APEC 深圳峰会的宏观视角

——宏观政策系列十一

研究院 宏观组

研究员

徐闻宇

✉ xuwenyu@htfc.com

从业资格号：F0299877

投资咨询号：Z0011454

联系人

沈嘉奇

✉ shenjiaqi@htfc.com

从业资格号：F03157772

投资咨询业务资格：
证监许可【2011】1289 号

宏观事件

11 月 18-19 日，APEC 领导人非正式会晤将在深圳进行。

核心观点

■ 历史坐标

这是中国第三次主办 APEC，却是第一次在“建设性战略稳定”的双边框架下主办，也是首次出现中美俄三方元首会晤的可能性。与此前两次不同，本次议程的重心已从关税削减转向人工智能治理、关键矿产与供应链韧性——议题从“降成本”变成“管风险”。

■ 市场影响

当前压制资产价格（特别金融属性资产）的主要是利率，而不是地缘风险。美国 10 月 CPI 报告的超预期使 12 月加息 25 个基点的定价升至近 100%、加息 50 个基点的定价开始上升，美元指数创一年半新高，现货黄金跌破 4000 美元关口。我们注意到，自 1 月见顶之后，地缘紧张并没有再推升金价，这是 2026 年金融属性资产最重要的定价事实，对判断 APEC 的影响起到关键作用——即国际地缘政治缓和释放的是风险溢价，不是流动性。

■ 宏观资产

股指回答“外需与内需谁更强”，国债回答“宽货币与宽信用谁更快”，商品回答“地缘溢价回吐到什么位置”。 在“加息+地缘”的环境里，油价上涨会推高通胀预期、强化加息，从而压制金价。建议把“地缘主题”与“利率主题”分开管理：地缘主题（能源、航运）围绕霍尔木兹与 OPEC+决策；利率主题（贵金属、国债）围绕通胀与 FOMC。

建议股指以防御为主、做结构而非方向，外需科技链条与内需链条仍处在分化预期；国债方向空间有限，价值在曲线与套保；商品依然保持分化，能源的战争溢价继续回吐，贵金属在等利率转向，铝的挤仓是仓储与持仓的结构性矛盾、不是宏观叙事。

■ 风险

美国通胀连续两月回落；中东战事扩大为区域战争；APEC 与 G20 均无成果

目录

宏观事件 **1**
核心观点 **1**
观察 APEC 的宏观视角 **3**
从历史视角看议程 3
从中国视角看坐标 4
分析 APEC 影响的锚点 **7**
美国：加息周期开启，流动性存压力 7
中国：通胀剪刀差扩，经济结构转型 7
商品：战争溢价下降，但高利率仍在 8
APEC 经贸安排 **10**
体量与结构 10
经贸产品类型 11
关税 12
大宗商品 13
美俄地缘会谈 **15**
阿布扎比：换俘达成，领土悬空 15
莫斯科渠道与三方会晤 15
展望 G20：议程设置与共识赤字 **16**
迈阿密的议题设置 16
外长会失败的信号 16
宏观策略 **17**
股指期货：外需仍强、内需暂弱 17
国债期货：方向有限，关注曲线 18
商品期货：三条主线，三种驱动 19

图表

图 1：APEC 的四个阶段与关键节点（1989—2026） 3
图 2：联邦基金目标区间的路径：由降息转为加息 7
图 3：PPI 与 CPI 的剪刀差，对照出口同比（2026 年） 8
图 4：2026 年主要商品期货归一化走势（2026-01-05=100） 9
图 5：沪金与沪银的年内路径：1 月末见顶后回撤 9
图 6：APEC 在 2024 年全球经济中的体量 10
图 7：APEC 贸易的成员分布与全球份额（2023 年） 11
图 8：APEC 成员的前三大进出口商品（2024 年） 12
图 9：APEC 平均最惠国（MFN）适用关税率的下降轨迹 12
图 10：APEC 主要进口成员的大宗商品来源结构（2024 年） 13
图 11：四大股指的年内相对强弱与基差率（2026-01-05 至 11-13） 17
图 12：国债期货的年内表现与曲线交易定价（2026-01-05 至 11-13） 18
图 13：能源化工链受伊朗战争溢价的定价，国内需求链与农产品受地产链承压 19

观察 APEC 的宏观视角

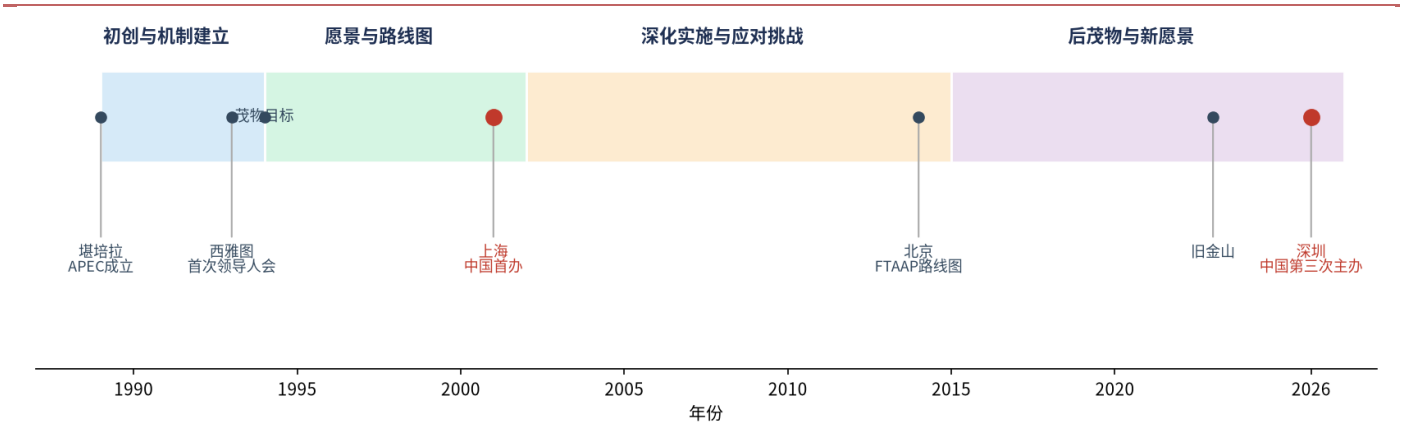
APEC[1]不是条约组织，没有约束力，它的实际影响力更多来自两件事：领导人是否到场，以及当年是否有可交付的议程。

从历史视角看议程

APEC 始于上世纪 90 年代。从 1989 年 11 月，12 个经济体在堪培拉举行首届部长级会议，宣告 APEC 成立；到 1993 年西雅图首次举行领导人非正式会议，峰会机制才真正升格。

从议程的角度，我们将 APEC 的历史划分为四个阶段。APEC 经历了从“有没有机制”，到“往哪走”，再到“怎么落地”，最后到“管什么风险”的过程。其中中国主办了三次峰会，把阶段与节点并置可以看出，中国三次主办都落在阶段转换的时点上——2001 年对应入世前的开放冲刺，2014 年对应 FTAAP 框架[2]落地，2026 年对应风险治理的转向。

图 1：APEC 的四个阶段与关键节点（1989—2026）



数据来源：APEC 官网　中国外交部　华泰期货研究院

第一阶段（1989—1993）解决“有没有”：从部长级磋商升级为领导人年度会晤，成员扩至 21 个，宗旨定为区域经济合作。

第二阶段（1994—2001）解决“往哪走”：1994 年茂物目标确立贸易投资自由化方向（确立发达成员和发展中成员分别不迟于 2010 年和 2020 年实现贸易和投资自由化），随后通过《大阪行动议程》、《马尼拉行动计划》和《上海共识》逐步把路径写实。

[1] 即亚太经济合作组织（Asia-Pacific Economic Cooperation，APEC）

[2] 即亚太自由贸易区（Free Trade Area of the Asia-Pacific, FTAAP）

第三阶段（2002—2014）解决“怎么落地”：重点转向降低跨境交易成本、应对金融危机、改善境内监管。贸易便利化分两期推进：2001 年上海会议提出五年内将区域交易成本降低 5%，第一期行动计划（2002—2006 年）如期达成，2010 年领导人《茂物目标评估声明》确认区域内交易成本下降 5%；第二期（2007—2010 年）再降 5%，为企业净节约约 587 亿美元；2006 年领导人通过设立亚太自贸区（FTAAP）的愿景，2014 年北京会议通过《APEC 推动实现亚太自贸区北京路线图》。

