



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
F3082513

2021 年南华商品指数四季度展望

潮起潮落

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 9 月，已经走过了 17 年多的历程，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，南华商品指数在今年二季度创出新高，随着疫情的逐步稳定，在疫情时期采取的各种刺激政策将逐步退出，全球经济回归正常状态。疫情控制节奏的不同，使得主要经济体回归正常态势的时间有所差别。在碳中和、碳达峰背景下，国内“双限”政策执行，不同品种走势急剧分化，三季度南华商品指数整体呈现高位震荡。四季度来看，考虑到冬季供暖的影响，电力煤炭的问题依然难于化解，市场分化的格局恐将继续一段时间。

从板块上看，南华金属板块反应了全球经济冷暖，高点基本出现，房地产的弱势将持续，南华金属震荡走弱概率更大。南华能化指数受益于能源问题，仍有走强动力。农产品板块继续分化，关注结构化行情。

四季度，哪些品种有较好的机会？结合板块分析和风险评估模型，贵金属板块延续弱势，黑色板块成材螺纹、热卷的高位抛空机会；农产品板块：苹果、棉花等多多机会；化工板块：部分消费弱势品种的高位抛空机会。

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	前三季度商品市场概况	5
2.3	南华商品指数与国际指数对比	7
2.4	南华商品指数与国内商品 ETF 对比	8
第 3 章	南华商品指数走势分析	10
3.1	南华商品指数走势	10
3.1.1	南华商品指数已经处于高位	10
3.1.2	南华商品指数区间段划分	11
3.2	南华商品指数各板块走势	12
3.3	南华商品指数拐点确认	13
第 4 章	四季度哪些品种有机会	21
4.1	各板块当前所处位置	21
4.2	运用南华指数风险评估模型选择品种	22
	免责声明	25

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 2021 年 9 月，已经走过了 17 年多的历程，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:

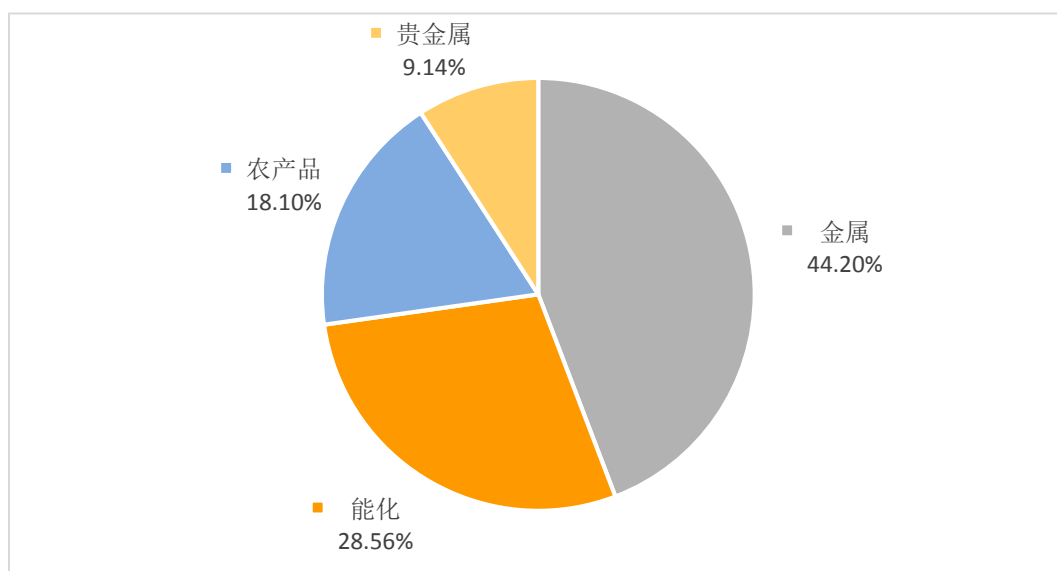
图 2.1.1 南华商品指数系列权重表

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 9 月 30 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 9 月 30 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。

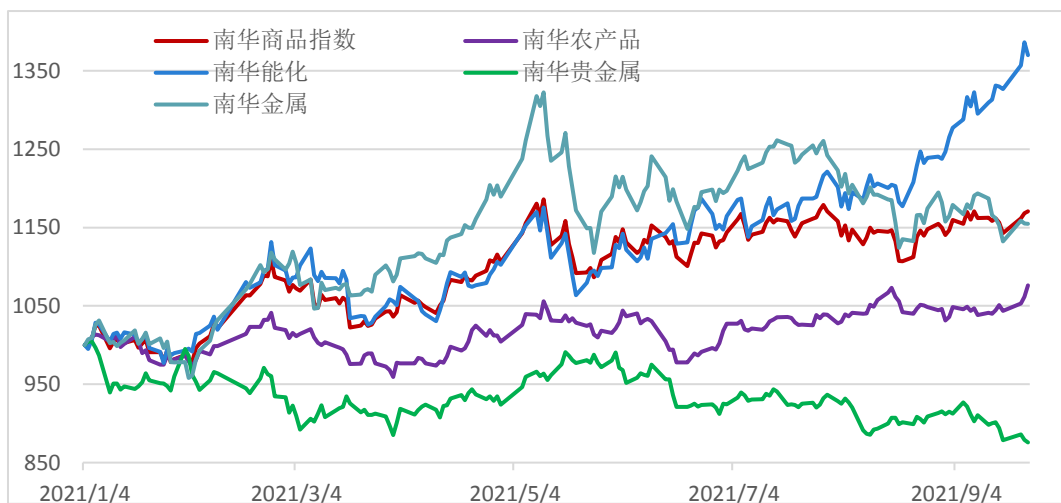
分类指数中部分板块指数的品种个数较去年有所增加，既有老品种由于交投活跃度上升而纳入，也有液化石油气这样的新品种首次入选。总体而言，南华商品指数系列的权重构成稳重有变，指数多样性得以提升。

2.2 前三季度商品市场概况

2021 年，南华商品指数进入了最后的冲刺阶段，连续两波上涨推动南华商品指数在 5 月份创出新高，之后则是维持高位震荡格局。分类指数中，总体而言，南华能化指数走势强劲，一路走高；南华

金属指数高开低走，后续动能不足；南华贵金属指数则是延续熊市，一路震荡走低；南华农产品指数窄幅震荡，重心始终处于不断抬升之中。不同阶段之下，分类指数走势又有所区别。5 月 12 日之前，各分类指数走势尽管幅度有所区别，但趋势基本保持一致，同涨同跌；5 月 12 日之后，各指数分化加剧。南华能化指数企稳后一路走高，并不断创出新高；对比之下，南华贵金属指数则是不断走弱，创出新低；南华金属指数维持高位震荡，明显偏弱势运行，南华农产品则是震荡偏强运行。

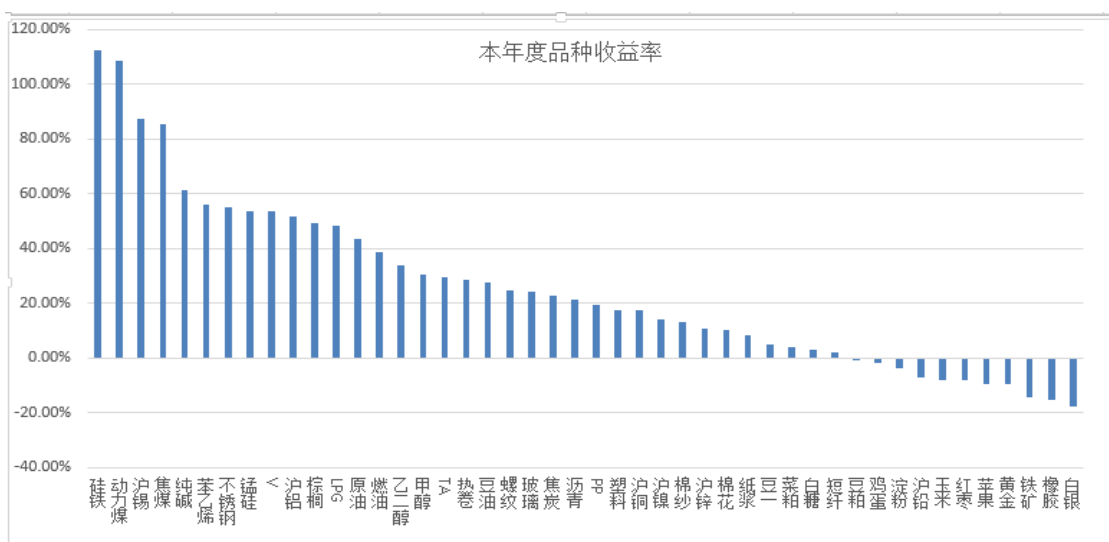
图 2.2.1 商品指数及分类指数年内走势



来源：南华研究 截至 2021 年 9 月 28 日

从品种指数来看，今年还是一个丰收年，绝大部分品种收益率都是正的。从选取的 46 个比较活跃的品种来看，收益率为正的品种占 35 个，占比 76%，收益率为负的品种占比为 24%，总体正好是 3

