

牛转熊

摘要

在补库存周期结束和房地产投资增速放缓的背景下，商品市场先涨后跌，今年上半年南华商品指数从 1292.61 点上升到 1450.61 点，之后开始下行，截止 2017 年 6 月 16 日，南华商品指数为 1238.67，较年初下跌了 53.94，南华农产品指数、南华能化指数、南华工业品指数、相比年初均有所下降，南华金属指数回到年初值附近。

在以上的市场格局下，多工业品空农产品、多商品空股指、多基本金属空贵金属等策略都获得了相对较好的收益。

南华增强型指数由于自身具有及时根据行情调整权重的优越性，表现依然好于商品指数，截止 2017 年 6 月 5 日，增强型指数高于商品指数 99 点左右。

展望下半年的行情走势，预计下半年商品整体震荡偏弱，商品指数走势震荡下行，占权重最大的工业品下行趋势不改，但不会出现工业品指数快速下降情形，而农产品表现可期，农产品指数可能出现反弹走高。

智慧创造奇迹

一流的咨询，卓越的服务
First class consultancy Excellent services

南华期货研究所

产品创新部
指数研究

目录

第 1 章	引言	3
第 2 章	商品市场特征分析	4
2.1.	品种涨跌.....	4
2.2.	指数涨跌.....	5
2.3.	成交持仓分析	7
第 3 章	对冲策略介绍	10
3.1.	农产品—工业品的对冲策略	10
3.2.	股指—商品对冲策略	10
3.3.	基本金属—贵金属的对冲策略.....	11
3.4.	增强型指数的跟踪情况.....	13
第 4 章	总结和展望.....	14
南华期货分支机构		15

第1章 引言

从 17 年年初至今，四大分类指数皆呈现出先涨后跌的态势，当前点位都大大低于年初值。这主要归因于节后经济回暖，商品指数开始走强，但随后房地产调控日趋严厉，央行银根收紧，金融去杠杆，美联储加息，以及 MPA 考核的来临，导致股债双杀，大宗商品也难逃此劫，一同下跌。

2017 年 6 月 1 日，按照《南华商品指数编制细则》的规定，我们对南华商品指数的品种及其权重进行了定期调整，根据品种在 2016 年的成交持仓以及消费金额数据，对每个成分品种赋予新的权重。南华商品指数目前权重分布如下：

图 1.1 2017 年 6 月南华商品指数各品种权重表

品种名称	南华商品 指数	南华工业 品指数	南华金属 指数	南华能化 指数	南华农产 品指数	南华贵金 属指数
铜	11.83%	14.94%	25.00%			
螺纹钢	10.41%	12.55%	25.00%			
铁矿石	8.38%	9.36%	22.91%			
焦炭	8.08%	9.05%		17.79%		
天然橡胶	7.16%	10.08%		21.43%		
豆粕	5.91%				18.71%	
黄金	4.81%					52.95%
聚丙烯	4.77%	4.91%		9.30%		
白银	4.55%					47.05%
白糖	4.00%				12.82%	
焦煤	3.86%	3.79%		7.03%		
豆油	3.64%				11.56%	
聚乙烯	3.59%	4.28%		8.62%		
PTA	3.49%	4.25%		8.60%		
镍	3.49%	4.95%	10.86%			
菜籽粕	2.91%				9.52%	
棕榈油	2.84%				9.23%	
锌	2.25%	2.83%	6.54%			
一号棉	2.03%				6.14%	
玻璃	2.00%	2.35%		4.93%		
动力煤		7.74%		13.33%		
铝		2.86%	7.69%			
甲醇		2.06%		4.12%		
石油沥青		2.00%		2.85%		
PVC		2.00%		2.00%		
铅			2.00%			
黄大豆一 号					9.17%	

玉米	8.08%
强麦	6.29%
菜籽油	3.40%
鸡蛋	3.08%
玉米淀粉	2.00%

资料来源：南华研究

目前入选南华商品指数的品种中，焦煤因为与焦炭的相关性稍有减弱，恢复入选，权重为 3.86%。从排名上看，铜、螺纹钢和铁矿石的权重依然位居前三，这三者权重之和也仍约为 30%，其中由于螺纹钢的成交活跃性显著上升，它的权重从去年的 8.74% 上升了 1.67 个百分点达到 10.41%，是所有品种中权重增加最多的。而聚丙烯由于其成交活跃性增速放缓，相对减弱，它的权重从去年的 7.71% 显著下降到 4.77%。农产品指数增加了菜籽油，其权重为 3.4%。贵金属指数中黄金的权重增加了 10%，达到 52.95%，占主导地位。总体而言，2017 年南华商品指数权重组合稳中有变。