第四阶段（2015 年至今）解决“新议题”：茂物目标收官后，《布特拉加亚愿景 2040》接续，把数字经济、人工智能、可持续与包容性增长纳入框架——议程从“降成本”逐步转向“管风险”，这是理解本次峰会的关键背景。

表 1：APEC 会前期待与实际进展对表（截至 2026 年 11 月 12 日）

期待项	11 月 3 日—11 月 12 日实际进展	截至 11 月 12 日	缺口
关税及暂停安排落实、非敏感商品降税	11 月 7 日美方要求中方“全面、立即”落实釜山协议，中方就美方新制裁表达严正关切；11 月 9 日中方宣布调整对美关税及非关税措施	部分兑现	方向是落实既有，无新增让步
农产品与波音飞机采购	11 月 3 日后无新增公开数据；9 月进口美豆 36.1 万吨与 1—9 月累计 1106 万吨口径存疑	待定	须区分到港量与签约量
关键矿产：许可效率、有效期、供应保障	11 月 9 日公告、11 月 11 日生效，继续暂停稀土等出口管制至 2027 年 1 月 10 日	部分兑现	兑现的是暂停期延长，非制度性安排
人工智能：联络渠道、事件通报、定期磋商	11 月 11 日确认拟于深圳会晤期间举行 AI 安全会谈	兑现中	成果层级待定
中美俄三方元首会晤	特朗普称“预计”，中方证实保持沟通；美方欲谈核军控，北京拒绝	截至 11 月 12 日未宣布成行	议程卡点未解
俄乌更长期停火	11 月 10—11 日阿布扎比会谈达成换俘（各自移交超 1000 人），领土与安全保障仍存重大分歧	部分兑现（仅低阶）	高阶议题零进展
亚太自贸区单独声明与贸易数字化	11 月 3 日后无新增，须待领导人宣言	待定	文本口径待核

资料来源：华泰期货研究院

从中国视角看坐标

中国三次主办，国内外条件和成果性质不同。2001 年的成果是“进入体系”（入世与反恐合作），2014 年的成果是“设定框架”（FTAAP 路线图与互联互通蓝图），而对 2026 年的展望是“维持预期”——既有关税暂停安排的继续执行、稀土等出口管制暂停期的延长、AI 安全对话的机制化、换俘等人道安排的落地等；而针对关税减让、领土争议、供应保障的制度性安排预计难有实质性突破。

表 2：历次 APEC 领导人非正式会议与中国三次主办的坐标

年份/地点	当时的双边与外部条件	核心成果	市场含义
2001 上海	入世前夜：九一一事件后美国对外政策转向反恐	《上海共识》《数字 APEC 战略》；中美关系气氛缓和	为入世与随后十年的出口扩张铺路
2014 北京	中方提出新型大国关系，美方态度谨慎；气候合作成为突破口	《北京纲领》；FTAAP 北京路线图；互联互通蓝图；《中美气候变化联合声明》	APEC 首次与气候、基建两大主题绑定
2026 深圳	已在“建设性战略稳定”框架下（2026 年 9 月华盛顿会晤八点成果）；外部有进行中的中东战争；美方国内政治约束最强	（会前）主题“建设亚太共同体，促进共同繁荣”，三大优先领域“开放、创新、合作”；AI 安全会谈、关键矿产、FTAAP 二十周年	预期管理型事件，低阶可交付、高阶悬空

资料来源：华泰期货研究院

我们预计本次峰会低阶成果密集、高阶成果缺席，2026 年峰会的价值在于先把双边关系锁定在可预期状态，将结构性问题的解决留给时间。主要存在六点不同：

第一，中美关系：首次在“建设性战略稳定”框架下主办。此前两次，中美双边关系分别处在“入世前夜”与“新型大国关系试探期”，方向未定；本次是在两国元首半年内互访、9 月华盛顿会晤达成八点成果之后的“执行期”（直接相关的三条：经贸领域推进关税暂停安排与贸易理事会、启动人工智能安全对话、恢复两军沟通机制）。这意味着 11 月中美元首会晤的功能从“定方向”变为“核进度”——预期更确定，但想象空间更小。

附 2026 年中美元首的四次会晤背景。

（1）5 月 13-15 日特朗普访华，性质是开闸。5 月 14 日两国元首在北京会谈，此前两天双方经贸团队在韩国磋商。这次会晤给出的是可计算的让利：政府间贸易理事会与投资理事会成立，双方原则同意在各 300 亿美元规模上讨论对等降税框架，农产品市场准入与 200 架波音采购落地。

（2）9 月 24-25 日习近平访美，性质是立框。9 月 26 日中方发布八项成果共识、白宫同步发布事实清单。这次给出的是可引用的定位——“基于尊重、公平及对等的建设性战略稳定关系”，并把关税休战延长至 2027 年 1 月[3]、把人工智能对话机制与事件沟通渠道写入清单、承诺 2027-2028 年每年自美进口至少 1000 万吨煤炭。台湾在会谈内被提及、在文件中被略过。

[3] 关税休战暂缓期延至 2027 年 1 月，属双边关税安排；稀土等出口管制的暂停期至 2027 年 1 月 10 日，属中方单边措施，两者到期后的处理机制不同。

（3）11 月 18-19 日的 APEC 深圳会晤，预计性质是落锁。它要回答的问题只有一个：推动 9 月份清单的执行。预期落点集中在两处——人工智能重大事件通报渠道是否启动、投资委员会是否形成可操作的项目清单。前者若落地，将是两国之间第一个针对前沿技术事故的技术性危机管理装置。

（4）12 月 14-15 日的 G20 迈阿密峰会，预计性质是收口。多边场合的双边边会，议题可能外溢至全球经济治理，增量取决于本次深圳留下什么。

第二，举办地：深圳。选址与议程重心同向：2026 年 APEC 的三大优先领域是“开放、创新、合作”，深圳提出借会议展示数据中心与人工智能解决方案，配套议程包括 AI 安全对话与数字基建融资，指向数字经济、人工智能与产业链。

第三，三边会晤：首次出现中美俄三方元首会晤的可能性。APEC 历史上从未有过三方元首会。特朗普表示“预计”与习近平、普京在深圳会晤，中方首次证实就三方会晤保持沟通。但分歧也明显：美方想谈核军控，北京拒绝被拉进美俄核谈判。

第四，美国政治：国内政治约束为历次最强。11 月美国中期选举民主党赢得参众两院，因而 2027 财年 1.5 万亿美元国防预算提案（待国会批准）与对伊战争授权都将受国会强制约，美方在关税与出口管制上的让步空间收窄，深圳的成果结构因此大概率是交换式的——中方要的机制化，换美方要的采购。这使美方更需要外交成果，但可让渡的空间更小——结果就是“象征性缓和”的概率上升、“实质性让步”的空间下降。关税休战只延到 2027 年 1 月，这个短期限本身就是筹码，也把下一轮博弈推到了 2027 年初。

第五，地缘环境：进行中的热战。美以对伊战事自 2026 年 2 月底延续至今，形成霍尔木兹航运受限，经该海峡的石油贸易约占全球石油消费的五分之一，通道通航受扰的实质性影响；战争把能源价格推到过 929.4 元/桶，也把美国的柴油零售价推到历史高位。这与 2001 年的反恐合作、2014 年的气候合作性质完全不同。

第六，议程重心：从关税转向风险治理。FTAAP 今年二十周年，预计贸易自由化不再是主角，规则与安全的重要性上升。关注 AI 安全会谈、关键矿产供应安排与供应链韧性等新增内容。

