

# 结构分化延续，关注节能降碳和地缘风险

## 研究院

### 研究员

#### 徐闻宇

✉ xuwenyu@htfc.com

从业资格号：F0299877

投资咨询号：Z0011454

#### 蔡劭立

☎ 0755-23887993

✉ caishaoli@htfc.com

从业资格号：F3063489

投资咨询号：Z0014617

#### 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

贵金属、原油、煤炭、有色（铜、铝、锡）、养殖（豆菜粕、生猪）逢低买入套保。

## 核心观点

### ■ 宏观

2024年下半年宏观的三大趋势展望：一、美国和新兴市场国家是需求端的主要增长点；二、全球开启降息周期，叠加特朗普可能的大财政趋势，全球通胀再度走高概率上升；三、地缘风险延续，巴以冲突尚未结束，以黎冲突风险上升，地缘冲突呈长期化态势。

### ■ 中观

需求端关注电子设备、汽车、橡塑、纺织服装、运输设备、家具、通用设备等行业；半导体、高端装备、精细化工、部分医药器械等政策扶持行业也有望持续受益。供给端有色、农产品供给端仍明显受限，能源供给受地缘和欧佩克挺价意愿支撑。黑色在需求端缺乏政策支持的前提下，维持区间震荡。

### ■ 策略

商品：关注贵金属、原油、煤炭、有色（铜、铝、锡）、养殖（豆菜粕、生猪）等机会；

外汇：下半年人民币仍将维持偏弱震荡格局，直至美联储开启降息，或人民币中间价和即期价差正常化后，才有望转强。

逻辑上，贵金属和原油受“特朗普交易”、中东地缘风险、全球降息周期支撑；有色供给仍偏紧，需求具有韧性；煤炭受益于低库存，以及可能的用电负荷风险；养殖（豆菜粕、生猪）主要交易拉尼娜对应的美国干旱风险，以及生猪的能繁母猪下降传导周期。

### ■ 风险

高利率带来的流动性风险（不利于风险资产）；通胀再度走高带来的宽松不及预期风险（不利于整体商品）；地缘冲突风险（利好油价、贵金属）。

## 目录

核心观点.....	1
宏观：2024 年下半年的主要趋势.....	4
美国和新兴市场是今年全球经济的主要贡献.....	4
全球降息周期开启.....	5
全球地缘动荡.....	6
中观：产业链重构已经在路上.....	7
需求：出海线索是主要贡献.....	7
美国经济仍具韧性.....	7
欧洲经济内生驱动不强.....	8
新兴市场需求超预期.....	9
产业链重构在路上.....	10
逆周期：补短板.....	10
顺周期：全球共振补库.....	11
商品：2024 年下半年供需推演.....	14
供给.....	14
我国商品供给端风险.....	14
资本开支情况.....	15
需求.....	17
行业研判对商品需求的意义.....	17
大宗商品市场展望.....	17
美联储货币政策转折：.....	17
美国大选.....	18
拉尼娜.....	20
关注节能降碳影响.....	21
地缘端仍面临不确定性.....	23
汇率：.....	26
人民币.....	26

## 图表

图 1：2023 年中至今全球景气指标情况   单位：%.....	4
图 2：2010 年至今全球分地区的 GDP 增加值   单位：%.....	5
图 3：主要国家基准利率的变动   单位：%.....	5
图 4：经过苏伊士运河船舶-集运   单位：艘.....	6
图 5：经过苏伊士运河船舶-集运   单位：千 TEU.....	6
图 6：美国经济热力图   单位：%.....	7
图 7：美国居民超额储蓄接近耗尽   单位：十亿美元.....	8

图 8: 个人可支配收入各个分项的贡献   单位: %	8
图 9: 欧盟经济热力图   单位: %	8
图 10: 欧盟分国家行业增加值   单位: 亿欧元	9
图 11: 中国一季度重要出口分项的国别贡献以及占全球份额 (HS 编码)   单位: 亿美元 & %	10
图 12: 美国自加墨以及中国进口份额   单位: %	11
图 13: 美国自其他国家进口份额   单位: %	11
图 14: 国内工业企业产成品库存累计同比   单位: %	11
图 15: 美国制造业库存同比   单位: %	11
图 16: 工业企业库存周期月数&利润&营收   单位: 月&%&亿	12
图 17: 美国制造商各行业所处的库存周期位置&生产指数同比变化   单位: 月&%	13
图 18: 主要国家和地区大宗商品本土供应与终端需求错配情况   单位: %	14
图 19: 中国主要大宗商品进口依存度   单位: %	15
图 20: 中国主要大宗商品出口依存度   单位: %	15
图 21: 石油行业资本支出和油价   单位: 百亿美元_左, 美元/桶_右	16
图 22: 中国主要大宗商品出口依存度   单位: %	16
图 23: 基本金属行业资本支出   单位: 百万美元	16
图 24: 铜资本开支和产量同比增速   单位: %	16
图 25: 商品行业用量拆分及行业增速预测   单位: %	17
图 26: 近五轮历史美联储降息期间的资产表现   单位: %	18
图 27: 美国本次大选两党候选人主张	18
图 28: 总统未连任的 6 个样本资产表现   单位: %	19
图 29: 总统连任的 13 个样本资产表现   单位: %	19
图 30: 执政党未连任的 10 个样本资产表现   单位: %	19
图 31: 执政党连任的 9 个样本资产表现   单位: %	19
图 32: 共和党执政的 10 个样本资产表现   单位: %	20
图 33: 民主党执政的 9 个样本资产表现   单位: %	20
图 34: 南方涛动指数预测   单位: %	20
图 35: 厄尔尼诺与拉尼娜历史演变	20
图 36: 主要农作物的产地和生长周期跟踪	21
图 37: 主要农作物的产地和生长周期跟踪	22
图 38: 历史节能降碳复盘	23
图 39: 主要农作物的产地和生长周期跟踪	24
图 40: 中东冲突的历史回溯   单位: %	25
图 41: 美元兑人民币汇率的三因素拟合模型   单位: %	26

## 宏观：2024 年下半年的主要趋势

### 美国和新兴市场是今年全球经济的主要贡献

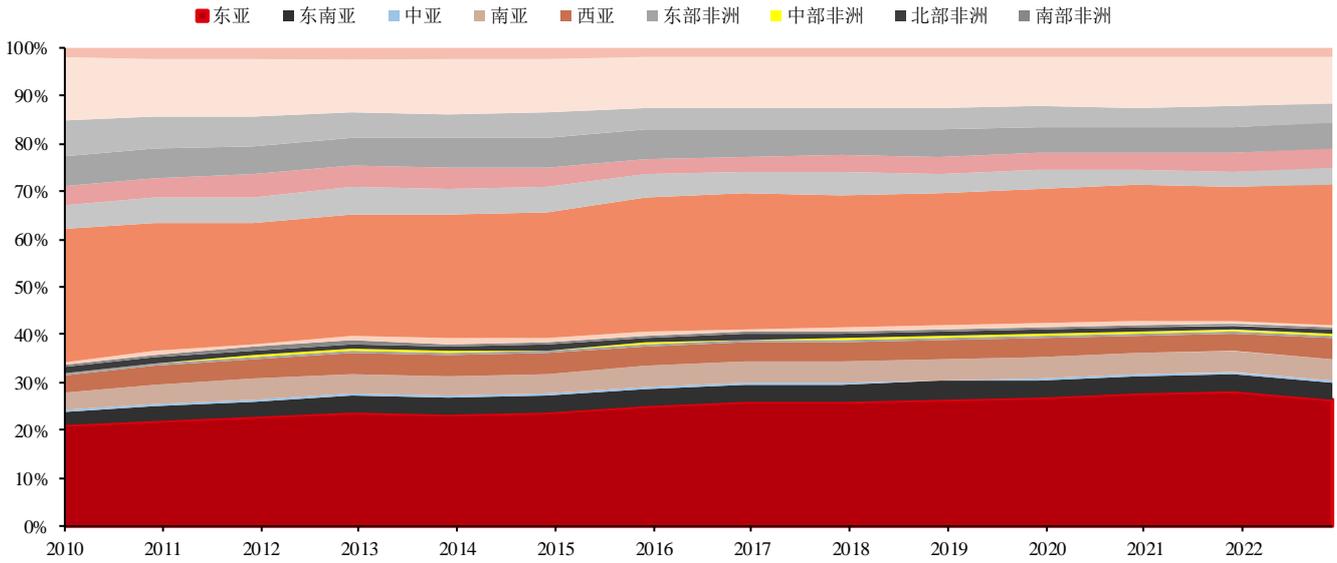
2024 年上半年，全球经济表现略偏韧性，带动主要的资产价格企稳走升。相较 2023 年底，截至 2024 年 6 月，主要国家制造业 PMI 改善程度从高至低依次是泰国、越南、印度、日本、韩国、马来西亚、美国等。从地区来看，北美、东欧、西亚、南亚、中亚的对全球名义 GDP 增加值较疫情前贡献更大。

图 1：2023 年中至今全球景气指标情况 | 单位：%

指标名称	单位	2024/06	2024/05	2024/04	2024/03	2024/02	2024/01	2023/12	2023/11	2023/10	2023/09	2023/08	2023/07
全球	综合PMI		53.70	52.40	52.30	52.10	51.80	51.00	50.50	50.00	50.50	50.60	51.70
全球			50.90	50.30	50.60	50.30	50.00	49.00	49.30	48.80	49.20	49.00	48.60
美国			48.70	49.20	50.30	47.80	49.10	47.40	46.70	46.70	49.00	47.60	46.40
欧元区		45.6	47.3	45.7	46.1	46.5	46.6	44.4	44.2	43.1	43.4	43.5	42.7
日本			50.00	50.40	49.60	48.20	47.20	48.00	47.90	48.30	48.70	48.50	49.60
韩国			52.00	51.60	49.40	49.80	50.70	51.20	49.90	50.00	49.80	49.90	48.90
新加坡			50.6	50.5	50.7	50.6	50.7	50.5	50.3	50.2	50.1	49.9	49.8
中国	制造业PMI	49.50	49.50	50.40	50.80	49.10	49.20	49.00	49.40	49.50	50.20	49.70	49.30
俄罗斯			54.40	54.30	55.70	54.70	52.40	54.60	53.80	53.80	54.50	52.70	52.10
印度			58.30	57.50	58.80	59.10	56.90	56.50	54.90	56.00	55.50	57.50	58.60
越南			54.70	50.30	50.30	49.90	50.40	50.30	48.90	47.30	49.60	49.70	50.50
泰国			51.70	50.30	48.60	49.10	45.30	46.70	45.10	47.60	47.50	47.80	48.90
马来西亚			49.90	50.20	49.00	48.40	49.50	49.00	47.90	47.90	46.80	46.80	47.80
墨西哥			51.20	51.00	52.20	52.30	50.20	52.00	52.50	52.10	49.80	51.20	53.20

