

荆棘之路

摘要

- 2013 年 6 月 3 日，按照《南华商品指数编制细则》中固定时间权重调整原则，我们对南华商品指数以及各大板块分类指数的权重进行了定期调整。南华商品指数最新权重中，铜、橡胶、螺纹仍然位居前三。焦炭在 2013 年度以其倍增的成交持仓量，权重由原来的第六位上升至第四位。
- 回顾 2013 我国期货市场运行情况，在连续的改革创新推动下，新品种于本年度密集上市，截止 2013 年 12 月 6 日我国期货市场上品种总数已高达 40 个。期货市场单边总成交金额近似达到 274.43 万亿元，累计成交同比增长 52.43%，远远超出 2012 年同比增长的 28.87%。
- 2013 年南华商品指数下跌 10.73%，整体走势或许可以概括为“下跌、反弹、再下跌”。然而，指数的波动率几乎一直维持低位运行，跳空缺口也在相对低位的波动下锐减，下跌的市场本我，是否能够在相对低位的波动运行中积蓄能量形成反转，至少很值得我们的期待。南华商品指数年度涨幅最大的为豆粕 17.56%、菜粕 17.26%、甲醇 13.6%、塑料 14.78%、下跌幅度最大的为白银-35.88%、橡胶-31.74%、黄金-27.74、焦炭 24.46%。贵金属、油脂油料、煤焦钢是 2013 年度的市场焦点。
- 由中央主导的经济增长结构转型、提倡市场主导资源配置的政策指引下：投资扩张减速、消费刺激政策密集出台。靠近上游工业生产端的商品需求较靠近下游消费端商品的需求下滑更快，价格表现相对疲软。这样的经济大格局造就了 2013 年度的“农强工弱”。未来，国内货币政策的“内紧外松”，国外经济政策的不确定，将与供需一起作为市场变化的主要风险源。
- 我们预期 2014 年南华商品指数会有大约 10% 的下跌幅度，同时品种的跨期价差特征还会延续下去，而跨品种的强弱格局对于展期的依赖性依旧会很强。波动率持续低位的周期不会很长，期待市场波动的快速放大。

智慧创造奇迹
一流的咨询，卓越的服务
First class consultancy Excellent services

南华期货研究所

余礼江

yulijiang@nawaa.com

闫永慧

yanyonghui@nawaa.com

张巍威

zhangweiwei@nawaa.com

Tel:0571-87839256

第 1 章	引言	4
第 2 章	回顾	6
2.1.	成交、持仓	7
2.2.	市场结构分析	9
2.3.	跨市场比较	11
2.4.	南华商品指数与 CPI、PPI	14
2.5.	期限结构特征	15
2.6.	策略指数走势	16
第 3 章	投资时钟与南华商品指数	18
3.1.	全球主要经济体的“时刻”	18
3.2.	全球商品的“时刻”	19
第 4 章	展望	20
4.1.	资产轮动的展望：配置与收益来源	20
4.2.	品种 alpha 与供需弹性	20
4.3.	2014 年影响商品市场的主要因素	23
4.4.	预测：我们的追求	24
南华期货分支机构		25
免责声明		26

图表目录

图 1.1: 南华商品指数历史、2013 年走势	5
图 1.2: 南华商品指数波动变化	5
图 2.1: 我国商品期货品种上市情况	6
图 2.1.1: 2013 年我国商品期货市场各品种累计成交金额占比	7
图 2.1.2: 商品期货 2012、2013 累计成交同比变化	8
图 2.1.3: 各品种持仓占比	9
图 2.2.1: 南华商品指数不同品种收益波动情况	9
图 2.2.2: 商品市场主要品种阶段性涨跌	10
图 2.2.3: 南华商品指数历史、2013 年跳空缺口	11
图 2.2.4: 商品期货市场分品种历史、2013 年跳空缺口	11
图 2.3.1: 南华商品指数与国际商品指数比较	12
图 2.3.2: 南华商品指数与其他资本市场指数比较	13
图 2.3.3: 南华商品指数与其他分类指数比较	14
图 2.4.1: CPI、PPI 与南华商品指数月同比	14
图 2.5.1: 各个品种 2013 上半年与下半年升贴水变化情况	16
图 2.6.1: 资金策略	17
图 2.6.2: 动量	17
图 2.6.3: 会员持仓策略	18
图 3.1.1: 投资时钟	19
图 4.2.1: 各个品种历年收益率偏度	21
图 4.2.2: 各个品种 2013 下半年相对 NHCI 比价	22
图 4.2.3: 各个品种 2013 下半年相对 NHCI 超额收益	22
表 1.1: 2013 年 6 月南华商品指数及板块分类指数最新权重调整	4
表 2.1.1: 期货市场分类别单边累计成交概况	7
表 2.3.1: 南华商品指数与国际商品指数相关系数	12
表 2.3.2: 南华商品指数与其他资本市场相关系数	12
表 2.3.3: 南华商品指数与其他分类相关系数	13
表 2.5.1: 2009-2013 年主要品种半年度升贴水	15

第1章 引言

2013年6月3日，按照《南华商品指数编制细则》中固定时间权重调整原则，我们对南华商品指数以及各大板块分类指数的权重进行了定期调整。品种的进入退出以及权重计算主要基于商品在国民经济中的影响力和商品在期货市场中的地位两方面来考虑，其次结合入选品种的多样性、代表性、流动性原则来确定品种的进入与退出，并计算出相应的权重。南华商品指数权重调整如此，各大板块分类指数的权重调整基本类似。