第2章 商品市场特征分析

2.1. 品种涨跌

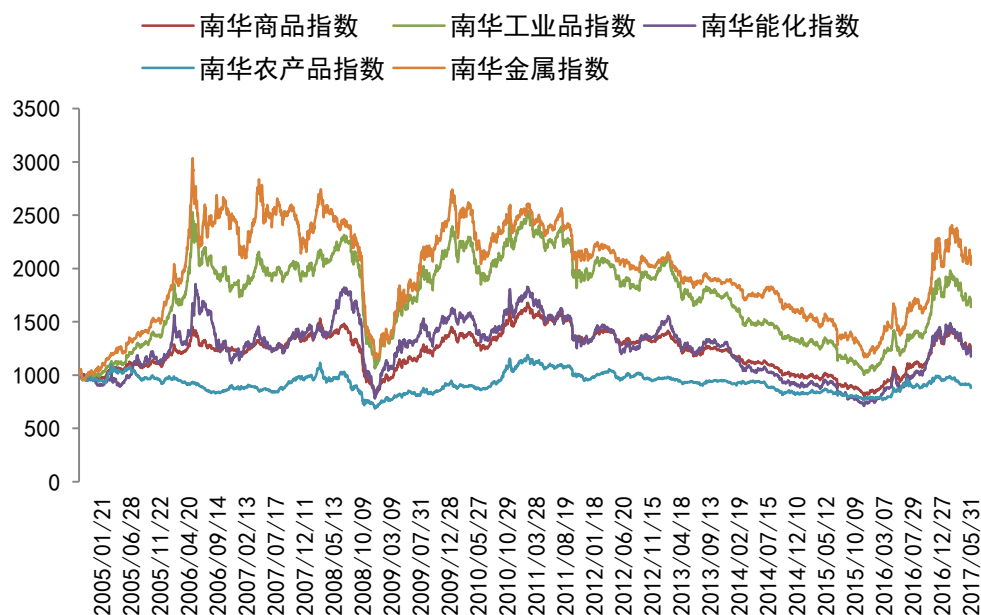
品种名称	2017 上半年	2016 下半年	2016 上半年
大豆	-13.39%	12.21%	5.56%
白银	-2.21%	10.50%	5.33%
铝	5.94%	14.78%	13.77%
黄金	3.19%	2.98%	11.80%
沥青	-15.06%	23.39%	-4.28%
玉米	0.64%	-1.63%	9.53%
棉花	-1.10%	16.01%	19.78%
玉米淀粉	-2.75%	-10.77%	12.79%
铜	-2.30%	25.26%	-1.96%
玻璃	9.38%	20.60%	18.70%
铁矿石	-9.03%	64.87%	14.91%
焦炭	4.21%	77.34%	27.37%
鸡蛋	-28.55%	-7.72%	3.85%
焦煤	-11.58%	66.45%	14.23%
塑料	-6.30%	24.65%	9.74%
豆粕	-6.61%	2.14%	23.57%
甲醇	-14.62%	31.79%	8.57%
镍	-18.54%	20.70%	-2.70%
棕榈油	-12.41%	19.95%	5.71%
铅	-10.83%	33.61%	0.31%
聚丙烯	-8.62%	36.90%	22.14%

螺纹钢	15.74%	34.83%	13.07%
菜粕	-4.60%	1.39%	24.66%
菜籽油	-21.80%	11.60%	4.01%
天然橡胶	-41.62%	39.76%	-0.15%
白糖	-4.16%	13.29%	-2.59%
PTA	-15.67%	12.26%	0.67%
动力煤	14.29%	24.17%	30.42%
PVC	-0.79%	20.18%	11.03%
强麦	-0.22%	11.10%	1.87%
豆油	-22.55%	11.14%	2.02%
锌	4.72%	30.32%	12.34%

从过去一年半的涨跌数据来看，黑色系商品无疑是表现最为抢眼的明星品种，焦炭、焦煤、铁矿石在 2016 年下半年分别上涨了 77.34%、66.45%、64.87%，远远超过其他商品，位居前三甲。然而进入今年上半年，房地产调控日趋严厉，黑色难现之前辉煌，除了螺纹钢涨幅为 15.74%，尚有不俗表现，焦煤、铁矿石则扭涨为跌，分别跌幅为 11.58%、9.03%。纵观农产品，鸡蛋、豆油、菜籽油跌幅较大，在 2017 上半年分别为-28.55%、-22.55%、-21.80%，位居跌幅前列。能化中，橡胶波动最大，去年下半年上涨了 39.76%，今年上半年则跌了 41.62%，其原因在于去年下半年处于补库存阶段，同时宏观政策利好橡胶，而今年上半年需求弱于去年四季度，从补库存转为去库存，利好政策也逐步失效。总体而言，2016 年大宗商品表现不俗，17 年则并不乐观，跌幅品种较多。

