



Bigger mind, Bigger fortune
智慧创造财富

南华期货研究所
投资咨询业务资格：
证监许可【2011】1290号

指数研究小组

唐亮华
Z0000435
唐缙格

2021 年南华商品指数下半年展望

物极必反

摘要

南华商品指数由南华研究所创立，从 2004 年 6 月 1 日编制起始，截至 2021 年 3 月，已经走过了近 17 年的历程，记录了中国商品市场的跌宕起伏。6 月份，南华商品系列指数迎来了一年一度的权重调整时刻。原油继续保持着权重第一的位置，螺纹钢、铁矿石和焦炭的权重则是紧随其后，四个主要品种权重占比达到 42.78%。2021 南华综合指数品种数目与 2020 年对比，乙二醇被剔除，聚丙烯被重新选入。

从大周期来看，由于疫情的影响，南华商品指数周期出现调整，去年再度延续了 2016 年以来的上涨周期，持续创出新高，在二季度最高触及 1995 点。市场上涨动力主要来自于大量流动性注入，供应端的扰动和消费端的提振。随着疫苗的普及，供应端的扰动将逐渐减少，大量的流动性也将逐步退出，市场将重新回归基本面。从南华商品指数看，支撑其走强的动能在逐渐消退，南华商品指数顶点在二季度可能已经出现。

从板块上看，南华金属板块本轮反弹最强，屡创新高。房地产市场投资和出口已经连续下滑，南华金属指数上涨动力逐渐衰弱。能化板块受原油影响较大，原油处于上涨趋势中，高度取决于消费复苏和 OPEC 产量情况。农产品板块继续分化，关注结构化行情。

下半年，哪些品种有较好的机会？结合板块分析和风险评估模型，有色板块：铜铝和锌，黑色板块铁矿石、焦炭、焦煤、动力煤未来做空机会更好一些；农产品板块：棕榈油做空、苹果做多等，化工板块：原油下跌之后的买入机会及 PTA 的做多机会。

研究报告完整版如何获取？

请关注微信公众号【南华期货】



目录

第 1 章	引言	3
第 2 章	商品市场运行概况	4
2.1	最新权重	4
2.2	上半年商品指数市场概况	5
2.3	南华商品指数与国际指数对比	8
2.4	南华商品指数与国内商品 ETF 对比	9
第 3 章	南华商品指数走势分析	11
3.1	南华商品指数走势	11
3.1.1	南华商品指数高点回落	11
3.1.2	南华商品指数区间段划分	12
3.2	南华商品各板块上半年走势	13
3.3	商品指数已经转势	14
第 4 章	下半年哪些品种有机会	20
4.1	各板块当前所处位置	20
4.2	运用南华指数风险评估模型选择品种	21
	免责声明	24

第1章 引言

南华商品指数由南华研究所创立，从 2004 年 6 月 1 日编制起始，截至 2020 年 3 月，已经走过了近 16 年的历程，记录了中国大宗商品市场的跌宕起伏。由于南华商品指数编制的合理性、稳定性以及强代表性特点，使其成为研究中国大宗商品价格走势的有力指标，被证券业、基金业和期货业众多知名学者和专家广泛使用。

南华商品指数选择三大交易所上市品种中代表性较强且具有较好流动性的商品来进行编制，涵盖农产品、金属、贵金属以及能源化工等大类，此外，整个指数系列还包括单个商品指数、分类商品指数和南华综合指数等。

单个商品指数主要是通过剔除各品种换月时因前后合约价格不同而产生的价差所形成的指数，从而达到跟踪和反映投资者在商品期货投资中的真实收益，单个商品指数主要是以收益率来计算，又称收益率指数。南华综合指数和各分类商品指数主要是通过对单个商品指数赋予相应的权重编制而成，各个品种的权重分配兼顾各个商品在国民经济中的影响力程度及其在期货市场中的地位。南华商品指数涵盖品种数量不超过 20 个，并设定相应的品种进入和退出标准、最大和最小权重限制，原则上每年 6 月 1 日对品种和权重做一次调整。

南华商品指数综合反映了宏观经济运行形势和生产资料价格走势。南华商品指数从 2004 年运行至今，在长达十多年的运行中，与中国 GDP 不变价季度走势基本同步。通过分析南华商品指数的运行规律，可以对未来中国宏观经济走势提前进行预判，企业可以提前做出相对应的准备。而在两者走势偶尔背离之时，南华商品指数和南华各分类指数的分化走势又能提前挖掘出宏观经济运行中的那些变与不变，这些变与不变是如何影响着不同的行业？未来这些不同行业在不同宏观经济背景下将会是向好还是向差？

国内很多上市品种合约的特点是 1、5、9 月合约是主力合约，其它很多合约都不活跃，这就导致主力合约换月时容易出现跳空行情，在分析师做研究的时候显得不方便、不直观。南华商品指数系列采用收益率设计方式，完美的解决了换月跳空的问题，南华商品系列指数拉出来就是一条连续优美的曲线。这一特点使得运用南华商品系列指数进行季节性分析、收益率计算以及跨品种套利等方面具备天然的优势。

南华商品系列指数还具有强拓展性特点。依据南华商品指数编制方法，可以根据市场需求，推出个性化指数定制方案。如现实行业中，农产品类有林业、畜牧业、养殖业等等，而养殖行业又可分为养猪行业、养鸡行业、养鱼行业等等。根据市场的实际需要，针对细分的养殖行业，可以编制出养猪行业指数，养鸡行业指数和养鱼行业指数等，为相关行业或者企业成本管理、风险控制提供助力。

第2章 商品市场运行概况

2.1 最新权重

2021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,根据品种在之前五个年度的交易金额和消费金额数据,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:

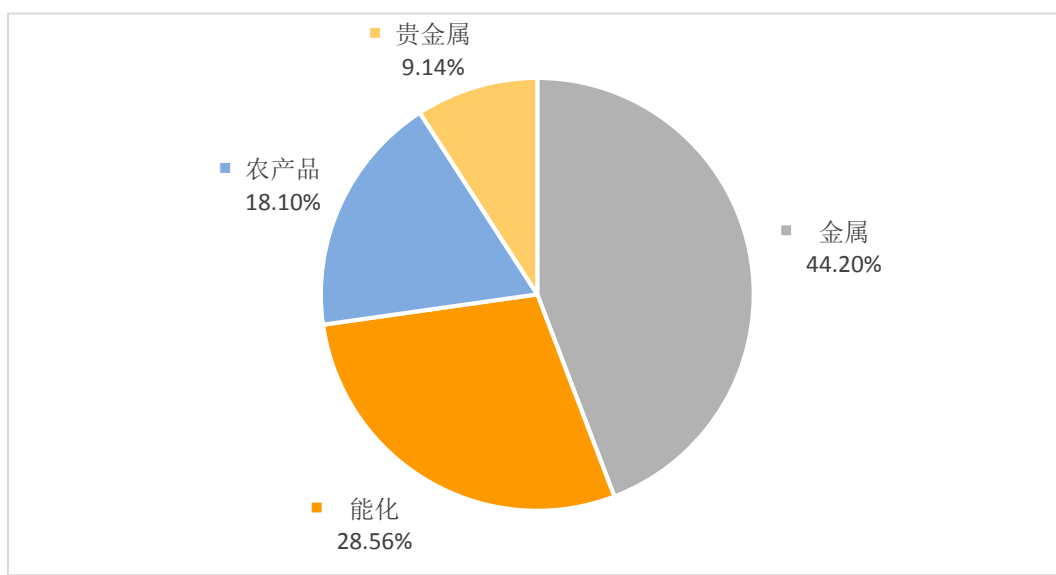
图 2.1.1 南华商品指数系列权重表

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
原油	14.99%	13.25%		21.80%				
螺纹钢	10.62%	11.06%	24.18%				31.81%	
铁矿石	9.59%	9.88%	21.74%				28.41%	
焦炭	7.58%	7.23%		12.29%			20.71%	
铜	7.40%	7.55%	16.72%					35.69%
镍	5.21%	6.09%	12.37%					24.87%
黄金	5.20%					60.93%		
天然橡胶	4.21%	4.95%		9.03%				
豆粕	3.93%				14.82%			
白银	3.84%					39.07%		
苹果	3.61%				13.35%			
锌	3.56%	4.01%	8.34%					17.06%
PTA	3.02%	3.18%		5.59%				
棕榈油	2.95%				11.35%			
豆油	2.61%				9.90%			
甲醇	2.44%	2.62%		4.64%				
聚丙烯	2.37%	2.39%		4.14%				
一号棉	2.30%				8.66%			
白糖	2.29%				8.73%			
燃料油	2.28%	2.59%		4.69%				
菜籽油					5.88%			
铝		3.07%	7.51%					16.99%
液化石油气		2.24%		3.83%				
乙二醇		2.00%		3.11%				
石油沥青		2.00%		3.21%				
聚乙烯		2.13%		3.61%				
热轧卷板		3.54%	9.14%				10.06%	
焦煤		3.17%		5.04%			9.01%	
动力煤		7.05%		10.64%				
玉米					10.53%			
纯碱				2.00%				

玻璃	2.00%	
鸡蛋	6.20%	
纸浆	2.38%	
苯乙烯	2.00%	
黄大豆一号	8.55%	
聚氯乙烯		
铅		3.39%
玉米淀粉	2.03%	
不锈钢		
锰硅		
锡		2.00%

来源：南华研究 截至 2021 年 6 月 1 日

图 2.1.2 南华商品指数中各板块权重占比



来源：南华研究 截至 2021 年 6 月 1 日

从排名上看，原油继续保持着权重第一的位置，螺纹钢、铁矿石和焦炭的权重则是紧随其后，四个主要品种权重占比达到 42.78%。由于铜与国际铜、天然橡胶与 20 号胶、豆粕与菜粕相关性超过 90%，选择保留流动性较强的品种，国际铜、20 号胶、菜粕从入选品种中剔除。2021 南华综合指数品种数目与 2020 年对比，乙二醇被剔除，聚丙烯被重新选入。

