.91% 上升至 57.34%，其中中国城镇化率从 53.01% 上升至 64.57%，印度城镇化率从 32% 上升至 36.36%。以欧美发达国家为例，城镇化率在 40%-70% 是城市化快速推进的时期，也是以基建、房地产为代表的建筑用钢高速增长的时期；而当城镇化率达到 65% 以上时，钢材消费逐步接近峰值，往往进入以制造业用钢为主的高质量发展时期。当然这其中，人口的增长将是非常重要的因素；单从人口基数的角度考虑，据 OECD 预测数据显示，中国总人口数将呈现逐年下滑的态势，到 2061 年将回落至 11.93 亿人，而印度总人口数将稳定上升，到 2061 年增长至 16.96 亿人。结合城镇化率的表现，印度将会是海外粗钢供需中重要的增量部分，而中国粗钢供需形式将逐步迈入高质量发展的时代。

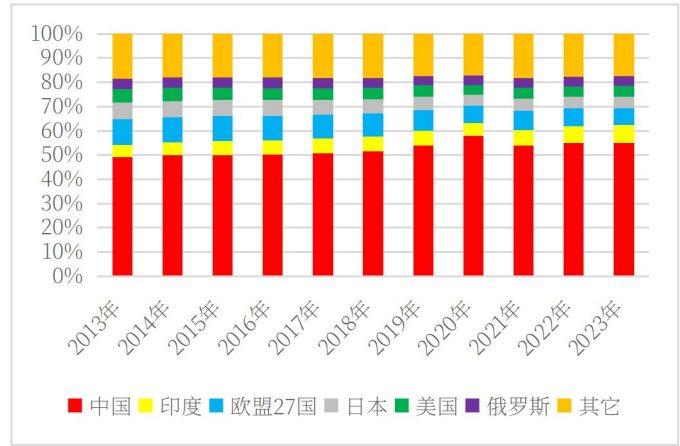
图 3.1.1: 全球粗钢产量 (千吨)

图 3.1.2: 全球粗钢产量分国别占比



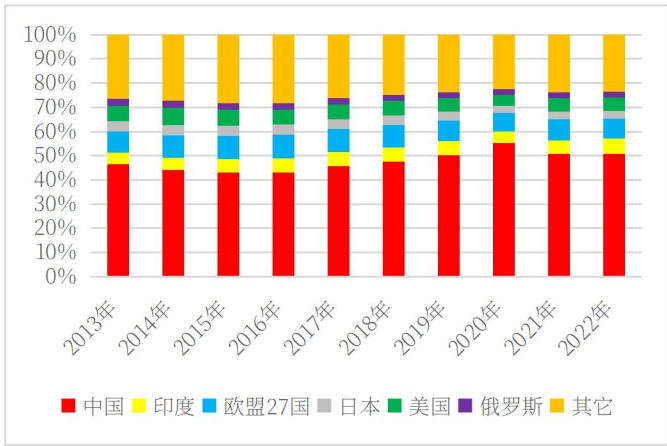
资料来源: 世界钢协, 金信期货研究院

图 3.1.3: 全球粗钢消费分国别占比

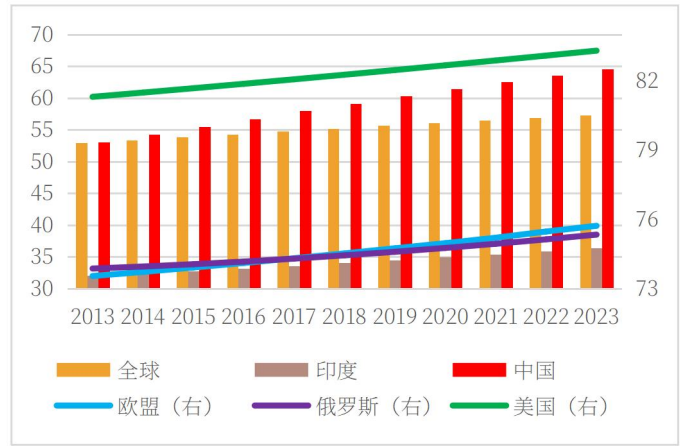


资料来源: 世界钢协, 金信期货研究院

图 3.1.4: 全球城镇化率 (%)

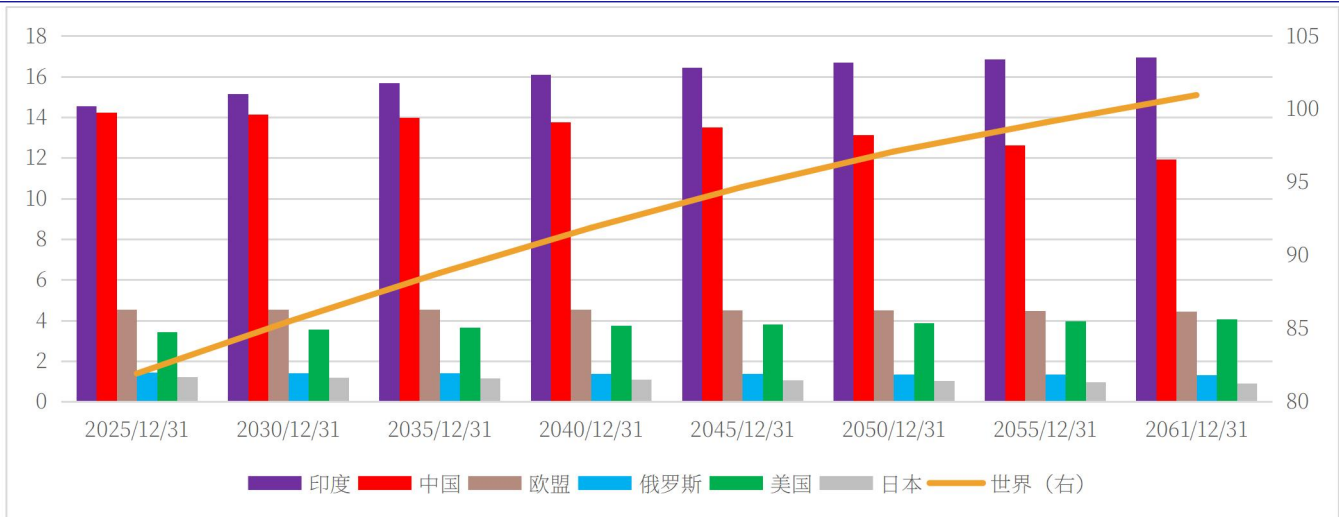


资料来源: 世界钢协, 金信期货研究院



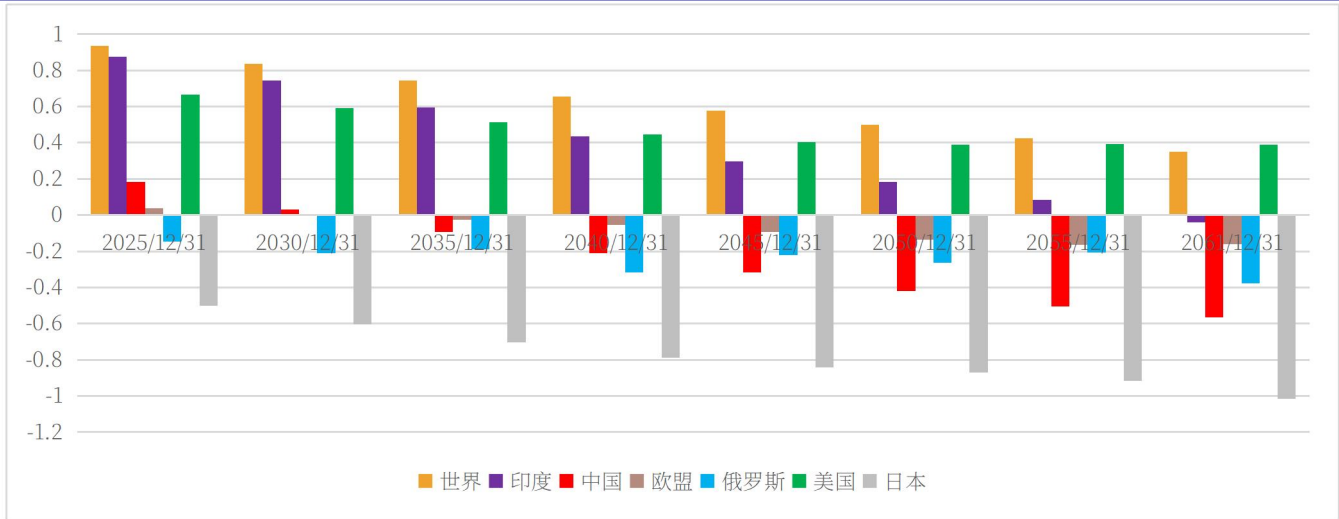
资料来源: WB, 金信期货研究院

图 3.1.5: 全球人口总量预测 (亿)



