Bigger mind, Bigger fortune
智慧创造财富

南华期货
NANHUA FUTURES

南华研究院

2023 年南华商品指数展望

黎明前的沉寂

南华研究院

金融衍生品研究中心
指数组

曹扬慧
Z0000505

赵搏
F03103098

摘 要

2022 年南华综合指数权重有何变化？

南华商品指数 2022 年 6 月份进行了一年一度的权重调整。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 40.9%。与 2021 年对比，豆油、聚丙烯、燃料油被剔除，铝、纯碱和菜籽油被重新选入。由于动力煤的流动性下降，2022 年 10 月我们对能化指数和工业品指数进行了权重调整，剔除了动力煤。

2022 年商品指数的走势与核心驱动

2022 年南华综合指数与各板块指数的走势都比较波折，上半年震荡攀升，下半年经历了一波大幅下探之后开始横盘整理。纵观全年，商品走势的核心驱动有两点：一是 2 月份爆发的俄乌冲突导致的供应端冲击，二是海外高通胀带来的频加息，美元指数的不断走强对商品造成压力。这些扰动也使得商品市场持仓结构发生变化，能源板块持仓金额占比比 2022 年初上升了逾 3%，贵金属板块持仓额金占比上升了逾 4%，而金属板块占比则下滑比较明显。

南华工业品指数领先于宏观变化

我们观察南华工业品指数，发现其同比变化不管是相对于 GDP 存货增加额的同比变化还是相对于 PPI 的变化，都具有一定的领先性，可以作为一个领先参考指标。

2023 年商品市场的矛盾在哪里？

首先，俄乌冲突有望缓解，商品供应端的冲击压力将大幅减弱；其次，美联储加息接近尾声，市场预期开始转向降息，美元高位难以持续，对商品的压力会降低；第三，中国经济边际将持续改善，对商品的需求会有一定支撑。因此，我们认为 2023 年整个商品市场的核心矛盾将转向需求的改善程度。

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 今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　南华商品指数功能 12

3.1 南华商品指数走势 12

3.2 南华商品指数与宏观经济指标 14

3.3 南华商品指数与私募基金业绩 16

免责申明 19

第1章　引言

南华商品指数由南华研究院创立，从 2004 年 6 月 1 日编制起始，截至 2022 年 12 月，已经走过了近 18 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

2022 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。之后由于动力煤的流动性出现急剧下滑，在 10 月 1 日对南华工业品指数和南华能化指数进行了临时权重调整。南华商品指数目前权重分布如下：

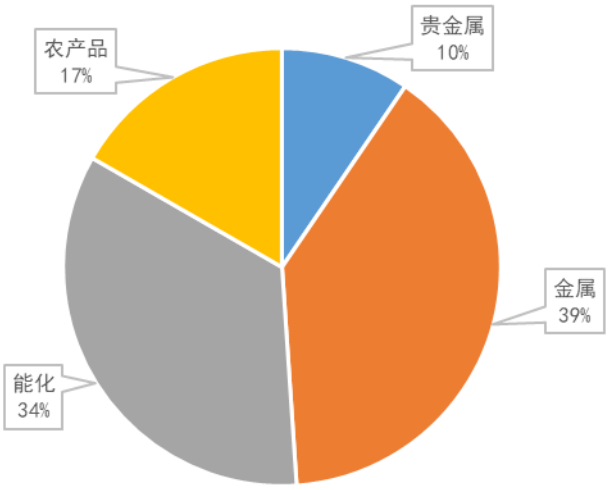
图 2.1.1 南华商品指数系列权重表

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
豆一					7.56%			
白银	4.32%					41.68%		
铝	4.06%	4.29%	9.34%					18.97%
苹果	3.28%				11.05%			
黄金	5.21%					58.32%		
沥青		2.00%		3.18%				
玉米					9.23%			
棉花	2.34%				8.57%			
红枣					2.00%			
玉米淀粉					2.00%			
铜	7.44%	8.27%	17.10%					34.14%
苯乙烯				2.53%				
乙二醇		2.08%		3.70%				
玻璃		2.00%		3.11%				
铁矿石	9.24%	10.21%	21.25%				27.47%	
焦炭	8.08%	8.70%		14.81%			23.01%	
鸡蛋					4.83%			
焦煤		4.37%		7.08%			11.02%	
生猪					12.83%			
豆粕	3.64%				13.20%			
甲醇	2.82%	3.25%		5.77%				
镍	5.71%	6.84%	13.14%					25.53%
棕榈油	3.32%				13.15%			
铅								3.50%
液化石油气		2.44%		4.13%				
聚丙烯		2.79%		4.86%				
螺纹	9.66%	11.02%	22.23%				30.25%	
菜籽油	2.08%				7.94%			
橡胶	4.06%	4.88%		8.92%				
纯碱	2.15%	2.58%		4.70%				

原油	13.92%	14.26%		23.57%			
硅铁			2.00%			2.00%	
锰硅			2.00%			2.16%	
锡			2.00%				3.04%
纸浆		2.35%		4.04%			
白糖	2.04%				7.64%		
不锈钢			3.37%			4.09%	
PTA	3.34%	3.82%		6.76%			
PVC				2.84%			
锌	3.29%	3.85%	7.57%				14.82%

来源：南华研究　截至 2022 年 10 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 2022 年 10 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 40.9%。由于铜与国际铜、天然橡胶与 20 号胶、豆粕与菜粕、棉花与棉纱、低硫和高硫、原油和燃料油、棕榈油和豆油、聚丙烯和塑料、螺纹和热卷相关性超过 90%，选择保留流动性较强的品种，国际铜、20 号胶、菜粕、棉纱、低硫、燃料油、豆油、塑料、热卷等从入选品种中剔除。2022 南华综合指数品种数目与 2021 年对比，豆油、聚丙烯、燃料油被剔除，铝、纯碱和菜籽油被重新选入。

