



Bigger mind, Bigger future™
智慧创造未来

南华期货研究所
投资咨询业务资格：
证监许可【2011】1290号

王建锋
投资咨询证号：
Z0010946
wjianfeng@nawaa.com

旧力将竭，新力刚生

摘要

2022 年上半年，大宗商品市场的上涨渐显乏力，一方面是以美国为首的西方国家进入货币收缩阶段，大宗商品的估值有回落的需求；另一方面，通胀水平偏高，抑制了宏观消费需求的有效复苏，难以在实体经济中形成正反馈的循环。上半年，考虑到矛盾周期的临近，我们主要有针对性地跟踪油脂油料的交易策略，并获得一些收益回报；下半年，我们认为，全球难以出现大规模地经济刺激，更多地会以 PPI 回落作为切入点，促进消费需求的有效改善。我们重点关注了几个品种或策略，具体详见正文。

目录

第 1 章	引言及策略思路	4
第 2 章	策略推荐	4
2.1.	空有色多化工	4
2.2.	多豆油和棕榈油的价差	5
2.3.	部分品种的跨期反套	8
2.4.	玻璃和纯碱	10
2.5.	钢厂利润	12
第 3 章	2022 年上半年策略运行总结	14
	免责声明	16

图表目录

图 1.1 南华商品指数 2022 年上半年日 K 线	4
图 2.1.1 南华有色与化工板块指数的比值	5
图 2.2.1 豆油 09-棕榈油 09 价差	6
图 2.2.2 马来西亚棕榈油产量	6
图 2.2.3 马来西亚棕榈油库存	7
图 2.2.4 印尼棕榈油产量	7
图 2.2.5 印尼棕榈油库存	7
图 2.3.1 棕榈油 9-1 价差	8
图 2.3.2 铁矿石 9-1 价差	9
图 2.3.3 焦煤 9-1 价差	9
图 2.3.4 豆粕 9-1 价差	10
图 2.4.1 玻璃库存	11
图 2.4.2 纯碱库存	11
图 2.4.3 玻璃纯碱比值	11
图 2.4.4 纯碱正套价差	12
图 2.5.1 钢厂利润季节图	13
图 2.5.2 螺纹钢库存	13
图 2.5.3 铁矿石 45 港口库存	14
图 2.5.4 螺纹铁矿石比值	14
图 3.1 睿盈 1 号	15

第 1 章 引言及策略思路

自 2020 年疫情打出的低点以来，大宗商品的牛市已经两年多了，大部分的商品都走出了一波上涨行情。然而，随着全球疫情进入“后疫情”阶段，以美国为首的货币宽松政策逐步退出舞台，并进入了加息周期。另外，通胀水平的高企，阻碍了宏观经济需求的进一步复苏。在全球大宗商品供应恢复的背景下，一旦宏观需求无法进一步有效增长，那么，大宗商品市场的价格调整，或许就不可避免。一方面是大宗商品高估值有释放的需求，另一方面，也是为了引导需求的释放，回到新的市场均衡。

图 1.1 南华商品指数 2022 年上半年日 K 线



资料来源：WIND 南华研究

那么，随着各类商品的供需基本面出现改善，原先相对缺货的支撑就不在了，接下来，市场会在结构上进行调整，以适应当下宏观经济需求不振的环境。在策略方面，主要从以下角度去适配：

- (1) 寻找正套价差走弱、且库存逐步累积的品种；
- (2) 空配对货币周期更加敏感的品种，多配对货币周期不敏感的品种；
- (3) 在转势初期，寻找低库存的错杀品种，以正套形式参与；

第 2 章 策略推荐

我们根据上文提供的策略思路，我们提供分别提供几个策略供参考。

2.1. 空有色多化工

从板块属性而言，有色金属和贵金属对于宏观货币的敏感性要更好，在不考虑产业逻辑的影响，当整体货币收缩周期过程中，空有色多化工，会是一个不错的选择。有色金属，往往具有较长的波动周期，采矿、冶炼到终端需求，层层反应传导，相对而言会比较长周期一些。在 2020 年全球投放货

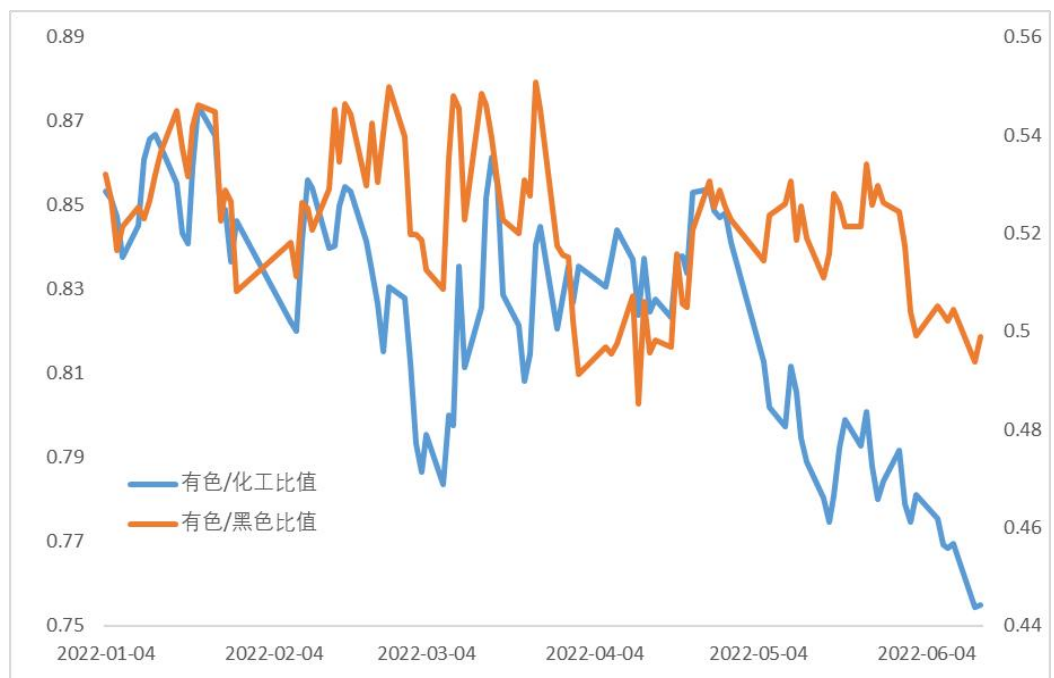
币供应的初期，有色板块的表现也相对更加强势一些，因为主流资金很清楚，有色的确定性会更强一些。因为货币一旦投放，如果宏观经济不买账，那么有色的估值也会提升。如果宏观经济买账，开始复苏，那么，有色金属也会在需求回暖的背景下价格上涨。同理，在全球进入货币周期收缩的阶段，连美联储都不知道会对全球金融市场造成什么样的冲击。如果货币紧缩对宏观需求影响不大，那么，有色板块会出现估值回落；如果货币收缩对宏观需求有明显影响，那么，宏观需求的萎缩也会导致有色的价格下行。因此，在宏观货币收缩的初期，选择有色作为空配板块，是合理的。