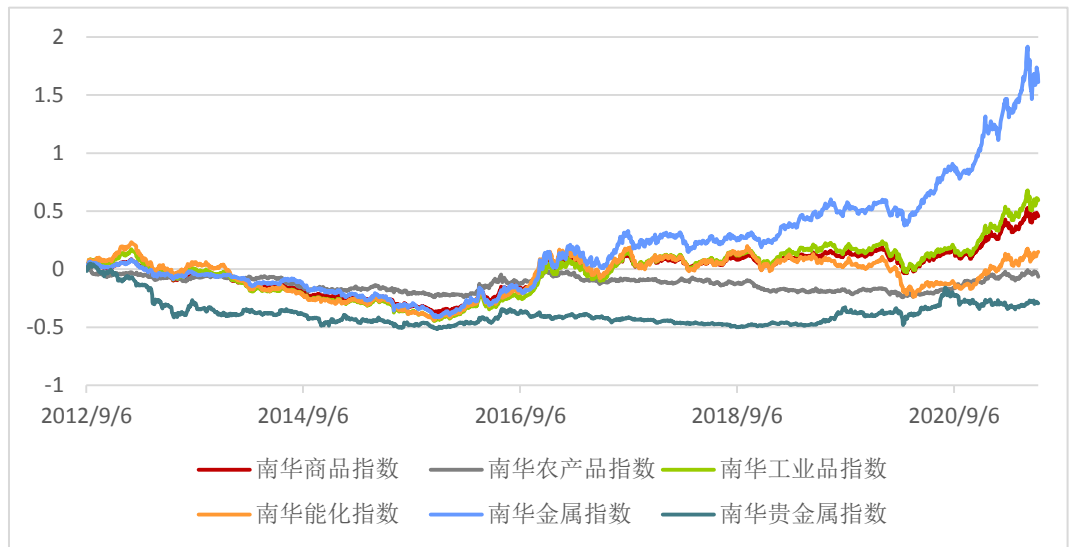
分类指数中部分板块指数的品种个数较去年有所增加，既有老品种由于交投活跃度上升而纳入，也有液化石油气这样的新品种首次入选。总体而言，南华商品指数系列的权重构成稳重有变，指数多样性得以提升。

2.2 上半年商品指数市场概况

2021 年开局，对疫情反复的担忧及经济复苏未见明朗的预期反映在商品市场中，南华商品综合指数及分类指数在春节前普遍进入一段窄幅震荡调整期。节后受国内外疫苗接种普及、美国 1.9 万亿美

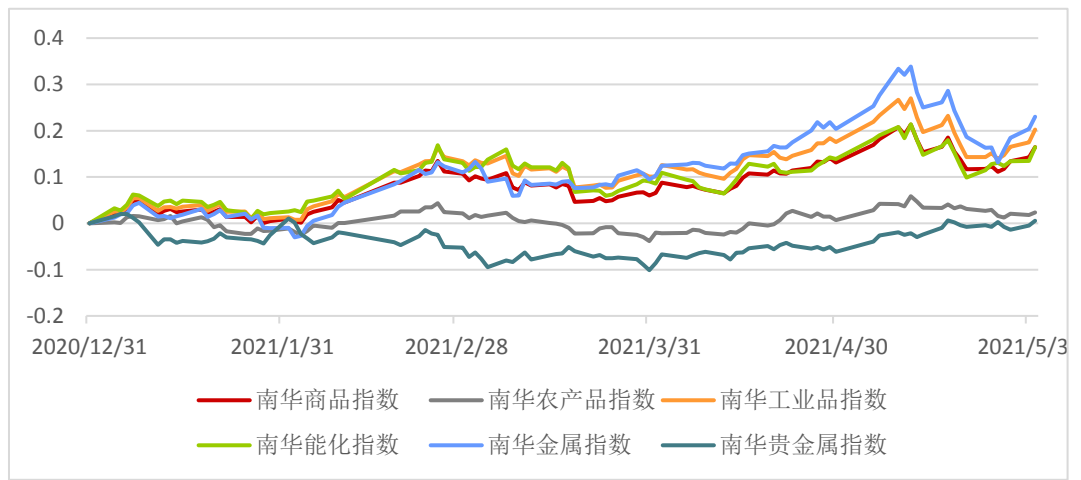
元刺激计划、经济复苏预期加强、流动性宽裕等因素的共同影响，以金属和能源为主的工业板块大宗商品开启了上涨行情，在三月经历一段向下盘整后，又开始动能强劲的上涨，此轮趋势反映到南华商品指数上，综合商品指数于 5 月中旬站上 1995 的历史高点。随后监管出手降温，指数经历一轮过山车。分类指数中，南华金属指数领涨，南华工业品指数、南华能化指数走势也大开大合，南华农产品指数相对小幅震荡。而南华贵金属走势则相对独立，经历数月的小幅下跌后逐渐修复。

图 2.2.1 商品指数及分类指数历史走势



来源：南华研究 截至 2021 年 6 月 1 日

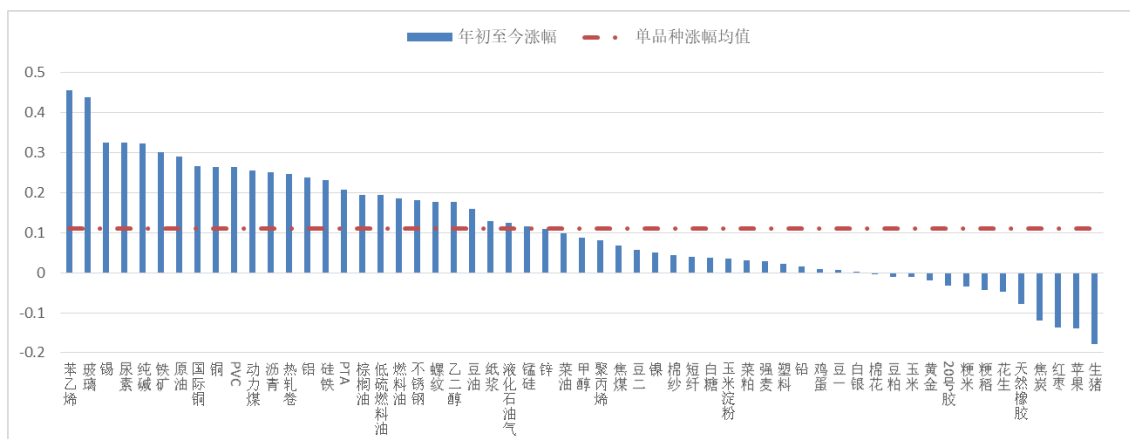
图 2.2.2 商品指数及分类指数年内走势



来源：南华研究 截至 2021 年 6 月 1 日

从品种指数来看，上半年大部分品种呈现上涨态势。涨幅占据前六位的分别是苯乙烯（45.5%）、玻璃（43.8%）、锡（32.5%）、尿素（32.4%）、纯碱（32.3%）、铁矿石（30.0%），从板块分布来看，能化板块、黑色板块、有色金属板块普遍上涨。跌幅前六位的分别是花生、天然橡胶、焦炭、红枣、苹果、生猪，下跌品种主要集中在农产品板块。

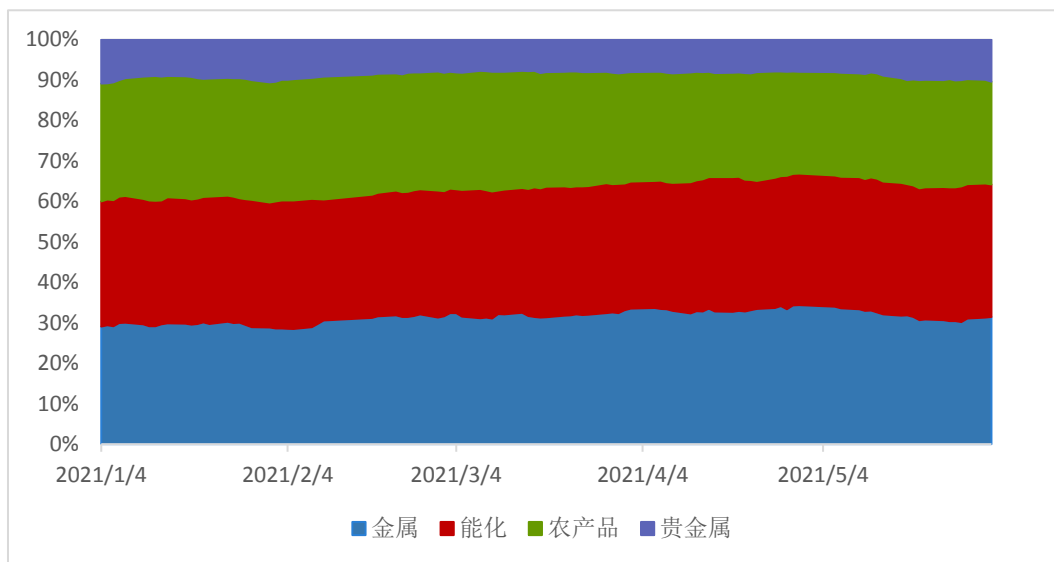
图 2.2.3 单品种指数上半年涨跌幅



来源：南华研究 截至 2021 年 6 月 1 日

从持仓金额占比来看，今年上半年，贵金属板块略微下降后回升，总体基本保持稳定，农产品板块持仓金额占比收窄，从年初的 29.2% 降至 25.4%。能化板块从 30.9% 上涨至 32.7%。金属板块从年初 29.1% 上涨至 4 月底的 34.4%，随后下降至 31.5%。

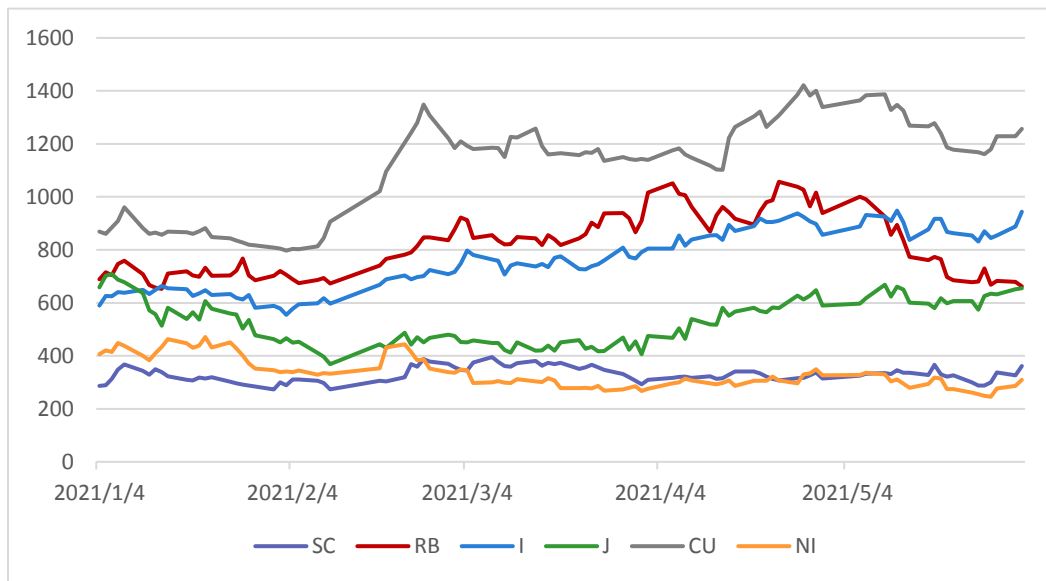
图 2.2.4：南华商品指数各板块持仓金额占比



资料来源：南华研究 数据截止 2021 年 6 月 1 日

从单品种来看，我们选取了南华商品指数权重占比最大的六个品种的持仓金额变化情况。从图中可以看出，六个品种中，镍和原油持仓金额起伏最小，螺纹钢及焦炭持仓经历起伏后回到年初位置，铁矿石和铜的持仓金额都有明显上升，其中铜的持仓金额波动最大，金额增长 50% 左右。