2.2. 指数涨跌

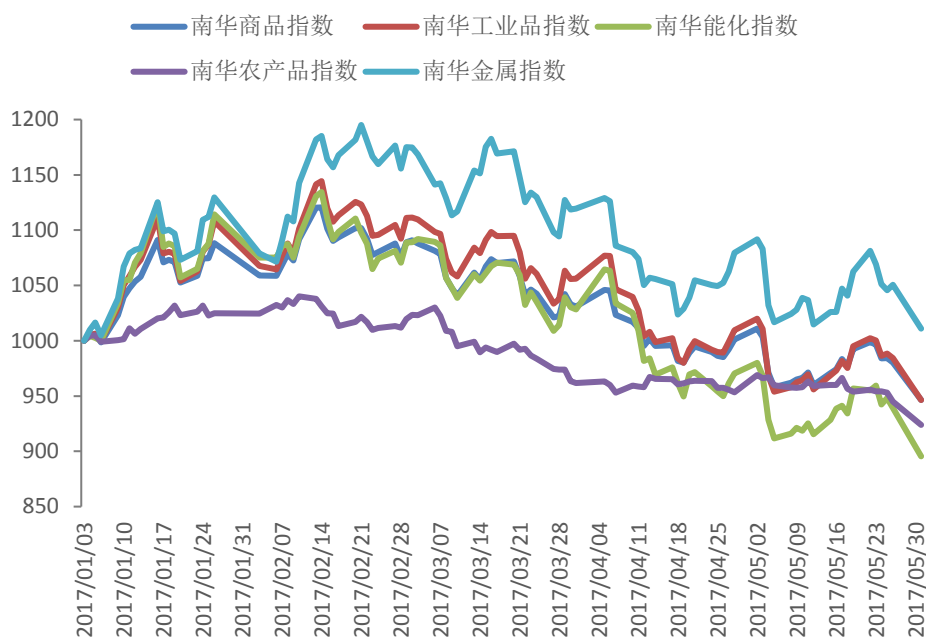
图 2.1 商品指数及分类指数历史走势



资料来源：南华研究

在 2016 年近一年的牛市后，2017 年开年即呈震荡走势，总体下跌。其中南华金属指数和南华工业品指数调整幅度较大，农产品指数走势较平稳。

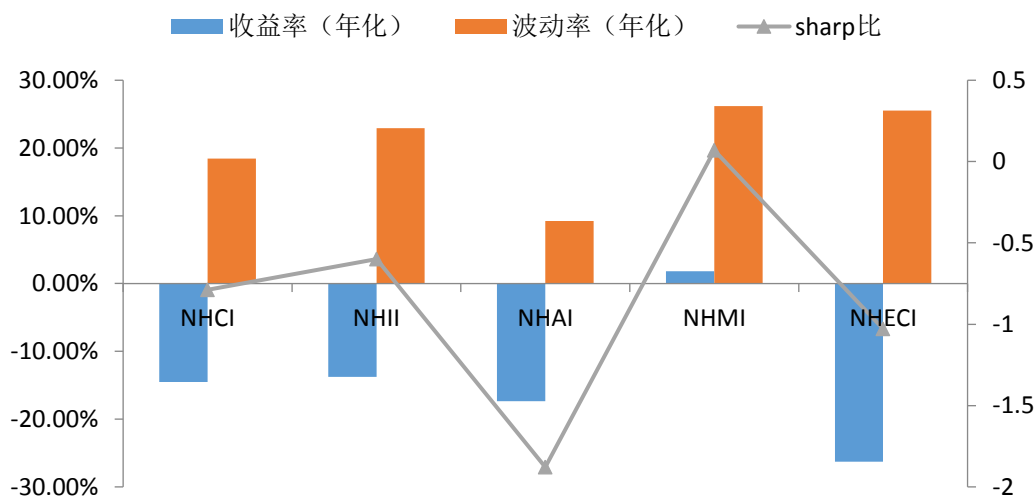
图 2.2 商品指数及分类指数今年上半年走势



资料来源：南华研究

各分类指数及商品指数的走势较为统一，除了农产品指数外其他指数均波动较大。观察近半年的走势，指数在 1 月到 2 月中旬间震荡上扬，2 月中旬后则震荡下跌。金属指数上半年累计涨幅稍大于 0，其他指数累计涨幅均为负。其中能化指数跌幅最大，为 10%。

图 2.3 商品指数波动率

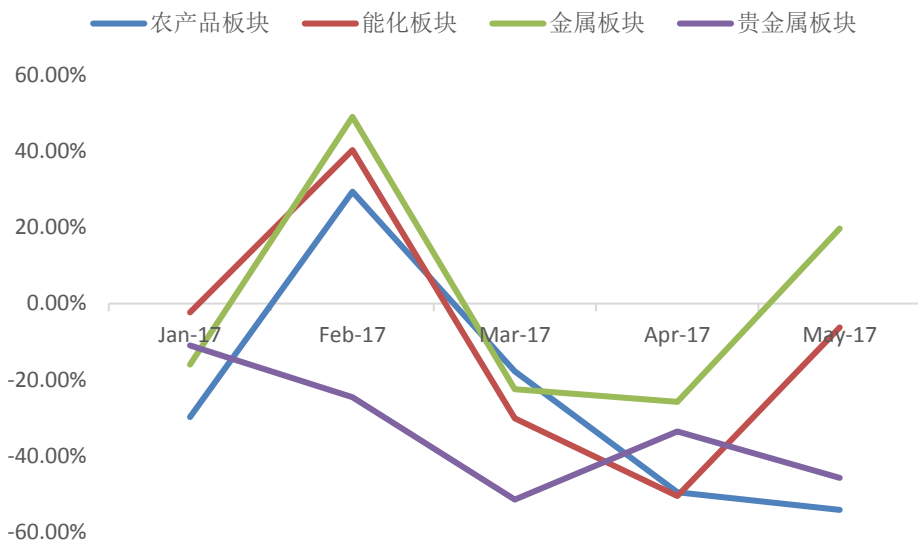


资料来源：南华研究

今年南华商品指数系列大都是负收益，其中能化指数的负年化收益率最高超过 25%。综合波动率来看，夏普比最高的为农产品指数，达到了 1.88。

2.3. 成交持仓分析

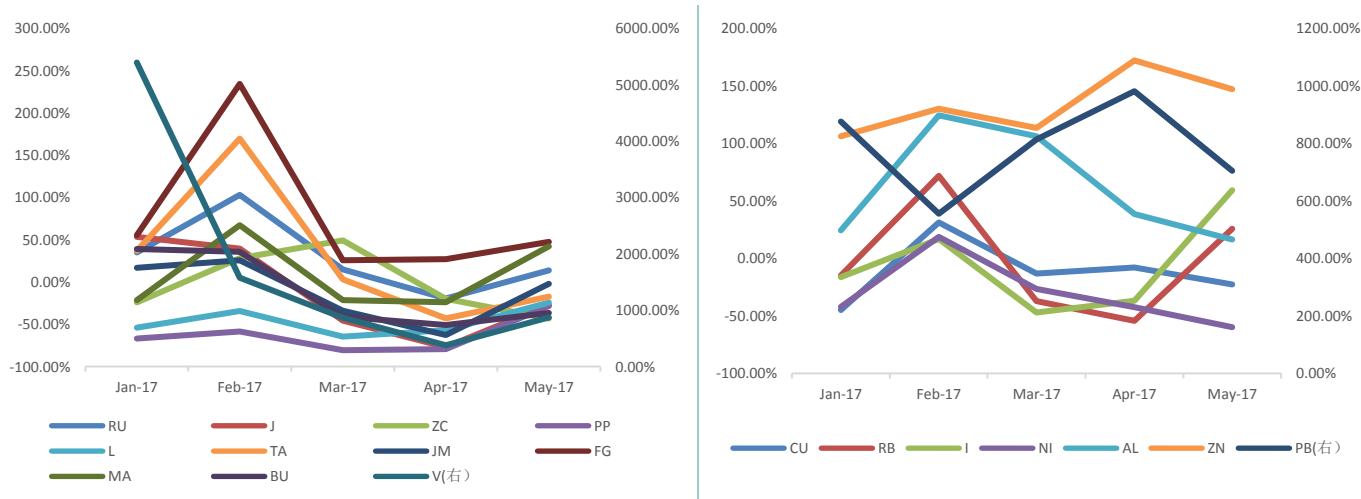
图 2.4 国内期货市场分板块成交金额月同比增幅



资料来源：南华研究

今年 1 到 5 月间，贵金属板块每月成交金额同比均为下跌。除此之外农产品、能化和金属板块的成交金额随着行情的起伏也相应地涨跌，其中金属板块最高同比成交金额达到了去年的 150%。