另外，由于 2021 年煤化工因为动力煤价格政策限价后，国内化工品整体的定价偏低，在一定程度上与国际化工品价格偏离。存在一定价格支撑。

从下图可以看出，有色金属在美联储开始释放收缩货币的预期后，就开始弱于化工和黑色板块。我们选择化工作为对冲，主要是考虑到原油端的成本支撑，以及国内煤化工整体估值偏低。

风险点：地缘政治影响、有色供应端影响；

图 2.1.1 南华有色与化工板块指数的比值



资料来源：WIND 南华研究

2.2. 多豆油和棕榈油的价差

在过去的 12 个月里，棕榈油的表现比其他油脂要强势，其中一个重要的原因是马来西亚棕榈油的供应不及预期，使得印尼在全球供应方面有了较大的控制力。印尼通过调整出口政策，使得全球的棕榈油供应持续处于紧张状态。这种状态，使得豆油和棕榈油的价差持续缩小，并较长一段时间里处于负值状态，从而促使棕榈油的食用油的需求逐步萎缩，使得马来西亚和印尼的棕榈油出口不及预期，直至印尼和马来西亚的棕榈油库存总和创出历史新高。

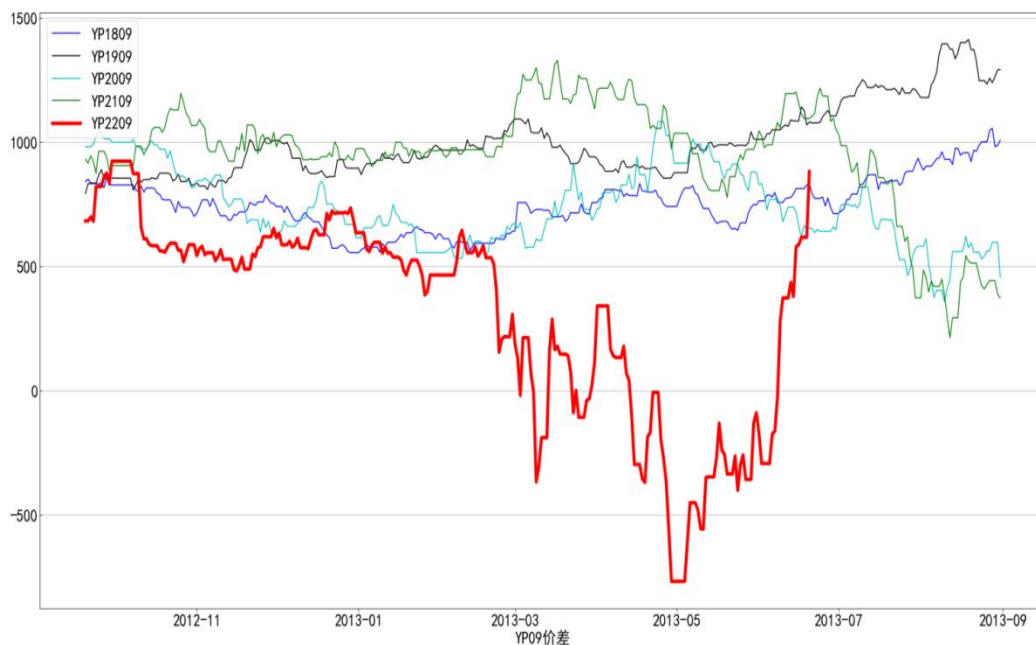
随着马来西亚棕榈油的产量逐步回升，棕榈油的采购方不再受制于印尼单方面的供应格局，此时，印尼快速调整的出口政策，加速棕榈油的出口，从而令棕榈油的价格快速回落。