图 2.2.5: 南华商品指数部分品种持仓金额变化



资料来源：南华研究 数据截止 2021 年 6 月 1 日

2.3 南华商品指数与国际指数对比

今年上半年，全球市场由于新冠肺炎和原油的双重冲击及冲击消退减弱，导致整体大宗商品市场行情波动剧烈，不同的国际商品指数由于其品种组成和权重的不同，指数表现也相差很大。本文选取国际上比较著名的四种指数与南华商品指数进行对比，来检测在当前情况下，哪种指数的表现更好一些。

CRB 指数，指数涵盖 19 种期货合约品种。包括农产品类：大豆、小麦、玉米、棉花、糖、冰冻浓缩橙汁、可可、咖啡、活牛和瘦猪肉，权重占比为 41%；能源化工类：原油、取暖油、汽油和天然气，权重占比 39%；工业品贵金属类：黄金、白银、铜、铝、锌和镍，权重占比 20%。

GSCI 标普-高盛商品指数，指数包含 24 种商品，包括能源类：WTI 原油、布伦特原油、乙醇汽油、取暖油、柴油和天然气，权重占比 76.88%；工业金属类：铜、铝、铅、锌和镍，权重占比 6.35%；贵金属类：白银和黄金，权重占比 1.91%；农产品类：小麦、堪萨斯小麦、玉米、大豆、棉花、糖、咖啡和可可，权重占比 11.34%；畜产品类：活牛、肥牛和瘦猪，权重占比 3.52%。商品指数权重以最近五年来全球产量数据的平均数计算，权重数据每年都会作出调整。

瑞银布隆伯格商品指数 (CMCI) 由一揽子 28 种商品期货组成，包括能源类：WTI 原油和布伦特原油等，权重占比为 35.47%；工业品贵金属类：铜铝铅锌黄金白银等，权重占比为 32.5985%；农产品类：小麦，大豆等，权重占比为：27.94%，其它为畜产品类：活牛等，权重占比 3.99%。

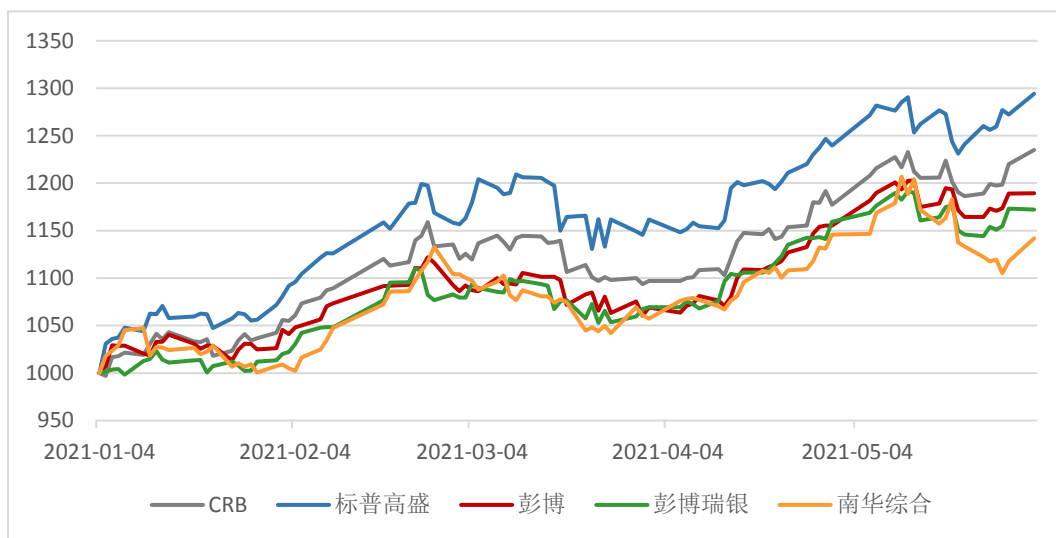
彭博商品指数 (BCOM) 原名道琼斯瑞银商品指数，由 23 种商品期货组成，包括能源类：WTI 原油和布伦特原油等，权重占比为 19.54%；工业品贵金属类：铜铝铅锌黄金白银等，权重占比为 40.09%；农产品类：小麦，大豆等，权重占比为：34.63%，其它为畜产品类：活牛等，权重占比 5.74%。

南华商品指数 (NHCI) 由 20 种商品期货组成，包括能化类：原油、天然橡胶、焦炭等，权重占

比 38.66%；工业品贵金属类：螺纹钢、铜、黄金等，权重占比 43.69%；农产品类：苹果、豆粕、白糖等，权重占比 17.65%。

通过对比可以发现，四种国际商品指数所包含的商品期货品种大同小异，主要的区别表现在权重方面。相比之下，南华商品指数包含了很多中国国内特有的品种，如 TA、苹果等，与其他四种商品指数有较大差异。

图 2.3.1：南华商品指数与几大国际商品指数



资料来源：南华研究 数据截止 2021 年 6 月 1 日

从今年几大商品指数走势看，都比较接近，整体呈现波动上涨走势。南华综合商品指数与彭博瑞银、彭博商品指数走势比较相似，标普高盛指数则上涨程度最多。南华综合商品指数与标普高盛走势的差距主要在于权重构成的差异。标普高盛指数中原油系列商品的权重占比很大，今年原油走强，原油权重大的指数上涨幅度更多。另一个差异是农产品，南华综合指数中的农产品品种下跌居多，部分品种与对应的外盘走势分化，且标普高盛指数中农产品占比相对于南华综合商品指数更小，导致农产品下跌拖累南华商品指数，拉大了与标普高盛之间的差距。

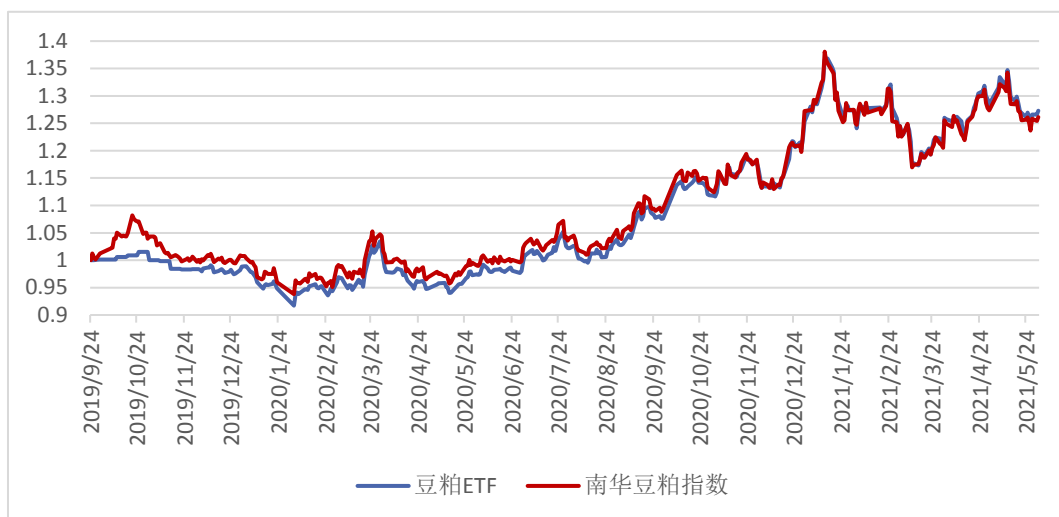
2.4 南华商品指数与国内商品 ETF 对比

2019 年 8 月，国内首批商品期货 ETF 获批，分别是华夏饲料豆粕期货交易型开放式证券投资基金、大成有色金属期货交易型开放式指数证券投资基金和建信易盛能源化工期货交易型开放式指数证券投资基金。

豆粕 ETF 2019 年 9 月 24 日正式成立，12 月 5 日在深交所上市交易，为境内首只挂牌上市的商品期货 ETF。首募规模达 2.66 亿元，主要持有大商所豆粕期货合约，并跟随大商所豆粕期货价格指数展期，以达到跟踪指数的目标，豆粕期货合约价值占基金资产净值的 90%–110%。

豆粕 ETF 2019 年 9 月 24 日基金净值为 1，将南华豆粕指数也归为 1，截止 2021 年 5 月 31 日，豆粕 ETF 净值为 1.2659，南华豆粕指数点位为 1.2544。从下图对比来看，两者走势在基金成立的一年左右时间内有一些差异，但是随着时间推移，两者走势基本趋同。