数据来源：Bloomberg Wind 华泰期货研究院

图 2：2010 年至今全球分地区的 GDP 增加值 | 单位：%



数据来源：Bloomberg Wind 华泰期货研究院

### 全球降息周期开启

在通胀压力得到有效缓解过后，为了避免过高的利率拖累本国实体经济，亦或者提前应对美联储的降息，随着欧洲央行月 6 月开启降息，也宣告着全球正式开启降息周期。在面临高利率可能带来的潜在风险，以及降息可能带来通胀风险的选择上，部分国家选择了通过降息来缓解经济风险。

图 3：主要国家基准利率的变动 | 单位：%

	2024年					2023年												2022年				最新值	12M变化	衍生品计价2024年	目前计价剩余变动	
	7月	6月	5月	4月	3月	2月	1月	12月	11月	10月	9月	8月	7月	6月	5月	4月	3月	2月	1月	12月	11月					10月
美国													0.25	0.25	0.25	0.25	0.25	0.25	0.50	0.75	0.75	5.5	0	4.906	-44.8bp	
欧元区	-0.25									0.25	0.25	0.25	0.25	0.25	0.25	0.50	0.50	0.50	0.50	0.75	0.75	4.25	0.25	3.282	-41.4bp	
日本					0.20																	0.1	0.2	0.343	+20.7bp	
英国											0.25	0.25	0.25	0.25	0.25	0.25	0.50	0.50	0.50	0.75	0.50	5.25	0.25			
加拿大	-0.25												0.25	0.25	0.25	0.25	0.25	0.25	0.25	0.50	0.50	5	-0.25	4.422	-46.2bp	
澳大利亚									0.25						0.25	0.25	0.25	0.25	0.25	0.25	0.25	4.35	0.25			
新西兰															0.25	0.50			0.50		0.75	0.50	5.5	0		
瑞典			-0.25							0.25	0.25	0.25	0.25	0.25	0.50	0.50	0.50	0.50	0.50	0.75	0.75	3.75	0			
瑞士	-0.25			-0.25										0.25	0.25	0.25	0.25	0.25	0.25	0.50	0.50	1.25	-0.5			
挪威									0.25						0.25	0.25	0.25	0.25	0.25	0.25	0.25	4.5	0.75			
中国																						3.45	-0.1			
中国香港														0.25	0.25	0.25	0.25	0.25	0.25	0.50	0.75	0.75	5.75	0		
韩国																			0.25	0.25	0.25	3.5	0			
印度																			0.25	0.25	0.25	6.5	0			
印尼				0.25						0.25									0.25	0.25	0.25	6.25	0.5			
泰国										0.25	0.25				0.25	0.25	0.25	0.25	0.25	0.25	0.25	2.5	0.5			
马来西亚																0.25	0.25	0.25	0.25	0.25	0.25	3	0			
菲律宾			-0.50								0.25					0.25	0.50	0.25	0.25	0.25	0.50	6.5	-0.25			
巴西		-0.25		-0.50	-0.50					-0.50	-0.50											10.5	-3.25			
俄罗斯										1.00	2.00	1.00	3.00	1.00								16	7.5			
墨西哥					-0.25												0.25	0.50	0.50	0.50	0.75	11	-0.25			
土耳其					15.00	2.50	2.50	5.00	5.00	5.00	5.00	7.50	2.50	6.50				0.25	0.50	0.50	1.50	50	32.5			
南非																						8.25	0			
智利		-0.25	-0.50	-0.75		-1.00				-0.75	-0.50	-0.75	-1.00									5.75	-4.5			
阿根廷			-20.00	20.00	#####					#####	15.00	21.00			6.00	13.00	3.00				40	-57				

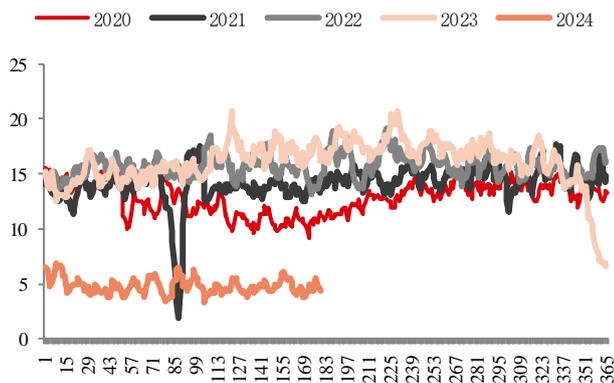
数据来源：Bloomberg Wind 华泰期货研究院

## 全球地缘动荡

去年 10 月新一轮巴以冲突爆发后，也门胡塞武装使用无人机和导弹多次袭击红海水域目标。今年 1 月 12 日以来，美国和英国多次对胡塞武装目标发动空袭，造成人员伤亡。5 月初，也门胡塞武装表示将扩大打击范围，在红海、阿拉伯海、印度洋和地中海打击过去几个月曾和以色列方面有交易的公司所有船只，无论这些船是何国籍以及目标港口是何处。

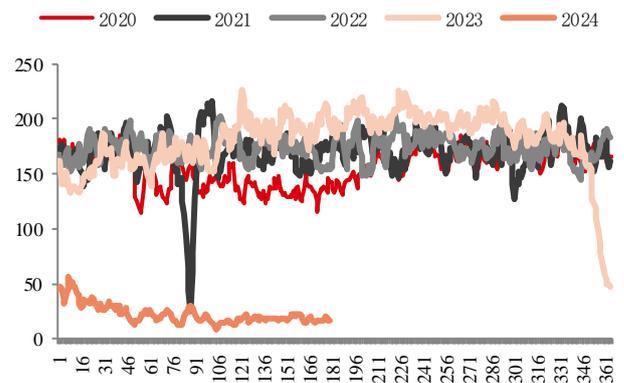
中东局势仍较为紧张，红海绕行或长期化。本轮巴以冲突去年 10 月爆发以来，真主党为声援巴勒斯坦伊斯兰抵抗运动（哈马斯），向以色列境内发射火箭弹、炮弹和无人机等，以军则还以空袭和炮击。随着以军持续推进加沙地带军事行动，真主党也加大了对以袭击力度。今年 6 月以来，黎以边境紧张局势进一步升级，以军月初空袭炸死一名真主党高级指挥官后，真主党发射数以百计火箭弹和无人机进行报复，以方随后还以更猛烈轰炸。18 日，以色列军方宣布已经批准在黎巴嫩展开军事行动的计划。目前以色列与黎巴嫩冲突存扩大化的概率，若冲突扩大，苏伊士运河通行时间或继续向后推移。

图 4：经过苏伊士运河船舶-集运 | 单位：艘



数据来源：Clarkson Ifind 路透 Bloomberg 华泰期货研究院

图 5：经过苏伊士运河船舶-集运 | 单位：千 TEU



数据来源：Clarkson Ifind 路透 Bloomberg 华泰期货研究院

## 中观：产业链重构已经在路上

### 需求：出海线索是主要贡献

#### 美国经济仍具韧性

一、经济数据中，美国6月景气指标再度回升，制造业和服务业景气度仍偏强；二、美国就业市场缺口收窄，6月失业率持续走高，且U6（需求全职工作但只找到临时岗位）的失业率为7.4%，维持2021年以来的高位，其他口径就业数据也有不同程度走弱；三、财政维持扩张，政府部门的雇员，政府部门对居民可支配收入的转移支付，以及整体财政支出都维持偏强状态。

图 6：美国经济热力图 | 单位：%

增量的贡献 (2023年对实际GDP同比贡献率)	指标名称	单位	2024/06	2024/05	2024/04	2024/03	2024/02	2024/01	2023/12	2023/11	2023/10	2023/09	2023/08	2023/07		
	GDP:不变价:同比	%					2.92			3.13			2.93			
投资	-9.0%	Markit制造业PMI	%	51.60	51.30	50.00	51.90	52.20	50.70	47.90	49.40	50.00	49.80	47.90	49.00	
		全部制造业:新增订单:当月同比	%		0.93	0.93	1.45	0.80	-2.35	1.57	3.44	-2.38	2.80	0.52	-0.84	
		成屋+新建住房销售	万套		472.9	483.8	488.5	501.1	466.4	453.4	452.1	452.3	467.4	468.2	475	
就业		新增非农就业人数	万人	20.60	27.20	17.50	30.30	27.50	35.30	21.60	19.90	15.00	33.60	18.70	18.70	
		失业率(色阶相反)	%	4.10	4.00	3.90	3.80	3.90	3.70	3.70	3.70	3.80	3.80	3.80	3.80	3.50
		非农职位空缺数	万人		814	791.9	835.5	881.3	874.8	888.9	893.1	868.5	930.7	935.8	880.5	
通胀		CPI:当月同比	%		3.30	3.40	3.50	3.20	3.10	3.40	3.10	3.20	3.70	3.70	3.20	
		核心CPI:当月同比	%		3.40	3.60	3.80	3.80	3.90	3.90	4.00	4.00	4.10	4.30	4.70	
消费	59.2%	零售和食品服务销售额:同比	%		2.90	3.80	2.29	6.25	1.55	4.01	4.17	2.91	3.94	3.50	2.22	
		Markit服务业PMI	%	55.30	54.80	51.30	51.70	52.30	52.50	51.40	50.80	50.60	50.10	50.50	52.30	
		个人可支配收入:同比	%		3.67	3.65	4.05	4.13	4.53	6.56	6.69	6.73	7.40	7.60	7.85	
		个人消费支出:同比	%		5.05	5.04	5.57	4.71	4.41	5.96	5.65	5.09	5.55	5.42	5.92	
财政	27.4%	财政收入:同比	%		5.26	21.56	6.01	3.44	6.71	-5.63	9.01	26.67	-4.15	-6.78	2.54	
		财政支出:同比	%		22.44	22.57	-17.79	8.17	2.71	3.47	17.62	15.66	-30.44	-62.95	3.45	
净出口	-22.3%	出口金额:同比	%		4.30	4.97	1.83	4.04	-0.40	2.61	0.52	0.93	0.45	-2.35	-3.44	
		进口金额:同比	%		6.24	4.38	4.08	2.97	-1.14	-0.21	0.05	-3.21	-2.59	-4.42	-4.72	