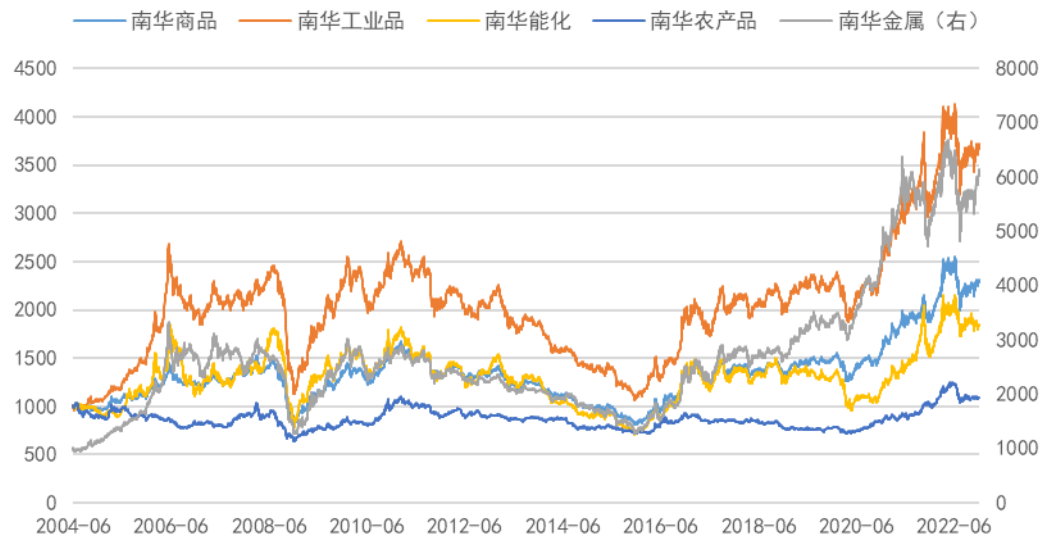
分类指数中部分板块指数的品种个数相较去年有所增加，既有老品种由于交投活跃度上升而纳入，也有生猪这样的新品种首次入选。总体而言，南华商品指数系列的权重构成稳重有变，指数多样性得以提升。

2.2 今年商品指数市场概况

2022 年开局，南华商品指数延续了 2021 年的上涨趋势，开年之后所有系列指数都是震荡上行趋

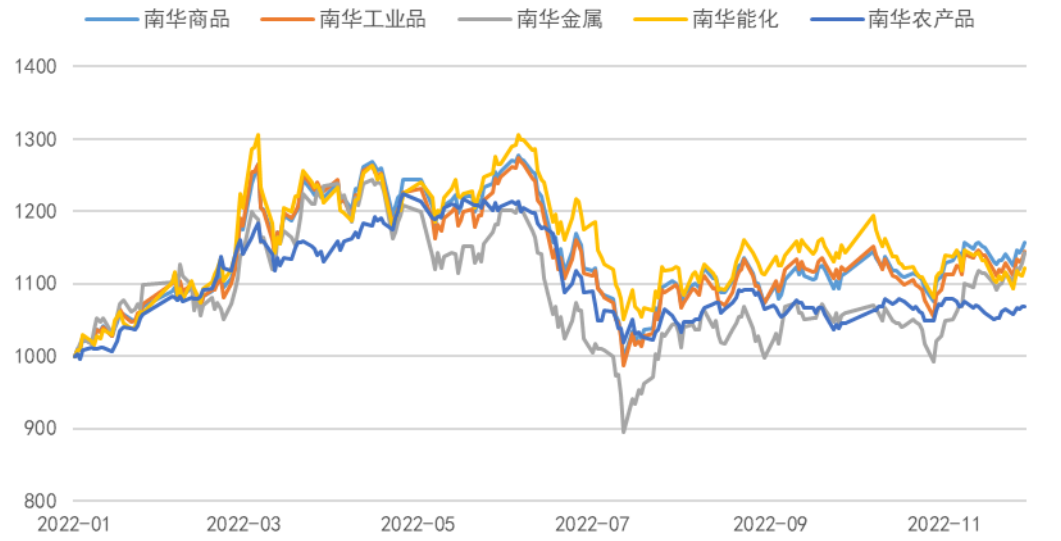
势，走势较为一致，一个多月的时间涨幅就达到 10%左右。2 月底，随着俄乌冲突的爆发，南华能化指数走势明显偏强，呈现快速上涨势头，同时，也带动其它商品指数走强，幅度稍弱于南华能化指数。在 3 月份，南华能化指数年内涨幅达到 30%，南华金属和南华农产品则在 20%左右。俄乌冲突引发的市场恐慌达到最高值之后，自那以后，南华商品系列指数就紧随俄乌冲突的进展情况，处于高位震荡的走势。尽管南华商品指数在 6 月份有创出新高，但缺乏持续性，触及之后也是 V 型反转。6 月份，随着美联储预期之外的加息 75 个基点，叠加前期强预期的落空，商品市场大幅下挫，所有商品指数都下跌，金属指数跌幅最大，农产品指数跌幅最小，本轮跌幅直到 7 月中旬才起稳。之后所有商品指数都进入到了好几个月的漫长震荡阶段，这段时间内各国央行加息政策与市场预期之间来回博弈，国内宏观经济指标式微与政府积极推动经济的政策之间相互作用成为了市场的主题。