从这种格局的变化，供应结构的变化，豆油和棕榈油的价差很难再回到负值。且印尼国内棕榈油

的库存如此高企，也可能成为后市进一步下跌埋下伏笔。在豆油棕榈油价差必要调整后，依然可以考虑逢低做多。

风险点：印尼出口政策调整、印尼生物柴油调整、原油价格上涨等

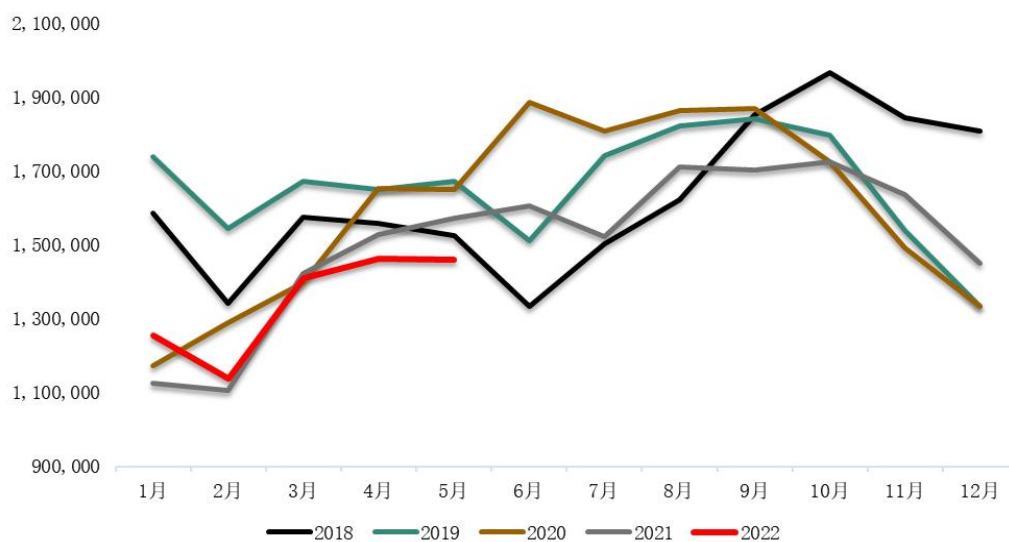
图 2.2.1 豆油 09-棕榈油 09 价差



资料来源：WIND 南华研究

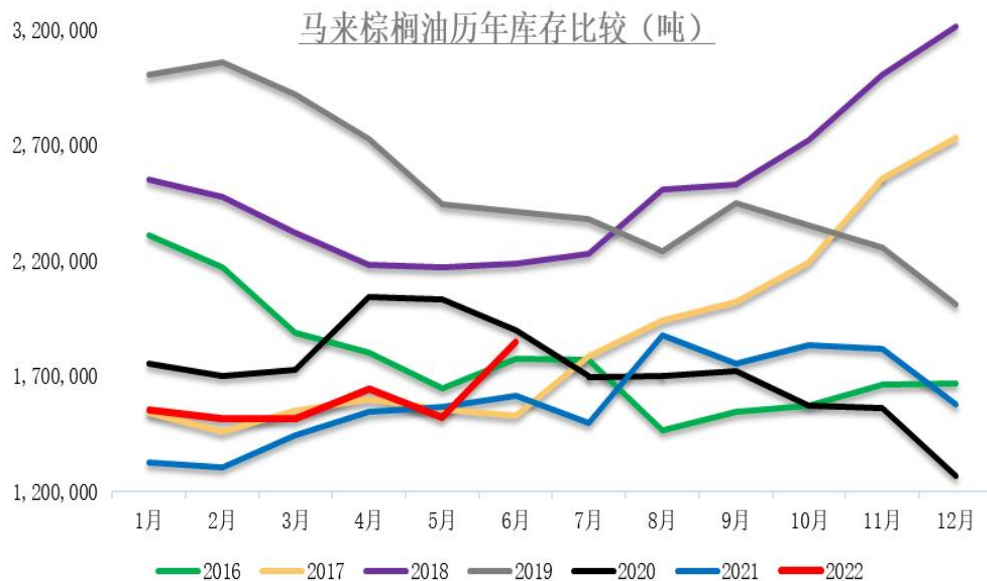
图 2.2.2 马来西亚棕榈油产量

马来棕榈油历年产量比较(吨)