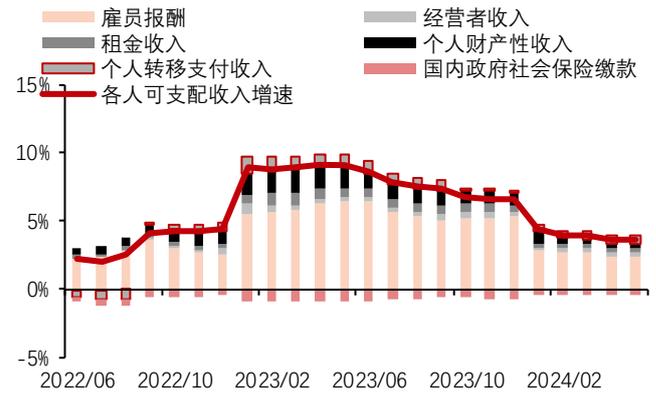
数据来源：Wind 华泰期货研究院

图 7：美国居民超额储蓄接近耗尽 | 单位：十亿美元



数据来源：Wind 华泰期货研究院

图 8：个人可支配收入各个分项的贡献 | 单位：%



数据来源：Wind 华泰期货研究院

### 欧洲经济内生驱动不强

一、欧盟经济低位震荡，6月领先指标中，欧元区综合PMI、制造业PMI再度回落；对经济数据拟合度较高的6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；二、欧洲缺乏政府财政的支持，并未看到相对全球更强的增长驱动，目前欧洲的制造业增长点德国、法国整体仍偏弱，欧盟出口并未在本轮全球补库中受益；三、欧洲居民部门也未见显著动力。居民失业率、收入均维持低位。

图 9：欧盟经济热力图 | 单位：%

	指标名称	单位	2024/06	2024/05	2024/04	2024/03	2024/02	2024/01	2023/12	2023/11	2023/10	2023/09	2023/08	2023/07
	GDP:不变价同比	%				0.40	0.00						-0.20	
投资	工业信心指数	%	-9.50	-9.40	-9.30	-8.60	-9.00	-8.80	-8.60	-8.80	-8.80	-8.70	-9.20	-9.2
	营建产出:当月同比	%			-0.90	-0.70	-0.60	-0.90	2.40	-1.90	-0.40	0.10	0.10	0.9
	制造业PMI		45.80	47.30	45.70	46.10	46.50	46.60	44.40	44.20	43.10	43.40	43.50	42.7
就业	失业率(色阶相反)	%		6.00	6.00	6.00	6.10	6.00	6.00	5.90	6.00	6.00	6.00	6
消费	零售信心指数		-6.40	-5.90	-5.10	-4.60	-5.20	-4.20	-4.20	-5.80	-6.10	-5.00	-4.60	-3.9
	服务业PMI	%	52.80	53.20	53.30	51.50	50.20	48.40	48.80	48.70	47.80	48.70	47.90	50.9
通胀	CPI:当月同比	%	2.50	2.60	2.40	2.40	2.60	2.80	2.90	2.40	2.90	4.30	5.20	5.3
	核心CPI:当月同比		2.90	2.90	2.70	2.90	3.10	3.30	3.40	3.60	4.20	4.50	5.30	5.5
贸易	商品贸易进口:同比	%			0.34	-12.11	-8.96	-18.69	-20.33	-20.20	-19.63	-27.58	-27.64	-21.25
	商品贸易出口:同比	%			14.90	-9.49	0.72	0.29	-9.06	-4.88	-1.38	-9.75	-3.96	-2.86
信贷	银行部门信贷:同比	%		-0.02	-0.02	-0.06	-0.15	-0.28	0.26	-0.71	-0.64	-0.59	-0.36	-0.55
财政	财政盈余	亿欧元		-290.00	-244.00	-184.00	-199.00	-195.00	-649.00	-802	-682	-576	-590	-474

数据来源：Wind 华泰期货研究院

图 10：欧盟分国家行业增加值 | 单位：亿欧元

一年滚动求和	奥地利	比利时	捷克	德国	丹麦	希腊	西班牙	芬兰	法国	匈牙利	爱尔兰	意大利	荷兰	波兰	葡萄牙	罗马尼亚	瑞典	斯洛伐克
农林渔业	43.432	24.097	25.729	201.66	25.74	66.75	247.14	52.169	305.44	45.102	34.557	270.78	119.01	89.872	37.098	76.445	50.177	18.218
工业(剔除建筑业)	767.74	594.94	506.41	6901.2	584.86	220.96	1633.3	374.3	2626.5	246.49	1215.6	2819.6	1053.3	1149.1	291.34	411.31	819.49	243.05
制造业	655.94	539.27	479.53	6104.3	543.85	182.44	1342.3	297.25	2301.8	221.23	1153	2546.5	880.66	894.37	236.51	360.93	650.7	215.58
建筑业	157.02	214.18	74.632	972.06	121.66	53.015	650.36	86.608	981.2	56.468	31.002	845.15	400.96	374.57	79.547	110.48	237.41	48.338
批发零售、住宿餐饮和运输业	605.16	723.49	342.42	4219.3	565.25	397.7	2709.8	262.19	3382.1	221.66	359	3448.7	1410.8	1162.5	447.91	411.7	773.49	133.31
信息技术业	132.44	253.84	167.02	1852.4	195.38	57.776	674.83	141.51	1690.6	105.64	755.68	746.7	448.86	358.02	92.343	195.18	438.72	44.628
金融保险业	142.97	183.66	106.52	1194.4	105.76	82.5	363.17	56.787	989.07	52.894	143.45	739.49	428.48	299.18	83.458	35.856	205.07	26.979
房地产业	278.99	420.13	151.99	2931.3	252.34	340.87	1293.9	246.03	2831	110.81	131.6	2001.9	510.09	278.98	186.82	205.73	357.94	85.106
公共管理、国防、教育、卫生	533.27	824.53	242.91	4780.9	528.71	374.98	2043.8	360.57	4425.1	175.08	385.14	2362.2	1447	675.55	368.36	133.76	711.09	123.64
艺术、娱乐、休闲及其他服务业	85.24	82.338	38.735	927.54	76.709	68.108	535.61	54.987	602.66	37.705	44.255	603.06	157.55	70.41	51.284	37.374	118.31	21.087

数据来源：Wind 华泰期货研究院

### 新兴市场需求超预期

2024 年新兴市场需求是国内出口的主要贡献力量。我们选取中国海关 HS 分类编码进行分析，选取该编码下的二级分类（一级：大类，二级：章节），在进一步筛选 2024 年一季度出口总值排名前列的章节，以及增长排名前列的章节进行国别的进一步分析。首先从出口总量排名前列的章节来看，越南、印度对 85 章电气设备的出口增长做出主要贡献，巴西、墨西哥、阿联酋对 87 章车辆及零件的出口增长做出主要贡献，39 章塑料制品的出口增长中，越南、马来西亚、泰国做出主要贡献。

从出口增长贡献排名前列的章节来看，51 章机织物的出口增长中，印度、柬埔寨、孟加拉国做出主要贡献；86 章铁道等交通信号设备的出口增长中，瑞士和德国做出了主要贡献；74 章铜及其制品的出口增长中，印度、马来西亚、美国做出了主要贡献。

综合来讲，美国对于铜及其制品、欧盟对于运输设备的中国出口贡献大，东盟、印度、墨西哥、巴西、阿联酋对于家具家电、电子产品、钢铁制品、纺织服装的出口贡献大。

图 11：中国一季度重要出口分项的国别贡献以及占全球份额（HS 编码） | 单位：亿美元 &amp; %

商品	国家	出口量(亿美元)	对应出口份额	出口同比 (%)	中国占全球份额 (2023)
85章 电机、电气设备及其零件；录音机及放声机、电视图像、声音的录制和重放设备及其零件、附件	越南	126193	6%	25%	25.70
	印度	98328	5%	14%	
	中国台湾	76529	4%	8%	
84章 核反应堆、锅炉、机械器具及零件	越南	39680	3%	33%	20.30
	墨西哥	37763	3%	19%	
	中国香港	89964	7%	9%	
87章 车辆及其零件、附件，但铁道及电车道车辆除外	巴西	17158	4%	166%	10.60
	墨西哥	28375	6%	40%	
	阿联酋	14820	3%	34%	
39章 塑料及其制品	越南	19326	6%	35%	18.50
	马来西亚	12759	4%	22%	
	泰国	11445	3%	20%	
94章 家具；寝具、褥垫、弹簧床垫、软坐垫及类似的填充制品；未列名灯具及照明装置；发光标志、发光名牌及类似品；活动房屋	美国	69247	0%	24%	40.70
	日本	13253	-1%	5%	
	马来西亚	12137	16%	4%	
73章 钢铁制品	泰国	7585	3%	29%	25.50
	新加坡	8783	3%	27%	
	马来西亚	12137	4%	16%	
29章 有机化学品	新加坡	7673	4%	60%	15.80
	越南	6490	3%	21%	
	荷兰	9012	5%	6%	
61章 针织或钩编的服装及衣着附件	哈萨克斯坦	9030	5%	199%	30.80
	马来西亚	5305	3%	11%	
	越南	4135	2%	8%	
72章 钢铁	阿联酋	7593	5%	34%	14.60
	越南	18918	11%	22%	
	巴西	4683	3%	4%	
51章 羊毛、动物细毛或粗毛；马毛纱线及其机织物	印度	181	4%	25%	18.20
	柬埔寨	420	9%	16%	
	孟加拉国	292	6%	15%	
86章 铁道及电车道机车、车辆及其零件；铁道及电车道轨道固定装置及其零件、附件；各种机械（包括电动机械）交通信号设备	瑞士	2159	6%	828%	26.30
	德国	2337	7%	394%	
	中国香港	10498	31%	144%	
74章 铜及其制品	印度	1127	5%	43%	4.90
	马来西亚	1043	4%	21%	
	美国	1465	6%	19%	