表 1.1：2013 年 6 月南华商品指数及板块分类指数最新权重调整

品种	南华商品指数	南华工业品指数	南华农产品指数	南华金属指数	南华能化指数	南华贵金属指数
大豆	3.55%		9.35%			
豆油	5.41%		14.34%			
玉米	3.07%		8.03%			
聚乙烯	3.53%	5.90%			19.30%	
强麦	2.17%		5.69%			
棉花	6.10%		16.15%			
白糖	7.60%		20.18%			
黄金	2.31%					42.45%
锌	4.15%	7.13%		25.00%		
燃油						
PTA	3.68%	6.17%			20.19%	
铜	13.34%	22.66%		25.00%		
铝	2.66%	4.26%		20.35%		
橡胶	10.54%	18.31%			25.00%	
豆粕	4.58%		12.13%			
螺纹钢	9.91%	16.37%		25.00%		
早籼稻			6.60%			
PVC	2.00%	2.00%			5.32%	
棕榈油	2.08%		5.53%			
菜籽油			2.00%			
铅		2.00%		4.65%		
焦炭	8.30%	13.20%			25.00%	
甲醇	2.00%	2.00%			5.19%	
线材						
白银	3.02%					57.55%

资料来源：南华研究

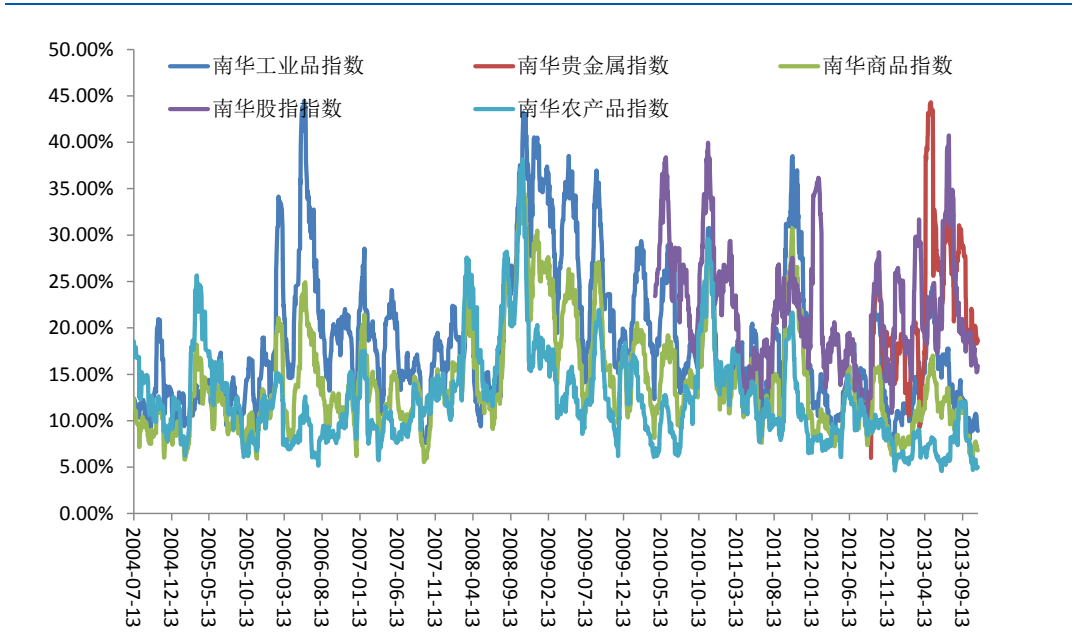
2013 年是我国期货市场新品种上市最密集的一年，考虑到新上市品种的稳定性，南华商品指数规定上市未满一年的品种不纳入指数备选品种，特殊情况，经指数管理委员会讨论纳入指数的品种除外。就目前南华商品指数入选品种权重来看，铜、橡胶、螺纹钢仍然位居前三。焦炭在 2013 年度以其倍增的成交持仓量，权重由原来的第六位上升到第四位。郑油、早籼稻因成交相对疲软而落选，甲醇因消费走强成为指数新入选品种，其他入选品种权重变化适中。各大板块指数中，南华工业品指数权重位居前四的品种分别为铜、橡胶、螺纹钢、焦炭；南华农产品指数权重位居前四的品种分别为白糖、棉花、豆油、豆粕；南华金属指数中除铅之外，其他基本金属权重占比都达到了 20%以上；南华能化指数权重位居前四的品种为橡胶、焦炭、PTA、聚乙烯；南华贵金属指数中黄金、白银权重大小格局未变，变动误差均在 5%以内。

图 2.1：南华商品指数历史、2013 年走势



资料来源：南华研究

图 2.1：南华商品指数波动变化



资料来源：南华研究

从南华商品指数走势来看，2013 年 1 月，市场延续了 2012 年年末的上涨行情，带动此轮上涨的是豆粕、菜粕、螺纹钢，明星品种豆粕更不用说，在剧烈震荡中延续着其强势的上涨行情，菜粕作为跟随，螺纹钢在新城镇化政策利好驱动下，也走出了一波小幅上涨。