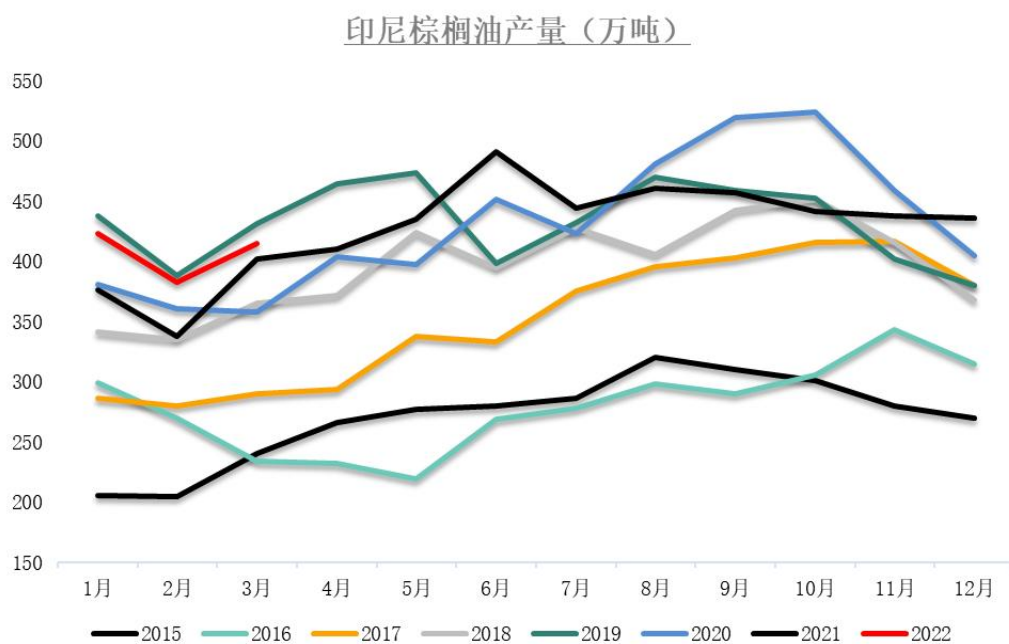
资料来源：MPOB 南华研究

图 2.2.3 马来西亚棕榈油库存



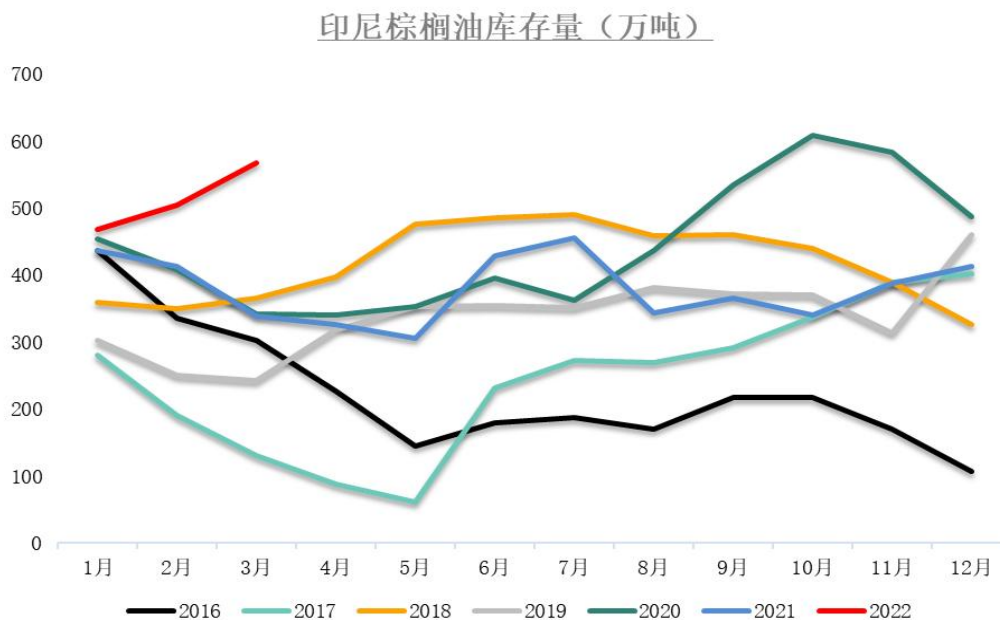
资料来源: MPOB 南华研究 注: 6月库存为预期数据;

图 2.2.4 印尼棕榈油产量



资料来源: 印尼棕榈油协会 南华研究

图 2.2.5 印尼棕榈油库存



资料来源：印尼棕榈油协会 南华研究

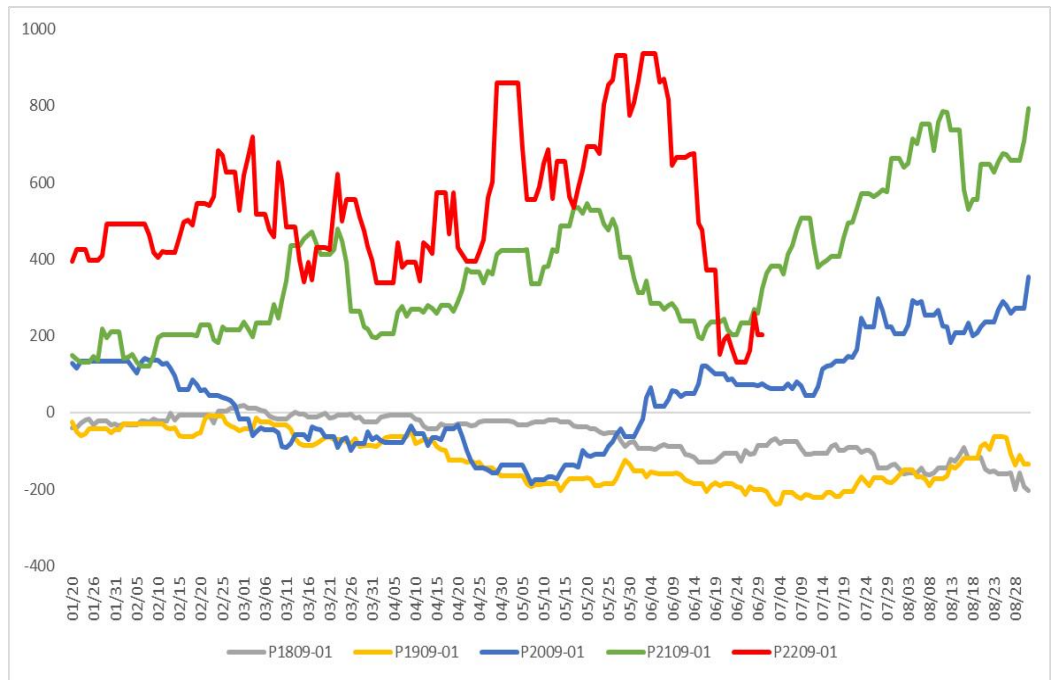
2.3. 部分品种的跨期反套

在过去 12 个月里，一方面由于全球货币供应充足，另一方面，其他国家的疫情也接近尾声，宏观需求开始逐步回暖并释放，使得全球总体的大宗商品供需处于偏紧状态。因此，我们看到主流的大宗商品，他们的期限结构大部分都是表现出正向的价差结构。这些价差主要是原油、铁矿石、焦煤、棕榈油、棉花等等一些品种，它们作为全球大宗商品，持续处于紧张状态。随着俄乌事件的出现，原油和部分农产品的供需更是紧张。那本年 3 月份，这些品种的正套价差达到了较高水平。

随着通胀水平持续高位，以美国为首的西方国家开始快速收缩，宏观需求在通胀的基础上存在萎缩的预期。因此，前期紧张的供需，大概率要回落。从期限结构来说，正套行情可能要接近尾声了。继续做正套的空间或者效益不大。

