

复苏叙事面临考验 关注农产品轮动的可能

研究院 FICC 组

研究员

蔡劭立

☎ 0755-23887993

✉ caishaoli@htfc.com

从业资格号: F3056198

投资咨询号: Z0015616

高聪

☎ 021-60828524

✉ gaocong@htfc.com

从业资格号: F3063338

投资咨询号: Z0016648

投资咨询业务资格:

证监许可【2011】1289号

策略摘要

商品期货: 关注有色(铜、铝、锌)、养殖(豆菜粕、生猪)等结构性买入套保机会; 股指期货: 买入套保。

核心观点

■ 宏观

2024年开年以来, 全球制造业 PMI 明显改善。4月公布的数据有所降温, 发达国家中, 美国跌至荣枯线以下, 欧洲仍偏弱, 日本改善; 新兴国家中, 印度、俄罗斯制造业维持火热, 但均较前值有所回落。整体宏观情绪仍偏温和, 美国4月非农不及预期有望扭转降息计价下行预期, 而国内的政治局会议也释放乐观信号, 等待全球复苏叙事进一步验证的信号。继续关注中美补库趋势, 本轮库存拐点的确认较为曲折, 目前中美均处于库存增速的上升阶段, 但偏低的利润水平正限制本轮补库周期的强度。

■ 中观

4月延续改善。关注汽车、运输设备、橡塑、电子等进入补库周期的行业。4月制造业 PMI 分行业来看, 电气机械、铁路船舶航空、电子通信计算机、服装、医药等行业表现偏强, 汽车和通用设备景气度有所回落, 对应传统有色和部分化工需求。

■ 微观

商品的产需结构延续分化态势。一方面是印度、俄罗斯、墨西哥等新兴市场国家需求持续改善, 同时汽车、家电、机械设备、电子等行业持续改善; 另一方面是传统的地产和基建需求仍维持低迷, 整体行业和品种的产需结构呈现有色偏强、黑色走平的状态。

关注农产品轮动可能, 在制造业改善叙事面临考验的背景下, 农产品远端的确定性有所上升, 下半年拉尼娜风险上升, 对应饲料(豆菜粕、玉米)的机会, 但目前美国南部降雨相对良好, 此外, 养殖周期下后续生猪也将面临供给缺口支撑, 关注农产品轮动的信号。

■ 风险: 地缘政治风险(能源板块上行风险); 全球经济超预期下行(风险资产下行风险); 美联储宽松不及预期(风险资产下行风险); 海外流动性风险冲击(风险资产下行风险)。

目录

| | |
|-------------------------------|----|
| 策略摘要..... | 1 |
| 核心观点..... | 1 |
| 量价观察：4月资产走势分化..... | 4 |
| 海外宏观展望..... | 5 |
| 全球制造业有所降温..... | 5 |
| 美国经济有所回落..... | 5 |
| 欧洲经济仍弱，汇率较为被动..... | 6 |
| 国内宏观展望..... | 7 |
| 经济结构分化..... | 7 |
| 大类配置逻辑一、美联储如期放缓QT步伐..... | 8 |
| 关注美联储政策平台期的配置机会..... | 9 |
| 人民币汇率压力缓和..... | 10 |
| 大类配置逻辑二、总量补库重启..... | 11 |
| 中国和美国目前所处的库存阶段..... | 11 |
| 航运、近月合约支撑仍较强，远月合约可关注正套操作..... | 13 |
| 商品、板块分化..... | 14 |
| 中观行业现状..... | 14 |
| 国别和行业结构分化延续..... | 15 |
| 地缘政治影响长期化..... | 16 |
| 关注拉尼娜信号..... | 17 |
| 股指、业绩扰动结束，有望重返IM行情..... | 19 |
| 5月关注事项..... | 20 |

图表

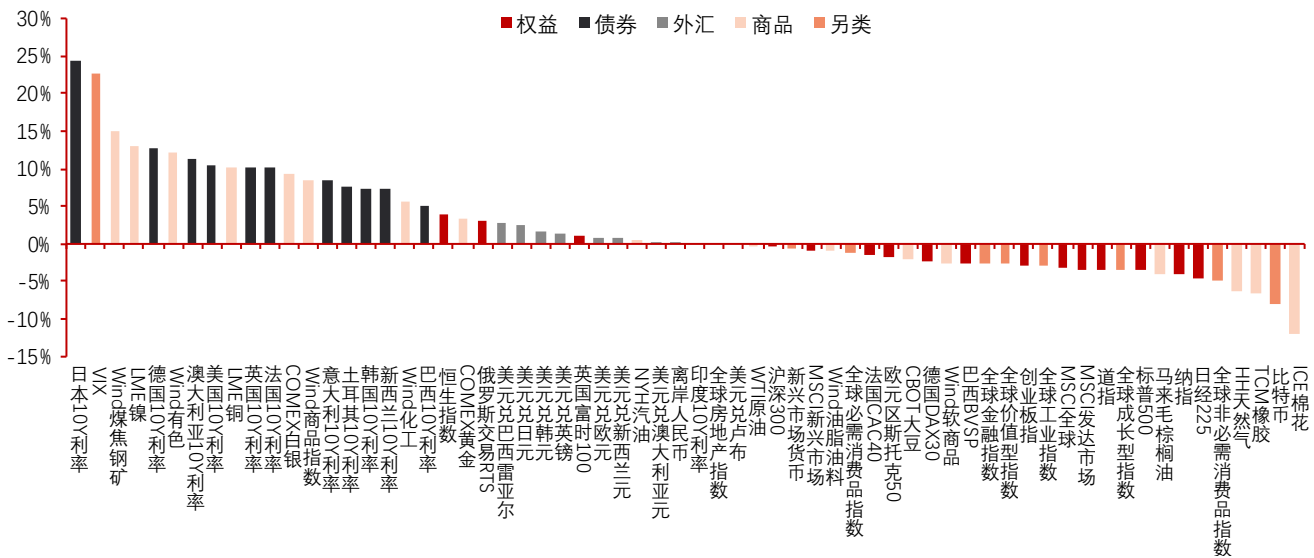
| | |
|---|----|
| 图 1： 4月全球大类资产表现（2024/03/29-2024/04/24） 单位： %..... | 4 |
| 图 2： 4月国内大类资产量价观察（2024/03/29-2024/04/24） 单位： %..... | 4 |
| 图 3： 全球制造业 PMI 热力图 单位： %..... | 5 |
| 图 4： 美国经济月度热力图 单位： %..... | 6 |
| 图 5： 欧盟经济月度热力图 单位： %..... | 7 |
| 图 6： 主要国家花旗经济意外指数 单位： %..... | 7 |
| 图 7： 中国经济月度热力图 单位： %..... | 8 |
| 图 8： 7月宽松预期上升 单位： %..... | 8 |
| 图 9： 但7月宽松幅度不强 单位： %..... | 8 |
| 图 10： 美国非农数据分项情况 单位： %..... | 9 |
| 图 11： 近四轮历史美联储从加息转为降息期间的资产表现 单位： %..... | 10 |
| 图 12： 近五轮历史美联储降息期间的资产表现 单位： %..... | 10 |
| 图 13： 拟合模型指向人民币汇率见顶转升 单位： %..... | 11 |

| | | |
|-------|---|----|
| 图 14: | 中国工业企业产成品库存累计同比 单位: %..... | 11 |
| 图 15: | 近 6 轮美国库存周期 单位: %..... | 11 |
| 图 16: | 2024 年 3 月中国工业企业各行业所处的库存周期位置 单位: 月..... | 12 |
| 图 17: | 2024 年 2 月美国制造商各行业所处的库存周期位置 单位: 月..... | 13 |
| 图 18: | 制造业分行业 PMI 三月均值对比 单位: %..... | 14 |
| 图 19: | 制造业分行业 PMI 三月均值环对比 单位: %..... | 14 |
| 图 20: | 2023 年主要行业商品用量以及 2024 年增速推演 单位: %..... | 15 |
| 图 21: | 有色上游加工费指数 单位: 元/吨、美元/吨、点..... | 15 |
| 图 22: | 有色下游开工率 单位: %..... | 15 |
| 图 23: | 全口径铁元素库存 单位: 万吨..... | 16 |
| 图 24: | 粗钢月度净出口 单位: 万吨..... | 16 |
| 图 25: | 地缘冲突影响分析..... | 17 |
| 图 26: | NINO3.4 指数..... | 18 |
| 图 27: | 厄尔尼诺与拉尼娜历史演变..... | 18 |
| 图 28: | 历史厄尔尼诺气候条件下全球降水情况..... | 18 |
| 图 29: | 历史拉尼娜气候条件下全球降水情况..... | 18 |
| 图 30: | 主要商品品种 2024 年库存趋势推演 单位: %..... | 19 |
| 图 31: | 5 月重大事件和数据日历..... | 20 |

量价观察：4月资产走势分化

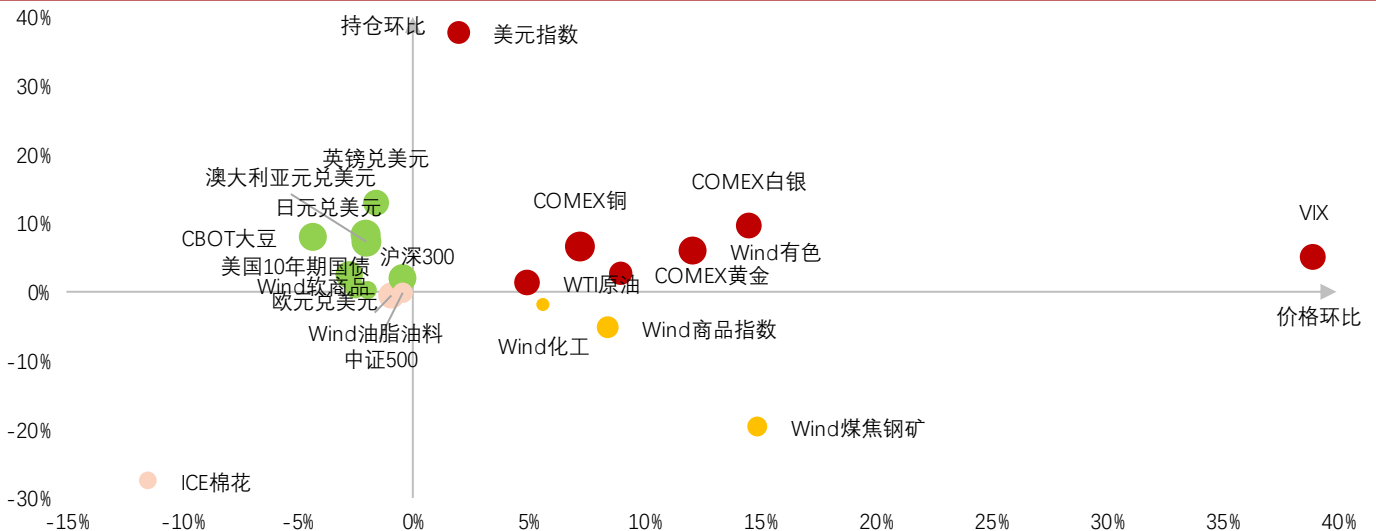
4月以来：多国利率回升，海外股指承压调整，商品走势分化。4月在下图所跟踪的资产中，日本10Y利率、VIX、Wind煤焦钢矿、LME镍、德国10Y利率、Wind有色领涨，ICE棉花、比特币、TCM橡胶、HH天然气、全球非必需消费品指数、日经225指数领跌。从量价的角度看，COMEX白银、Wind有色、COMEX铜量价齐升，继续走强概率较大；英镑兑美元、日元兑美元、澳大利亚元兑美元增量下跌，或延续跌势。