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 2022 年 12 月 5 日

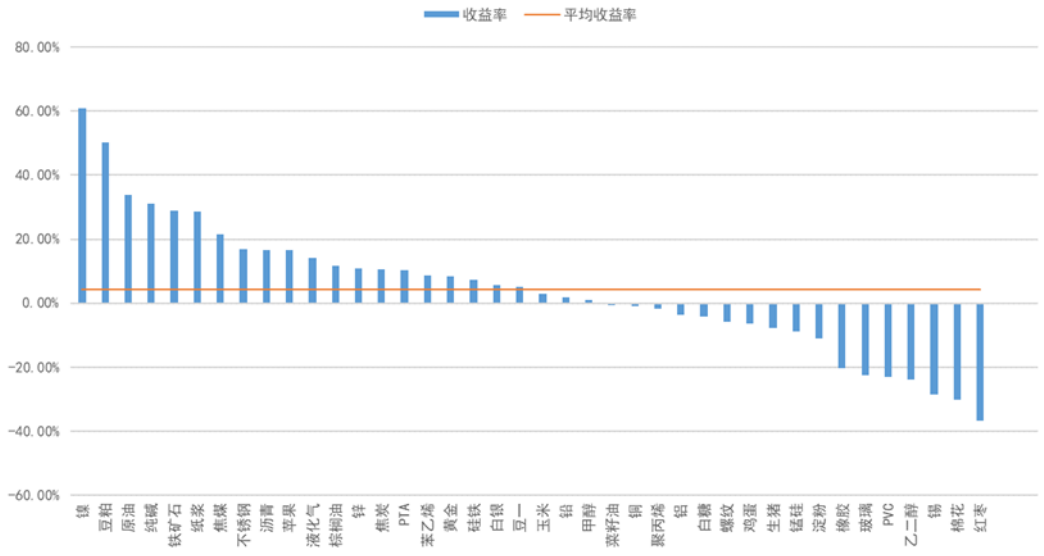
图 2.2.2 商品指数及分类指数年内走势



来源：南华研究　截至 2022 年 12 月 5 日

从单品种指数来看，今年一半品种呈现上涨态势。从统计的相对活跃的 40 个品种来看，截至

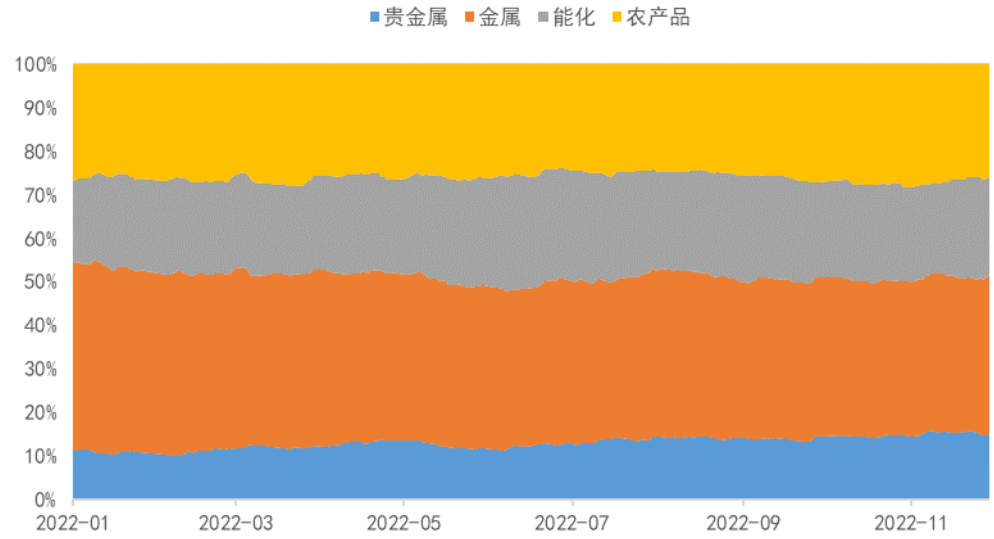
图 2.2.3 单品种指数今年涨跌幅



来源：南华研究　截至 2022 年 12 月 5 日

12 月 5 日，23 个品种收益率为正，17 个品种收益率为负，品种本年度平均收益率为 4.20%。年度收益率占据前六位的分别是沪镍（60.80%）、豆粕（50.18%）、原油（33.87%）、原油（31.10%）、铁矿石（28.96%）、纸浆（28.55%）。年度收益率后三位为红枣（-36.60%）、棉花（-30.08%）和沪锡（-28.50%）。