图 2.2.2 单品种指数本年前三季度涨跌幅



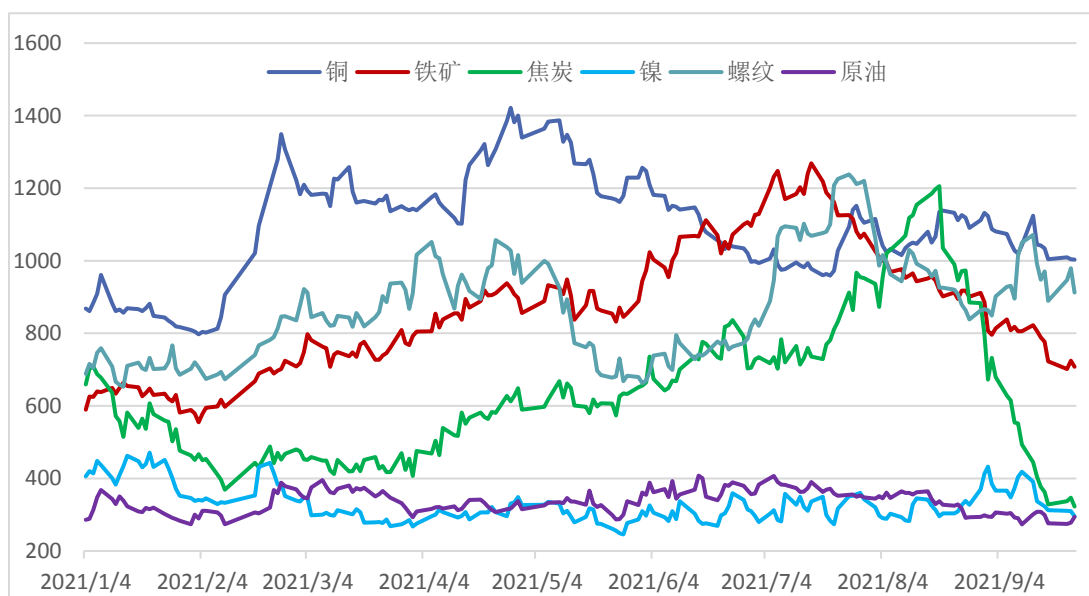
来源：南华研究 截至 2021 年 9 月 24 日

比 1。正收益率除了占比比较多以外，收益还非常之高。截至 9 月 24 日，收益率翻倍的品种有两个，分别是硅铁和动力煤；收益率在 40% 以上的品种有 13 个，收益率 20% 以上的品种有 23 个，正好一半；收益率 10% 以上的品种有 30 个，占比 65%；所有品种平均收益率为 25%。南华商品指数截至当

前的收益率为 17%，这些品种的收益显然高于南华商品指数收益率，这也说明今年是小品种年，很多没有入选南华商品指数或者即使入选占比也很低的品种今年波动激烈。

从品种持仓金额来看，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，铁矿及焦炭持仓金额大幅波动，都是呈现一路走高之后迅速走弱，焦炭呈现悬崖式下跌，这种持仓金额的变动一方面有价格的影响，另一方面可能是交易所政策所导致。铜和螺纹的持仓金额相对比较稳定，跟随商品价格走势上下起伏，持仓金额总体是延续下行趋势。

图 2.2.3：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 9 月 24 日

2.3 南华商品指数与国际指数对比

今年前三季度，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，供应端扰动主导大宗商品走势，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%。

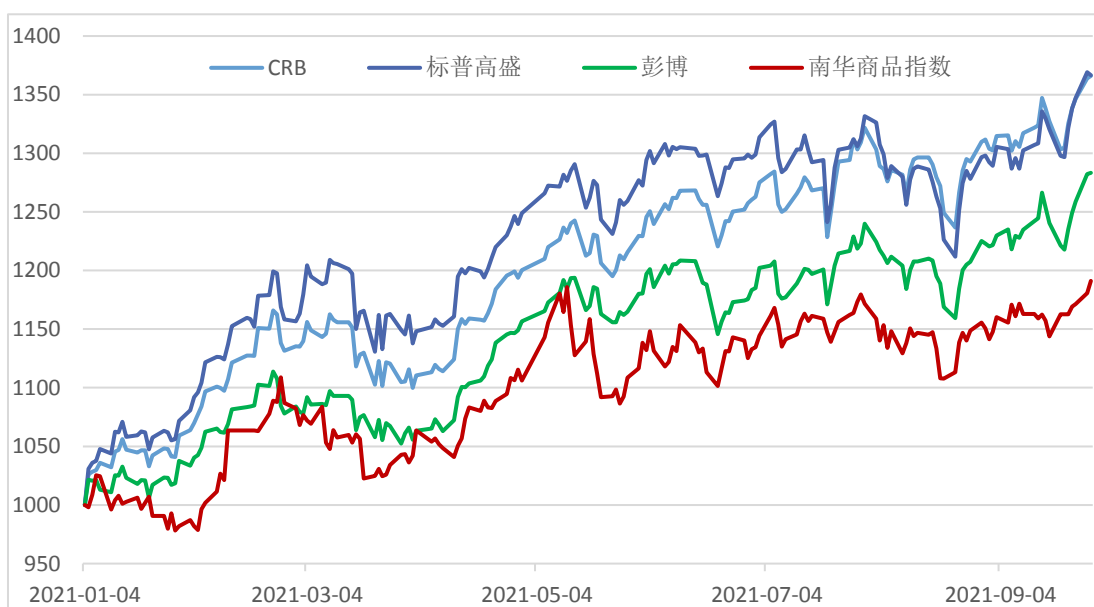
GSCI 标普-高盛商品指数，指数包含 24 种商品，包括能源类：WTI 原油、布伦特原油、乙醇汽油、取暖油、柴油和天然气，权重占比 76.88%；工业金属类：铜、铝、铅、锌和镍，权重占比 6.35%；贵金属类：白银和黄金，权重占比 1.91%；农产品类：小麦、堪萨斯小麦、玉米、大豆、棉花、糖、咖啡和可可，权重占比 11.34%；畜产品类：活牛、肥牛和瘦猪，权重占比 3.52%。商品指数权重以最近五年来全球产量数据的平均数计算，权重数据每年都会作出调整。

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 9 月 28 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, 收益率都非常不错。南华综合商品指数与彭博商品指数走势比较相似, 标普高盛指数与 CRB 指数走势非常接近。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。

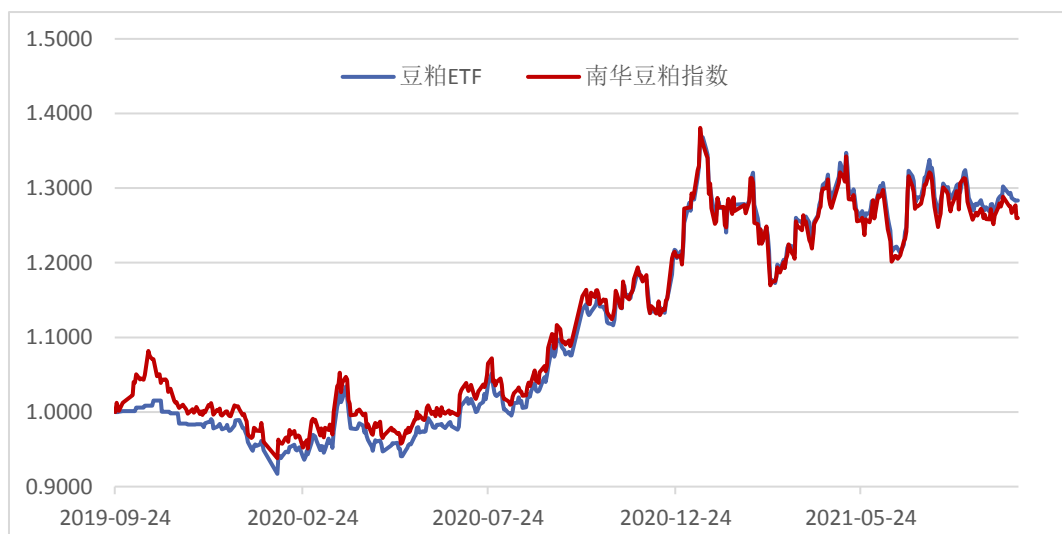
2.4 南华商品指数与国内商品 ETF 对比

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 9 月 29 日，豆粕 ETF 净值为 1.2836，南华豆粕指数点位为 1.2599。从下图对比来看，两者走势在基金刚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。