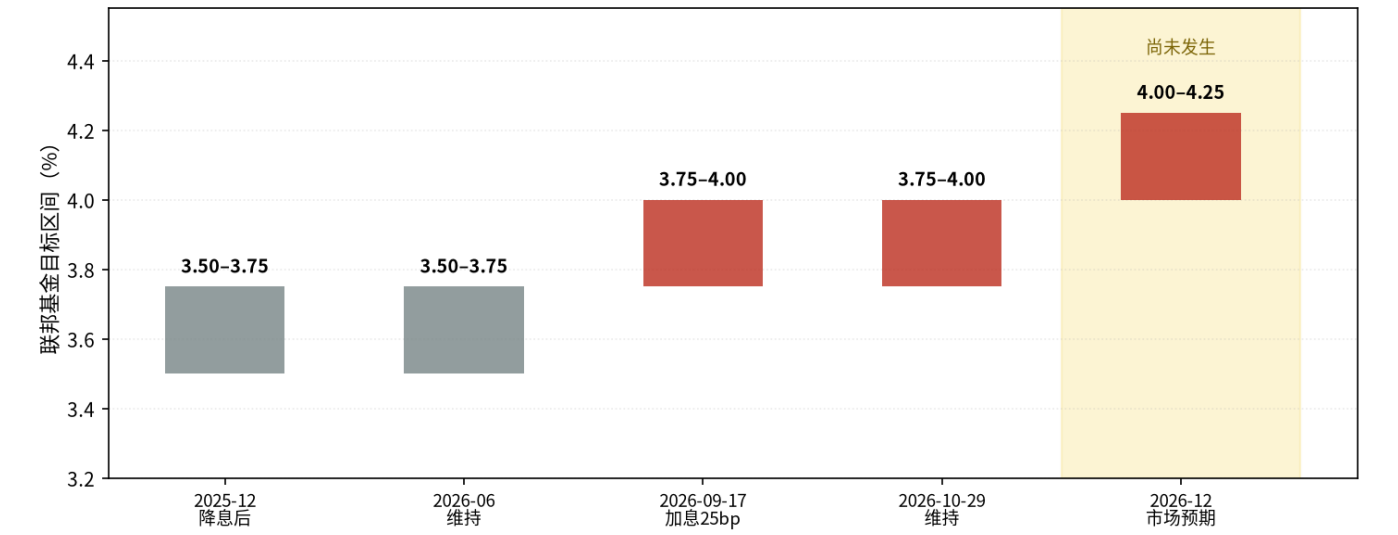
分析 APEC 影响的锚点

判断 APEC 的影响，必须先确认当前价格背后的驱动因素。2026 年对金融属性资产而言，显然压制价格的更多是利率，不是地缘风险。

美国：加息周期开启，流动性存压力

美国处在“通胀未驯服、政策不敢松”的阶段，实际利率高企，短期存在市场定价一轮新紧缩周期的起点的风险。美联储 9 月 17 日加息 25 个基点至 3.75%—4.00%，为三年来首次（10 月 29 日按兵不动）。但 10 月 CPI 超预期叠加决策者鹰派表态，市场对 12 月加息的定价已升至 100%，美元指数创一年半新高，10 年期美债收益率在 4.93%附近。对商品而言，这意味着持有成本上升、金融属性受压；对新兴市场而言，意味着资本流出与汇率压力。任何“地缘缓和”的利好在这样的金融条件下会打折。

图 2：联邦基金目标区间的路径：由降息转为加息



数据来源：FRED 华泰期货研究院

中国：通胀剪刀差扩，经济结构转型

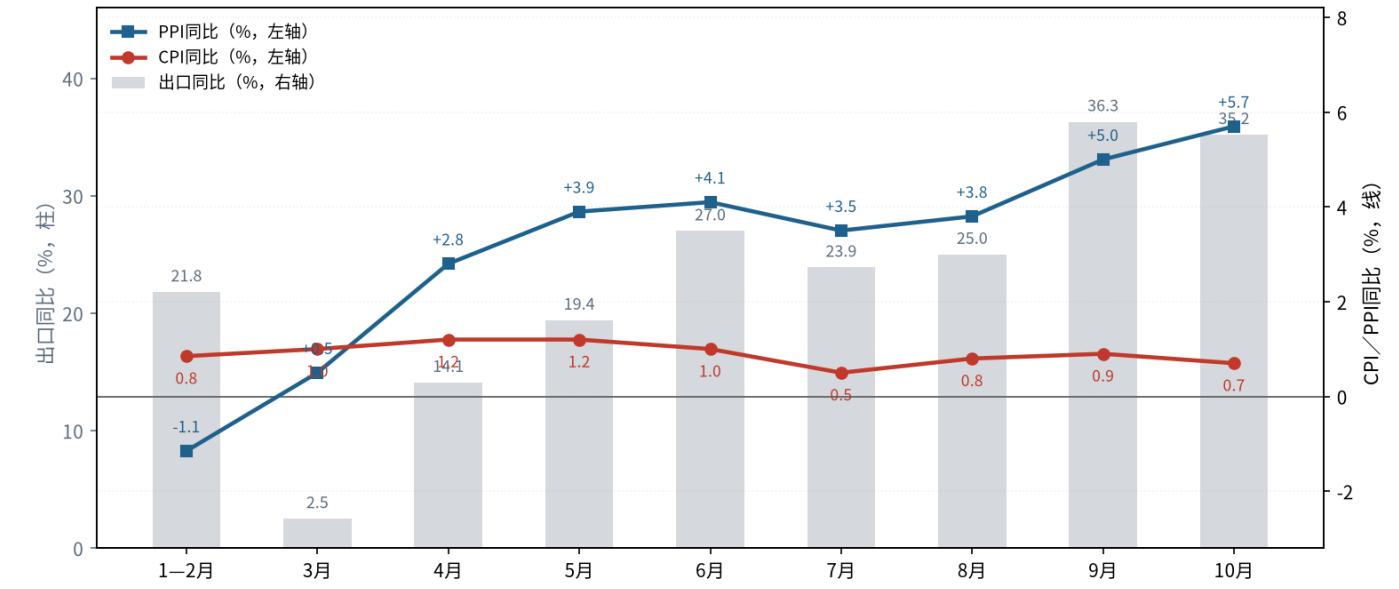
内需：中下游企业利润挤压，提升内需刺激的必要性。国家统计局 11 月 9 日公布，10 月 CPI 同比上涨 0.7%（前值 0.9%），核心 CPI 上涨 0.8%，而 PPI 同比上涨 5.7%，涨幅比上月扩大 0.7 个百分点。其中汽油价格同比上涨 22.4%，影响 CPI 上涨约 0.63 个百分点，能源价格涨幅由 7.3%扩至 9.9%。PPI 与 CPI 之间形成 5.0 个百分点的剪刀差，形成典型的输入型通胀叠加内需偏弱特征。

外需：结构性强劲，人民币升值。10 月出口同比增长 35.2%，进口增长 41.6%，前 10 个月货物贸易进出口 44.81 万亿元、同比增长 20%。出口高增的主因是 AI 相关电子品

（集成电路、自动数据处理设备）价格与数量双升，不是传统劳动密集型产品的复苏。出口背后的制造业竞争力推动人民币走强：前 10 个月对美元累计升值 5%至 6.65 附近。央行 11 月 3 日宣布自 11 月 15 日起把外汇存款准备金率由 4%上调至 6%，为近五年首次，指向明确——抑制升值速度，而非扭转方向。

升值对出口的压制趋弱，原因在于出口品类的需求价格弹性变了：集成电路、服务器、光模块等品类的需求由全球 AI 资本开支驱动，对价格不敏感，升值几个百分点不改变订单；而纺织服装、家具、玩具等低端品类弹性高，承受升值与关税的双重压力，占比持续下滑。因此汇率对出口总量的抑制被结构升级对冲，真正的风险不在汇率，而在 AI 资本开支周期能否延续。

图 3：PPI 与 CPI 的剪刀差，对照出口同比（2026 年）



数据来源：iFinD 华泰期货研究院

商品：战争溢价下降，但高利率仍在

2026 年能源链是唯一的战争受益板块，贵金属则是最大的输家。2026 年在加息与实际利率上行的环境里，地缘冲突只能制造局部供给溢价（原油），无法转化为避险买盘（黄金）。11 月尽管中东局势暂未平息，但黄金价格再次跌破 4000 美元/盎司关口，说明定价权在利率手里。

霍尔木兹受阻与波斯湾供应中断预期驱动能源上涨。原油 SC 从年初的 421.7 元/桶升至 11 月 12 日的 609.9 元/桶，9 月 15 日曾触及 929.4 元的高点[4]；燃料油、液化石油气、沥