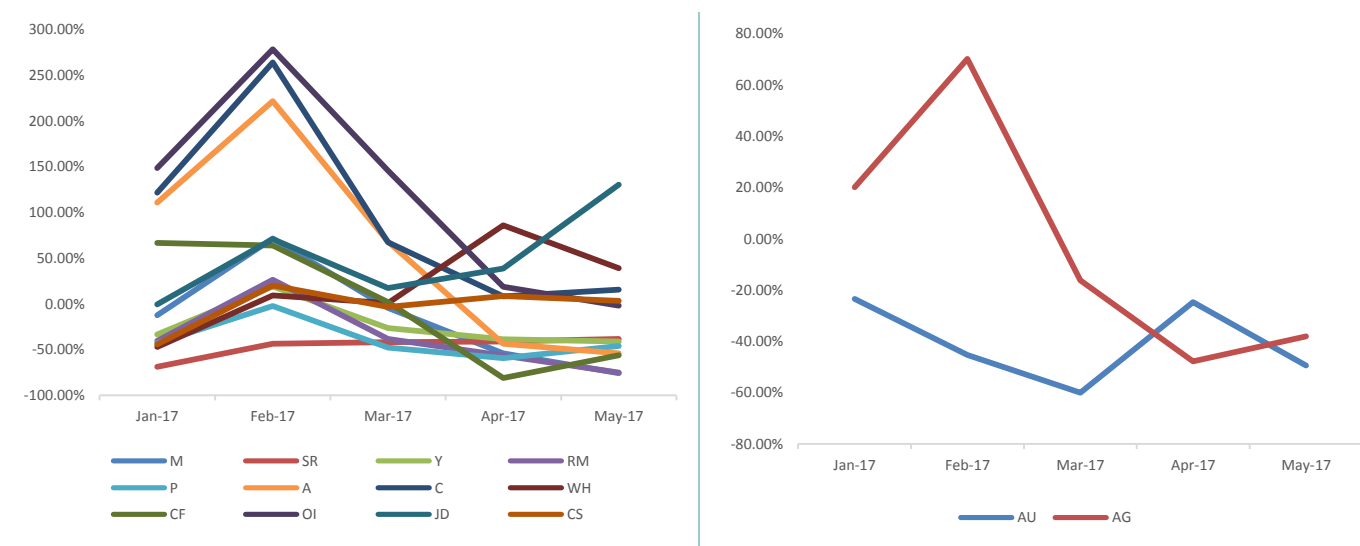
图 2.5 国内期货市场能化和金属板块成交金额月同比增幅



数据来源：南华研究；截止日期为 2017 年 5 月

能化板块中 PVC 的成交增长显著，尤其是 1 月，2 月，成交金额分别比去年同期增加了约 54 和 16 倍。金属板块中铅的成交金额同比增幅最大，一直在 5 到 10 倍的范围内。

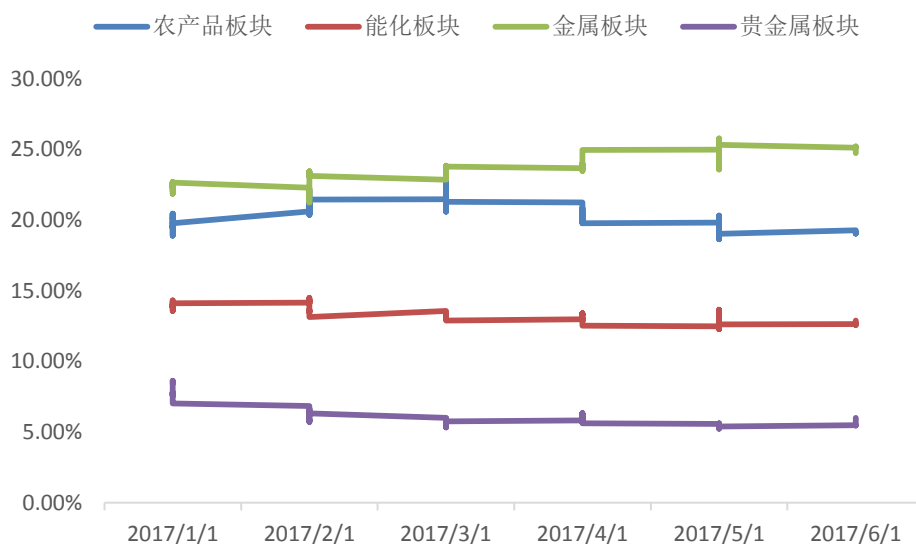
图 2.6 国内期货市场农产品和贵金属板块成交金额月同比增幅



数据来源：中国期货业协会 南华研究；截止日期为 2017 年 5 月

前 3 个月农产品板块的趋势较为统一，大多数品种 2 月同比增幅均大于 1 月和 3 月，后 2 个月部分品种下跌，部分品种上涨，部分保持不变。贵金属板块，黄金成交金额同比减少，白银在 1 月、2 月成交金额同比上升，后 3 个月同比减少。