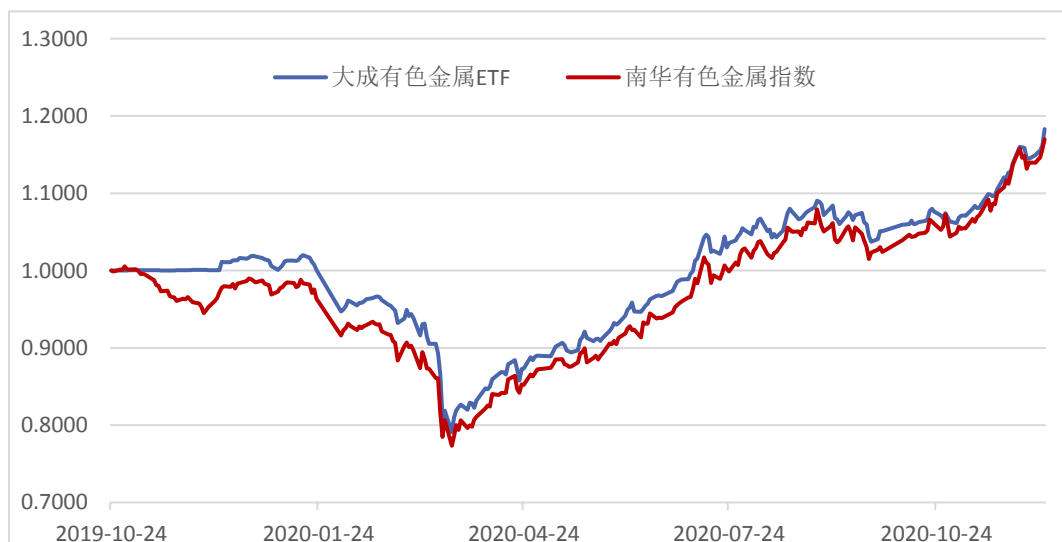
图 2.4.1：南华豆粕指数与豆粕 ETF



资料来源：南华研究 数据截止 2021 年 9 月 29 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

图 2.4.2：南华有色金属指数与有色 ETF

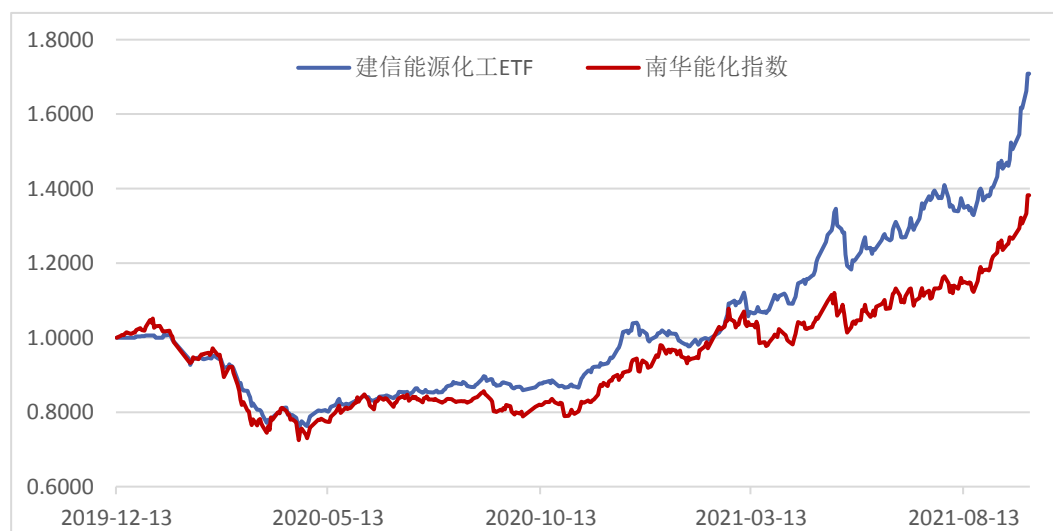


资料来源：南华研究 数据截止 2021 年 9 月 29 日

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 9 月 29 日，有色 ETF 净值为 1.4379，南华有色金属指数为 1.3893。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。

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 9 月 29 日，能化 ETF 净值为 1.7087，南华能化指数为 1.3823。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，动力煤和甲醇本年度走势非常强势，而南华能化指数包含 17 个品种，品种多，走势相对稳健。

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 9 月 29 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 南华商品指数已经处于高位

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 2021 年 9 月，已经走过了 17 年多的历程，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 17 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；供应遇阻，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。从三季度走势看，市场对此进行了验证，南华商品指数维持 1800-2000 高位震荡，尽管后期因为双限推动南华商品指数创出新高，但我们依然认为，当前位置属于南华商品指数高位。

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 9 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 17 年多的运行，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 至最低点位 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。宏观形势和流动性拐点已经确认，上涨趋势已经终结，当前维持高位震荡。美联储宣布正式开启缩减购债之路，全球流动性收紧，货币端对于商品市场的支撑将逐步减弱。恒大事件引发中国房地产巨震，在房住不炒的基调下，房地产市场收缩是必然趋势，与房地产相关的商品消费将大幅度下滑。但是，由于双控、双限的影响，部分品种供给端的扰动依然存在，不排除后期仍有部分品种呈现单独走强的格局。总体而言，商品市场拐点确认，短期不同品种走势分化，中长期来看，消费下滑将是决定未来商品价格的最主要因素，短期走强的品种也必将跟随商品大势，开启下跌之旅。

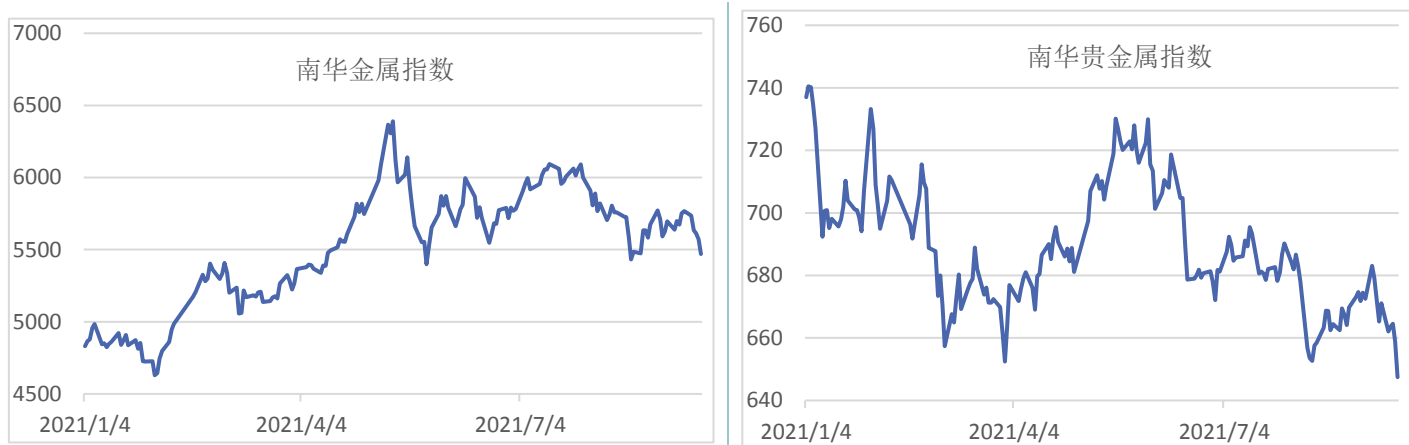
3.2 南华商品指数各板块走势

在南华商品指数创新高的过程中，各板块指数走势分化严重，每个板块走势都不一样。南华贵金属和南华农产品指数一个震荡向下，一个震荡向上，或许这种走势也预言了未来两个板块的方向。贵金属板块当前主要影响在于美元指数，而美元指数又受到美联储缩减 QE 的政策影响。从中长期来看，美联储缩减 QE 是大势所趋，美元指数已经完成筑底，后期将开启上涨之路。受其影响，贵金属缺乏任何支撑上涨的动力，受美元指数上涨承压，贵金属四季度仍将继续震荡走弱。农产品则有所不同，农产品板块品种之间分化较大，油脂类相对处于高位，价格持续向上的动能有限，但是现货升水依然较高，维持高位震荡。饲料类已经较长时间处于横盘区间，短期上下空间有限。软商品棉花和白糖消费端还有不确定性，但供应端有减量，也有一定的上涨驱动。生鲜类苹果当前价格已经处于多年以来的历史低点，利空消息已经消化殆尽，伴随着采摘季的到来，苹果的产量依然存在不确定性，而 10 月至次年 2 月又是消费旺季，苹果有继续上行的动能。因此，农产品指数后期总体仍将保持震荡向上的趋势。