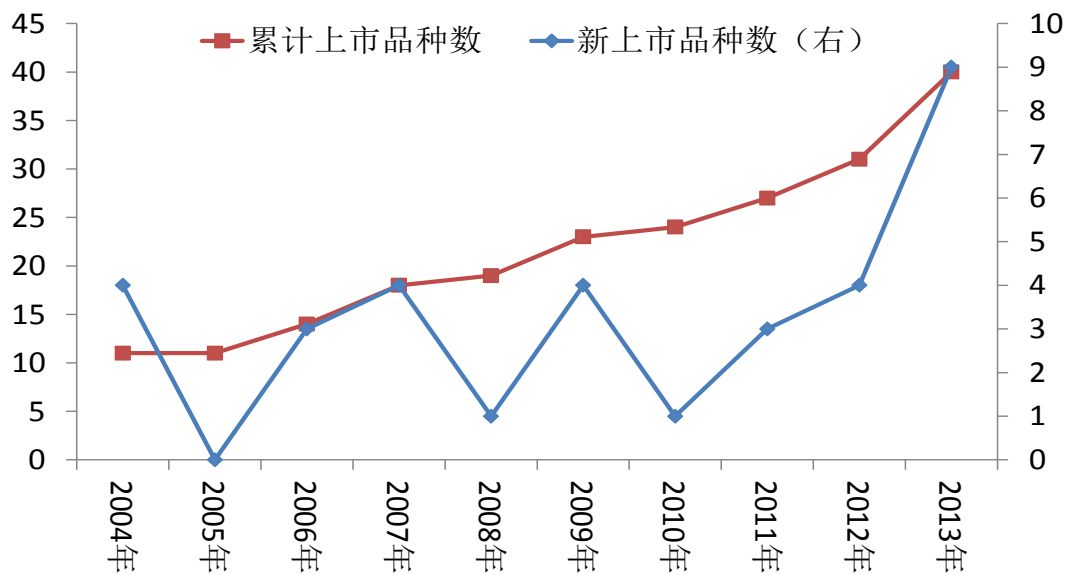
然而，这些仅是 2012 年行情的延续，那么 2013 年商品市场的主基调是什么呢？无疑投资者会想到下跌、调整、再下跌。没错，从 2013 年南华商品指数的走势来看，毫无疑问是正确的。更深一层的思考，去产能、去库存、新品种密集上市才是 2013 年商品市场的主线。具体的分析我们将在后边进行。

波动率是度量价格变化的剧烈、快慢程度的一个指标，可作为风险的代名词，也可作为市场情绪的反应。波动率处于高位，一般情况下代表市场情绪亢奋，前期积聚的能量在此时得到释放，通常此种情况下市场处于趋势性行情中。相反，市场处于低位的时候，也代表着市场情绪相当温和，如果一直下滑至一个绝对低位，或许就是在对未来市场行情爆发的能量集聚。2013 年的商品指数波动率走势从年初的低位向上回升，5 月上旬达到年度高点，之后一路下滑，到目前为止，南华商品指数波动率已接近历史绝对低位。2014 年是否会如我们对波动率的分析那样，市场在集聚能量酝酿下一波行情的出现，我们拭目以待。

第2章 回顾

2013 年我国期货市场的改革创新力度加大加快，表现有三：资产管理业务放开是其一，期货公司的现货风险管理子公司业务的开放是其二，最后就是新品种的密集上市。截止 2013 年 12 月 6 日大连商品交易所新品种纤维板和胶合板的上市，包括金融期货国债和股指，我国期货市场品种总数已经达 40 个，今年一年新上市 9 个新品种，为我国期货市场史上上市品种最多的一年。9 个品种中包括有国债、动力煤、铁矿石这些在各自行业领域占据重要地位的品种，也有服务于三农作为我国第一个牧畜类期货品种鸡蛋的上市。等等的变化，一方面给市场带来新的生机，同时也给市场带来不一样的改变。

图 2.1：我国商品期货品种上市情况



资料来源：南华研究

2.1. 成交、持仓

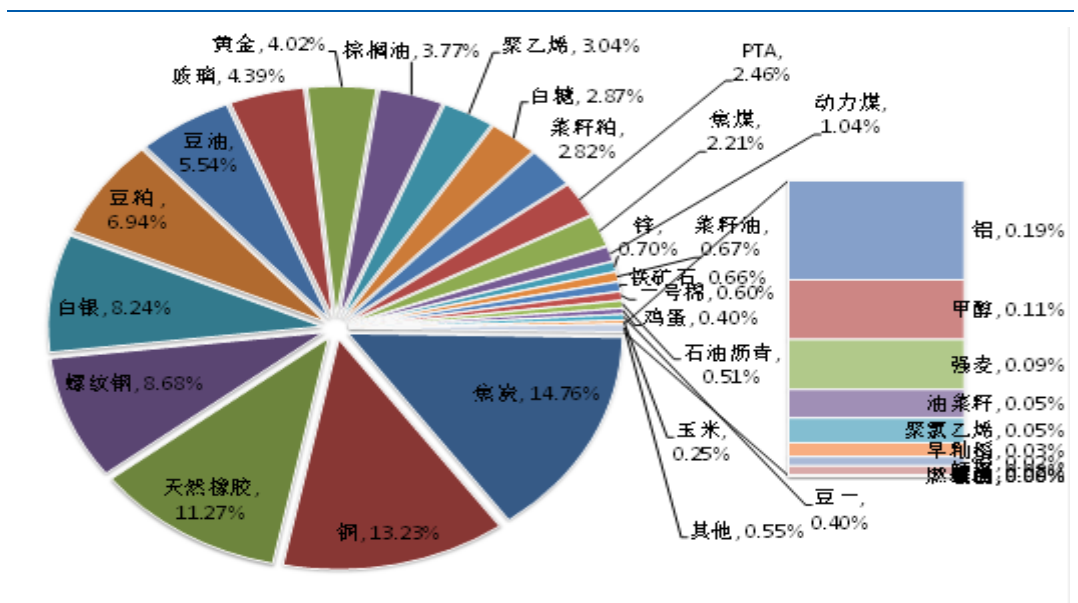
从期货市场整体成交金额来综合观察我国期货市场的发展变化，2013 年，我国期货市场单边累计成交金额达到 272.43 万亿元（为了便于比较，不足一年的情况均经过年化近似处理，下文所用到的成交持仓金额均做相同处理），从 2012 年到 2013 年累计成交总额同比增加 52.42%，金融期货为整个期货市场成交金额的增长贡献了 87.60%，商品期货为整个期货市场成交金额的增长贡献了 26.51%，2013 年新品种的上市为期货市场贡献了 2.68%，与此同时我们可以注意到，金融期货在成交金额上超越了商品期货市场的总成交金额。相比 2011-2012 年的累计成交同比增长，2013 年金融期货市场总成交金额仍然保持高速增长，商品市场增长速度有所提升，由原来的 8.39% 增长到 26.51%。整体来看，2013 年金融期货市场仍然保持着高速发展，商品期货市场在不断的改革创新推动下，市场也得到了加速发展。