图 2.2.4：南华商品指数各板块持仓金额占比

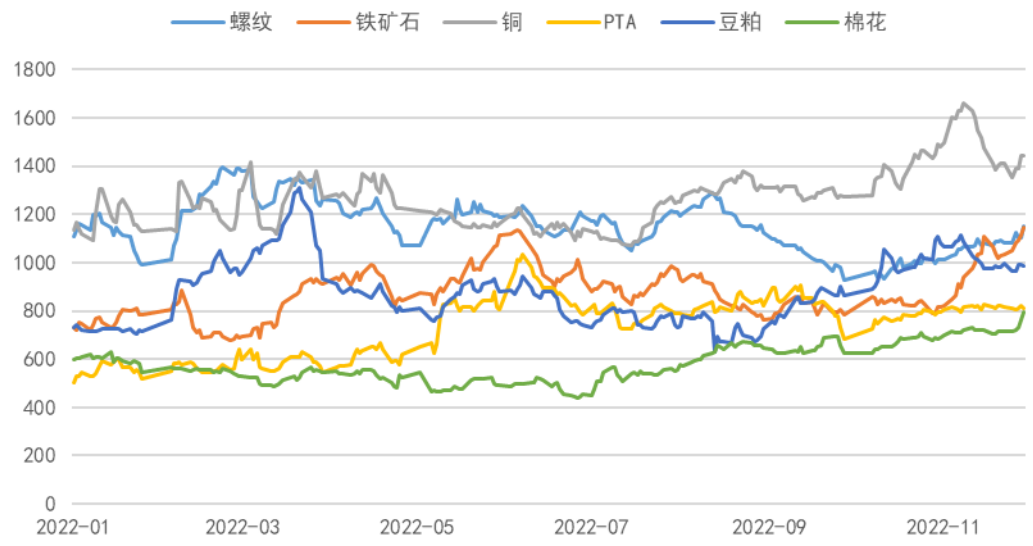


资料来源：南华研究 数据截止 2022 年 12 月 5 日

从持仓金额占比来看，全年波动还是较大。金属板块持仓金额占比持续下降，从年初的 43.07%左

右下跌至年底的 36.51%；相比之下，能化板块和农产品板块持仓金额占比变化不大，能化板块持仓占比从年初的 18.95%到年末的 22.11%，农产品板块持仓占比从年初的 26.74%到年末的 25.93%；贵金属板块持仓金额占比则有一定的增加，从年初的 11.24%幅增至 15.45%。

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 12 月 5 日

从图中可以看出，六个品种中，铜期货和棉花期货的持仓金额在上半年都有走弱的迹象，但下半年有了一定程度的提高，整体呈现出略微走强的趋势；铁矿石期货的持仓金额整体呈现出震荡又略微上行的趋势；PTA 的持仓金额在上半年逐渐走强，但下半年在一波下跌后又呈现出长期震荡的情形；而螺纹期货的持仓金额整体呈现出走弱的趋势；豆粕持仓金额在这六个品种中是波动性最强的，出现了上涨、下跌又上涨且幅度比较大的震荡走势。

2.3 南华商品指数与国际指数对比

今年上半年，俄乌冲突引发大宗商品供应端担忧，推动大宗商品尤其是与俄乌两国相关的品种如能源、有色金属、部分农产品等价格大幅飙升，导致整体大宗商品市场行情波动剧烈，下半年，各国央行加息不断、欧佩克+的增产和减产消息不断传出导致大宗商品行情进入了一个长期震荡阶段。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%。

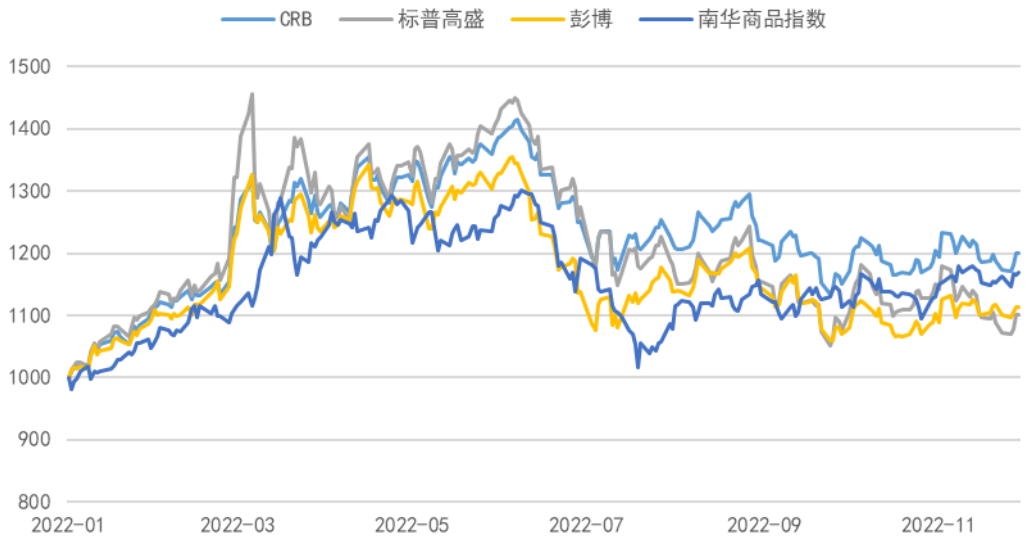
彭博商品指数（BCOM）原名道琼斯瑞银商品指数，由 23 种商品期货组成，包括能源类：WTI 原油和布伦特原油等，权重占比为 19.54%；工业品贵金属类：铜铝铅锌黄金白银等，权重占比为 40.09%；农产品类：小麦，大豆等，权重占比为：34.63%，其它为畜产品类：活牛等，权重占比 5.74%。

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。

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，权重占比约 34%；工业品贵金属类：螺纹钢、铜、黄金等，权重占比约 49%；农产品类：苹果、豆粕、白糖等，权重占比约 17%。

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。从今年几大商品指数走势看，都比较接近，整体呈现上涨、震荡、下跌、再震荡的走势。今年由于原油上涨比较强势，国外商品指数一直运行在南华商品指数上方。3 月份俄乌冲突推动原油大幅上涨，标普高盛在这个阶段表现最为突出，走势最为强劲，涨幅远远大于其它商品指数，这主要得益于标普高盛指数成分中原油比重占比最大。总体来看，南华商品指数一直处于四大指数的下方，主要原因在于南华商品指数中有很多中国独有的商品，比如能化板块中的 PVC、TA 等，黑色板块中的玻璃等等，这些都有的品种使得南华商品指数与其它商品指数走势不一致；另外，今年由于国外依然受疫情拖累，叠加俄乌冲突导致能源成本大幅提升，外围品种供应端受到影响，推高了相关品种的价格，相比之下，国内所受影响则小得多，国内上涨动力也大幅减弱。