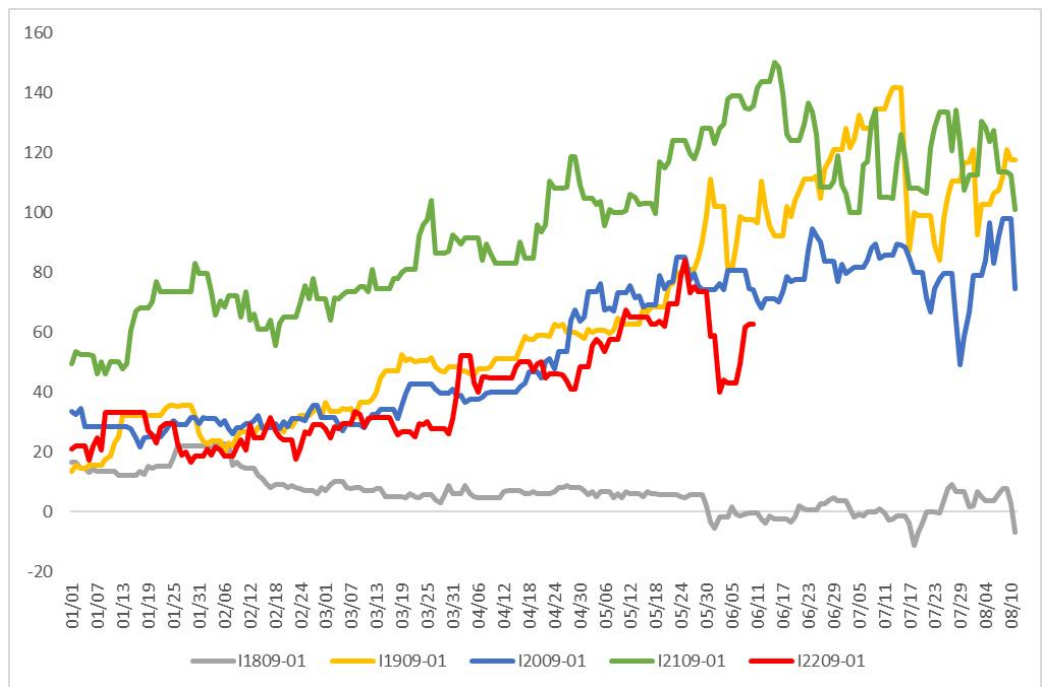
风险：货币政策反复、疫情或地缘政治扰动；

图 2.3.1 棕榈油 9-1 价差



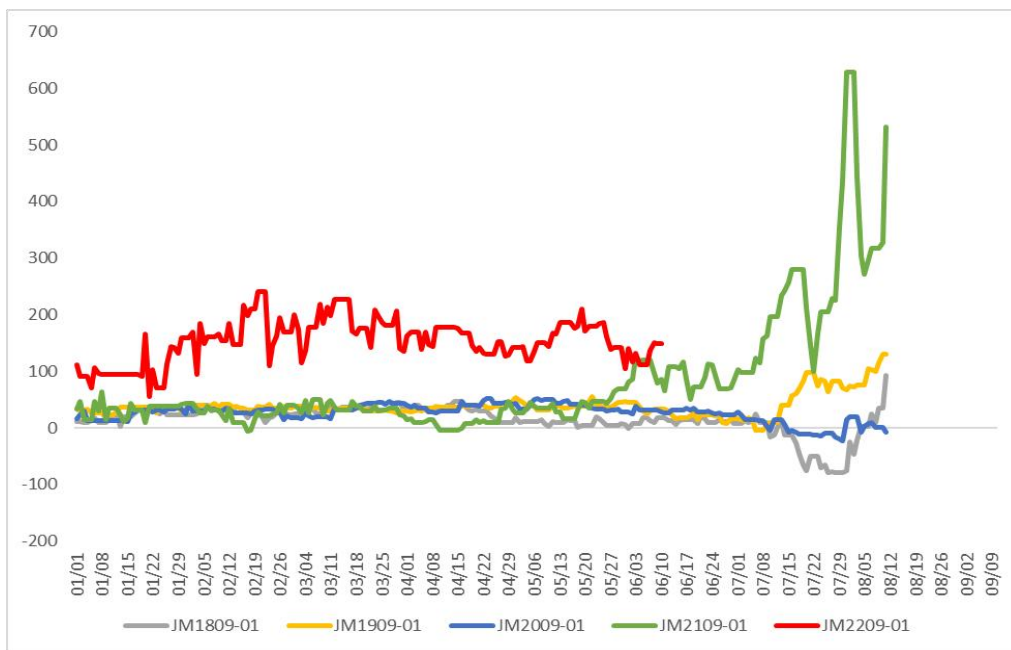
资料来源：WIND 南华研究

图 2.3.2 铁矿石 9-1 价差



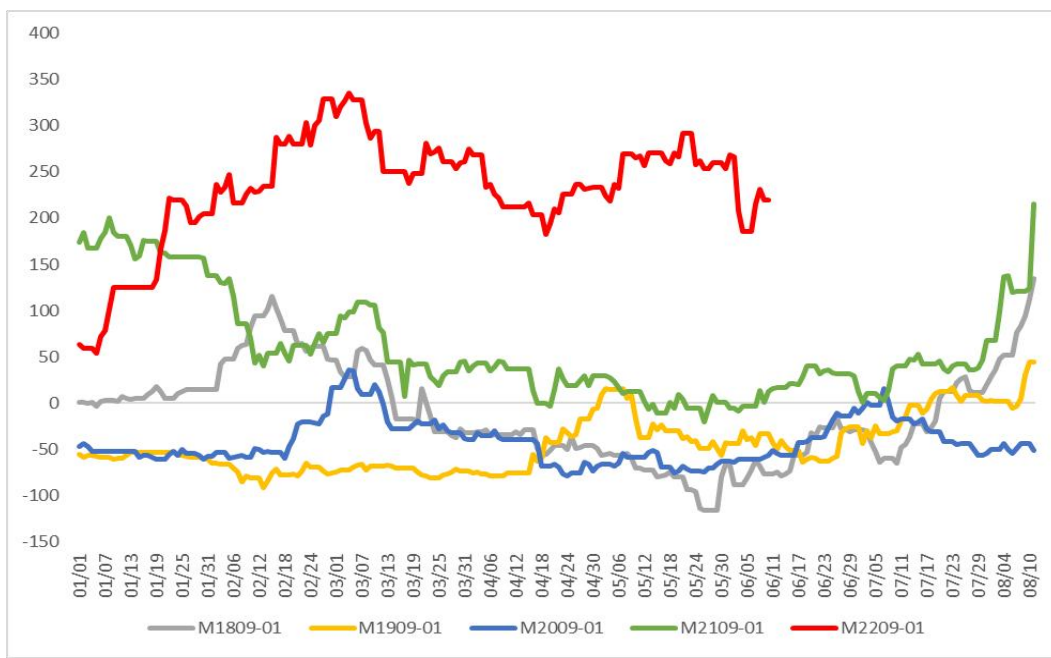
资料来源：WIND 南华研究

图 2.3.3 焦煤 9-1 价差



资料来源：WIND 南华研究

图 2.3.4 豆粕 9-1 价差



资料来源：WIND 南华研究

