

震荡偏空

摘要

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。

2019 年一季度南华商品指数表现尚可，截至 3 月 22 日，收于 1426.95，相对于 2018 年底涨幅约 7.7%。原油，铁矿，螺纹的上涨为南华商品指数的上涨做出了较大的贡献。分类指数南华工业品指数上涨约 11%，南华农产品指数窄幅震荡，南华贵金属指数表现较差，约下跌 1%，是唯一一下跌的分类指数。

2019 年一季度，多农产品空工业品，多贵金属空基本金属的策略表现不佳，但多股指空商品的策略表现尚可。但在 2019 年二季度，我们依然推荐多农产品空工业品，多贵金属空基本金属，多股指空商品的对冲策略。

展望 2019 年第二季度，宏观经济下行压力仍然较大，但经济有可能在二季度见底。2019 年二季度，房地产下行压力较大，南华黑色指数震荡偏空；南华有色指数震荡偏空；原油供给端收缩有望延续，南华能化指数震荡偏多；南华工业品指数成分品种主要包含黑色，有色，能化指数中的成分品种，预计震荡偏空；南华贵金属指数震荡偏强；南华农产品指数预计震荡筑底。南华商品指数或将重心下移。

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

张思仪 Z0013854
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		18
免责声明		20

第1章 引言

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：

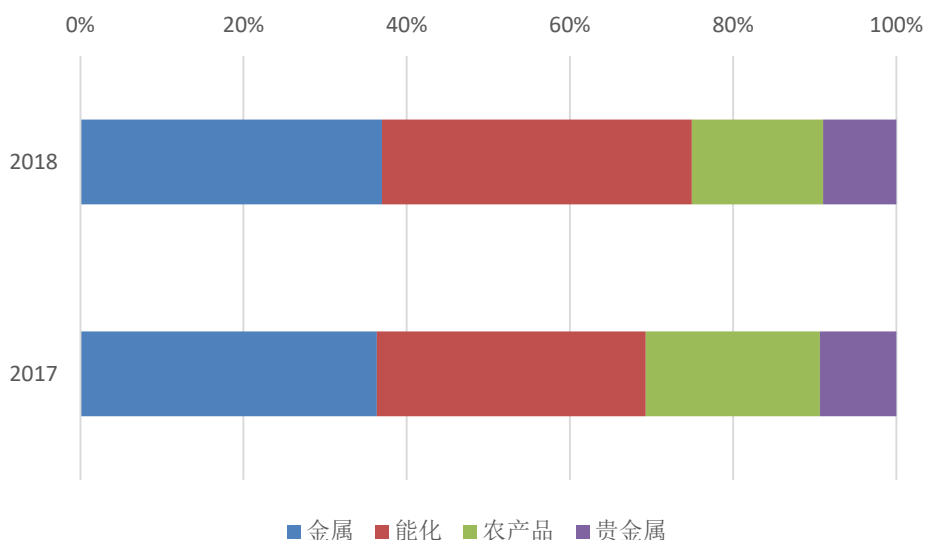
图 1.1 南华商品指数系列权重表

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 2019 年 3 月 22 日

图 1.2 南华商品指数中各板块权重占比



来源：南华研究 截至 2019 年 3 月 22 日

2018 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，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度继续上升，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%。

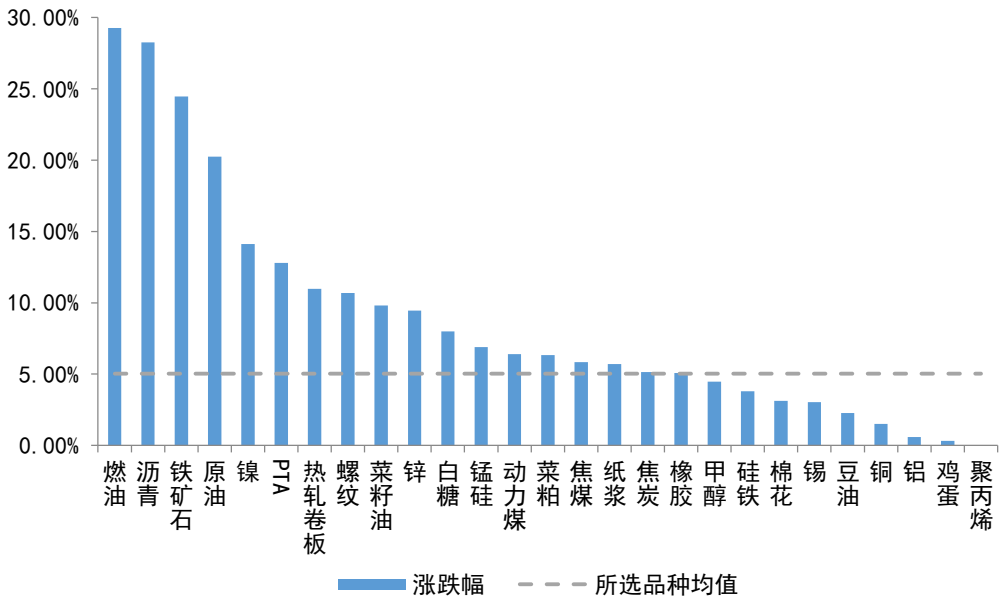
按板块来看，能化板块由于原油期货入选商品指数，权重占比从 32.95% 上升至 37.99%，是目前权重最大的板块。同时农产品板块权重占比大幅减少，贵金属板块总权重略有下降，金属板块权重略有上升。

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，目前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