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 2022 年 12 月 5 日

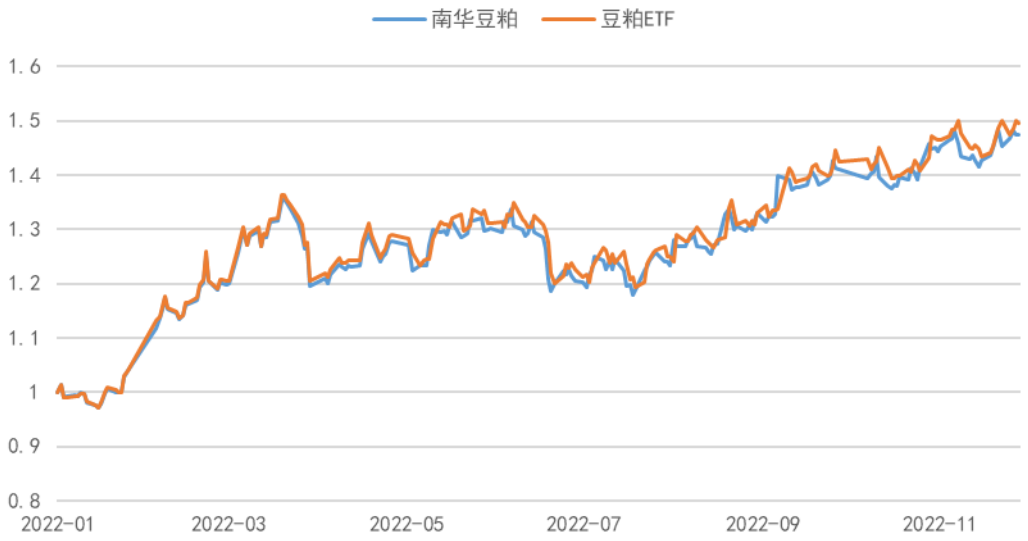
2.4 南华商品指数与国内商品 ETF 对比

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 ETF2019 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%。

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 2022 年 12 月 1 日

为了便于对比，把豆粕 ETF 和南华豆粕指数的初始值都调整为 1，截止 2022 年 12 月 1 日，豆粕 ETF 净值为 1.4948，南华豆粕指数收益为 1.4736。从下图对比来看，两者走势在基本一致。

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。

图 2.4.2：南华有色金属指数与有色 ETF

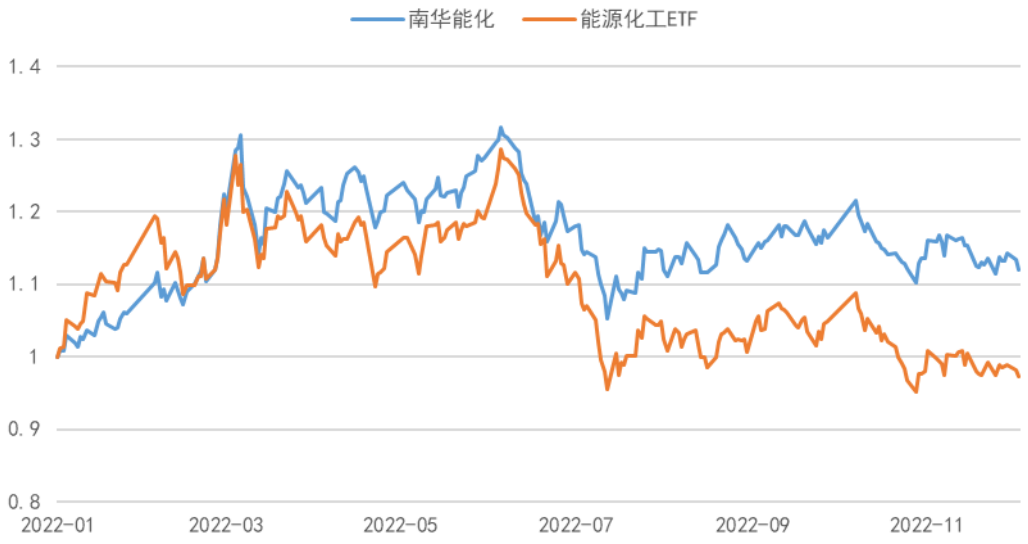
资料来源：南华研究 数据截止 2022 年 12 月 6 日

为了便于对比，把有色 ETF 和南华有色金属指数的初始值都调整为 1。对比有色 ETF 和南华有色金属指数，截止 12 月 6 日，有色 ETF 净值为 1.0604，南华有色金属指数为 1.1682。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。

为了便于对比，把能源化工 ETF 和南华能化指数的初始值都调整为 1。截止 12 月 6 日，能化 ETF 净值为 0.9724，南华能化指数为 1.1198。两者的走势是一致的，但南华能化指数长期在能源化工 ETF 的上方，这主要是因为两者所包含的品种差异太大。南华能化指数不仅包含建信能源化工 ETF 所有品种，还包含原油及下游油化工等品种，不同品种走势差异必然导致两个指数走势出现差异。

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 2022 年 12 月 6 日

第3章 南华商品指数功能

3.1 南华商品指数走势

南华商品综合指数经历了长达近 18 年的运行，运行时间比较长。我们将南华商品指数分为明显的六段。

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：2020.1.9-2022.3.9。2020 年第一季度，疫情爆发，南华商品指数大幅回调至震荡区间下限。二季度，中国对疫情的有力管控，复产复工全面铺开，大宗商品需求出现恢复性增长；与此同时，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两年的上涨行情。

图 3.1.1：南华商品指数历史走势

资料来源：南华研究 数据截止 2022 年 12 月 6 日

今年上半年，南华商品指数走势稳健，开年就一路走高，基本没有低于年初开盘点位。3 月份之后，市场行情风格有所转换，趋势性走势转变为高位震荡，俄乌冲突进展牵动着商品指数的神经，商品指数的走势也就跟随俄乌冲突局势的发展而起伏。二季度的整理行情基本消化了俄乌冲突带来的供应端扰动，市场静待下游消费强预期的启动。但是，消费迟迟未能到来，等来的确实美联储加息 75 个基点，市场多头如泄闸之洪水，一涌而下，相互踩踏之下，南华商品指数大幅下挫，抹去年初以来的所有涨幅。7 月至 8 月这段时间，世界各国的经济指标都表现向好，而且美国的加息政策并没有带来明显的负面效果，欧佩克+的减产信息导致油价出现了一段时间的震荡上行，最终表现在大宗商品市场就是这一段时间，无论是国内的南华商品指数还是几大著名的国际商品指数都出现了较快的上涨。8 月至年末这段时间，经济指标的萎靡不振和政府刺激政策的接连推出使得行情出现上下摇摆，长期震荡，但年末这段时间行情又有了想要走出震荡区间的迹象。