图1：4月全球大类资产表现（2024/03/29-2024/04/24） | 单位：%



数据来源：Wind 华泰期货研究院

图2：4月国内大类资产量价观察（2024/03/29-2024/04/24） | 单位：%



数据来源：Wind 华泰期货研究院

海外宏观展望

全球制造业有所降温

2024 年开年以来，全球制造业 PMI 明显改善，从 2023 年 49 回升至 2024 年 3 月的 50.6。但 4 月公布的数据有所降温，发达国家中，美国明显回落 1.1 个百分点，跌至荣枯线以下，欧洲仍偏弱，日本改善；新兴国家中，印度、俄罗斯制造业维持火热，但均较前值有所回落。

图3： 全球制造业 PMI 热力图 | 单位：%

| 指标名称 | 单位 | 2024-04 | 2024-03 | 2024-02 | 2024-01 | 2023-12 | 2023-11 | 2023-10 | 2023-09 | 2023-08 | 2023-07 | 2023-06 | 2023-05 |
|------|--------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 全球 | 综合PMI | | 52.30 | 52.10 | 51.80 | 51.00 | 50.50 | 50.00 | 50.50 | 50.60 | 51.70 | 52.70 | 54.40 |
| 全球 | 制造业PMI | | 50.60 | 50.30 | 50.00 | 49.00 | 49.30 | 48.80 | 49.20 | 49.00 | 48.60 | 48.70 | 49.60 |
| 美国 | | 49.20 | 50.30 | 47.80 | 49.10 | 47.40 | 46.70 | 46.70 | 49.00 | 47.60 | 46.40 | 46.00 | 46.90 |
| 欧元区 | | 45.7 | 46.1 | 46.5 | 46.6 | 44.4 | 44.2 | 43.1 | 43.4 | 43.5 | 42.7 | 43.4 | 44.8 |
| 日本 | | 49.60 | 48.20 | 47.20 | 48.00 | 47.90 | 48.30 | 48.70 | 48.50 | 49.60 | 49.60 | 49.80 | 50.60 |
| 韩国 | | 49.40 | 49.80 | 50.70 | 51.20 | 49.90 | 50.00 | 49.80 | 49.90 | 48.90 | 49.40 | 47.80 | 48.40 |
| 新加坡 | | | 50.7 | 50.6 | 50.7 | 50.5 | 50.3 | 50.2 | 50.1 | 49.9 | 49.8 | 49.7 | 49.5 |
| 中国 | | 50.40 | 50.80 | 49.10 | 49.20 | 49.00 | 49.40 | 49.50 | 50.20 | 49.70 | 49.30 | 49.00 | 48.80 |
| 俄罗斯 | | 54.30 | 55.70 | 54.70 | 52.40 | 54.60 | 53.80 | 53.80 | 54.50 | 52.70 | 52.10 | 52.60 | 53.50 |
| 印度 | | 58.80 | 59.10 | 56.90 | 56.50 | 54.90 | 56.00 | 55.50 | 57.50 | 58.60 | 57.70 | 57.80 | 58.70 |
| 越南 | | | 49.90 | 50.40 | 50.30 | 48.90 | 47.30 | 49.60 | 49.70 | 50.50 | 48.70 | 46.20 | 45.30 |
| 泰国 | | 48.60 | 49.10 | 45.30 | 46.70 | 45.10 | 47.60 | 47.50 | 47.80 | 48.90 | 50.70 | 53.20 | 58.20 |
| 马来西亚 | | | 48.40 | 49.50 | 49.00 | 47.90 | 47.90 | 46.80 | 46.80 | 47.80 | 47.80 | 47.70 | 47.80 |
| 墨西哥 | | | 52.20 | 52.30 | 50.20 | 52.00 | 52.50 | 52.10 | 49.80 | 51.20 | 53.20 | 50.90 | 50.50 |

数据来源：Wind 华泰期货研究院

美国经济有所回落

一、经济数据中，美国 4 月景气指标出现不同程度回落，且一季度 GDP 不及预期，库存和净出口是主要负贡献；二、美国就业市场延续降温，4 月非农不及预期且失业率有所抬升；三、就业韧性向通胀韧性传导，后续通胀预计仍将保持韧性，美国 3 月 CPI 同比增长 3.5%，核心 CPI 同比增长 3.8%，CPI 超预期主要来自非住房的核心服务贡献，显示就业韧性支撑消费进而支撑通胀韧性。

图4： 美国经济月度热力图 | 单位： %

| 增量的贡献 (2023年对实际GDP同比贡献率) | | 指标名称 | 单位 | 2024-04 | 2024-03 | 2024-02 | 2024-01 | 2023-12 | 2023-11 | 2023-10 | 2023-09 | 2023-08 | 2023-07 | 2023-06 | 2023-05 |
|--------------------------|--------|-----------------|----|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|
| | | GDP:不变价:同比 | % | | | 2.97 | | 3.13 | | | 2.93 | | | 2.56 | |
| 投资 | -9.0% | Markit制造业PMI | % | 50.00 | 51.90 | 52.20 | 50.70 | 47.90 | 49.40 | 50.00 | 49.80 | 47.90 | 49.00 | 46.30 | 48.40 |
| | | 全部制造业:新增订单:当月同比 | % | | 1.67 | 0.72 | -2.15 | 2.30 | 3.12 | -2.09 | 2.55 | 0.55 | -0.67 | -0.18 | -0.98 |
| | | 成屋+新建住房销售 | 万套 | | 1112 | 1075 | 1064 | 1039 | 997 | 1051 | 1114 | 1080 | 1146 | 1100 | 1193 |
| 就业 | | 新增非农就业人数 | 万人 | 17.50 | 30.30 | 27.50 | 35.30 | 21.60 | 19.90 | 15.00 | 33.60 | 18.70 | 18.70 | 20.90 | 33.90 |
| | | 失业率 (色阶相反) | % | 3.90 | 3.80 | 3.90 | 3.70 | 3.70 | 3.70 | 3.90 | 3.80 | 3.80 | 3.50 | 3.60 | 3.70 |
| | | 非农职位空缺数 | 万人 | | 848.8 | 881.3 | 874.8 | 902.6 | 892.5 | 873.3 | 935 | 961 | 892 | 916.5 | 982.4 |
| 通胀 | | CPI:当月同比 | % | | 3.50 | 3.20 | 3.10 | 3.40 | 3.10 | 3.20 | 3.70 | 3.70 | 3.20 | 3.00 | 4.00 |
| | | 核心CPI:当月同比 | % | | 3.80 | 3.80 | 3.90 | 3.90 | 4.00 | 4.00 | 4.10 | 4.30 | 4.70 | 4.80 | 5.30 |
| 消费 | 59.2% | 零售和食品服务销售额:同比 | % | | 2.40 | 6.22 | 1.39 | 3.72 | 4.06 | 2.42 | 3.79 | 3.37 | 2.01 | 1.77 | 3.19 |
| | | Markit服务业PMI | % | 51.30 | 51.70 | 52.30 | 52.50 | 51.40 | 50.80 | 50.60 | 50.10 | 50.50 | 52.30 | 54.40 | 54.90 |
| | | 个人可支配收入:同比 | % | | 4.13 | 4.19 | 4.56 | 6.96 | 7.11 | 6.91 | 7.38 | 7.30 | 7.75 | 7.97 | 7.99 |
| | | 个人消费支出:同比 | % | | 5.84 | 4.88 | 4.47 | 5.95 | 5.45 | 5.01 | 5.73 | 5.85 | 6.19 | 5.46 | 6.01 |
| 财政 | 27.4% | 财政收入:同比 | % | | 6.02 | 3.44 | 6.71 | -5.63 | 9.01 | 26.67 | -4.15 | -6.78 | 2.54 | -9.21 | -20.95 |
| | | 财政支出:同比 | % | | -17.80 | 8.17 | 2.71 | 3.47 | 17.62 | 15.66 | -30.44 | -62.95 | 3.45 | 17.56 | 20.35 |
| 净出口 | -22.3% | 出口金额:同比 | % | | -0.03 | 4.04 | -0.40 | 0.52 | 0.93 | 1.29 | 0.60 | -2.35 | -3.38 | -4.29 | -3.15 |
| | | 进口金额:同比 | % | | 3.06 | 2.97 | -1.18 | 0.05 | -3.21 | -3.23 | -2.72 | -4.50 | -4.74 | -7.79 | -6.82 |