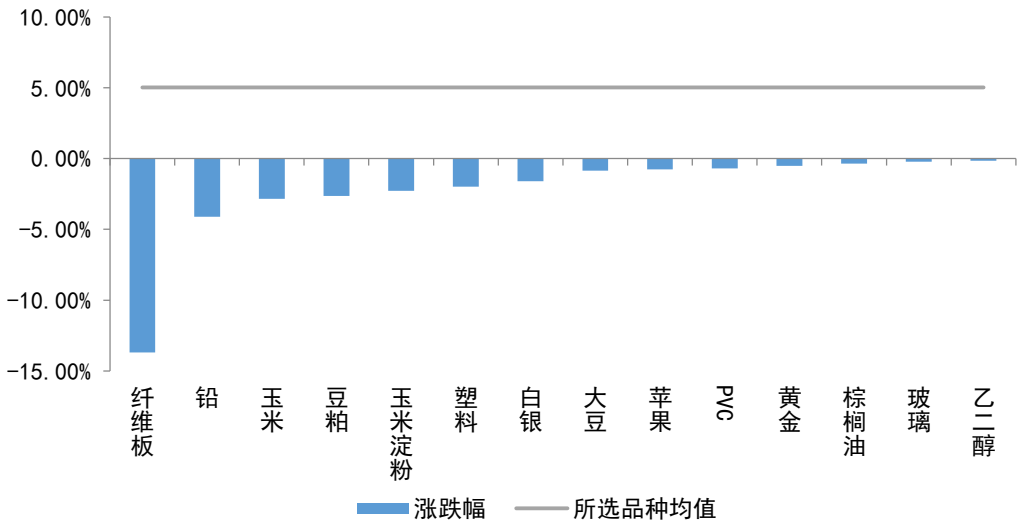
2.1. 品种涨跌

图 2.1 单品种指数一季度涨跌幅（1）



来源：南华研究 截至 2019 年 3 月 22 日

图 2.2 单品种指数一季度涨跌幅（2）

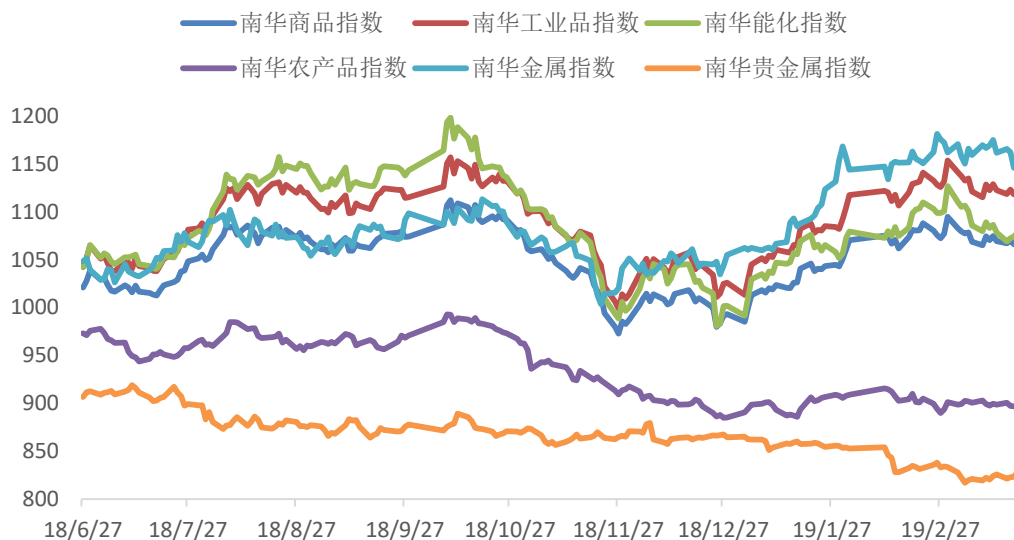


来源：南华研究 截至 2019 年 3 月 22 日

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。

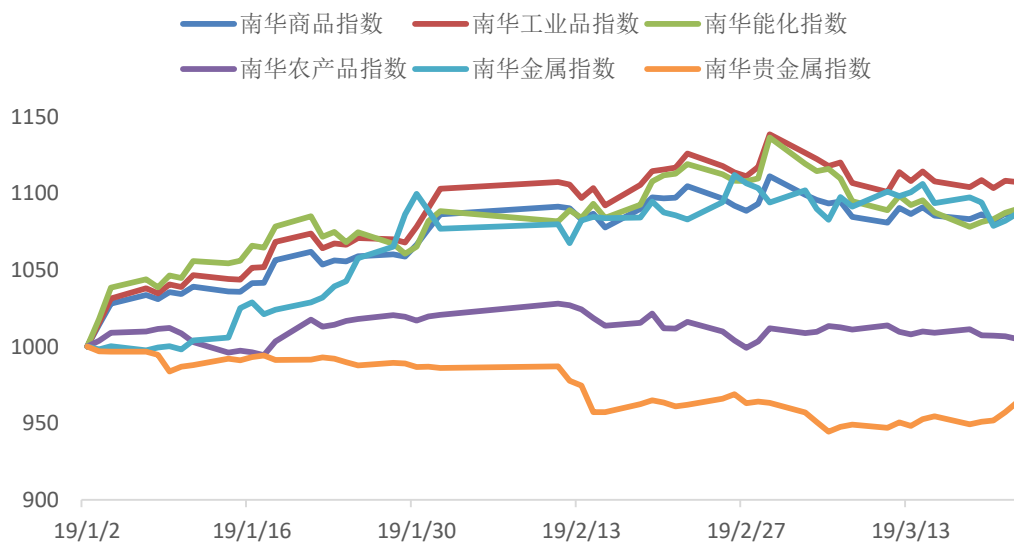
2.2. 指数涨跌

图 2.3 商品指数及分类指数近一年走势



来源：南华研究 截至 2019 年 3 月 22 日

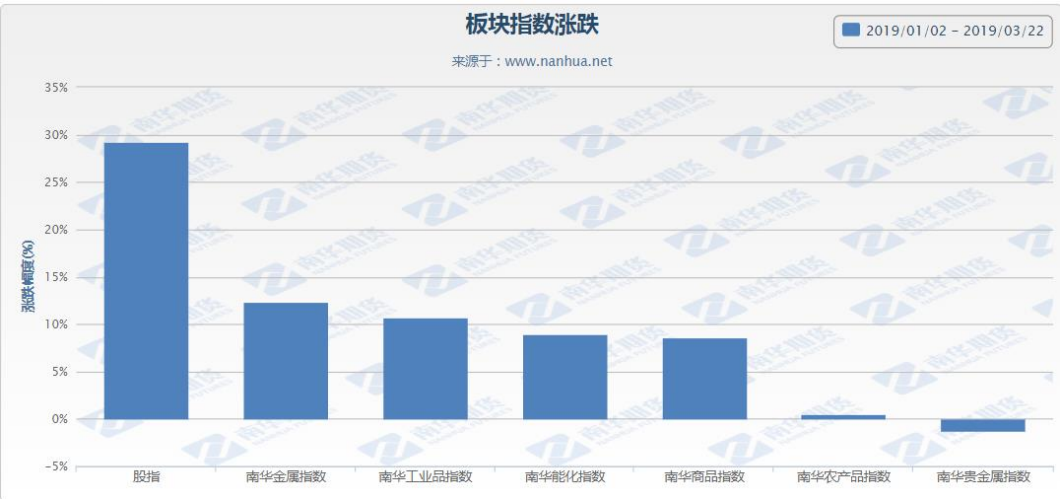
图 2.4 商品指数及分类指数一季度走势



来源：南华研究 截至 2019 年 3 月 22 日

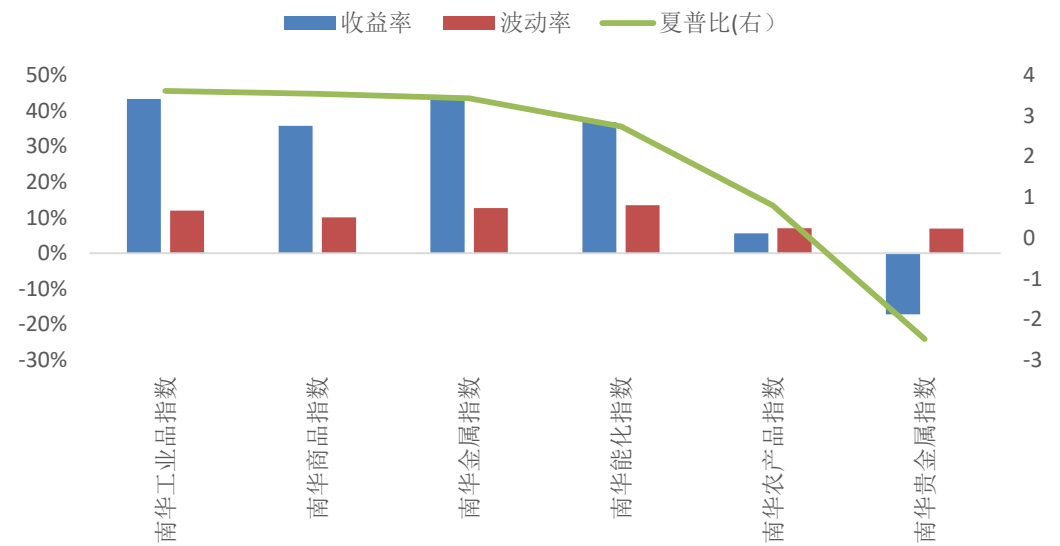
2019 年一季度南华商品及分类指数继续表现分化，南华贵金属指数年内持续走低，南华农产品指数盘整，能化、金属、工业品以及南华商品指数均上涨。