资料来源：OECD，金信期货研究院

图 3.1.6: 全球人口增速预测 (%)



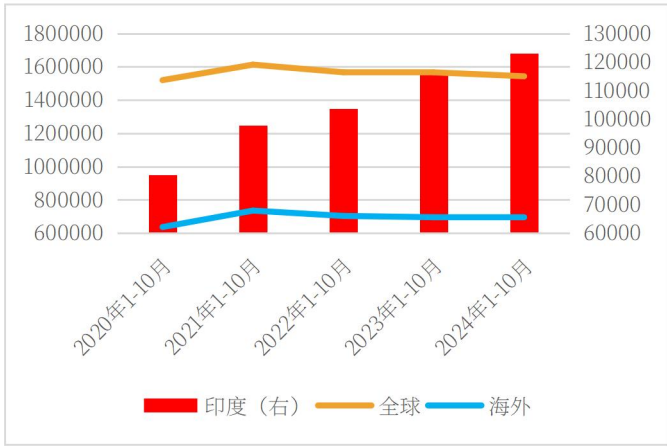
资料来源：OECD，金信期货研究院

今年 1-10 月份，全球粗钢产量累计达 15.43 亿吨，同比下滑 1.5%，海外产量累计达 6.97 亿吨，同比增长 0.2%，其中印度贡献最大增量，产量累计达 1.23 亿吨，同比增长 5.55%。据印度评级机构 CRISIL Ratings 公司的预测，印度关键基础设施部门(可再生能源和道路)和房地产的投资预计将在 2025 和 2026 财年增长 38%，达到 15 万亿卢比；预计未来两个财政年度，印度每年将建造 12,500 公里的道路，商业办公空间的净租赁需求将增长 8-10%，住宅房地产需求增长将保持 8-12%。不断推进的城市化进程和激增的房建、基建需求，将带动建筑行业以及相关衍生行业投资持续高涨。据印度统计局数据显示，自 2019 年至今年三季度，印度建筑业国外资本累计流入达 352.43 亿美元，乡镇、住房、基建项目国外资本累计流入达 267.64 亿美元，工业机械国外资本累计流入达 72.23 亿美元，且呈现持续流入的态势。这将成为海外粗钢供需双增的有力支撑。

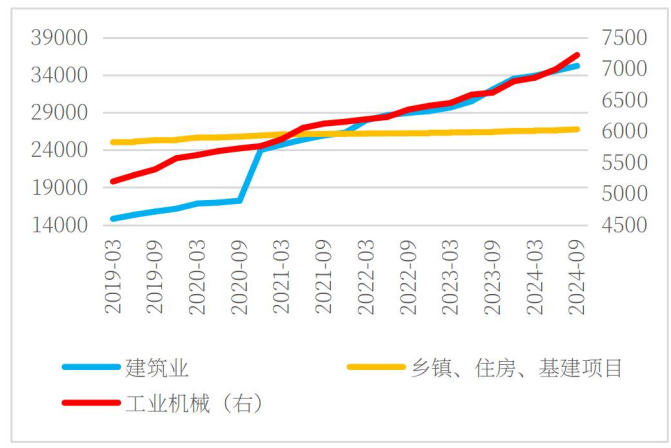
结合第二章中对于海外宏观的判断，预计 2025 年海外粗钢产量将有 1.5%左右的增幅，消费将有 1.8%左右的增幅，整体保持高位。

图 3.1.7: 海外及印度粗钢产量 (千吨)

图 3.1.8: 印度分行业国外资本累计流入 (百万美元)



资料来源：世界钢协，金信期货研究院



资料来源：印度统计局，金信期货研究院

图 3.1.9: 全球（除中国）粗钢供需预测（百万吨）

		2024 年	2025 年	2026 年	2027 年	2028 年	2029 年
需求量	全球	1897	1918	1946	2000	2025	2050
	海外	977	1007	1040	1055	1083	1111
	印度	151	161	171	169	179	189
	日本	59	59	60	61	62	63
	美国	101	104	108	113	115	118
	俄罗斯	47	47	48	48	49	50
供应量	全球	1907	1939	1968	2010	2037	2063
	海外	900	937	969	1008	1040	1071
	印度	149	157	166	174	181	187
	日本	86	85	85	88	87	86
	美国	81	83	84	86	87	88
	俄罗斯	76	76	76	77	77	78
需求-供应	全球	-10	-21	-22	-10	-12	-13
	海外	77	70	71	47	43	40
	印度	2	4	5	-5	-2	2
	日本	-27	-26	-25	-27	-25	-23
	美国	20	21	24	27	28	30
	俄罗斯	-29	-29	-28	-29	-28	-28

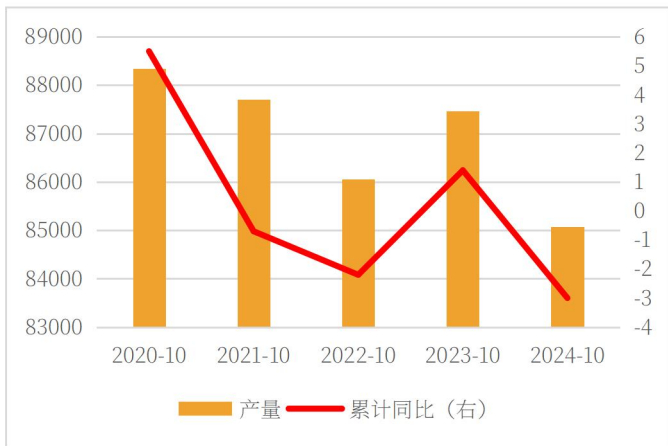
资料来源：DISR，金信期货研究院

## 2. 国内“积贫积弱”，亟需产能出清

全球钢铁行业深度调整与国内供需结构的调整有着密不可分的关系，自2020年“三道红线”下地产步入调整周期以来，也倒逼国内钢材开启转型升级之路。

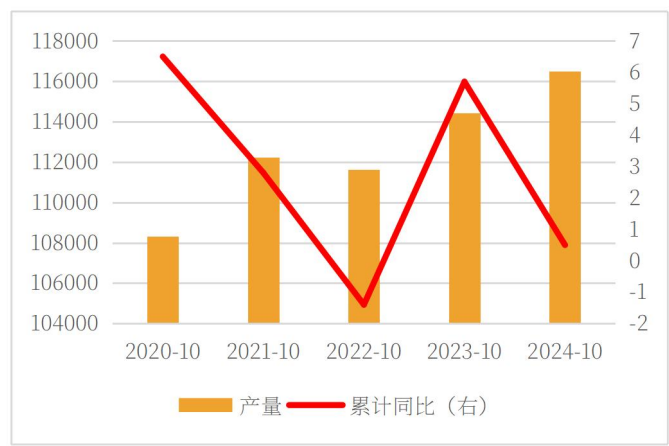
虽然经历了2016年开始的供给侧改革以及2021年的行政性粗钢压减后低端产能有所出清，但由于国内钢厂集中度较低、高炉效率提升以及废钢使用等，当下仍然处于产能结构性过剩，低端产能充足但高端产能不足的局面。换句话说，供应端调整的节奏没有跟上需求的调整的步伐。统计局口径显示，2022年、2023年粗钢产量分别为10.13亿吨、10.19亿吨，基本实现平控，钢材产量分别为13.4亿吨、13.63亿吨，同比增5.2%；今年1-10月份粗钢产量达8.51亿吨，同比降3%，钢材产量达11.65亿吨，同比增0.5%。据不完全统计，预计2025年建材类新增产能240万吨，板材类新增产能接近3500万吨。

图 3.1.10: 国内粗钢产量累计值 (万吨, %)



资料来源: iFinD, 金信期货研究院

图 3.1.11: 国内钢材产量累计值 (万吨, %)



