

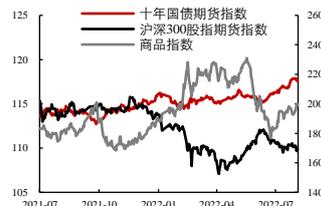
# 极端天气背后隐含对通胀的扰动

## ——通胀系列专题六

投资咨询业务资格：  
证监许可【2012】669号

### 报告要点

七八月份极端天气席卷全球，国内外均受到了严重的影响。本次限电再次凸显了能源结构的重要性，提示冬季或存在局部性能源短缺的风险。比高温更令人担忧的是干旱，或导致秋粮减产造成粮食价格波动，并通过饲料成本传导至猪肉价格，进一步推动 CPI 上行。



### 摘要：

今夏罕见气候席卷全球，国内外均受到了严重的影响。虽然近期气温有所回落，但是极端气候对经济环境影响的“余温”仍存，8月份 PMI 仍低于枯荣线。本篇报告将透视炎热干旱的表象，梳理对社会各方面影响的线索，揭示极端天气背后隐含的对通胀的扰动。

### 资产配置研究团队

研究员：  
姜婧  
021-60812990  
从业资格号：F3018552  
投资咨询号：Z0013315

**首先，高能耗行业受影响较大，拖累复苏速率。**今年与去年限电背后的原因有差异：去年限电主要受供应扰动偏强，叠加政策因素；而今年是受极端天气扰动，存在“季节性、临时性、区域性”的特点。目前限电有所缓解，但还需待后续来水持续好转后大工业用电才能恢复正常，所以短期内对工业的影响仍将持续。分行业来看，高能耗的制造加工业（化工、军工、有色、钢铁）受限电管控的影响较大，将拖累依赖水电的西南地区的复苏速率。

**限电再次凸显能源结构的重要性，提示冬季或存能源短缺风险。**新能源是长期发展趋势，但当前我国仍以煤为主，一段时期内旧能源将持续发挥关键作用，2021年底开始火电投资额出现拐点。结合《资本开支》系列报告观点，预计未来2-3年内煤炭维持供给偏紧的格局。冬季为耗能高峰，或存在局部性能源短缺的风险。

**其次，比高温更需要担忧的是干旱，或导致秋粮减产。**今年旱灾严重，对秋粮丰收提出巨大的挑战。长江中下游流域是水稻的主产区，8月份恰逢是孕育的关键期，因此需要警惕极端高温干旱天气导致秋粮减产。

**粮食为 CPI 的重要驱动之一，需警惕粮食 CPI 进一步上行。**国内粮食减产风险叠加海外输入性通胀风险或将加速 CPI 粮食分项上涨，且将通过饲料成本传导至猪肉价格，进一步影响 CPI。对历史上粮食 CPI 上升期内部分资产的收益率进行了回测，其平均年化收益排名为：**食品饮料≈农林牧渔>农产品>万得全 A>中证全债。**

**权益方面** 9、10月份可关注直接受影响食品饮料、农林牧渔板块；继续关注将受益于 PPI-CPI 剪刀差收窄的行业板块，消费和金融中期逢低布局。**商品方面**警惕存在减产风险的农产品的价格产生大幅波动。若 CPI 持续上行，需关注货币政策对债市的影响。

**风险点：**极端气候强度超预期

## 目 录

摘要: .....	1
一、 高能耗行业受影响较大, 拖累复苏速率.....	3
(一) 限电原因与去年不同, 短期仍有影响.....	3
(二) 高能耗行业受影响较大, 拖累复苏速率.....	3
(三) 旧能源焕发新机遇, 冬季或出现能源短缺.....	5
二、 干旱更需担忧, 警惕粮食 CPI 上行.....	6
(一) 旱情严重, 关注秋粮减产风险.....	6
(二) 秋粮减产或导致价格波动, 进一步推动 CPI 上行.....	7
(三) 粮食 CPI 上行时期资产表现如何? .....	8
三、 配置建议.....	9
免责声明 .....	10

## 图目录

图 1: 四川省能源结构中水电占比超 80%.....	4
图 2: 高温热浪席卷长江流域.....	4
图 3: 四川、湖北夏季外输电量压力大.....	4
图 4: 化工、军工、有色、钢铁受限电管控影响较大.....	4
图 5: 各省份行业营业收入占比.....	5
图 6: 我国能源结构中原煤占比 56%.....	6
图 7: 2021 年来火电投资额迎来拐点.....	6
图 8: 橙色干旱预警, 长江流域干旱防御形势严峻.....	7
图 9: 洞庭湖城陵矶站水位为 30 年来最低.....	7
图 10: 今年汛期三峡水库入库流量低于往年.....	7
图 11: 湖南省水稻播种面积全国最大.....	7
图 12: 近几年我国玉米依赖度持续提升.....	8
图 13: 国内玉米价格随国际价格波动.....	8
图 14: 稻谷、玉米的库存/消费比低于往年.....	8
图 15: 粮食带动 CPI 上涨.....	8
图 16: 历次粮食 CPI 上升期内各类资产收益率的回测结果.....	9