图 2.5 板块指数一季度涨跌幅



来源：南华期货智创分析系统 截至 2019 年 3 月 22 日

图 2.6 一季度商品指数夏普比

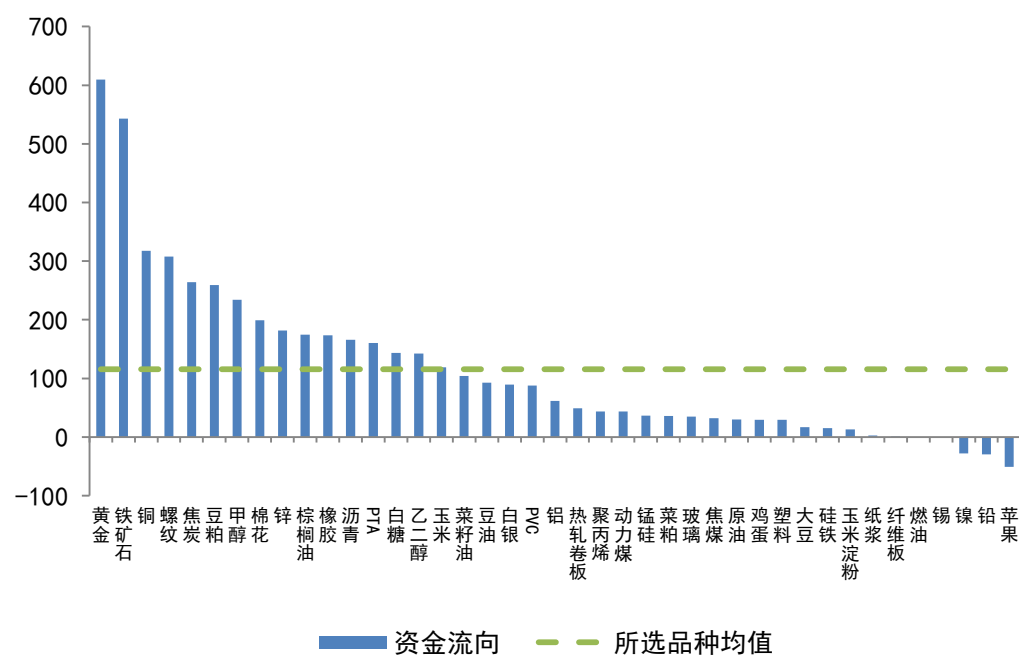


来源：南华研究 截至 2019 年 3 月 22 日

2019 年一季度只有南华贵金属指数为负收益，综合波动率来看，南华工业品指数、南华商品指数和南华金属指数夏普比最高，在 3 左右。

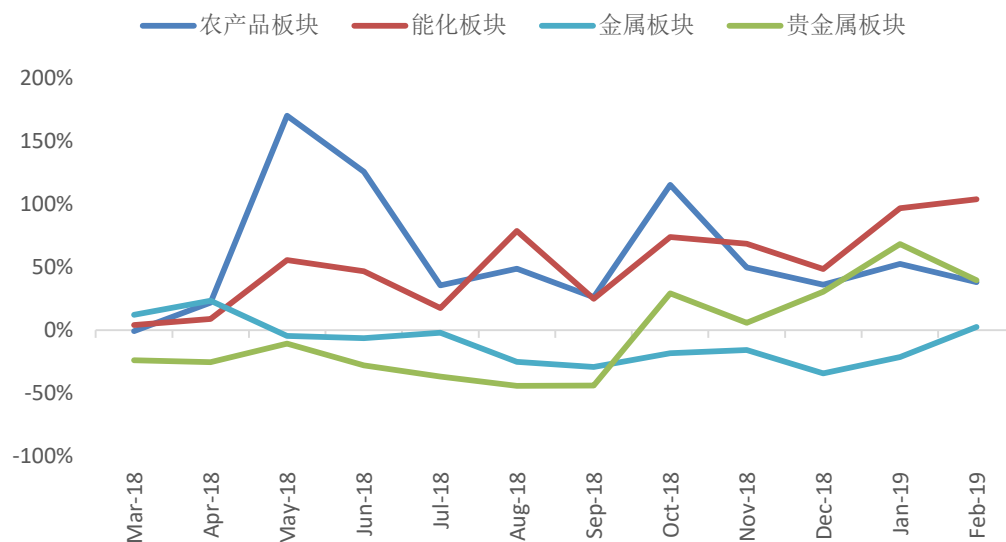
2.3. 成交持仓分析

图 2.7 2019 年一季度国内期货市场各品种资金流向（单位：亿元）



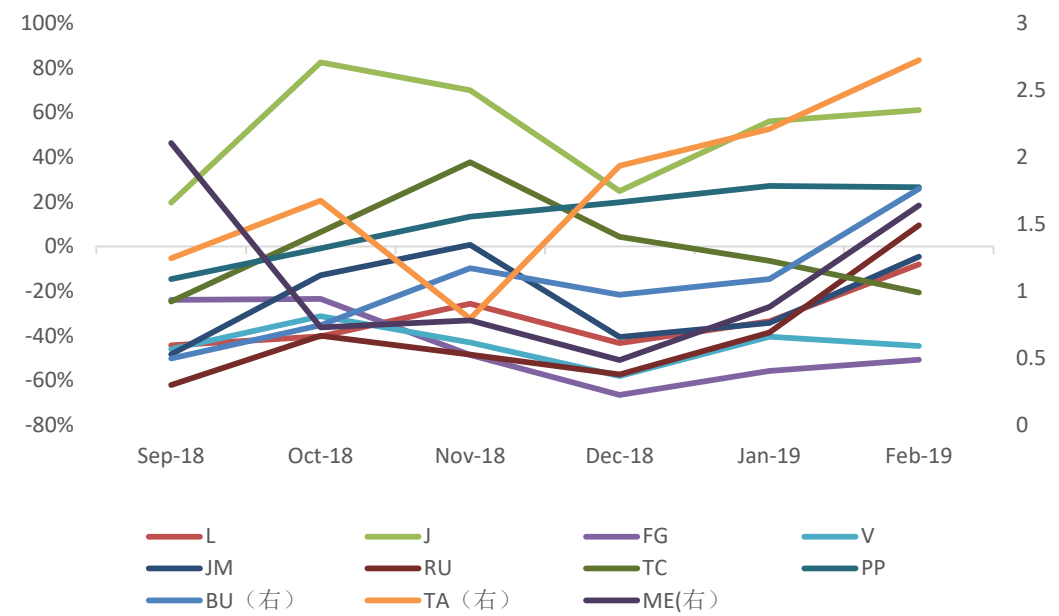