[4] SC 已从 9 月 15 日的 929.4 元/桶回落至 609.9 元（−34%），但 10 月 PPI 仍为 5.7%、核心 CPI 为 0.8%——油价回落的传导较慢。一是成品油调价向 PPI 的传导存在约 2-3 个月的滞后；二是本轮 PPI 上行的主因不只是原油，

青、聚丙烯、甲醇、乙二醇的年内涨幅全部超过三成。

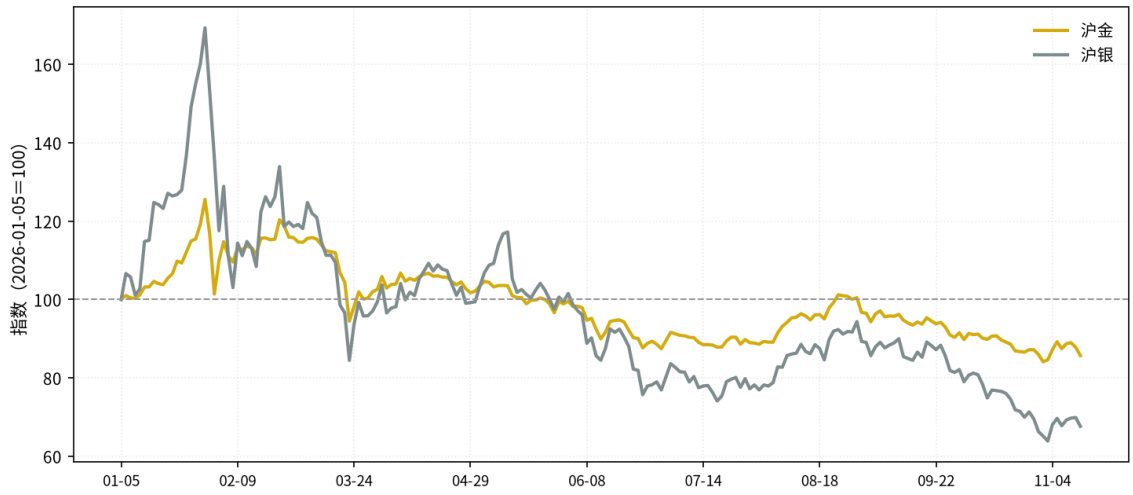
战事最激烈的月份，恰是金银跌幅最大的月份。沪金 1 月 29 日见年内高点后一路回落，11 月 12 日报 852.5 元/克，年内下跌约 14.3%、距高点回撤 32.3%（基期 2026 年 1 月 5 日收盘 995.0 元/克）；沪银更弱，年内下跌约 32.4%、距高点回撤 61.9%（基期 18,247 元/千克）。

图 4：2026 年主要商品期货归一化走势（2026-01-05=100）



数据来源：iFinD 华泰期货研究院

图 5：沪金与沪银的年内路径：1 月末见顶后回撤



数据来源：iFinD 华泰期货研究院

前三季度有色金属冶炼和压延加工业上涨 21.6%、煤炭开采和洗选业上涨 10.6%，两者的贡献大于原油。

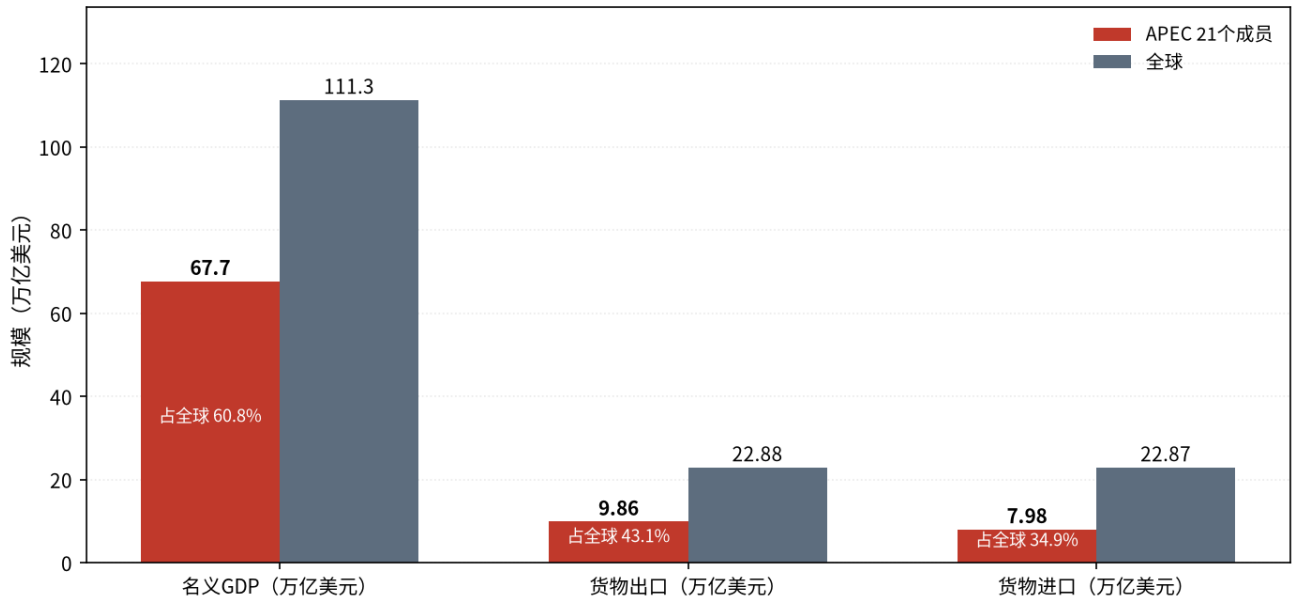
APEC 经贸安排

我们从体量、结构和关税三个维度观察“经贸安排能改变什么”。虽然 APEC 的分量足够大，但它的机制约束较弱。

体量与结构

总量上：2024 年，APEC 21 个成员的名义 GDP 合计 67.7 万亿美元，占全球 60.8%；货物出口 9.86 万亿美元、占全球 43.1%；货物进口 7.98 万亿美元、占全球 34.9%。考虑了服务贸易后，APEC 货物与商业服务贸易合计占全球 46%。

图 6：APEC 在 2024 年全球经济中的体量

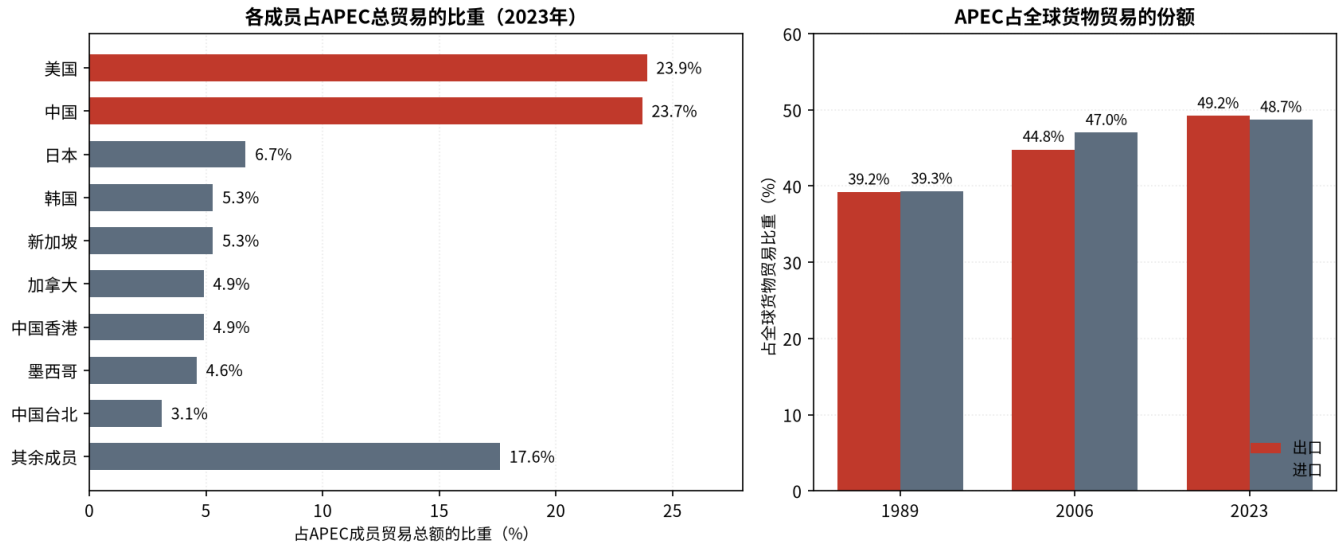


数据来源：iFinD 华泰期货研究院

结构上，APEC 的贸易内部化程度较高。并不存在一个可以绕开美国的“内部市场”。按 APEC 政策支持小组的统计，2023 年 APEC 成员与世界各国的货物贸易总额为 28.9 万亿美元，其中美国占 23.9%、中国占 23.7%，两大经济体几乎并重；同期 APEC 整体占全球货物出口的 49.2%、进口的 48.7%。成员中，中国（3.75 万亿美元，商品与服务合计）、美国（3.19 万亿）、新加坡（0.98 万亿）、日本（0.92 万亿）、韩国（0.83 万亿）位居前五[5]。