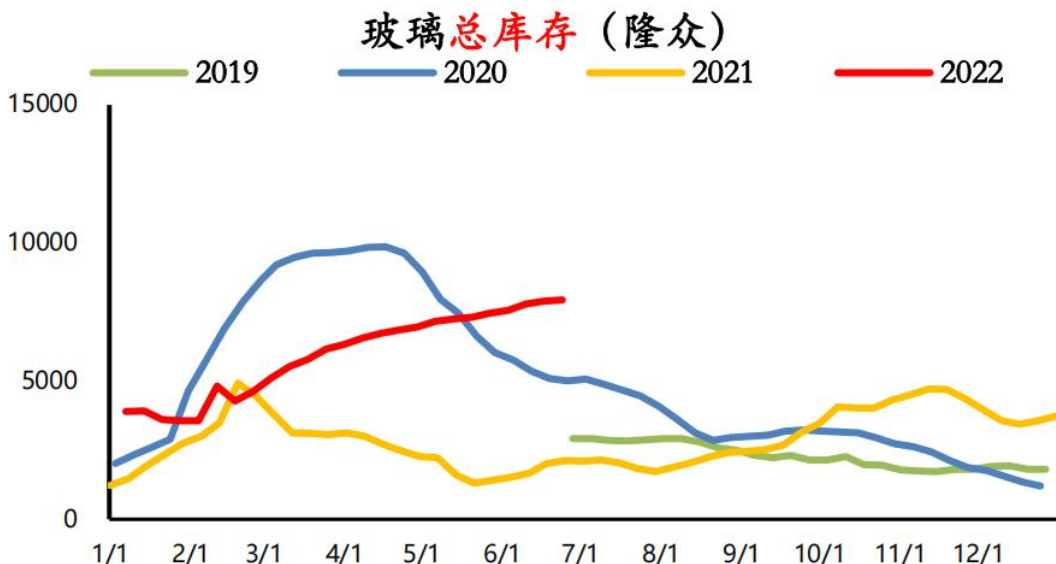
2.4. 玻璃和纯碱

在上半年，房地产的数据显示地产行业的萎靡不振，平板玻璃的需求自然不尽如人意。我们看到，全国玻璃的库存累积至较高水平。从期限结构而言，这种供需局面下，玻璃的反套是首选策略；而作为玻璃的上游材料，纯碱的基本面就好一些。因为光伏玻璃的快速发展，为纯碱提供了额外的需

求因子。而纯碱本身的供应相对而言比较刚性，短期内很难新增产能。因此，我们看到，纯碱和玻璃之间的分化就很明显，以至于玻璃已经处于亏损边缘。我们认为一旦平板玻璃检修，纯碱的需求可能存在缩减的可能。关注纯碱 9-1 价差反套。