资料来源: iFinD, 金信期货研究院

正所谓“穷则变，变则通，通则久”，面对“积贫积弱”的困境，钢铁行业也在进行着一系列变革。统计局口径显示，今年1-10月份钢筋累计产量1.63亿吨，同比下滑14.3%，盘条累计产量1.13亿吨，同比下滑2.9%，中厚宽钢带累计产量达1.78亿吨，同比增长2.2%，冷轧薄板累计产量达3946.8万吨，同比增长5.5%，焊管累计产量4874.1万吨，同比下滑10.60%。可以发现建材产量呈现逐年下滑态势，占比从2020年33%下滑至23%，在不到四年时间里下降10%，反之板材产量却一路走高。供给侧的调整正



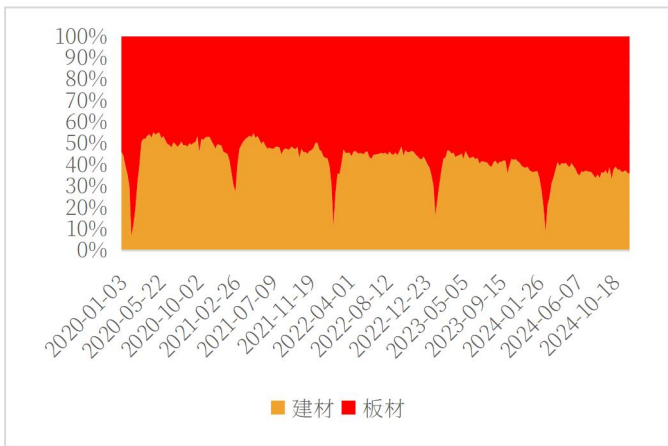
是去适应需求侧的变化，钢联五大材口径显示，今年 1-11 月份，建材表需累计达 1.48 亿吨，同比下滑 17.39%，板材表需累计达 2.63 亿吨，同比增加 3.25%。2023 年，制造业用钢已经达 48%，随着新基建、高端装备制造等的发展，制造业用钢将逐步成为第一大用钢领域。同样的，这种变动也体现在库存上。钢联五大材口径显示，近五年建材库存中枢不断下移，今年三季度以来降至历史低点，而板材库存位于历史中性偏高水平，二三季度甚至一度出现库存累至历史高点的情况。板材的火热与建材的冰冷，形成鲜明对比。

图 3.1.12: 国内钢材主要品种产量累计值 (万吨, %)

时间	钢筋		盘条		中厚宽钢带		冷轧薄板		焊管	
	产量	增速	产量	增速	产量	增速	产量	增速	产量	增速
2020-10	21904.3	4.7	13692.2	5.3	14108.7	11	3075.3	1.7	4968.6	3.60
2021-10	21412.3	-1.8	13212.7	-4.8	15042.3	5.8	3602.9	12.2	4866	-1.70
2022-10	19834.4	-9.5	11955.8	-8.4	15635.9	3.9	3525.2	-2.5	4996.3	-1.70
2023-10	19266.9	-1.2	11547.8	-0.9	17269.6	13.2	3227.5	4.1	5396	11
2024-10	16281.3	-14.3	11254.4	-2.9	17770	2.2	3946.8	5.5	4874.1	-10.60

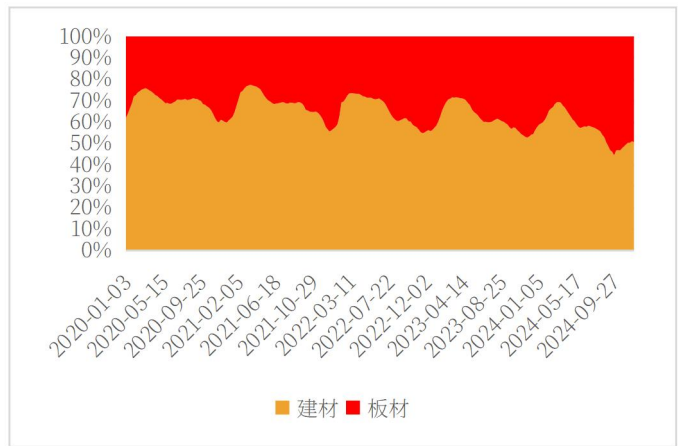
资料来源: iFinD, 金信期货研究院

图 3.1.13: 国内钢材需求变动



资料来源: Mysteel, 金信期货研究院

图 3.1.14: 国内钢材库存变动



资料来源: Mysteel, 金信期货研究院

从制造业下游来看，除个别产品外，在地产下行期均取得较好表现。今年 1-10 月份来看，汽车产量累计达 2466.07 万辆，再创新高，同比增速达 3%，年化增速达 6.77%。家电方面，空调产量累计达 22480.89 万台，同比增长 8.2%，年化增速达到 7.16%，属于家电中的佼佼者；冰箱产量累计达 8727.65 万台，同比增长 8.5%，年化增速为 4.28%；洗衣机也毫不逊色，产量累计达 9345.49 万台，同比增长 6.7%，年化增速高达 10.04%。机械方面，挖机等与建筑业相关的品种下滑幅度较大，年化增速-8.54%，但就今年而言，在新基建以及保交楼的推动下，累计同比增长 15.3%。船舶以及金属制品一枝独秀，新承接船舶订单量以及手持船舶订单量累计同比增速分别达 51.9%以及 44.3%，金属集装箱产量累计同比更是达到惊人的 191%。亮眼的背后，外需的拉动功不可没。

图 3.1.15: 制造业下游主要品种产量累计值

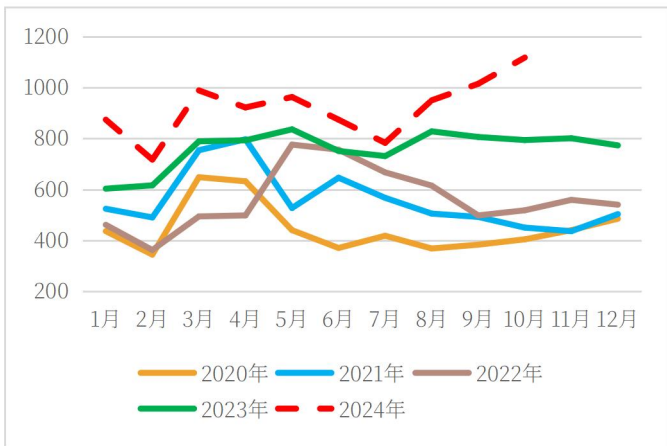
产量		2020-10	2021-10	2022-10	2023-10	2024-10	年化增速 (%)
交运	汽车 (万辆)	1897.90	2091.71	2266.80	2366.30	2466.07	6.77
家电	空调 (万台)	17046.60	18092.44	18959.50	20738.50	22480.89	7.16
	冰箱 (万台)	7381.70	7412.25	7159.00	7996.80	8727.65	4.28
	洗衣机 (万台)	6373.80	6968.49	7318.00	8500.50	9345.49	10.04
	冷柜 (万台)	2399.10	2470.05	1879.20	2084.80	2244.04	-1.66
	彩电 (万台)	16065.30	14889.00	16139.60	16055.90	16759.40	1.06
机械	金属切削机床 (万台)	36.00	49.17	47.10	50.60	56.69	12.02
	工业锅炉 (蒸发量吨)	291120.60	313031.20	274496.10	178075.40	165941.60	-13.11
	发电设备 (万千瓦)	10888.90	12263.23	13850.40	17010.80	21045.19	17.91
	大气污染防治设备 (台)	248955.00	393117.00	332188.00	407190.00	342297.00	8.29
	拖拉机 (台)	274765.70	331158.48	343161.90	309130.30	293689.24	1.68
船舶	挖掘、铲土运输机械 (台)		526113.00	461272.00	361874.00	402490.00	-8.54
	造船完工量 (万载重吨)	3050.00	3201.00	3087.00	3456.00	3634.00	4.48
	新承接船舶订单 (万载重吨)	1980.00	6149.00	3740.00	6106.00	8711.00	44.83
	手持船舶订单量 (万载重吨)	7096.00	9810.00	10444.00	13382.00	19330.00	28.47
金属制品	金属集装箱 (万立方米)	6795.90	19333.50	13387.50	7645.10	23883.90	36.92