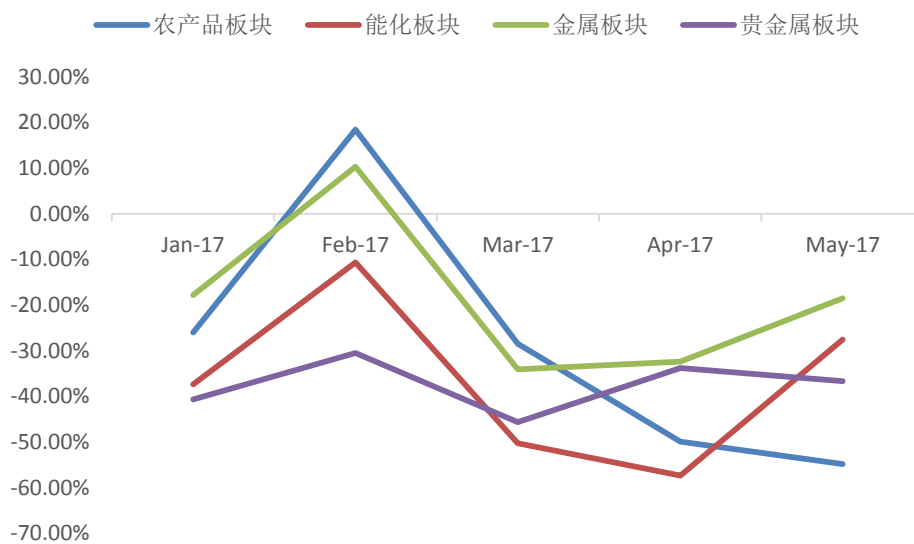
图 2.7 国内期货市场持仓金额占比



资料来源：南华研究

南华四大分类指数的持仓金额占比相对稳定。其中工业品指数是能化指数和金属指数的加总，金属指数在所有指数中成交相对比较活跃，一直维持在 20% 左右。

图 2.8 国内期货市场分板块持仓金额增幅



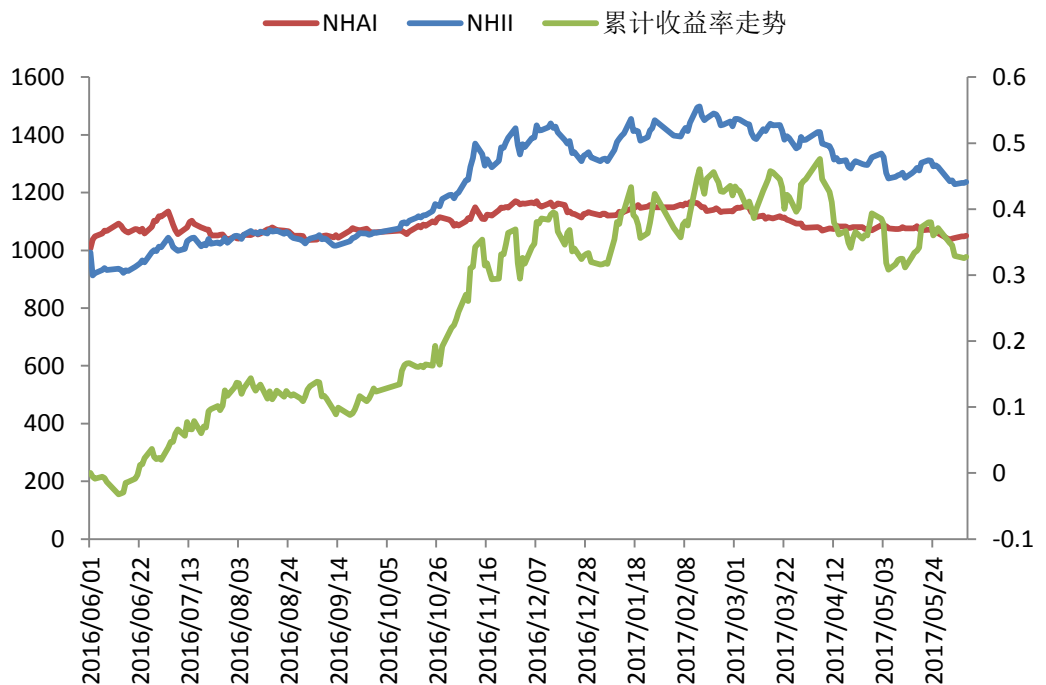
资料来源：南华研究

第3章 对冲策略介绍

3.1. 农产品—工业品的对冲策略

去年下半年至今，房地产销售良好，库存去化明显，房地产商积极拿地，投资和新开工维持强势，随着棚户区改造的进行，火热的势头也传导至三四线城市。但由于去杠杆防风险以及货币政策收紧的影响，房地产拐点已至。相对于工业品的去库存，农产品由于自身的特点，生产周期长，短期去库存较为缓慢。因此总的来说，这段时期的工业品表现仍然优于农产品，适合采用多工业品空农产品的投资策略。