数据来源：Wind 华泰期货研究院

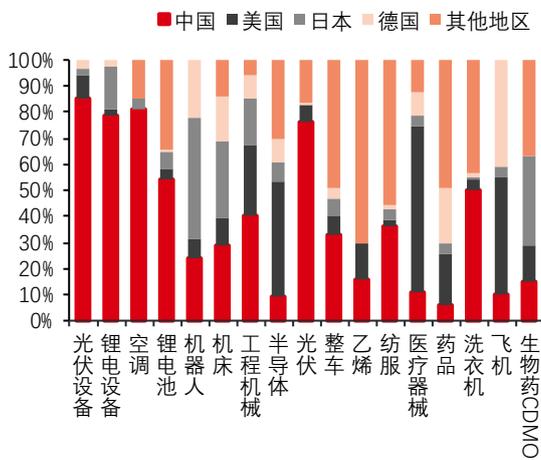
## 产业链重构在路上

### 逆周期：补短板

从我国产业结构来看。半导体、高端装备、精细化工、部分医药器械等行业对进口依赖度较高，在构建我国双循环体系的背景下，进口依赖度高的行业是政策着重倾斜发展的行业，光伏、家电、纺服等行业的则具备明显出口优势。

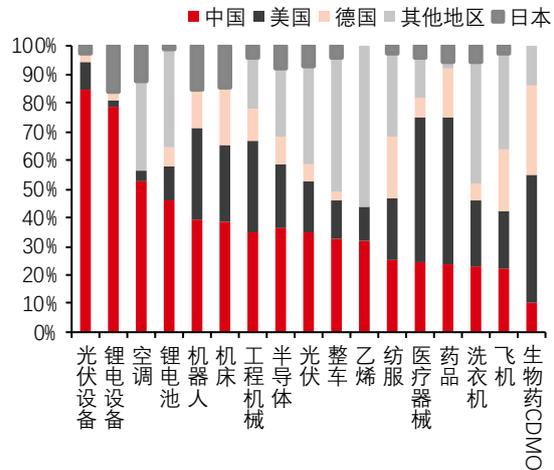
从产业政策来看。美国方面：《先进制造业国家战略》，重点发展脱碳、半导体、生物经济、先进材料和智能制造五大先进制造业领域。国内方面，近期重要会提及的稳增长下的城中村改造、平急两用、保障房三大工程，扩大消费所对应的汽车、消费电子、家居等行业均值得关注。

图 12：美国自加墨以及中国进口份额 | 单位：%



数据来源：Wind 华泰期货研究院

图 13：美国自其他国家进口份额 | 单位：%

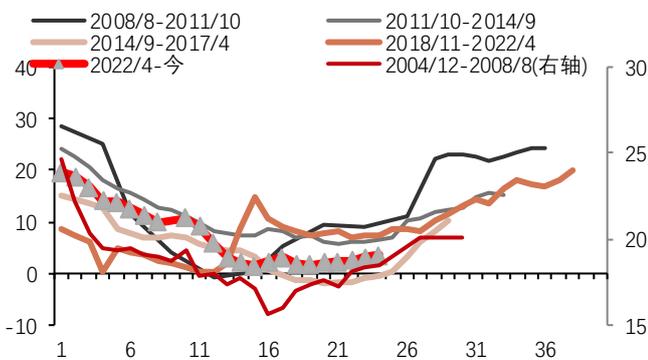


数据来源：Wind 华泰期货研究院

### 顺周期：全球共振补库

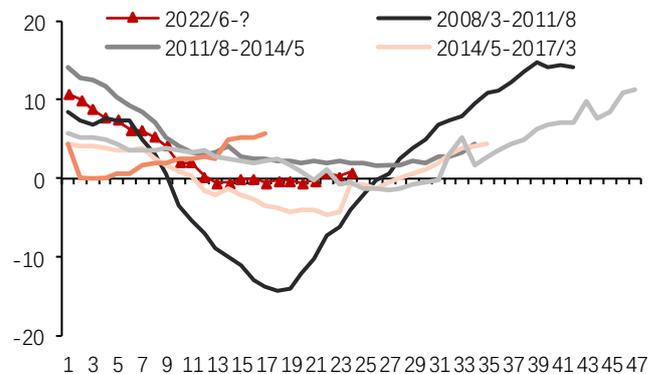
中美已经共同开启补库周期。2023 年 8 月是本轮中美补库的起点，过去三轮平均补库时长均为 15.6 个月，预计到 2024 年底迎来库存拐点，在中国的大规模设备以旧换新，以及美国的制造业扶持政策下，两国出来一定的设备投资回升迹象，仍待进一步跟踪观察。

图 14：国内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

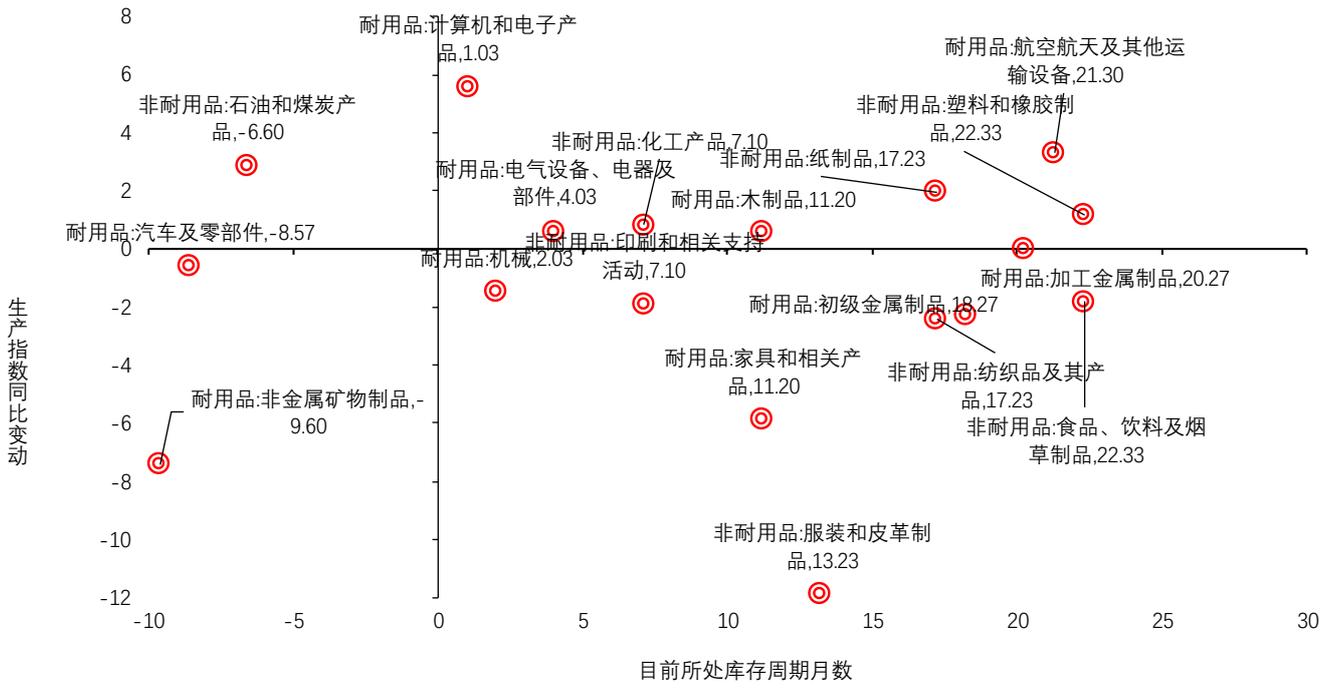
图 15：美国制造业库存同比 | 单位：%



数据来源：Wind 华泰期货研究院



图 17：美国制造商各行业所处的库存周期位置&生产指数同比变化 | 单位：月&%



数据来源：Wind 华泰期货研究院

## 商品：2024年下半年供需推演

### 供给

#### 我国商品供给端风险

在地缘局势仍复杂的背景下，商品供给端风险仍是我们的关注重点。

从对外依存来看。中国、欧洲地区大宗商品本土供应与终端需求错配情况压力较大。统计的主要商品中，中国供需比小于 0.5 的品种有 6 个，欧洲地区供需比小于 0.5 的有 8 个，中国和欧洲均面临大宗商品供应端约束；俄罗斯、中东的能源资源丰富；俄罗斯、澳洲的矿产资源丰富；中南美也存在一部分矿产资源供应。

我国的对外依存度。统计中国主要大宗商品进口依存度，统计的 31 个品种中，进口依存度超过 50% 的品种为 14 个，占比相对较高，面临供应端约束；进口依赖度高的品种：原油、天然气、大豆、铁矿、铜、锰、铬、锌、镍、铂、天然橡胶等；进口依赖度高且进口来源单一的品种：铁矿石、铬、镍、铂。

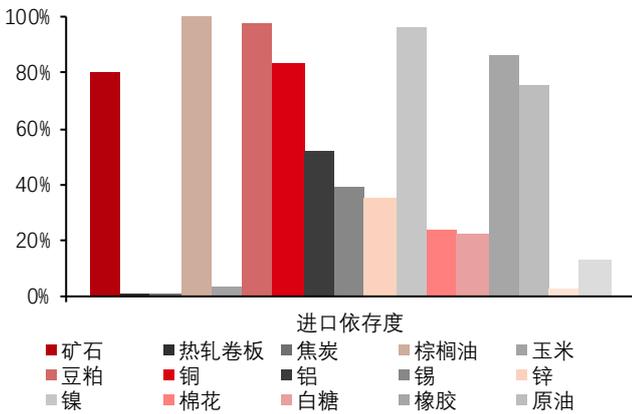
图 18：主要国家和地区大宗商品本土供应与终端需求错配情况<sup>1</sup> | 单位：%