[5] 口径含服务与转口贸易（新加坡、中国香港尤甚）

图 7：APEC 贸易的成员分布与全球份额（2023 年）



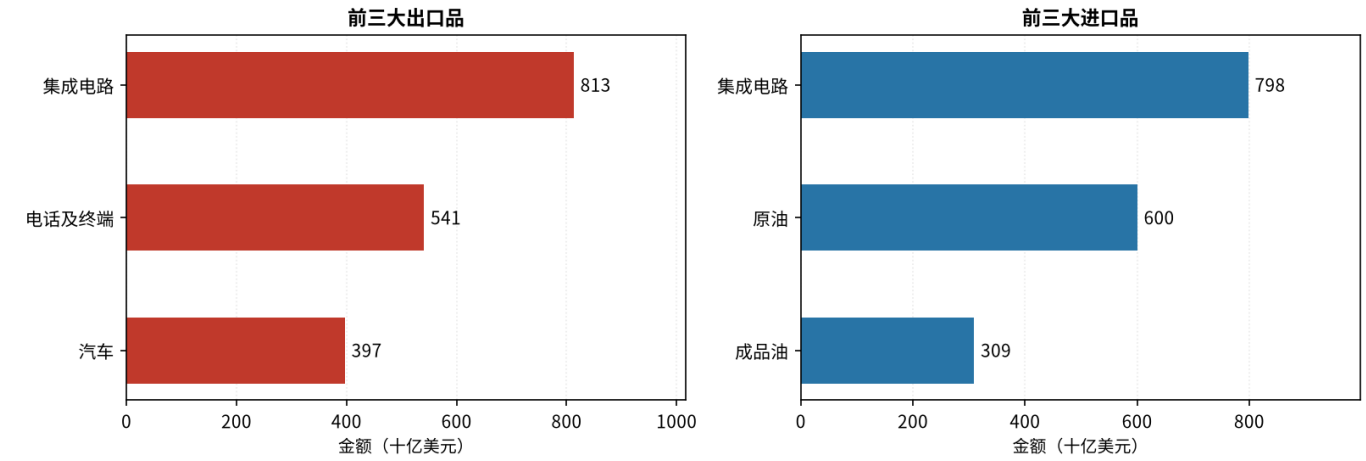
数据来源：iFinD APEC 政策支持小组《APEC in Charts 2024》 华泰期货研究院

经贸产品类型

观察 APEC 的贸易结构，将 21 个成员的贸易合并计算（成员合计口径，非单一经济体），前三大出口品是集成电路（8130 亿美元，占成员出口 8.2%）、电话及终端（5410 亿美元）、汽车（3970 亿美元）；前三大进口品是集成电路（7980 亿美元，占成员进口 10.0%）、原油（6000 亿美元）、成品油（3090 亿美元）。

进出口两端都以集成电路居首。APEC 内部的贸易主体是垂直专业化分工——同一产品在不同成员间多次跨境，而不是“资源国—制造国—消费国”的简单链条。因而：其一，关税与出口管制对区域内贸易的杀伤力远大于对最终消费品征税；其二，AI 相关电子品的价格波动会同时推高成员国的出口与进口金额，形成“虚增贸易”的统计效应，2026 年中国出口高增中可能存在这一成分。

图 8：APEC 成员的前三大进出口商品（2024 年）



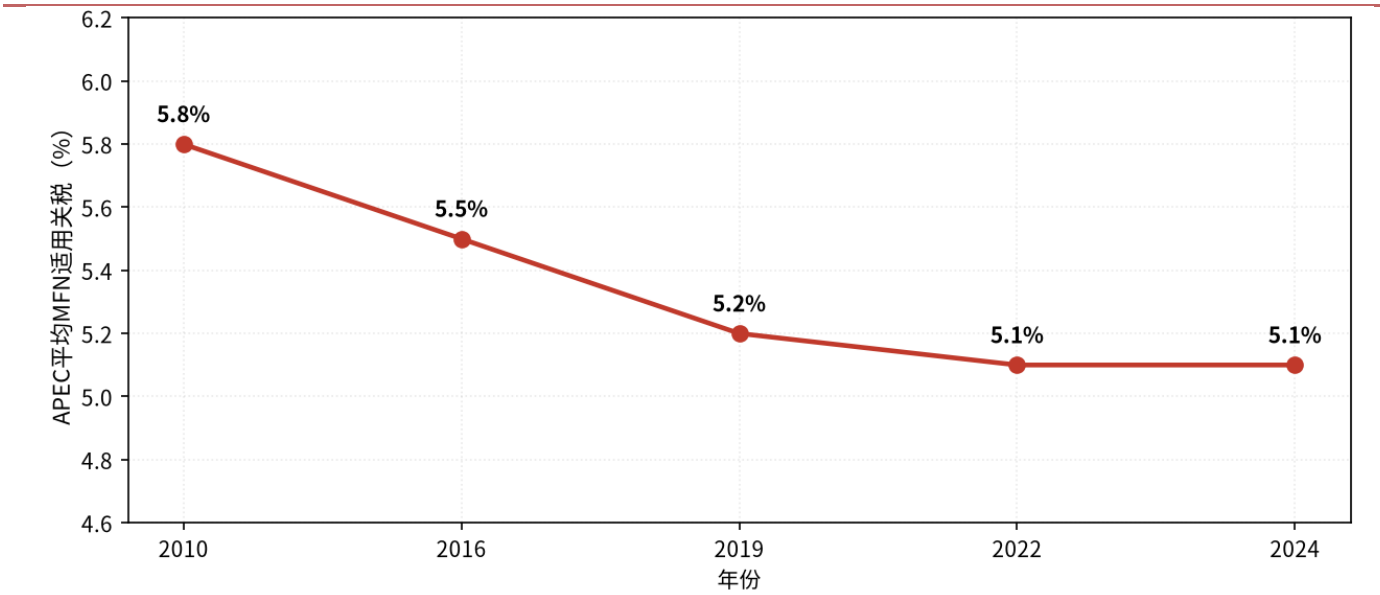
数据来源：iFinD 华泰期货研究院

关税

APEC 平均关税进入平台期。APEC 整体平均 MFN 适用关税从 2010 年的 5.8%降至 2016 年 5.5%、2019 年 5.2%、2022 年 5.1%，2024 年仍为 5.1%——已连续多年持平，进入平台期。从 1989 年 APEC 成立的“约 17%”已经降至“约 5%”。

APEC 关税红利下降，未来能带来增量的只能是非关税措施——通关便利化、电子单证互认、监管协调。这也解释了为什么本次峰会的成果清单里，贸易数字化与智慧海关的分量重于降税。