表 2.1.1：期货市场分类别单边累计成交概况

	2013 年成交总额	2012 年成交总额	2011 年成交总额	2013 年累计成交同比	2012 年累计成交同比	2013 新品种成交贡献
期货	272.43	178.72	138.68	52.43%	28.87%	2.68%
金融期货	142.28	75.84	43.77	87.60%	73.29%	0.70%
商品期货	130.15	102.87	94.92	26.51%	8.39%	4.84%

资料来源：中国期货业协会，南华研究 数据截止日期为 2013 年 11 月，不足一年数据经年化处理，成交总额单位：万亿元

图 2.1.1：2013 年我国商品期货市场各品种累计成交金额占比



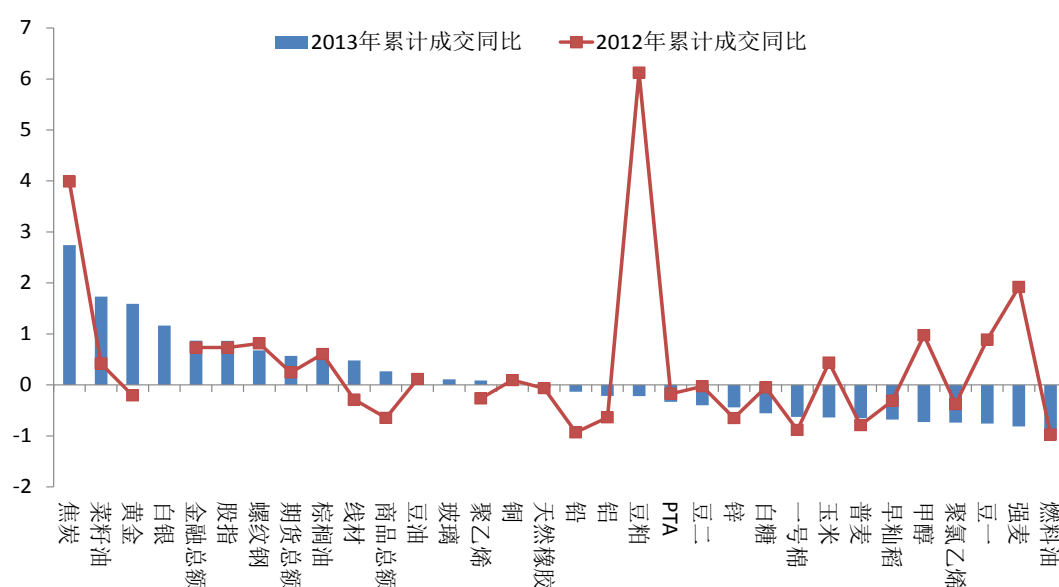
资料来源：中国期货业协会，南华研究 数据截止日期为 2013 年 11 月，不足一年数据经年化处理

不同品种受到市场不同行情变化所影响，以及期货市场品种结构的不断完善和成熟，资金对他们的关注程度也发生着不同的变化。2013 年商品市场总成交金额占比，焦炭、铜、天胶、螺纹、白银分别以 14.76%、13.23%、11.27%、8.68%、8.24% 的成交占比位居前五，

且占比排名前五的这些品种累计占比已经超过了市场成交的 50%。成交占比大于 5%的品种还有豆粕、豆油。

焦炭、焦煤、螺纹钢以及新上市的铁矿石，随着产业链的不断完善，焦炭这一波动较大的品种被资金推向高潮，2012 年、2013 年都成倍的增长，2013 年不管是从总的成交占比还是成交增速来讲，焦炭都一举夺魁，在焦炭成交增长的同时，螺纹钢在 2012 年与 2013 年中都保持了高速的增长。与煤焦钢类似的具有完整产业链的还有菜籽、菜粕、菜油，菜油在 2012 年年底随着菜籽、菜粕的上市，成交同比增长仅此于焦炭位居第二，黄金、白银，以及油脂油料他们在市场发生大的变化的同时，结合他们各自之间的相关关系，被市场有效利用，成交相互所依，共同放大，黄金在这里尤为凸显，白银上市之后，投资者有了更大的操作空间，2013 年黄金由 2012 年成交的萎缩转为以接近 150% 的速度增长，贵金属成交的大幅增长，白银功不可没。铜、天胶相比其他品种市场成熟度较高，他们的成交稳居前五。