	石油	天然气	煤炭	铁矿石	炼焦煤	铜	铝	锂	铂	钴	镍
中国	0.3	0.6	1	0.3	0.9	0.1	2	0.6	0	0.1	0.1
欧洲	0.2	0.5	0.4	0.2	0.2	0.3		0		0.1	
北美	1.1	1.1	1.1	0.8	3.6	1		0.1	0.2		
俄罗斯	3	1.3	2.9	2.4	1.4	2.4	5.5				7.3
澳洲	0.6	3.5	7.3	136.4		70.1	563.9				140
中东	3.3	1.2	0.1			0.5	2.7				
中南美	1.1	0.9	1.3	10.5		23.2	29.5				
其他地区	0.5	1	0.9	1.1	0.7	1.4	17	0.8	2.9	3.3	2.9

数据来源：IEA BP USGS 公司公告 中汽协 EV Sales 华泰期货研究院

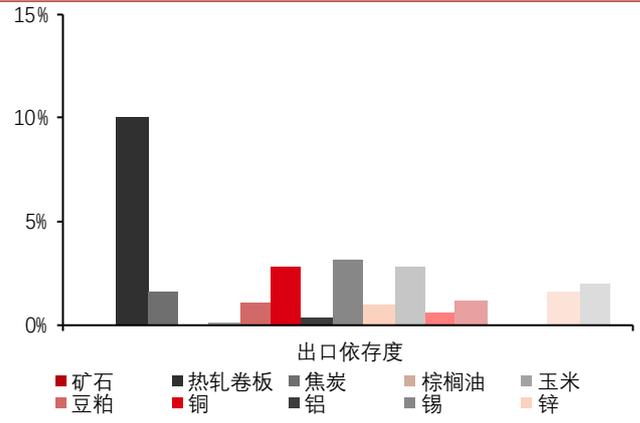
<sup>1</sup> 图中数据为本土供给比本土终端需求，越红代表本土供给缺口越大，越绿出口越多。

图 19：中国主要大宗商品进口依存度 | 单位：%



数据来源：Wind IEA 华泰期货研究院

图 20：中国主要大宗商品出口依存度 | 单位：%



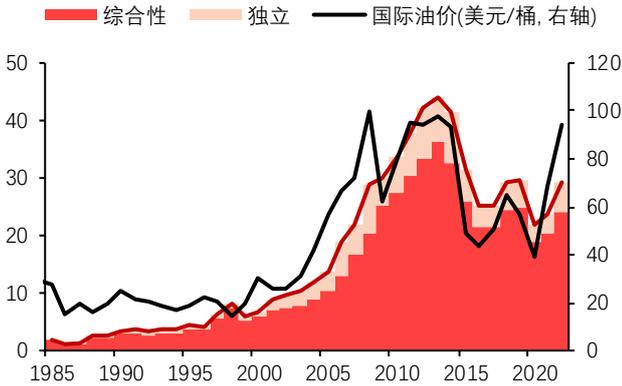
数据来源：Wind IEA 华泰期货研究院

## 资本开支情况

资本开支是指在企业的经营活动中，供长期使用的、其经济寿命将经历许多会计期间的资产如：固定资产、无形资产、递延资产等都要作为资本开支。该数据主要来自上市公司公开财报，以及主要生产商的产能或者开矿计划。综合来看，有色、能源、农产品下半年供给都将维持偏紧状态。

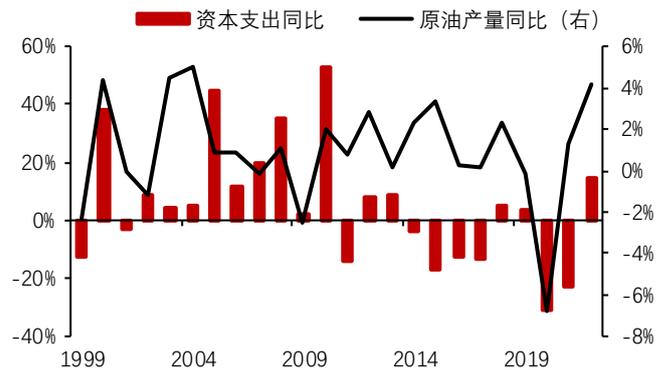
原油的资本开支有所增长，但减产协议下预计仍偏紧。6月2日，欧佩克会议宣布将延长减产协议，2022年10月达成的370万桶/日的老减产协议到期时间从2024年推后至2025年（由于二手来源的产能产量数据将在11月提供，因此本次会议不涉及配额基线调整与履约率问题），除阿联酋配额上调30万桶/日以外，其他国家配额维持不变。2023年12月达成的220万桶/日的自愿减产协议到期时间从今年6月底到期推后至今年9月底到期。目前沙特的挺价意愿仍较为明显，

**图 21：石油行业资本支出和油价 | 单位：百亿美元\_左，美元/桶\_右**



数据来源：Bloomberg 华泰期货研究院

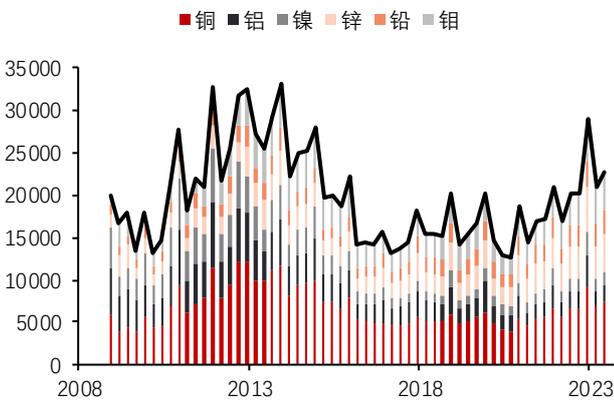
**图 22：中国主要大宗商品出口依存度 | 单位：%**



数据来源：Wind Bloomberg 华泰期货研究院

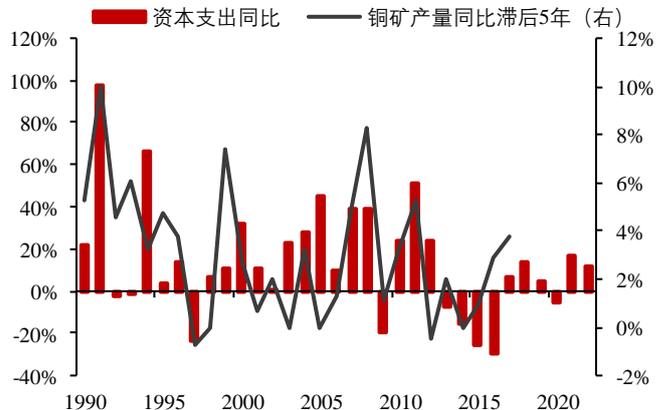
上游商品开支自 2011 年全球金融监管加强开始，工业金属资本开支收缩；2017 年开始逐步回升，但斜率远低于此前。黑色：铁矿石资本开支一度强于煤炭，但是自 2022 年开始强度减弱；有色：2020 年以来，铜、钼、锌的资本开支扩张斜率快于镍、铝、铅。从微观数据验证来看，铜矿资本开支对产量的影响领先五年，铁矿资本开支对产量的影响领先 2 年，也符合各自矿产的投产规律。化工板块整体的资本开支持续扩张，主要是亚太地区开支增长的驱动。

**图 23：基本金属行业资本支出 | 单位：百万美元**



数据来源：Bloomberg 华泰期货研究院

**图 24：铜资本开支和产量同比增速 | 单位：%**



数据来源：Wind Bloomberg 华泰期货研究院

## 需求

### 行业研判对商品需求的意义

行业结构上，结合前文来看，需求端关注运输设备、电气机械、通用设备、专用设备、水利；其次是汽车、橡胶和塑料、燃气等顺周期行业值得关注；半导体、高端装备、精细化工、部分医药器械等政策扶持行业也有望持续受益。

落实到商品板块上，整体工业金属的需求端都有支撑，其中有色、化工的需求更具韧性；而黑色的需求对政策更为敏感，相对更具弹性；农产品需求稳定。

图 25：商品行业用量拆分及行业增速预测 | 单位：%

需求占比 行业	黑色建材			有色金属			化工			行业增速	
	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：华泰期货研究院

## 大宗商品市场展望

### 美联储货币政策转折：

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 26：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%	12.38%	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%	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%	-13.80%	-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%	0%	20%	20%	25%	60%	40%
备注	样本个数 5	5	5	4	4	5	5	5	5	5	5	5	5	5	4	5	5

数据来源：Wind 华泰期货研究院

## 美国大选

2024年6月28日美国总统大选首轮辩论结束。后续重要的时间节点包括：8月15日民主党全国代表大会；9月10日第二轮总统辩论；11月5日大选日。辩论结束后，特朗普民调仍略微领先。从两位候选人主张来看，特朗普主张加码财政刺激，通过提高经济增速，通过增加税基来缓解财政赤字压力；主张降息和加征关税；主张加强对非法移民的管控。

