

先扬后抑

摘要

随着期货市场的发展，我们对南华商品指数编制细则中一些不适应现有期货市场情况的细则进行了修订，推出了新版本的南华商品指数编制细则。2018 年 6 月 1 日，按照新版本《南华商品指数编制细则》的规定，我们对南华商品指数的成分品种及其权重进行了定期调整。

2018 年第三季度南华商品及分类指数继续表现分化，南华贵金属指数年内持续走低，南华农产品指数八月中旬以来与能化、金属、工业品以及南华商品指数呈现明显的负相关关系。截止 2018 年 9 月 21 日，南华商品指数收盘为 1437.21，较年中 1385.87 点，上涨 3.7%。在以上的市场格局下，多农产品空工业品、多股指空商品、多贵金属空基本金属等策略表现较差。南华增强型指数稍强于南华商品指数。

展望 2018 年第四季度，货币政策大概率维持偏松，经济指标好于预期，基建投资发力，国际贸易形势逐步明朗。预计 2018 年第四季度南华商品指数走势先扬后抑，金属指数先扬后抑，能化指数震荡偏强，农产品指数震荡偏强，黑色指数偏强，有色金属指数先扬后抑。

Bigger mind, Bigger future™
智慧创造未来

南华期货研究所

产品创新部
指数研究小组

曹扬慧 Z0000505
0571-87839251
cyh@nawaa.com

助理研究员：

张思仪
0571-87839259
zhangsiyi@nawaa.com
高川
0571-87839263
gaochuan@nawaa.com

目录

第 1 章	引言	3
第 2 章	商品市场特征分析	5
2.1.	品种涨跌.....	5
2.2.	指数涨跌.....	6
2.3.	成交持仓分析	8
第 3 章	对冲策略介绍	13
3.1	农产品—工业品的对冲策略	13
3.2	股指—商品对冲策略	13
3.3	贵金属—基本属的对冲策略	14
3.4	增强型指数的跟踪情况.....	15
第 4 章	总结和展望.....	16
南华期货分支机构		17
免责声明	19	

第1章 引言

随着期货市场的发展，我们对南华商品指数编制细则中一些不适应现有期货市场情况的细则进行了修订，推出了新版本的南华商品指数编制细则。2018年6月1日，按照新版本《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2017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：

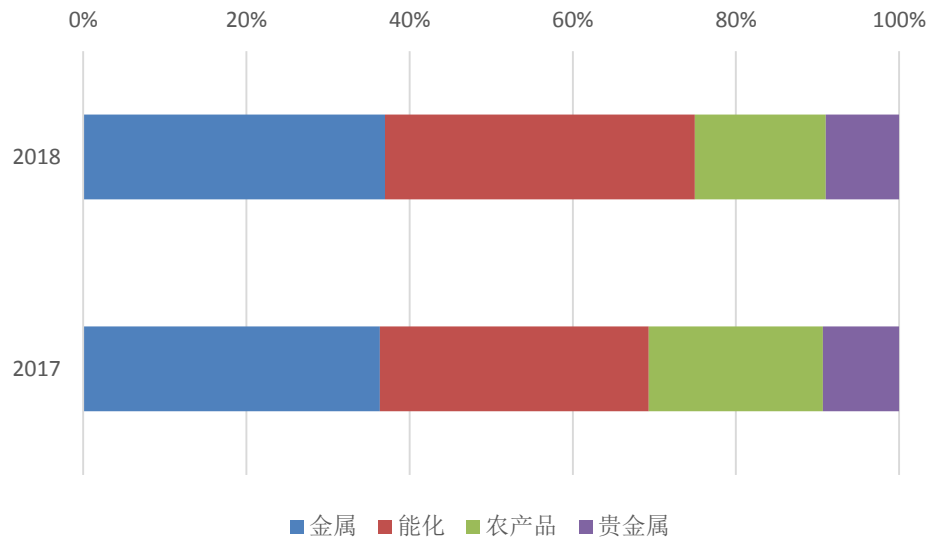
图 1.1 2018 年 6 月南华商品指数系列权重表

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	南华黑 色指数	南华有 色金属 指数
螺纹钢	11.26%	14.50%	25.00%				38.11%	
铜	10.57%	13.71%	25.00%					51.56%
原油	9.52%	10.73%		14.75%				
铁矿石	8.45%	10.53%	23.23%				27.26%	
焦炭	7.23%	8.98%		15.96%			23.24%	
天然橡胶	6.74%	9.15%		19.32%				
豆粕	4.88%				20.54%			
黄金	4.66%					55.80%		
白银	4.32%					44.20%		
焦煤	3.93%	4.56%		6.78%			11.39%	
镍	3.65%	4.89%	9.84%					17.25%
白糖	3.30%				13.91%			
聚乙烯	3.18%	4.02%		7.42%				
豆油	3.12%				13.16%			
锌	3.04%	4.00%	8.25%					14.66%
PTA	3.01%	3.85%		7.25%				
棕榈油	2.76%				11.62%			
聚丙烯	2.38%	3.01%		5.51%				
甲醇	2.00%	2.42%		4.59%				
一号棉	2.00%				7.30%			
玻璃		2.00%		3.31%				
铝		3.65%	8.68%					16.53%
石油沥青				2.98%				
动力煤				12.13%				

黄大豆一	11.01%
玉米	10.63%
菜籽油	4.75%
鸡蛋	4.45%
玉米淀粉	2.63%

来源：南华研究 截至 2018 年 9 月 21 日

图 1.2 南华商品指数中各板块权重占比



来源：南华研究

今年 3 月，原油期货在上海国际能源交易中心上市。原油作为能源类别的代表，在我国国民经济中占据了非常重要的地位，且其推出后总体表现也良好。依据编制细则，我们将其纳入指数品种，在商品指数权重中占比 9.52%。此外，今年甲醇恢复入选，而菜粕和玻璃则被剔除。

从排名上看，铜、螺纹钢和铁矿石的权重连续三年位居前三，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继续上升，它的权重从去年的 10.41% 上升了 0.85 个百分点，达到 11.26%，是所有品种中权重增加最多的。由于聚丙烯的成交量显著减小，2017 年数据仅为 2016 年的 56%，它的权重继 2016 年的 7.71%，2017 年的 4.47% 后，2018 年的最新权重下降至 2.38%。