今夏罕见高温干旱席卷全球，国内外均受到了严重的影响。虽然近期气温有所回落，但是极端气候对经济环境影响的“余温”仍存。8月份制造业PMI为49.4%（环比+0.4%），仍落于枯荣线以下，此轮限电对国内经济复苏的斜率有一定影响。我们将从经济、能源、粮食三个维度，揭示极端天气背后隐含的对通胀的扰动。

## 一、高能耗行业受影响较大，拖累复苏速率

### （一）限电原因与去年不同，短期仍有影响

此轮限电与去年三季度限电虽然表象相同，但背后的原因有所差异。去年限电的主要受供应的扰动偏强，叠加能耗双控政策因素和疫情限制煤炭进口，导致发电成本高企；而今年主要是受极端天气扰动，水电受限、制冷需求激增，存在“季节性、临时性、区域性”的特点。

随着气温回落，四川限电情况已逐步恢复。截至28日中午12时，四川省一般工商业用电已经全部恢复，除高载能行业外，大工业用电正在逐步恢复。预计未来华西地区将会迎来多轮降雨过程，上游来水有望得到补充，供电危机或将解除。但是，根据长江委水文局的高频数据显示，目前上游来水暂未得到好转，因此目前限电缓解主要原因是需求端的回落，还需等待后续来水持续好转后大工业用电才能恢复正常，所以短期内限电对工业的影响仍将持续。

### （二）高能耗行业受影响较大，拖累复苏速率

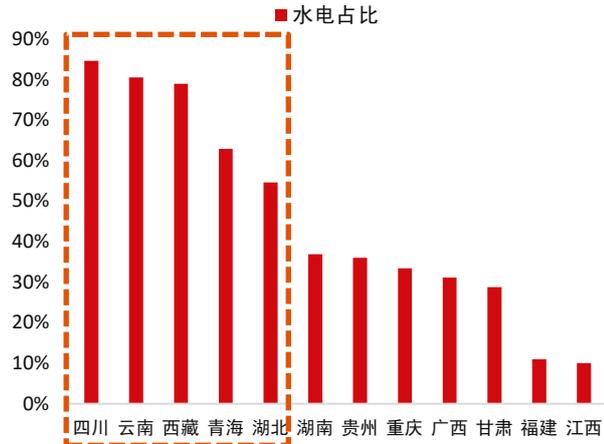
分地区来看，四川省是本轮电力短缺的重灾区。四川水电占比超80%，干旱少雨直接导致发电不足。湖北与四川有一定相似之处，水电占比高（超50%），高温天气持续，外送压力较大，需关注发电功率和用电负荷变化。全国电力一盘棋，中西部缺电情况若无法缓解或将扩散至华东区域。

那么，哪些行业可能受到影响？

分行业来看，高能耗的加工制造业（化工、军工、有色、钢铁）受限电管控的影响较大。从上市公司公告来看，化工、军工、有色行业受影响的公司数量较多，钢铁、汽车、电子受影响的上市公司市值占比较高，并且这些行业在四川经济结构中具有较高的贡献度，因此四川省8月经济修复速率或受到一定拖累。

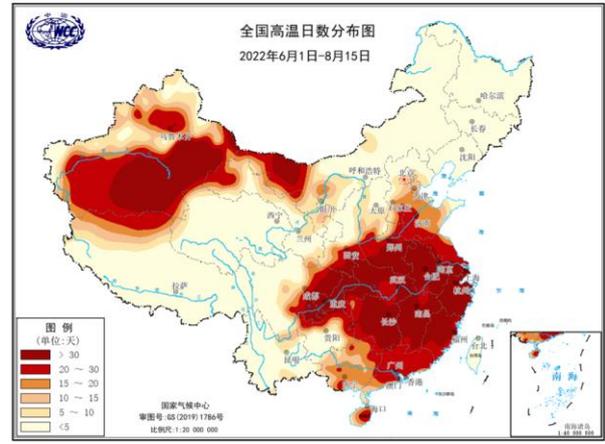
细分来看，化工方面，对四川地区甲醇、尿素、PTA及聚酯的生产造成影响，但由于尿素上下游都限产、纺织终端需求疲软，因此对供需的影响较小。有色金属方面，限电对铜冶炼影响较大，预计8月份影响产能3-4万吨；川渝地区电解铝、锌冶炼、锂钴盐、工业硅产能受限。