数据来源: Wind 华泰期货研究院

欧洲经济仍弱，汇率较为被动

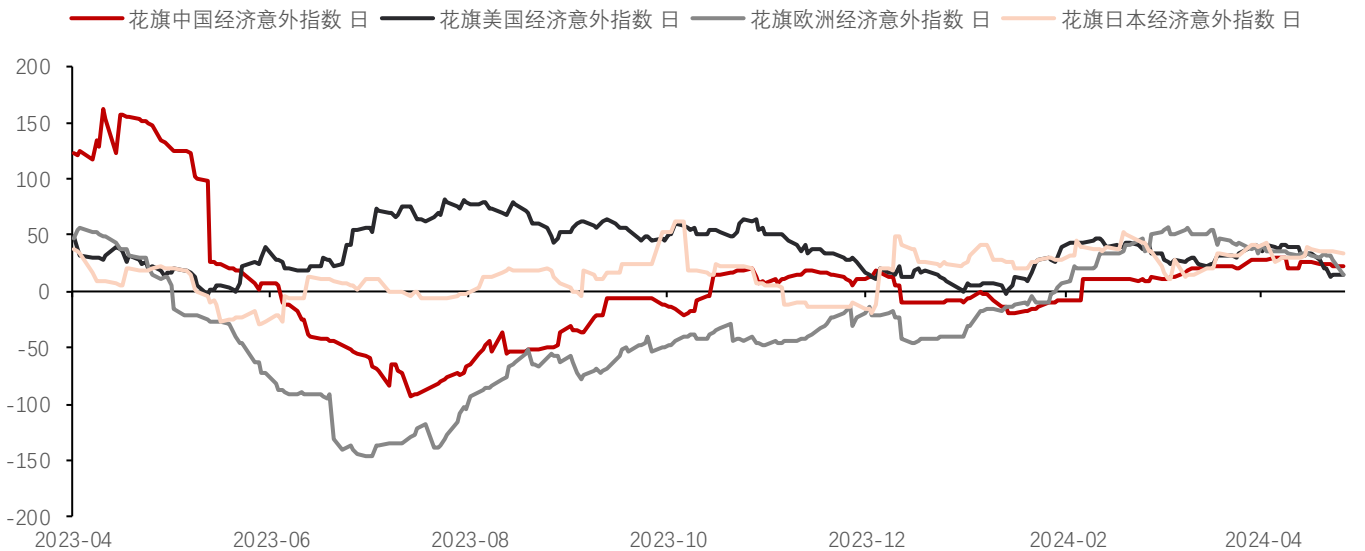
一、欧盟经济仍偏弱，4月领先指标中，欧元区综合PMI录得改善，但制造业PMI持续疲软；对经济数据拟合度较高的4月零售信心指数和工业信心指数延续弱势。整体欧洲经济进一步下行的概率较低，一季度GDP企稳回升，但相对偏强的动能也未有体现。二、欧元区4月CPI同比增长2.4%，核心CPI同比增长2.7%，目前市场衍生品计价欧洲央行6月降息。整体欧元汇率相对被动，非美的发达国家相对美联储更早降息使得美元相对偏强。

图5: 欧盟经济月度热力图 | 单位: %

| | 指标名称 | 单位 | 2024-04 | 2024-03 | 2024-02 | 2024-01 | 2023-12 | 2023-11 | 2023-10 | 2023-09 | 2023-08 | 2023-07 | 2023-06 | 2023-05 |
|----|------------|-----|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|
| | GDP:不变价同比 | % | | 0.40 | | 0.00 | | -0.20 | | 0.4 | | | | |
| 投资 | 工业信心指数 | % | -9.50 | -8.80 | -9.00 | -8.80 | -8.60 | -8.80 | -8.80 | -8.70 | -9.20 | -9.2 | -8 | -6.1 |
| | 营建产出:当月同比 | % | | | -0.60 | -0.90 | 2.40 | -1.90 | -0.40 | 0.10 | 0.10 | 0.9 | 0 | -0.4 |
| | 制造业PMI | | 45.70 | 46.10 | 46.50 | 46.60 | 44.40 | 44.20 | 43.10 | 43.40 | 43.50 | 42.7 | 43.4 | 44.8 |
| 就业 | 失业率(色阶相反) | % | | | 6.00 | 6.00 | 6.00 | 5.90 | 6.00 | 6.00 | 6.00 | 6 | 5.9 | 5.9 |
| 消费 | 零售信心指数 | | -4.90 | -4.60 | -5.20 | -4.20 | -4.20 | -5.80 | -6.10 | -5.00 | -4.60 | -3.9 | -5.3 | -4.7 |
| | 服务业PMI | % | 52.90 | 51.50 | 50.20 | 48.40 | 48.80 | 48.70 | 47.80 | 48.70 | 47.90 | 50.9 | 52 | 55.1 |
| 通胀 | CPI:当月同比 | % | 2.40 | 2.40 | 2.60 | 2.80 | 2.90 | 2.40 | 2.90 | 4.30 | 5.20 | 5.3 | 5.5 | 6.1 |
| | 核心CPI:当月同比 | % | 2.70 | 2.90 | 3.10 | 3.30 | 3.40 | 3.60 | 4.20 | 4.50 | 5.30 | 5.5 | 5.5 | 5.3 |
| 贸易 | 商品贸易进口:同比 | % | | | -8.96 | -18.69 | -20.33 | -20.20 | -19.63 | -27.58 | -27.64 | -21.25 | -22.59 | -15.62 |
| | 商品贸易出口:同比 | % | | | 0.72 | 0.29 | -9.06 | -4.88 | -1.38 | -9.75 | -3.96 | -2.86 | 0.38 | -1.93 |
| 信贷 | 银行部门信贷:同比 | % | | -0.06 | -0.15 | -0.28 | 0.26 | -0.71 | -0.64 | -0.59 | -0.36 | -0.55 | 0.01 | 0.42 |
| 财政 | 财政盈余 | 亿欧元 | | -184.00 | -199.00 | -195.00 | -649.00 | -802 | -682 | -576 | -590 | -474 | -478 | -478 |

数据来源: Wind 华泰期货研究院

图6: 主要国家花旗经济意外指数 | 单位: %



数据来源: Wind 华泰期货研究院

国内宏观展望

经济结构分化

国内经济呈结构分化。月频来看, 3月国内经济数据符合预期, 3月金融数据偏弱, 一方面受高存量影响, 另一方面地方债指向基建节奏偏慢, 居民贷款指向地产疲软,

整体 M1 增速进一步下滑；而 3 月出口尽管增速有明显回落，但主要是受去年疫情后的高基数有关，季度增速延续回升，且运输设备和电子产品仍表现偏强。

图7： 中国经济月度热力图 | 单位：%

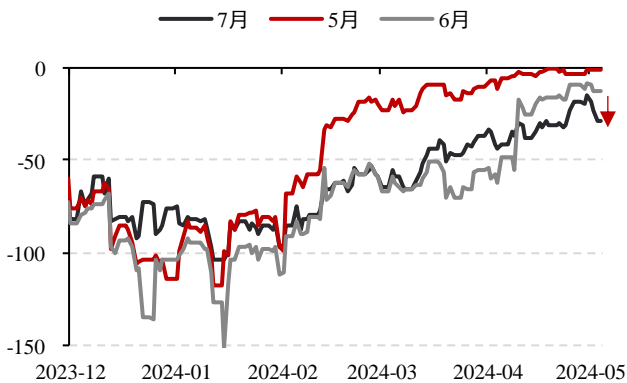
| 增量的贡献 (2023年对实际GDP同比贡献) | 指标名称 | 单位 | 2024/04 | 2024/03 | 2024/02 | 2024/01 | 2023/12 | 2023/11 | 2023/10 | 2023/09 | 2023/08 | 2023/07 | 2023/06 | 2023/05 |
|-------------------------|----------------|----|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|
| | GDP:不变价:当季同比 | % | | 5.3 | 5.2 | 4.9 | 6.3 | | | | | | | |
| 净出口 | 出口金额:累计同比 | % | | 1.5 | 7.0 | | -4.6 | -5.3 | -5.6 | -5.7 | -5.6 | -5.0 | -3.2 | 0.3 |
| | 进口金额:累计同比 | % | | 1.5 | 3.5 | | -5.5 | -6.1 | -6.5 | -7.5 | -7.6 | -7.6 | -6.7 | -6.7 |
| 投资 | 固投:累计同比 | % | | 4.5 | 4.2 | | 3.0 | 2.9 | 2.9 | 3.1 | 3.2 | 3.4 | 3.8 | 4.0 |
| | 地产投资:累计同比 | % | | -9.5 | -9.0 | | -9.6 | -9.4 | -9.3 | -9.1 | -8.8 | -8.5 | -7.9 | -7.2 |
| | 制造业投资:累计同比 | % | | 9.9 | 9.4 | | 6.5 | 6.3 | 6.2 | 6.2 | 5.9 | 5.7 | 6.0 | 6.0 |
| | 基建投资:累计同比 | % | | 8.8 | 9.0 | | 8.2 | 8.0 | 8.3 | 8.6 | 9.0 | 9.4 | 10.7 | 10.1 |
| | 制造业PMI | % | 50.4 | 50.8 | 49.1 | 49.2 | 49 | 49.4 | 49.5 | 50.2 | 49.7 | 49.3 | 49 | 48.8 |
| 消费 | 社会零售:累计同比 | % | | 4.7 | 5.5 | | 7.2 | 7.2 | 6.9 | 6.8 | 7 | 7.3 | 8.2 | 9.3 |
| | 服务业PMI | % | 50.3 | 52.4 | 51 | 50.1 | 49.3 | 49.3 | 50.1 | 50.9 | 50.5 | 51.5 | 52.8 | 53.8 |
| | 城镇调查失业率 (色阶相反) | % | | 5.2 | 5.3 | 5.2 | 5.1 | 5.0 | 5.0 | 5.0 | 5.2 | 5.3 | 5.2 | 5.2 |
| 通胀 | CPI:当月同比 | % | | 0.1 | 0.7 | -0.8 | -0.3 | -0.5 | -0.2 | 0 | 0.1 | -0.3 | 0 | 0.2 |
| 金融 | 社会融资规模存量:同比 | % | | 8.7 | 9 | 9.5 | 9.5 | 9.4 | 9.3 | 9 | 9 | 8.9 | 9 | 9.5 |
| | 金融机构:各项贷款余额:同比 | % | | 9.6 | 10.1 | 10.4 | 10.6 | 10.8 | 10.9 | 10.9 | 11.1 | 11.1 | 11.3 | 11.4 |

数据来源: Wind 华泰期货研究院

大类配置逻辑一、美联储如期放缓 QT 步伐

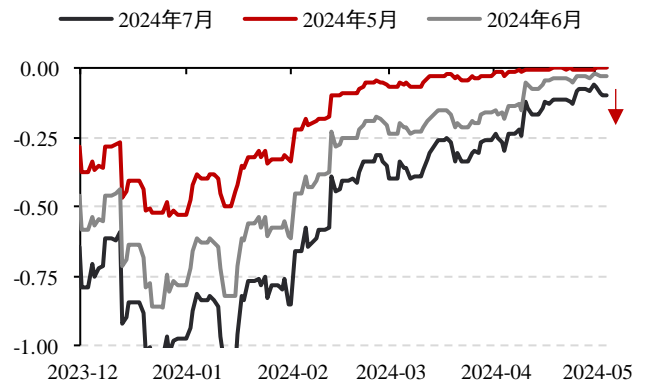
美联储如期放缓 QT 步伐。北京时间 2024 年 5 月 2 日凌晨 2 点，美联储公布 5 月利率决议。1) 会议声明增加了对于通胀的表述，认为当前通胀缺乏进一步向 2% 回落的动能。2) 美联储维持利率不变。3) 美联储调整缩表政策，从 6 月开始美债的削减上限从每月 600 亿美元降至 250 亿美元，但是 MBS 的削减规模不变。