图 3.1 多工业品指数空农产品指数的收益



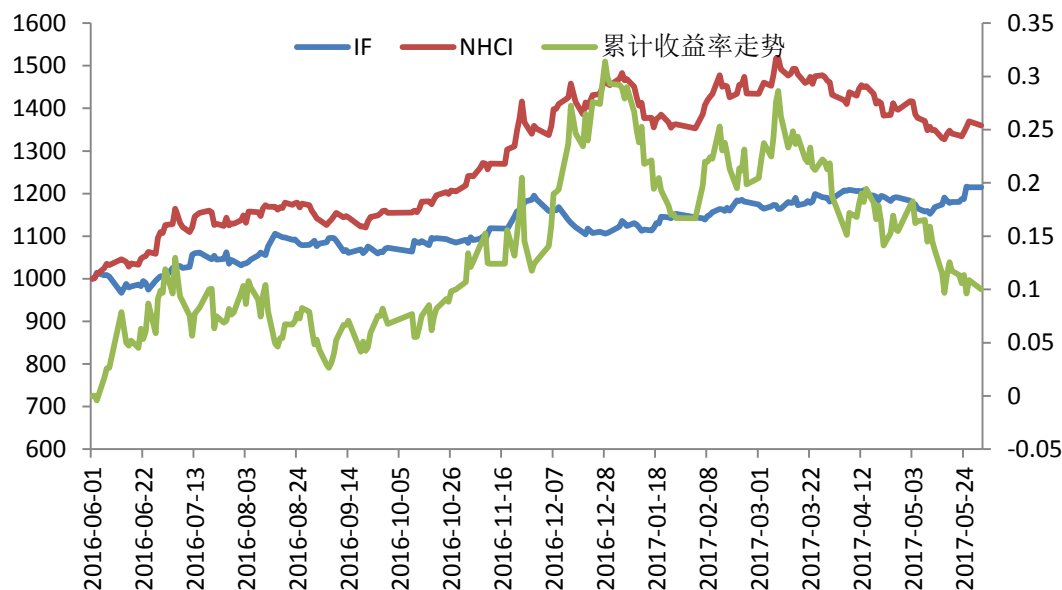
资料来源：南华研究

3.2. 股指—商品对冲策略

从去年下半年至今，供给侧改革、去库存如火如荼地开展，以黑色为代表的大宗商品触底反弹，走出一波牛市，一直延续到今年第一季度。对于股市而言，受到基本面的约束，上市公司的盈利增速未见持续好转，虽然有国家队入场稳定局面，仍然处于“调整期”。今年上半年美联储进行了两次加息，中国央行在其 3 月份第一次加息之后马上调高了公开市场操作利率，6 月虽未继续跟随美联储加息，但是国内利率存在上调压力，流动性偏紧也依然存在，shibor 1M 利率从年初的 3.3059 飙升至目前的 4.6990，上升了 42.14%，由此可见一斑。金融去杠杆，使得流动性紧张，银行委外业务大量赎回，股市大量资金流出，剩余存量资金有限，同时面对着 IPO 上市公司数量的增加，僧多粥少，难以维系。相比于股市、债市，商品市场受到利率上行的影响较少，更多的是受到自身供需的影响，在去

年 6 月开始，大宗商品快速上涨，补库存需求提前，到了 12 月份，库存基本补好，同时四季度又是消费淡季，导致商品价格下跌，节后经济回暖，因此在去年补库存阶段，多商品空股指的策略会取得不错的收益。出场点设置：（1）当累计收益从过去最高点回调超过 10% 时，可以获利离场，择时评估基本面后选择重新入场；（2）策略的止损线设置为 5%。而在今年上半年第一季度，形势不太明朗的时候，我们建议不采用此策略。第二季度，房地产投资增速放缓，商品市场出现明显颓势，同时股市小幅震荡之际，可以采用多股指空商品的策略。

图 3.2 多商品空股指策略收益



资料来源：南华研究

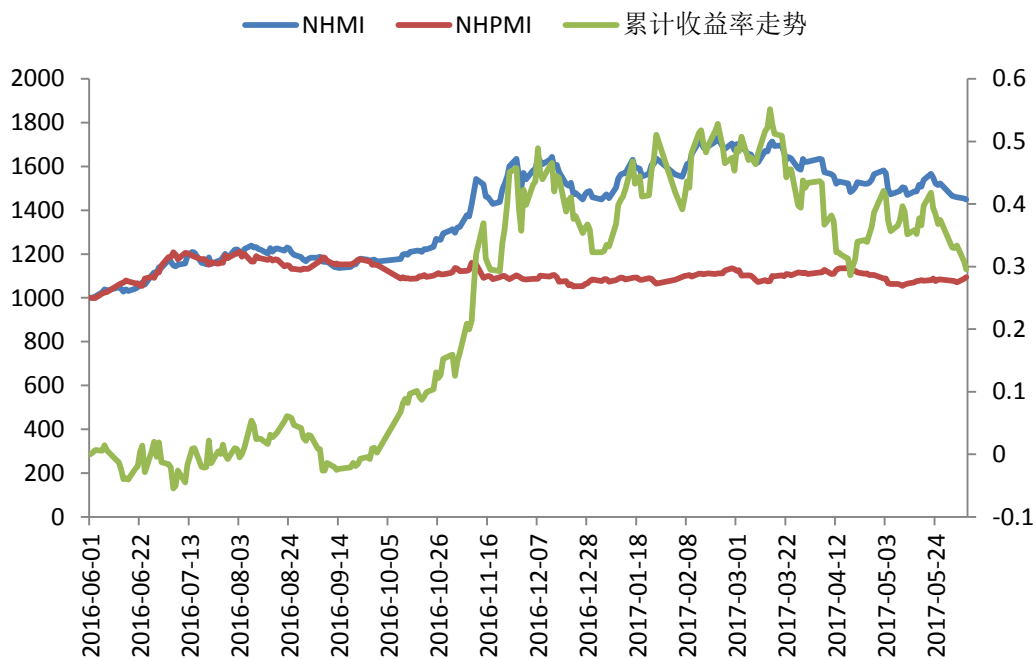
3.3. 基本金属—贵金属的对冲策略

2016 年又是一个引爆房地产市场的一年，整年实现销售面积 15.73 亿平方米，创历史新高，同比增长 22.5%，实现销售额 11.76 万亿，房地产企业拿地积极性高涨。2017 年 1-5 月全国房地产开发投资 3.7 万亿，同比名义增长 8.8%。受此影响，基本金属整体表现良好，此外宏观改善，去年下半年补库存周期等因素的叠加，使得基本金属在去年走出一波牛市，节后回来，今年一季度房地产行业延续了去年态势，但是随着各地纷纷出台新一轮的房地产调控政策，限购、限融资成为常态，房地产开发增速有所回落。同时，基本金属在去年下半年处于不断累库存的阶段，到了今年由于在商品指数中占比最大的铜的库存较高，对金属指数上行带来压力。

2016 年又是个动荡的一年，黑天鹅事件频出，英国脱欧，美国特朗普当选等事件，冲击着投资者的神经，在此类事件中，贵金属无疑是避险的最佳工具，走出一波行情。不过险情虽有但不可持续，随着美国进入加息周期，美元指数走强不可阻挡，没有孳息的贵金属黯然失色。进入今年上半年，欧洲大选集中，贵金属又焕发了青春，可随着大小险情的尘埃落定，美联储的加息和缩表再次成为投资者关注的焦点，预计下半年贵金属的颓势不改。