图1：四川省能源结构中水电占比超80%



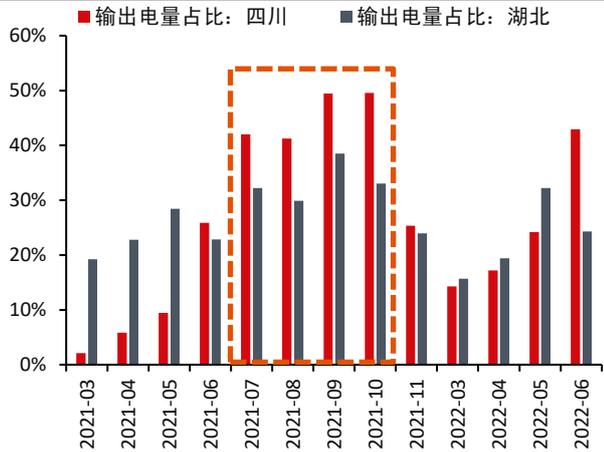
资料来源：Wind 中信期货研究所

图2：高温热浪席卷长江流域



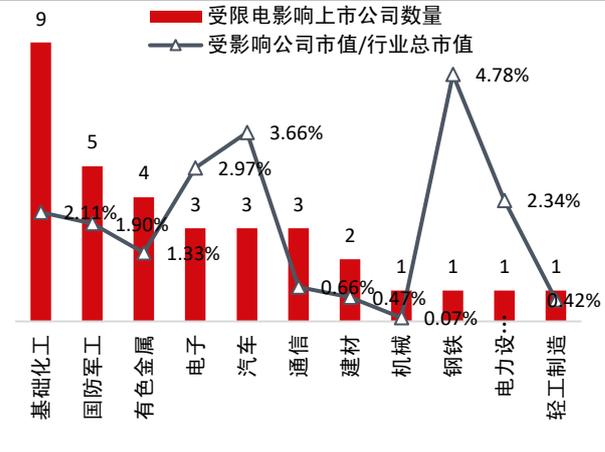
资料来源：国家气候中心 中信期货研究所

图3：四川、湖北夏季外输电量压力大



资料来源：Wind 中信期货研究所

图4：化工、军工、有色、钢铁受限电管控影响较大



资料来源：Wind 中信期货研究所

注：数据截至08月30日

## 中信期货资产配置专题报告

图5： 各省份行业营业收入占比

主要行业	广东	上海	江苏	山东	浙江	福建	吉林	北京	河北	河南	黑龙江	广西	贵州	湖南	陕西	山西	重庆	安徽	四川	湖北
煤炭开采和洗选业	0.0%	0.0%	0.1%	1.1%	0.0%	0.1%	0.5%	0.0%	2.1%	2.9%	4.2%	0.1%	8.7%	0.3%	11.5%	33.6%	0.5%	7.5%	0.9%	0.0%
石油和天然气开采业	0.4%	0.1%	0.0%	0.6%	0.0%	0.0%	0.9%	0.0%	0.5%	0.2%	8.1%	0.1%	0.0%	0.0%	3.1%	0.5%	0.6%	0.0%	1.7%	0.1%
黑色金属矿采选业	0.0%	0.0%	0.1%	0.2%	0.0%	0.2%	0.3%	0.0%	1.6%	0.1%	0.1%	0.1%	0.2%	0.1%	0.4%	0.9%	0.1%	1.0%	0.7%	0.2%
有色金属矿采选业	0.1%	0.0%	0.0%	0.3%	0.0%	0.0%	0.3%	0.0%	0.1%	0.4%	0.9%	0.6%	0.3%	0.6%	0.9%	0.2%	0.0%	0.1%	0.3%	0.1%
非金属矿采选业	0.1%	0.0%	0.0%	0.1%	0.2%	0.1%	0.0%	0.0%	0.1%	0.4%	0.2%	0.8%	1.0%	0.9%	0.6%	0.0%	0.6%	0.6%	0.8%	0.9%
开采专业及辅助性活动	0.0%	0.0%	0.0%	0.2%	0.0%	0.0%	0.4%	0.7%	0.0%	0.3%	2.3%	0.0%	0.0%	0.0%	0.8%	0.0%	0.0%	0.0%	0.7%	0.0%
其他采矿业	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
农副食品加工业	2.5%	1.1%	2.3%	7.8%	1.2%	3.7%	6.8%	2.0%	4.3%	7.1%	17.0%	9.7%	2.9%	8.4%	4.7%	1.1%	3.7%	0.8%	5.6%	7.9%
食品制造业	1.4%	2.3%	0.7%	1.5%	0.8%	2.3%	0.9%	2.2%	2.2%	3.1%	6.1%	1.0%	1.6%	3.4%	2.0%	0.6%	1.2%	0.0%	2.5%	2.1%
酒、饮料和精制茶制造业	0.7%	0.3%	0.5%	0.7%	0.6%	1.7%	1.3%	1.1%	0.9%	1.4%	1.5%	1.1%	15.1%	2.0%	2.3%	0.7%	1.0%	1.1%	7.9%	1.9%
烟草制品业	0.3%	2.6%	0.7%	0.4%	1.2%	1.0%	1.3%	0.0%	0.6%	1.1%	1.2%	1.5%	4.7%	2.5%	1.0%	0.2%	1.0%	4.1%	0.0%	1.9%
纺织业	1.3%	0.5%	3.4%	2.2%	5.2%	5.8%	0.1%	0.1%	1.4%	2.5%	0.2%	0.7%	0.2%	1.6%	0.9%	0.1%	0.2%	0.4%	1.4%	4.9%
纺织服装、服饰业	1.6%	0.7%	1.4%	0.8%	2.4%	4.3%	0.3%	0.5%	0.4%	1.7%	0.0%	0.2%	0.2%	0.8%	0.3%	0.1%	0.2%	0.1%	0.6%	1.5%
皮革、毛皮、羽毛及其制品和制鞋业	0.8%	0.3%	0.2%	0.3%	1.0%	8.2%	0.0%	0.0%	2.1%	1.5%	0.5%	0.3%	0.3%	1.8%	0.1%	0.0%	0.3%	0.0%	0.4%	0.5%
木材加工和木、竹、藤、棕、草制品业	0.3%	0.1%	0.6%	1.5%	0.6%	0.7%	0.3%	0.0%	0.4%	1.0%	0.5%	6.4%	0.5%	1.8%	0.2%	0.0%	0.7%	0.0%	0.7%	0.8%
家具制造业	1.3%	0.8%	0.3%	0.2%	1.3%	0.9%	0.0%	0.3%	0.4%	0.8%	0.2%	0.2%	0.3%	0.7%	0.2%	0.0%	0.5%	0.0%	0.9%	0.4%
造纸和纸制品业	1.6%	0.8%	1.1%	1.8%	1.9%	2.5%	0.3%	0.3%	0.7%	0.9%	0.4%	1.5%	1.0%	1.4%	0.4%	0.2%	1.6%	0.0%	1.2%	1.1%
印刷和记录媒介复制业	0.9%	0.5%	0.6%	0.3%	0.7%	0.5%	0.1%	0.6%	0.3%	0.5%	0.1%	0.2%	0.4%	1.1%	0.7%	0.1%	0.8%	0.1%	0.8%	1.3%
文教、工美、体育和娱乐用品制造业	2.3%	1.8%	1.0%	0.6%	1.7%	2.8%	0.0%	0.2%	0.5%	1.3%	0.0%	0.4%	0.2%	1.1%	0.2%	0.0%	0.3%	0.0%	0.0%	1.2%