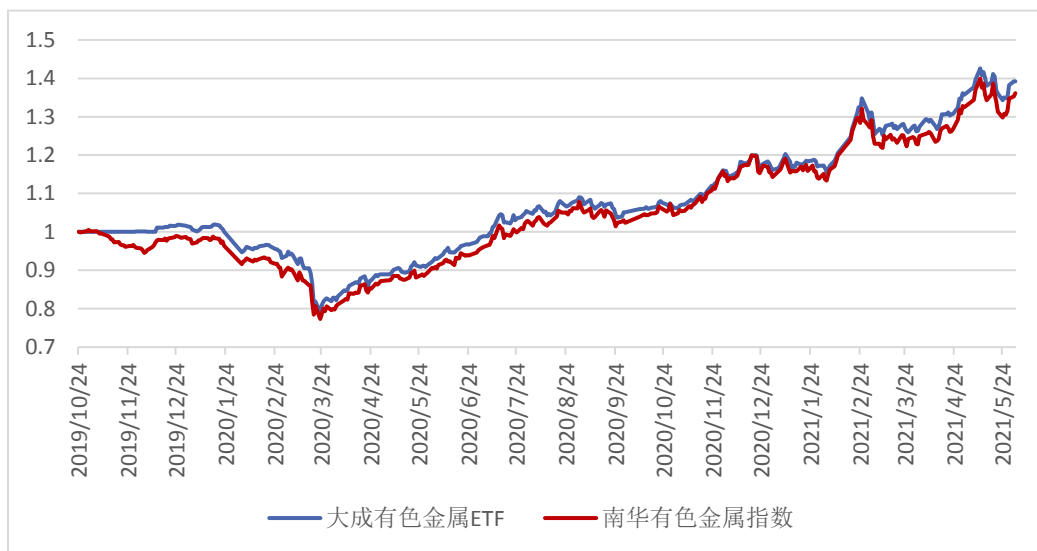
图 2.4.1: 南华豆粕指数与豆粕 ETF



资料来源：南华研究 数据截止 2021 年 6 月 1 日

大成有色金属期货 ETF 于 2019 年 10 月 24 日成立，2019 年 12 月 24 日上市。首发募集资金 3.11 亿元。基金成立后，采取了分品种、合约逐步建仓的策略，先期配置权重相对较重的沪铜和价格弹性较小的沪铝合约。基金对比业绩基准上期有色金属期货价格指数 IMCI。对比有色 ETF 和南华有色金属指数，截止 5 月 31 日，有色 ETF 净值为 1.392，南华有色金属指数为 1.353。从趋势上看，两者走势基本保持一致，有色 ETF 一直维持在南华有色金属指数上方，基金报告显示，基金成立后，恰逢有色金属期货价格指数 IMCI 处于下跌调整期，基于市场状况，基金采取分品种、合约逐步建仓的策略，一定程度上奠定了对基金业绩基准偏离的基础。

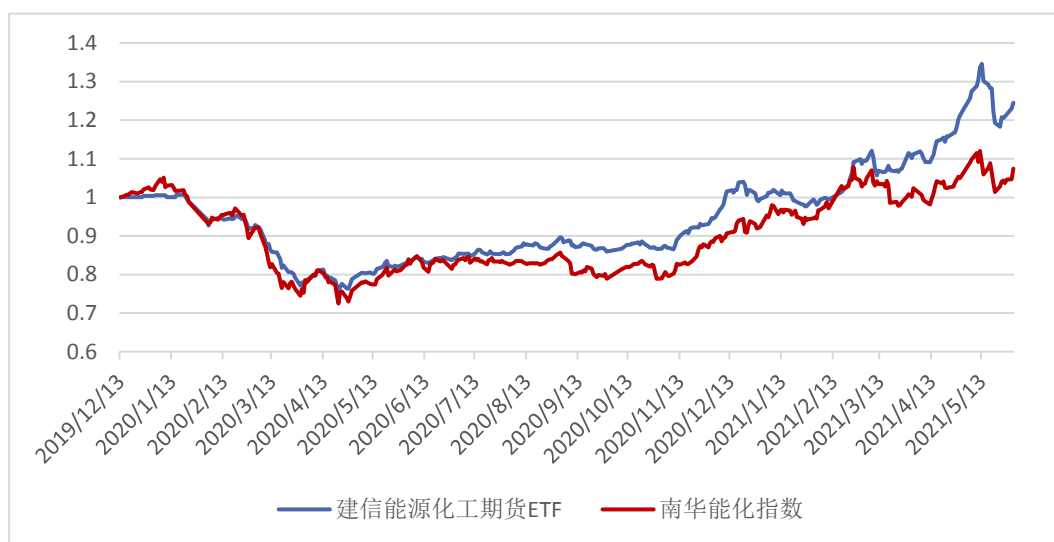
图 2.4.2: 南华有色金属指数与有色 ETF



资料来源：南华研究 数据截止 2021 年 6 月 1 日

建信能源化工期货 ETF 于 2019 年 12 月 13 日正式成立，首期募集规模为 4.85 亿元，三个 ETF 中发行规模最大。2020 年 1 月 17 日，在深圳证券交易所上市交易。建信能化 ETF 跟踪易盛郑商所能源化工指数 A，成分品种包含 PTA、动力煤、玻璃和甲醇四类，按照成分期货合约在标的指数中的基准权重来构建指数化投资组合，获取指数发展带来的收益。建信能化 ETF 只包含郑商所化工品种，与南华能化指数有较大区别。截止 5 月 31 日，能化 ETF 净值为 1.2451，南华能化指数为 1.0745。南华能化指数一度在 3 月份赶上能化 ETF 净值水平，随后又被拉开差距。这主要是由于南华能化指数与能化 ETF 的成分构成不同，能化 ETF 只包括 PTA、动力煤、玻璃和甲醇四类，这四类品种年初以来都实现了较好的涨幅。而南华能化指数中占比较高的天然橡胶、焦炭都是震荡下跌，占比第一的原油虽然年初领涨能化板块，但随后涨幅被玻璃、甲醇等品种反超，导致目前南华能化指数与能化 ETF 差距拉大。

图 2.4.3: 南华能化指数与能源化工 ETF



资料来源：南华研究 数据截止 2021 年 6 月 1 日

第3章 南华商品指数走势分析

3.1 南华商品指数走势

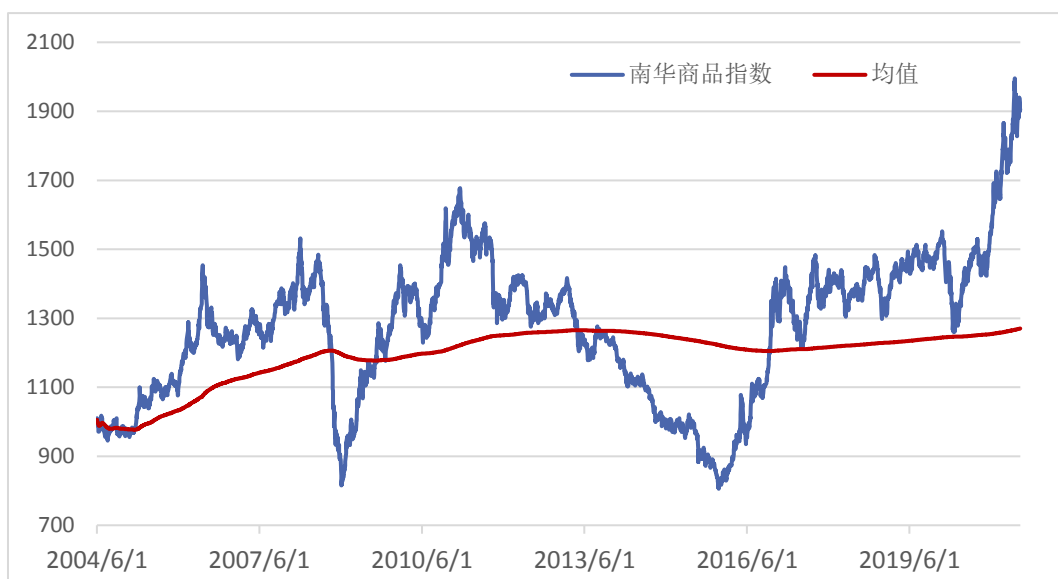
3.1.1 南华商品指数高点回落

价值是价格的基础，价格是价值的货币表现，价格围绕价值上下波动。

南华商品指数从 2004 年 6 月 1 日编制起始，截至 2019 年 12 月，已经走过了近 16 年的历程，记录了这段时间以来中国商品市场的跌宕起伏。从图中可以发现，不管价格如何变动，在这 16 年的时间中，南华商品综合指数始终处于一个区间（800,1700）之间波动，南华商品综合指数均值从 2008 年 7 月份开始至今长达 11 年一直处于区间（1200,1270）之间窄幅波动。如果把南华商品综合指数走势

看成南华商品综合指数所代表的一众大宗商品的价格，则南华商品综合指数均值则代表着一众大宗商品的平均价值。去年一季度，南华商品指数实现均值回归，但是没有跌破。2 季度，中国对疫情的有力管控，复产复工全面铺开，大宗商品需求爆发性增长；但是供给端，由于国外疫情则是迅速发展和蔓延，停工停产持续发生，导致部分大宗商品供给端出现问题；供应受阻，需求爆发，叠加各国大量流动性的注入，整个大宗商品市场出现持续性的上涨行情，这种上涨一直持续到三季度末。南华商品指数也迎来了一波强有力的反弹，9 月 1 日触及 1529.5 高位，距离 1 月份高点已经不到 26 点。四季度，疫苗顺利推进叠加美国总统选举，市场乐观情绪再度点燃，南华商品指数继续走强，突破一季度高点，在 12 月底创出新高 1692 点。进入 2021 年，宏观面美国新任总统拜登推出 1.9 万亿美元的救助计划，中国节后流动性相对宽裕；行业方面，沙特意外的维持原油减产计划，助推原油及下游油化工大涨，原油上涨引发市场做多热情，黑色和有色在资金和情绪双重推动下，不断上扬，并在 5 月 12 日创出新高 1995.5 点，之后开始回调。

图 3.1.1：南华商品指数与均值



资料来源：南华研究 数据截止 2021 年 6 月 17 日

3.1.2 南华商品指数区间段划分

南华商品综合指数经历了长达近 16 年的运行，运行时间比较长。在我们 2020 年的年报中，将南华商品指数分为明显的五段，本文不再赘述，只做一个简单介绍，本文主要分析当前应该处于哪一个阶段。

第一段：2004.6.1–2008.3.3。南华指数开始编制，中国加入 WTO，大宗商品牛市，南华商品指数直接从创立之初的 1000 点一路走高至 2008 年的 1500 多点。

第二段：2008.3.3–2008.12.5。美国次贷危机引发金融危机，南华商品指数恐慌性下挫，从 1500 多点直接跌到 815 点，接近腰斩。

第三段：2008.12.5–2011.2.14。全球救市挽救市场信心，南华商品指数出现 V 型反转，指数最高收于 1676.88，超过了 2008 年经济最繁荣时期的高点。

第四段：2011.2.14–2015.11.23。全球经济进入全面衰退期，南华商品指数再次跌幅过半，跌破了2008年金融危机时的最低点，最低跌至805点，好在时间仅仅维持了三天。

第五段：2015.11.23–2020.1.9。全球市场出清，消费出现复苏，叠加中国的供给侧改革。以螺纹钢为代表的黑色建材大宗商品价格从底部一跃而起，南华商品指数从最低805点，上涨至2020年1月9日的1548.29，接近翻倍。