6 月之前，尽管南华金属指数走势更为强劲，但是总体趋势与南华能化指数基本一致。但是，6 月之后，两者走势就明显分道扬镳了。南华金属指数在震荡走高之后未能创出新高，而是再次震荡下行，再次回到前期下沿支撑位。南华能化指数则是在突破前期高点之后，呈现加速上涨的迹象，并创出新高。南华金属指数走势受铜、螺纹钢和铁矿石影响较大，这些品种又主要受到消费端的影响，整体都呈

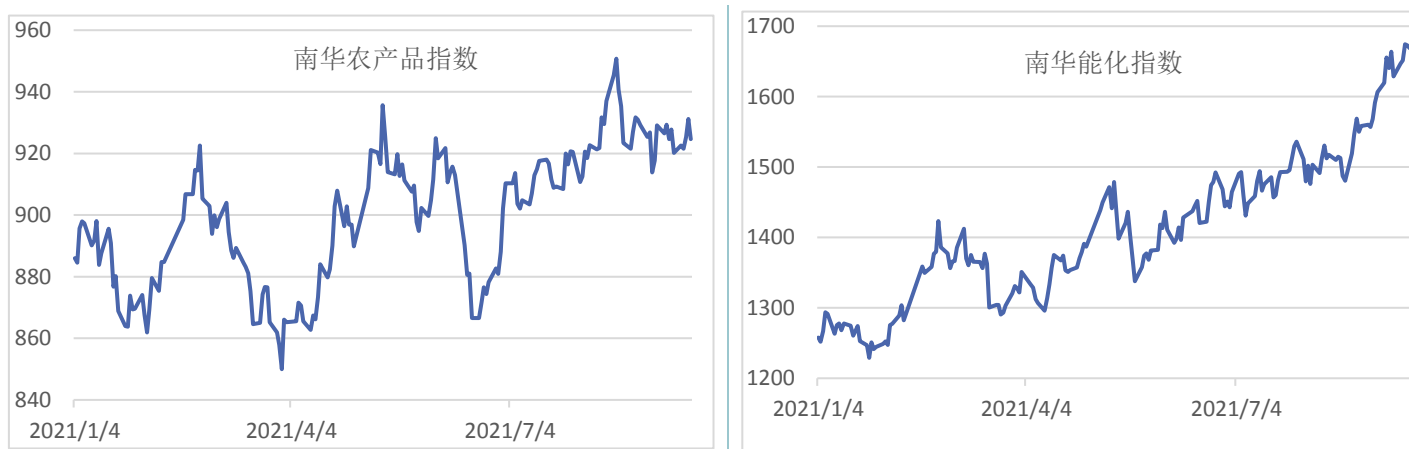
现震荡下行趋势。其中，铁矿石下跌更为迅猛，从年内最高 1262 点跌至最低 606，跌幅已经过半。铜也从最高 78890 跌至最低 65800，当前在 66000–73000 之间震荡，后市又继续下行风险。螺纹受到供应端限产支撑，走势较强一些，但也不具备持续走强的基础。总体而言，南华金属指数缺乏上涨驱动支撑，后市或将继续下行。南华能化指数则是主要受到限电影响，煤炭和能源整体偏强，带动能化指数不断创出新高，短期来看，供应端的短缺似乎很难解决。但过高的价格一方面严重挤压下游加工企业利润，一方面会招来监管的政策管控，中长期来看，这种价格趋势也难于持续。

图 3.2.1：南华金属指数与南华贵金属指数前三季度走势



资料来源：WIND 南华研究数据截止 2021 年 9 月 17 日

图 3.2.2：南华农产品指数与南华能化指数前三季度走势



资料来源：WIND 南华研究数据截止 2021 年 9 月 17 日

3.3 南华商品指数拐点确认

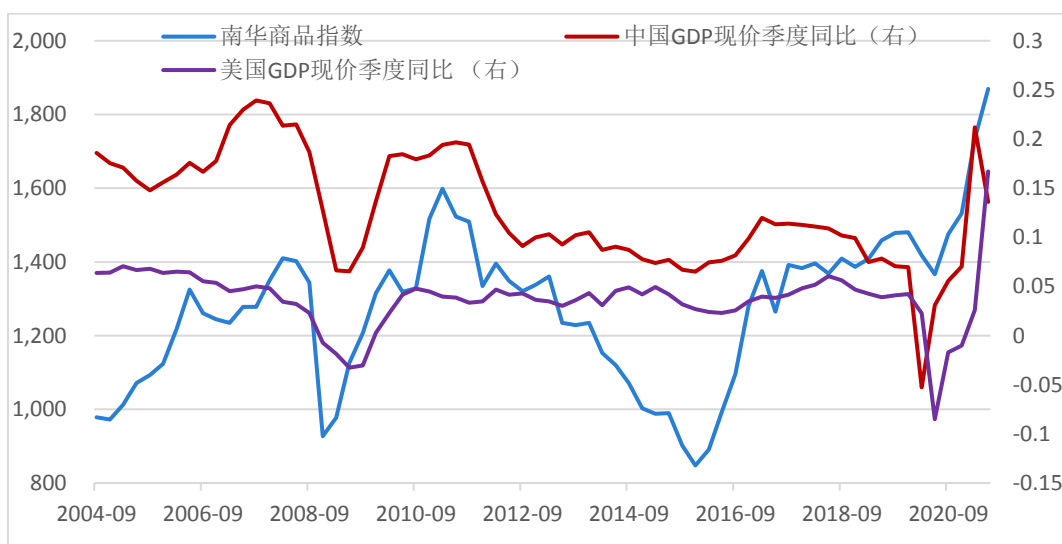
在南华商品指数一季度报告对二季度的展望中，我们提出的观点为拐点将至，从后续南华商品指数走势看，二季度也即 5 月 12 日基本确定了宏观和流动性拐点。在二季度的报告也即对下半年的展望中，我们提出的观点为物极必反，商品是有价值的，价格围绕价值上下运行，价格不能脱离价值长时间高位或者低位运行。一方面商品指数不可能持续处于高位运行，另一方面，单个品种价格也无法长时间处于高位或者地位，三季度南华金属指数的回调以及铁矿石的价格大幅下挫是很好的证明。尽

管当前有部分品种受供应端影响，价格创出新高，但从总的宏观形势和宏观政策来看，这种上涨是不具备持续性的，趋势的反转只是时间问题。

中国经济率先回归正常 美国滞后一个季度

2020 年，受疫情影响，中国一季度 GDP 出现负增长，国外则是在中国疫情控制之后出现扩散，美国 GDP 在二季度创出新低，同比增长-8.51%。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。叠加去年 GDP 基数效应较低，2021 年一季度中国现价 GDP 季度同比中国达到 21.18%，二季度 GDP 同比出现拐头，同比增长 13.6%；相对于中国而言，美国则是滞后一个季度。在二季度中国 GDP 同比出现拐头之时，美国 GDP 同比则是继续上扬，达到 16.7%。如果根据历史 GDP 同比走势看，在三季度美国 GDP 同比则将出现拐头。中美 GDP 同比代表了中美两国经济形势，在该指标下行的背景下，南华商品指数基本维持下行行为为主。对于中国三季度 GDP 同比，从当前高频率的月度投资、出口和消费数据看，市场预测相比二季度将是继续走低，这也预示着三季度南华商品指数也将走低，这从南华商品指数已经出来的数据看已经验证了这一观点。