来源：南华研究 截至 2019 年 3 月 22 日

图 2.8 国内期货市场分板块成交金额月同比增幅



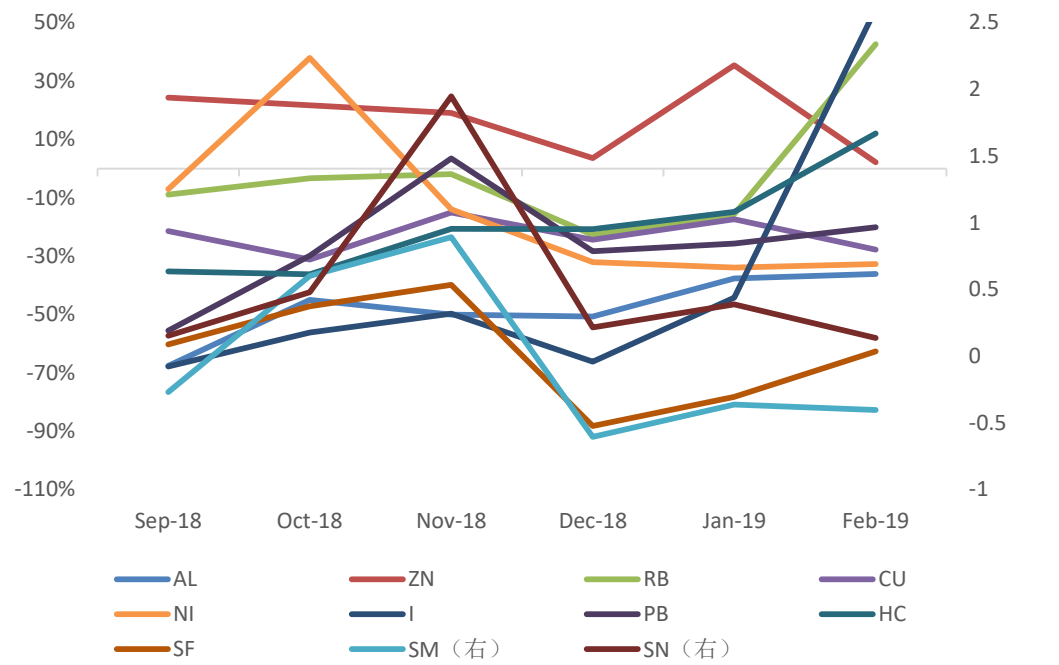
来源：南华研究 截至 2019 年 3 月 22 日

图 2.9 国内期货市场能化板块成交金额月同比增幅



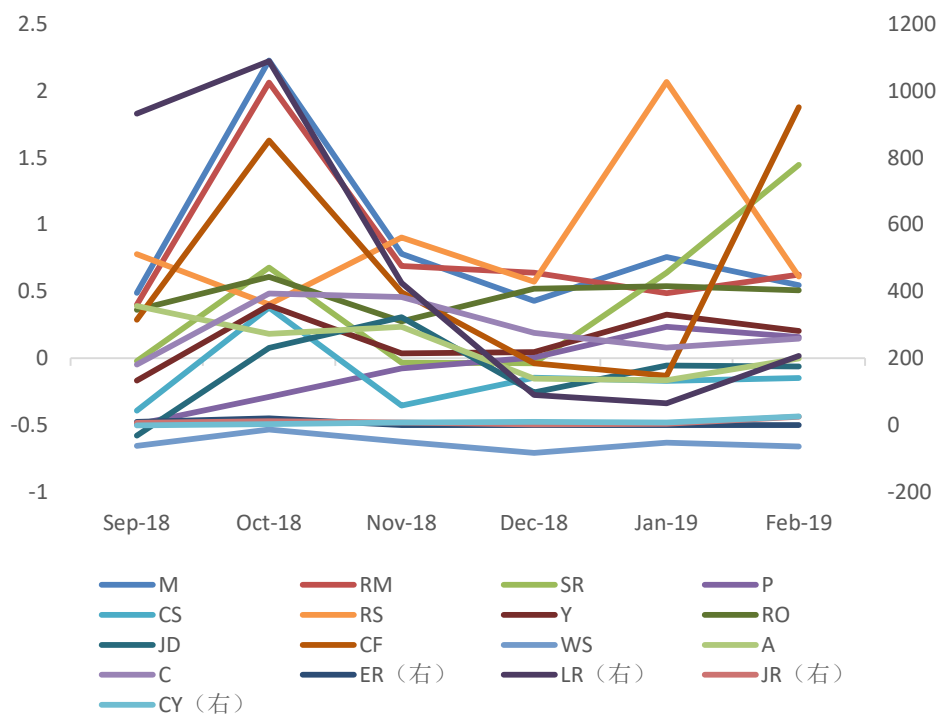
来源：南华研究 截至 2019 年 3 月 22 日

图 2.10 国内期货市场基本金属板块成交金额月同比增幅



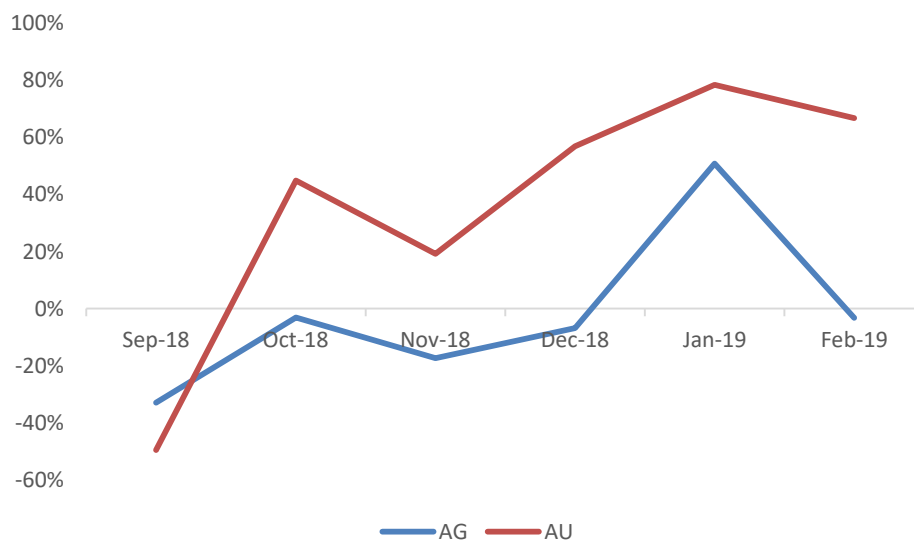
来源：南华研究 截至 2019 年 3 月 22 日

图 2.11 国内期货市场农产品板块成交金额月同比增幅