南华商品综合指数本轮牛市可以看成是 2016 年牛市的延续，自 2016 年年初开始，至 2022 年二季度，经历了 6 年多的时间，南华商品指数从最低 830 点上涨至最高 2577 点，上涨幅度 210%。毫无疑问，是自 2004 年以来南华商品指数上涨幅度最大的一次。这次的上涨可以分为三段，第一段是 2016 年至 2020 年，供给侧改革叠加市场出清带来的消费引发的上涨；第二段是 2020 年至 2022 年 2 月，疫情之后，各国量化宽松叠加供给端受限，共同推动商品上涨；最后一段是 2022 年 2 月至 2022 年 6 月，俄乌冲突的突然爆发，引发市场对于部分商品尤其能源担忧引发的恐慌性上涨，商品指数加速冲顶。

最后一次冲顶，尽管创出新高，但是并未能稳住。回头来看，这次的上涨更像是一次诱多，多头最后的疯狂，疯狂之后迎来暴跌。经过了一个月的下跌之后，南华商品指数最终在 2000 之后获得企稳，抹去年初以来的涨幅，此次跌幅超过 20%，自此之后，南华商品指数进入了漫长的震荡上行的行情。

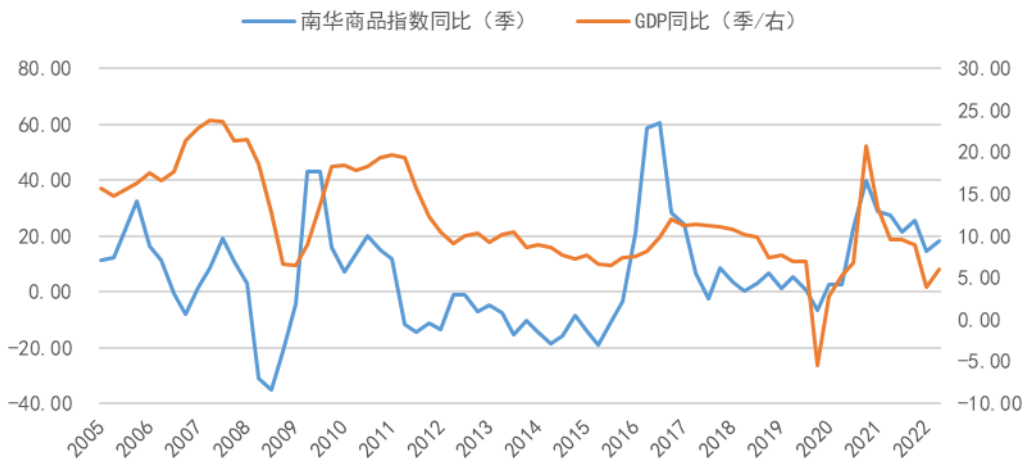
图 3.1.2：南华商品指数年内走势

资料来源：南华研究 数据截止 2022 年 12 月 6 日

3.2 南华商品指数与宏观经济指标

通过观察南华商品指数同比（季）和 GDP 同比（季/右）数据，能够发现南华商品指数和 GDP 具有高度的正向相关关系。在每一次 GDP 同比（季/右）波动比较大的时候，南华商品指数同比（季）在同时甚至之前就已经有了明显的上涨或下跌的预兆，考虑到 GDP 是一个低频数据且每季度公布都有时间差，南华商品指数可以成为一个很好的经济走势预警指标，为投资者们做宏观经济分析做参考。

图 3.2.1 南华商品指数同比与 GDP 同比

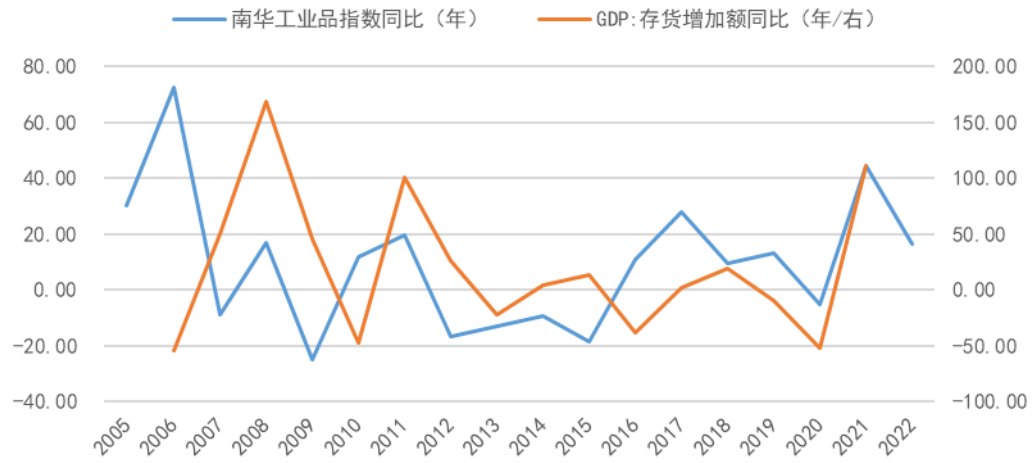


资料来源：WIND 数据截止 2022 年 12 月 5 日

GDP 中的存货增加指常住单位在一定时期内存货实物量变动的市场价值，即期末价值减期初价值的差额，再扣除当期由于价格变动而产生的持有收益。存货包括生产单位购进的原材料、燃料和储备