资料来源: iFinD, 金信期货研究院



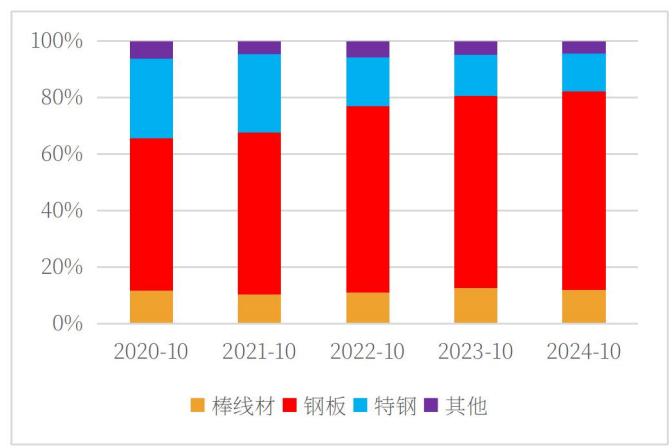
间接出口上，今年 1-11 月份，汽车出口量累计达 583.35 万辆，同比增长 22.6%，家电出口量累计达 409867.86 万台，同比增长 21.3%，机械设备出口金额累计达 580.39 亿美元，同比增长 12.90%，船舶出口量累计达 5267 艘，同比增长 22.9%。直接出口上，今年 1-10 月份钢材出口量累计达到 9189 万吨，同比增长 22.96%；分品种来看，棒线材出口量累计达 1069.87 万吨，同比增长 16.93%，钢板出口量累计达 6285.46 万吨，同比增长 28.52%，特钢出口量累计达 1200.54 万吨，同比增长 14.27%，其他钢材出口量累计为 394.72 万吨，同比增长 12.13%。钢材净出口量累计达 8633.7 万吨，同比增长 26.66%。钢板材出口占比从 54%突破至 70%以上，也侧面反映了制造业需求在钢材总需求的地位以及国内钢铁行业转型的目标所在。

图 3.1.16: 钢材出口量 (万吨)



资料来源: Mysteel, 金信期货研究院

图 3.1.17: 钢材出口分品种占比



资料来源: Mysteel, 金信期货研究院

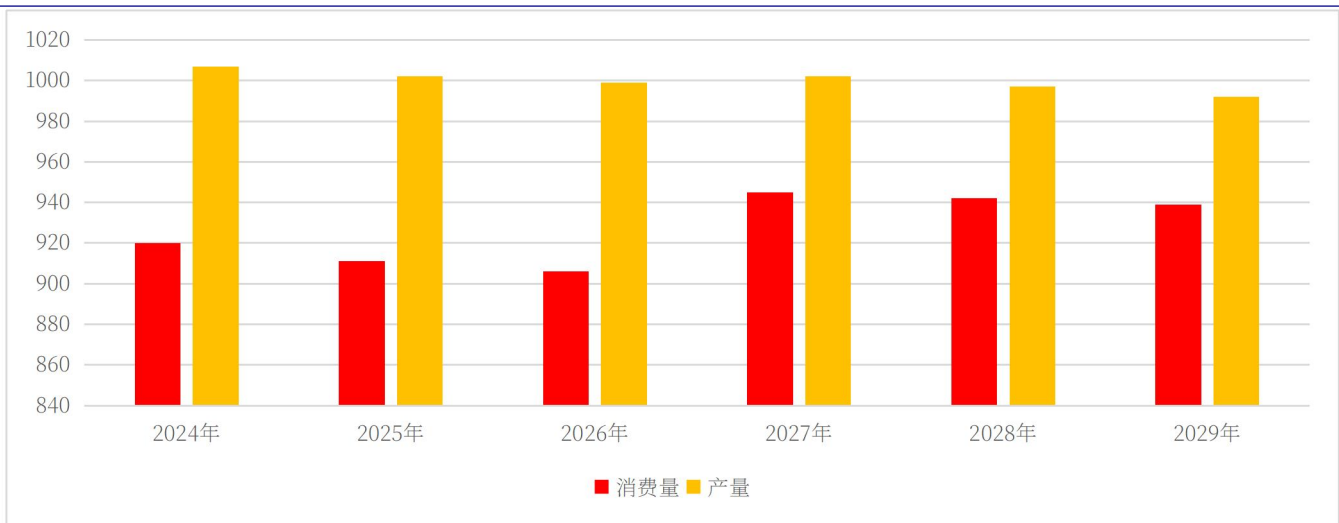
### 3. 政策双向发力，行业上下求索

没有供给约束的钢铁行业就像脱缰野马一般，越是下行期，自律性越差。在需求侧不断出台稳经济、稳预期政策的同时，供给侧也需要政策的引导。钢铁行业“十四五”规划中就明确提出“十四五”时期，我国钢铁工业仍然面临产能过剩压力大、产业安全保障能力不足、绿色低碳发展水平有待提升、产业集中度偏低等问题。同时要求力争到 2025 年底，行业研发投入强度力争达到 1.5%，电炉钢产量占粗钢总产量比例提升至 15% 以上，80% 以上钢铁产能完成超低排放改造，吨钢综合能耗降低 2% 以上，水资源消耗

强度降低 10%以上，确保 2030 年前碳达峰，钢铁工业利用废钢资源量达到 3 亿吨以上。坚决遏制钢铁冶炼项目盲目建设，不得以机械加工、铸造、铁合金等名义新增钢铁产能，严防“地条钢”死灰复燃和已化解过剩产能复产，健全防范产能过剩长效机制，加大违法违规为查处力度，推进企业兼并重组。作为“十四五”规划的配套文件，今年 5 月 27 日，国家发改委等五部门联合印发《钢铁行业节能降碳专项行动计划》，其中提到到 2025 年底，钢铁行业高炉、转炉工序单位产品能耗分别比 2023 年降低 1%以上，电弧炉冶炼单位产品能耗比 2023 年降低 2%以上，吨钢综合能耗比 2023 年降低 2%以上，余热余压余能自发电率比 2023 年提高 3%以上。再次提到严禁新增钢铁产能以及大力发展短流程炼钢。今年 8 月 20 日，工信部印发《工业和信息化部办公厅关于暂停钢铁产能置换工作的通知》，其中提到当前钢铁行业仍存在政策执行不到位、监督落实机制不完善、与行业发展形势和需求不相适应等问题，要求各地区暂停公示、公告新的钢铁产能置换方案，未按要求继续公示、公告钢铁产能置换方案的，将视为违规新增钢铁产能，并作为反面典型进行通报。

明年是“十四五”规划的收官之年，钢铁行业供给侧的调整或更加深刻；结合第二章中对于国内外宏观的研讨以及美国政策的不确定性，我们中性预计明年粗钢产量基本持平，需求端（考虑出口或同比下滑 1%）降幅或在 0.8%。