图8： 7月宽松预期上升 |单位：%



数据来源: Bloomberg 华泰期货研究院

图9： 但7月宽松幅度不强 |单位：%



数据来源: Bloomberg 华泰期货研究院

美国4月非农数据遇冷，美元、美债利率回落。美国4月非农新增17.5万人，低于预期的24万人。分行业来看，前期的支撑项均出现不同程度回落，休闲和酒店业出现明显降温，新增放缓至0.5万人；政府部门新增放缓至0.8万人。与此同时，失业率反弹至3.9%，前值为3.8%，时薪增速同比将至3.9%，前值为4.1%。

短期来看，前期的就业韧性支撑通胀，同时后续的就业市场缺口进一步缓解，在同时满足降息预期温和上调，但经济未加速下行的背景，宏观环境短期对资产价格相对温和，直至降息靴子落地。

图10：美国非农数据分项情况 | 单位：%

| Series | 2024-04 | 2024-03 | 2024-02 | 2024-01 | 2023-12 | 2023-11 | 2023-10 | 2023-09 | 2023-08 | 2023-07 | 2023-06 |
|------------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 总计 | 175 | 315 | 236 | 256 | 290 | 182 | 165 | 246 | 210 | 184 | 240 |
| 采矿与伐木业 | -3.00 | 3 | 0 | -2 | 3 | -4 | -1 | 1 | 0 | 2 | 0 |
| 建筑业 | 9.00 | 40 | 24 | 26 | 18 | 15 | 22 | 13 | 31 | 11 | 33 |
| 制造业 | 8.00 | -4 | -9 | 6 | 12 | 25 | -31 | 13 | 2 | -6 | 9 |
| 贸易、运输和公用事业 | 52.00 | 31 | 54 | 7 | 24 | -45 | 6 | 42 | -29 | 9 | -15 |
| 信息 | -8.00 | 4 | -3 | 8 | 13 | 17 | -26 | 11 | -18 | -28 | -7 |
| 金融活动 | 6.00 | 5 | -7 | -4 | 6 | 4 | 0 | 0 | 4 | 18 | 9 |
| 专业和商业服务 | -4.00 | 10 | 6 | 48 | 13 | 10 | -5 | -1 | -1 | -17 | 7 |
| 教育与健康服务 | 95.00 | 88 | 80 | 100 | 84 | 110 | 77 | 81 | 93 | 109 | 77 |
| 休闲及餐旅服务 | 5.00 | 53 | 26 | -3 | 41 | 10 | 57 | 27 | 52 | 41 | 60 |
| 其他服务 | 7.00 | 13 | 10 | 10 | 0 | 10 | -1 | 9 | 16 | 9 | 12 |
| 政府 | 8.00 | 72 | 55 | 60 | 76 | 30 | 67 | 50 | 60 | 36 | 55 |

数据来源：Wind 华泰期货研究院

关注美联储政策平台期的配置机会

一、美联储目前处于加息向降息转换的过渡期，故我们回溯了美联储货币政策平台期（从加息转为降息期间）的资产表现，选取历史上美联储最后一次加息结束到第一次降息期间的历史数据，研究发现：1、风险资产先涨后跌：期间美债利率持续回落，美元指数低位徘徊后上涨，股指、商品先涨后跌，A股表现亮眼，上证4个样本均录得上涨，并且平均涨跌幅领先。2、商品分板块：有色、原油、黄金平均涨跌幅、上涨概率先领先，化工、油脂油料、煤焦钢矿（1个样本）、农副产品（1个样本）领跌。

图11: 近四轮历史美联储从加息转为降息期间的资产表现 | 单位: %

| | 10Y美债利率(绝对值变化, %) | 美元兑人民币 | 美元指数 | 上证综指 | 创业板指 | 上证50 | 沪深300 | 中证500 | 中证1000 | 纳指 | 道指 | Wind商品指数 | 软商品 | 油脂油料 | 煤焦钢矿 | 有色 | 化工 | 非金属建材 | 谷物 | 农产品 | 黄金 | 原油 | |
|-----|-------------------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|----------|--------|--------|--------|--------|--------|---------|--------|--------|---------|-------|-------|
| 后一月 | 平均涨跌幅 | -0.24 | -0.56% | -2.16% | 25% | -0.68% | -0.70% | -0.28% | 17% | 1.48% | 3.13% | 2.06% | 0.01% | -0.91% | -2.46% | -0.55% | 2.95% | -1.85% | 0.72% | -2.09% | -10.09% | 3.08% | 6.89% |
| | 样本上涨概率 | 0% | 0% | 0% | 75% | 0% | 50% | 50% | 100% | 100% | 75% | 50% | 67% | 50% | 0% | 0% | 67% | 33% | 100% | 33% | 0% | 100% | 75% |
| 后两月 | 平均涨跌幅 | -0.34 | -0.58% | -2.39% | 9.99% | 10.60% | 2.77% | 3.69% | 3.67% | 3.09% | -2.91% | 3.60% | 1.97% | -2.78% | -3.71% | -0.52% | 3.42% | -5.71% | -0.51% | -1.20% | -8.01% | 3.25% | 6.37% |
| | 样本上涨概率 | 0% | 25% | 25% | 75% | 100% | 50% | 50% | 50% | 50% | 75% | 67% | 50% | 33% | 0% | 67% | 33% | 0% | 33% | 0% | 75% | 75% | |
| 后三月 | 平均涨跌幅 | -0.54 | -1.12% | -2.02% | 12.09% | 32.06% | 9.50% | 11.66% | 15.89% | 16.67% | 9.26% | 8.11% | 3.21% | -0.91% | -5.49% | -3.07% | 6.39% | -6.75% | 2.95% | 0.37% | -9.89% | 1.36% | 9.44% |
| | 样本上涨概率 | 0% | 25% | 0% | 100% | 100% | 50% | 50% | 100% | 100% | 100% | 100% | 33% | 50% | 33% | 0% | 100% | 67% | 0% | 33% | 0% | 75% | 75% |
| 后半年 | 平均涨跌幅 | -1.67 | -0.59% | 1.12% | 27.01% | 13.89% | 35.84% | 29.25% | 14.32% | 12.56% | 4.21% | 8.05% | -0.90% | -5.02% | -1.40% | 3.88% | -1.07% | -10.83% | 6.85% | 8.00% | -13.37% | 1.98% | 7.76% |
| | 样本上涨概率 | 0% | 33% | 67% | 100% | 100% | 100% | 100% | 100% | 100% | 67% | 67% | 0% | 67% | 100% | 33% | 0% | 100% | 100% | 0% | 67% | 67% | |
| 备注 | 样本个数 | 4 | 4 | 4 | 4 | 1 | 2 | 2 | 2 | 2 | 4 | 4 | 3 | 2 | 3 | 1 | 3 | 3 | 1 | 3 | 1 | 4 | 4 |

数据来源: Wind 华泰期货研究院

二、美联储降息周期影响分析, 我们选取近四轮美联储第一次降息到最后一次降息的时段。背景: 1、2019年和2007年分别受疫情和次贷危机冲击, 降息期间经济持续承压; 2、2001年和1995年经济更有韧性; 资产: 1、从整个降息周期看, 股指、商品会面临不同程度压力, 政策应对方式造成节奏上的区别, 贵金属持续受益但系统性风险除外(2008年)。商品分板块: 2、需求因素主导整体商品震荡调整, 板块间不存在统一的强弱逻辑; 3、供给因素能够带来板块上逆周期的机会, 如2007年的原油; 4、贵金属建议继续买入套保。

图12: 近五轮历史美联储降息期间的资产表现 | 单位: %

| | 10Y美债利率(绝对值变化, %) | 美元兑人民币 | 美元指数 | 上证综指 | MSCI新兴市场 | 纳指 | 道指 | CRB:综合 | CRB:食品 | CRB:油脂 | CRB:家畜 | CRB:金属 | CRB:工业原料 | CRB:纺织品 | 铁矿石 | 黄金 | 原油 | |
|-----|-------------------|--------|--------|-------|----------|---------|--------|--------|---------|--------|--------|---------|----------|---------|--------|--------|--------|---------|
| 后一月 | 平均涨跌幅 | -0.36 | 0.84% | 0.03% | 3.79% | 5.87% | 2.19% | -0.19% | -0.99% | -1.27% | -0.64% | -3.02% | 1.88% | -0.74% | -1.82% | -0.74% | 3.68% | 3.67% |
| | 样本上涨概率 | 60% | 60% | 40% | 50% | 75% | 60% | 40% | 60% | 20% | 20% | 40% | 60% | 20% | 40% | 25% | 60% | 40% |
| 后三月 | 平均涨跌幅 | -0.14 | 0.15% | 1.36% | 0.86% | -1.57% | -7.86% | -3.40% | -0.56% | 3.08% | -0.32% | -5.53% | -0.99% | -2.93% | -3.19% | -5.23% | 3.13% | 4.19% |
| | 样本上涨概率 | 20% | 40% | 60% | 50% | 50% | 60% | 60% | 40% | 60% | 40% | 40% | 20% | 0% | 60% | 0% | 40% | 20% |
| 后半年 | 平均涨跌幅 | -0.41 | -1.28% | 0.58% | -9.11% | -1.95% | -2.66% | 0.74% | 3.97% | 9.00% | 12.33% | 5.06% | 1.77% | 0.77% | -2.56% | 8.11% | 13.79% | 10.11% |
| | 样本上涨概率 | 20% | 40% | 40% | 50% | 25% | 60% | 60% | 60% | 60% | 40% | 60% | 40% | 40% | 25% | 100% | 80% | |
| 期间 | 平均涨跌幅 | -1.56 | -1.97% | 0.79% | 1.34% | -26.50% | 0.87% | 3.97% | -10.17% | -1.45% | -1.47% | -13.60% | -23.23% | -15.39% | -8.16% | 3.70% | 7.45% | -23.36% |
| | 样本上涨概率 | 0% | 60% | 40% | 25% | 0% | 40% | 40% | 20% | 20% | 40% | 20% | 20% | 20% | 25% | 60% | 40% | |
| 备注 | 样本个数 | 5 | 5 | 5 | 4 | 4 | 5 | 5 | 5 | 5 | 5 | 5 | 5 | 5 | 4 | 5 | 5 | |