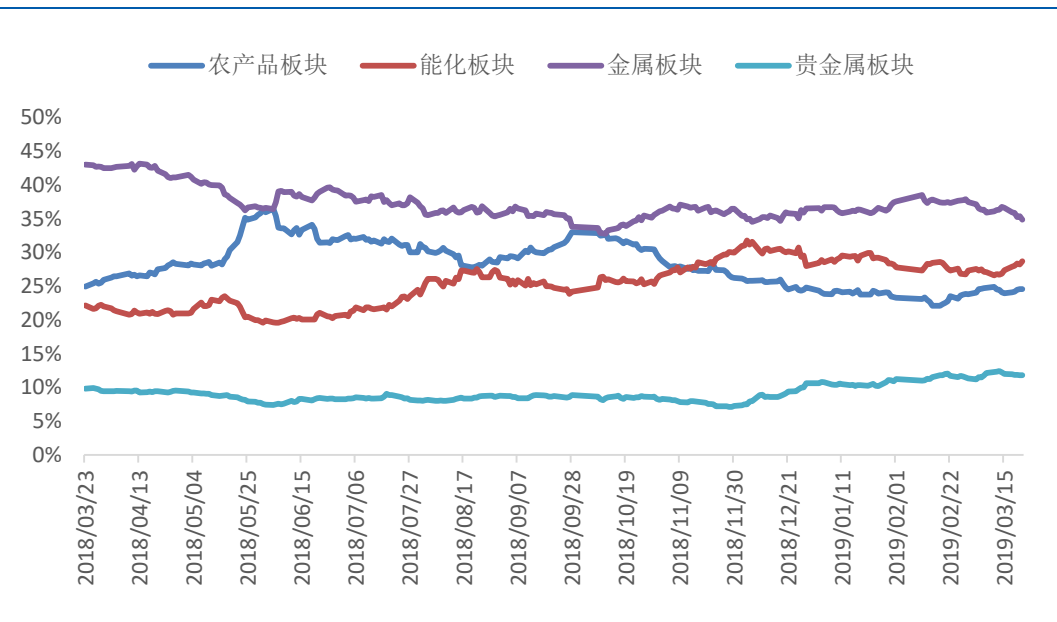
来源：南华研究 截至 2019 年 3 月 22 日

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 2019 年 3 月 22 日

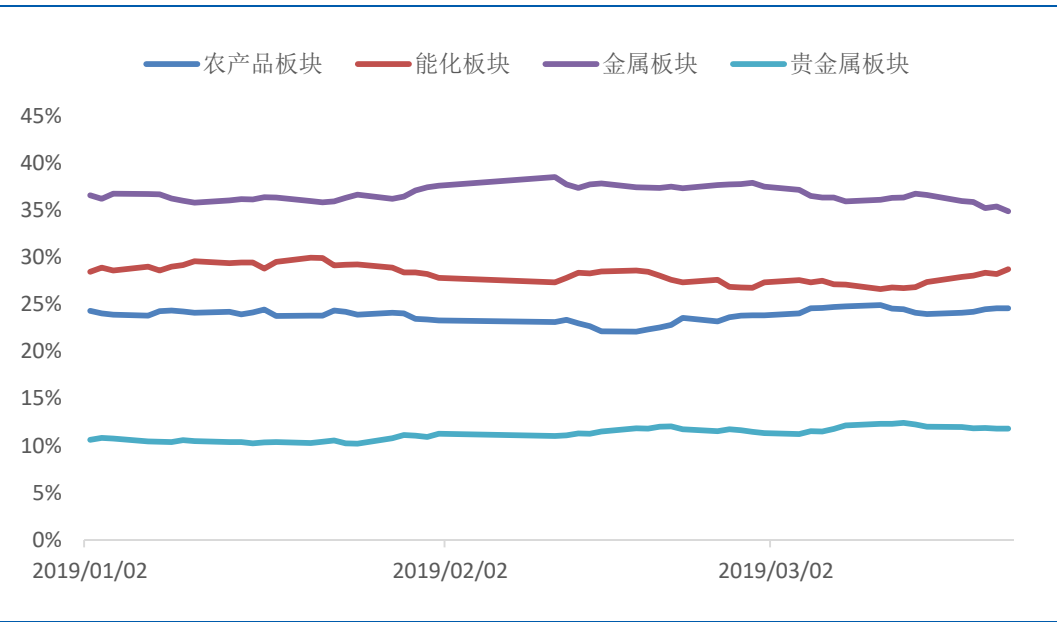
图 2.13 国内期货市场分板块近一年持仓金额占比



来源：南华研究 截至 2019 年 3 月 22 日

近一年以来基本金属板块持仓金额占比最大。

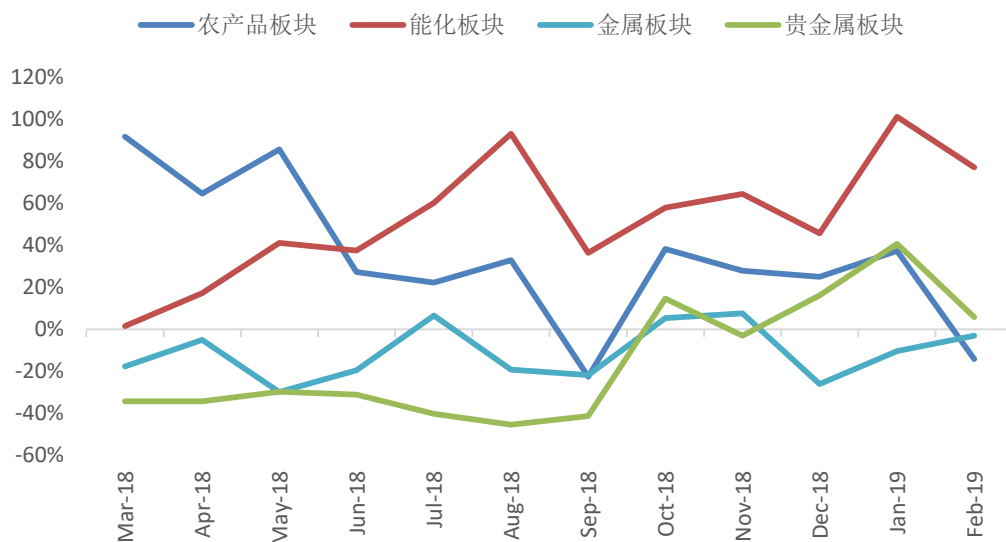
图 2.14 国内期货市场分板块一季度持仓金额占比



来源：南华研究 截至 2019 年 3 月 22 日