图 3.1.18：中国粗钢供需预测（百万吨）



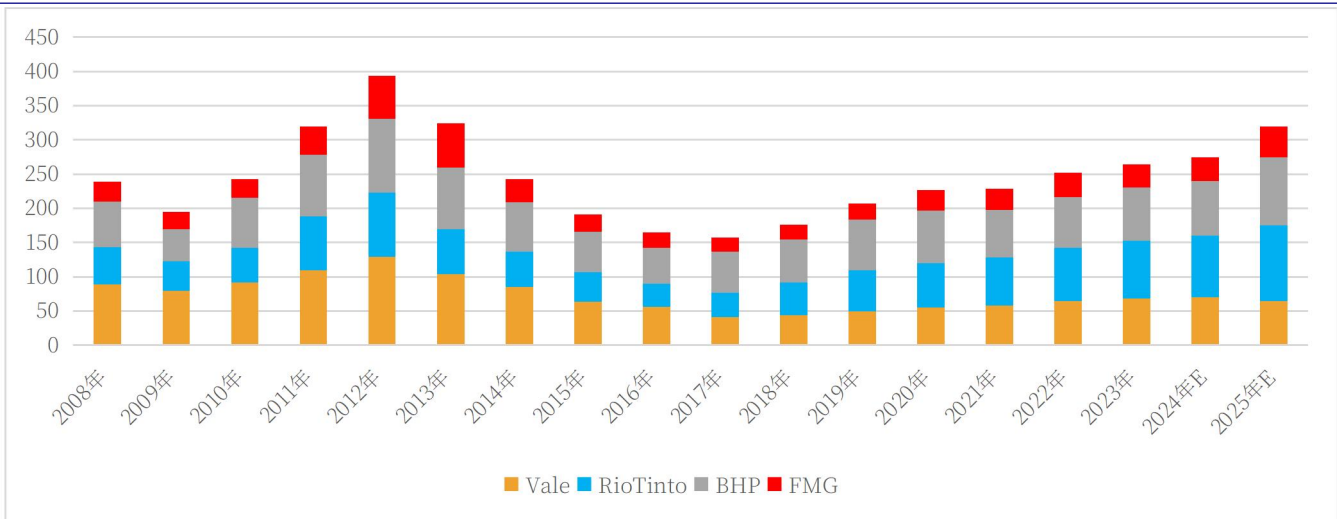
资料来源：DISR，金信期货研究院

## (二) 铁矿篇

### 1. 矿山资本开支步入上行周期，增量释放显著

从四大矿山的角度看，2008 年金融危机后总共经历两轮明显的资本开支扩张期，分别是 2010-2013 年以及 2020 年至今，而资本开支一般领先产量 3-5 年左右。第一轮扩张期间，四大矿山资本投入总计达 1281 亿美元，从 2014 年便开始进入产量放量增长时期，至 2018 年达到本轮增长的顶峰，VALE、RioTinto、BHP、FMG 在 5 年间产量年增速分别达到 4.81%、5.6%、2.31%、4.8%，累计产量达 51.62 亿吨。这一轮的增长刚好对应的是我们在前文钢材篇中所提到的以中国、印度为代表的新兴经济体城镇化快速推进的黄金时期，属于典型的需求拉动。第二轮扩张期间（2020-2024 年（估）），四大矿山资本投入总计或达 1230 亿美元，本轮投资更多的专注于物流网络完善、自动化与智能化、可持续发展以及生产效率提升上，而今年开始刚好进入产量放量增长期。今年 1-11 月份，钢联口径显示全球铁矿发货量累计达 14.61 亿吨，同比增长 2.95%，其中澳巴主流矿发货量累计达 12.08 亿吨，同比增长 1.83%，非主流矿发货量累计达 2.52 亿吨，同比增长 8.65%。

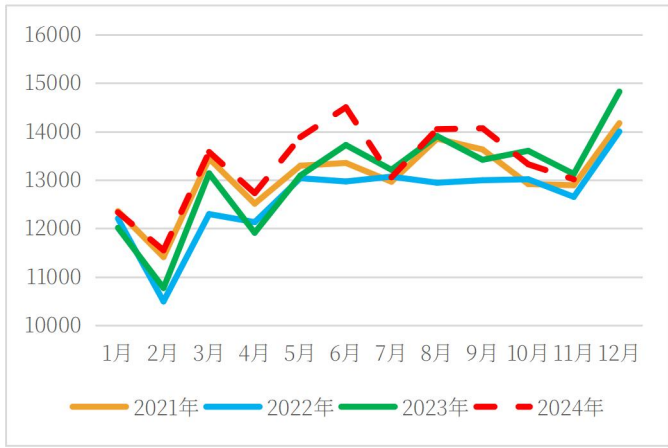
图 3.2.1: 四大矿山资本开支 (亿美元)



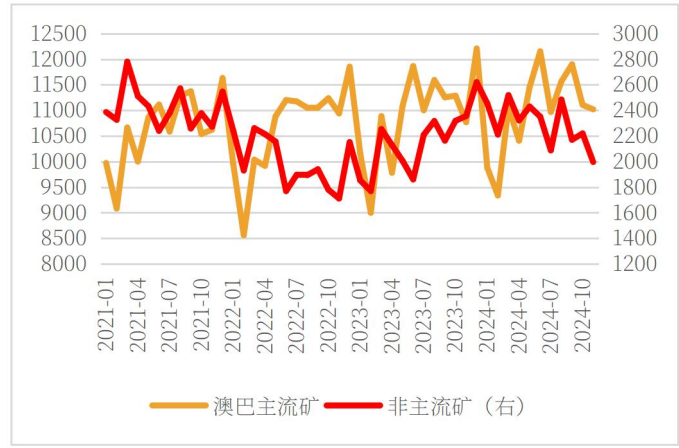
资料来源：公司财报，金信期货研究院

图 3.2.2: 全球铁矿发货量 (万吨)

图 3.2.3: 主流矿及非主流矿发货量 (万吨)



资料来源: Mysteel, 金信期货研究院



资料来源: Mysteel, 金信期货研究院

产量方面, 今年前三季度四大矿山累计产量达到 8.12 亿吨, 同比增长 2.4%, 其中 VALE 产量累计达 2.42 亿吨, 同比增长 4.59%, RioTinto 产量累计达 2.12 亿吨, 小幅下滑 0.97%, BHP 产量累计达 1.95 亿吨, 同比增长 3.73%, FMG 产量累计达 1.63 亿吨, 同比增长 2.2%。年度指导目标上, VALE2025 年度指导目标上调至 3.25-3.35 亿吨, RioTinto2025 年度指导目标维持在 3.23-3.38 亿吨, BHP2025 财年指导目标维持在 2.82-2.94 亿吨, FMG2025 财年指导目标上调至 1.9-2 亿吨。新增产能上, VALE 方面新投产项目较多, 今年四季度已推进 Vargem Grande 项目的投产, 年设计产能 1500 万吨, 预计明年将带来 1200 万吨新增产量; 明年一季度 Briquetting plants I & II 项目将进入投产, 年设计产能为 600 万吨, 预计明年将带来 300 万吨新增产量; 同时明年 Capanema 以及 S11D 矿区土建工程项目的投产预计分别带来 500 万吨以及 800 万吨的新增产量。RioTinto 方面, Western Range 项目明年将全面达产, 设计年产能 2500 万吨, 新增产量预计 1500 万吨; 另外年设计产能 4000 万吨的 Rhodes Ridge 项目正全面推进可行性研究。BHP 方面, 今年二季度年设计产能达 8000 万吨的 South Fank 项目全面达产, 预计明年新增产量在 450 万吨。FMG 方面, Iron Bridge 项目将于明年三季度全面达产, 年设计产能 2200 万吨, 预计明年将带来 300 万吨新增产量。

图 3.2.4: 四大矿山产量累计值 (亿吨)

时间	Vale	RioTinto	BHP	FMG
2010-12	2.97	1.85	1.28	0.44
2011-12	3.23	1.92	1.49	0.54
2012-12	3.09	1.99	1.61	0.68
2013-12	3.00	2.09	1.86	1.27
2014-12	3.19	2.34	2.20	1.60
2015-12	3.33	2.63	2.37	1.68
2016-12	3.49	2.81	2.26	1.91
2017-12	3.67	2.82	2.31	1.91
2018-12	3.85	2.91	2.41	1.93
2019-12	3.02	2.81	2.4	2.11
2020-12	3.00	2.86	2.55	2.08
2021-12	3.16	2.77	2.55	2.37
2022-12	3.08	2.83	2.56	2.26
2023-12	3.21	2.90	2.54	2.14
2023-09	2.32	2.14	1.88	1.59
2024-09	2.42	2.12	1.95	1.63

资料来源：公司财报，金信期货研究院

图 3.2.5: 四大矿山年度指导目标 (亿吨)

自然年	VALE	RioTinto	财年	BHP	FMG
2020 年	3.10-3.30	3.36-3.46	2020 年	2.73-2.86	1.70-1.75
2021 年	3.15-3.20	3.25-3.40	2021 年	2.76-2.86	1.75-1.80
2022 年	3.20-3.35	3.20-3.25	2022 年	2.78-2.88	1.80-1.85
2023 年	3.10-3.20	3.20-3.35	2023 年	2.78-2.90	1.87-1.92
2024 年	3.23-3.30	3.23-3.38	2024 年	2.82-2.94	1.92-1.97
2025 年	3.25-3.35	3.23-3.38	2025 年	2.82-2.94	1.90-2.00

资料来源：公司财报，金信期货研究院

图 3.2.6: 四大矿山新增项目汇总 (万吨)