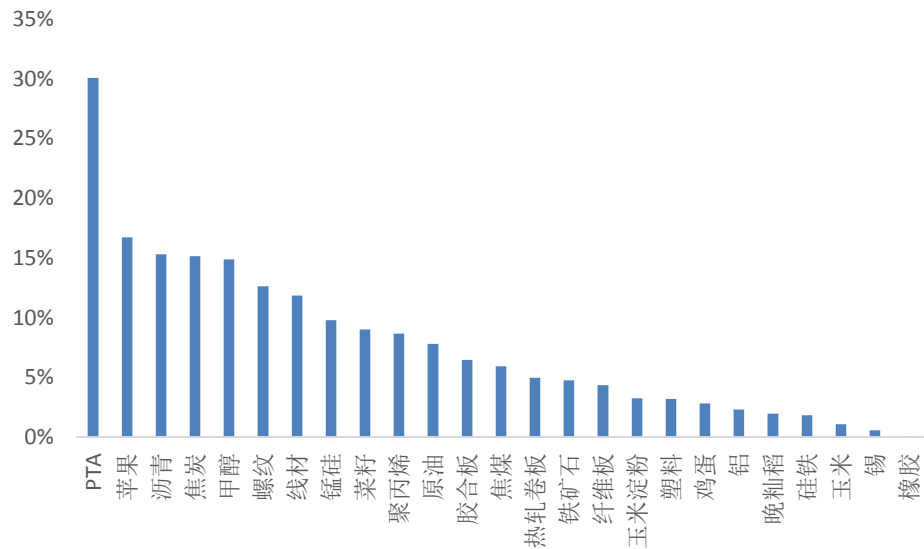
按板块来看，能化板块由于原油期货入选商品指数，权重占比从 32.95% 上升至 37.99%，是目前权重最大的板块。同时农产品板块权重占比大幅减少，贵金属板块总权重略有下降，金属板块权重略有上升。

由于编制细则的最新调整，入选品种成交活跃度的标准提高，可投资性更强，分类指数中部分板块指数的品种个数较去年稍有减少。总体而言，2018 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