2019 年一季度期货市场上各板块的持仓金额占比相对稳定。

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 2019 年 3 月 22 日

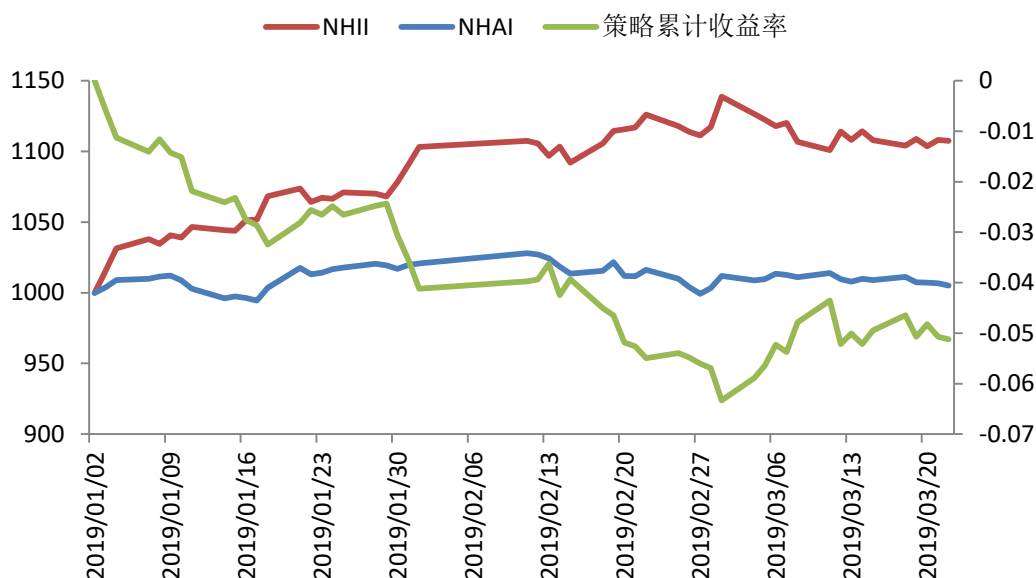
原油期货上市以来能化板块活跃度持续增加，即成交持仓比上升。

第3章 对冲策略介绍

3.1 农产品—工业品的对冲策略

2019 年一季度，南华农产品指数呈震荡走势。南华工业品指数走势较好，主要是由于原油的大幅上涨，以及螺纹库存较 18 年比相对较低，铁矿遭遇巴西矿难事件等等。一季度多农产品空工业品对冲策略效果较差，亏损约 5%。但二季度我们依然推荐多农产品空工业品策略，主要是由于农产品成分品种绝对价格较低，工业品中黑色系预计在二季度走势偏空。