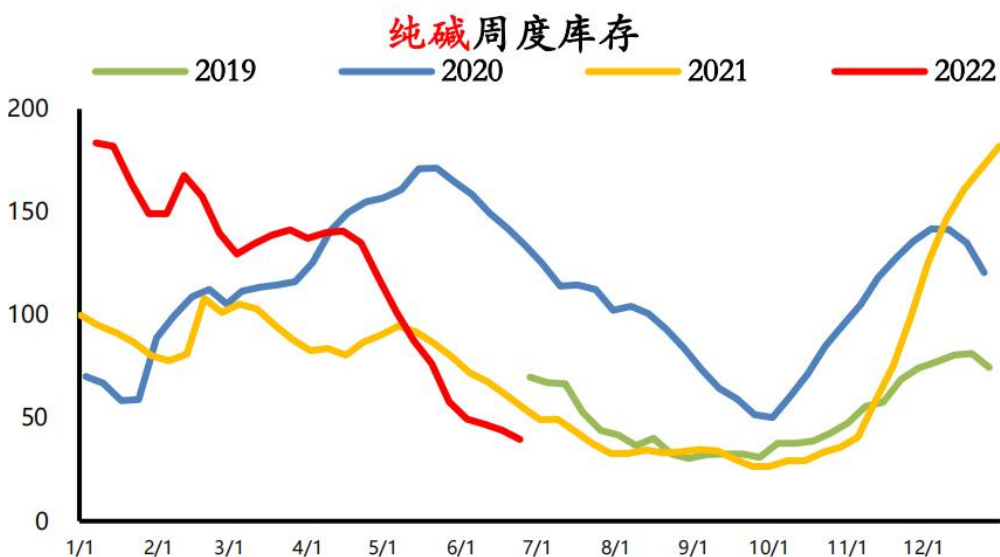
风险点：玻璃需求改善、光伏进度超预期；

图 2.4.1 玻璃库存



资料来源：隆众 南华研究

图 2.4.2 纯碱库存



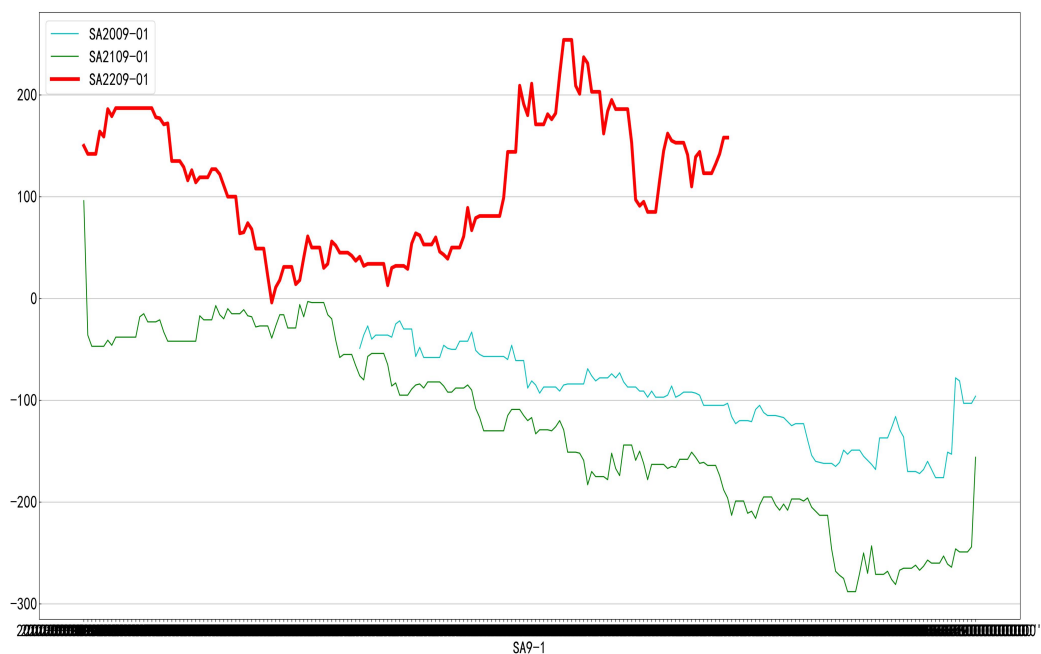
资料来源：隆众 南华研究

图 2.4.3 玻璃纯碱比值



资料来源：WIND 南华研究

图 2.4.4 纯碱正套价差



资料来源：WIND 南华研究

2.5. 钢厂利润

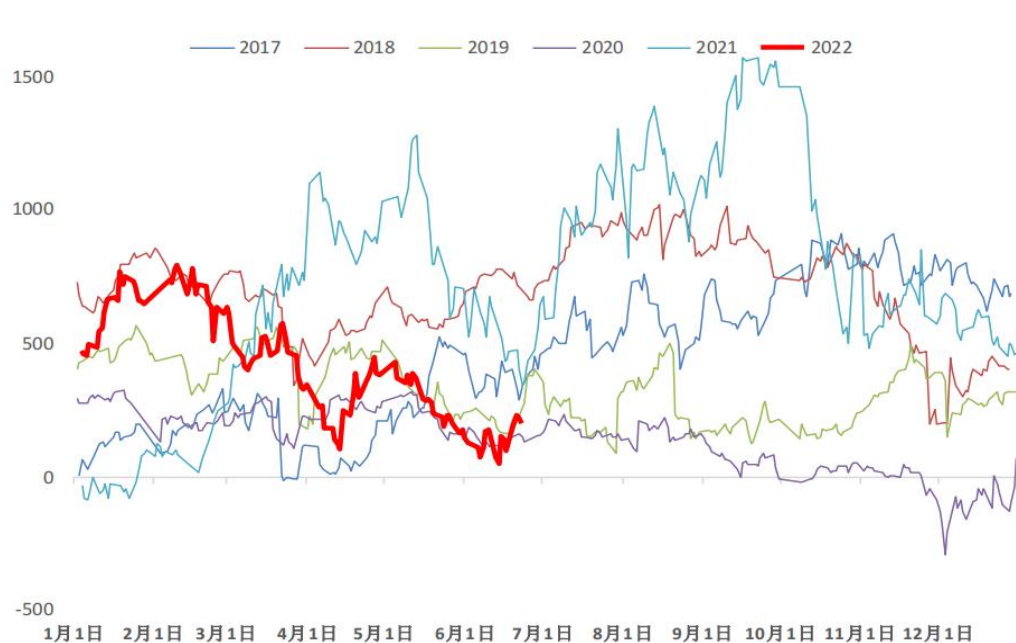
由于上半年地产板块整体的景气不及预期，对于钢材的需求偏弱，我们看到钢材的库存逐渐累积至较高水平。在竞争市场里，供需过剩的情况下，钢厂向下传导成本的能力被弱化。然而，钢厂毕竟是黑色板块等制造和生产的主体角色，持续出现亏损的状态不会长期持续，要么政策限产，打压原材料价格；要么，钢厂集体检修减产等措施自救。

由于国内上半年因为国内疫情关系，经济增长速度不及预期，如果要完成全年的经济增长目标的80%，那么，下半年需要在政策上有针对性地发力。在目前已经推行的汽车消费推动等措施，在政策方面，我们认为政府会保持连贯性，慢慢地引导市场需求释放。以确保主流制造业的健康稳定运作。