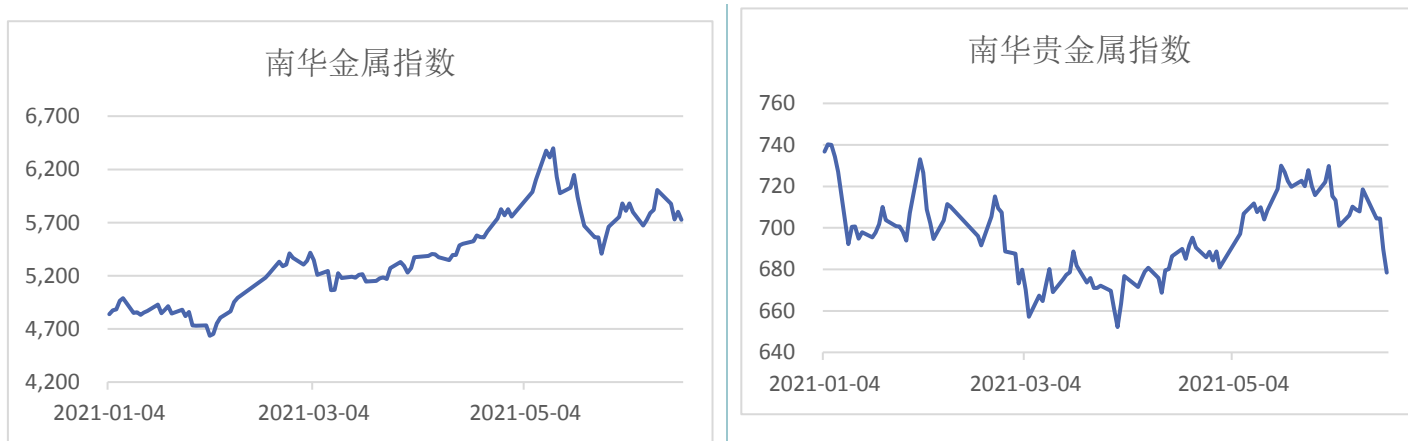
第六段：2020.1.9–2021.5.12。考虑到南华商品综合指数已经从1月份的最高点大幅下挫，从最高点1548.29至最低点1274.33，下跌点数达到274点，下跌幅度为17.69%。尽管下跌幅度没有达到20%。疫情的出现，打乱了大宗商品的节奏。主要经济体刺激政策出台，叠加供应端的扰动，南华商品指数从4月初开始，启动新一轮上涨行情，本轮行情一直延续到今年的5月12日。南华指数从最低1260上涨至最高1996，上涨幅度达到58.41%。

第七段：2021.5.12–至今。从整体宏观经济形势和南华商品指数运行趋势来看，本轮南华商品指数上涨趋势或许已经终结，后市将开启下跌之旅。

3.2 南华商品各板块上半年走势

在南华商品指数创新高的过程中，各板块指数走势较为分化。南华金属和南华能化走势与南华商品指数较为一致，都经历了两次上冲阶段，不同之处在于第一次上冲之后的盘整阶段，南华金属比较强劲，回调幅度非常小，而南华能化回调幅度大一些；在第二次上冲阶段，南华金属也是延续强势，上涨幅度更大，整体市场宽松环境和中国经济的强劲为这些板块提供了更好的支撑。相比之下，南华贵金属和南华农产品走势则是偏弱，基本维持震荡格局。截至6月17日，这两个指数不但没创新高，反而比年初指数更低，尤其是南华贵金属指数，整个今年都在年初水平之下运行。贵金属的弱势在于量化宽松主要着力于居民消费，后期对于贵金属的影响有限。随着疫情的控制，市场预期宽松政策的退出，美元指数的上扬，贵金属进一步承压，有继续走弱的风险。南华农产品品种走势较为分化，最近这段时间的下跌主要是由油脂类和饲料类品种带动，油脂类、软商品如白糖和棉花等品种属于大众消费品种，走势受宏观经济环境影响，在宏观经济预期走弱的背景下，难于支撑这些品种的高位股指，后期恐将继续下跌。

图 3.2.1：南华金属指数与南华贵金属指数上半年走势



资料来源：WIND 南华研究数据截止 2021 年 6 月 17 日

图 3.2. 2: 南华农产品指数与南华能化指数上半年走势



资料来源：WIND 南华研究数据截止 2021 年 6 月 17 日

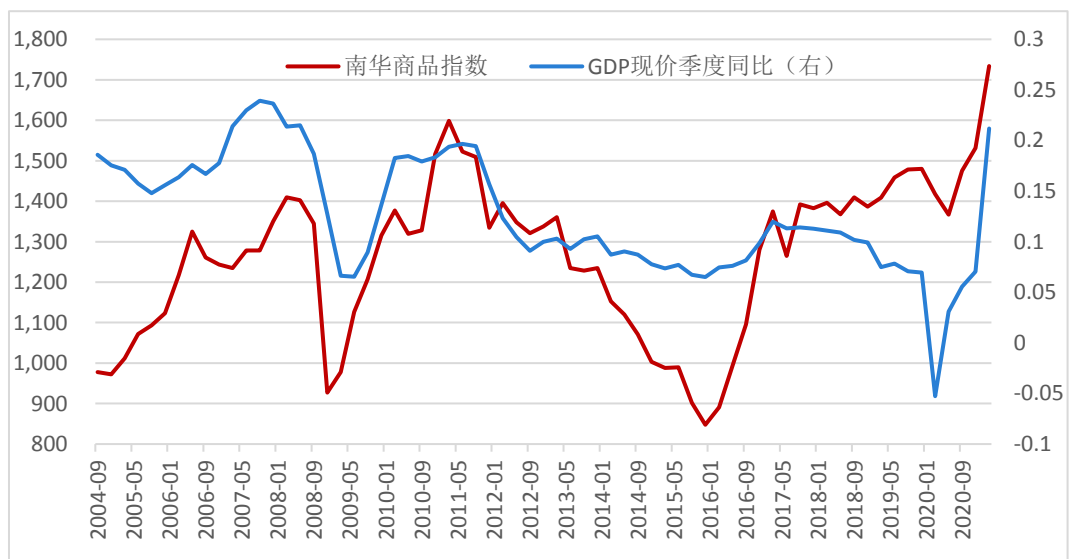
3.3 商品指数已经转势

南华商品指数走势正如一季度预期，在二季度连续走高之后出现回落，这是否符合之前的判断——拐点将至呢？从中美两个主要经济体最新的一些经济数据来看，越来越验证了之前的判断的正确性。支撑和推动大宗商品价格走强的因素在于宏观政策和经济形势，通过分析宏观政策的变化以及由此带来的经济形势的变化就可以预判未来大宗商品价格的走势。

中国经济率先复苏

去年，中国率先控制住疫情，国外疫情仍处于发展之中，中国成为全球商品生产基地。中国 GDP 连续反弹，二季度同比增长 3.1%，三季度同比增长 5.55%，四季度则是达到 7.04%，反弹势头越来越

图 3.3.1: 南华商品指数 GDP 现价季度同比



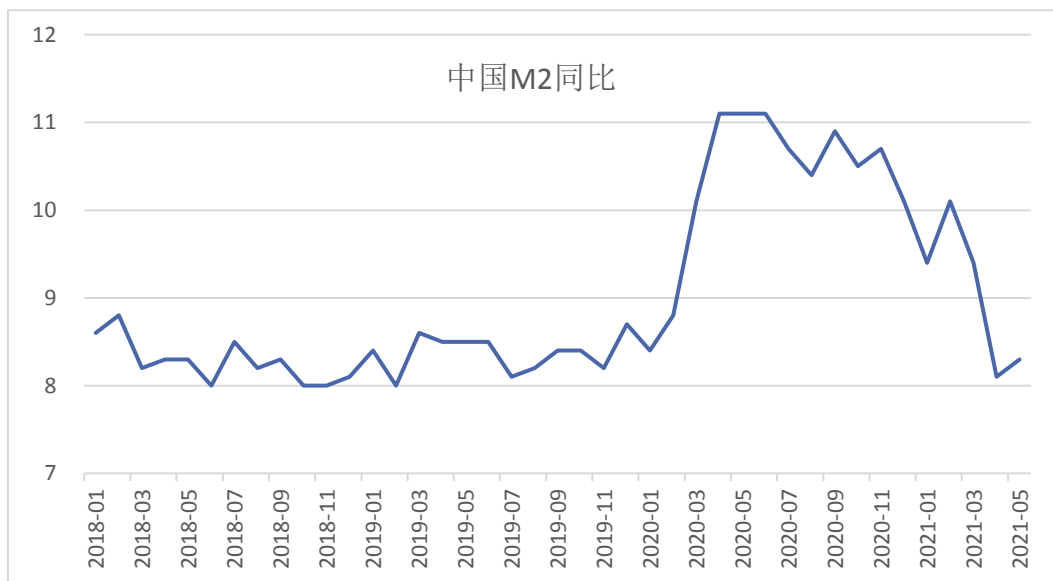
资料来源：WIND 南华研究

强劲。受其影响，南华商品指数也跟随走高，尤其是四季度，季度均值直接从第三季度的 1475 反弹至四季度的 1532，南华商品指数超过一季度高点，创出本轮新高。考虑到 2020 年一季度的低基数效应，2021 年一季度中国 GDP 同比一定会超过去年四季度的 7%，有机构预测，可能会达到 20% 以上。从实际数据来看，一季度中国现价 GDP 季度同比为 21.18%，与市场预测非常吻合。该数据说明了两个问题：一是从经济发展与大宗商品关系上看，GDP 同比高速增长支撑了南华商品指数的上扬，南华商品指数在一季度也是继续走高。由于去年二季度疫情得到管控，复工复产全面展开，去年二季度 GDP 季度现价同比已经由一季度的同比下滑 5.27% 转为同比增长 3.10%，考虑到此基数效应，二季度中国现价 GDP 季度同比一定会低于一季度的 21.18%，其走势必将出现拐点。二是从经济发展的角度看，一季度的强劲数据验证了国家对于中国经济的判断，中国经济处于强势复苏之中。今年的政府工作报告将今年 GDP 发展定位 6% 附近，以当前经济形势来看，完成此目标是比较确定性的事件，这也为国内去年疫情时推出的一系列政策退出提供了经济环境。