图 27：美国本次大选两党候选人主张

	特朗普	拜登
财政政策	宽财政：延续减税立场， <b>财政扩大力度较大</b> 。1、将企业所得税率从21%至20%，并可能通过关税来替代所得税；2、将2025年底到期的个人减税政策进一步延期；3)可能免除对小费征税	宽财政：对中低收入群体减税，对企业和富人加税，财政维持扩张， <b>但扩张幅度更温和</b> ；1)对收入低于40万美元的群体延续个人减税政策，还为一线工人提供平均800美元的减税，延续疫情期间对儿童的税收抵免政策等；2)企业所得税率从21%提高至28%；2)对亿万富翁征收最低25%的税；最高收入阶层的所得税税率从37%提高至39.6%，减少部分专项扣除额。
货币政策	特明普偏好 <b>低利率、弱美元</b> ；但干预联储的监管职能但渠道有限；特朗普可能在2026年提名新的联储主席。	维持美联储的独立性
产业政策	实施方式：可能以干预和关税的形式影响产业政策，例如通过征收属地税吸引跨国企业回流美国，通过针对特定商品征收关税以保护美国国内的相关行业。 侧重行业：偏向大力发展 <b>石油、天然气</b> 等传统能源、金融地产和建筑业等，并且可能取消针对绿色能源的税收抵扣， <b>撤回部分通胀削减法案</b> 相关补贴和激励政策。	实施方式： <b>维持甚至扩大针对绿色能源的税收减免和激励措施</b> ；延续对芯片行业的直接补贴和税收抵免，支持半导体前沿技术研发、生产制造。 侧重行业：推进可再生能源、清洁技术的普及，保护本土芯片、AI等高科技行业。
贸易政策	特朗普提出对美国 <b>所有的</b> 进口商品 <b>征收10%的关税</b> 。	可能针对性提高从部分关键进口产品的关税，且不排除对部分进口商品和金融往来采取针对性制裁
对外态度	1) 总体上遵循“美国优先”策略，对参与国际事务的意愿偏低，从根本上重新评估北约的宗旨，要求北约各国增加投入；2) 俄乌：尽快结束 <b>俄乌冲突</b> ，希望由其他北约国家更多承担对乌的援助等；3) 巴以： <b>加强对以色列援助</b> ，希望尽快结束巴以冲突但未给出具体的和平解决方案；4) 中国：倾向于 <b>提高对华关税</b> 、要求中国增加购买美国产品以缩小双边逆差，同时激励跨国公司回流美国，或者转移供应链到其他地区	1) 道义上更加支持北约和国际联盟，重新加入特朗普时期退出的国际组织和联盟，重建与美国盟友的联系；2) 俄乌： <b>加强对乌克兰的援助力度</b> ；3) 巴以： <b>加强对以色列的援助</b> ，通过推动巴以停火协议，最终实现两国方案；4) 中国： <b>维持现有对华政策</b> ，通过产业政策加强美国战略行业和基建方面的竞争力，并且通过与盟友合作，制定关键技术和设备的 <b>出口管制等方式获得竞争优势</b>
移民及其他	移民： <b>加强对边境和非法移民的管控力度，对非法移民进行大规模驱逐</b> ，重启“留在墨西哥”政策，并且禁止伊朗、伊拉克等部分国家以及禁止穆斯林占多数的国家国民入境。 其他：放宽对环境法规的限制	移民：6月实施庇护禁令，控制非法移民流入，并赋予美国公民的无证配偶公民身份，原则上对移民更加友好 其他：要求优先考虑气候变化

数据来源：华泰期货研究院根据公开资讯整理

后续我们将围绕总统是否连任、执政党是否更迭、民主党和共和党执政，共三个维度来分析大选对资产价格的影响。统计样本上，我们回溯1948年以来的19次美国大选，一

共 19 次美国大选，其中道指的样本能够追溯到 1900 年以来共 31 个大选样本，其中我们重点关注上涨概率<30%和>70%的资产。

总统是否连任的规律并不明显。总统未连任的样本中，美股表现更好，商品（工业原料、金属）先跌后涨，黄金大选后 3 个月录得下跌；总统连任的样本中：A 股先跌后涨，美元指数表现强势（或许和对外政策有关），商品整体规律不明显，原油、黄金先跌后涨。总统连任与否的规律不明显我们认为存在总统任满未能连任的样本影响，因此我们进一步分析执政党是否连任的样本。

图 28：总统未连任的 6 个样本资产表现 | 单位：%

	美元指数	道指	纳指	上证	10Y美债利率	CRB:综合	CRB:食品	CRB:油脂	CRB:家畜	CRB:金属	CRB:工业原料	CRB:纺织品	黄金	原油	
前三月	平均涨跌幅	-0.69%	5.31%	5.01%	3.23%	-0.16%	-0.58%	-2.58%	-1.34%	-2.32%	1.33%	0.64%	1.14%	1.26%	10.04%
	上涨概率	60%	75%	100%	83%	50%	33%	50%	17%	50%	67%	67%	40%	75%	
前一月	平均涨跌幅	-0.82%	1.87%	0.06%	1.24%	-0.20%	-1.77%	-2.30%	-3.52%	-4.04%	-2.38%	-1.54%	0.29%	-0.64%	0.24%
	上涨概率	40%	75%	40%	83%	17%	0%	50%	17%	33%	17%	50%	60%	25%	
后一月	平均涨跌幅	0.01%	3.90%	2.89%	1.40%	-0.05%	1.82%	0.40%	0.99%	3.39%	3.35%	2.48%	2.04%	0.31%	-0.14%
	上涨概率	60%	67%	80%	67%	83%	50%	33%	83%	100%	100%	67%	40%	50%	
后三月	平均涨跌幅	1.65%	4.60%	6.19%	1.79%	0.05%	1.38%	-1.15%	-1.98%	2.64%	3.77%	2.97%	3.15%	-3.30%	-0.76%
	上涨概率	40%	75%	80%	83%	67%	33%	50%	67%	83%	67%	83%	20%	50%	
	样本个数	5	12	5	3	6	6	6	6	6	6	6	5	4	

数据来源：Wind 华泰期货研究院

图 29：总统连任的 13 个样本资产表现 | 单位：%

	美元指数	道指	纳指	上证	10Y美债利率	CRB:综合	CRB:食品	CRB:油脂	CRB:家畜	CRB:金属	CRB:工业原料	CRB:纺织品	黄金	原油	
前三月	平均涨跌幅	3.93%	1.01%	-2.05%	-9.99%	0.15%	-1.97%	-3.54%	-4.47%	-3.88%	-0.94%	-1.19%	-0.97%	-3.83%	-6.51%
	上涨概率	75%	53%	50%	25%	55%	33%	33%	33%	54%	54%	69%	22%	33%	
前一月	平均涨跌幅	2.43%	-1.04%	-2.89%	-4.64%	0.13%	-1.55%	-2.13%	-1.73%	-2.36%	-3.03%	-1.47%	0.06%	-2.56%	-6.39%
	上涨概率	88%	47%	25%	75%	64%	46%	46%	54%	33%	46%	46%	69%	22%	13%
后一月	平均涨跌幅	0.54%	0.84%	-1.90%	6.08%	-0.02%	0.40%	-0.06%	0.34%	-0.30%	0.94%	0.78%	1.03%	0.22%	3.25%
	上涨概率	63%	63%	63%	100%	64%	62%	54%	69%	69%	46%	62%	62%	56%	75%
后三月	平均涨跌幅	0.88%	3.28%	3.80%	7.77%	0.00%	0.94%	0.40%	-0.35%	1.60%	2.50%	1.35%	1.07%	0.41%	6.95%
	上涨概率	50%	58%	75%	100%	64%	54%	62%	54%	62%	54%	38%	54%	33%	63%
	样本个数	8	19	8	4	11	13	13	13	13	13	13	9	8	

数据来源：Wind 华泰期货研究院

执政党连任利好风险资产，更迭带来一定风险。执政党未连任的样本中：大选前美股、A 股录得不同程度调整，美元指数明显上涨，大选后 A 股明显反弹；商品规律不明显，其中黄金和原油大选前录得下跌。执政党连任的样本中：美股受益最显著，大选前后均录得上涨，美债利率先跌后涨；A 股、美元规律不明显；商品大选后录得上涨，关注工业原料、金属；黄金录得下跌。

图 30：执政党未连任的 10 个样本资产表现 | 单位：%

	美元指数	道指	纳指	上证	10Y美债利率	CRB:综合	CRB:食品	CRB:油脂	CRB:家畜	CRB:金属	CRB:工业原料	CRB:纺织品	黄金	原油	
前三月	平均涨跌幅	5.02%	-0.82%	-2.15%	-9.99%	0.22%	-2.50%	-3.11%	-4.26%	-3.41%	-4.88%	-2.26%	-0.62%	-3.62%	-4.74%
	上涨概率	86%	31%	57%	25%	67%	40%	40%	40%	40%	50%	70%	25%	43%	
前一月	平均涨跌幅	3.35%	-2.81%	-3.11%	-4.64%	0.19%	-2.14%	-2.17%	-1.95%	-2.18%	-5.06%	-2.39%	-0.27%	-3.42%	-6.57%
	上涨概率	100%	31%	29%	75%	78%	40%	50%	60%	50%	30%	40%	70%	13%	14%
后一月	平均涨跌幅	1.11%	-0.23%	-1.76%	6.08%	-0.08%	0.46%	0.58%	0.21%	-0.25%	0.84%	0.64%	0.91%	-0.07%	2.25%
	上涨概率	71%	62%	71%	100%	56%	60%	70%	70%	80%	50%	60%	60%	50%	71%
后三月	平均涨跌幅	0.66%	0.82%	3.71%	7.77%	-0.04%	1.68%	1.84%	1.57%	3.27%	3.31%	1.56%	0.60%	1.02%	4.39%
	上涨概率	43%	46%	71%	100%	56%	60%	70%	60%	50%	40%	40%	38%	57%	
	样本个数	7	13	7	4	9	10	10	10	10	10	10	8	7	

数据来源：Wind 华泰期货研究院

图 31：执政党连任的 9 个样本资产表现 | 单位：%

	美元指数	道指	纳指	上证	10Y美债利率	CRB:综合	CRB:食品	CRB:油脂	CRB:家畜	CRB:金属	CRB:工业原料	CRB:纺织品	黄金	原油	
前三月	平均涨跌幅	-1.20%	5.20%	3.94%	3.23%	-0.17%	-0.45%	-3.38%	-2.62%	-3.36%	4.95%	1.22%	0.06%	0.12%	4.26%
	上涨概率	50%	83%	83%	33%	38%	33%	33%	44%	22%	67%	67%	67%	33%	60%
前一月	平均涨跌幅	-1.36%	2.18%	-0.18%	1.24%	-0.18%	-1.04%	-2.20%	-2.68%	-3.68%	-0.34%	-0.50%	0.57%	0.19%	-0.83%
	上涨概率	33%	78%	33%	33%	13%	33%	11%	44%	11%	56%	33%	56%	67%	20%
后一月	平均涨跌幅	-0.56%	3.65%	1.93%	1.40%	0.02%	1.29%	-0.45%	0.92%	2.10%	2.66%	2.07%	1.84%	0.67%	1.94%
	上涨概率	50%	67%	67%	67%	50%	78%	33%	44%	67%	78%	89%	67%	50%	60%
后三月	平均涨跌幅	1.78%	5.94%	5.89%	1.79%	0.09%	0.41%	-2.23%	-3.57%	0.44%	2.45%	2.20%	2.98%	-3.50%	4.37%
	上涨概率	50%	78%	83%	33%	88%	56%	33%	44%	67%	78%	56%	89%	17%	60%
	样本个数	6	18	6	3	8	9	9	9	9	9	9	9	6	5