物资等存货，以及生产单位生产的产成品、在制品和半成品等存货。考虑到 GDP 中的存货投资涉及到大宗商品，而农产品自身的特性决定了无法像工业品一样长期存储，所以存货增加额更多的是来自于工业品。报告中把南华工业品指数同比（年）与 GDP 中的存货增加额同比（年/右）放在一起能够发现，南华工业品指数同比（年）与存货增加额同比（年/右）的走势极为接近，并且南华工业品指数同比（年）具有明显的领先优势。把南华工业品指数同比（年）作为分析存货的重要参考指标对于投资来说具有很好的指导意义。

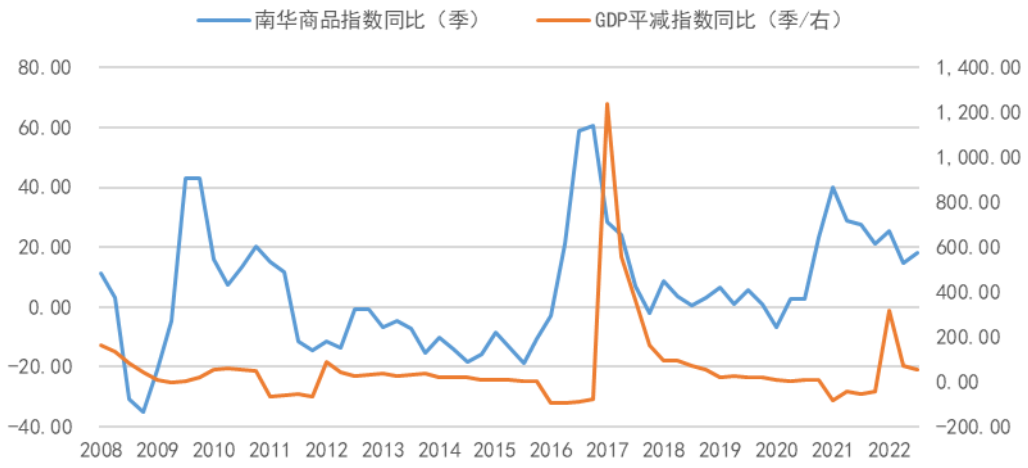
图 3.2.2 南华工业品指数同比与存货增加额同比



资料来源：WIND　数据截止 2022 年 12 月 5 日

南华商品指数是一个反映大宗商品期现市场行情的指标，理论上来说应该与通货膨胀具有一定的相关关系。通过对比南华商品指数同比（季）和 GDP 平减指数同比（季/右）能够发现，虽然南华商品指数同比（季）在变化幅度上与 GDP 平减指数同比（季/右）的变化幅度差异很大，但在走势上却具有高度的相关关系，并且领先于 GDP 平减指数同比（季/右）。在 2008 年至 2022 年之间，南华商品指数与 GDP 平减指数具有正向的相关关系，反映了这段时间整个宏观经济是由需求驱动的，但这期间也能够发现会有个别的季度是负向的相关关系，例如 2021 年第一季度，说明在个别季度，宏观经济则是由供给驱动的。

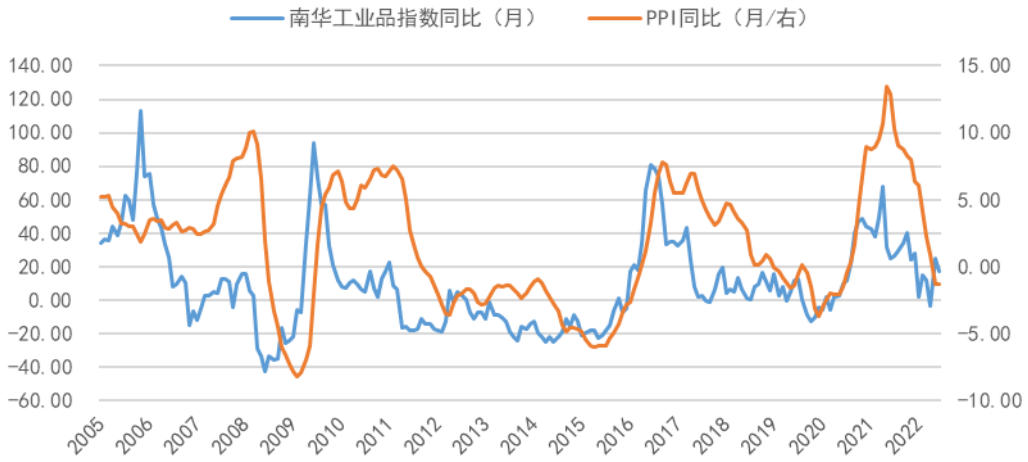
图 3.2.3 南华商品指数同比与 GDP 平减指数同比



资料来源：WIND　数据截止 2022 年 12 月 5 日

通过对比南华工业品指数同比（月）和 PPI 同比（月/右）能够发现，两者具有高度正向相关的关系。当南华工业品指数同比（月）是上涨的时候意味着不久之后公布出来的 PPI 同比（月/右）也大概率会是上涨的，反之如果南华工业品指数同比（月）是下跌的，PPI 同比（月/右）也是如此。南华工业品指数由于紧跟市场行情，数据更新及时，能够为投资者判断宏观通货膨胀提供很好的参考标准。