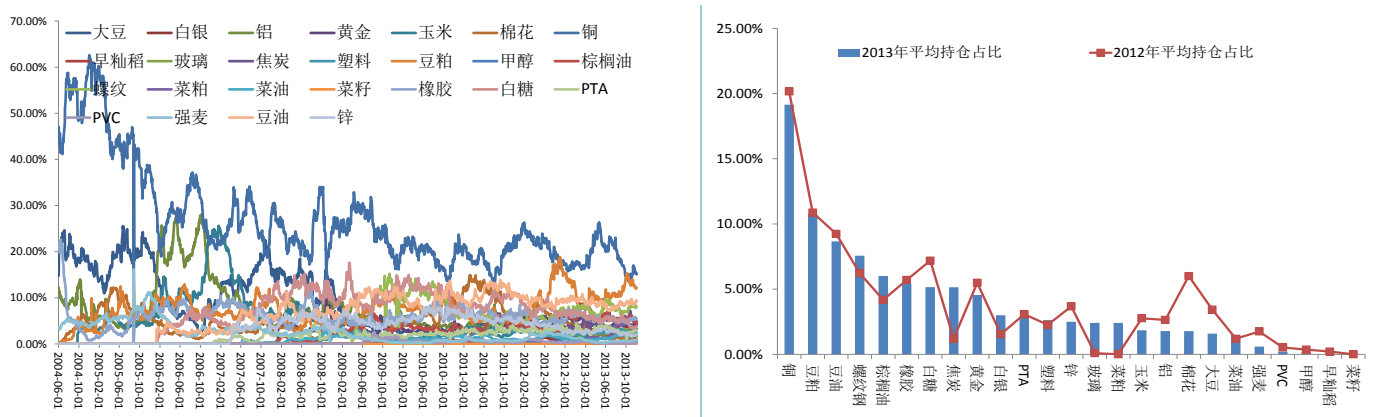
图 2.1.2：商品期货 2012、2013 累计成交同比变化



资料来源：中国期货业协会，南华研究 数据截止日期为 2013 年 11 月，不足一年数据经年化处理

期货品种的持仓占比居前，从市场参与者角度来分析，有两类：一类是产业客户进行的套期保值，另外一类是对冲资金的持仓。套期保值者与实体产业相结合，会根据自己的需求进行期货持仓管理，相反较少的持仓头寸变动还可以降低其的交易成本。对冲资金在相反方向头寸的持有下，赚取的是一种阿尔法收益，持仓头寸面对市场的变化，风险会将的很低。相比较 2012 年与 2013 年的品种平均持仓占比，整体结构未发生大的变化，铜、豆粕、豆油、螺纹钢、棕榈油、橡胶、白糖、焦炭、黄金、白银相对居前，市场成熟度高、品种结构完善是这些品种的共性。农产品中，白糖、棉花变化较大，他们的变化主要受到各自行情的影响。

图 2.1.3: 各品种持仓占比



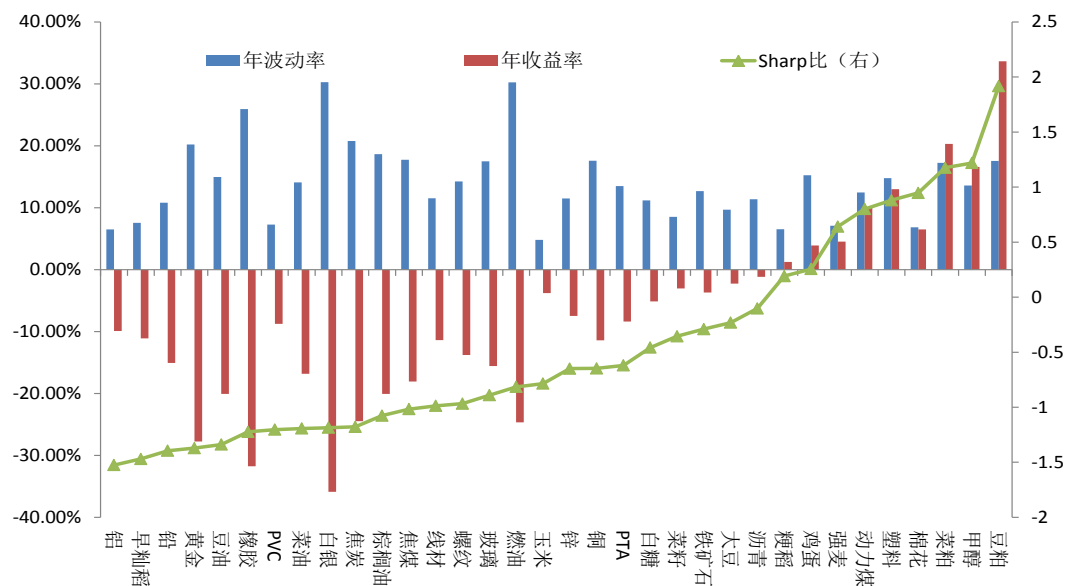
资料来源：南华研究；数据截止日期为 2013 年 12 月

2.2. 市场结构分析

2.2.1. 收益、风险分析

南华商品指数合理的展期设置，有效的反应了品种投资的真实收益。对 2013 年各个品种指数进行收益波动计算，涨幅最大的为豆粕 17.56%、菜粕 17.26%、甲醇 13.6%、塑料 14.78%、动力煤 12.47%，下跌幅度最大的为白银-35.88%、橡胶-31.74%、黄金-27.74%、燃油-24.65%、-焦炭 24.46%。涨幅居前的几个品种，都是受到其自身的低库存或者季节性需求等的影响，跌幅居前的几个品种总，以贵金属和能源化工为主，再观察南华商品指数中权重较大的铜、螺纹，分别下跌-11.40%、-11.80%。结合南华商品指数的走势，我们可以得出宏观经济以及产能库存高位主导着 2013 年商品走势。

