

# 研报精选

2023年5月28日 第122期

## 宏观专栏

### 财政政策力度有待加码

今年4月我国一般公共预算收入同比高增，主要受去年增值税退税带来的低基数影响；财政支出进度未见明显加快，基建投资和实物量增速显著回落。报告认为，在经济内生动能放缓的当下，年内财政政策或需要在扩内需、稳就业和减轻企业税费负担等方面加码。

### 美国债务上限的进展与影响

当地时间5月27日，白宫与共和党在削减开支、解决债务上限僵局的谈判上取得进展。报告认为，如果美国债务上限提高，市场对美国政府违约的担忧或能得到缓解，美联储进一步加息面临的限制也将有所减弱。

## 专题聚焦

### 银行如何支持城投化债？

报告认为，今年地方隐性债务化解将继续稳妥有序推进，出现实质性违约的可能性较低。银行或对短期偿债压力较大的地方隐性债务采取适当展期、降低利率等方式，防止存量隐性债务风险暴露。

### 从La Niña到El Niño，大宗商品影响几何？

气象指标显示，今年夏季发生厄尔尼诺现象的概率增加。夏季厄尔尼诺可能会使美国玉米、巴西玉米、美国大豆及巴西白糖价格下降，中国玉米、巴西大豆、美国棉花价格上涨，对中国大豆价格的影响则相对中性。

## 宏观专栏

### 财政政策力度有待加码

4月一般公共预算收入大幅反弹，主要受去年增值税退税带来的低基数影响，退税对收入的提振效应有望持续至今年9月。今年4月以来经济内生动能出现放缓迹象，而财政支出进度并未明显加快，基建实物量形成也趋弱，我们编制的指数显示去年4季度以来财政政策强度有所走弱，年内财政政策或需在扩内需、稳就业和适度扩大税费减免退规模等方面加码。具体来看：

扣除退税因素后4月一般公共预算收入有所放缓。4月一般公共预算收入同比70.0%，扣除退税因素影响同比2.8%（前月为5.5%），拖累项主要来自企业所得税、关税和非税收入。由于去年4-9月为增值税留抵税额的集中退还期，退税对今年收入增速的提振可延续数月，但与经济基本面关系不大。4月一般公共预算支出同比6.7%，略高于前月的6.5%，结构上民生类支出提速、基建类支出放缓，这与4月基建投资增速回落也相互印证。

4月卖地收入缓慢修复且呈分化态势。4月政府性基金收入同比1.4%，支出同比2.4%，收支较前月均改善。但房地产销售在经过今年前3月的高景气后逐步显现疲态，尚未形成对土地市场的强劲传导，今年前4月300城的土地成交价款修复缓慢，且呈分化态势，同比跌幅大于50%的城市数量较2022年有所增加，这也意味着今年部分地方政府面临较大的财政收支压力。

今年大城市的人口净流出状况或有改善。去年疫情的再度反复抑制人口流动，城市中生活类服务业的劳动吸纳能力也明显减弱，GDPTOP20城市中人口净流出的数量升至6个（2021年为2个），并集中在超一线城市。今年随着经济逐步回归常态化，大城市中的交通运输业、住宿餐饮业等生活类服务业占比相对较高，行业的复苏有望改善人口净流出状况，不过当前部分城市的土地出让收入形势尚未稳定，部分或与土地集中出让政策带来的错期有关。

今年财政收支形势并不特别乐观，在经济内生动能放缓的当下，我们认为财政及准财政政策力度需要加码。一方面，今年一般公共预算收入虽有恢复性增长，

但去年基层政府在防疫和政府运转方面压力较大，或需借用今年部分收入用以平滑去年支出；另一方面，今年地方隐性债务化解方向不变、力度未减，化债进入攻坚期，短期内地方财政资源盘活和股权财政难以完全续接土地财政收入下台阶，同时结构化发债监管趋紧，部分区县城投到期债务兑付较为紧张。这使得当前地方财政较难有富余财力进行逆周期调节，去年4季度以来财政政策强度有所走弱，今年4月基建投资和实物量增速也明显回落，高频数据显示5月或继续放缓。对此我们认为，政策层或需加大对基建投资的督导力度以形成实物工作量，而在促消费、稳就业和减轻企业税费负担等方面，财政政策同样存在加码的必要。



以上观点来自：2023年5月25日中金公司研究部已发布的《财政政策力度有待加码》

邓巧锋 分析员 SAC 执证编号：S0080520070005 SFC CE Ref: BQN515

黄文静 分析员 SAC 执证编号：S0080520080004 SFC CE Ref: BRG436

段玉柱 分析员 SAC 执证编号：S0080521080004

周彭 分析员 SAC 执证编号：S0080521070001 SFC CE Ref: BSI036

张文朗 分析员 SAC 执证编号：S0080520080009 SFC CE Ref: BFE988

## 宏观专栏

### 美国债务上限的最新进展与影响

5月以来市场对美国债务上限问题的讨论愈发增多。理论上如果美国政府违约，那么其信誉度将遭到严重损害，最坏情形或出现股、债、汇“三杀”，对全球金融市场造成冲击。基准情形下，我们认为美国国会两党还是会达成共识，美国政府也可能采取各种（非常规）措施，避免最坏的情形出现。以下，我们就市场关心的几个问题做一些讨论：1) 当前对于债务上限问题的分歧在哪？最新进展如何？2) 如果债务上限无法提高，可能会发生什么？3) 如果债务上限提高，对经济金融有何影响？