图 3.3.1：南华商品指数与中美 GDP 现价季度同比



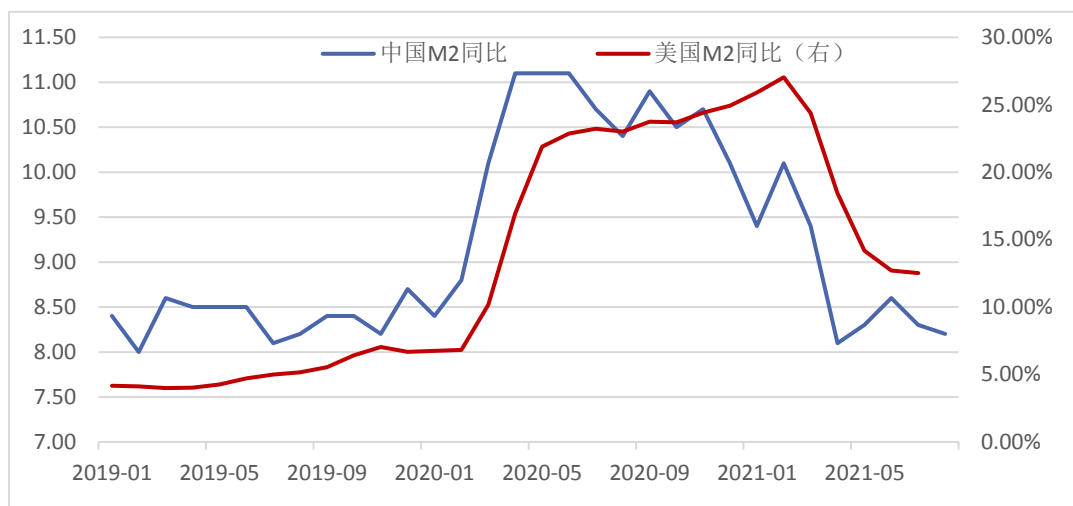
资料来源：WIND 南华研究

中美 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。尽管中国央行比较克制，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。2 月份之后，继续下滑并保持在 9% 以下。6 月份受降准刺激，回升到 8.6%，但是之后两个月则是重新回到 8.3 和 8.2 水平，则是进一步确认了央行大水漫灌的政策方针，完全回到疫情之前的水平。相对于中国央行的克制，美联储则比较激进，美国采取了无限量化宽松政策。疫情发生之后，美国 M2 同比从疫情之前的 5% 以下直接飙升至 20% 以上，最高超过 27%。3 月份之后，美国 M2 同比也是出现明显下滑，一方面在于 2020 年 3 月份基数较高，另一方面在于刺激力度相比也还是有所减弱。当前中国 M2 同比已经回到疫情前水平，美国 7 月份数据也回到了 12.51%，相比疫情之前仍处

于较高位置，主要原因在于美联储还没有正式开启缩债规模，市场流动性依然充沛。但是，很明显，这个议程已经越来越近了。

图 3.3.2：中美 M2 都向正常回归

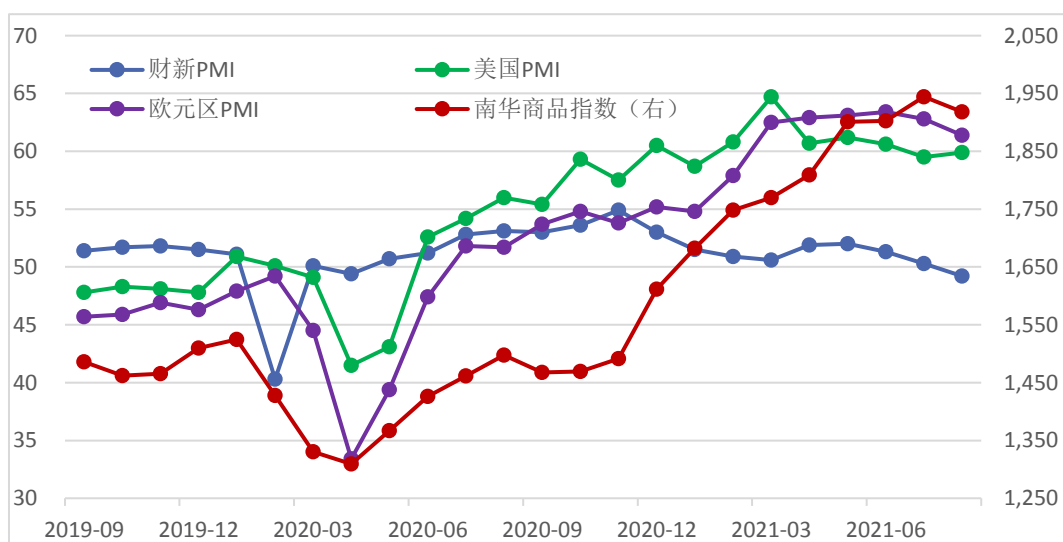


资料来源：WIND 南华研究

主要经济体 PMI 持续回落，

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 3.3.3：主要经济体 PMI 出现走弱



资料来源：WIND 南华研究

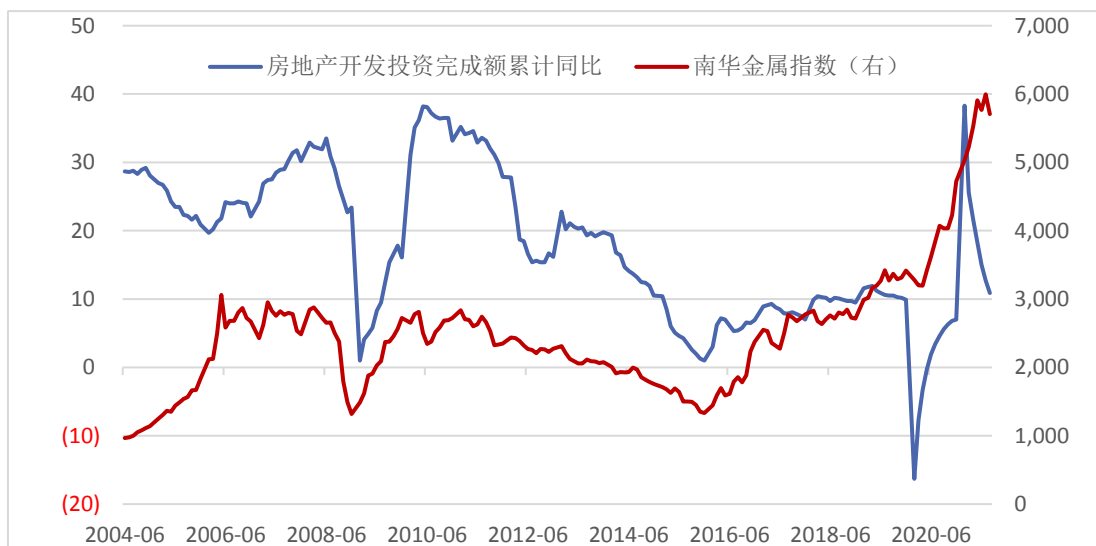
中国财新 PMI 在 2020 年 11 月份录得 54.9 的高位，此后持续下滑，在今年 4 月份出现反弹，5 月份最高达到 52 点。但是这种反弹没能延续，之后连续 3 个月再次走低，8 月份数据录得 49.2，已经

低于 50 荣枯线以下。从欧美数据来看，美国在 3 月达到最高点，欧元区则是在 6 月达到最高点，欧元区已经连续 2 个月下滑，美国则是连续 5 个月下滑。本轮 PMI 达到高点的时间与疫情控制时间非常吻合，后续走势与中国情况类似。如果后续依然沿着这个方向前进，则美国和欧元区在未来 6-8 个月之内 PMI 将进入荣枯线以下，也表明经济将会逐渐走弱。在当前三大经济体 PMI 都走弱时，南华商品指数也无法独善其身，均值在今年 7 月份创出新高，8 月份均值也出现拐头，后续也将伴随着 PMI 的走弱而继续走低。

中国房地产开发投资同比继续下滑

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的，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 3.3.4：南华金属指数与中国房地产投资



资料来源：WIND 南华研究

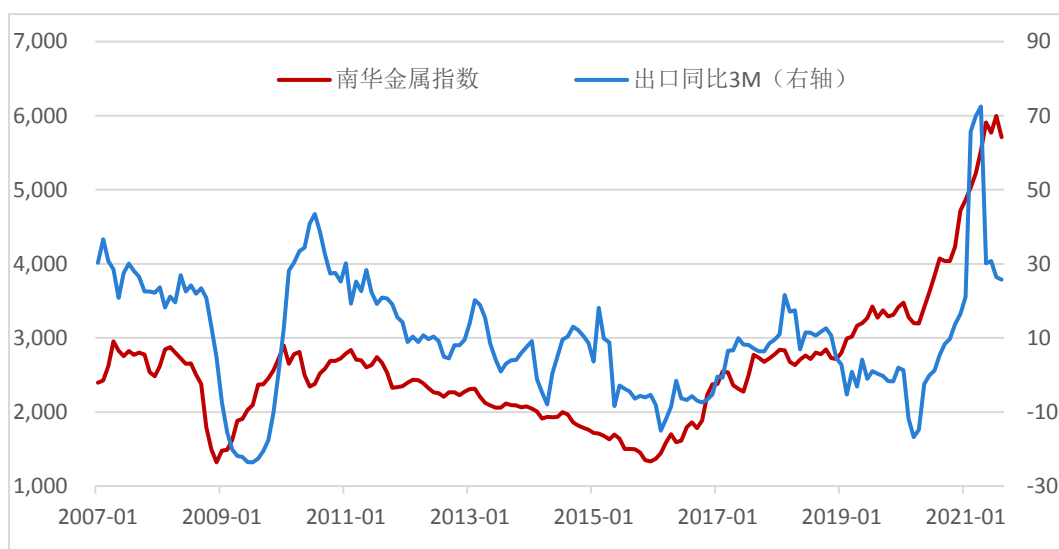
今年 2 月份，由于去年基数较低，房地产开发投资额度累计同比达到 38% 的高位。从历史上看，这一高位在 2010 年 6 月份出现过，之后一路走低，南华金属指数也伴随着其下跌。在一季度的季报中，我们预测房地产开发投资完成额同比拐头向下已成定局，南华金属指数受其影响在 3 月份也可能面临筑顶。从实际结果来看，从 3 月份开始，房地产开发投资完成额累计同比就开始下滑，从 2 月份的 38.3% 一路下滑至 5 月份的 18.3%，已经连续三个月下滑。但是从南华金属指数走势来看，并未跟随房地产数据出现拐头，而是继续上涨，并在 5 月份创出 5908.7 的新高。之所以出现这种现象，有两个因素未能考虑到。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。随着房地产开发投资同比的持续下滑，8 月份，同比已经下滑至 10.9%，该值已经回归到疫情发生之前的 2019 年水平，也表明房地产投资同比趋于正常。与此同时，南华金属指数也在 7 月份达到高点 5996.04，8 月份就出现拐头，回落至 5708.13 点