图 9：APEC 平均最惠国（MFN）适用关税率的下降轨迹

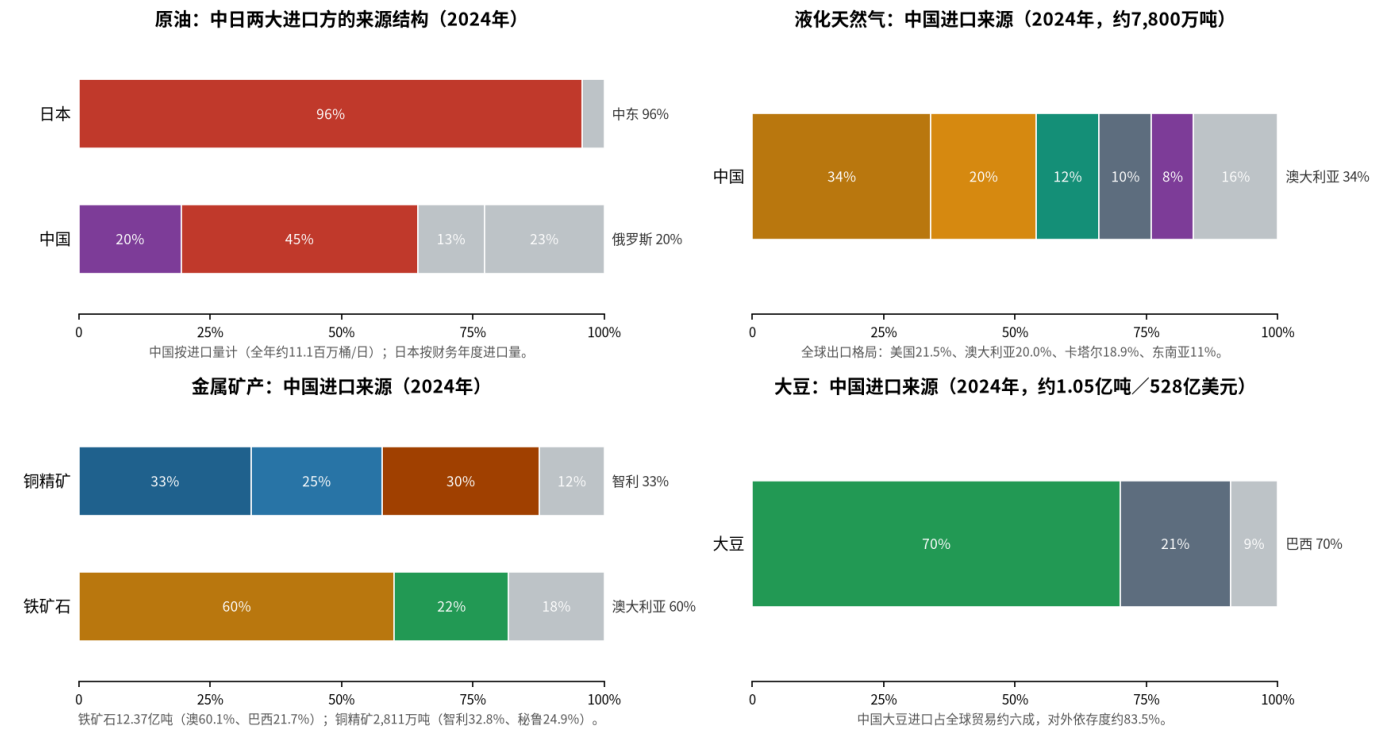


数据来源：iFinD APEC 官方进展评估报告 华泰期货研究院

大宗商品

大宗商品在APEC的贸易结构中的特征：进口能源、出口制成品；并且在矿产与农产品上高度依赖少数成员。

图 10：APEC 主要进口成员的大宗商品来源结构（2024 年）



数据来源：iFinD 中国海关总署 日本财务省 日本石油联盟 EIA IEEFA 华泰期货研究院

能源是APEC最大的进口品类。2024年APEC原油进口6000亿美元、成品油3090亿美元，合计9090亿美元，约占其货物进口总额（7.98万亿）的11.4%，是仅次于集成电路（7980亿美元、占10.0%）的第二大进口品类。与芯片不同，能源的来源更分散：中东产油国均非APEC成员，来自波斯湾的原油需经霍尔木兹与曼德海峡，其通行状况直接决定这一块的到岸成本；而APEC成员中的美国、加拿大、俄罗斯、文莱、越南、印尼本身也是产油国，俄罗斯的原油与柴油在2026年还通过双边安排进入区域市场。能源安全之所以成为G20外长会的首议题，正在于这条来源链既有区域内也有区域外，替代弹性低。

矿产与农产品的区域内部化程度较高。铁矿石、铜精矿的主要供应方澳大利亚、智利、秘鲁都是成员，俄罗斯是成员（其原油与柴油在2026年通过双边安排进入市场），美国、加拿大、澳大利亚是农产品的主要出口方。真正的区域外依赖集中在两处：巴西的大豆与铁矿石、中东的原油。

APEC 经贸议程的地缘脆弱点：不在制成品端，而在资源端。制成品在区域内多次跨境、垂直分工深，关税与管制的冲击沿产业链放大但可替代；能源与部分农产品则受制于区域外的航道与产区，替代成本高。因此本次峰会与随后的 G20 若在“关键矿产供应链”与“能源安全”上形成任何具体安排，其市场影响会首先落在商品端，而不是总量贸易数据上。

美俄地缘会谈

美俄是本届峰会最不确定的部分，当前的现状是：能交付的已经交付，不能交付的一条也没动。对于大宗商品而言，只要俄油回归、伊朗油潜在回归、海湾出口恢复三条同时推进，原油的供给端将持续宽松。

阿布扎比：换俘达成，领土悬空

11 月 10 日至 11 日，俄美乌三方在阿布扎比举行自 2026 年 2 月以来的首次面对面会谈。首日谈了近四小时，第二日不足两小时。成果只有一个：大规模交换被俘人员达成一致，各自移交可能超过 1000 人，为冲突以来规模最大之一。

但在结束冲突、领土争议、乌克兰安全保障、欧洲未来安全架构四个关键问题上，各方仍存"重大分歧"。俄方坚持乌军撤出顿巴斯（俄控约 85%），乌方拒绝领土让步。会谈的第二天只用了不到两小时，本身就是分歧深度的度量。

莫斯科渠道与三方会晤

11 月 12 日，美方谈判代表库什纳与特使威特科夫赴莫斯科会见普京。这条渠道在此前已经产出过一笔实质交易：10 月上旬美俄达成柴油协议，美方采购约 300 万吨俄罗斯柴油、解除对俄柴油出口制裁，俄方部分解除柴油出口禁令，随后特朗普公开要求乌克兰"换总统"、并警告基辅停止打击俄炼油厂。

交易属于是"功能性交易"，不是战略和解。动机极其务实：伊朗战争把美国柴油零售价推到历史高位（9 月 3 日全国均价 5.848 美元/加仑，10 月 19 日当周仍在 6.276 美元），而海湾国家的出口恢复需要时间。美国需要俄油压国内油价，所以用放松制裁换停火，从而腾出中东资源。因此三方会晤最可能的形态是"双边会晤 + 三方合影"，而非三方实质谈判。原因不在意愿，而在议程——核军控是美方的核心诉求，却是中方明确不愿被卷入的议题。没有共同议程的三方会，只能产出姿态。

表 3：美俄乌谈判进程与三方元首会晤的成立条件

层次	已发生的事实	是否构成"和解"
能源	10 月上旬柴油协议；俄部分解除出口禁令	是，属可核实的经济交换
人道	11 月 10—11 日阿布扎比达成大规模换俘	是，但不涉及停火
停火与领土	领土、安全保障、欧洲安全架构仍存重大分歧	否
三方元首会晤	特朗普称"预计"；中方证实保持沟通；美方欲谈核军控，北京拒绝被拉入美俄核谈判	否，议程卡点未解

资料来源：华泰期货研究院

展望 G20：议程设置与共识赤字

APEC 之后一个月，G20 领导人峰会将于 12 月 14 日至 15 日在美国迈阿密举行，由特朗普主持。两场峰会相隔不到一个月，构成一次连续的“预期管理窗口”，但机制性质完全不同：APEC 是自愿、非约束性的论坛，G20 虽是大国宏观政策协调的主渠道，但功能在退化。

迈阿密的议题设置

美方作为轮值主席国明确表示要让 G20“回归核心使命”——经济增长、创新与伙伴关系。10 月 30-31 日在亚特兰大举行的外长会，实际讨论的议题是能源安全、供应链韧性与地缘政治紧张（含霍尔木兹海峡与曼德海峡通航），以及关键矿产：

一是能源价格被置于核心，主席声明“每个国家都对能源价格极为敏感”；

二是供应链与关键矿产被明确指向“去风险”，美国国务卿鲁比奥呼吁加强供应链、保障战略贸易通道，美日印澳四方安全对话同期发表联合声明，关切“非市场化政策及经济胁迫”；