#### 1、债务上限问题的分歧在哪？最新进展如何？

当前共和党（众议院）与民主党（参议院+白宫）的主要分歧主要在于提高债务上限的前提条件，共和党认为提高债务上限必须伴随着严厉的财政缩减承诺，而民主党希望在尽可能不减少开支的情况下提高债务上限。共和党认为疫情以来财政扩张过度，未来需要针对自由裁量支出（discretionary spending）当中的非国防开支进行缩减，对于国防支出则希望有所增加。此前共和党已经在其控制的众议院通过了一份提高债务上限的议案《2023年限制、节约、增长法案》，同意暂停债务上限至2024年3月31日（或从目前的31.4万亿美元上限增加1.5万亿美元，以先触发者为准），但要求压降2024财年支出预算以及未来支出的增长速度，同时回收未使用的新冠救助金、撤销《通胀削减法案（IRA）》中清洁能源相关税收抵免、废除学生债务减免计划等<sup>1</sup>。

但这份法案实质上是在逐条反向冲销掉拜登与民主党政府上台后的主要政绩，所以事实上很难在民主党控制的参议院直接通过。民主党作为执政党，起初强硬拒绝“捆绑出售”，要求将债务上限问题与预算开支问题分开谈判<sup>2</sup>。后

<sup>1</sup> <https://www.congress.gov/bill/118th-congress/house-bill/2811/text?s=1&r=1&q=%7B%22search%22%3A%5B%22limit+save+grow%22%5D%7D>

<sup>2</sup> <https://www.nbcnews.com/politics/congress/freedom-caucus-debt-ceiling-demands-republicans-divided-rcna-74349>



来在谈判中称可以让步，但更多希望通过加税的方式降低赤字，而非减支<sup>3</sup>，如果一定要削减开支，则国防与非国防开支需要一并削减<sup>4</sup>。

据报道，美国时间5月27日（周六）白宫与共和党在削减开支的谈判上取得了进展<sup>5</sup>。双方原则上(in principle)达成一项旨在解决债务上限僵局的协议，将债务上限提高两年至2024年总统大选结束后<sup>6</sup>。协议的细节尚不清晰，比较可能的是拜登政府同意削减国会去年批准的用于国税局的800亿美元新资金中的一部分，同时提高接受政府救助所需的工作标准，以此保证其他支出免受共和党寻求的大幅削减。共和党众议长麦卡锡称具体协议内容计划将在美国时间5月28日（周日）公布，5月31日周三送交众议院投票<sup>7</sup>。

对于目前的进展，乐观者认为两党离达成协议已比较接近，但也有投资者担心即使谈判代表说会谈“卓有成效”，仍可能存在时间不够用的危险，这是因为谈判者还需要时间将达成的协议写入法案，成文法案中也或有一些内容在送交众议院投票时遭到反对。此外，一些评级机构开始发出警告，称已将美国债务置于“具有负面影响”的审查中，并指出即使达成协议，也可能下调评级<sup>8</sup>。2011年美国主权评级就曾因为债务上限问题而遭到下调，对市场风险偏好造成了一定负面影响。

## 2、如果无法达成共识，可能会发生什么？

目前市场的一个担忧是两党无法及时达成共识，从而导致债务上限无法提高，引发美国政府违约。根据美国财政部长耶伦的表述，所谓的“最后期限”(即X-date)最快于6月初到来，也有报道称美国财政部已展开摸底调查，询问各机构是否可以稍后付款。另外由于大量季度税款预计将于6月15日入账，财政部

<sup>3</sup> <https://www.reuters.com/markets/us/fresh-round-debt-ceiling-talks-kick-off-us-default-worries-grow-2023-05-22/>

<sup>4</sup> <https://www.washingtonpost.com/business/2023/05/20/gop-rejects-white-house-offer-freeze-spending-debt-ceiling-talks/>

<sup>5</sup> <https://www.washingtonpost.com/business/2023/05/25/debt-ceiling-no-deal/>

<sup>6</sup> [https://www.wsj.com/articles/debt-ceiling-talks-extend-into-weekend-with-deal-seen-as-close-7eb59fbc?mod=hp\\_lead\\_pos1](https://www.wsj.com/articles/debt-ceiling-talks-extend-into-weekend-with-deal-seen-as-close-7eb59fbc?mod=hp_lead_pos1)

<sup>7</sup> <https://www.nbcnews.com/politics/congress/white-house-republicans-reach-tentative-debt-ceiling-deal-rcna86199>

<sup>8</sup> <https://www.dbrsmorningstar.com/research/414464>

官员们正在想方设法囤积现金并多撑几天，如果能坚持到6月中旬，收入的激增可能会为财政部提供足够的资金，X-date的日期或推迟到7月<sup>9</sup>。

那么如果X-date真的到来，美国政府将如何应对？目前来看或有几种可能：

**1) 根据宪法第十四修正案，由总统绕过国会发令直接举债。**宪法第14条修正案于1868年获得通过，其中的第4节规定：“美国公共债务的有效性，在经法律授权后，不应受到质疑。”也就是说，美国宪法规定政府必须偿还债务，如果拜登政府援引这一条款，那么就可以在不与共和党达成共识的情况下单方面批准政府举债。这样做看似简单直接，但也会引发一系列问题，特别是可能因为涉及到违反宪法从而遭到起诉。财政部长耶伦也曾多次质疑第14条修正案的作用，称援引该法案提高债务上限“在法律上具有疑问性”<sup>10</sup>，其他财政部官员也在近日公开发言称反对采取此种方法<sup>11</sup>。