石油、煤炭及其他燃料加工业	1.4%	3.2%	1.2%	10.7%	2.5%	4.2%	0.5%	2.0%	5.8%	1.9%	11.2%	3.3%	0.9%	1.7%	7.9%	9.2%	0.2%	4.2%	1.8%	1.4%
化学原料和化学制品制造业	1.1%	9.9%	6.9%	9.5%	7.1%	3.0%	6.2%	1.4%	4.3%	6.0%	3.8%	2.9%	5.0%	6.0%	5.0%	3.6%	3.3%	3.0%	5.3%	1.7%
医药制造业	1.1%	2.6%	2.9%	3.0%	2.3%	0.9%	3.9%	5.7%	1.9%	2.3%	1.8%	1.0%	2.7%	2.6%	2.7%	1.0%	2.4%	0.5%	3.0%	2.8%
化学纤维制造业	1.1%	0.1%	1.7%	0.2%	3.5%	4.0%	0.5%	0.0%	0.5%	0.4%	0.0%	0.0%	0.1%	0.1%	0.0%	0.2%	0.1%	0.8%	0.1%	1.1%
橡胶和塑料制品业	1.7%	2.8%	2.7%	2.7%	3.7%	2.6%	1.0%	0.3%	1.7%	1.4%	0.5%	0.7%	2.2%	2.0%	1.1%	0.3%	1.9%	0.8%	2.1%	2.1%
非金属矿物制品业	1.1%	2.5%	3.6%	4.6%	4.8%	5.6%	2.1%	2.1%	4.2%	8.2%	3.4%	8.4%	9.6%	8.7%	6.1%	3.2%	6.1%	7.1%	8.9%	7.2%
黑色金属冶炼和压延加工业	1.3%	5.3%	7.8%	8.2%	2.5%	6.3%	5.0%	0.5%	30.7%	5.7%	4.1%	14.2%	4.4%	3.7%	4.4%	15.2%	3.2%	11.7%	5.4%	4.5%
有色金属冶炼和压延加工业	0.3%	1.4%	3.3%	8.0%	3.5%	6.2%	1.0%	0.3%	1.2%	9.9%	1.2%	9.9%	5.9%	5.2%	5.3%	3.3%	3.6%	8.4%	2.2%	2.0%
金属制品业	1.3%	3.2%	5.1%	3.5%	4.5%	2.4%	0.6%	1.5%	5.7%	2.8%	0.8%	1.2%	2.2%	4.0%	1.4%	1.9%	2.6%	1.4%	3.7%	3.7%
通用设备制造业	2.2%	9.1%	6.8%	3.5%	7.2%	2.0%	0.6%	2.5%	1.8%	3.7%	2.4%	1.8%	0.9%	4.7%	1.8%	0.7%	3.7%	2.5%	3.2%	3.0%
专用设备制造业	1.3%	4.5%	4.8%	3.3%	3.0%	1.2%	0.8%	4.1%	2.5%	4.0%	5.2%	2.1%	0.7%	9.3%	2.5%	1.7%	2.2%	1.0%	2.5%	3.0%
汽车制造业	1.7%	21.0%	5.6%	6.4%	6.8%	2.2%	51.5%	18.3%	6.0%	4.4%	4.0%	9.8%	1.5%	3.8%	8.5%	1.5%	17.8%	12.8%	5.1%	6.0%
铁路、船舶、航空航天和其他运输设备制造业	1.7%	2.3%	2.2%	1.2%	1.0%	0.4%	3.3%	1.9%	1.0%	0.9%	0.9%	0.4%	2.3%	2.3%	1.4%	0.8%	3.8%	0.6%	2.1%	1.2%
电气机械和器材制造业	1.4%	7.4%	10.7%	2.8%	11.0%	6.1%	0.4%	3.9%	3.6%	4.0%	1.8%	1.7%	2.5%	4.4%	5.0%	1.2%	5.0%	1.8%	3.5%	1.4%
计算机、通信和其他电子设备制造业	1.3%	13.6%	14.7%	3.8%	7.9%	10.9%	0.4%	18.0%	1.0%	8.8%	0.2%	6.8%	4.3%	6.1%	6.3%	5.0%	24.3%	5.9%	14.7%	6.3%
仪器仪表制造业	0.9%	1.2%	1.5%	0.4%	1.6%	0.3%	0.1%	1.4%	0.4%	0.8%	0.3%	0.1%	0.1%	0.5%	0.4%	0.1%	0.7%	0.3%	0.0%	0.6%
其他制造业	0.3%	0.1%	0.1%	0.0%	0.3%	0.5%	0.0%	0.7%	0.0%	0.3%	0.0%	0.0%	0.4%	0.6%	0.1%	0.5%	0.5%	0.1%	0.2%	0.2%
废弃资源综合利用业	0.6%	0.1%	0.2%	0.2%	0.5%	0.0%	0.1%	0.0%	0.5%	0.4%	0.7%	1.7%	0.1%	0.7%	0.5%	0.4%	0.2%	1.7%	0.4%	1.1%
金属制品、机械和设备修理业	0.1%	0.7%	0.0%	0.0%	0.2%	0.2%	0.0%	0.5%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.0%	0.0%	0.1%	0.1%	0.0%	0.4%	0.2%	0.3%
电力、热力生产和供应业	4.9%	3.5%	4.3%	6.3%	6.2%	5.6%	7.3%	24.3%	6.9%	5.5%	12.9%	8.4%	15.5%	4.2%	7.4%	10.0%	3.6%	17.7%	5.1%	4.9%
燃气生产和供应业	1.1%	1.2%	0.6%	0.7%	0.8%	0.6%	0.5%	2.0%	1.3%	1.0%	0.6%	0.5%	0.7%	0.4%	1.7%	1.6%	1.2%	1.1%	1.2%	0.4%
水的生产和供应业	0.5%	0.3%	0.2%	0.3%	0.3%	0.1%	0.2%	0.6%	0.2%	0.3%	0.3%	0.3%	0.5%	0.5%	0.2%	0.2%	0.4%	0.7%	0.5%	0.3%