因此可以考虑做多钢厂利润。

风险点：矿石供应突发短缺；

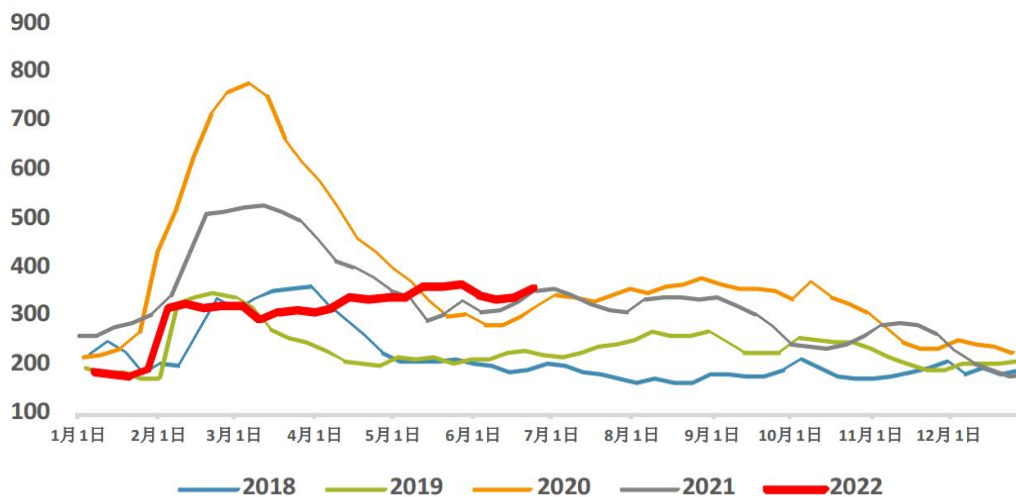
图 2.5.1 钢厂利润季节图



资料来源：WIND 南华研究

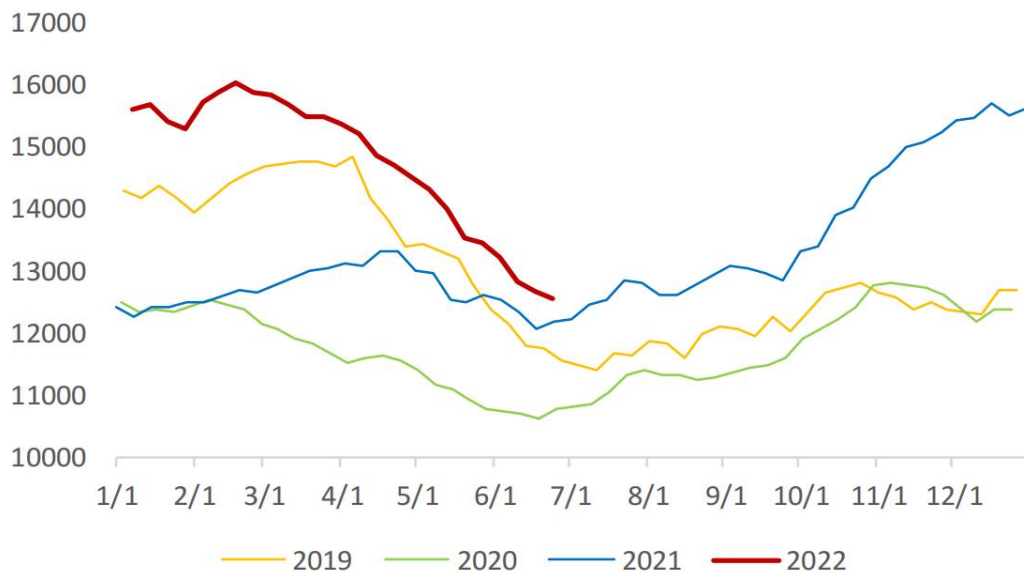
图 2.5.2 螺纹钢库存

螺纹钢周社库（万吨）



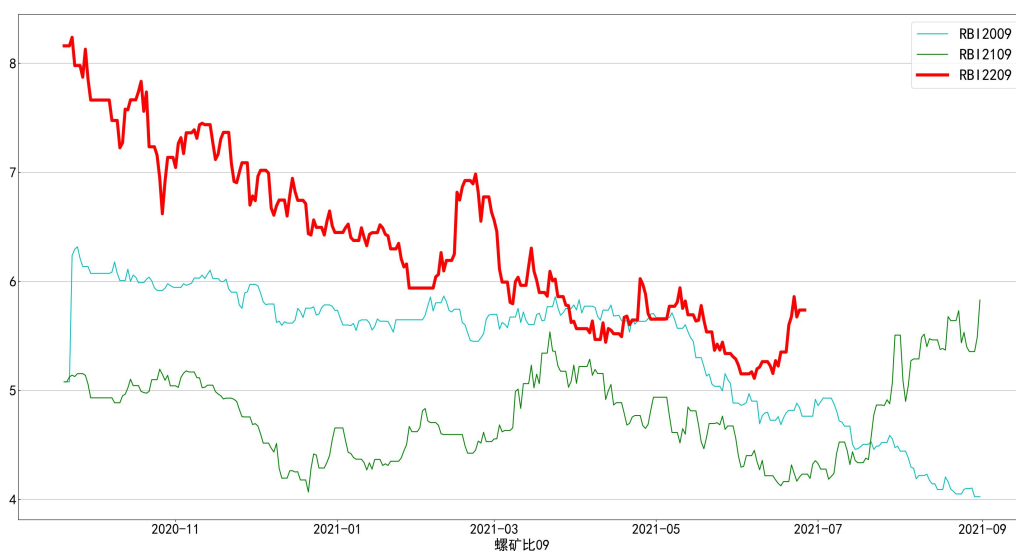
资料来源：MYSTEEL 南华研究

图 2.5.3 铁矿石 45 港口库存



资料来源: WIND MYSTEEL 南华研究

图 2.5.4 螺纹铁矿石比值



资料来源: WIND 南华研究

第 3 章 2022 年上半年策略运行总结

在 2022 年上半年，我们主要依赖于跨品种套利和部分反套策略，短期和中期的事件冲击后的矛盾释放，仍然是主要策略思路。主要的策略表达方式，有趋势策略、跨期套利、跨品种套利等。根据行情发展阶段，选择相对应等策略表达方式。

我们会在收盘后，通过每日策略的方式向大家推送策略。如果想要更加及时的策略推送，可以通

过客服电话联系研究所策略组，我们将提供更全面、更及时的策略服务。

图 3.1 睿盈 1 号



资料来源：南华研究

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，如与南华期货股份有限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股份有限公司的立场，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股份有限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。未经南华期货股份有限公司允许批准，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“南华期货股份有限公司”，并保留我公司的一切权利。



公司总部地址：浙江省杭州市上城区富春路 136 号横店大厦 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



南华期货营业网点