**2) 按支出优先级排序兑付财政义务。**到X-date到来后，美国政府仍然会有税收收入，这意味着至少可以兑付一部分支出。早在2011年美国财政部官员就曾讨论过一个紧急计划，即在债务上限未达成协议的情况下按时支付美国国债并延迟支付其他政府账单，一些共和党人也认为政府可以优先偿还债务（本金与利息），延后兑付其他国内常规财政义务。这就好像一家公司要倒闭清算时，债权人将享有比股权人更高的偿付优先级。按照这一设想，我们认为美国政府支出的优先排序可能是：美债还本付息>社会保险、医疗保险及养老金支出>国防与承包商的应付账款>公务员工资支出。这样做的好处是保障（国内外）美债投资者利益，降低金融市场恐慌情绪，坏处是对国内实体的财政义务延迟兑付，相当于“拖欠账款”。本质上讲，后者也是违约，只不过听起来似乎没有金融市场违约那么严重。

**3) 美联储介入提供紧急资金支持。**美联储作为金融市场的“最终贷款人”，在市场流动性匮乏时可向困难机构提供紧急融资，最近硅谷银行倒闭后，美联储也为其提供了紧急流动性，并建立BTFP为其他银行提供融资。根据 2013年

<sup>9</sup> <https://www.washingtonpost.com/business/2023/05/23/debt-ceiling-later-payments/>

<sup>10</sup> <https://www.nytimes.com/2023/05/11/us/politics/debt-limit-yellen-14th-amendment.html>

<sup>11</sup> <https://www.nbcnews.com/politics/congress/live-blog/debt-ceiling-live-updates-rcna86159#rcrd13400>

10月美联储的一次电话会议记录，危机情况下联储可以考虑的选择包括美联储在公开市场上购买违约的国债，以应对金融市场潜在的严重压力<sup>12</sup>。而当时的美联储官员就包括现任美联储主席鲍威尔和时任美联储副主席、现任财政部长耶伦。我们认为，这种做法相当于直接财政赤字货币化。这样做的后果很难预料，因为这关乎美联储的独立性，如果投资者对美联储的独立性失去信心，反而可能造成更大的问题。

**4) 财政部铸造铂金硬币用于还债。**这一方法的逻辑是，1997年通过的一项法律赋予了财政部长广泛的自由裁量权来铸造任何面额的铂金硬币<sup>13</sup>，这使财政部长有办法通过简单铸币的方式继续履行国家的财政义务，即使政府发行新债融资的能力已被冻结。本质上讲，这种方式与财政赤字货币化并无两样，唯一区别在于使用硬币作为货币化的载体。2021年耶伦接受采访时表示，这种做法危害了美联储的独立性，联储甚至可能不会接受这些硬币<sup>14</sup>。

上述方法都不能从根本上解决问题，但按优先级排序兑付财政义务的负面影响会相对小一点，因此可能性更高。这样做至少可以防止美国政府在金融市场上违约，降低美债持有者的恐慌情绪，美债也不至于遭到抛售。考虑到美国政府可能采取优先排序兑付债务，**我们的基准情形是美国政府不会在金融市场上违约**。第十四修正案对经济金融的影响也相对较小，但可能引发宪法问题，并带来很多政治遗留问题。美联储的紧急救助或财政部铸币的风险较大，这是因为当前美国通胀仍然较高，贸然进行财政赤字货币化容易动摇市场对于美联储的信心，进而引发股、债、汇“三杀”，对全球金融市场以及美国经济自身的影响难以估计。

### 3、如果债务上限提高，对经济金融有何影响？

要彻底解决债务上限问题，最终还是要提高上限，一旦上限被提高，美国财政部将被允许继续发债，而这也将对市场产生更多影响。

<sup>12</sup> <https://www.federalreserve.gov/monetarypolicy/files/FOMC20131016confcall.pdf>

<sup>13</sup> <https://www.businessinsider.com/mint-the-coin-former-mint-director-philip-diehl-explains-why-the-trillion-dollar-coin-law-would-work-2013-1>

<sup>14</sup> <https://www.wsj.com/articles/janet-yellen-dismisses-minting-1-trillion-coin-to-avoid-default-11674417541>



短期来看，美国财政部发新债或影响市场流动性。由于美国财政部无法发债，其在美联储的存款账户（TGA）中的资金量持续下降，目前已处于较低水平。但是按照财政部的计划，正常情况下TGA需要维持一定规模，因此如果债务上限提高，财政部开始发债，TGA的资金量将上升，这或对市场流动性产生紧缩效应。由于美债的供给增加，其价格也将承压，收益率则面临上行压力。