图 3.1 多农产品指数空工业品指数的收益

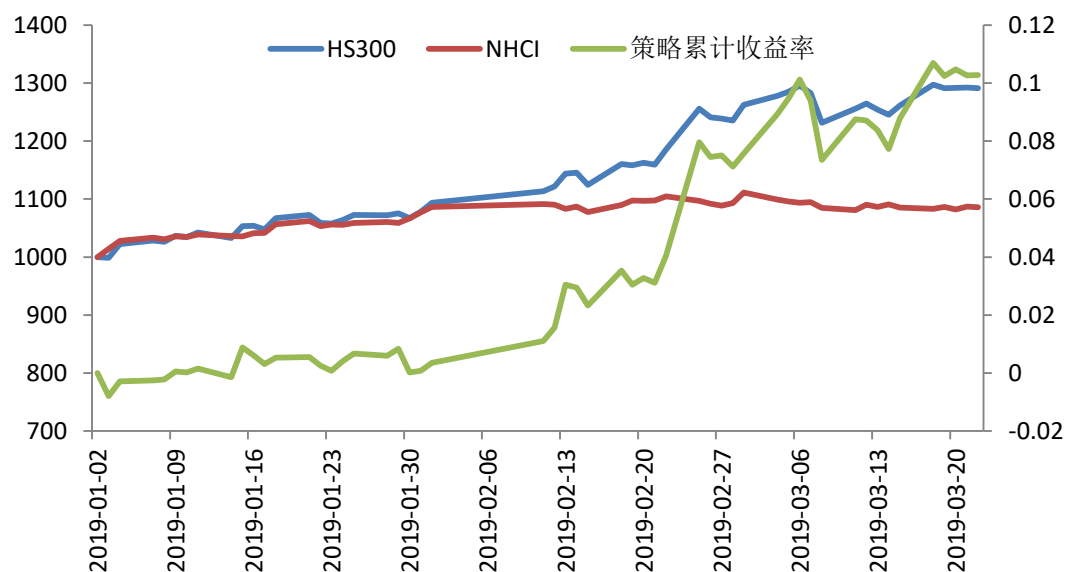


来源：南华研究 截至 2019 年 3 月 22 日

3.2 股指—商品对冲策略

2019 年一季度，多沪深 300 空商品的策略取得了良好的收益，收益约 20%。一季度，南华商品指数和沪深 300 均上涨，但沪深 300 指数上涨幅度较大。沪深 300 指数上涨主要是由于 A 股估值低以及外资介入，国内政策也一直在吹暖风，加之流动性大幅改善。南华商品指数的上涨也大幅受益于经济刺激政策的密集出台。展望二季度，我们依然推荐多股指空商品的策略，我们看空商品看多股票市场。

图 3.2 多股指空商品策略收益

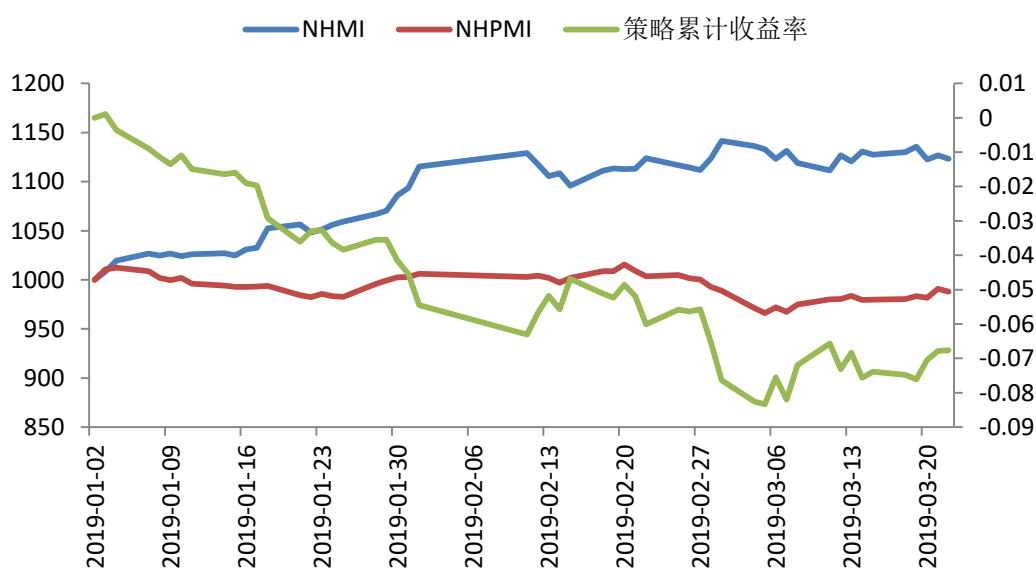


来源：南华研究 截至 2019 年 3 月 22 日

3.3 贵金属—基本属的对冲策略

2019 年一季度，多贵金属空基本属的策略表现很差，收益约-7%。贵金属表现较差主要由于中美贸易关系的缓和以及人民币的升值，基本属表现较好，主要由于宏观刺激政策的密集出台以及贸易战的缓和。展望二季度，依然推荐多贵金属空基本属策略。美国经济有见顶迹象，中性利率或将下滑，贵金属二季度有望保持强势。