国家	矿山	项目	设计产能	投产时间	2025 年增量
巴西	VALE	S11D 矿区土建工程	2000	预计 2025 年下半年	800
		Capanema	1800	预计 2025 年上半年	500
		Vargem Grande	1500	预计 2024 年四季度	1200
		Briquetting plants I & II	600	预计 2025 年一季度	300
澳大利亚	RioTinto	Rhodes Ridge	4000	预计 2025 年完成可行性研究	-
		Western Range	2500	预计 2025 年全面达产	1500
	BHP	South Fank	8000	2024 年二季度全面达产	450
	FMG	Iron Bridge	2200	预计 2025 年三季度全面达产	700
总计		22600		5450	

资料来源：公司财报，公开信息，Mysteel，金信期货研究院

在以澳巴四大矿山为代表的的主流矿项目投资进展的如火如荼时，非主流矿也不甘示弱。据 CRU 全球铁矿海运到岸成本曲线综合估算，全球非主流矿生产成本基本位于 60-80 美金左右，共对应 8200 万吨产能，80-90 美金对应约 7500 万吨产能，90 美金以上对应约 7000 万吨产能。非主流矿产量释放主要受价格影响，尤其是现货定价之锚的普氏指数。截止到今年 12 月份，普氏 62% 铁矿价格指数均价在仍在 100 美金以上，极大的推动非主流矿山的生产。增量方面，澳大利亚 Onslow Iron 项目将于明年二季度全面达产，其设计年产能达 3500 万吨，预计明年带来新增产量 1200 万吨；除此之外，Lamb Creek 项目将于明年获批，McPhee Creek 项目将于 2025-2026 财年投产。巴西年设计产能达 6500 万吨的 CSN 项目将于 2027 年一季度正式产出。备受瞩目的西芒杜铁矿将于 2025 年下半年发运，2028 年全面达产，其年设计产能达 6000 万吨。另外还有位于加蓬年设计产能 1000 万吨 Baniaka Expansion 项目，预计将于明年四季度正式投产。以及位于利比里亚的 Bomi 项目，明年底将正式达产，预计明年新增产量 100 万吨。

图 3.2.7: 非主流矿新增项目汇总 (万吨)



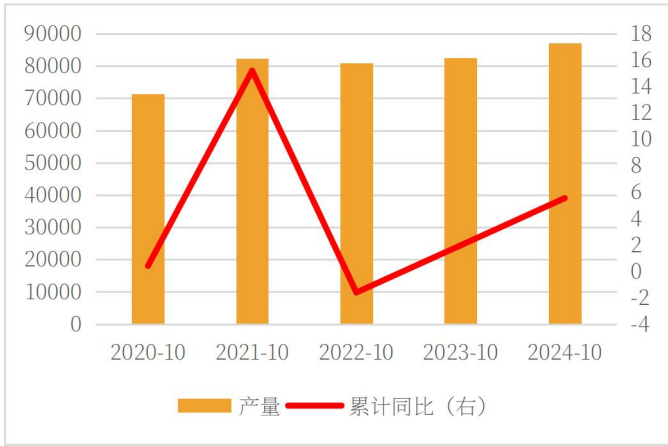
国家	项目	设计产能	投产时间	2025年增量
澳大利亚	Onslow Iron	3500	预计 2025 年二季度全面达产	1200
	Lamb Creek	-	预计 2025 年获批	-
	McPhee Creek	1000	预计 2025-2026 财年投产	-
巴西	CSN	6500	预计 2027 年一季度产出	-
几内亚	西芒杜	6000	预计 2025 年下半年发运, 2028 年全面达产	-
加蓬	Baniaka Expansion	1000	预计 2025 年四季度投产	-
利比里亚	Bomi	500	预计 2025 年底二期达产	100
总计		18500		1300

资料来源：公司官网，公开信息，Mysteel，金信期货研究院

## 2. “基石计划”发力，国产矿进展迅速

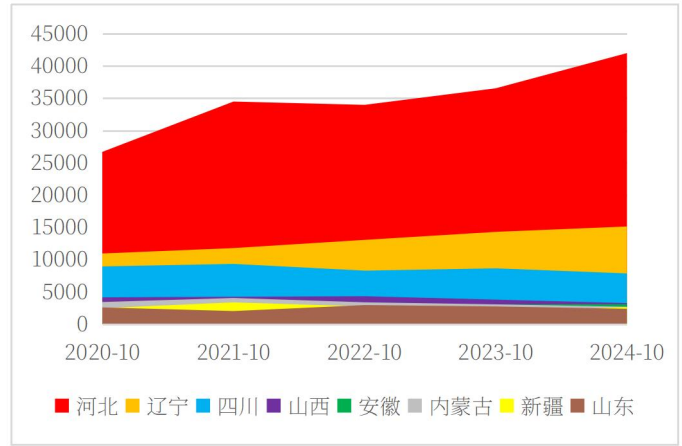
今年 1-10 月份，国产铁矿产量累计达 8.72 亿吨，同比增长 5.54%；分地区来看，河北产量累计达 4.2 亿吨，同比增长 14.93%，辽宁产量累计达 1.5 亿吨，同比增长 5.84%，四川产量累计达 7849 万吨，同比下滑 9.12%，山西产量累计达 3250 万吨，同比下滑 14.17%，安徽产量累计达 3069 万吨，同比增长 1.23%，内蒙古产量 2680.42 万吨，同比下滑 12.21%，新疆产量累计达 2624.48 万吨，同比增长 32.03%，山东产量累计达 2372 万吨，同比下滑 13.04%。CR2 产量占比达 65.54%，CR8 产量占比达 90.6%。政策方面，重点省份在“十四五”规划中均提出了明确的发展目标，辽宁提到 2021-2025 年累计新增铁矿资源量 10 亿吨，62%Fe 年开采总量达 0.7 亿吨，力争到 2025 年，铁矿原矿石供给量提升 50%；河北提出 2021-2025 年累计新增铁矿资源量 3 亿吨，62%Fe 年开采总量达 0.7 亿吨，期末 62%Fe 产量 7000 万吨左右；四川提到 2021-2025 年累计新增钒钛磁铁矿资源量矿石 1 亿吨，钒钛磁铁矿年开采总量 0.7 亿吨，力争到 2025 年铁矿山总数稳定在 90 个左右；山西提出 2021-2025 年铁矿年开采总量 0.6 亿吨、大中型矿山比例达到 20%、矿山数量 230 个左右……一般来说，国内铁矿完全成本集中在 80-100 美金，但近两年来随着“基石计划”在资金、技术、人才等方面的支持，国内部分矿山的完全成本可以降至 60 美金附近，较好的达到了提质增效的作用。但需要注意到国产项目推进当中面临的安全检查、环保检查等因素依然会造成阶段性干扰，处理好“金山银山”与“绿水青山”的关系至关重要。预计 2025 年国产矿仍有 450 万吨的增量。

图 3.2.8: 国产铁矿产量 (万吨)



资料来源: Mysteel, 金信期货研究院

图 3.2.9: 国产铁矿分地区产量 (万吨)



资料来源: Mysteel, 金信期货研究院

图 3.2.10: 国产矿推进项目汇总 (万吨)

地区	矿山项目	铁矿石产能	铁精粉产能	项目规划
鞍山	西鞍山铁矿	3000	1000	2022 年 11 月 16 日开工建设, 总投资达 229 亿元, 预计 2027 年投产。
	鞍钢尾矿固废资源综合利用项目	2400	850	2022 年 11 月开工建设, 总投资达 29.7 亿元, 项目建成后, 每年可使 2400 万吨铁尾矿“变废为宝”, 产出的铁精矿相当于多建一个年产 850 万吨的铁矿采选联合体, 还可年减少碳排放 83 万吨。
	陈台沟铁矿	1100	470	2023 年 6 月 26 日开工建设, 总投资 108 亿元, 一期建设投资 75 亿元, 是我国“基石计划”首批开工的重大项目之一。
本溪	思山岭铁矿	3000	1060	目前一期建设正在进行中, 一期达产后, 将启动二期建设。其中一期设计生产能力年采选矿量 1500 万吨, 年产铁精粉 531 万吨。一期建设分 2 个阶段, 第一阶段 750 万吨采选系统预计 2023 年初投入生产, 年产能计划为 100 万吨; 第二阶段 750 万吨主井井塔也已于 2022 年 11 月 9 日顺利封顶, 预计今年已顺利投产。
	大台沟铁矿	3000	900	2021 年完成探矿权转让, 2022 年开工建设。
	南芬铁矿	-	-	年剥离量为 2 823 万吨, 采矿石 797.8 万吨, 是我国单体矿山年产量最高的矿山。
攀枝花	红格南矿	4000	1000	分南、北两个矿区, 北矿区已投入生产, 南矿区正推进矿权转让。
唐山	马城铁矿	2200	700	2022 年 11 月开工建设, 总投资达 139 亿元, 2023 年底投产。
承德	京城矿业精矿改扩建项目	-	1100	400 万吨精矿改扩建项目被列入“基石计划”重点项目, 包含现有采区深部扩界、新建尾矿库、选矿厂技改等工程, 项目建成后将具备年产铁精矿 1100 万吨的采选能力。
吕梁	袁家村铁矿	2200	742	2012 年建成投产, 2024 年扩建项目推进。
泰安	彭集铁矿	1000	262	2024 年 5 月开工建设, 总投资达 54 亿元, 预计 2028 年建成投产。