数据来源：Wind 华泰期货研究院

共和党利好周期，民主党利好科技。共和党执政的样本中：周期板块受益明显，道指

更强，商品中的工业原料、金属普遍受益，A股大选后一个月利好，但后三个月回吐涨幅。民主党执政的样本中：科技板块受益，纳指更强，A股也受益且更持续，商品规律不明显。

图 32：共和党执政的 10 个样本资产表现 | 单位：%

	美元指数	道指	纳指	上证	10Y美债利率	CRB:综合	CRB:食品	CRB:油脂	CRB:畜牧	CRB:金属	CRB:工业原料	CRB:纺织品	黄金	原油
前三月	平均涨跌幅 5.02%	-0.82%	-2.15%	-9.99%	0.22	-2.50%	-3.11%	-4.26%	-3.41%	-4.88%	-2.26%	-0.62%	-3.62%	-4.74%
	上涨概率 86%	31%	57%	25%	67%	40%	40%	40%	40%	40%	50%	70%	25%	43%
前一月	平均涨跌幅 3.35%	-2.81%	-3.11%	-4.64%	0.19	-2.14%	-2.17%	-1.95%	-2.18%	-5.06%	-2.39%	-0.27%	-3.42%	-6.57%
	上涨概率 100%	31%	29%	75%	78%	40%	50%	60%	50%	30%	40%	70%	13%	14%
后一月	平均涨跌幅 1.11%	-0.23%	-1.76%	6.08%	-0.08	0.46%	0.58%	0.21%	-0.25%	0.84%	0.64%	0.91%	-0.07%	2.25%
	上涨概率 71%	62%	71%	100%	56%	60%	70%	70%	80%	50%	60%	60%	50%	71%
后三月	平均涨跌幅 0.66%	0.82%	3.71%	7.77%	-0.04	1.68%	1.84%	1.57%	3.27%	3.31%	1.56%	0.60%	1.02%	4.39%
	上涨概率 43%	46%	71%	100%	56%	60%	70%	60%	60%	50%	40%	40%	38%	57%
样本个数	7	13	7	4	9	10	10	10	10	10	10	10	8	7

数据来源：Wind 华泰期货研究院

图 33：民主党执政的 9 个样本资产表现 | 单位：%

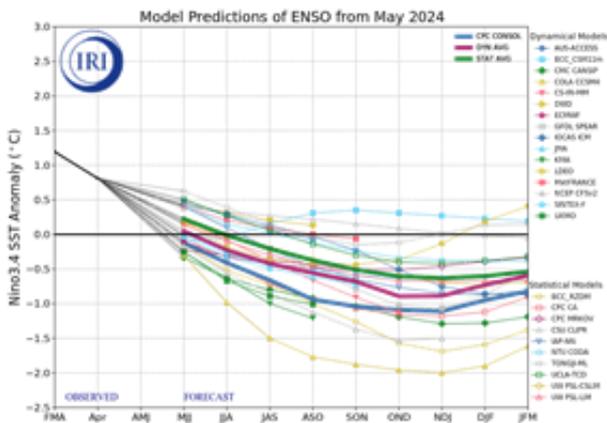
	美元指数	道指	纳指	上证	10Y美债利率	CRB:综合	CRB:食品	CRB:油脂	CRB:畜牧	CRB:金属	CRB:工业原料	CRB:纺织品	黄金	原油
	平均涨跌幅 -1.20%	5.20%	3.94%	3.23%	-0.17	-0.45%	-3.38%	-2.62%	-3.36%	4.95%	1.22%	0.06%	0.12%	4.26%
	上涨概率 50%	83%	83%	33%	38%	33%	33%	44%	22%	67%	67%	67%	33%	60%
	平均涨跌幅 -1.36%	2.18%	-0.18%	1.24%	-0.18	-1.04%	-2.20%	-2.68%	-3.68%	-0.34%	-0.50%	0.57%	0.19%	-0.83%
	上涨概率 33%	78%	33%	33%	13%	33%	11%	44%	11%	56%	33%	56%	67%	20%
	平均涨跌幅 -0.56%	3.65%	1.93%	1.40%	0.02	1.29%	-0.45%	0.92%	2.10%	2.66%	2.07%	1.84%	0.67%	1.94%
	上涨概率 50%	67%	67%	67%	50%	78%	33%	44%	67%	78%	89%	67%	50%	60%
	平均涨跌幅 1.78%	5.94%	5.89%	1.79%	0.09	0.41%	-2.23%	-3.57%	0.44%	2.45%	2.20%	2.98%	-3.50%	4.37%
	上涨概率 50%	78%	83%	33%	88%	56%	33%	44%	67%	78%	56%	89%	17%	60%
样本个数	6	18	6	3	8	9	9	9	9	9	9	9	6	5

数据来源：Wind 华泰期货研究院

### 拉尼娜

下半年拉尼娜风险信号偏强。最新监测数据，自 23 年 12 月达到峰值后，厄尔尼诺强度开始减弱，目前值为+0.28°C，厄尔尼诺基本结束，转变为中性，但与此同时下半年拉尼娜概率较高，8 月发生概率接近 80%。

图 34：南方涛动指数预测 | 单位：%



数据来源：NOAA 华泰期货研究院

图 35：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

目前重点关注饲料（豆粕）、生猪。豆粕方面，7 月 USDA 优良率报告虽然略低于市场预期，但是仍是近年来的最高水平。后续市场关注的焦点主要在接下来公布的种植面积报告和未来的天气上，重点需要关注面积报告，如果最终确定的种植面积小于 8500



图 37：主要农作物的产地和生长周期跟踪

政策要求	品种	品种	单吨耗电	产量(万吨)	耗电
到2025年底，电炉钢产量占粗钢总产量比例力增提升至 <b>15%</b> ，废钢利用率达到 <b>3亿吨</b> 。 2024-2025年，钢铁行业节能降碳改造形成节能量约 <b>2000万吨标准煤</b> ，减排二氧化碳约 <b>5300万吨</b>	钢材	黑色	500	106477	53238500
	动力煤	黑色	25	390200	9755000
	硅铁	黑色	8200	538	4411600
	锰硅	黑色	4200	1021	4288200
	铁矿石	黑色	100	24784	2478400
	焦炭	黑色	45	47116	2120220
	热轧	黑色	88	19063	1677544
	不锈钢	黑色	500	3000	1500000
	焦煤	黑色	25	48510	1212750
	冷轧	黑色	160	6972	1115520
到2025年底，再生金属供应占比达到 <b>24%</b> 以上，电解铝行业能效标杆水平以上产能占比达到 <b>30%</b> ；铜、铅、锌冶炼能效标杆水平以上产能占比达到 <b>50%</b> ；有色金属行业能效基准水平以下产能完成技术改造或淘汰退出。2024—2025年，有色金属行业节能降碳改造形成节能量约 <b>500万吨标准煤</b> 、减排二氧化碳约 <b>1300万吨</b> 。	玻璃	黑色	85	4729	401965
	锌	有色	3500	640	2240000
	铜	有色	1000	1002	1002000
	铅	有色	800	640	512000
	镍	有色	4000	81	324000
	镍	有色	10000		
	工业硅	有色	12000		
	铝	有色	13500	3708	50058000
	电石(PVC原料)	化工	3400	2758	9377200
	乙二醇(合成气制)	化工	1100	5198	5717800
到2025年底， <b>炼油、乙烯、合成氨、电石</b> 行业能效标杆水平以上产能占比 <b>超过30%</b> ，能效基准水平以下产能完成技术改造或淘汰退出。2024—2025年，石化化工行业节能降碳改造形成节能量约 <b>4000万吨标准煤</b> 、减排二氧化碳约 <b>1.1亿吨</b> 。	苯乙烯	化工	3600	999	3596400
	甲醇	化工	375	6935	2600625
	PTA	化工	470	4950	2326500
	聚丙烯	化工	800	2554	2043200
	聚乙烯	化工	800	2032	1625600
	尿素	化工	250	5373	1343250
	乙二醇(石脑油制)	化工	190	5198	987620
	PVC	化工	450	2081	936450
	纯碱	化工	175	2812	492100
	天然橡胶	化工	10	1000	10000

数据来源：《2024-2025 年节能降碳行动方案》 华泰期货研究院

回溯过去十年，较大规模的双控限电限产主要发生在 2010 年、2017 年和 2021 年。

1、2010 年限电限产背景（寒潮+十一五节能收官年）：2010 年初寒潮来袭叠加重点电厂煤炭库存相对低位；2010 年是十一五规划最后一年，8 月份大幅限电以完成节能目标。

限电限产矛盾较为突出时段：2010 年 8 月-2010 年 11 月，持续四个月。

2、2017 年限电限产背景（环保督查组“一刀切”）：经党中央、国务院批准，第三批中央环境保护督察工作 24 日全面启动，已组建 7 个中央环境保护督察组，将对天津、山西、辽宁、安徽、福建、湖南、贵州等 7 个省（市）开展环境保护督察工作。

限电限产矛盾较为突出时段：2017 年 4 月-2017 年 8 月，持续五个月。

3、2021 年限电限产背景（两高行业双控+缺煤电网主动降负荷）：四季度多省尚未完成双控指标以至于限产执行过程十分严格；加之煤炭延续供不应求态势，我们认为此轮限电的核心原因是煤炭持续短缺，国家统计局官网数据显示，8 月份发电量同比只增长 0.2%，

也印证了这一点，其中，亟需碳减排的火电增长了 0.3%，而清洁能源水电因为缺少降水反而下降 4.7%。

我们对限电限产影响比较大的商品板块指数和品种指数进行了行情回测，具体结果见下表。我们发现在限电限产矛盾较为突出时段，螺纹钢、焦炭、化工、有色等中游高能耗制造行业品种均出现较为明显的上涨；而在政府纠偏之后，动力煤、螺纹钢、焦炭、化工、有色均出现不同程度的下跌。因此后续需要重点关注今年夏季国内的用电负荷情况。