图 3.3 多贵金属空基本属收益



来源：南华研究 截至 2019 年 3 月 22 日

3.4 增强型指数的跟踪情况

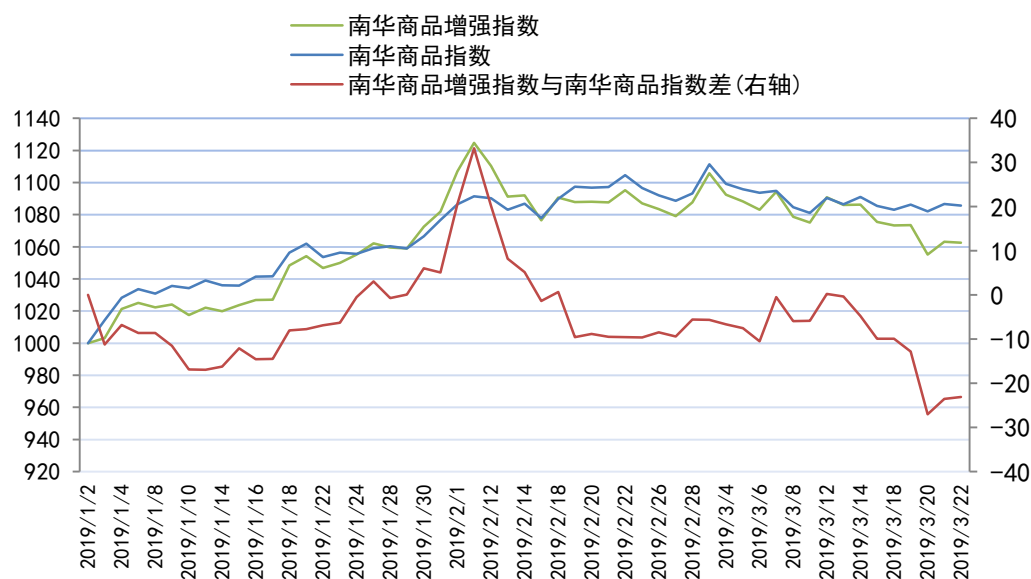
增强型指数与南华商品指数相比，其优点在于能及时调整头寸，适应纷繁复杂的行情。观察二者的历史走势，可以发现行情发生大的波动时，增强型指数表现往往优于南华商品指数。

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 2019 年 3 月 22 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 2019 年 3 月 22 日

在 2019 年一季度，相较于南华商品指数，南华商品增强指数的涨幅较少，主要是由于 1 月 2 月，南华指数基本是单边上涨，对冲策略跑不赢单边策略也比较合理。

第4章 总结和展望

2019 年一季度，南华商品指数 1 月，2 月震荡上扬，3 月小幅下跌，截至 3 月 22 日，收于 1426.95，相对于 2018 年底涨幅约 7.7%。

2019 年一季度，南华黑色商品指数上涨较多，涨幅 12.6%，其中铁矿上涨幅度最大，约 24%，主要由于自身基本面本身偏强，叠加巴西矿难影响。螺纹钢上涨约 10%，主要是由于库存相对较低，以及基差修复，焦煤焦炭涨幅约 5%。展望二季度，房地产不容乐观，螺纹钢供需均承压，大概率下跌，焦炭基本面较弱，焦煤重心下移，铁矿需持续关注巴西矿难对供给带来的影响，铁矿预计震荡，综合而言，南华黑色商品指数大概率下跌。

2019 年一季度，南华有色商品指数小幅上涨，涨幅 4.6%。其中铜、铝小幅上涨，分别上涨 1.52%，0.6%；镍锌涨幅较大，分别上涨 14.11%，9.45%。展望二季度，铜一方面经济下行压力大，一方面供给端利多题材丰富，或将震荡运行，锌国外库存较低，但加工费较高，复产压力较大，二季度或将先扬后抑。铝需求旺季来临，预计震荡偏强，镍铁供应压力较大，且不锈钢库存较高，镍震荡偏空。综合而言，预计二季度南华有色指数震荡偏空。

2019 年一季度南华金属商品指数上涨约 11%。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 2019 年四季度南华金属指数震荡偏空。

2019 年一季度，南华能化商品指数上涨，涨幅 7.84%。其中原油大幅上涨，涨幅 20.24%，主要是由于 opec+超额减产；沥青上涨约 28%，主要是跟随原油走势，以及国内的基建刺激政策，PTA 上涨约 12%，橡胶，动力煤，焦炭涨幅约 5%。展望二季度，原油供给端收缩逻辑有望延续，叠加季节性需求旺季，原油大概率上涨；橡胶绝对价格较低，震荡偏多思路，但上方空间预计有限；动力煤旺季来临，但电厂高库存将压制其上行空间；PTA 震荡偏多。综合而言，二季度南华能化指数预计震荡偏多。

2019 年一季度，南华贵金属指数表现较差，下跌约 1%，主要由于中美贸易关系的缓和以及人民币的升值。展望二季度，美国经济有见顶迹象，中性利率或将下滑，贵金属指数二季度有望保持强势。

2019 年一季度南华农产品商品指数窄幅震荡，涨幅 0.5%。2019 年一季度，豆粕绝对价格较低，但受非洲猪瘟影响，生猪存栏降低较多，需求不振，豆粕小幅下跌；玉米小幅下跌；油脂豆油棕榈呈震荡走势，菜油受中加关系影响，涨幅较大；白糖由于国内连续阴雨天气，压榨量减少，供应偏紧，涨幅 8%。展望 2019 年二季度，预计非洲猪瘟影响或将持续，豆粕震荡偏空，油脂供大于求局面短期内较难改变，震荡偏空；白糖方面，印度泰国近乎定产，二季度白糖进口和库存压力较大，预期震荡偏空；综合来看，二季度南华农产品指数或震荡走低，但农产品指数成分品种大多绝对价格较低，下跌空间不大，因此南华农产品指数预计震荡筑底。

综合而言，展望 2019 年第二季度，宏观经济压力仍然较大，但经济有可能在二季度见底。2019 年二季度，房地产下行压力较大，南华黑色指数震荡偏空；南华有色指数震荡偏空；原油供给端收缩有望延续，南华能化指数震荡偏多；南华工业品指数成分品种主要包含黑色，有色，能化指数中的成

分品种，预计震荡偏空；南华贵金属指数震荡偏强；南华农产品指数预计震荡筑底。南华商品指数或将重心下移。

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

浙江分公司

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

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

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 8 层 805 室
电话: 0351-2118018

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

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

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

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

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

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:

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

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

义乌营业部

浙江省义乌市宾王路 208 号 2 楼
电话: 0574-85201116

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

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