三是发展中国家议题压缩，南非作为 G20 正式成员未获邀，乌克兰也未受邀。

外长会失败的信号

分歧严重，G20 外长会未发表联合公报，仅由主席发表声明。各方在俄乌、中东、关税等议题上分歧严重，欧洲多国、加拿大与澳大利亚甚至反对与俄外长同框，美方因此取消了传统的大合照环节。

对市场而言，G20 很难构成政策拐点。一个连联合公报都发不出的机制，很难在关键矿产或能源价格上形成有约束力的安排。它的价值在于“议程可见性”——把能源与关键矿产推到台前，从而影响交易者的叙事，而不是改变供需。

表 4：G20 迈阿密峰会议程与外长会分歧

维度	内容	对市场的含义
时间地点	12 月 14—15 日，迈阿密特朗普国家多拉	与深圳 APEC 相隔不足一月，形成连续窗口
核心议题	能源安全、供应链韧性、关键矿产、霍尔木兹与曼德海峡通航	议题直接对应原油、有色与航运
已达成的	仅主席声明，无联合公报	共识赤字显性化，联合成果概率低
排除在外的	南非（正式成员）与乌克兰均未受邀	G20 代表性下降，成果约束力弱

资料来源：华泰期货研究院

宏观策略

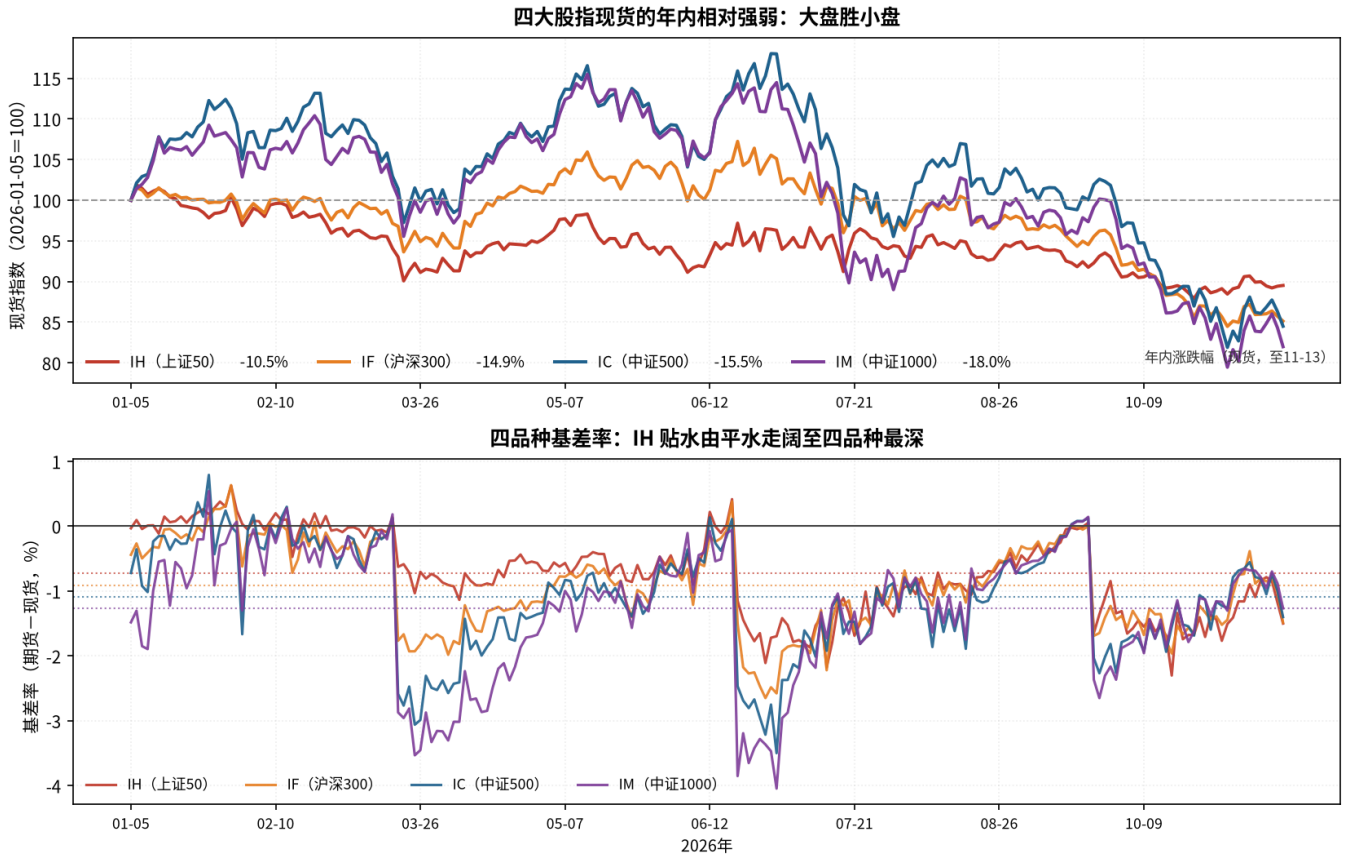
在“加息 + 地缘”的环境里，油价上涨会推高通胀预期、强化加息，从而压制金价。建议把“地缘主题”与“利率主题”分开管理：地缘主题（能源、航运）围绕霍尔木兹与 OPEC+决策；利率主题（贵金属、国债）围绕通胀与 FOMC。

仓位调整应按“叙事敏感度”排序，而不是按资产的重要性排序——国债与贵金属虽然更重要，但本次事件对它们的定价贡献接近于零。APEC 峰会改变的是风险溢价的边际，改变不了利率与盈利。影响强度依次为商品（关键矿产、能源）> 股指（风险偏好）> 国债（几乎无关）> 贵金属（更多由 FOMC 定价）。

股指期货：外需仍强、内需暂弱

盈利改善集中在出口制造与科技链，而内需链条仍在修复期。10 月出口同比增长 35.2%，其中集成电路、自动数据处理设备等 AI 相关品类是主要拉动；而国内地产链的商品价格持续走弱（图 13 显示玻璃、纯碱年内跌幅接近或超过两成）。

图 11：四大股指的年内相对强弱与基差率（2026-01-05 至 11-13）



数据来源：iFinD 华泰期货研究院

方向：中性、防御为主。一是海外利率是压在估值上的天花板——12 月加息 25 个基点的定价已近 100%、50 个基点开始升温，美元指数处一年半高位，外资风险偏好难以系统性抬升；二是 APEC 的功能从“定方向”变为“核进度”，会晤成行只释放风险溢价，不提供估值扩张的理由。若把“缓和”当作加仓依据，很容易在加息落地时被打回。年内 IH 强于 IC/IM（−10.5%对−18.0%），且 IH 贴水最深、空头对冲需求集中在大盘端，做多敞口宜用现货或 ETF 而非期货。

工具：分红季已过，股指期货贴水收敛。截至 11 月 13 日，四品种基差率分别为 IH −1.50%、IF −1.49%、IC −1.40%、IM −1.27%，IH 贴水最深、且处自身年内均值（−0.72%）下方约 0.78 个百分点；就贴水的绝对水平而言，IH 并不比 IM 更便宜。