**图 38：历史节能降碳复盘**

限产限电节奏	Wind化工	Wind有色	Wind商品指数	焦炭指数	螺纹指数	动力煤现货价格
2010年8月开始至政府纠偏	21.36%	6.87%	11.76%	/	8.17%	10.74%
2010年11月政府纠偏后1个月	18.85%	13.62%	13.35%	/	3.95%	-4.85%
2010年11月政府纠偏后3个月	25.39%	15.13%	16.61%	/	5.61%	-6.06%
2017年4月开始至政府纠偏	6.95%	13.15%	12.24%	28.08%	22.79%	-9.56%
2017年8月政府纠偏后1个月	-9.63%	0.36%	-6.16%	-17.15%	-6.35%	16.26%
2017年8月政府纠偏后3个月	-4.58%	-3.96%	-1.62%	-9.24%	2.76%	9.59%

数据来源：Wind 华泰期货研究院

### 地缘端仍面临不确定性

**巴以冲突尚未结束，目前又看到以色列和黎巴嫩冲突扩大的可能性。**

**近期关于以色列与哈马斯和谈消息较多。**半岛电视台记者哈姆达·萨勒胡特报道，尽管以色列和哈马斯之间仍存在一些关键问题，但加沙停火谈判已重启，以色列官员对此“谨慎乐观”。据路透社报道，以色列摩萨德头目戴维·巴尼亚将前往卡塔尔恢复谈判，据报道，哈马斯对停火提议做出最新回应后，谈判取得了“突破”。根据 NBC 报道，拜登政府的一位高级官员透露在努力促成以色列和哈马斯之间停火协议框架的过程中取得了“突破”，这可能结束加沙数月的战斗并释放人质，“我们在关键僵局上取得了突破，”该官员在周四的新闻发布会上表示，将这一进展归因于哈马斯在框架协议上的立场转变，他们表示这现在与上个月联合国安理会通过的美国起草的协议“完全一致”。“现在我

们进入了实施步骤，”“如果达成协议，将结束加沙近九个月的战斗。”后续需密切跟踪双方谈判的最新进程，不过我们再次重申苏伊士运河的恢复通行才是确定性的利空。苏伊士运河的通行是一个“交集”条件，根据目前观察，须同时满足巴以双方和谈成功，在和谈成功的基础之上胡塞武装同意不在袭扰通行红海船舶，且在上述两个条件同时满足的情况下，还需要给班轮公司一定时间去调整船期。借用阳明海运前董事言论，如果红海危机有望解除，船公司需花3个月调整航班。

**以色列与黎巴嫩目前存冲突扩大化的可能性。**7月4日上午，以色列北部靠近黎巴嫩的上加利利、西加利利地区，以及戈兰高地等地区持续拉响无人机和火箭弹来袭警报。防空警报涉及超25个城镇，距黎以临时边界约35公里的一个社区也响起了警报。目前暂无人员伤亡情况报告。黎巴嫩真主党消息人士表示，当天真主党向加利利和戈兰高地的以色列目标发射了200余枚各类型火箭弹，并向加利利地区发射了20余架无人机。近期黎巴嫩与以色列边境局势高度紧张，需关注黎巴嫩真主党与以色列之间的跨境冲突是否会升级为一场全面战争，是否会将叙利亚、伊拉克、伊朗、阿富汗、也门、胡塞武装等全部牵涉其中。若后期冲突扩大，需关注是否会扰动直布罗陀海峡的通行。直布罗陀海峡已成为世界上最为繁忙的海上通道之一，从西、北欧各国到印度洋、太平洋沿岸国家的船只，一般均经由直布罗陀海峡-地中海-苏伊士运河-曼德海峡这条航路。

图 39：主要农作物的产地和生长周期跟踪



数据来源：船视宝 华泰期货研究院

**复盘历史上较大的中东地缘事件，原油大幅上涨，商品滞后油价约3个月启动。**我们回溯重大的中东冲突对大类资产的影响。共包含八个历史样本，分别为赎罪日战争（1973/10/6 开始）、两伊战争（1980/9/22 开始）、黎巴嫩战争（1975/4/13 开始）、海湾战争（1990/8/2 开始）、伊拉克战争（2003/3/20 开始）、叙利亚战争（2011/3/15 开

始)、伊拉克内战(2014/1/1 开始)、也门战争(2015/1/20 开始)。影响来看,一、短期原油受益,80%样本上涨,平均涨幅 5.24%,随后若影响扩大则涨幅继续扩大,后三个月 71%样本录得上涨,平均涨幅 14.1%,事件结束后油价回落;二、风险资产呈现小幅避险,美股略微调整,黄金上涨不明显;三、商品滞后原油 3 个月左右反应,油脂、家禽、黄金跟随上涨。

图 40: 中东冲突的历史回溯 | 单位: %

		道指	纳指	上证综指	MSCI 新兴市场	美元指数	CRB:综合	CRB:食品	CRB:油脂	CRB:家畜	CRB:金属	CRB:工业原料	CRB:纺织品	黄金	原油
爆发后一周	平均涨跌幅	0.70%	-1.08%	0.28%	-0.88%	0.06%	0.22%	0.38%	0.60%	0.57%	-0.13%	0.12%	0.28%	-0.34%	0.51%
	胜率	60.00%	60.00%	60.00%	60.00%	40.00%	40.00%	60.00%	60.00%	60.00%	80.00%	60.00%	40.00%	40.00%	60.00%
爆发后一月	平均涨跌幅	0.01%	-2.20%	3.58%	-0.13%	0.89%	0.41%	0.20%	0.33%	1.49%	0.43%	0.58%	0.24%	-0.97%	2.60%
	胜率	60.00%	40.00%	80.00%	40.00%	60.00%	60.00%	60.00%	60.00%	60.00%	40.00%	60.00%	60.00%	20.00%	60.00%
期间	平均涨跌幅	0.60%	1.40%	1.83%	0.32%	0.44%	-0.63%	-1.08%	1.98%	-1.42%	-0.54%	-0.31%	-0.84%	0.17%	-1.67%
	胜率	75.00%	50.00%	75.00%	50.00%	25.00%	0.00%	25.00%	50.00%	25.00%	50.00%	50.00%	25.00%	50.00%	25.00%
爆发后三月	平均涨跌幅	2.02%	-5.86%	7.15%	-5.80%	2.06%	-1.05%	-1.85%	-0.03%	1.49%	-2.17%	-0.39%	-1.02%	-4.38%	-4.26%
	胜率	60.00%	60.00%	80.00%	20.00%	60.00%	60.00%	40.00%	20.00%	60.00%	40.00%	40.00%	60.00%	20.00%	40.00%

数据来源: Wind 华泰期货研究院

## 汇率：

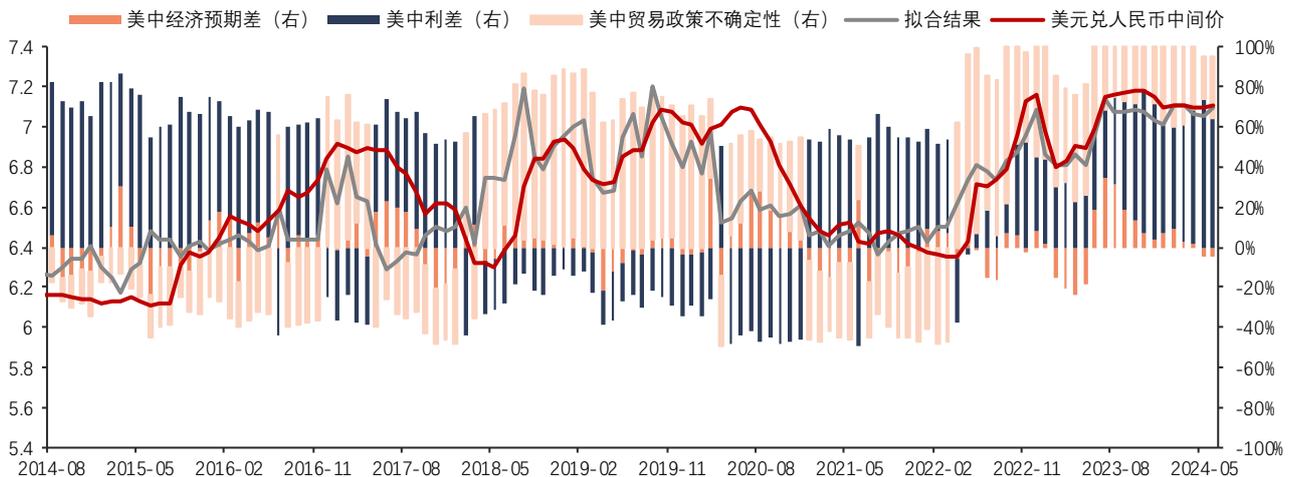
### 人民币

继续关注美元带来的压力。2024 年美国总统大选首轮辩论落幕，辩论结束后，民调上特朗普仍略微领先。我们回溯 1948 年以来的 19 次美国大选，一、执政党更选样本下，大选前美元指数走强，大选后未有显著规律；执政党连任样本下，汇率未有明显规律。二、共和党执政对汇率影响不大；民主党执政，大选前美元指数偏强。此外，法国右倾和日元偏弱仍在支撑美元。7 月 1 日，出口民调显示，法国极右翼政党“国民联盟”取得了立法选举中最高成绩，得票率 34%；极左和左翼组成的新人民阵线以 29.1% 位于第二；马克龙领导的中间派联盟排位第三，得票率 20.5%。超过 12.5% 选票的候选人可以于 7 月 7 日进入第二轮选举。

人民币汇率预计将维持震荡格局，市场需关注外部环境变化和政策动向。从基本面来看：1) 经济预期差(chā)中性：国内经济预期再度面临考验；2) 中美利差(chā)中性：美联储政策影响减弱，美债利率出现回调；3) 净出口利好人民币：短期抢出口以及外需韧性对年内出口有支撑，但贸易远端风险上升。

预计 2024 年下半年美元兑人民币汇率仍将维持区间震荡格局。后续继续关注两大信号：美联储降息利好人民币，美元兑人民币中间价和即期价格的价差收敛。

图 41：美元兑人民币汇率的三因素拟合模型 | 单位：%



数据来源：Wind 华泰期货研究院

## 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](http://www.htfc.com)