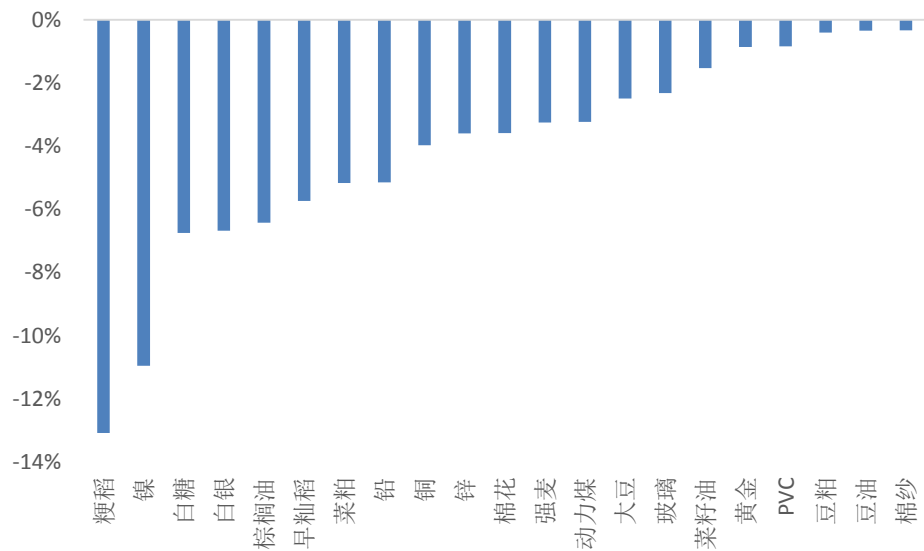
2.1. 品种涨跌

图 2.1 单品种指数第三季度涨跌幅（1）



来源：南华研究 截至 2018 年 9 月 21 日

图 2.2 单品种指数第三季度涨跌幅（2）

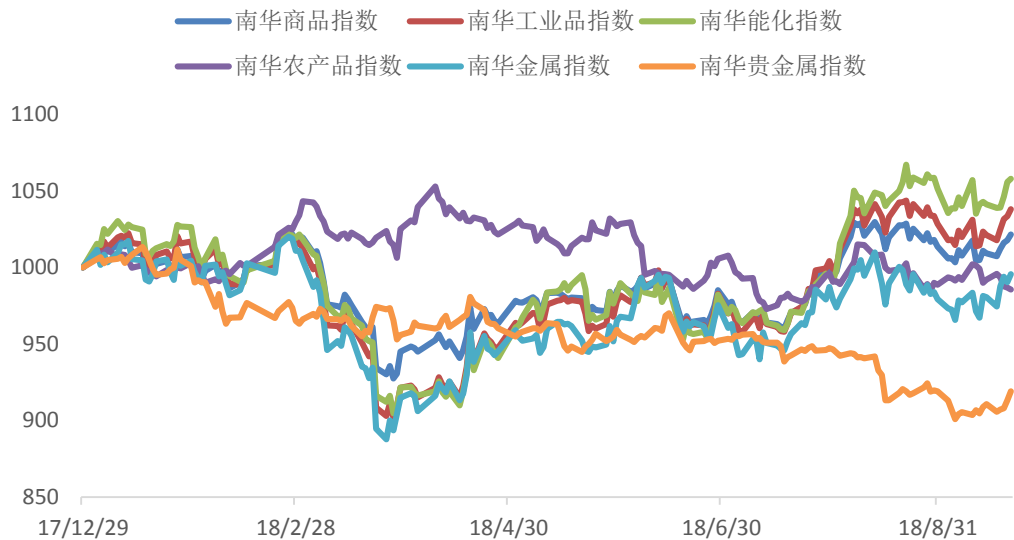


来源：南华研究 截至 2018 年 9 月 21 日

以上两图中的品种涨跌幅，已去除升贴水影响，代表了品种真实的价格涨跌。

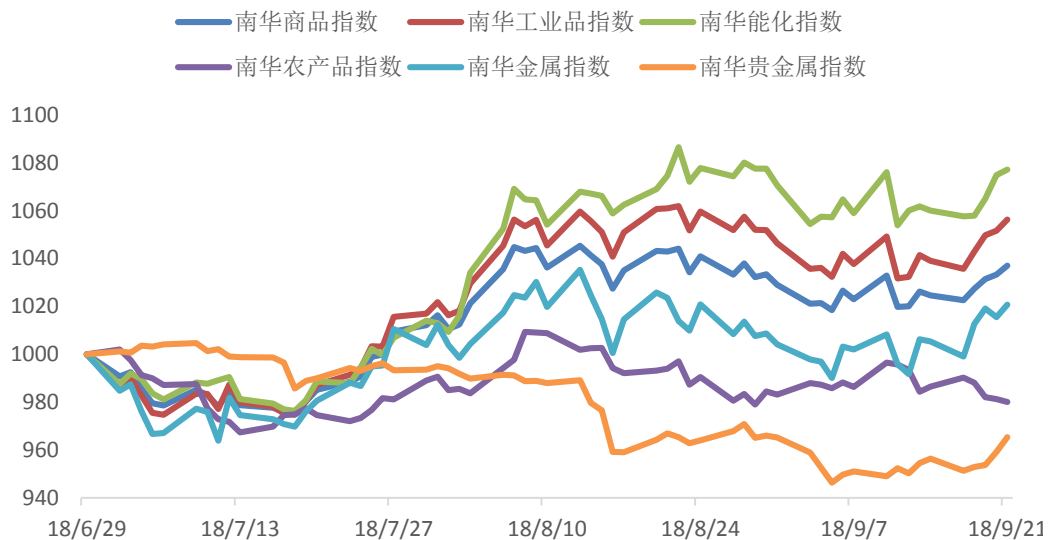
2.2. 指数涨跌

图 2.3 商品指数及分类指数年内走势



来源：南华研究 截至 2018 年 9 月 21 日

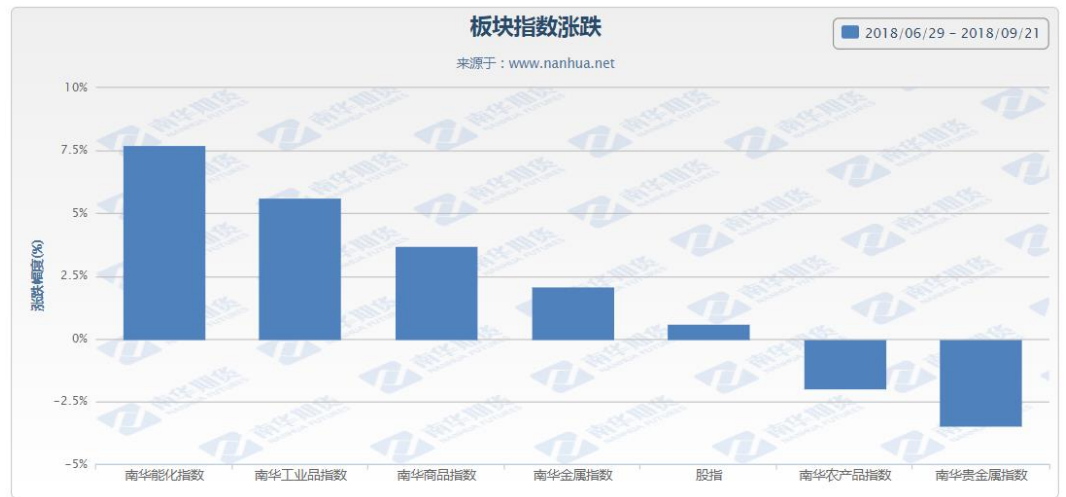
图 2.4 商品指数及分类指数第三季度走势



来源：南华研究 截至 2018 年 9 月 21 日

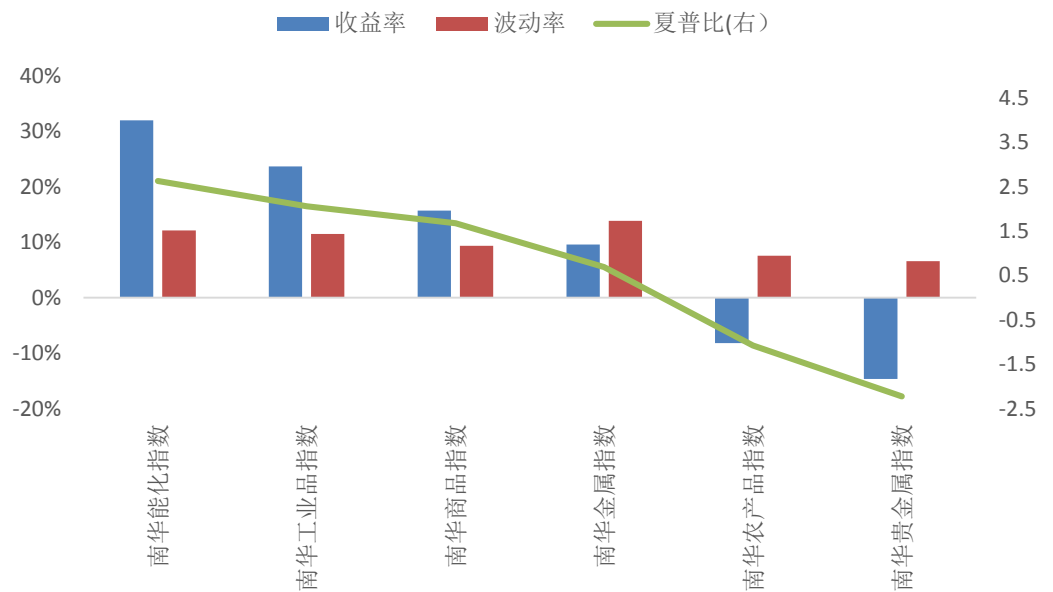
2018 年第三季度南华商品及分类指数继续表现分化，南华贵金属指数年内持续走低，南华农产品指数八月中旬以来与能化、金属、工业品以及南华商品指数呈现明显的负相关关系。