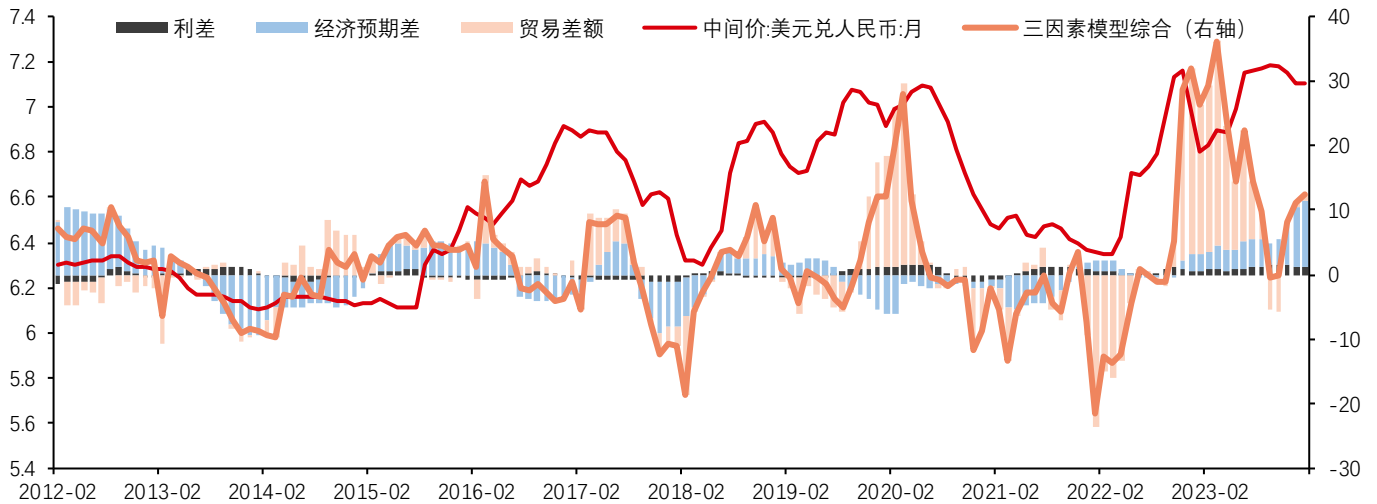
数据来源: Wind 华泰期货研究院

人民币汇率压力缓和

现状: 1) 经济预期差(chā)中性: 专项债发行进度仍慢, 政治局会议对国内经济预期有提振; 2) 中美利差(chā)利于人民币: 美国4月非农数据再度扭转美债利率趋势, 美联储降息计价后续有望回升, 美债利率见顶回落; 3) 净出口利好人民币: 中美共振补库的背景下, 国内出口开始呈现超预期。

展望：人民币汇率短期中性震荡，美联储的降息计价下降趋势扭转，外部压力缓和支撑人民币，等待国内发力的信号。

图13： 拟合模型指向人民币汇率见顶转升 | 单位：%



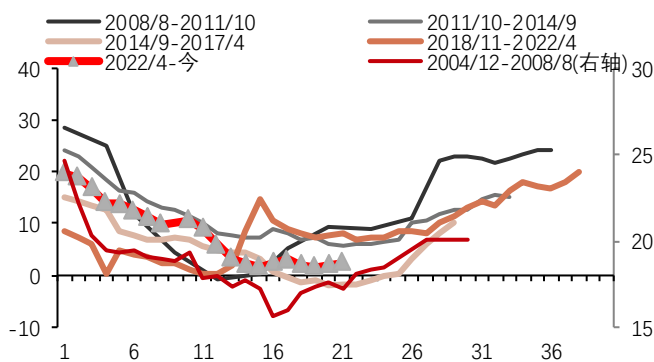
数据来源：Wind 华泰期货研究院

大类配置逻辑二、总量补库重启

中国和美国目前所处的库存阶段

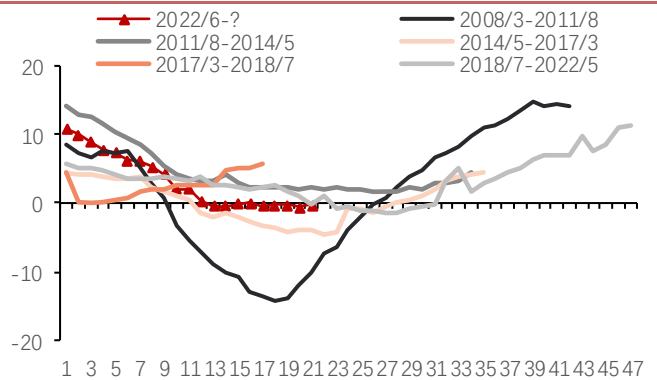
库存推演：本轮库存拐点的确认较为曲折，2023年8月是本轮中美补库的首次起点，经历2个月的补库后，10-12月库存增速又再度走低；截至2024年3月，我国的工业企业产成品库存增速低点在2023年7月，而美国制造业存货量增速低点出现在2024年1月。目前中美均处于库存增速的上升阶段。

图14： 中国工业企业产成品库存累计同比|单位：%



数据来源：Wind 华泰期货研究院

图15： 近6轮美国库存周期 | 单位：%



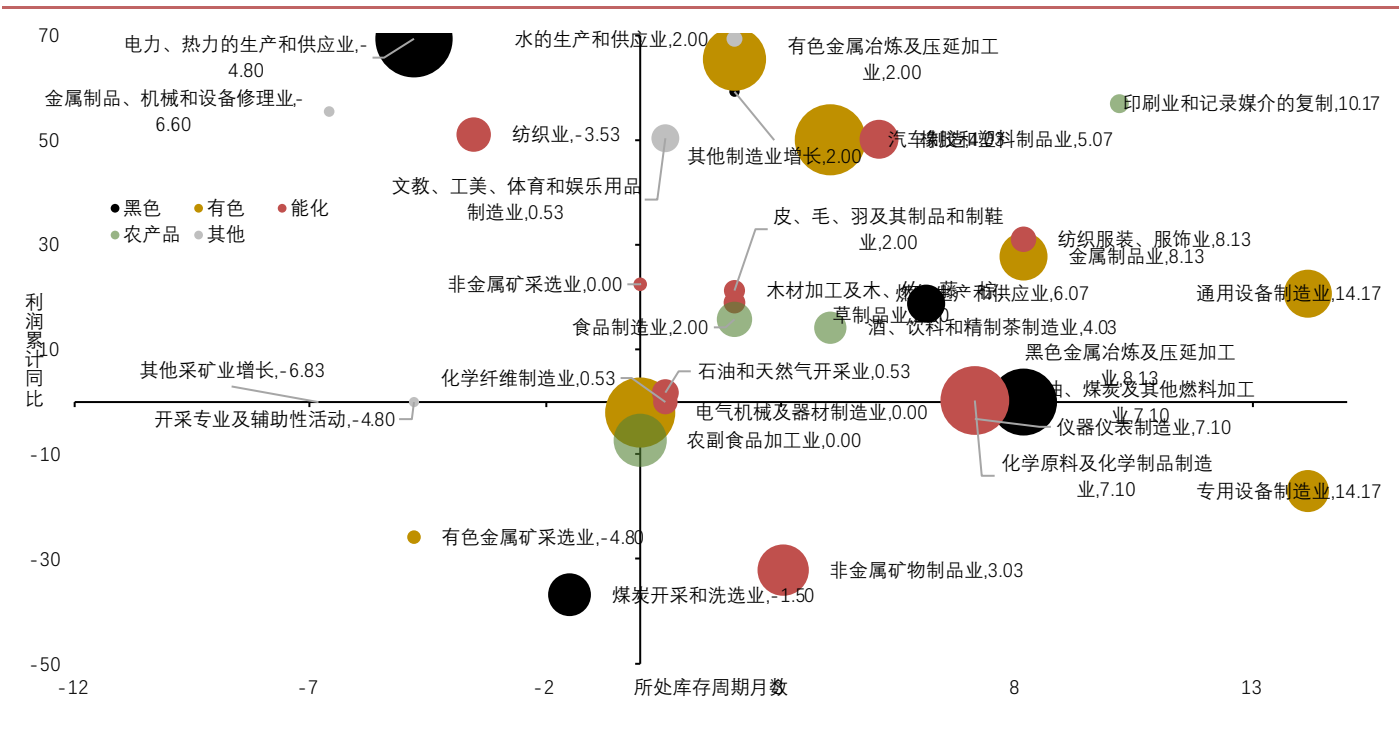
数据来源：Wind 华泰期货研究院

分行业边际库存变化来看：1-3月库存累计增速石油和天然气开采业（较上月+8.9pct，下同）、化学纤维制造业（+8.6pct）、煤炭开采和洗选业（+4.8pct）、有色金属冶炼及压延（+2.6pct）涨幅靠前；电力、热力的生产和供应业（-34.1pct）、铁路、船舶、航空航天等运输设备（-3pct）、非金属矿采选（-3pct）、专用设备（-2.3pct）、电气机械及器材制造业（-2.2pct）、汽车制造业（-2.1pct）。仅展示部分和行业商品相关度高的行业。

分行业利润：利润累计同比增速前五的是黑色冶炼、电热力生产和供应、水电燃气生产和供应、化学纤维、有色冶炼；排名后五的是化学原料和化学制品、煤炭开采和选洗、非金属矿物制品、石油和天然气开采、医药；利润率排名前五的是石油和天然气开采、采矿业、饮料制品、煤炭采矿、有色金属开采；排名后五的是黑色冶炼、燃料加工、化学纤维、农副食品。

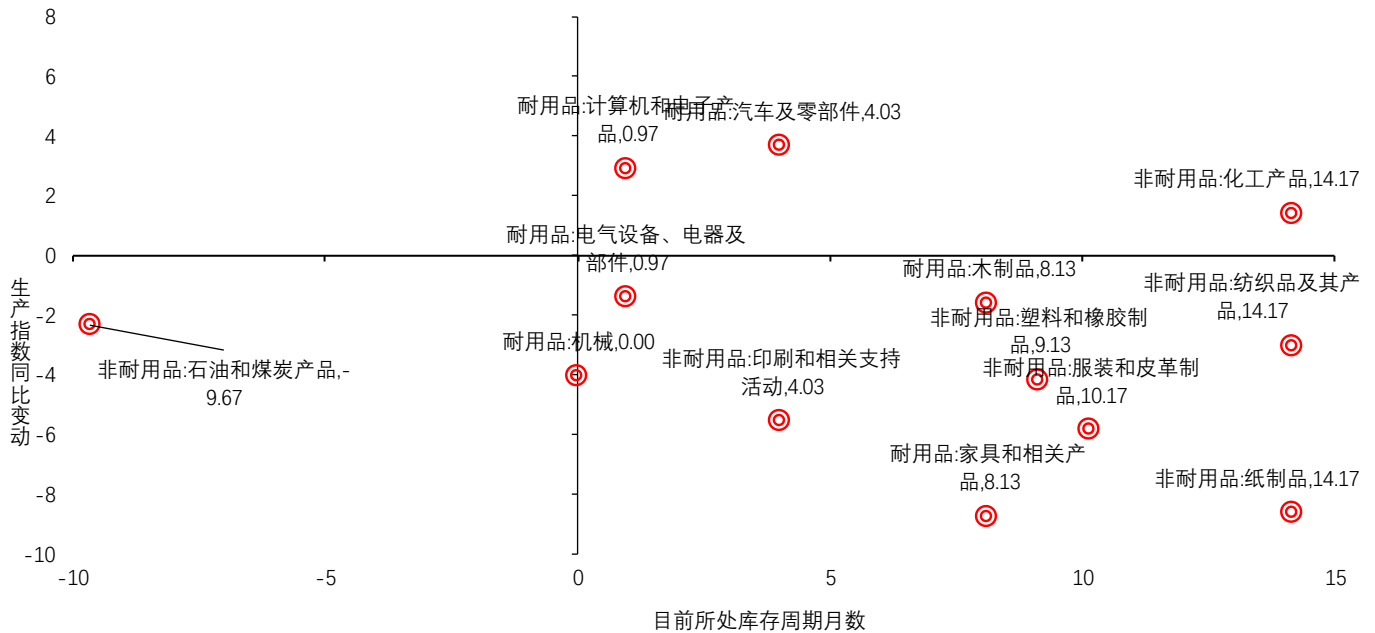
美国方面，行业层面产量回升+库存回升（主动补），行业补库趋势最强：汽车、运输设备、电子产品、化工产品；产量下降+库存回升的行业占比较大。