资料来源：Wind 中信期货研究所

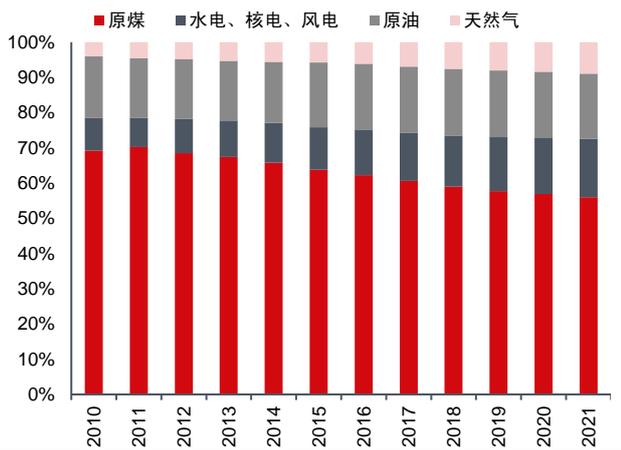
### （三）旧能源焕发新机遇，冬季或出现能源短缺

此次限电再次凸显能源结构的重要性。为实现高质量发展，“碳中和”目标不可动摇，并且已经取得了阶段性的成果。新能源是长期发展目标，但现阶段新能源还存在部分局限性：调峰能力不足、稳定性较差，本轮高温干旱气候充分暴露了水电的不稳定性。目前我国的能源结构依然是以原煤为主，占比达 56%，要重视以煤为主的基本国情，旧能源在未来一段时间内将继续发挥关键作用。

为了提升电网弹性和冗余度，火电投资额出现拐点。在能源转型的同时，要“提升能源资源供应保障能力”。2016 年供给侧改革退出了大量落后产能，随后受《关于促进我国煤电有序发展的通知》的限制，火电投资额逐年回落，导致新增装机量放缓。2021 年以来，受到“能源保供”战略的推动，火电投资额出现拐点并在加速回升。

资本开支预测模型显示（详见《资本开支》系列报告），2022 年油气、煤炭等旧能源商品的资本开支增速将到达未来 3 年的高点。煤炭从资本开支到产能兑现大约需要四年，而火电装置的建设周期约为一年半，因此煤炭在时间上或将存在供需错配的现象，预计未来 2-3 年内维持供给偏紧的格局。冬季是耗能高峰期，发电需求和供暖需求双双攀升，或存在局部性能源短缺的风险。