位。从当前国家对于房地产行业的态度来看，未来几个月，房地产投资累计同比继续下滑的可能性是非常大的，受此影响，南华金属指数也难于维持高位，震荡走弱的概率也将越来越大。

中国出口保持韧性 同比依然走弱

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%。之前预计，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。但是，新冠病毒出现变异，并在东南亚迅速传播，马来西亚、印尼和越南等地新增确诊人数快速上升，东南亚工厂出现大面积停工或关停，产业订单重新转移至中国国内，在第三季度的几个月中，中国出口同比尽管有所下滑，但是出口金额则是不降反升，屡创新高，中国出口显示强劲的韧性。不过，随着双限的进一步收紧，出口能否继续维持在高位还存在不确定性。如果出口依然保持高位，南华金属指数仍将维持高位震荡，否则，继续走弱概率较大。

图 3.3.5：南华金属指数与中国出口

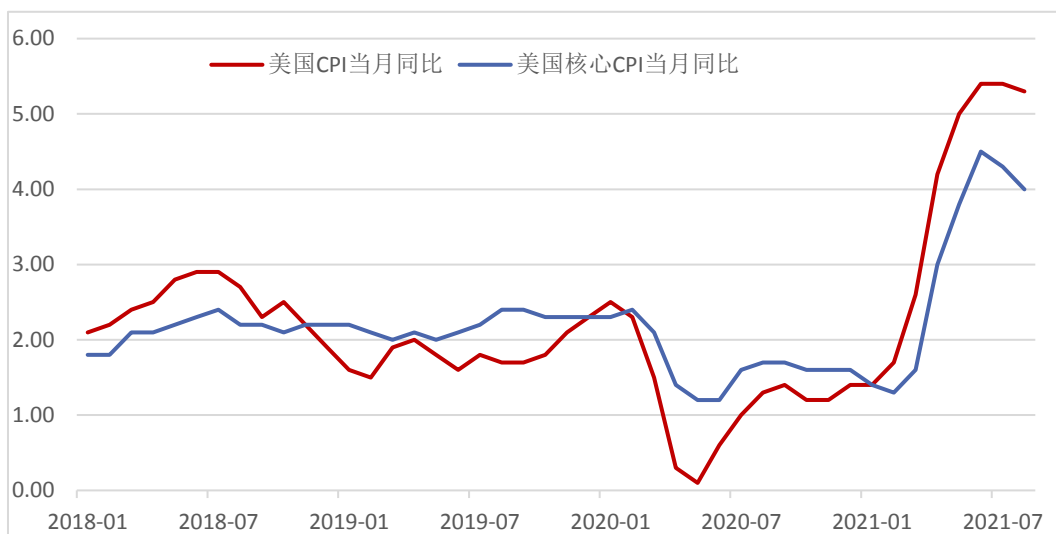


资料来源：WIND 南华研究

美联储退出缩减购债已成定局

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，但是从之后几个月的数据来看，连续 4 个月 CPI 保持在 5 以上，核心 CPI 则是连续三个月保持在 4 以上，6 月份的 CPI 最高达到 5.4，核心 CPI 最高达到 4.5。最近 9 月 23 日的美联储表态来看，缩减购债的计划基本已经确定，只是 11 月宣布开启还是 11 月正式开启。而且从进度上看有所加快，每月缩减规模为 200 亿美元，明年年中结束。点阵图显示预计 2022 年末会有一次加息，早于市场之前预测。

图 3.3.6: 美国通胀爆表

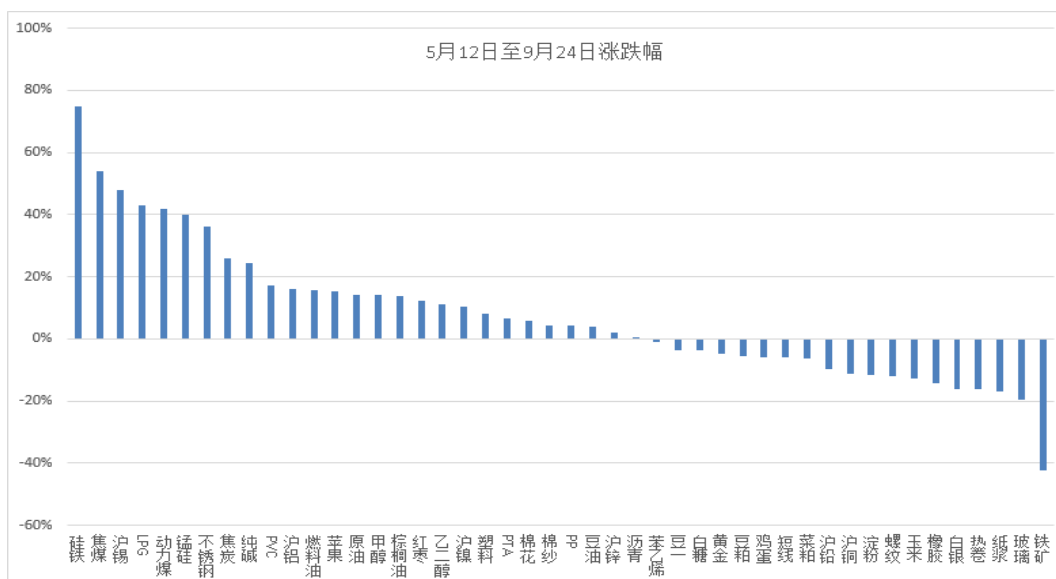


资料来源: WIND 南华研究

指数高位震荡 部分品种创新高

南华商品指数在 5 月 12 日达到上半年高点 1995 点, 从上面分析来看, 南华商品指数依然处于相对高位。9 月 27 日, 南华商品指数继续走高, 并创出新高 2003.3 点, 不排除后续仍有继续创新高的可能, 但相对于 5 月 12 日高点来看, 南华商品指数上涨的幅度也是非常有限的, 仍然处于高位震荡格局。然而, 不同板块或者即使相同板块的品种在此之间的走势也是分化巨大, 黑色板块中, 硅铁、焦煤涨幅排在最前, 而玻璃和铁矿石则是下跌最大; 有色金属中, 沪锡涨幅排在前三, 而沪铜和沪铅则是反向下跌。等等, 诸如此类。

图 3.3.7: 南华商品指数高点之后品种涨跌幅



资料来源: WIND 南华研究

“双限”“双控”引发部分品种大涨

8 月底，发改委发布《2021 年上半年各地区能耗双控目标完成情况晴雨表》，对一级预警的省区提出新要求；对能耗强度不降反升的地区 2021 年暂停“两高”项目节能审查。从图表中可以看到，青海、宁夏、广西、广东、福建、新疆、云南、陕西、江苏 9 省均为能耗一级预警地区。

图 3.3.8：2021 年上半年发改委能耗双控完成情况

2021 年上半年各地区能耗双控目标完成情况晴雨表

地 区	能耗强度降低进度目标 预警等级	能源消费总量控制目标 预警等级
青 海	●	●
宁 夏	●	●
广 西	●	●
广 东	●	●
福 建	●	●
新 疆	●	●
云 南	●	●
陕 西	●	●
江 苏	●	●
浙 江	●	●
河 南	●	●
甘 肃	●	●
四 川	●	●
安 徽	●	●
贵 州	●	●
山 西	●	●
黑 龙 江	●	●
辽 宁	●	●
江 西	●	●
上 海	●	●
重 庆	●	●
北 京	●	●
天 津	●	●
湖 南	●	●
山 东	●	●
吉 林	●	●
海 南	●	●
湖 北	●	●
河 北	●	●
内 蒙 古	●	●