图16: 2024年3月中国工业企业各行业所处的库存周期位置 | 单位：月



数据来源：Wind 华泰期货研究院

图17: 2024年2月美国制造商各行业所处的库存周期位置 | 单位: 月



数据来源: Wind 华泰期货研究院

航运、近月合约支撑仍较强，远月合约可关注正套操作

班轮公司涨价预期抬升近月合约估值，EC2406、EC2408 合约仍具有较强支撑。4 月底班轮公司再度发布涨价函，CMA5 月 15 日后船期报价涨至 2700/5000，赫伯罗特 5 月 15 日后船期报价涨至 2150/4100（未包含 PSS），马士基 5 月 13 日后船期报价涨至 2525/4900（不包括码头处理费及任何其他适用的附加费）。极羽科技线上订舱报价显示，CMA5 月中旬后船期报价为 2755/5085，MSC6 月 1 号之后船期报价为 3327/5554，EMC5 月中旬后船期报价为 3235/5020。基于目前班轮公司报价初步估算，未来几周 SCFIS 逐步上升，最高升至 3500 点左右。目前 EC2406 合约仍贴水 SCFIS 预估值。

远月合约仍面临船舶交付以及地缘冲突的不确定性。地缘方面，目前巴以休战的可能性较大，五一假期期间哈马斯与以色列军方的谈判消息频频传出，关注后续进展，若哈马斯与以色列结束战争且胡塞武装在双方停战的基础上中止扰动红海，则集运市场供需基本面将面临重大变化，但目前仍具有较大不确定性，持续跟踪。远月合约仍面临船舶交付压力，2024 年每周实际可用运力较 2023 年同期仍有所减少，大部分投放的运力被航线绕行所吸收，虽然集装箱船舶目前快速交付，但是我们预计上半年远东-欧洲实际运力供给仍受限，但下半年运力端压力或逐步显现，（12000+TEU 船舶）1-6 月预计交付 98.16 万 TEU；1-8 月预计交付 131 万 TEU，1-10 月预计交付 158 万 TEU，1-12 月预计交付 187.72 万 TEU。

总的来看，我们认为近月合约 EC2406 以及 EC2408 合约仍具有较强支撑。虽然集装箱船舶目前快速交付，但是我们预计上半年远东-欧洲实际运力供给仍受限；基于目前班轮公司报价初步估算，未来几周 SCFIS 逐步上升，最高升至 3500 点左右，目前 EC2406 合约仍贴水 SCFIS 预估值。套利层面可关注 EC2408 与 EC2410 合约正套。正常年份 10 月份价格均值低于 8 月份 20%-30% 之间，8 月合约属于旺季合约，旺季合约目前仍存挺价预期，支撑仍在，10 月份合约为淡季合约；运力仍在不断增加，供给端对远期合约的压力仍在；远期地缘冲突的不确定性会放大远月合约的波动。

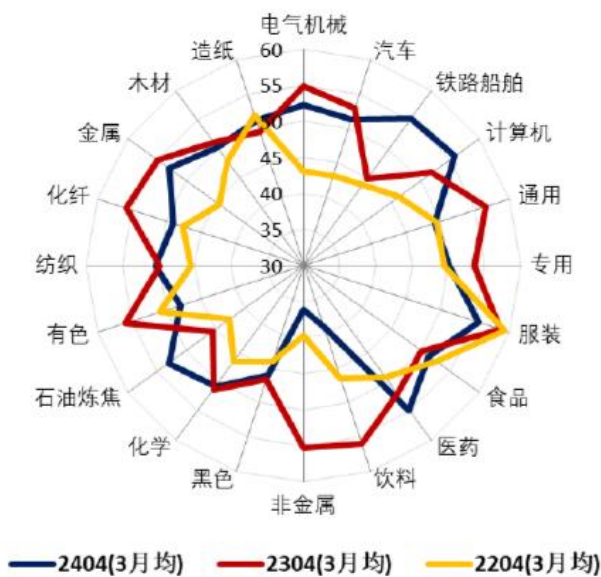
详情请查看航运月报

商品、板块分化

中观行业现状

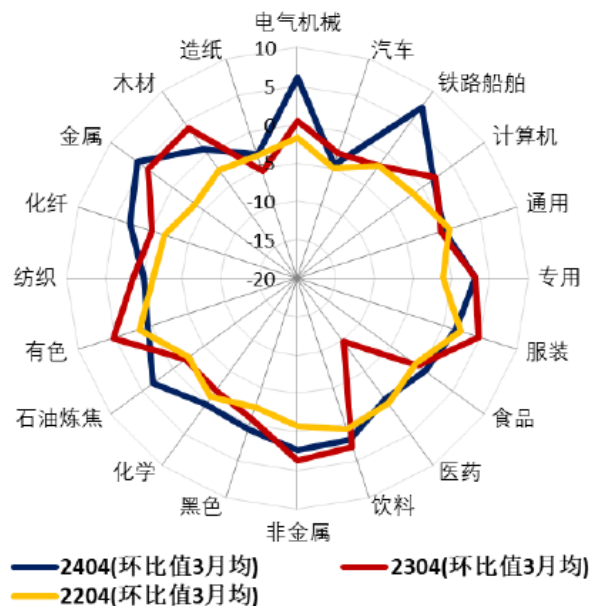
制造业 PMI 分行业数据来看，行业大类 PMI 指数全部回升，回升最多的是设备。4 月表现相对强劲的行业主要是电气机械、铁路船舶航空、电子通信计算机、服装、医药、石油炼焦；表现较弱的行业有汽车、通用设备、食品、饮料、非金属、黑色、有色、纺织。

图18：制造业分行业 PMI 三月均值对比|单位：%



数据来源：中采 PMI 华泰期货研究院

图19：制造业分行业 PMI 三月均值环比对比|单位：%



数据来源：中采 PMI 华泰期货研究院

图20: 2023年主要行业商品用量以及2024年增速推演 | 单位: %

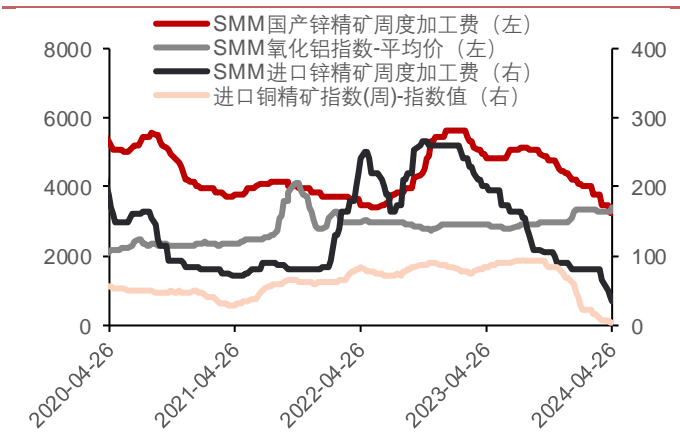
| 需求占比 | | 黑色建材 | | | 有色金属 | | | 化工 | | | 行业增速 | |
|-------|----------|-------|-------|-------|------|------|------|--------|---------------------|-------------------|-------|-----------|
| | | 行业 | 螺纹 | 热卷 | 玻璃 | 铜 | 铝 | 锌 | 塑料 | 其他 | 2023年 | 2024年 (E) |
| 房地产投资 | | 螺纹50% | 热卷5% | 玻璃75% | 铜10% | 铝25% | 锌25% | PVC60% | PP5% | 沥青15% | -10% | -8% |
| 基建投资 | 不含电力 | 螺纹35% | 热卷15% | | | | 锌35% | PVC10% | PE10% | 沥青85% | 6.5% | 6% |
| | 光伏全球装机 | | | | | | | | | | 66% | 35% |
| | 合计 | | | | 铜45% | 铝20% | | | | | 10% | 10% |
| 制造业销量 | 汽车 | | 热卷25% | 玻璃15% | 铜10% | 铝20% | 锌15% | | PP8% | 橡胶75% | 7% | 5% |
| | 新能源车全球产量 | | | | | | | | | | 39% | 27% |
| | 家电 | | 热卷10% | | 铜15% | 铝5% | | | PP12% | EB40% | 9% | 5% |
| | 机械 | | 热卷15% | | | 铝7% | 锌5% | | | | 6% | 5% |
| 消费 | 日用消费品 | | | | | 铝5% | | PVC30% | pp/pe 70-80% 用于日常消费 | PTA 25% | 3.9% | 2% |
| | 纺织服装 | | | | | | | | | PTA75% MEG 90% | 12.8% | 8% |
| | 粮油食品 | 农产品 | | | | | | | | | 5.2% | 4% |
| | 饲料 | 农产品 | | | | | | | | | 3% | 3% |

数据来源: Wind 华泰期货研究院

国别和行业结构分化延续

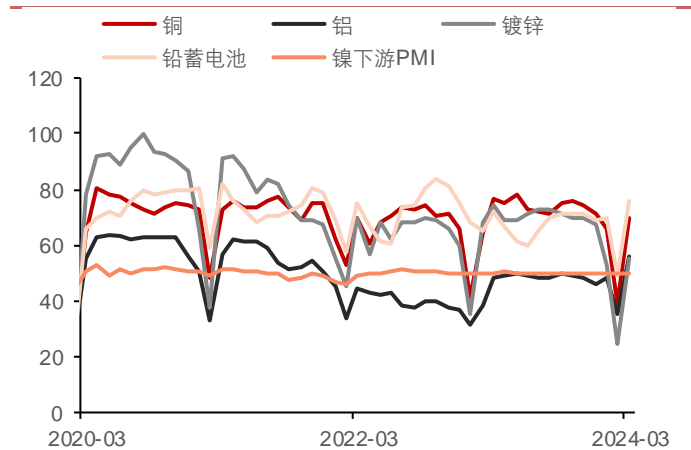
商品的产需结构延续分化态势。一方面是印度、俄罗斯、墨西哥等新兴市场国家需求持续改善,同时汽车、家电、机械设备、电子等行业持续改善;另一方面是传统的地产和基建需求仍维持低迷,整体行业 and 品种的产需结构呈现有色偏强、黑色走平的状态。