图6： 我国能源结构中原油占比 56%



资料来源：Wind 中信期货研究所

图7： 2021 年来火电投资额迎来拐点



资料来源：Wind 中信期货研究所

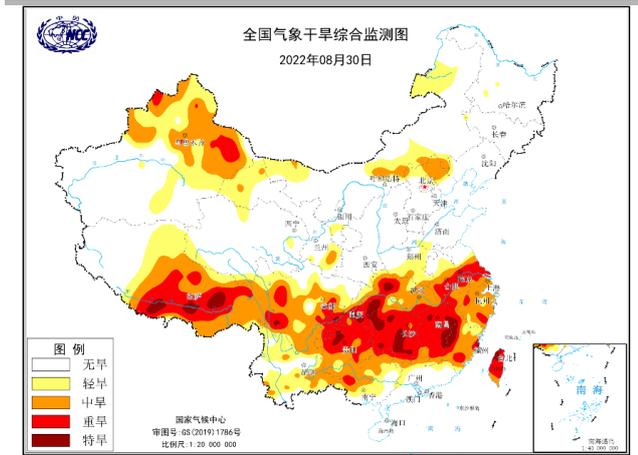
## 二、干旱更需担忧，警惕粮食 CPI 上行

### （一）旱情严重，关注秋粮减产风险

时隔九年中央气象台再度发布干旱预警，长江中下游旱情严峻，大部分地区持续高温少雨，降雨量较常年同期偏少 45%。湖南省洞庭湖城陵矶站提前 80 多天进入枯水位，为近三十年来最低。

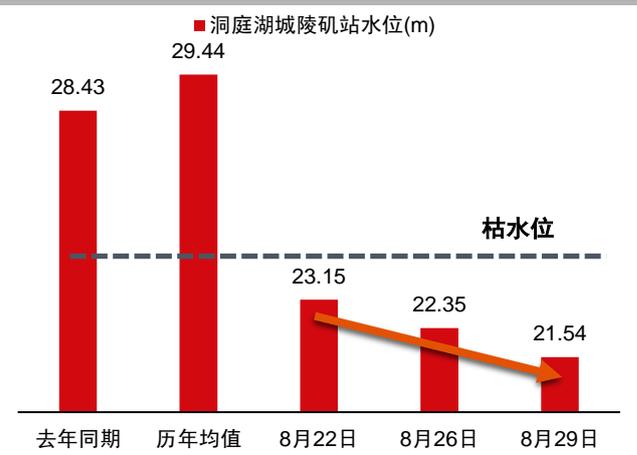
高温干旱双重“烤”验对秋粮丰收提出巨大的挑战。秋粮占全年粮食产量的四分之三。8 月份一季稻进入关键的孕穗抽穗期，对高温干旱敏感性较强，该时期的种植条件对水稻产量有明显影响。而长江中下游流域是水稻的主产区，水稻播种面积占全国 48%（湖南、安徽、湖北、江西、江苏）。因此需要警惕极端高温干旱天气导致秋粮减产的风险。