债务上限提高或缓解市场担忧，但对美联储加息的担心也会增多。债务上限问题的存在让美联储在加息方面不敢过于激进，如果债务上限解决，将为美联储加息扫除障碍。实际上，5月以来美国经济数据表现良好，PCE消费支出和通胀数据均高于市场预期，再次证明了美国经济的韧性和通胀的粘性。对此，美联储官员也在考虑是否需要进一步加息。周五利率期货市场隐含的6月加息25个基点的预期已从此前一周的不到30%大幅上升至70%，反映市场对于美国政策利率进一步上升的预期升温，10年期美债收益率也于近日持续走高。

中期来看，市场的关注点在于债务上限提高的条件是什么，如果大幅削减开支而提高债务上限，那么市场还会担心美国“财政悬崖”及经济增长的前景。根据白宫的计算，如果按照共和党人提出的立法将2024财政年度的总体拨款设定在与2022财政年度相同的水平，那么所有拨款（包括国防和国内项目）都将被大幅削减。然而，共和党人已经表示他们不愿意削减国防资金，这意味着年度拨款中的其他一切将被削减得更多。具体来看，共和党人提出的立法将把2024财年的收入定为1.47万亿美元，与2022财年的水平相当，假设2024财年的国防资金将至少达到8850亿美元的基线水平，那么非国防资金将达到5860亿美元，而这将比目前制定的7560亿美元水平低22%。当然，白宫方面的计算可能有夸大的嫌疑，但我们认为任何大刀阔斧的降低开支都会增加“财政悬崖”的概率，进而加大市场对美国经济衰退的担忧。

---

以上观点来自：2023年5月28日中金公司研究部已发布的《美国债务上限的最新进展与影响》

刘政宁 分析员 SAC 执证编号：S0080520080007 SFC CE Ref: BRF443

肖捷文 联系人 SAC 执证编号：S0080121070451

张文朗 分析员 SAC 执证编号：S0080520080009 SFC CE Ref: BFE988



## 专题聚焦

### 银行如何支持城投化债？

我们在[《2023年资产质量前瞻：风险扫描和压力测试》](#)中提到地方政府隐性债务是今年银行资产质量重点关注的三大领域之一。我们预计今年地方隐性债务化解继续推进，仍然坚持中央不救助原则，但化解过程稳妥、有序，而非大面积违约，银行对于短期偿债压力较大的地方隐性债务适当展期、降低成本，防止出现存量隐性债务风险暴露。对于银行而言，城投敞口不良率低于全部对公贷款、风险较低，对于风控谨慎、城投客户资质良好的银行影响较小。

什么是地方隐性债务？2014年《预算法》规定：除地方政府债券外，地方政府及其所属部门不得以任何方式举借债务。2017年8月财政部《国务院关于今年以来预算执行情况的报告》中将地方隐性债务定义为“地方政府违法违规或变相举债”。实践中，地方隐性债务主要包括地方融资平台为公益性项目融资、政府提供担保的债务，以及政府购买服务、PPP项目、政府产业引导基金违规融资，体现在银行报表上的形式包括城投贷款、城投债券、非标资产等。

地方化债继续推进。2018年《关于防范化解地方政府隐性债务风险的意见》要求地方政府在5-10年内化解隐性债务。2021年广东、北京、上海启动全域无隐性债务试点任务，其中广东、北京已分别在2021年底、2022年底前实现隐性债务清零。财政部2022年12月披露，地方隐性债务减少1/3以上。2022年12月中央经济工作会议提出“要防范化解地方政府债务风险，坚决遏制增量、化解存量”，相比2021年“坚决遏制新增地方政府隐性债务”更强调存量化解，我们预计今年地方隐性债务化解和清零试点有望继续推进到更多地区。

如何化解地方隐性债务？根据2018年财政部《地方全口径债务清查统计填报说明》，主要包括六种地方政府隐性债务化解方式：

1. 通过财政资金偿还：主要来自年度预算资金、超收收入、盘活财政存量资金等，实际上2021年以来地方政府土地出让金收入下降对偿债资金来源造成拖累，部分中西部省份城投偿债压力较大。

2. 出让国有资产权益：通过出让国有企业股权获得收益偿还债务，典型案例为“茅台化债”：2019年12月、2020年12月茅台集团两次公告无偿划转上市公司共计1.0亿股股份（合计占贵州茅台总股本8%，按当时市价计量市值约为1600亿元）至贵州国资。但该方式可行性取决于地方资源条件。

3. 利用项目结转资金、经营收入偿还：由地方企事业单位通过自身经营收入偿还，取决于企业自身经营能力。

4. 债务转化：促进城投转型，将地方政府隐性债务转为企业债务，通过经营性项目运营收益偿还，对项目现金流要求较高。

5. 债券置换或展期：主要形式为：a) 通过再融资债券、国开行和商业银行贷款等置换高成本债务，例如，2019年以来建制县区隐性债务风险化解试点发行地方政府再融资债券用于置换地方隐性债务，2021年7月财政部提到用于建制县区隐性债务风险化解试点的6128亿元再融资债券额度已发行6095亿元；2021年以来广东和北京全域无隐性债务试点中再融资债券用于置换隐性债务；2) 将现有债务进行展期，“时间换空间”，降低城投企业的利息成本，例如贵州城投遵义道桥2022年12月30日发布公告推进银行贷款重组，涉及债务规模为155.94亿元，贷款期限调整为20年，利率调整为3%/年至4.5%/年，前10年仅付息不还本，后10年分期还本。