总而言之，去年下半年至今，基本金属的表现要强于贵金属，此阶段多基本金属空贵金属的策略无疑是个好选择。

图 3.3 多基本金属空贵金属收益

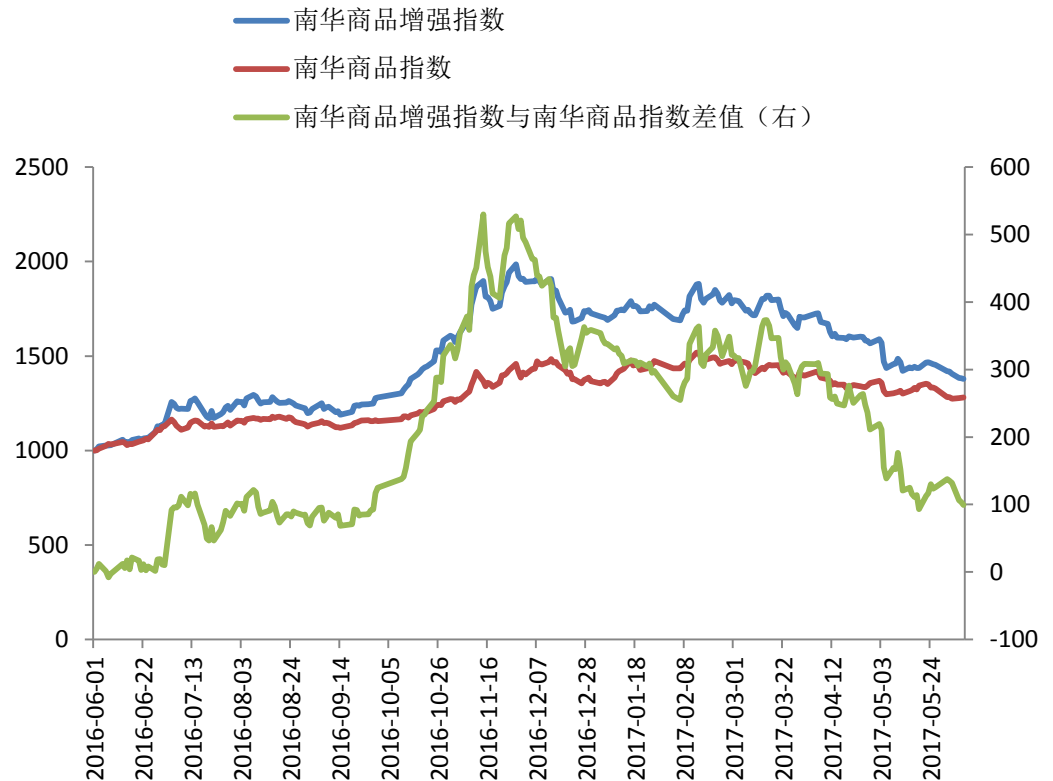


资料来源：南华研究

3.4. 增强型指数的跟踪情况

增强型指数与商品指数相比，其优点在于能及时调整头寸，适应纷繁复杂的行情。在去年 6 月至 10 月期间，市场波动相对较小，增强型指数的优势不是很明显，但随后进入补库存周期，行情发生大的波动时，增强型指数表现往往优于固定时期调整权重的商品指数。

图 3.4 南华增强型指数和商品指数对比



资料来源：南华研究

以上是增强型指数与南华商品指数的历史对比，时间从 2016 年 6 月 1 日到 2017 年 6 月 7 日。长期看，增强型指数与南华商品指数的差值累计上涨。

第4章 总结和展望

17 年的 GDP 增速目标为 6.5%，而从年初的数据来看，GDP 已经达到了 6.9%，估计完成这一目标并不是很难。鉴于下半年经济下行压力犹在，同时保持 GDP 增长的压力有所缓解，预计下半年的商品走势不容乐观。

从流动性来看，国外主要受到下半年美联储加息和缩表的影响，国内主要看金融去杠杆何时结束。目前我们的货币政策是稳中偏紧，预计基准利率在下半年上调的概率较小，毕竟基准利率的上调所释放的信号过于强烈，对实体经济影响较大，同时也违背中性的货币政策。但是即使不上调基准利率，目前的存贷款利率仍然有所上升，资金面仍然紧张。央行放短缩长，释放短期的货币工具，减少长期的货币工具，加强了对货币流动性的管理，随时可以收紧流动性，流动性的紧箍咒犹在。纵观国内，国内的金融去杠杆何时结束仍存疑问。国外美国加息和缩表的达摩克斯之剑高悬，就目前来看，中国政府希望稳定汇率，这不免会带来国内利率上行。

从人民币汇率来看，若要达到市场出清，人民币仍需贬值，但鉴于特朗普的压力和政府有一定维持汇率稳定的意愿，同时引入逆周期因子，人民币较难出现大幅度贬值的情况。虽然外汇储备在短期内可以应对此种风险，但无疑也会导致国内利率上行，对房地产、股市、债市有不利影响。对大宗商品也会有影响，但仍然更多地取决于供需情况。

从三驾马车来看，央行研究局局长徐忠指出，随着制造业投资的持续下降，基建房地产投资已经成为经济波动的决定性因素。中国原来靠出口，现在出口对经济增长贡献有限，消费增长贡献率上升，但影响最大还是投资。因此，国内大宗商品消费还是有所支撑。

从大宗商品分类来看，工业品类表现将难以超过上半年，房地产小周期的结束，基建落地较缓慢，而农产品可能会有不错表现，上半年跌幅较大的鸡蛋，目前已经触底反弹，其他农产品价位已经很低，倘若再碰到灾害天气，极容易大幅反弹。

总而言之，今年经济会呈现前高后低的特征，预计下半年商品整体震荡偏弱，商品指数走势震荡下行，占权重最大的工业品下行趋势不改，但不会出现工业品指数快速下降情形，而农产品表现可期，农产品指数可能出现反弹走高。