图 2.2.1: 南华商品指数不同品种收益波动情况

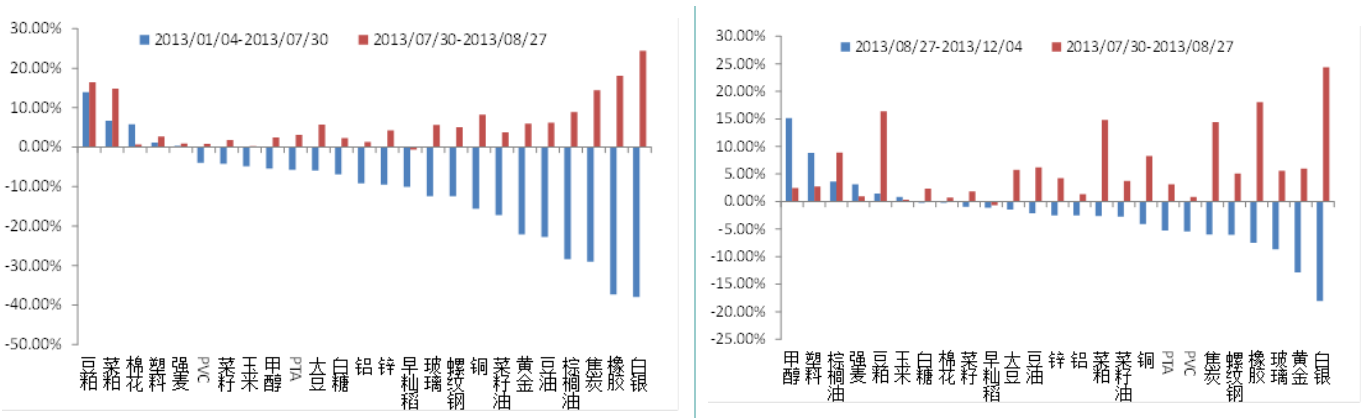


资料来源：南华研究 数据截止日期为 2013 年 12 月，2013 年成交数据经年化

对各品种波动率进行排序，波动标准差最大的是白银、燃油、橡胶、焦炭、黄金，令人惊喜的是可以发现，波动标准差较大的几个品种都是下跌幅度居前的几个品种，波动的不对称性，且下跌中波动将会异常增大，在这里也得到验证。波动最小的品种分别为玉米、铝、粳稻、棉花、强麦，这些品种由于成交量小且无什么大的行情而导致。那么从收益风险角度来讲，2013 年最具有投资价值的便是豆粕、甲醇、棉花、塑料、动力煤。

我们将 2013 年南华商品指数按照大的趋势进行阶段性划分，1 月 4 日到 7 月 30 日，持续性下跌，7 月 30 日到 8 月 27 日，市场小幅反弹，之后的 8 月 27 日至今，市场在反弹无力的状态下，回归到弱势下跌中。对不同的阶段进行分阶段行情解读，第一阶段，带动市场走低的品种分别有白银、橡胶、焦炭、棕榈油、豆油，第一阶段跌幅最大的几个品种，下图中可以发现，在短短的时间之内得到了强势反抽，在时间轴上的品种轮动，以及超跌反弹在这里又得到了很好地验证，不知道广大投资者有没有抓住其中的机会来扩大受益。第三阶段，在第二阶段反弹较大的品种中，虽然也再次出现了大幅的下跌，但是下跌幅度明显较第一阶段的下跌减弱，且与之前的两个时间区间不同的是各个品种分化更为严重，之前的下跌反弹行情不再那么完美，第一阶段下跌的市场本我，是否还能够延续，不同的品种给出了不同的回应，南华商品指数的波动率此时也降到了历史低位，行情的变化似乎正在酝酿之中。