图 2.5 板块指数第三季度涨跌幅



来源：南华期货智创分析系统

图 2.6 第三季度商品指数夏普比

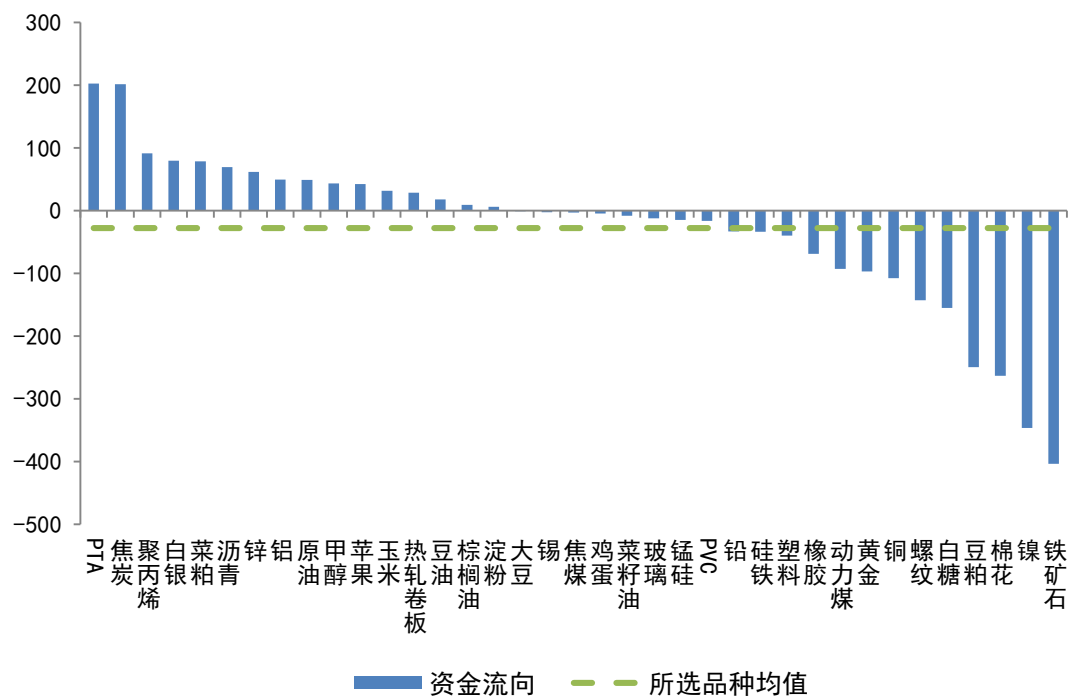


来源：南华研究 截至 2018 年 9 月 21 日

2018 年第三季度南华农产品指数与贵金属指数都为负收益，综合波动率来看，夏普比最高的为南华能化指数 (2.06)，最低的为贵金属指数 (-2.22)。

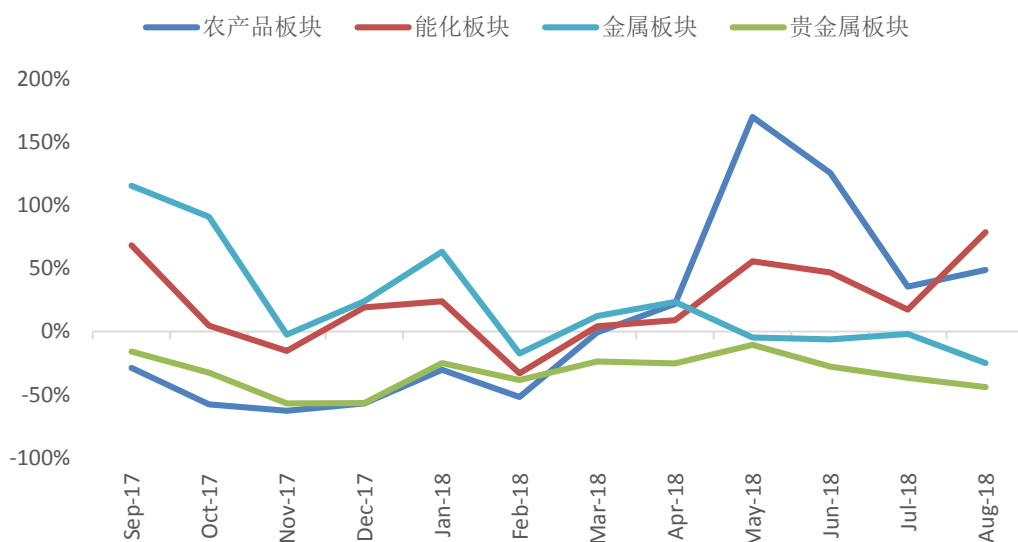
2.3. 成交持仓分析

图 2.7 2018 年第三季度国内期货市场各品种资金流向（单位：亿元）



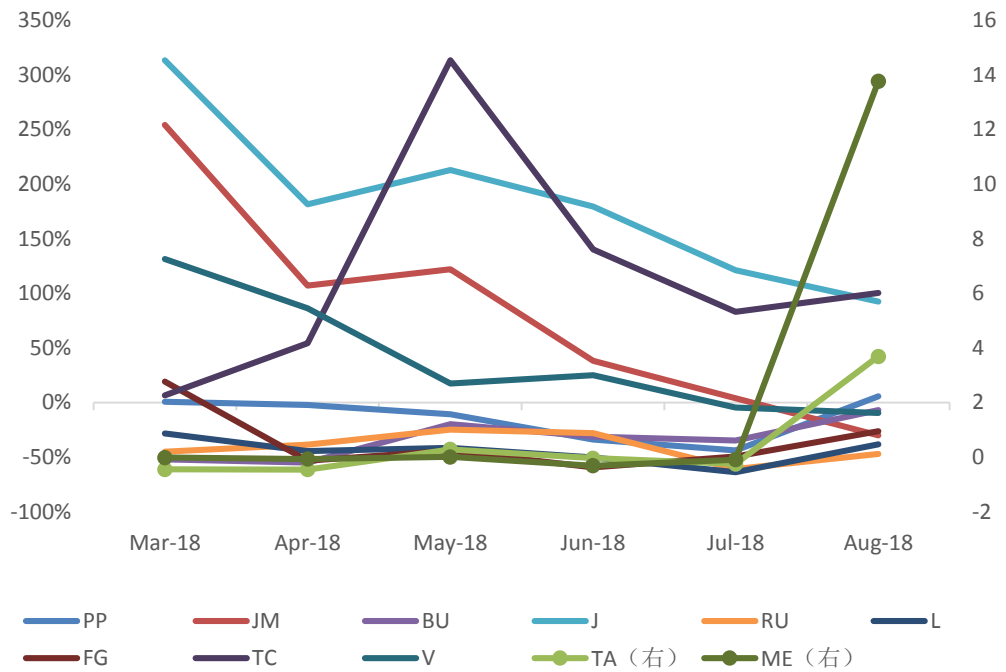
来源：南华研究 截至 2018 年 9 月 21 日

图 2.8 国内期货市场分板块成交金额月同比增幅



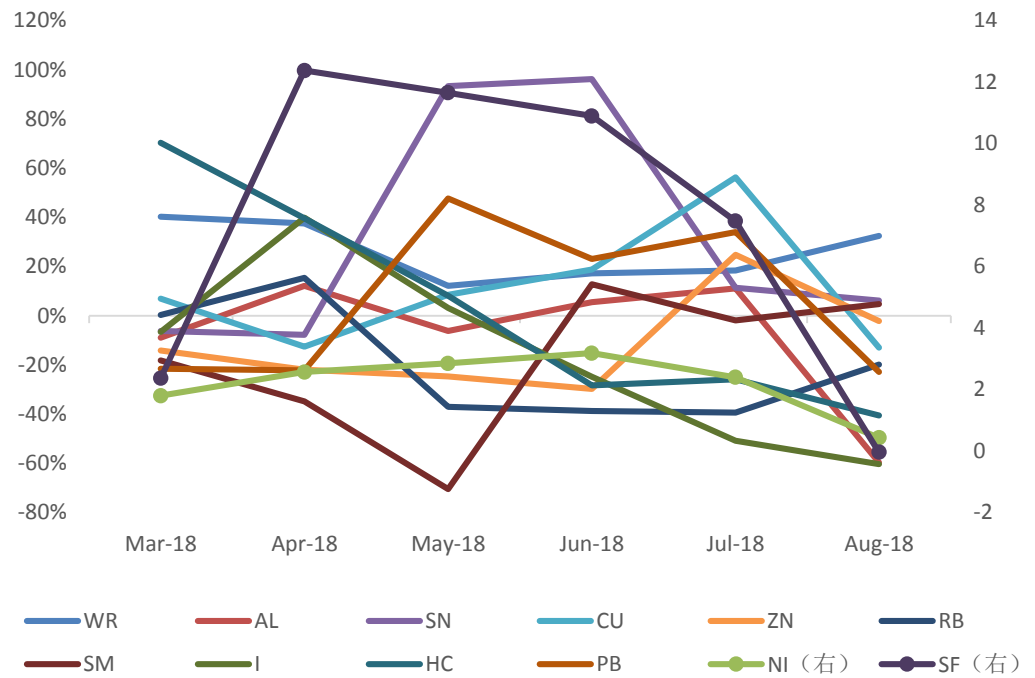
来源：南华研究 截至 2018 年 9 月 21 日

图 2.9 国内期货市场能化板块成交金额月同比增幅