图21: 有色上游加工费指数 | 单位: 元/吨、美元/吨、点



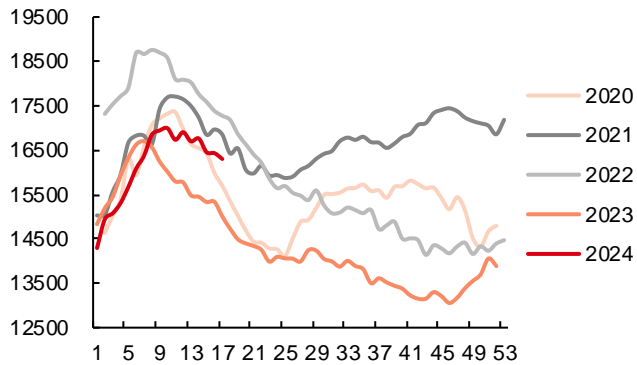
数据来源: Wind 华泰期货研究院

图22: 有色下游开工率 | 单位: %



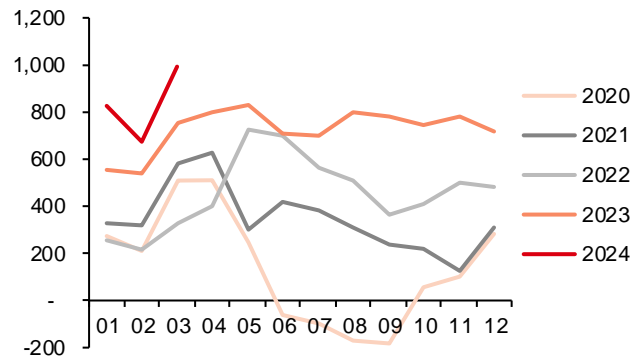
数据来源: NOAA 华泰期货研究院

图23: 全口径铁元素库存 | 单位: 万吨



数据来源: Wind 华泰期货研究院

图24: 粗钢月度净出口 | 单位: 万吨



数据来源: NOAA 华泰期货研究院

地缘政治影响长期化

地缘政治影响长期化，但地缘计价短期缓解。三大机构4月报出炉，EIA与IEA均下修了今年的需求增速，新能源车对石油消费的替代正在持续加速，OPEC本月平衡表变动不大，此外，供给预测与OPEC产量变化均不大，从OECD石油库存来看，今年整体库存趋势与季节性基本一致，但由于库存绝对水平不高，因此整体供需矛盾并不突出，油价短期仍受到中东与俄乌地缘政治局势影响，在4月意义冲突影响下，油价高位震荡。展望后续，我们认为地缘政治的风险正在逐步释放，利多也正在出尽，伊以冲突的各方博弈仍在红线之内，美中等大国亦不希望局势升级。

图25: 地缘冲突影响分析

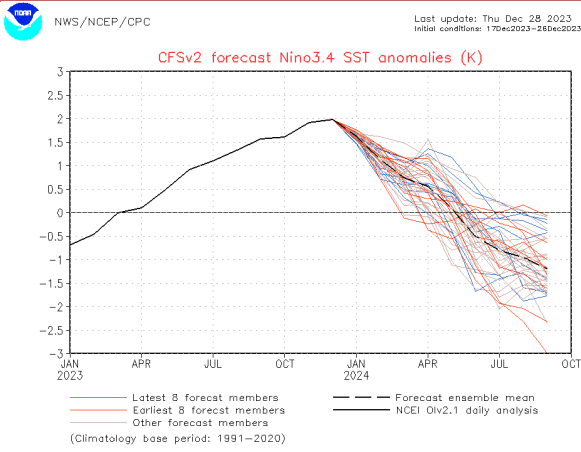
| 日期 | 名称 | 产能(桶/日) | 影响 | 状态 | 国内/出口 | 距乌克兰边境距离 |
|-----------|--|------------|-----------------------------------|--|--|----------|
| 2024/4/28 | Lyudinovo, Kaluga油库 | - | 无 | - | 国内 | 170 km |
| 2024/4/27 | Slavyansk炼厂 (Slavyansk Eco公司) | 132000 | 未经证实-怀疑AT-1装置受损 | 部分运行 | 黑海出口中心 | 340 km |
| 2024/4/27 | Il'sky炼厂 (KNGK集团) | 70000 | 石脑油分离塔疑似损坏 | 部分运行-石脑油分离塔预计需要三到四天的时间来修复 | 出口 | 350 km |
| 2024/4/2 | | 324000 | 火灾于20分钟后扑灭; 损失未知 | 部分运行 | 国内: 60%柴油供应应用于俄罗斯市场 | 1100 km |
| 2024/3/23 | | 140000 | 常压蒸馏装置 (CDU) 在火灾后都停止运行 | 暂停运行 | 国内柴油供应源, 重质燃料出口商 | 920 km |
| 2024/3/23 | | 166000 | 无-阻止了袭击 | 完全运行 | 国内柴油供应源, 重质燃料出口商 | 900 km |
| 2024/3/17 | Slavyansk炼厂 (Slavyansk Eco公司) | 60000 | 无人机掉落发生火灾, 常减压蒸馏装置 (CDU/VDU) 疑似停运 | 部分运行 | 出口 | 350 km |
| 2024/3/16 | Syzran炼厂 (Rosneft公司) | 178300 | 生产装置起火, 常压蒸馏装置 (CDU) 停工 | 部分运行 | 向欧洲东部出口柴油, 国内供给俄罗斯中部地区 | 700 km |
| 2024/3/16 | Novokuybishev (Rosneft公司) | 166000 | 无-阻止了袭击 | 完全运行 | 是国内柴油供应源, 且出口重质燃料 | 900 km |
| 2024/3/13 | Novoshakhtinsky炼厂 (Yug Rusi公司) | 11200 | 无人机掉落在工厂上 | 暂停运行 | 国内 | 15 km |
| 2024/3/13 | Kirishi炼厂 (Surgutneftegas公司) | 420000 | 无 | 完全运行 | 在国内为Leningrad地区提供燃油, 通过Primorsk, Ust-Luga出口多余的柴油和燃料油 | 300 km |
| 2024/3/13 | Ryazan炼厂 (Rosneft公司) | 342000 | 加工单元暂停运行, 怀疑第二常压蒸馏装置 (CDU) 受损 | 部分运行 | 在国内为莫斯科提供燃料, 与Primorsk通过管道相连以出口柴油 | 460 km |
| 2024/3/12 | Oryol储备站 (Rosneft公司) | - | 一个储罐受损 | 部分运行 | 国内 | 220 km |
| 2024/3/12 | Norsi炼厂 (Lukoil公司) | 340000 | 各处火灾被扑灭, 常压蒸馏装置 (CDU) 停工 | 部分运行 | 国内-主要汽油供应来源 | 800 km |
| 2024/3/6 | Voronezh油库 | - | 无-两架无人机被击落 | 完全运行 | 国内 | 180 km |
| 2024/3/5 | Belgorod油库 (Rosneft公司) | - | 储油罐着火 | 火势无蔓延风险 | 国内 | 90 km |
| 2024/3/4 | St. Petersburg石油码头 | 235000 | 无-阻止了携带20千克炸药的无人机袭击 | 完全运行 | 波罗的海地区的主要燃油出口终端, 其他从俄罗斯和白俄罗斯出口 | 850 km |
| 2024/2/15 | Polevaya石油码头, 位于Kursk | - | 100吨燃油罐着火 | 无伤亡 | 国内 | 100 km |
| 2024/2/9 | (Kubanskaya Neftegazovaya Kompaniya公司) | 132000 | 疑似损坏7.2万桶/日的常压蒸馏装置 (CDU) 和储罐 | 根据官方消息, 将在维护后重新运行 | 黑海出口中心 | 340 km |
| 2024/2/3 | (Lukoil公司) | 314000 | 常减压蒸馏装置 (CDU/VDU) 内部管道起火 | 暂停运行, 预计很快恢复 | 俄罗斯南部地区的国内燃料来源; 通过管道连接Novorossiisk, 用于柴油出口 | 350 km |
| 2024/1/31 | 燃油储存点 | - | 燃油铁路运输车起火, 无人机被击落 | 没有实质性的损坏 | 国内燃油储存 | 870 km |
| 2024/1/29 | (Slavneft-Yanos公司) | 301200 | 无-阻止了无人机的袭击 | 完全运行 | 俄罗斯中部地区的国内燃料来源; 通过管道连接Primorsk, 用于柴油出口 | 700 km |
| 2024/1/25 | (Rosneft公司) | 240000 | 减压蒸馏装置 (VDU) 着火, 疑似有损坏 | 原计划于二月进行的维护提前进行, 预计五月结束。二月继续装载, 成品油出口可能来自仓库。 | 黑海地区炼厂-原料出口中心 | 400 km |
| 2024/1/21 | 凝析油处理装置 (Novatek公司) | 700万吨/年凝析油 | 加工受影响, 事后暂停装载 | 油轮于1月24日恢复装载, 主要装载凝析油。根据官方消息, 石油产品装载于2月中旬恢复。 | 波罗的海地区石脑油出口中心 | 870 km |
| 2024/1/19 | Bryansk储备站 (Rosneft公司) | - | 四个储罐起火 (总容积为6,000立方米), 无人机被击落 | 完全运行 | - | 100 km |
| 2024/1/18 | St. Petersburg石油码头 | 235000 | 无-阻止了无人机的袭击 | 完全运行 | 波罗的海地区的主要燃油出口终端, 其他从俄罗斯和白俄罗斯出口 | 850 km |

数据来源: Wind 华泰期货研究院

关注拉尼娜信号

本次厄尔尼诺事件已过峰值, 关注转向拉尼娜的可能。根据中国气象局, 2024年1月, 赤道太平洋大部海表温度较常年同期偏高, 东太平洋暖水中心偏高 2.5°C以上。厄尔尼诺监测关键区 (Niño3.4 区) 海温指数为 1.80°C, 较 2023年12月下降 0.22°C, 说明本次厄尔尼诺事件 (从 2023年5月开始) 自 2024年1月以来开始衰减, 峰值出现在 2023年12月。关注后续向拉尼娜转向的可能。