图 3.2.4 南华工业品指数同比与 PPI 同比



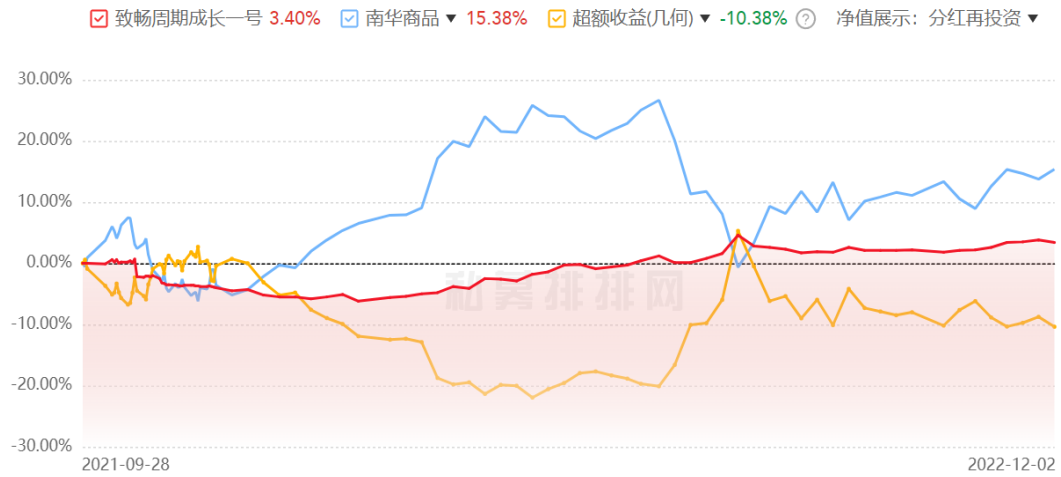
资料来源：WIND　数据截止 2022 年 12 月 5 日

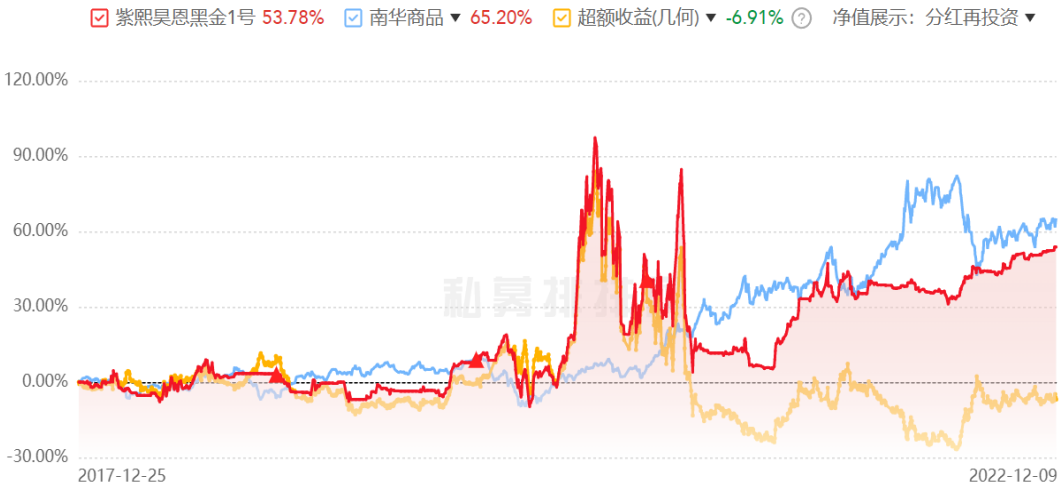
3.3 南华商品指数与私募基金业绩

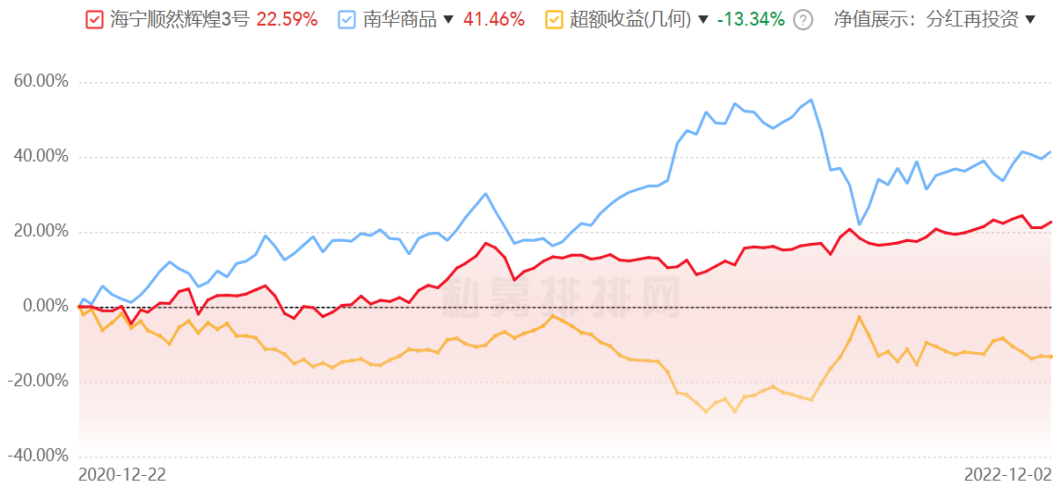
作为国内首创的期货市场收益率指数，南华商品指数常作为期货及衍生品私募基金的业绩比较标准。通过对比，能够发现南华商品指数长期收益率都是在私募基金的业绩之上的。很多私募基金的业绩要么是波动性过大，要么是收益太少，而南华商品指数在波动性和收益率之间取得了较好的平衡，

作为一种被动跟踪型指数，这种表现也符合有效市场假说理论中认为主动管理在大多数情况下是劣于被动跟踪的。

图 3. 3. 1 南华商品指数与期货及衍生品私募基金







资料来源：WIND　数据截止 2022 年 12 月

免责申明

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。

南华期货
NANHUA FUTURES

公司总部地址：浙江省杭州上城区富春路 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