南华期货分支机构

萧山营业部

杭州市萧山区金城路 429 号、431 号天汇园一幢 2 单元 301 室、302 室
 电话：0571-83869601

台州营业部

台州市经济开发区东商务区巨鼎国际商厦 203 室
 电话：0576-88200279

温州营业部

温州市府路新益大厦 1 幢 1401 室
 电话：0577- 89971820

宁波分公司

宁波市海曙区和义路 77 号 901、902
 电话：0574-87280438

宁波营业部

浙江省宁波市和义路 77 号汇金大厦 9 楼
 电话：0574-87274729

慈溪营业部

慈溪市浒山街道开发大道 1277 号香格大厦 7 楼 709 室
 电话：0574-63925104

嘉兴营业部

嘉兴市中山路 133 号综合大楼东五楼
 电话：0573-82153186

绍兴营业部

绍兴市越城区昆仑商务中心 1 幢 1 单元 3101 室
 电话：0575-85095807

成都营业部

四川省成都市锦江区东大街紫东楼段 35 号明宇金融广场 13 层 1304A 号
 电话：028-86532609

兰州营业部

甘肃省兰州市城关区张掖路街道酒泉路 437-451 号金地商务大厦 11 楼 001 号
 电话：0931-8805310

大连营业部

大连市沙河口区会展路 129 号大连国际金融中心 A 座大连期货大厦第 34 层 3401、3410 号
 电话：0411-39048000

北京分公司

北京市西城区宣武门外大街 28 号 2 幢 B803、B805 室
 电话：010-63155309

哈尔滨营业部

哈尔滨市香坊区中山路 93 号 201、801、804、811 室
 电话：0451-58896600

郑州营业部

郑州市商务外环路 30 号期货大厦 1306 室
 电话：0371-65613227

青岛营业部

青岛市闽江路 2 号 1 单元 2501 室
 电话：0532-80798985

沈阳营业部

沈阳市沈河区北站路 51 号闽商总部大厦 15 层 C 室
 电话：024-22566699

天津营业部

天津市河西区友谊路与平交道交口东南侧 大安大厦 A 座 802
 电话：022-88371079

上海分公司

中国（上海）自由贸易试验区松林路 300 号 1701 室
 电话：02150431979

上海世纪大道营业部

上海市浦东新区世纪大道 1589 号长泰国际金融大厦 26 层
 电话：021-68400692

上海虹桥路营业部

上海市虹桥路 663 号 1 楼、7 楼
 电话：021-52586179

深圳分公司

深圳市福田区金田路 4028 号荣超经贸中心 2701、2702 室
 电话：0755-82577529

深圳营业部

深圳市福田区金田路 4028 号荣超经贸中心 2703、2705 室
 电话：0755-82577909

广州营业部

广州市天河区河北路 28 号时代广场东座 717 房、718 房
 电话：020-38809869

芜湖营业部

芜湖市镜湖区伟星时代金融中心 1003、1004、1005 室
 电话：0553-3880211

重庆营业部

重庆市江北区建新南路 1 号 20-2、20-3
 电话：023-62611626

北京营业部

北京市西城区宣武门外大街 28 号 2 幢 B801、B802、B608、B609 室
电话：010-63161286

太原营业部

太原市迎泽区解放南路 2 号山西景峰国际商务大厦 2501 室
电话：0351-2118001

余姚营业部

余姚市舜达西路 285 号中塑商务中心 3 号楼 1601、1602 室
电话：0574-62509011

普宁营业部

广东省普宁市中信华府南向门市东起 3 至 8 间首层至二层
电话：0663-2663855

海宁营业部

海宁市钱江西路 238 号广隆财富中心 301、302、312、313 室
电话：0573-80703002

舟山营业部

浙江省舟山市定海临城街道翁山路 555 号交易中心大楼三层 3232、3233、3234、3235 室
电话：0580-8125381

苏州营业部

苏州工业园区苏惠路 88 号环球财富广场 1 幢 2909 室
电话：0512-87660825（魏瑶电话）

浙江南华资本管理有限公司

杭州市西湖大道 193 号定安名都 B 座 313 室
电话：0571-87830355

永康营业部

永康市丽州中路 63 号 11 楼
电话：0579-89292777

南通营业部

江苏省南通市南大街 89 号总部大厦六层 603、604 室
电话：0513-89011168

厦门营业部

厦门市思明区鹭江道 96 号之二 2104-2107 室
电话：0592-2120366

齐齐哈尔营业部

黑龙江省齐齐哈尔市龙沙区迈特广场 15 层 1 号、2 号
电话：0452-5883883

南昌营业部

江西省南昌市红谷滩新区中央广场 B 区准甲办公室 1405 室（第 14 层）
电话：0791-83828829

义乌营业部

浙江省义乌市宾王路 208 号 2 楼
电话：0574-85201116

横华国际金融股份有限公司

中国香港上环德辅道中 232 号嘉华银行中心九楼、十六楼
电话：00852-28052658

免责声明

本报告中的信息均来源于已公开的资料，尽管我们相信报告中资料来源的可靠性，但我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。也不保证我公司所做出的意见和建议不会发生任何的变更，在任何情况下，我公司报告中的信息和所表达的意见和建议以及所载的数据、工具及材料均不能作为您所进行期货买卖的绝对依据。由于报告在编写时融入了该分析师个人的观点和见解以及分析方法，如与南华期货公司发布的其他信息有不一致及有不同的结论，未免发生疑问，本报告所载的观点并不代表了南华期货公司的立场，所以请谨慎参考。我公司不承担因根据本报告所进行期货买卖操作而导致的任何形式的损失。

另外，本报告所载资料、意见及推测只是反映南华期货公司在本报告所载明日期的判断，可随时修改，毋需提前通知。未经南华期货公司允许批准，本报告内容不得以任何范式传送、复印或派发此报告的材料、内容或复印本予以任何其他人，或投入商业使用。如遵循原文本意的引用、刊发，需注明出处“南华期货公司”，并保留我公司的一切权利。