图8： 橙色干旱预警，长江流域干旱防御形势严峻



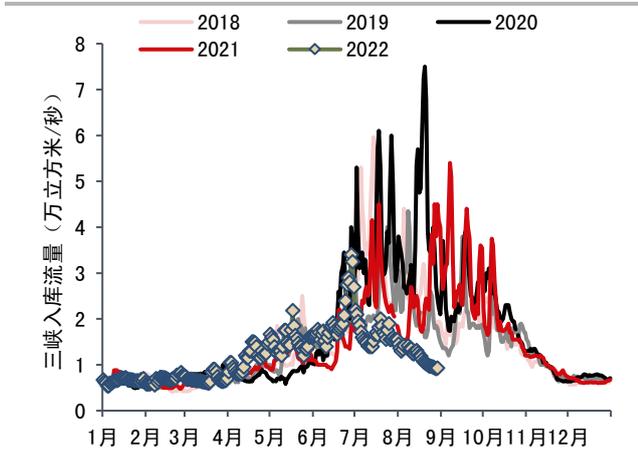
资料来源：国家气候中心 中信期货研究所

图9： 洞庭湖城陵矶站水位为 30 年来最低



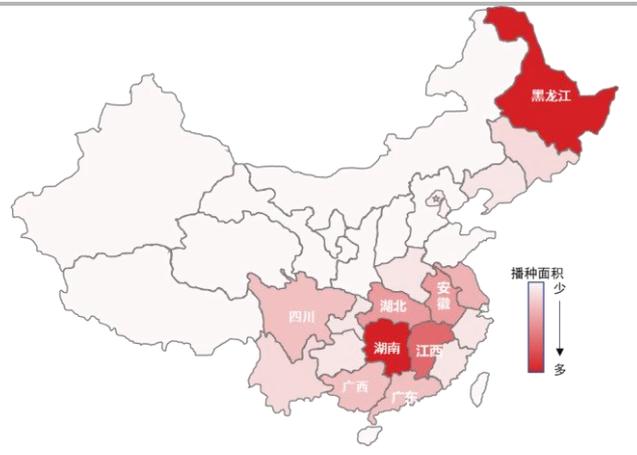
资料来源：岳阳市水文局 中信期货研究所

图10： 今年汛期三峡水库入库流量低于往年



资料来源：Wind 中信期货研究所

图11： 湖南省水稻播种面积全国最大



资料来源：Wind 中信期货研究所

## （二）秋粮减产或导致价格波动，进一步推动 CPI 上行

**水稻：**国内需求相对刚性，价格主要受供给端影响。水稻进口依赖度低（2021年 2.3%），进口主要为口味调剂需求，基本面立足国内市场，价格运行较为独立，因此国内秋粮减产或将引起粮食价格上涨。

**玉米：**欧美地区极端高温干旱气候同样严重，玉米等作物减产明显，导致全球供给偏紧。而近年来我国玉米进口依赖度持续提升（2021年 10%），输入性影响加剧，国内玉米价格随国际价格波动。

**库存：**国内稻谷和全球玉米的库存/消费比均处于 18 年来低点，库存调节能力有限。虽然我国粮食储备充足（约为一年消费量），对国内粮价的波动有缓冲，但是中储粮每年收储和拍储基本保持平衡，不会对国内粮食供需天平造成显著影响。

**粮食为 CPI 通胀的重要驱动之一。**国内粮食减产风险叠加海外输入性通胀风险或将加速 CPI 粮食分项上涨。虽然粮食的价格波动幅度有限，但是其在 CPI 结构中的权重不容忽视（2022 年 7 月份 CPI 粮食分项权重约为 1.76%，CPI 猪肉分项权重约为 1.34%）。另一方面，玉米作为饲料最主要的原料，将通过饲料成本将价格波动传导至生猪价格，进一步提高对 CPI 的贡献率。