M2 回归疫情前水平

如果说大宗商品价格是船，则货币流动性则是水，水涨才能船高，流动性宽松，大宗商品价格上涨，反之，则下跌。尽管央行比较克制，但是为了抵抗疫情，在 2020 年，中国还是往市场注入了一定的流动性，M2 同比连续处于 10% 以上。在疫情发生之前，中国 M2 同比自 2018 年以来一直处于 8%–9% 之间的水平运行。疫情发生后，M2 同比自 2020 年 3 月份升至 10% 以上并一直持续到今年的 3 月份。4 月份之后，连续两个月 M2 同比分别为 8.1% 和 8.3%，完全回到疫情之前的水平。相比于疫情发生后 M2 同比的直接走高，M2 同比下降则是比较明显的有控制性的稳步下降。这种回归方式一方面是央行不断测试的结果，符合货币政策不急转弯的基调；另一方面，回归到疫情之前的水平也是对市场的暗示，经济已经恢复，刺激政策适时退出。

图 3.3.2: 中国 M2 回归正常水平



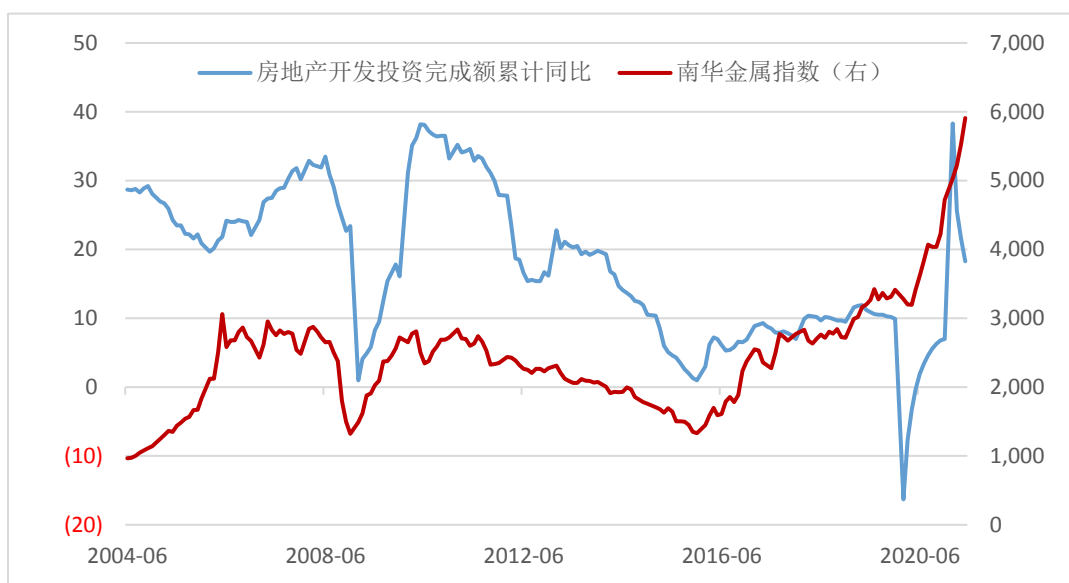
资料来源: WIND 南华研究

中国房地产开发投资同比持续下滑

南华商品指数包含来自于金属、能化、贵金属和农产品等板块的指数，南华金属板块占比一直都

比较大，南华金属指数包括有色板块和黑色板块，这两个板块的品种与中国房地产行业发展密切相关，而房地产属于资金密集型行业，房地产开发投资完成额与南华金属指数走势有非常密切的协同关系。

图 3.3.3: 南华金属指数与中国房地产投资



资料来源：WIND 南华研究

今年 2 月份，由于去年基数较低，房地产开发投资额度累计同比达到 38% 的高位。从历史上看，这一高位在 2010 年 6 月份出现过，之后一路走低，南华金属指数也伴随着其下跌。在一季度的季报中，我们预测房地产开发投资完成额同比拐头向下已成定局，南华金属指数受其影响在 3 月份也可能面临筑顶。从实际结果来看，从 3 月份开始，房地产开发投资完成额累计同比就开始下滑，从 2 月份的 38.3% 一路下滑至 5 月份的 18.3%，已经连续三个月下滑。但是从南华金属指数走势来看，并未跟随房地产数据出现拐头，而是继续上涨，并在 5 月份创出 5908.7 的新高。之所以出现这种现象，有两个因素未能考虑到。首先，两者走势并不完全同步性，尤其是在拐点处。房地产投资完成额同比往往领先南华金属 2-3 个月的时间，也即房地产投资完成额同比从下滑到上涨需要经历 2-3 个月之后，才能传导至南华金属指数，在下跌过程中也是如此。其次，在今年两会上，提出“碳中和碳达峰”的目标，而金属行业普遍属于高耗能行业，环保、减产限产和安全事故等等从供应端对黑色和有色也形成了非常大的扰动，减缓了南华金属指数转向的步伐。

中国出口从高位大幅下滑

得益于中国疫情率先控制，中国成为了全球商品供应地，中国占全球出口份额不降反升并创出新高。得益于出口的增加，南华金属指数也是一路攀升，今年 2 月，出口同比创出新高，南华金属指数也创出新高。对比来看，南华金属指数与出口同比 3M 走势有较强协同性，随着出口同比 3M 的下滑，南华金属指数往往走弱。3 月份，出口同比从 2 月的 154.8% 下降至 30.6%，5 月份则进一步下滑至 27.9%，随着国外疫情控制，生产能力的逐步复苏，出口同比后期继续下滑是大概率事件。从历史走势看，出口同比 3M 是领先于南华金属指数下滑，进口同比的走弱表明外需的下降，这最终将会影响到国内以出口为主的很多产业，也将减少这些产业的消费需求。

图 3.3.4: 南华金属指数与中国出口

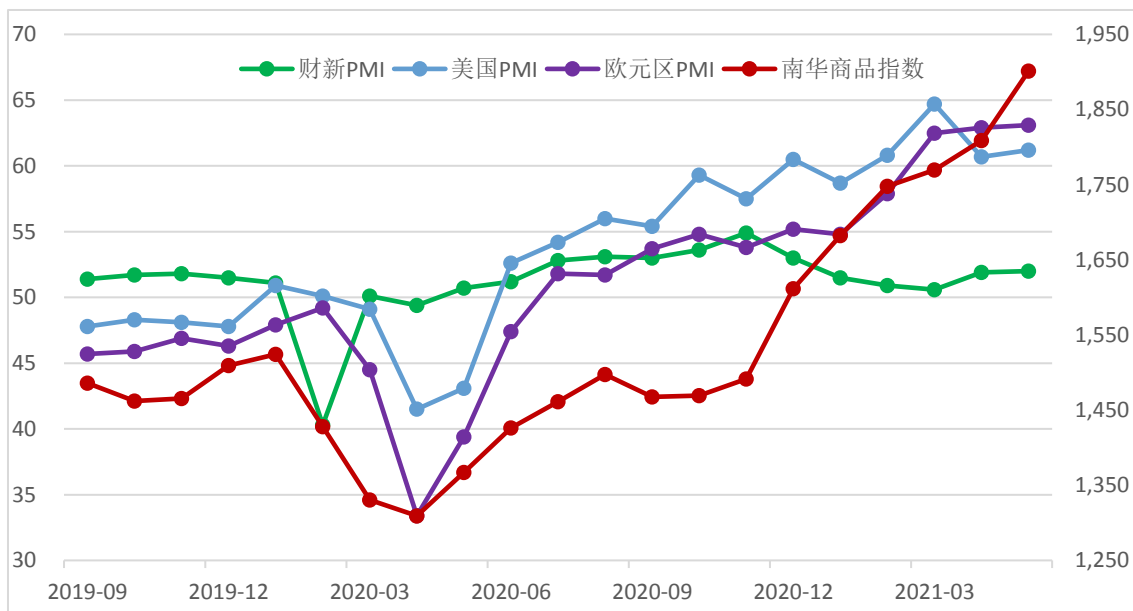


资料来源: WIND 南华研究

主要经济体 PMI 高位回落

制造业景气指数 PMI 是观测宏观运行情况非常好的一个指标, PMI 处于 50 之上, 数据连月走高, 一般预示着宏观经济向好, 大宗商品价格容易走强; 反之, 大宗商品价格容易走弱。

图 3.3.5: 主要经济体 PMI 出现走弱



资料来源: WIND 南华研究

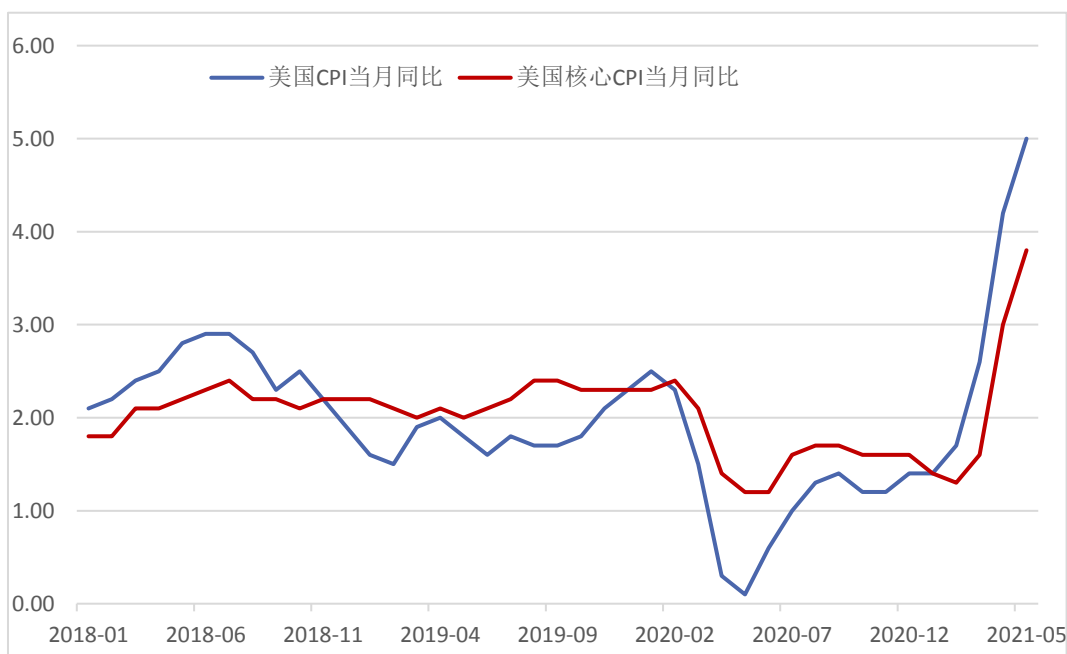
中国财新 PMI 在 2020 年 11 月份录得 54.9 的高位, 此后连续四个月下滑, 在 2021 年 3 月份触