图 2.2.2：商品市场主要品种阶段性涨跌



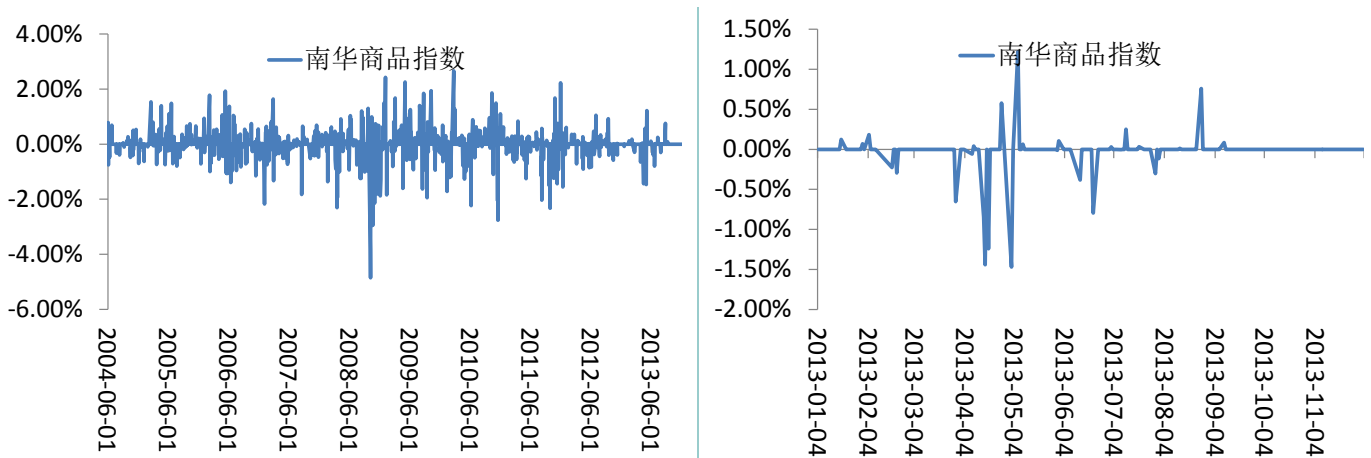
资料来源：南华研究；截止日期为 2013 年 12 月

2.2.2 缺口分析

缺口是指今日开盘价格高于昨日最高价或者低于昨日最低价而导致的价格区间空白，不连续的价格跳空缺口往往是由于隔夜突变的市場信息以及获得信息的不对称而导致。南华商品指数的标的商品均为中国期货市场的大宗商品，世界经济一体化的强化，很多商品受到世界经济形势和金融形势的影响，加上国内期货市场的交易时间偏短，隔夜外盘行情的走势或者突发的重大消息，均会使得南华商品指数和分类指数不可避免地出现隔夜跳空的缺口。

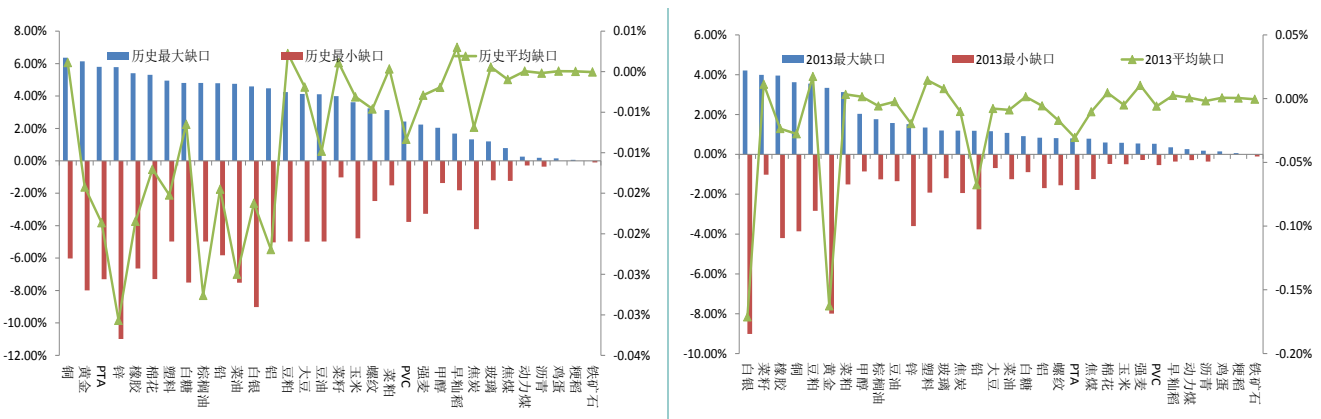
从 2013 年的跳空缺口来说，随着品种数目的增加和权重的分散，以及南华商品指数的低位运行，跳空缺口的频率和幅度都在大幅减弱。2013 年 4 月底 5 月初，大幅度的跳空缺口出现，始作俑者便是贵金属的大幅下跌，国际市场的突变所导致。除此之外，2013 整体行情较为稳定，趋势性较强，价格连续性较好。

图 2.2.3: 南华商品指数历史、2013 年跳空缺口



资料来源：中国期货业协会 南华研究；截止日期为 2013 年 12 月

图 2.2.4: 商品期货市场分品种历史、2013 年跳空缺口



资料来源：中国期货业协会 南华研究；截止日期为 2013 年 12 月

分品种来看，历史平均缺口仍然主要以下跌为主，长期中锌、棕榈油、菜油、铝、橡胶平均下跌缺口幅度最大，期货市场虽然有做空机制存在，但是这里显然可以发现，市场对下跌还是最容易形成恐慌的。2013 年，贵金属下跌缺口最大，其它品种基本稳定，除贵金属之外，橡胶、铜、铅缺口对南华商品指数缺口的贡献最大。

2.3. 跨市场比较

与国际商品市场指数相比，由于不同商品指数标的品种不一样，且不同的品种权重设置的差异，对市场的表征作用也会出现绝对的差异，一方面是由国内外市场自身走势差异所导致，另一方面与其不同的成分组成也有很大关系。由于国内外商品市场受到全球经济一体化的影响，2013 年南华商品指数与国外主要商品指数的走势仍然表现出较强的一致下跌趋势，但是从他们之间的两两相关系数，我们警觉的发现南华商品指数与国外商品指数的相关性进一步走低。同时，德银商品指数与其他商品指数相关系数也异常走低，我们知道德银商品指数标的品种为原油、取暖油、铝、玉米、小麦、黄金六个品种，2013 年农产品豆类油脂的市场表现，未能够得到体现，而这个又主要驱动了其他指数的走势。