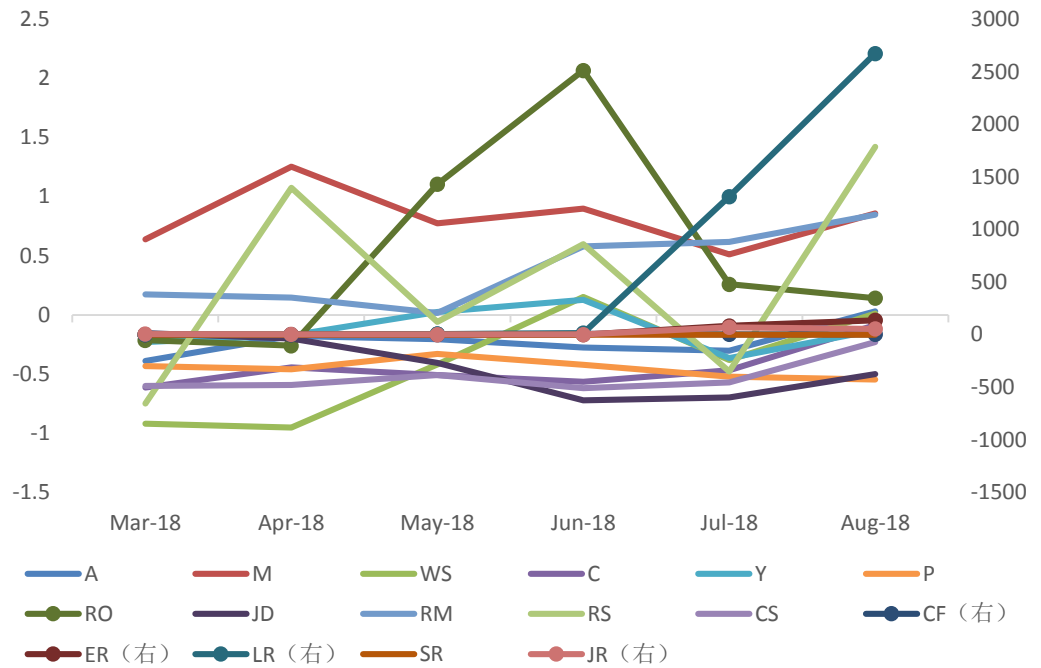
来源：南华研究 截至 2018 年 9 月 21 日

图 2.10 国内期货市场基本金属板块成交金额月同比增幅



来源：南华研究 截至 2018 年 9 月 21 日

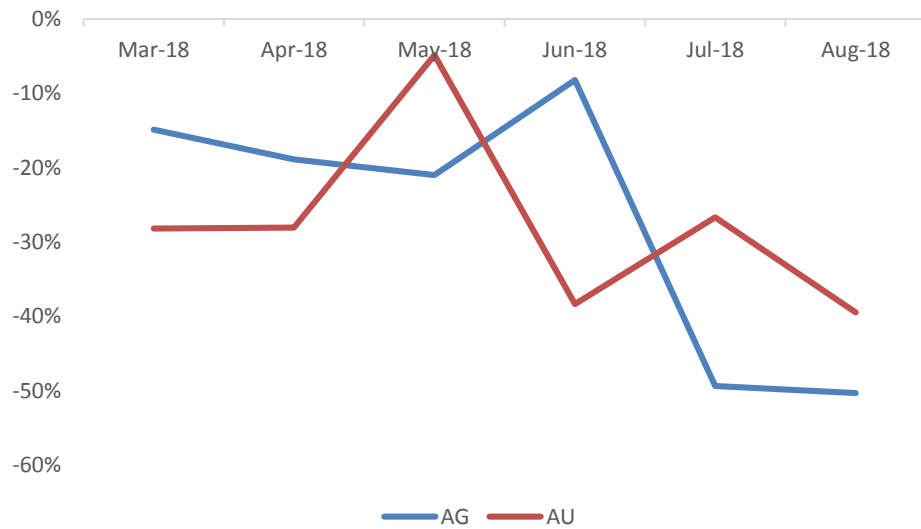
图 2.11 国内期货市场农产品板块成交金额月同比增幅



来源：南华研究 截至 2018 年 9 月 21 日

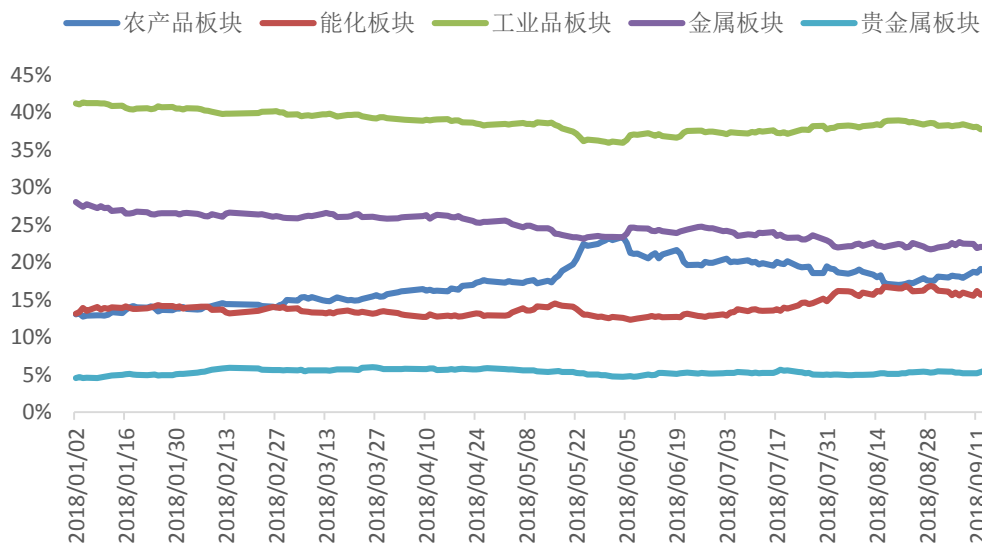
早籼稻、晚籼稻和粳稻成交活跃度大幅提高。

图 2.12 国内期货市场贵金属板块成交金额月同比增幅



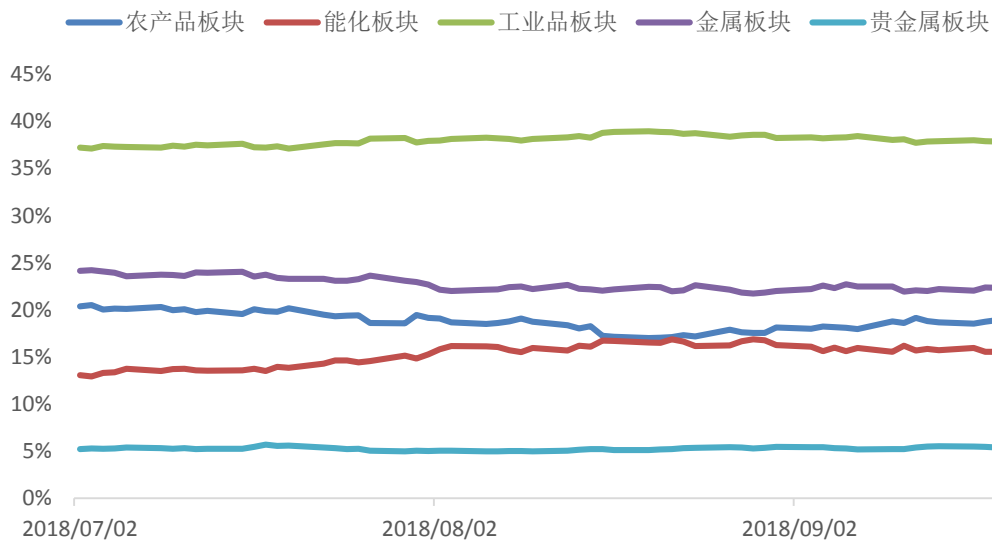
来源：南华研究 截至 2018 年 9 月 21 日

图 2.13 国内期货市场分板块年内持仓金额占比



来源：南华研究 截至 2018 年 9 月 21 日

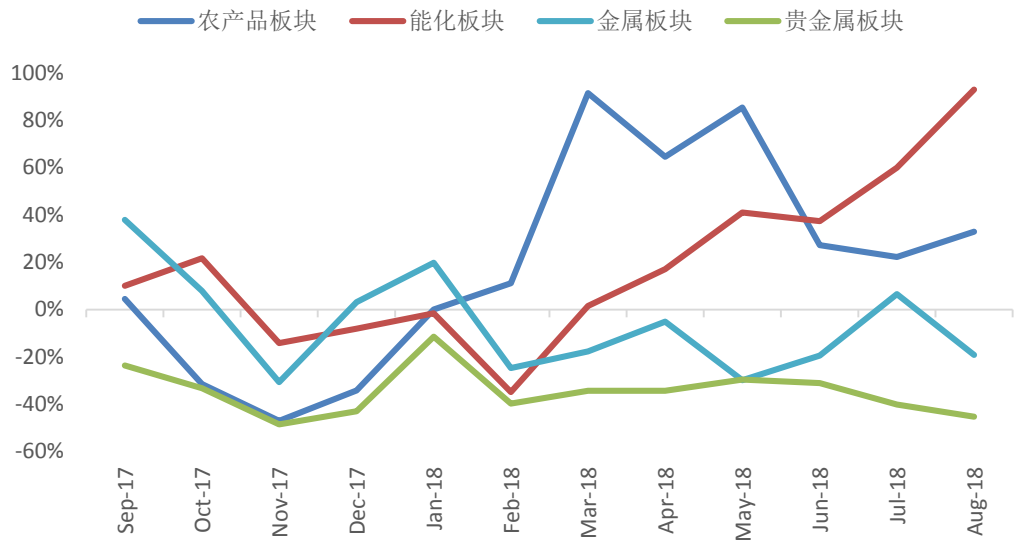
图 2.14 国内期货市场分板块第三季度持仓金额占比