6. 破产重组或清算：对城投进行破产重组，债务出现实质违约，部分债权人可能承担一定损失。考虑到对公开市场发行的城投债信用影响较大，我们预计今年出现概率较低。

除上述六种债务化解方式外，我们认为通过资产重组，用优质高等级城投吸收合并弱资质低等级城投，从而提高整体信用资质，增强对外融资能力，也是可能的路径。

**稳妥有序推进地方隐性债务风险化解。**根据财政部的表述，我们认为未来地方隐性债务化解路径可能具有以下特征：1) 坚持中央不救助原则，做到“谁家的孩子谁抱”，打破中央“兜底”预期；2) 稳妥有序化解隐性债务而非大面积

违约，防范“处置风险的风险”，今年出现公开发行的城投债券实质性违约可能性较低；3）部分中西部弱资质城投存量贷款和非标资产局部不良率可能有所暴露，通过重组、展期等形式化解风险，但风险可控。

**银行如何支持城投化债？** 2023年1月银保监会提出“积极配合化解地方政府隐性债务风险”，“有序开展地方政府债务置换，推动优化债务期限结构，降低利率负担”；2022年9月，财政部文件进一步明确允许贵州省融资平台公司“在与金融机构协商的基础上采取适当展期、债务重组等方式维持资金周转，降低债务利息成本”。我们认为银行可能在以下方面支持城投化债：1）增强风险控制，严格尽职调查，避免提供各种形式的新增地方政府隐性债务；2）在市场化、法治化的原则基础上，对于短期偿债压力较大的地方隐性债务适当展期、降低成本，防止出现存量隐性债务风险暴露。

**如何评估城投化债对银行的影响？** 城投化债过程中，部分弱资质城投可能存在偿付压力不足、贷款重组（包括展期和降低利率）的风险，导致银行出现局部不良率上升、利息收入降低。我们通过上市银行基建类贷款占比（包括交运、水利、电力、建筑业、租赁和商务服务业）来估算地方城投贷款敞口，截至2022年上市银行基建类贷款占比约30%，其中租赁和商务服务业（含部分城投贷款）占比约10%；全部基建类贷款不良率约1.2%，相比2018年的0.7%有所上升，租赁和商务服务业不良率约1.5%，相比2018年的0.6%有所上升，但两类贷款不良率仍低于全部对公贷款不良率1.8%的水平，总体而言违约风险较低。

**哪些银行城投风险较低？** 对于个别银行而言，我们认为地方隐性债务影响不应一概而论，对于风控谨慎、城投客户资质良好（东部、省级城投）的银行影响较小，对于贷款客户资质较为下沉的银行影响相对更大。

---

以上观点来自：2023年5月26日中金公司研究部已发布的《银行如何支持城投化债？》

林英奇 分析员 SAC 执证编号：S0080521090006 SFC CE Ref: BGP853

许鸿明 联系人 SAC 执证编号：S0080121080063

周基明 分析员 SAC 执证编号：S0080521090005 SFC CE Ref: BTM336

张帅帅 分析员 SAC 执证编号：S0080516060001 SFC CE Ref: BHQ055

## 专题聚焦

### 从La Niña到El Niño，大宗商品影响几何？

持续三年之久的拉尼娜现象已于2023年4月末结束，ENSO指标回归中性状态。但根据WMO预计，由于ENSO监测指标正在向厄尔尼诺方向倾斜，2023年夏季出现厄尔尼诺的概率逐渐抬升<sup>15</sup>。通常厄尔尼诺气候会大概率加速全球气候变暖，因此尽管当前ENSO处于中性条件，但4月以来，东南亚大部分国家和地区气温已突破40℃，接连刷新了历史同期最高气温纪录，这不得不让市场对今夏厄尔尼诺事件的影响更为担忧。本篇报告通过对历史数据的回顾，有针对性的总结了厄尔尼诺现象发生时全球不同地区的气候特征，同时从商品视角分析了厄尔尼诺气候可能对相应农产品、能源与工业品产生的影响。

#### 一、信风带强弱异常是厄尔尼诺/拉尼娜出现的主要原因，当前重要气象指标正向厄尔尼诺现象倾斜，夏季发生概率增加

在拉尼娜气候中，信风偏强，导致赤道暖流流速加快，随着表层暖水从东流向西，东侧就需要海水不断补充。这些上翻的海水大多来自海域深层或是秘鲁寒流，温度较原先流走海水明显偏低。信风越强，东侧的海水温度越低，当温度低到一定程度时，就形成了拉尼娜事件。厄尔尼诺事件与拉尼娜事件恰好相反，在厄尔尼诺事件中，信风较往常偏弱，导致赤道暖流流速缓慢，温暖的海水堆挤在中东太平洋海域。当海水温度高到一定程度时，就形成了厄尔尼诺事件。沃克环流形式的变化，会对太平洋东西两侧气压造成影响，进而影响全球水气循环系统<sup>16</sup>。

当前，重要气象指标正向厄尔尼诺现象倾斜，但满足持续5个月的标准才能确立为一次厄尔尼诺事件。截至2023年5月中旬，我们看到赤道中东太平洋海面温度异常值已经由负转正，目前东部和中部太平洋地区海面温度出现异常偏暖，而西太平洋仍处在ENSO中性范围内。CPC于2023年4月发布厄尔尼诺监测，预示着ENSO气候开始转暖。当前，CPC预计5-7月出现厄尔尼诺的概率已