及 50.6，4、5 月份有所反弹至 52。从数值上看，尽管仍然处于 50 之上的水平，但是下滑的趋势则是非常明显。从官方 PMI 的分项指标来看，连续下滑的指标主要包括新订单和新出口订单。从欧美数据来看，之前连续上扬，并保持在 60 以上的高位，但是进入 4、5 月份之后，也开始走弱。美国 PMI 从最高 64.7 下滑至 61.2，欧元区仍是走高，但是基本走平。从新冠疫情的控制情况来看，中国最早控制，之后是美国随着疫苗的普及，也逐渐控制，最后才是欧元区。而 PMI 的走势与这种趋势基本吻合，疫情的控制必然伴随着刺激政策的退出，前期由于刺激政策推高的 PMI 也将随着政策的退出逐渐回归。因此，欧元区和美国 PMI 未来走弱应是大概率事件。

美联储退出刺激政策

中国政策正在逐步，什么时候美联储政策开始退出？市场都在猜测，从最近的一些数据看，可以看到，这种退出的迹象越来越明显。首先关注美国 CPI 数据。4、5 月份的 CPI 数据引发市场关注，主要是因为数据超出了合理的范围。5 月份美国 CPI 同比增长 5%，该数据是自 2008 年 9 月以来的最高值，核心 CPI 同比增长 3.8%，该数据是自 1992 年 7 月以来的最高值。CPI 数据已经突破了美联储对于该数据认可的安全上限，尽管美联储之前一直认为该通胀是暂时性的，缺乏可持续性，但是从最近 6 月 17 日的美联储表态来看，属于中性偏鹰派，点阵图显示预计 2023 年末之前会有两次加息。市场对于美联储的态度也积极回应，美元指数强势上涨，风险类资产商品和股票等都大幅回调。

图 3.3.6：美国通胀爆表

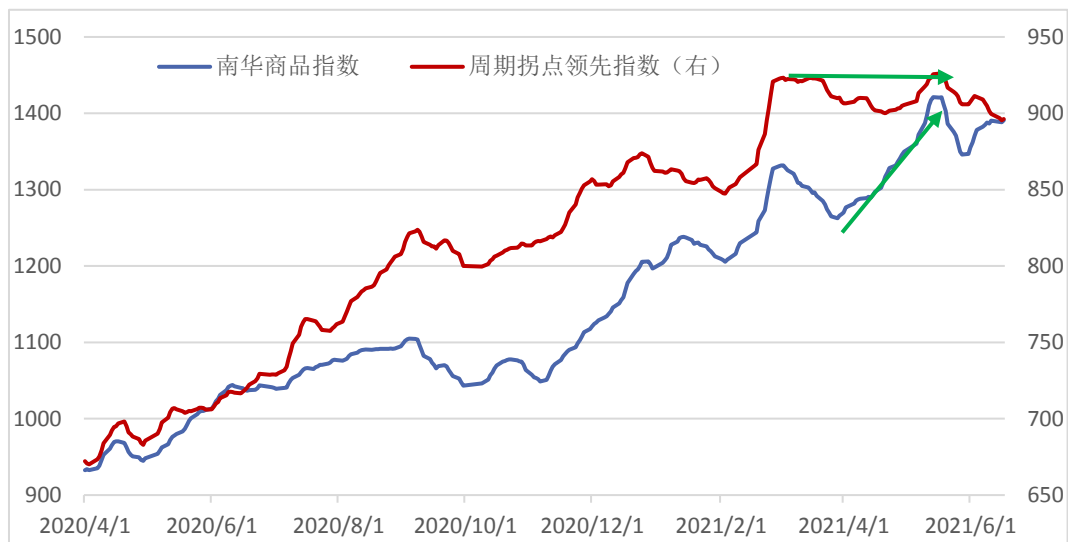


资料来源：WIND 南华研究

拐点领先指标提前预判

从周期拐点领先指数来看，在上涨趋势或者下跌趋势中间，周期拐点领先指数与南华商品指数都能保持同步，低点不断抬升，指数创出新高，或者在下跌过程中，高点不断下降，指数创出新高。在上涨周期触及顶部或者下跌周期触及底部的过程中，周期拐点领先指标指数往往会提前触及。在上涨周期的顶部，南华商品指数继续创出新高，而周期拐点领先指数走平或者不再创出新高，在下跌周期的

图 3.3.6: 周期拐点领先指数与南华商品指数



资料来源: WIND 南华研究

底部, 南华商品指数继续创出新高, 而周期拐点领先指数也是走平或者不再创出新高。从最近南华商品指数与周期拐点领先指数的走势来看, 已经呈现此种特征。4 月份至 5 月下旬期间, 南华商品指数继续上冲, 并创出新高, 很明显的持续上涨趋势; 而周期拐点领先指数走势非常弱, 基本走平, 与前期高点相差不大。结合当前经济形势, 以及对于南华商品指数背后逻辑分析, 有理由认为, 当前周期拐点领先指数再次在顶点处提前做了预判, 也即南华商品指数已经迎来周期性的拐点。

第4章 下半年哪些品种有机会

4.1 各板块当前所处位置

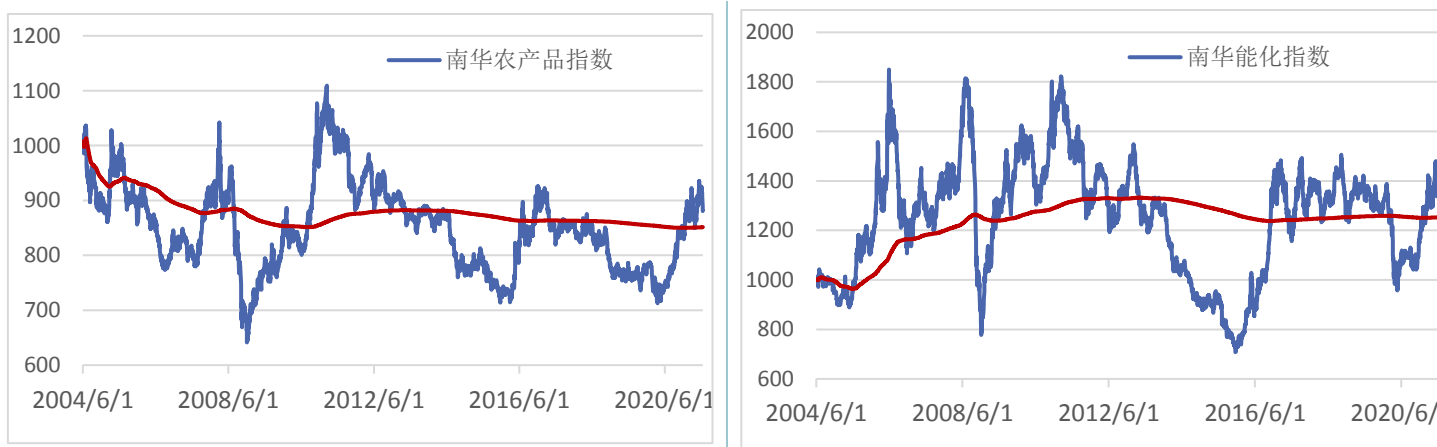
去年因为新冠疫情引发的各主要经济体救市行动以及供应端的扰动，推动大宗商品从 2020 年 4 月份开始就一路上扬，在今年一月份，由于疫苗推进、美国新总统拜登 1.9 万亿美元刺激，叠加市场乐观情绪推动，南华商品指数不断走强，屡创新高，并在 5 月 12 日创下 1995 的新高。

图 4.1.1: 南华商品指数和金属指数均值



资料来源：WIND 南华研究数据截止 2021 年 6 月 17 日

图 4.1.2: 南华农产品指数和能化指数均值



资料来源：WIND 南华研究数据截止 2021 年 6 月 17 日

尽管南华商品指数创新高，但是不同板块走势分化较大。南华金属指数走势最为强劲，最高触及 6390 点位，2015 年 12 月份最低点位 1287，涨幅达到 3.97 倍。而南华农产品指数和南华能化指数则是继续保持区间震荡，南华农产品基本与 2016 年高点齐平，南华能化指数则未能达到前期高点。从估值上看，当前南华商品指数和南华金属指数处于绝对的高位，南华农产品和南华能化指数处于相对高位。

4.2 运用南华指数风险评估模型选择品种

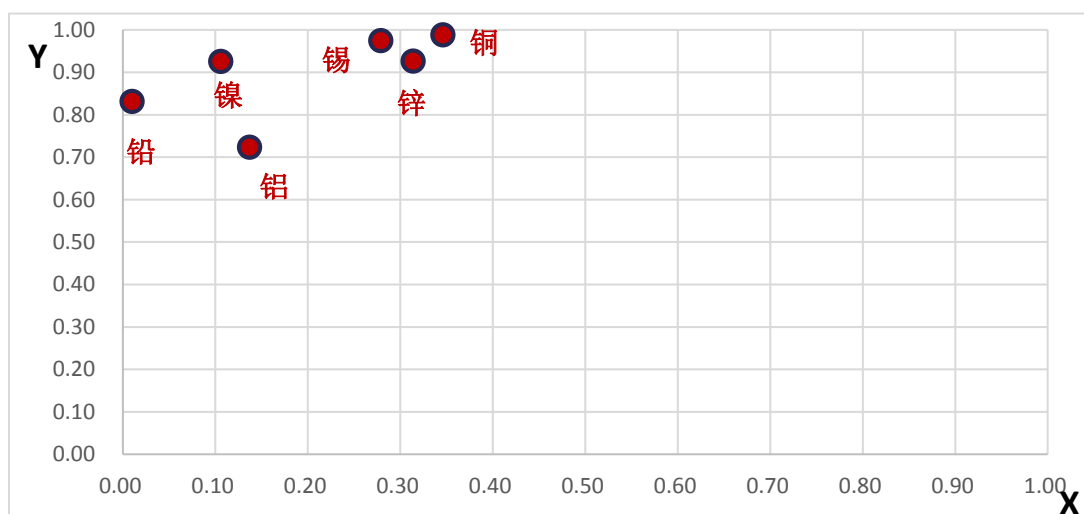
在确立了板块方向之后，接下来需要寻找相应板块中的品种，确定其做为重点关注的品种。在此，本文运用南华指数风险评估模型对不同板块的不同品种进行画像，通过画像来进一步缩小品种选择的范围。