来源：南华研究 截至 2018 年 9 月 21 日

2018 年第三季度期货市场上各板块的持仓金额占比相对稳定。这里工业品板块是能化板块和金属板块的总和。农产品板块持仓金额前期减少，后期回升，而能化板块的持仓占比则先上升后下降，在 8 月中旬时与农产品板块的占比接近。

图 2.15 国内期货市场近一年分板块成交持仓比



来源：南华研究 截至 2018 年 9 月 21 日

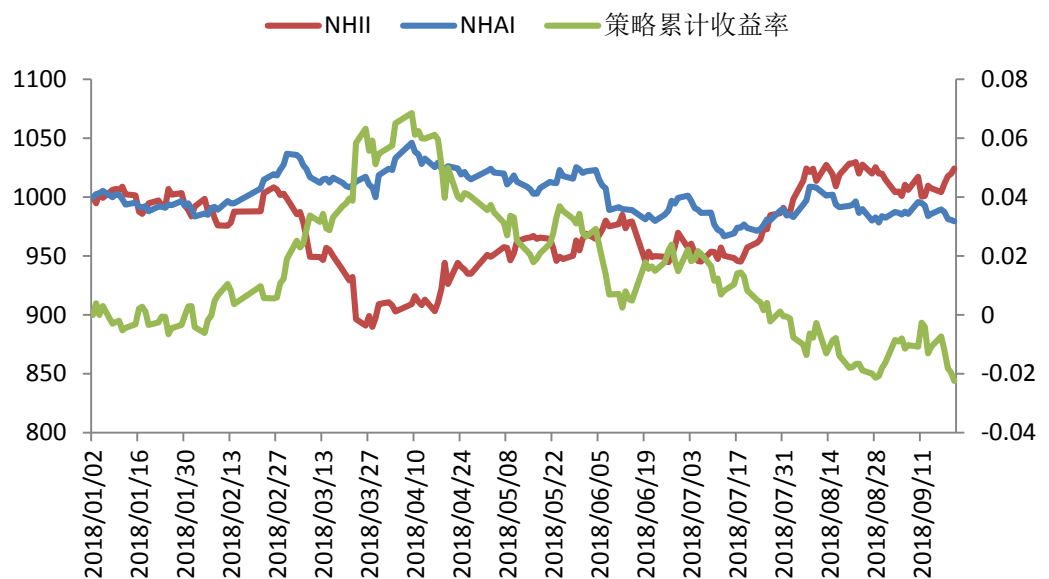
原油期货上市以来能化板块活跃度持续增加，即成交持仓比上升。

第3章 对冲策略介绍

3.1 农产品—工业品的对冲策略

2018 第一季度农产品指数在豆粕带领下表现突出，而工业品受库存高，贸易战等因素跌幅较大，一季度农产品指数表现优于工业品指数，该对冲策略表现良好；第二季度，农产品指数受白糖，豆粕拖累，表现较差，工业品下游需求超预期，工业品指数迎来上涨，多农产品空工业品策略表现较差。。2018 年第三季度，农产品棉花白糖下跌较多，油脂震荡，农产品三季度整体小幅下跌；工业品螺纹 PTA 表现抢眼，工业品指数上；第三季度多农产品空工业品策略表现较差。