图12：近几年我国玉米依赖度持续提升



资料来源：Wind 中信期货研究所

图13：国内玉米价格随国际价格波动



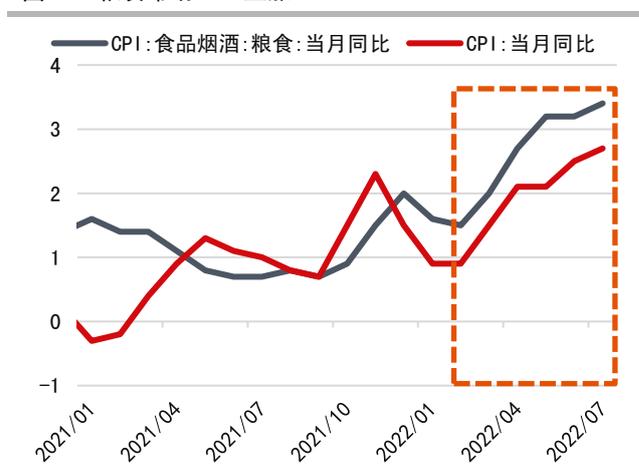
资料来源：Wind 中信期货研究所

图14：稻谷、玉米的库存/消费量低于往年



资料来源：Wind 中信期货研究所

图15：粮食带动 CPI 上涨



资料来源：Wind 中信期货研究所

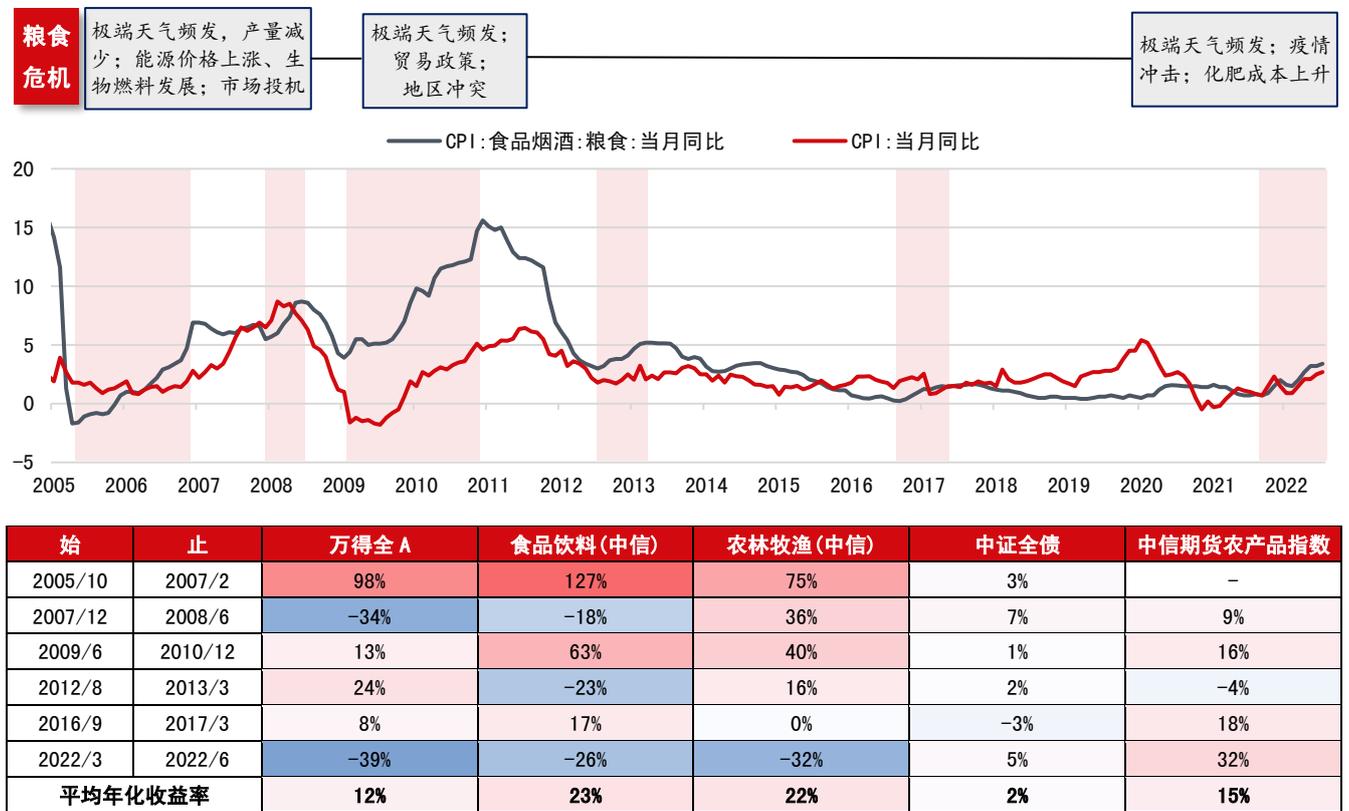
### （三）粮食 CPI 上行时期资产表现如何？

21 世纪以来，全球总共经历过三次“粮食危机”。三次“粮食危机”分别发生在 2006–2008 年，2010–2011 年，2020 年至今，三次粮食危机均与极端天气有关，在此期间粮食 CPI 均有明显的上行趋势。

对历史上粮食 CPI 上升期内部分资产的收益率进行了回测，其平均年化收益排名为：食品饮料≈农林牧渔>农产品>万得全 A>中证全债。总结回测结果发现以下结论：（1）平均来看，食品饮料、农林牧渔板块和农产品均能获得超额收

益。其中农林牧渔板块、农产品胜率更高，大概率能获得正收益；食品饮料胜率相对较低、但赔率更高。(2) 债券收益率与粮食 CPI 关联度不高。

图16：历次粮食 CPI 上升期内各类资产收益率的回测结果



资料来源：Wind 中信期货研究所

### 三、配置建议

**权益方面**，受极端天气影响，基于历史回测结果，9、10 月份可关注直接受影响的食品饮料、农林牧渔板块；继续关注将受益于 PPI-CPI 剪刀差收窄的行业板块，消费和金融存在比较优势，但考虑到整体环境内需疲软，因此消费板块布局的时间窗口或将延长。**商品方面**，警惕存在减产风险的农产品的价格产生大幅波动。**债券方面**，若粮食价格推动 CPI 持续上行，货币政策或将发力，需关注对债市的影响。

免责声明

除非另有说明，中信期货有限公司拥有本报告的版权和/或其他相关知识产权。未经中信期货有限公司事先书面许可，任何单位或个人不得以任何方式复制、转载、引用、刊登、发表、发行、修改、翻译此报告的全部或部分材料、内容。除非另有说明，本报告中使用的所有商标、服务标记及标记均为中信期货有限公司所有或经合法授权被许可使用的商标、服务标记及标记。未经中信期货有限公司或商标所有权人的书面许可，任何单位或个人不得使用该商标、服务标记及标记。

如果在任何国家或地区管辖范围内，本报告内容或其适用与任何政府机构、监管机构、自律组织或者清算机构的法律、规则或规定内容相抵触，或者中信期货有限公司未被授权在当地提供这种信息或服务，那么本报告的内容并不意图提供给这些地区的个人或组织，任何个人或组织也不得在当地查看或使用本报告。本报告所载的内容并非适用于所有国家或地区或者适用于所有人。

此报告所载的全部内容仅作参考之用。此报告的内容不构成对任何人的投资建议，且中信期货有限公司不会因接收人收到此报告而视其为客户。

尽管本报告中所包含的信息是我们于发布之时从我们认为可靠的渠道获得，但中信期货有限公司对于本报告所载的信息、观点以及数据的准确性、可靠性、时效性以及完整性不作任何明确或隐含的保证。因此任何人不得对本报告所载的信息、观点以及数据的准确性、可靠性、时效性及完整性产生任何依赖，且中信期货有限公司不对因使用此报告及所载材料而造成的损失承担任何责任。本报告不应取代个人的独立判断。本报告仅反映编写人的不同设想、见解及分析方法。本报告所载的观点并不代表中信期货有限公司或任何其附属或联营公司的立场。

此报告中所指的投资及服务可能不适合阁下。我们建议阁下如有任何疑问应咨询独立投资顾问。此报告不构成任何投资、法律、会计或税务建议，且不担保任何投资及策略适合阁下。此报告并不构成中信期货有限公司给予阁下的任何私人咨询建议。

中信期货有限公司

深圳总部 地址：深圳市福田区中心三路 8 号卓越时代广场（二期）北座 13 层 1301-1305、14 层

邮编：518048

电话：400-990-8826