南华指数风险评估模型通过纵向对比和横向对比，建立单品种风险的二维坐标结构（X、Y），其中，X、Y 值都在 0 和 1 之间，通过观察 X 和 Y 值，就能轻松简便的判别不同情况下某个品种当前状态下进行操作的风险程度。

纵向对比：将某品种自上市以来的所有数据做一个排列，得出某个品种在当前状态下的排位情况，排位值限定在（0、1）之间，排位值越靠近 0，表明当前值在该品种上市以来价格越靠近底部，等于 0 则是表明当前就是该品种上市以来最低值；排位值越靠近 1，表明当前该品种上市以来价格越靠近顶部，等于 1 则是表明当前则是该品种上市以来最高值。

横向对比：依据南华板块指数创立标准，将品种分成各个不同板块之中，如大豆属于农产品板块，将大豆与南华农产品指数进行对比，在将所有的比值进行排列，得出当前比值在所有比值中的排位情况，排位值限定在（0、1）之间，排位值越靠近 0，表明当前情况下，该品种相对本版块而言，价格相对处于低位；排位值越靠近 1，表明当前情况下，该品种相对本版块而言，价格相对处于高位。

图 4.2.1：有色金属板块风险评估模型



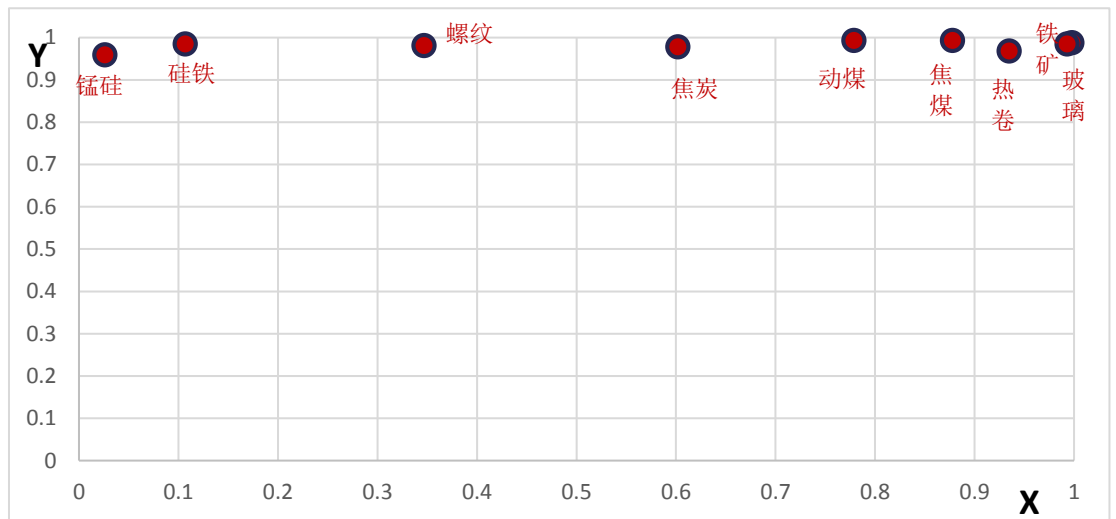
资料来源：南华研究数据截止 2021 年 6 月 17 日

首先关注南华金属板块，南华金属板块包括南华有色金属和南华黑色金属等品种。从有色板块看，纵向对比 Y 基本处于 0.6 上方，表明当前有色金属整体估值处于高位。铜、锌、锡和镍相对于铅、铝而言，估值相对偏高。一季度，镍由于高冰镍事件出现大幅下跌，但是从估值上看，仍然处于偏高位置。铜和锡基本处于上市以来的高点，锌当前由于锌精矿扰动短期依然偏强，当前锌精矿加工费已经转向，下半年锌精矿供应可能提速，锌价承压。铜受宏观影响更大，等待美联储政策转向指引。

从黑色板块来看，这个板块继续保持强势，今年再度创出历史性 OA。从南华品种指数走势看，众

多品种继续创出历史新高，纵向对比 Y 仍然保持在接近 1 的位置。尽管纵向对比变化不大，但是横向对比则是变动较大。热卷、铁矿石依然处于最右上角，不管是横向对比还是纵向对比都是处于绝对高位。螺纹钢往左边移动较大，主要是本轮下滑，螺纹钢跌幅较大，反弹有限。动力煤大幅右移，动力煤价格今年的走势出乎市场意料。锰硅和硅铁相对而言，则是较弱一些。对于下半年走势，国家政策方向已经明朗，黑色板块政策顶已经出现，整体黑色顶部应该已经出现。但是由于环保、安全等扰动导致的限产不确定性，黑色下跌可能一波三折。

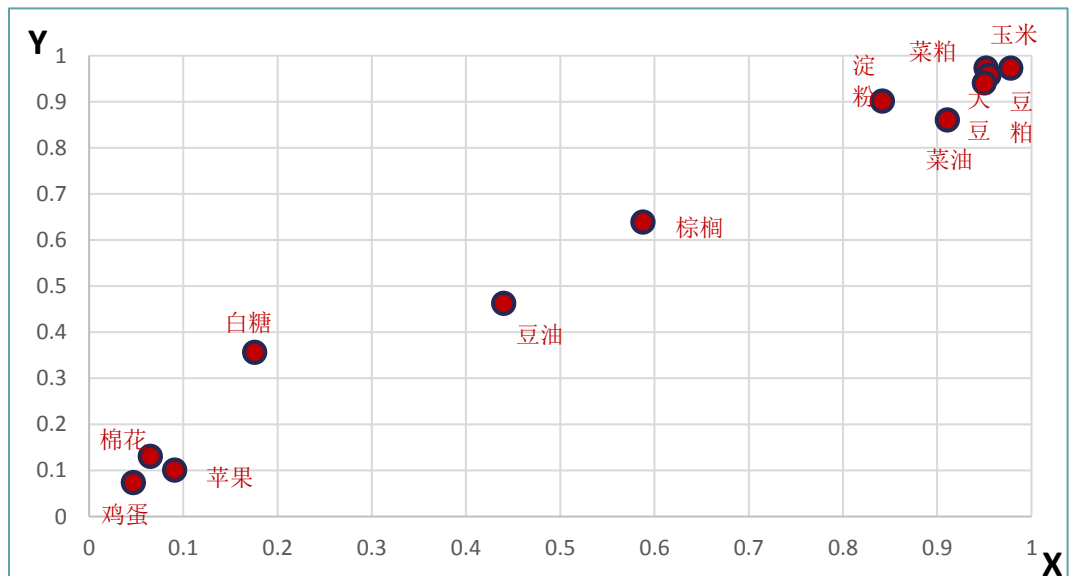
图 4.2.2: 黑色板块风险评估模型



资料来源：南华研究数据截止 2021 年 6 月 17 日

从农产品板块来看，分化依然是非常明显，继续呈现强者恒强，弱者恒弱的格局。饲料类品种由

图 4.2.3: 农产品板块风险评估模型

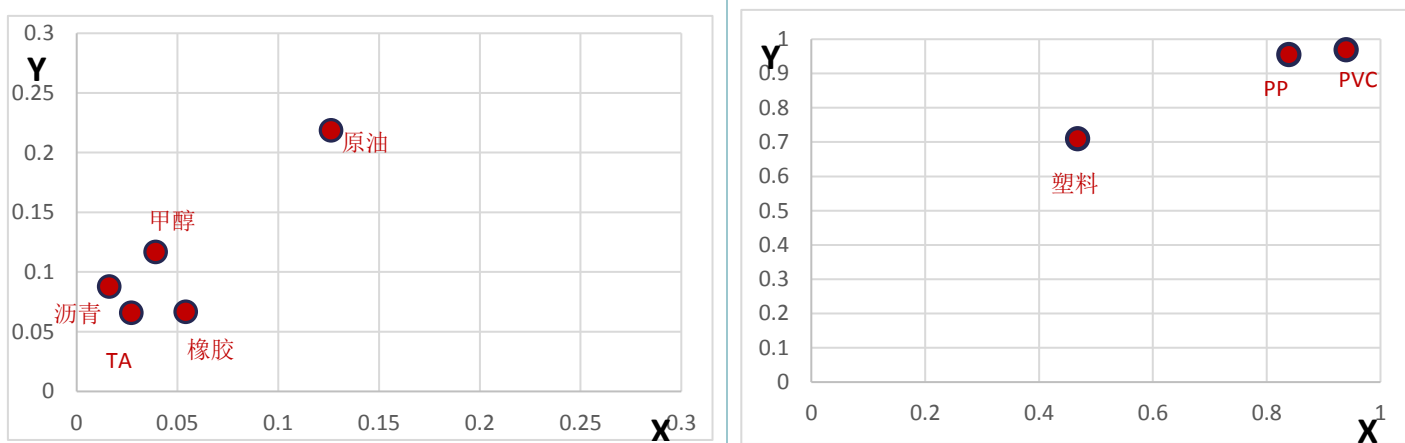


资料来源：南华研究数据截止 2021 年 6 月 17 日

于远期贴水原因，依然集中于右上角，饲料类品种今年走势取决于外盘指引，国内驱动不强。三大油脂高点基本确定，棕榈油走势会更弱一些。苹果、棉花和鸡蛋表现较弱，鸡蛋是由于不同合约之间相差非常大，长期处于偏弱的位置，适合做空操作。苹果因为天气和套袋导致部分减产，价格有所反弹，反弹力度并不强劲，具体还需等到成熟季节的产量情况。棉花和白糖估值都不高，但是上涨动能缺乏，这两个品种属于跟随宏观走势品种，在宏观偏弱的背景下，很难走出独立上涨行情。

最后关注化工板块，包括的品种有：沥青、塑料、甲醇、PP、橡胶、原油、TA 和 PVC 等。能化板块分化非常大，受原油影响大的品种，风险评估都处于极低位置，如原油、沥青、TA 和甲醇等；而受原油影响小的品种则是处于风险评估高位，如 PP、PVC 和塑料。今年上半年，受原油上涨影响，整体油化工品都出现大幅走高，但是从纵向和横向对比看，依然处于估值偏低的位置，关注原油、TA 的做多机会。对于 PP、塑料和 PVC，则是关注价格上涨动能走弱之后的做空机会。

图 4.2.4：能化板块风险评估模型



资料来源：WIND 南华研究数据截止 2021 年 6 月 17 日

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：杭州西湖大道 193 号定安名都 3 层邮编：310002

全国统一客服热线：400 8888 910

网址：www.nanhua.net

股票简称：南华期货 股票代码：603093