资料来源：WIND 南华研究

据此，不少省份陆续出台相应政策措施。8 月 22 日，宁夏节能和化解过剩产能工作办公室对今年以来能耗双控目标完成情况一级预警的宁东能源化工基地、石嘴山市、中卫市、吴忠市 4 个地区进行约谈，提出整改要求；8 月 27 日，新疆昌吉州发改委下发《关于严管严控电解铝产能产量工作的

提醒函》，认定昌吉州电解铝产能 305 万吨，自 8 月份开始，全区 5 加企业月产量合计不得超过 23.8 万吨；8 月 30 日，广西召开能耗双控工作部署会议，对钢铁、铁合金、铝等行业进行压减产能；9 月 7 日，江苏省开展 2021 年年综合能耗 5 万吨以上企业专项节能监察行动，涉及石化、化工、煤化工、焦化、钢铁、建材、有色、煤电、纺织、造纸、酿酒等行业；9 月 11 日，云南省发改委发布《关于坚决做好能耗双控有关工作的通知》，对钢铁行业进行产量压减，调整全身钢铁企业生产时序；9 月 13 日，陕西榆林发改委印发《关于确保完成 2021 能耗双控目标任务的通知》，主要调控措施包括：年内两高新建项目不得投入生产，已投产两高项目，在上月产量基础上限产 60%。

图 3.3.9：上涨品种驱动及分类

上涨驱动	板块	上涨的品种
电力限制	能源	动力煤、焦煤、焦炭、LPG
	黑色	硅铁、锰硅、螺纹、热卷、不锈钢
	有色	沪锡、沪铝、沪锌、沪镍
	化工	纯碱、PVC、甲醇、乙二醇、塑料、PP、原油、沥青、苯乙烯

资料来源：南华研究

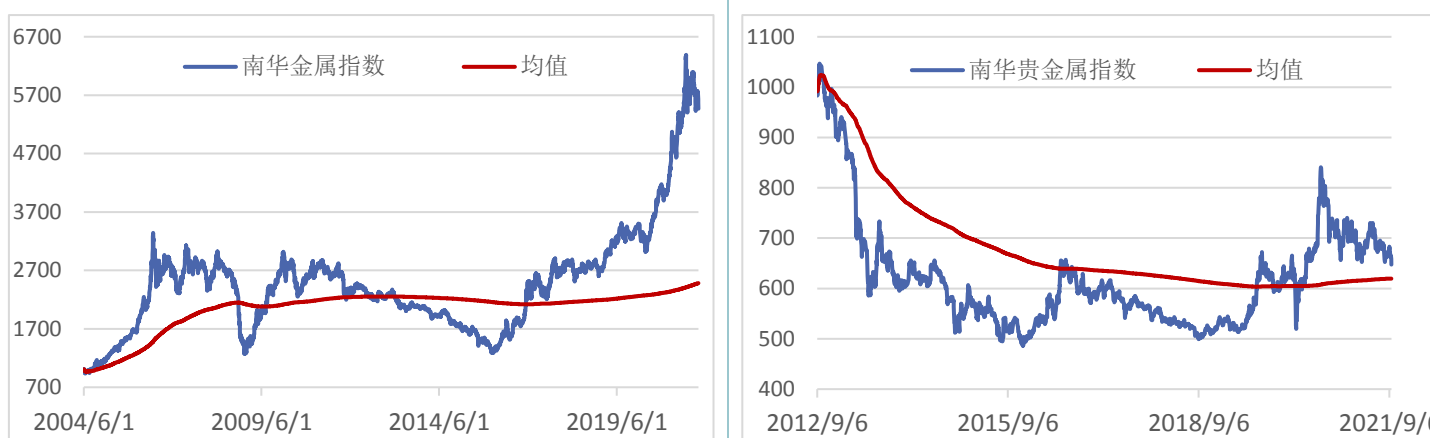
将各地方限产、限电与 5 月 12 日上涨的品种结合起来，可以发现，电力限制下进行的限产是驱动这些品种的主要上涨因素，这些上涨品种具备以下特征中的一种，部分品种本身就是火电能源，属于受限品种，如上述能源板块的动力煤、焦煤等；部分品种生产属于耗能大户，由限电导致限产，能耗指标考核为一个季度进行一次，部分地方为了三季度达标，在 9 月末强力压缩产能，推动这些品种价格飙升，如硅铁、锰硅、PVC 等。当然，9 月末价格的上涨还有部分原因可能是节前效应，较长的假期和节前提保等措施，也加剧了品种的波动。进入 10 月份之后，就是一个新的季度，限电、限产是否依然会延续 9 月底的做法，会不会有所放松？在价格急剧上涨之后，下游是否会接受？是否会出现一个有价无市的市场？这些都具有很强的不确定性。从前面的分析可知，当前消费偏弱是一个不争的事实，缺乏消费支撑的价格很难持续。

第4章 四季度哪些品种有机会

4.1 各板块当前所处位置

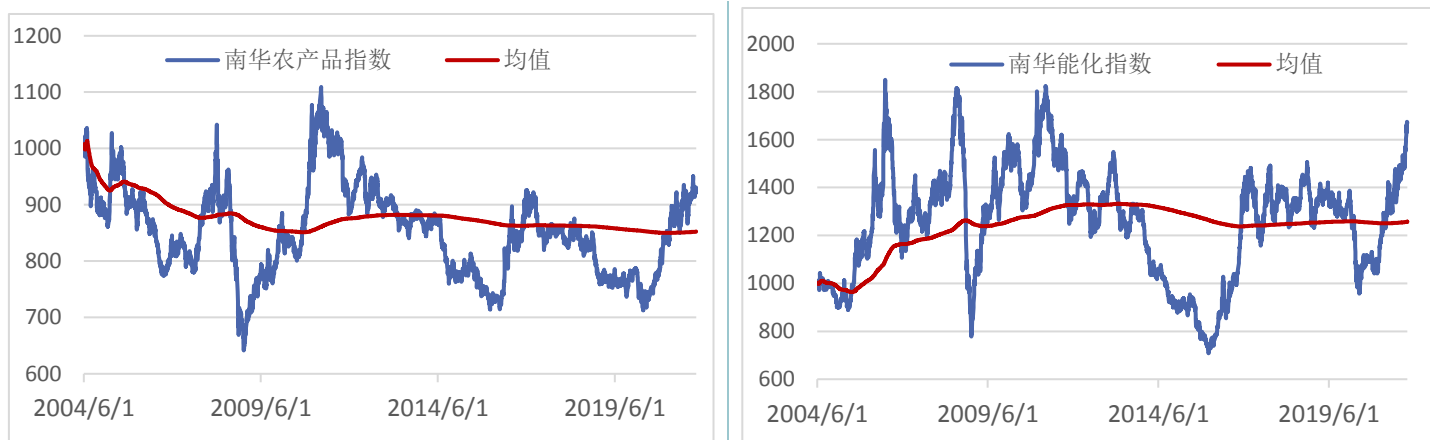
去年因为新冠疫情引发的各主要经济体救市行动以及供应端的扰动，推动大宗商品从 2020 年 4 月份开始就一路上扬，在今年一月份，由于疫苗推进、美国新总统拜登 1.9 万亿美元刺激，叠加市场乐观情绪推动，南华商品指数不断走强，屡创新高，并在 5 月 12 日创下 1995 的新高。

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 9 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 9 月 17 日

南华商品指数创新高之后，整体呈现高位震荡格局，在此期间，不同板块指数走势分化扩大。南华金属指数走势与南华商品指数走势较为一致，跟随南华商品指数在 5 月份创出新高，之后出现回调，走势较前者弱一些。南华贵金属指数在去年创出新高之后，持续走低，当前依然处于下跌趋势之中。南华农产品指数处于 2016 年以来的高位，品种内部分化较大，后期走势仍较为曲折。南华能化指数表现最强，持续创出新高，已经突破 2016 年以来高点，有望冲击 2004 年以来的高点。