<sup>15</sup> <https://public.wmo.int/en/media/press-release/wmo-update-prepare-el-ni%C3%B1o>

<sup>16</sup> <https://www.climate.gov/enso>



超过80%，6-8月出现的概率接近90%<sup>17</sup>。

## 二、厄尔尼诺气候会对于全球水气循环系统造成影响，导致不同地区气温降水发生明显变化

**美国：夏季影响微弱，冬季南北降水分化。**夏季厄尔尼诺（6-8月）通常对于美国温度及降水模式的影响较为有限，主要是由于厄尔尼诺通过影响北美洲上空急流（jet stream）的位置而影响美国气候，但在夏季，急流相对较弱并向北移动，从而较大限度地减少了厄尔尼诺现象对美国天气的影响。而在十月至次年三月的秋冬季节，厄尔尼诺现象导致太平洋急流向南移动并进一步向东扩散，我们认为这或将导致美国南部比较历史同期降水增多，而北部则更温暖、更干燥（在厄尔尼诺发生的夏季，我们预计玉米、大豆或将面临高温天气，然而充足的降水一定程度上保障了作物的生长，因此作物单产在厄尔尼诺年份未必会受到直接影响。但进入秋季后，中部降水的增加可能会导致作物收割进度受到拖累）。<sup>18</sup>

**南美：巴西南部及阿根廷北部或面临洪涝风险。**厄尔尼诺现象导致的海水温度偏暖可能会使得太平洋中东部和东部的降雨量增加，其中包含了南美西海岸的部分地区，因此厄尔尼诺现象对于南美的影响比北美更为直接和强烈。厄尔尼诺造成的气候影响南北有所分化，通常情况下，巴西北部及东北地区的降水减少，而南部地区及阿根廷暴雨频率增加。<sup>19</sup>

**东南亚：印尼降水模式异常，棕油产区或出现干旱。**厄尔尼诺成熟期沃克环流异常，西部对流受到抑制，东太平洋对流加强，导致印度尼西亚上空更加干燥，从而使得夏季与秋季的旱季程度加重且时间变长。<sup>20</sup>

**澳大利亚：冬春期东部或将干旱，夏季西南部降水偏多。**冬季-春季期间，澳大利亚东部大部分地区降水量可能仅位于平均水平的20%-30%，一般来说，厄尔尼诺现象对澳大利亚降雨量的影响从11月开始减弱，因此到夏季，厄尔尼

<sup>17</sup> <https://iri.columbia.edu/our-expertise/climate/forecasts/enso/current/>

<sup>18</sup> <http://www.climate.gov/news-features/blogs/enso/united-states-el-ni%C3%B1o-impacts-0>

<sup>19</sup> <https://www.nature.com/articles/s43017-020-0040-3>

<sup>20</sup> <https://www.nasa.gov/feature/goddard/2016/el-nino-brought-drought-and-fire-to-indonesia/>

诺现象对于东部和南部的干旱影响基本消失，而澳大利亚西南部可能会迎来偏多的降水。<sup>21</sup>

**中国：雨带停滞南部或导致南涝北旱格局。**受环流形势的影响，冷空气活动比较偏南，加之夏季风偏弱，暖湿气流北上势力不强，因此冷暖空气交汇产生的季风雨带也随之偏南，从而使长江中下游地区多雨以至发生洪涝，黄河及华北一带少雨并形成干旱。对于西南地区而言，厄尔尼诺现象对该地区的降水 and 气温的影响相对中性。<sup>22</sup>

### 三、厄尔尼诺气候对相关大宗商品的影响

**农产品：整体来看，由于厄尔尼诺对于全球不同作物主产区天气影响有所差异，我们认为夏季厄尔尼诺可能会利空美玉米、巴西玉米、美豆及巴西白糖价格，利多中国玉米、巴西大豆、美国棉花价格，而对中国大豆影响相对中性，但本年度厄尔尼诺发生的强度及持续时间仍存不确定性，对于农产品价格影响仍需理性看待。**

**美国玉米：**中性及厄尔尼诺气象条件下，美国玉米单产有较大概率高于趋势线，拉尼娜条件下，单产下降概率较大。当前ENSO中性条件下，美玉米种植带的大部分地区将恢复季节性干燥天气，这有利于新季作物播种，当前美玉米种植及生长情况较好。基于当前的种植进度及夏季对天气的假设，2023/24年度美玉米供需格局或大概率向好修复。

**巴西玉米：**中性气候下，单产大概率高于趋势线。而拉尼娜/厄尔尼诺条件下，单产变动较大。当前ENSO中性气候条件下，巴西第二季玉米大概率丰产上市，2022/23年度巴西玉米或创记录丰产新季方面，尽管USDA5月给出了相对乐观的产量预期，我们认为现在判断新季丰产/减产为时尚早。

**中国玉米：**气候中性条件下，我国玉米单产大概率高于趋势线，拉尼娜/厄尔尼诺都可能造成单产出现较大波动，但并没有一一对应的关系。当前我国新季作物长势情况良好，若厄尔尼诺气候形成，我国北方地区可能面临干旱气候

<sup>21</sup> <http://www.bom.gov.au/climate/updates/articles/a008-el-nino-and-australia.shtml>