图 3.1 多农产品指数空工业品指数的收益

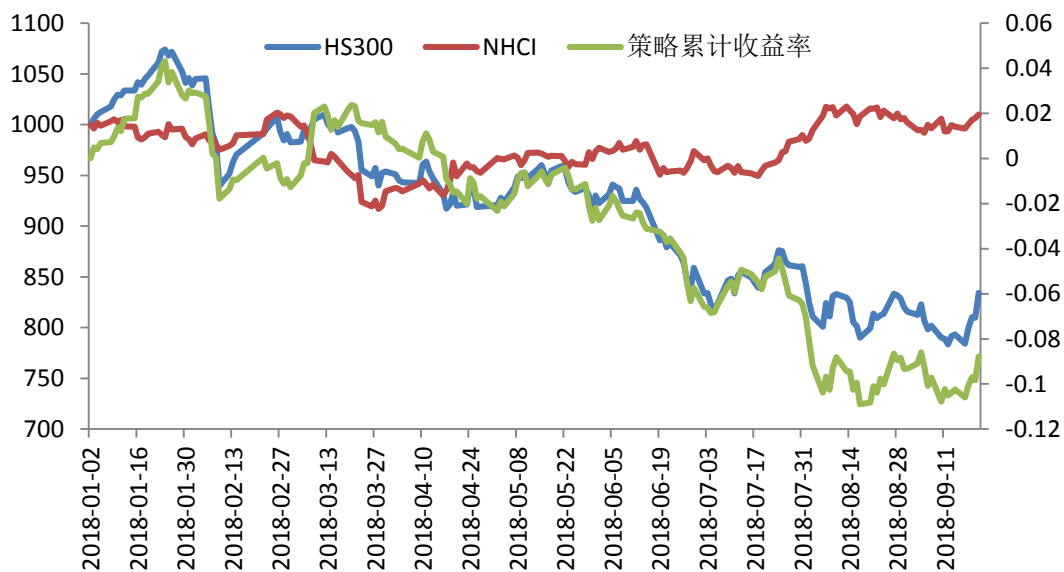


来源：南华研究 截至 2018 年 9 月 21 日

3.2 股指—商品对冲策略

2018 上半年，沪深 300 指数在 1 月份经历了快速上涨之后，受贸易战影响，迅速挑头向下，至今成交低迷，萎靡不振；南华商品指数受贸易战，库存高等因素先下跌，后又因工业品需求超预期，基差修复等因素，走出小 V 型走势，最终下跌约 2%。2018 上半年整体而言，多股指空商品的策略表现较差，亏损约 3%。2018 年第三季度，沪深 300 指数下跌，表现较差，而商品市场受黑色系，能化表现最佳带动，实现上涨，第三季度多股指空商品的策略表现较差。

图 3.2 多股指空商品策略收益

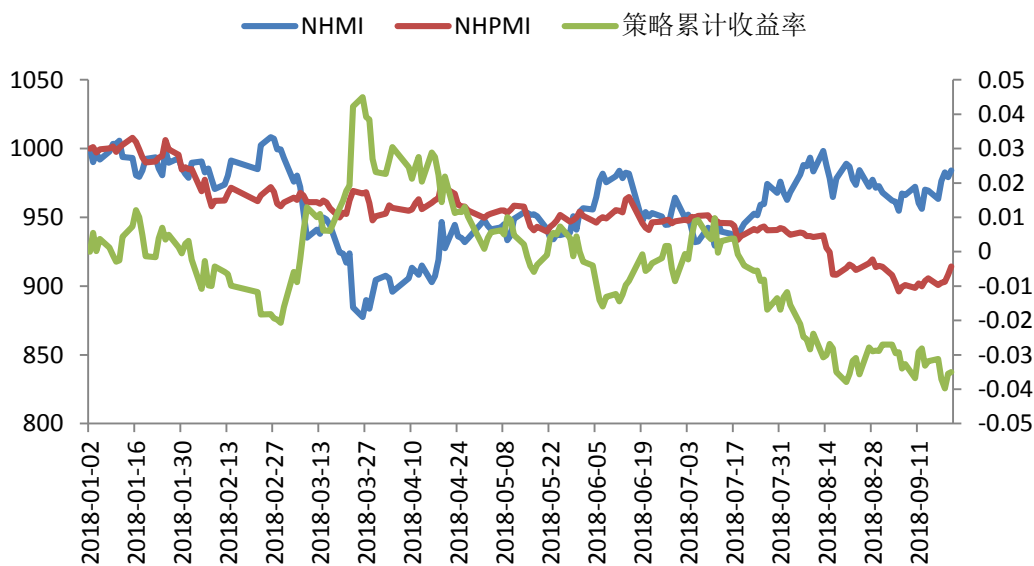


来源：南华研究 截至 2018 年 9 月 21 日

3.3 贵金属—基本属的对冲策略

2018 上半年，南华金属指数跟随南华商品指数走势，先下跌后上涨，最终收跌；贵金属整体震荡下行，但跌幅大于金属指数；总体而言，多贵金属空基本金属策略收益约为-1%。2018 年第三季度，贵金属下跌，较为弱势；基本金属整体呈震荡走势，三季度多贵金属空基本金属的对冲策略表现较差。