4.2 运用南华指数风险评估模型选择品种

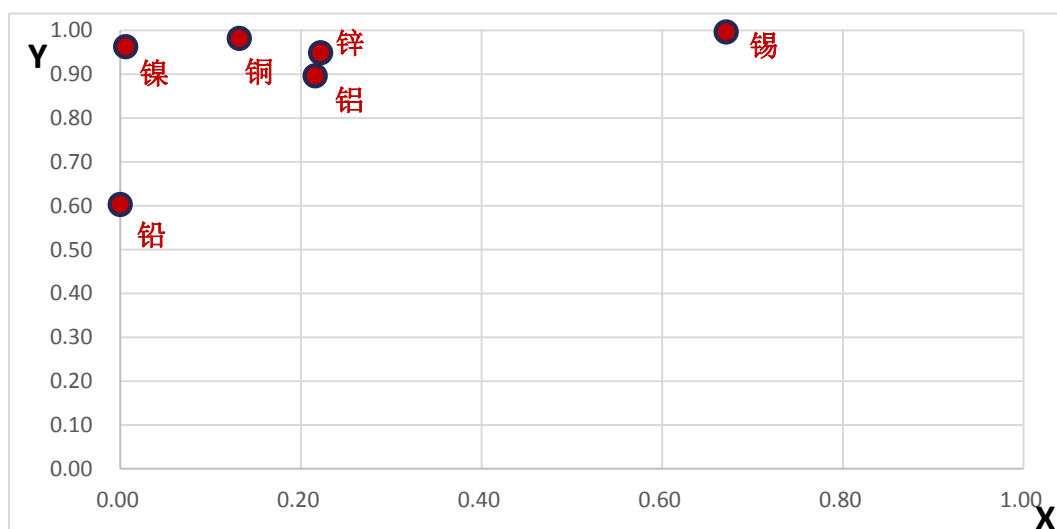
在确立了板块方向之后，接下来需要寻找相应板块中的品种，确定其做为重点关注的品种。在此，本文运用南华指数风险评估模型对不同板块的不同品种进行画像，通过画像来进一步缩小品种选择的范围。

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



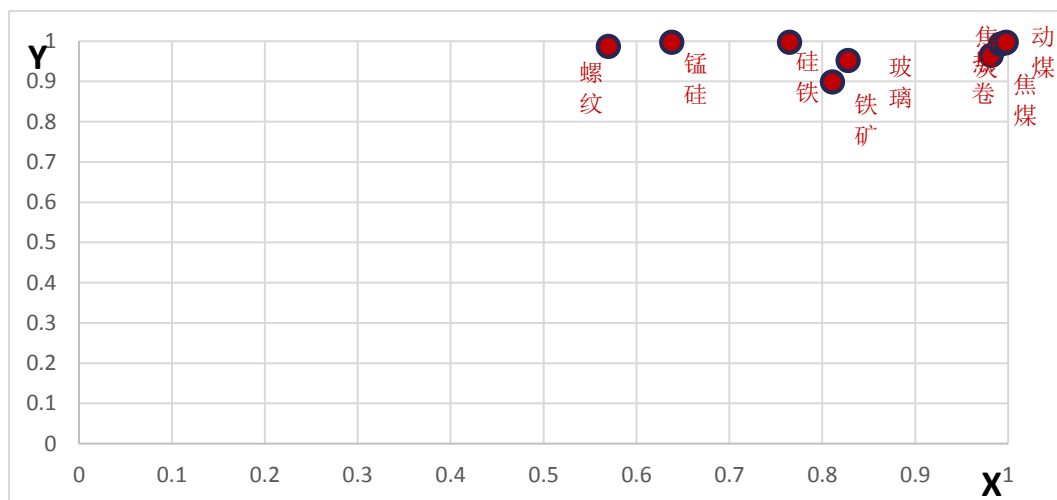
资料来源：南华研究数据截止 2021 年 9 月 27 日

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。铝、锌、锡和镍相对于铅、铜而言，估值相对偏高。总体而言，当前有色金属基本处于历史较高位置，受限电影响，锡、锌、铝表现更强一些，尤其是沪锡和沪铝，不断创出新高，沪铝高位价格已经开始抑制下游消费，关注后期是否有做空的机会。

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高位。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。煤炭类动力煤、焦煤和焦炭已经移至右上角，成为当前最强势的品种，玻璃和铁矿左移较多，也反应了当前一段时间这两个品种的弱势，锰硅和硅铁最近的强势也将其推到了历史最高位置。总体而言，黑色板块整体估值依然处于高位，动力煤在国家保供与冬季需求之间博弈，短期还是供应端较为短缺，现货升水较多，做空仍需等待；房地产房住不炒定调，下半年金九银十是唯一的指望，如果地产不放松，偏空的预期可能会拖累未来地产销售，螺纹、热卷和玻璃需求端有进一步下滑的可能。

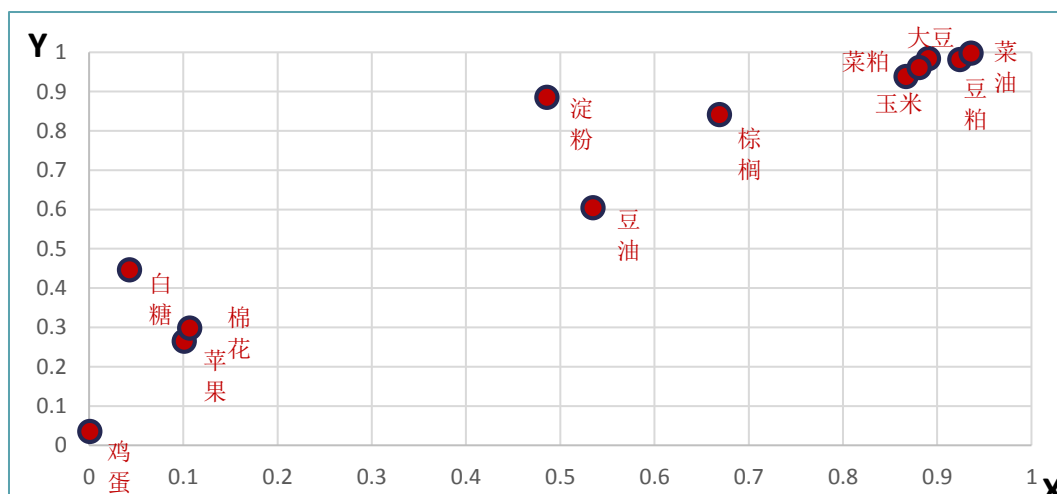
图 4.2.2：黑色板块风险评估模型



资料来源：南华研究数据截止 2021 年 9 月 27 日

从农产品板块来看，未来可能呈现强弱转换。前期持续强势的油脂类板块未能能否持续？高升水抑制了下跌的空间；棉花和苹果依然处于价值评估的低位，而新季的苹果和棉花都存在产量的不确定性，尤其是苹果，过分的利空已经消化，任何的利多都能带来上涨，关注苹果的做多机会。

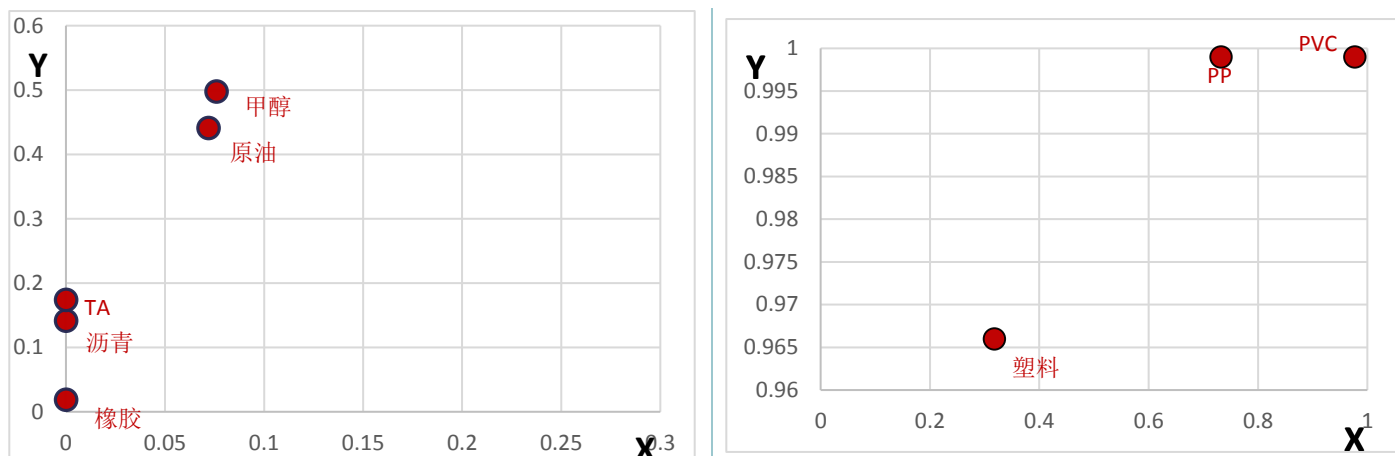
图 4.2.3：农产品板块风险评估模型



资料来源：南华研究数据截止 2021 年 9 月 27 日

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，已经从估值偏低的位置回到了中部，未来走势可能上下两可。PP、PVC 和塑料则是继续处于高位，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 9 月 27 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