<sup>22</sup> [https://www.cma.gov.cn/kppd/kppdrt/202005/t20200522\\_554078.html](https://www.cma.gov.cn/kppd/kppdrt/202005/t20200522_554078.html)

影响，同时东北地区冷夏可能对作物生长发育有不利影响。

**美国大豆：**夏季厄尔尼诺气象条件下，美国大豆单产大概率高于趋势线，夏季拉尼娜条件下，单产下降概率较大。目前，新季美豆种植进度整体偏快的基调仍在延续，创1980年USDA有数据记录以来第三快。但目前厄尔尼诺的强度和持续时间均是未知，因此干旱威胁仍存，对于大豆单产我们维持相对谨慎乐观态度。

**巴西大豆：**与玉米相似，气候条件的变化对于巴西影响更为直接，厄尔尼诺条件下，巴西北部及东北地区的降水减少，而南部地区暴雨频率增加。拉尼娜年则北部降水充裕，南部高温少雨，因此不管是哪种气候条件，巴西作物生长都难言乐观。

**中国大豆：**我国大豆主要种植区域在东北三省一区与山东半岛，并不是拉尼娜/厄尔尼诺的主要影响区域，大豆单产更多受到区域气候条件的影响，但是气候系统复杂多变，我们不排除厄尔尼诺/拉尼娜气候会加剧我国区域气候恶化的可能性。

**美国棉花：**强厄尔尼诺气候发生时伴随的洪涝风险可能会显著影响棉花单产。我们认为，一旦2023年夏季厄尔尼诺气候程度偏强，对于美国南部造成显著影响，或将导致全球棉花基本面进一步紧张，带来一定的价格上行风险。

**巴西白糖：**考虑到产区产量的比重，厄尔尼诺气候可能会对巴西整体的甘蔗生长形成一定利好，但东北部甘蔗单产下降风险对于总产量的影响不容忽视。根据USDA预测，按照厄尔尼诺会有利于甘蔗单产的假设估算，新季巴西甘蔗的工业单产有所提升，带动2023/24年度巴西新季甘蔗产量上涨。

**能源和工业品：**对能源和工业品而言，天气对能源和工业品价格的影响并不如农产品那么直接，但在历史上天气因素左右价格的情况也并不罕见。值得注意的是，天气对能源和工业品价格来说往往不是单一变量，供需两端可能同时受到影响，利多与利空因素也可能同时存在。

**国内煤炭：**我们认为今夏国内煤炭价格所面临的上行压力或比较有限。一

是当前电厂与贸易商环节的库存普遍较高，对于超预期需求或形成一定缓冲；二是我们预计供应端国内煤炭产量或将处于高位，海外煤价格大幅回落也利好进口；三是需求侧居民用电在高温下可能存在超预期的可能，但受制于地产疲软和出口放缓，用电大户制造业以及冶金、建材等非电用煤可能承压，非电用煤需求偏弱可能压制非长协的市场煤价表现。但若出现持续的超预期高温天气，煤炭需求压力或也不容小觑。

**黑色金属：**部分地区降水增多或对黑色金属供需造成多方面的扰动。一是中国长江中下游地区面临的高温多雨天气或将对今夏区域内地产与基建等项目的施工强度造成一定扰动，除地产自身疲软等掣肘外，螺纹等建材消费可能面临进一步的压制。但另一方面，巴西南部降水增多可也能对当地铁矿生产、运输造成负面影响。

**有色金属：**电解铝生产对于电力供给稳定性要求较高，极端天气如洪涝、干旱，可能对水电铝运行造成威胁，我们建议重点关注中国云南、欧洲、南美水电铝运行情况。此外，2022年四季度内蒙古和贵州仍有少量新增产能释放，叠加四川和广西前期减产产能逐步复产，可能部分抵消云南减产对市场的短时影响，我们预计今年中国铝产量同比上升3.1%。

---

以上观点来自：2023年5月26日中金公司研究部已发布的《从La Niña到El Niño，大宗商品影响几何？》

陈雷 联系人 SAC 执证编号：S0080122030114

庞雨辰 联系人 SAC 执证编号：S0080122080153

王炙鹿 分析员 SAC 执证编号：S0080523030003

董霖旋 联系人 SAC 执证编号：S0080121100020

李林惠 联系人 SAC 执证编号：S0080122070072

郭朝辉 分析员 SAC 执证编号：S0080513070006 SFC CE Ref: BBU524



## 附：一周主要研报回顾

### 宏观

- 2023.5.22 海外宏观周报：美联储会继续加息吗？
- 2023.5.25 中国图说中国宏观周报：财政政策力度有待加码
- 2023.5.28 海外宏观周报：美国债务上限的最新进展与影响

### 策略及大宗商品

- 2023.5.24 海外策略：加息末期和银行风波下的美股盈利 —— 美股1Q23业绩回顾
- 2023.5.26 大宗商品：专题研究：从La Niña到El Niño，大宗商品影响几何？