图26: NINO3.4 指数



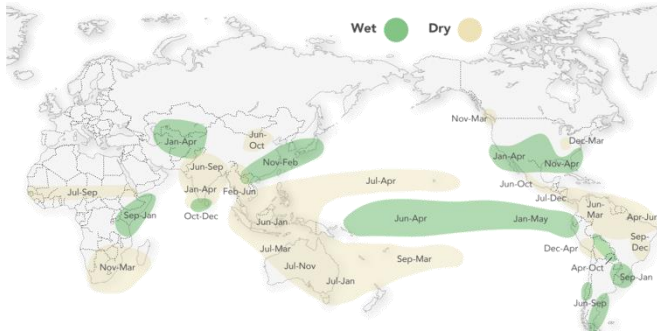
数据来源: NOAA 华泰期货研究院

图27: 厄尔尼诺与拉尼娜历史演变

| Year | DJF | JFM | FMA | MAM | AMJ | MJJ | JJA | JAS | ASO | SON | OND | NDJ |
|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|
| 2010 | 1.5 | 1.2 | 0.8 | 0.4 | -0.2 | -0.7 | -1.0 | -1.3 | -1.6 | -1.6 | -1.6 | -1.6 |
| 2011 | -1.4 | -1.2 | -0.9 | -0.7 | -0.6 | -0.4 | -0.5 | -0.6 | -0.8 | -1.0 | -1.1 | -1.0 |
| 2012 | -0.9 | -0.7 | -0.6 | -0.5 | -0.3 | 0.0 | 0.2 | 0.4 | 0.4 | 0.3 | 0.1 | -0.2 |
| 2013 | -0.4 | -0.4 | -0.3 | -0.3 | -0.4 | -0.4 | -0.4 | -0.3 | -0.3 | -0.2 | -0.2 | -0.3 |
| 2014 | -0.4 | -0.5 | -0.3 | 0.0 | 0.2 | 0.2 | 0.0 | 0.1 | 0.2 | 0.5 | 0.6 | 0.7 |
| 2015 | 0.5 | 0.5 | 0.5 | 0.7 | 0.9 | 1.2 | 1.5 | 1.9 | 2.2 | 2.4 | 2.6 | 2.6 |
| 2016 | 2.5 | 2.1 | 1.6 | 0.9 | 0.4 | -0.1 | -0.4 | -0.5 | -0.6 | -0.7 | -0.7 | -0.6 |
| 2017 | -0.3 | -0.2 | 0.1 | 0.2 | 0.3 | 0.3 | 0.1 | -0.1 | -0.4 | -0.7 | -0.8 | -1.0 |
| 2018 | -0.9 | -0.9 | -0.7 | -0.5 | -0.2 | 0.0 | 0.1 | 0.2 | 0.5 | 0.8 | 0.9 | 0.8 |
| 2019 | 0.7 | 0.7 | 0.7 | 0.7 | 0.5 | 0.5 | 0.3 | 0.1 | 0.2 | 0.3 | 0.5 | 0.5 |
| Year | DJF | JFM | FMA | MAM | AMJ | MJJ | JJA | JAS | ASO | SON | OND | NDJ |
| 2020 | 0.5 | 0.5 | 0.4 | 0.2 | -0.1 | -0.3 | -0.4 | -0.6 | -0.9 | -1.2 | -1.3 | -1.2 |
| 2021 | -1.0 | -0.9 | -0.8 | -0.7 | -0.5 | -0.4 | -0.4 | -0.5 | -0.7 | -0.8 | -1.0 | -1.0 |
| 2022 | -1.0 | -0.9 | -1.0 | -1.1 | -1.0 | -0.9 | -0.8 | -0.9 | -1.0 | -1.0 | -0.9 | -0.8 |
| 2023 | -0.7 | -0.4 | -0.1 | 0.2 | 0.5 | 0.8 | 1.1 | 1.3 | 1.6 | 1.8 | | |

数据来源: NOAA 华泰期货研究院

图28: 历史厄尔尼诺气候条件下全球降水情况



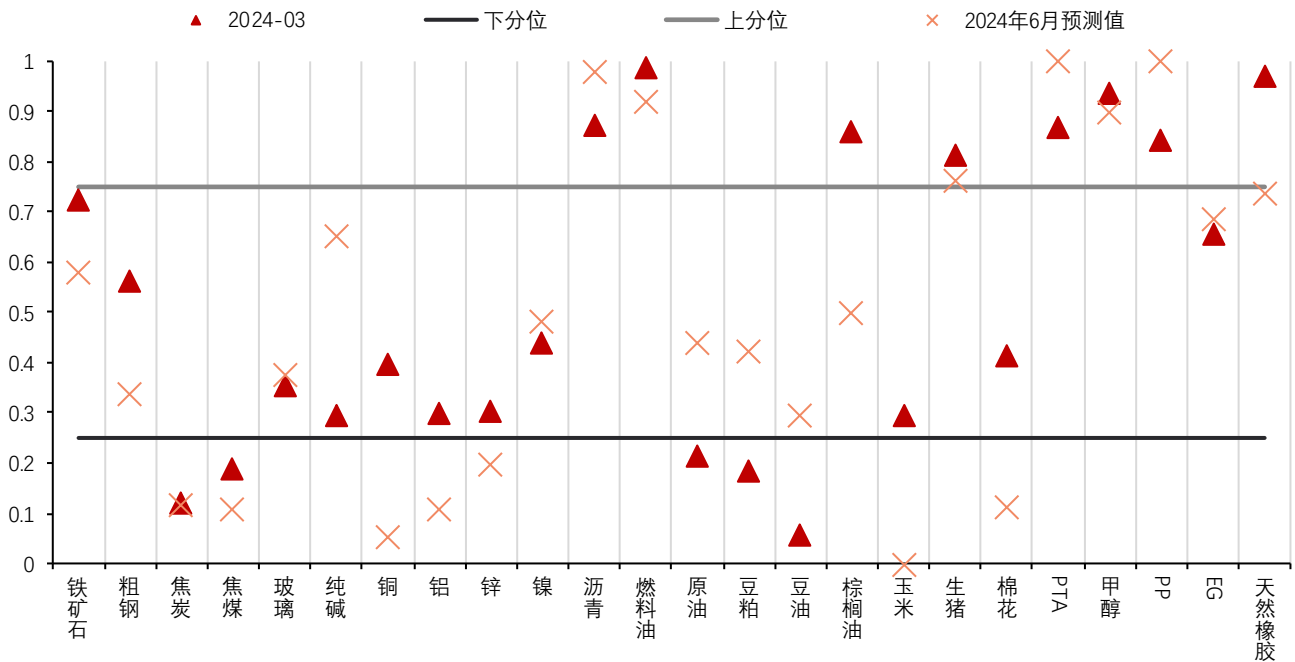
数据来源: NOAA 华泰期货研究院

图29: 历史拉尼娜气候条件下全球降水情况



数据来源: NOAA 华泰期货研究院

图30：主要商品品种 2024 年库存趋势推演 | 单位：%



数据来源：Wind 华泰期货研究院

商品期货策略：关注有色（铜、铝、锌）、养殖（豆菜粕、生猪）等结构性买入套保机会。

股指、业绩扰动结束，有望重返 IM 行情

我国经济持续向好。我国一季度经济总量超预期，内部结构仍待政策推动来改善。由于去年二季度经济基数较低，同时政策端也在持续发力，今年二季度经济有支撑。海外方面，美国经济回落，但内需支撑下，仍将维持偏强，通胀依然是最大担忧，但近期劳动力市场有所降温，市场重燃联储降息预期。

北向资金持续净买入。现货市场，沪指放量突破 3100 点大关，金融和周期风格显著占优。盈利端，一季度四大指数业绩分化，大盘股指数营业收入持稳，盈利同步承压，四大指数归母净利润齐跌，主要受需求恢复较慢影响，各行业维持“以价换量”的局面，地产、新能源板块拖累较大。预计 2024 年上证 50 和沪深 300 指数的净利润回归同比正增长。新“国九条”强调分红制度，2023 年分红比例提升，上证 50、沪深 300、中证 1000 指数的股息率提升。资金方面，全球资金对中国股市的信心增强，北向资金保持净流入，国内资金面持稳，重要资金护盘，下方空间有限，供应端 IPO 保持低位，产业资金积极流入，后续等待机构加仓，有望与外资合力推动趋势性行情。市场情绪方面，市场情绪明显回暖，四大指数换手率、成交额重心提升。

下季合约投资价值较高。期货市场，四大股指期货基差水平均处在历史偏高水平，活跃度和持仓量均分化，整体较3月末变动不大。IC、IM为Back结构，后市上涨动能更强。从跨期价差来看，IF、IH、IM的下季合约价格偏低，是做多策略中较好的投资标的。

详情请查看股指期货月报

5月关注事项

一、稳增长预期及验证。在前期经济结构分化的背景下，关注同步数据对于政治局会议预期的验证，包括5月13日的金融数据，以及5月17日的4月经济数据。

二、美联储降息预期。关注5月15日的通胀数据，以及5月23日的PMI初值，还有期间的美联储官员讲话。

三、其他央行动态。在经济数据偏弱的背景下，欧洲央行目前预期将于6月降息，而日本央行推出宽松货币政策的预期，以及对外汇的态度也将是市场重要的变量。

图31：5月重大事件和数据日历

| 星期一 | 星期二 | 星期三 | 星期四 | 星期五 | 星期六 | 星期日 |
|-----------------------------------|--|--------------------------------|-------------------------------|--------------------------------------|-----|-----|
| 29 欧元区4月经济景气指数 | 30 欧元区一季度GDP初值 中国4月官方PMI | 1 美国4月ISM制造业指数 美国5月ADP数据 | 2 美联储利率决议 | 3 美国4月非农数据 美国4月ISM非制造业指数 | 4 | 5 |
| 6 中国4月财新PMI 欧元区4月PMI终值 | 7 中国4月外汇数据 国新办举行“推动高质量发展”系列主题新闻发布会 | 8 | 9 中国4月进出口数据 | 10 美国5月密歇根大学消费者信心指数初值 中国4月通胀数据 | 11 | 12 |
| 13 中国4月金融数据 | 14 美国4月PPI 欧元区5月ZEW经济景气指数 | 15 美国4月CPI | 16 | 17 中国4月经济数据 欧元区4月调和CPI终值 | 18 | 19 |
| 20 中国5月LPR报价 | 21 | 22 | 23 欧元区5月PMI初值 美国5月PMI初值 | 24 美国5月密歇根大学消费者信心指数终值 | 25 | 26 |
| 27 | 28 | 29 | 30 | 31 中国5月官方PMI | 1 | 2 |
| 3 中国5月财新制造业PMI 美国5月ISM制造业指数 | 4 | 备注：2024年5月1日—2024年5月5日为劳动节假期 | | | | |

数据来源：华泰期货研究院根据公开信息整理

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利。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 | 邮编：510000

电话：400-6280-888

网址：www.htfc.com