资料来源：官方网站，公开信息，Mysteel，金信期货研究院

### 3. 进口大增，港口库存堆积

在全球铁矿进入扩产周期时，国内进口量也屡创新高，今年 1-10 月份，国内累计进口总量达 10.24 亿吨，同比增长 4.95%。主流矿方面，今年 1-10 月份，澳矿依然稳居第一，进口量累计达 6.12 亿吨，同比增长 0.07%，进口自巴西累计达 2.19 亿吨，同比增长 10.15%，澳巴主流矿进口占比达到 81.7%。非主流矿方面，今年 1-10 月份，自印度进口量累计达 3306.83 万吨，同比增长 9.73%，自南非进口量累计达 3218.1 万吨，同比增长 6.03%，自智利进口量累计达 1024.9 万吨，同比增长 2.92%，自秘鲁进口量累计达 1880.62 万吨，同比增长 15.26%，自加拿大进口量累计达 1317.32 万吨，同比下滑 0.99%。受俄乌战争影响，乌克兰进口占比份额下滑较大，而印度、南非、智利、秘鲁、加拿大等 CR5 进口占比稳居 10% 以上，占非主流矿进口量在 60% 以上。

图 3.2.11: 国内铁矿进口量累计值 (万吨)

	2020-12	2021-12	2022-12	2023-12	2023-10	2024-10
全球	116950.49	112443.51	110775.03	117905.97	97546.35	102376.18
澳大利亚	71279.95	69327.30	72932.34	73706.98	61662.79	61703.21
巴西	23557.74	23723.14	22730.38	24856.20	19916.14	21938.15
印度	4466.51	3341.93	1020.52	3653.24	3013.51	3306.83
南非	4637.06	4025.75	3736.83	3581.79	3035.02	3218.10
智利	1297.13	1374.91	1156.18	1252.49	995.86	1024.90
秘鲁	1357.80	1698.99	1857.07	1972.61	1631.61	1880.62
加拿大	1732.07	1480.76	1313.79	1642.91	1330.51	1317.32
乌克兰	2479.40	1744.11	555.06	66.05	5.16	1087.05
伊朗	288.20	226.37	272.12	1005.21	835.11	818.35
俄罗斯	1262.89	850.38	874.20	966.52	826.81	740.94
毛里塔尼亚	878.60	807.70	743.78	752.69	596.40	775.14
其他	3713.13	3842.16	3582.75	4449.28	3697.45	4565.57

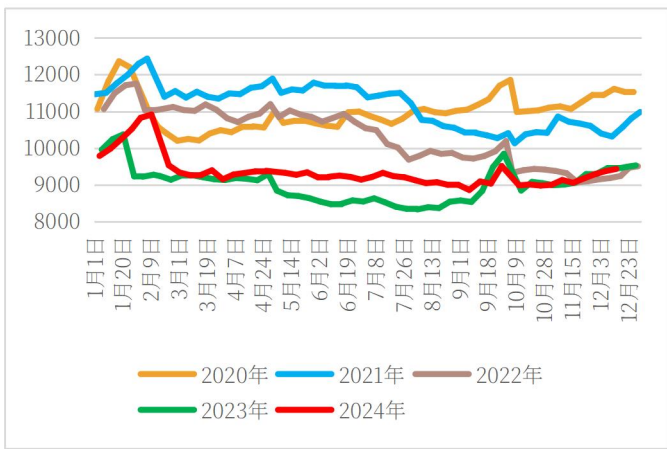
资料来源：Mysteel，金信期货研究院

近年来钢厂一直维持低库存刚需采购策略，进口高增的结果便是港口库存再度大幅累积。截止到 12 月份，钢联口径 247 家钢厂进口矿港口库存为 9431.9 万吨，同比下滑

0.17%，45 港港口库存从年初 1.22 亿吨攀升至 1.51 亿吨，同比增长 30.06%，且今年二三季度也并未出现明显的季节性降库的局面，而终端的羸弱更是起到了推波助澜的作用。据世界钢协统计数据显示，今年 1-10 月份，全球高炉生铁产量累计达 10.57 亿吨，同比下滑 2.76%，其中国内产量累计达 7.12 亿吨，同比下滑 3.73%，占比依然达 67.41%。海外方面，今年 1-10 月份，产量累计达 3.44 亿吨，同比下滑 0.7%，其中印度产量累计达 7331.2 万吨，同比增长 2.34%，占海外份额达 21.3%，且贡献较大增量；欧盟 27 国产量累计达 5533.3 万吨，同比增长 1.74%；日本产量累计达 5084 万吨，同比下滑 3.97%；俄罗斯产量累计达 4261 万吨，同比下滑 6.96%；韩国产量累计达 3686 万吨，同比下滑 1.91%。

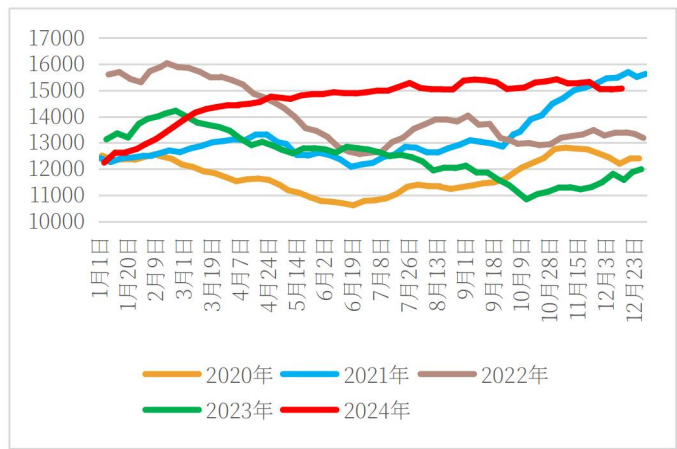
结合第二章以及第三章中对于宏观以及粗钢供需形势的判断，预计 2025 年国内生铁产量基本持平或小幅增加 0.2%，而海外生铁产量或有 1.2% 左右增量。

图 3.2.12: 247 家钢厂进口矿库存 (万吨)



资料来源: Mysteel, 金信期货研究院

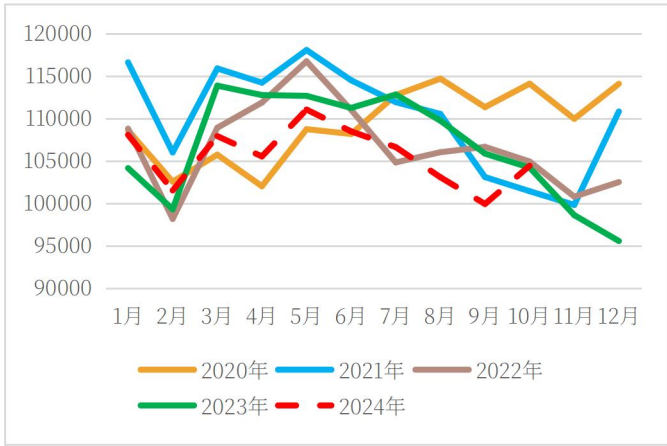
图 3.2.13: 45 港进口矿库存 (万吨)