### 固定收益

- 2023.5.22 信用分析周报：中国信用债评级调整周报
- 2023.5.22 中资美元债周报：市场情绪偏弱，地产继续下跌
- 2023.5.22 简评：境内机构配置行为分化，境外机构重新减持 —— 2023年4月中债登、上清所债券托管数据点评
- 2023.5.22 中国利率衍生品双周报：国债期货新品种上市对现券流动性及流动性溢价影响
- 2023.5.23 专题研究：煤炭发行人近况几何？ —— 煤企财报、一二级情况跟踪
- 2023.5.24 招投标备忘录：付息国债23年第12期新发，付息国债23年第10期续发，农发债23年第2、10期增发 —— 利率债招标分析
- 2023.5.24 信用分析周报：中国短期融资券及中期票据信用分析周报
- 2023.5.25 招投标备忘录：国开债23年第10、14期、21年第20期增发 —— 利率债招标分析
- 2023.5.25 信用分析周报：中国公司债及企业债信用分析周报
- 2023.5.26 招投标备忘录：贴现国债23年第31期新发 —— 利率债招标分析
- 2023.5.27 简评：工业生产继续放缓，债牛未尽 —— 中金固收高频数据跟踪
- 2023.5.27 信用债收益率跟踪周报：发行净增缓慢恢复、短端信用利差被动走扩
- 2023.5.27 简评：债券利率是否会创去年新低？

### 行业

- 2023.5.22 航空航天科技：短期波动不改高景气趋势，建议重视细分龙头配置价值
- 2023.5.22 机械：人形机器人趋势向上，复合铜箔产业化积极
- 2023.5.22 银行：银行监管数据透露哪些信息？
- 2023.5.22 日常消费：周思考：白酒消费持续平稳恢复，当前估值性价比高，消费场景复苏下大众品经营回暖

- 2023.5.22 公用事业：风光公用环保周报：看好价跌量增+SNEC展会提振光伏板块情绪，风电火电盈利向上
- 2023.5.22 交通运输物流：双周报#365：航空股价已反映悲观预期，油运或已过淡季调整低点
- 2023.5.22 软件及服务：AI安全初探：耦合共生，相辅相成
- 2023.5.22 传媒互联网：互联网月报：内外因素担忧致使股价回调
- 2023.5.23 不动产与空间服务：周评#341：上周新房、二手房销售均走平
- 2023.5.23 电力电气设备：电力保供正当时，需求响应东风起
- 2023.5.23 电力电气设备：新能源车月度观察：中国渗透率持续上升，5月产业链排产环比提升
- 2023.5.23 传媒互联网：电影专项资金暂免征收，或推动影院经营加快改善
- 2023.5.23 零售：中金看海外 公司 | 佳沛：奇异果领军品牌，“佳沛模式”助力基业长青
- 2023.5.23 机械：数控刀具出海进程加速，建议关注左侧机会
- 2023.5.23 化工：全球聚氨酯龙头2022年和1Q23经营比较
- 2023.5.23 传媒互联网：如何分析原创剧集生产体系？
- 2023.5.25 银行：银行如何支持城投化债？
- 2023.5.25 科技硬件：全球观察-英伟达：二季度收入指引大超市场预期，AIGC产业升级趋势逐步明晰
- 2023.5.25 软件及服务：AI动态跟踪：微软将GPT能力嵌入OS，微盟、云知声生态百花齐放
- 2023.5.26 REITs：公募REITs周报（5月22日-5月26日）：关注管理人运作表现
- 2023.5.26 软件及服务：全球工业软件公司4Q22业绩梳理：宏观扰动影响渐微，云转型进度符合预期
- 2023.5.26 医疗健康：ASCO摘要发布，关注核心管线进展

## **法律声明**

本文章由中金研究院基于公开信息及/或中国国际金融股份有限公司已发布的研究报告（以下简称“研究报告”）制作而成。中国国际金融股份有限公司及其关联机构（以下合称“中金公司”）对这些信息及观点的真实性、准确性、时效性及完整性不作任何保证。

本文章仅摘编研究报告的部分观点，贵方如使用本文章所载观点，有可能会因缺乏对完整报告的了解或缺乏相关的解读而对其中的信息、观点、判断等内容产生理解上的歧义。贵方如使用本文章，须寻求专业顾问的指导及解读。

本文章中的信息、意见等均仅供贵方参考之用，其中的信息或观点不构成对买卖任何证券或其他金融工具的出价或征价或提供任何投资决策建议的服务。该等信息、意见在任何时候均不构成对任何人的具有针对性的、指导具体投资的操作意见。贵方应当对本文章中的信息和意见进行评估，根据自身情况自主做出决策并自行承担风险。对依据或者使用本文章所造成的任何后果及风险，中金公司及/或其关联人员均不承担任何责任。

本文章所载意见、评估及预测为研究报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，中金公司研究部可能会发出与本文章所载意见、评估及预测不一致的研究报告。中金公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本文章意见不一致的市场评论和/或观点。

本文章不构成任何合同或承诺的基础，中金公司不因任何单纯接收、阅读本文章的行为而将接收人视为中金公司的客户。

本文章的版权仅为中金公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、转载、翻版、复制、刊登、发表、修改、仿制或引用。

---

**如有进一步需求，请联系：**

吴慧敏 huimin.wu@cicc.com.cn

吴婷 ting.wu@cicc.com.cn

左烜暄 xuanxuan.zuo@cicc.com.cn