图 3.3 多贵金属空基本金属收益

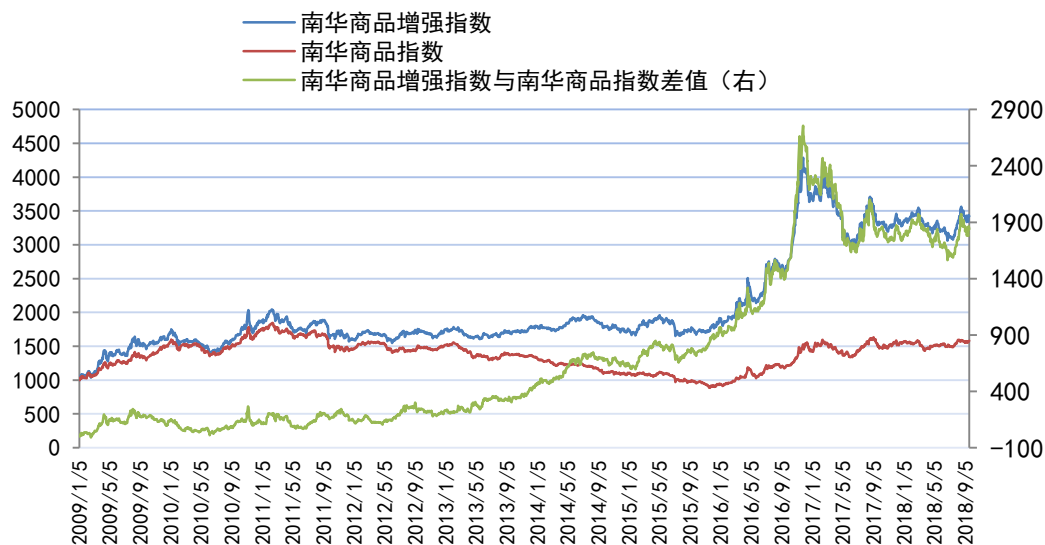


来源：南华研究 截至 2018 年 9 月 21 日

3.4 增强型指数的跟踪情况

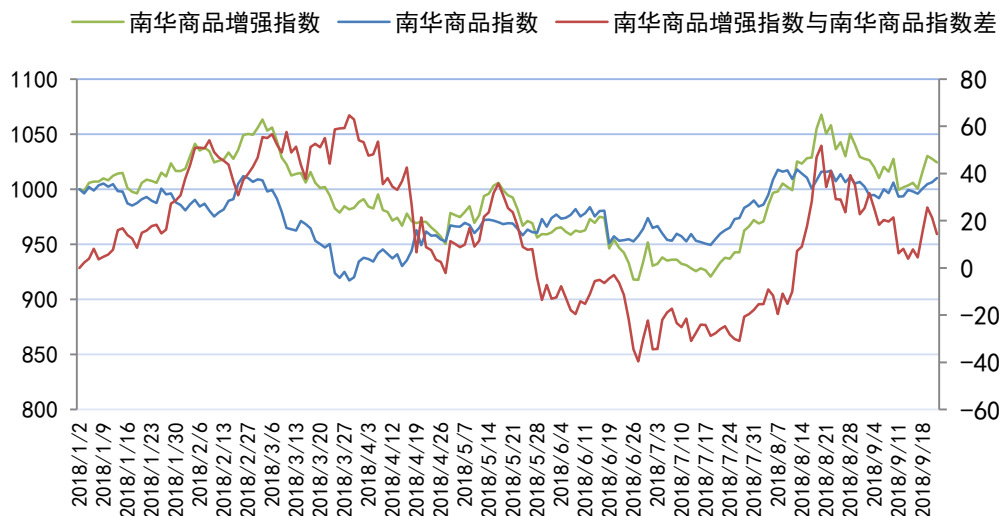
增强型指数与南华商品指数相比，其优点在于能及时调整头寸，适应纷繁复杂的行情。观察二者的历史走势，可以发现行情发生大的波动时，增强型指数表现往往优于南华商品指数。

图 3.4 南华增强型指数和商品指数历史走势对比



来源：南华研究 截至 2018 年 9 月 21 日

图 3.5 南华增强型指数和商品指数年内走势对比



来源：南华研究 截至 2018 年 9 月 21 日

在 2018 年上半年中，相较于南华商品指数，南华商品增强指数的跌幅稍大。2018 年三季度增强指数表现较好。

第4章 总结和展望

2018 年三季度南华商品指数 7 月份经历了回调和上升，8 月初至今走势平稳，小幅收涨。

2018 年三季度南华黑色指数先涨后跌，小幅收涨。展望 2018 年四季度，新公布的京津冀秋冬污染治理方案较预期有所放松，国际贸易形势逐步明朗，外部利空因素已在前一阶段有所释放，因此我们估计第四季度黑色指数的走势会较为强势。第三季度南华有色金属指数宽幅震荡，从供需基本面分析，预计第四季度铜铝锌等有色指数主要权重品种均先扬后抑，有色金属指数先扬后抑。

2018 年三季度南华金属指数经历了宽幅震荡。南华金属指数中包括了目前有色金属指数及黑色指数中所有的金属品种，我们预计 2018 年四季度南华金属指数先扬后抑，关注外部环境和库存数据。

2018 年三季度南华能化指数在 7 月中旬至 8 月中旬持续上涨，其余时间盘整。展望 2018 年第四季度，能化指数预计依旧偏强，原油闲置产能的减少将引发油价波动加剧，综合来看，南华能化指数震荡偏强，主要关注下游产品的供需及内外盘价差。

2018 年三季度南华农产品指数振幅逐渐收窄。展望 2018 年第四季度，由于国际贸易形势影响，大豆到港量预计减少，国储大豆轮出减少，提振大豆豆粕豆油价格，预计农产品指数偏强。

总而言之，展望 2018 年第四季度，货币政策大概率维持偏松，经济指标好于预期，基建投资发力，国际贸易形势逐步明朗。预计 2018 年第四季度南华商品指数走势先扬后抑，金属指数先扬后抑，能化指数震荡偏强，农产品指数震荡偏强，黑色指数偏强，有色金属指数先扬后抑。

南华期货分支机构

萧山营业部

杭州市萧山区北干街道金城路 438 号东南科技研发中心 2101 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: 0576-88539900

温州营业部

浙江省温州市车站大道 2 号华盟商务广场 1801
电话: 0577-89971808

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
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

四川省成都市高新区天府大道北段 1700 号 1 栋 2 单元 12 层 1209 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: 0931-8805351

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

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

哈尔滨营业部

哈尔滨市香坊区中山路 93 号 801、802、810 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 1003
电话: 022-28378072

上海分公司

上海浦东新区芳甸路 1155 号嘉里城 801-802 单元
电话: 021-20220312、021-50431979

上海芳甸路营业部

上海浦东新区芳甸路 1155 号嘉里城 803-804 单元
电话: 021-20220312、021-50431979

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

广州市天河区珠江新城花城大道 68 号环球都会广场 2008 单元
电话: 020-38810969

芜湖营业部

芜湖市镜湖区伟星时代金融中心 1002 室
电话: 0553-3880212

重庆营业部

重庆市江北区建新南路 1 号 20-2、20-3
电话: 023-62611588

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

太原市迎泽区解放南路 2 号山西景峰国际商务大厦 8 层 805 室
电话: 0351-2118018

余姚营业部

余姚市城区余姚中国塑料城国际商务中心 3 幢 102 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

桐乡营业部

浙江省桐乡市梧桐街道凤鸣路 1048 号一层、七层
电话:

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

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 号之二砖石海岸 B 栋 1903 单元
电话: 0592-2120291

汕头营业部

汕头市龙湖区金砂路 103 号星光华庭商铺 112、212 号房复式
电话: 0754-89980339

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
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

济南营业部

山东省济南市历下区泺源园大街 102 号祥恒广场 15 层 1505 室
电话: 0531-80998121

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，但我们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的日期的判断，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。



公司总部地址：杭州市西湖大道 193 号定安名都 3 层 邮编：310002

客服热线：400 8888 910

网址：www.nanhua.net