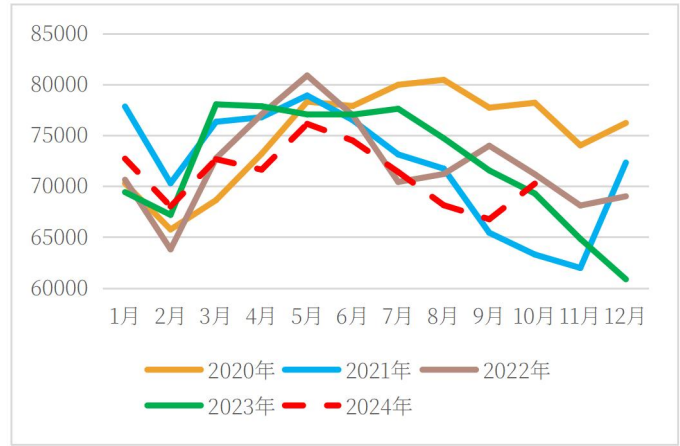
资料来源: Mysteel, 金信期货研究院

图 3.2.14: 全球高炉生铁产量 (千吨)

图 3.2.15: 中国高炉生铁产量 (千吨)

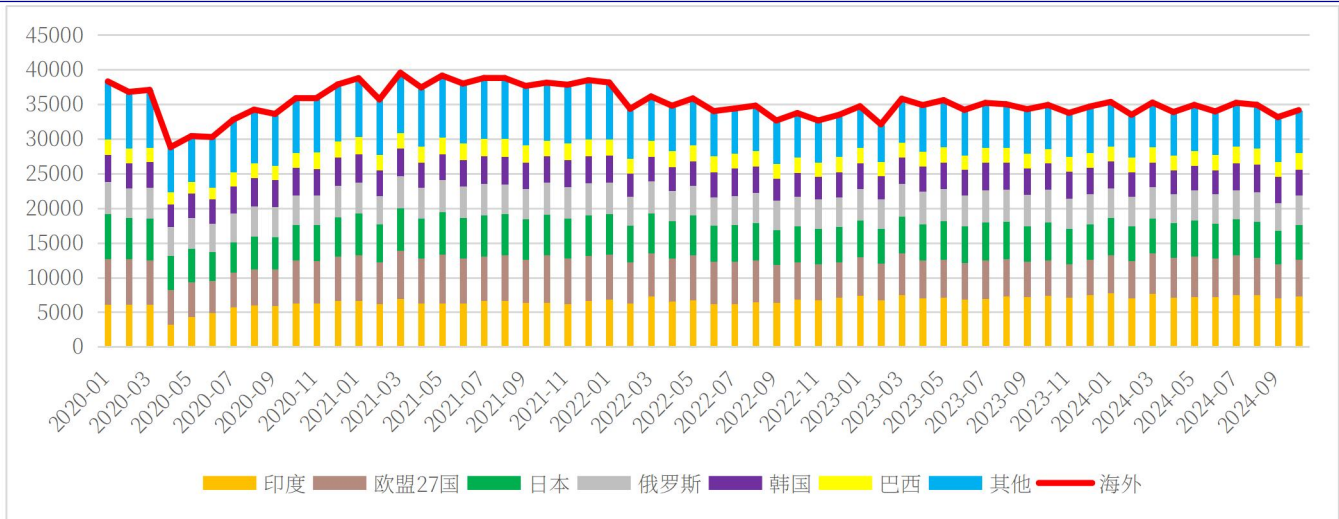


资料来源：世界钢协，金信期货研究院



资料来源：世界钢协，金信期货研究院

图 3.2.16: 海外主要经济体高炉生铁产量 (千吨)



资料来源：世界钢协，金信期货研究院

## 四、综合展望

2024年二三季度经济下行压力加大，黑色产业首当其冲，财务指标恶化，价格重心下移。随后九月末一系列坚定有力的政策出台，社会信心得到有效提振，有望实现全年经济增长目标。在今年中央经济工作会议上，再次提到要实施更加积极的财政政策、提高财政赤字率，要实施适度宽松的货币政策、适时降准降息，大力提振消费、改善民生，稳住楼市股市，稳定预期、激发活力。可以预见，明年作为“十四五”规划的收官之年，宏观调控将更加具有前瞻性、针对性、有效性。

基于此，政策方面，预计2025年财政赤字将有1%左右的上调空间，政策利率仍有75-100bp下调空间，带动社融存量增速回升至8.5%左右。投资方面，预计2025年基建（广义）投资达9.2%左右的增速，制造业投资增速有望达8.1%，商品房销售面积同比降幅收窄至5.5%，房地产开发投资同比降幅收窄至7.6%。生产方面，预计2025年规模以上工业增加值增幅将在6.2%左右，利润增速在低基数下有望恢复至5%附近。消费方面，社会消费品零售总额同比增幅有望回升至5.2%。在生产、投资、消费总体复苏以及不考虑高关税干扰之下，预计2025年GDP仍将保持5%左右增速，但外贸形势较为严峻，预计2025年出口或同比下滑1.2%左右。

在国内稳步推进经济向好回升之时，海外主要经济体也处于降息周期。我们预计2025年联储或仍有75bp降息空间，同时在财政扩张以及消费的支撑下，劳动力市场保持韧性，美国经济平稳落地。而欧元区或仍面临战争消耗以及财政收缩掣肘，难有大幅好转。以印度、东盟各国、南非为代表的新兴经济体经济景气度较高、增长潜能较大，预计2025年同比仍有0.2%左右增幅。

在新兴经济体（除中国）的有力支撑下，预计2025年海外粗钢供需形势略好于国内，产量增幅在1.5%左右，消费增幅在1.8%左右，整体保持高位。而国内钢铁行业仍然面临产能过剩、高端化不足、集中度低下等问题，短时间内消费结构的转型也难以完全填补地产下行带来的减量冲击，中性预计2025年国内粗钢产量基本持平，需求端（考虑出口或同比下滑1%）降幅或在0.8%，行业或继续处于低利润甚至亏损的局面；此时供给的约束政策与需求的刺激政策同等重要，明年也需要格外关注。在全球粗钢供需整



体过剩的情况下，铁矿也迎来新的产量释放周期，本轮周期或持续至 2028 年；粗略估计 2025 年主流矿增量 5450 万吨，非主流矿增量 1300 万吨，国产矿增量 450 万吨，全球供应增量或在 2.8%，而 2025 年国内生铁产量预计小幅增加 0.2%，海外生铁产量或增加 1.2%；明年港口库存延续累积，供需强弱发生逆转。

操作上，考虑反弹高空为主，中性预计 2025 年螺纹波动区间在 2640-3580 元/吨，热卷波动区间在 2820-3770 元/吨，铁矿波动区间在 625-885 元/吨。对于现货经营企业来说，要加强库存和现金流管理，适时利用卖套保的方式，规避价格下行风险，增厚利润。

乐观情况下，我们喜闻乐见的是海内外政策宽松周期共振下经济活力和张力的增强。但特朗普政府上台后奉行的“美国优先”政策或对全球经济增长产生较大干扰，尤其对国内以及东南亚出口针对性较强，成为 2025 年及以后最大的不确定性因素。对于国内政策取向，也要注意加码不及市场预期以及行业供给政策延迟的情况，均是较大的下行推力。同时谨防地缘冲突对于能源资源设施或者供应链的打击，易引发阶段性供需错配问题。

## 重要声明

### 分析师承诺

作者为金信期货有限公司投资咨询团队成员，具有中国期货业协会授予的期货投资咨询执业资格，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解。作者以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。作者不曾因也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获得受任何形式的报酬或利益。

### 免责声明

本报告仅供金信期货有限公司（以下简称“本公司”）客户参考之用。本公司不会因为关注、收到或阅读本报告内容而视相关人员为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议或私人咨询建议。在任何情况下，本公司及其员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本公司具有中国证监会认可的期货投资咨询业务资格。本报告发布的信息均来源于第三方信息提供商或其他已公开信息，本公司对这些信息的准确性、完整性、时效性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映研究人员于发布本报告当日的判断且不代表本公司的立场，本报告所指的期货或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动，过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态，且对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

市场有风险，投资需谨慎。本报告难以考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要，投资者应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，且本报告不应取代投资者的独立判断。请务必注意，据本报告作出的任何投资决策均与本公司、本公司员工无关。

本报告版权仅为本公司所有，未经本公司书面授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、修改或以其他方式非法使用本报告的部分或全部内容。如引用、刊发，需注明出处为“金信期货”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

地址：上海市普陀区云岭东路长风国际大厦 16 层

电话：400-0988-278

网址：<https://www.jinxinqh.com/>