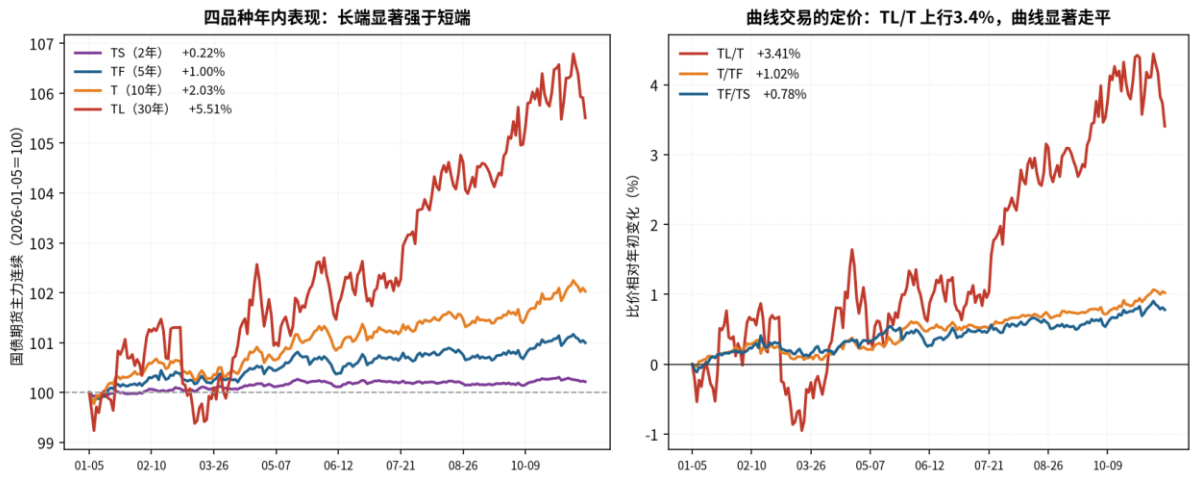
国债期货：方向有限，关注曲线

债市的支撑来自低通胀与宽货币：10 月 CPI 仅 0.7%、核心 0.8%，央行明确“继续实施适度宽松的货币政策”，11 月 15 日起上调外汇存款准备金率至 6%，机制上冻结银行外汇资金、抬高外币利率、压制套利性结汇，从而减少外汇占款被动投放、把流动性投放的主动权交回央行。压制来自 PPI 高企与宽信用推进：PPI 同比 5.7%意味着上游价格并未回落，8000亿元新型政策性金融工具已投放完成、以旧换新带动销售超2万亿元，财政与准财政的扩张会推升社融与长端供给。

方向：APEC 对债市几乎没有影响，利率短期仍处在内需偏弱的定价象限，等待结构变化，未来关注曲线的形态。年初至11月13日，TL涨5.51%、T涨2.03%、TF涨1.00%、TS 涨 0.22%，TL/T 比价上行 3.41%。但前瞻上长端追涨的性价比在下降。

套保：若机构持有长久期利率债组合，用 T 或 TL 建立对冲是合理的风险管理动作，尤其在 G20 前后与 12 月议息前后两个事件窗口。

图 12：国债期货的年内表现与曲线交易定价（2026-01-05 至 11-13）

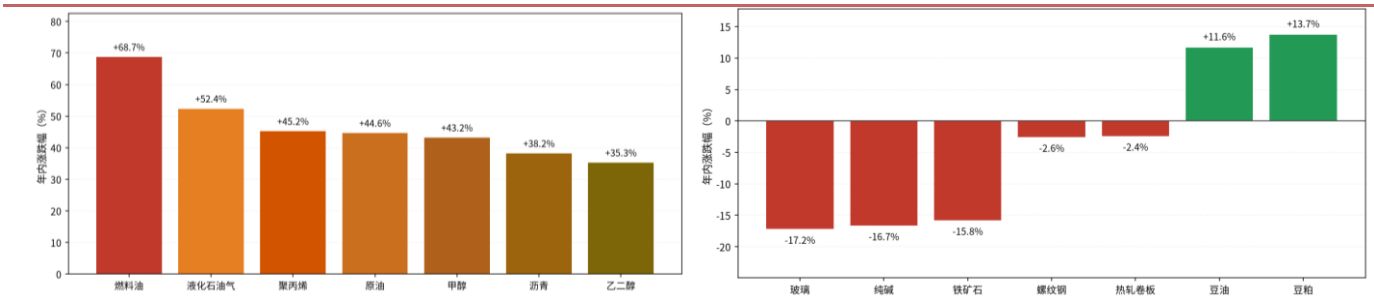


数据来源：iFinD 华泰期货研究院

商品期货：三条主线，三种驱动

2026 年的大宗商品行情已经把内部分化演绎到极致：能源链年内涨幅普遍超过三成，贵金属跌幅超过一成，黑色与建材跌幅接近两成。

图 13：能源化工链受伊朗战争溢价的定价，国内需求链与农产品受地产链承压



数据来源：iFinD 华泰期货研究院

能源溢价继续回吐，但不追空。SC 原油从 9 月 15 日的 929.4 元/桶回落至 11 月 12 日的 609.9 元，回吐约三分之一；同期燃料油、液化石油气、沥青同步回落。驱动是供给恢复（沙特 10 月产量环比增长 26%、波斯湾出口恢复至战前水平），不是需求。风险在两点：OPEC+ 11 月 29 日会议将定 2027 年产量框架，若为保价而减产，油价下限会被抬高；霍尔木兹的航运袭击未停，任何一次实质性中断都会让溢价重新计入。因此方向偏空，但不宜在低位追空。

贵金属在等利率转向，不在等地缘。当前 12 月加息 25 个基点定价近 100%、50 个基点定价上升，美元一年半新高，金银的金融属性受压；但一旦加息落地且通胀回落确认，实际利率见顶将带来方向性反转。我们认为关键不是 APEC，而是 12 月 FOMC 与随后的 CPI。在信号出现前，配置上宜轻仓或观望；信号出现后，白银的历史波动率更高，若利率转向其弹性可能更大（前提是库存与持仓不构成压制）。

铝的挤仓是结构性矛盾，不是宏观叙事。LME 铝库存降至 1990 年以来最低，现货对三个月期货升水一度达 147 美元/吨，创三十余年纪录；截至 11 月 9 日，两家交易实体持有的仓单与现货合约多头合计，相当于 LME 全球仓储网络现成可用库存的 60%—80%；国内库存亦处近五年低位、仓单持续下滑。这属于仓储与持仓结构问题，与 APEC“关键矿产供应链”议题只是叙事上的共振，没有因果关系。方向上偏多，但必须承认逼仓随时可能因库存回补或印尼新增产能而结束，不能把结构性挤仓当成长期趋势。

黑色系是国内财政函数，与 APEC 相关性弱——螺纹钢、铁矿石、玻璃、纯碱的走势由地产与基建决定，本次峰会不会改变这一点；油脂随能源回落（生柴需求与柴油价格联动），而豆粕的方向取决于中美农产品采购的落地节奏，若采购放量，国内供给增加反而压制豆粕。

表 5：三大期货板块的配置思路

板块	核心判断	理由	触发条件	风险边界
股指期货	防御为主：绝对方向中性，以股指期货对冲海外风险；结构上 IH 相对强于 IC / IM	外需强（出口＋35.2%，AI 电子拉动）、内需弱；估值受海外利率压制	会晤实质缓和＋12 月加息落空→上调；加息落地＋会谈空转→回撤	外资流出、汇率波动、贴水走阔造成的浮亏
国债期货	方向中性，曲线为主：长端追涨性价比下降，TS / TF 相对占优、关注 3T-TL 走阔	CPI 低＋宽货币 vs PPI 高＋宽信用；长端受供给与通胀预期压制	社融弱于预期或降准→长端转多；PPI 破 6%→长端承压	宽信用超预期、股债跷跷板、CTD 切换、TL 回撤风险
能源	偏空但不追空（已完成约三分之一回吐）	供给恢复（沙特增产 26%）＋和谈预期；但 OPEC+减产与海峡袭击是反向风险	OPEC+ 11/29 减产→下限抬升；海峡实质中断→溢价重计	地缘反转、库存去化超预期
贵金属	观望，等利率信号	加息 100%定价压制；实际利率见顶后反转	12 月 FOMC 落地＋通胀回落→转多	通胀反弹、美元再创新高
铝	中性：短期缺货与升水走强支撑近月，中期中东复产与东南亚新增产能的过剩预期压制反弹高度	LME 库存 1990 年以来最低、现货升水 147 美元/吨、两家实体控盘相当于可用库存 60%—80%	库存回补或印尼产能投放→逼仓结束	结构性行情，不可当趋势
黑色	与 APEC 无关，看国内财政	地产链商品年内跌幅近两成，反映内需	财政加码→需求修复	政策落空、地产继续走弱

资料来源：华泰期货研究院

风险提示：11 月 18-19 日峰会与 12 月 8-9 日 FOMC 两个窗口，夜盘跳空风险高于常态。建议持仓过事件者预留不低于常态 1.5 倍的保证金缓冲，或以减仓过夜替代满仓过夜。

免责声明

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、结论及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，投资者并不能依靠本报告以取代行使独立判断。对投资者依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华泰期货研究院”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权力。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

华泰期货有限公司版权所有并保留一切权利。

公司总部

广州市天河区临江大道 1 号之一 2101-2106 单元丨邮编：510000

电话：400-6280-888

网址：www.htfc.com