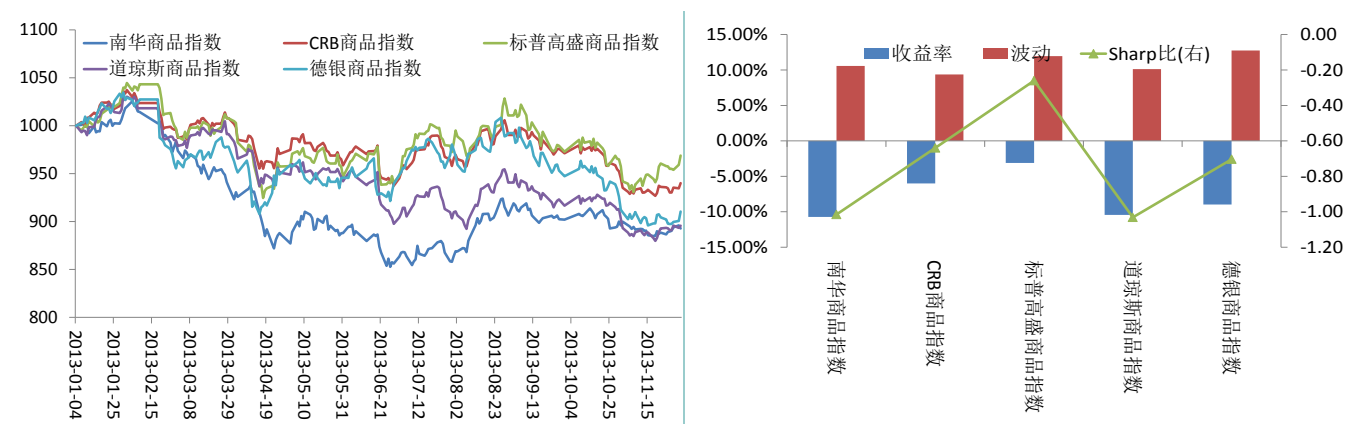
表 2.3.1: 南华商品指数与国际商品指数相关系数

	南华商品指数	CRB 商品指数	标普高盛商品指数	道琼斯商品指数	德银商品指数
南华商品指数	100.00%	36.44%	27.36%	37.61%	-2.04%
CRB 商品指数		100.00%	85.36%	90.20%	12.46%
标普高盛商品指数			100.00%	76.32%	9.84%
道琼斯商品指数				100.00%	13.82%
德银商品指数					100.00%

资料来源: bloomberg 南华研究

从投资收益风险角度来看, 2013 年南华商品走势跌幅最大, 波动居中, 与其他国际商品指数来比较, 收益最差, 收益风险比也同样表现不好。虽然各大指数都呈现下跌, 但是标普高盛商品指数跌幅最小, 从收益风险比来讲, 其表现最好, 也就是 2013 年对标普高盛商品指数的投资在各大商品指数中是最好的选择。

图 2.3.1: 南华商品指数与国际商品指数比较



资料来源: bloomberg 南华研究

表 2.3.2: 南华商品指数与其他资本市场相关系数

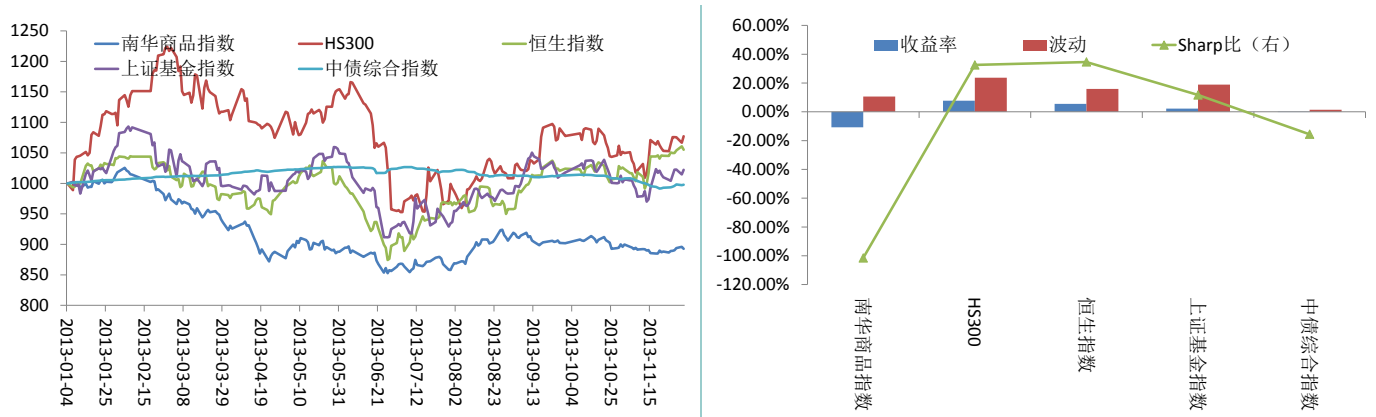
	南华商品指数	HS300	恒生指数	上证基金指数	中债综合指数
南华商品指数	100.00%	3.09%	2.69%	49.84%	3.14%
HS300		100.00%	3.75%	0.81%	-9.27%
恒生指数			100.00%	13.40%	-3.91%
上证基金指数				100.00%	7.79%
中债综合指数					100.00%

资料来源: bloomberg 南华研究

与其他资本市场指数相比, 不同的指数反应着不同的市场特征, 相互之间的相关性均处于低位。处于低位的相关性, 从投资组合角度来讲, 极大的分散化了单独投资的市场风险。从不同指数 2013 年的收益风险情况来看, 其他资本市场指数都表现出一定程度的正收益,

唯有南华商品指数表现为负收益，在下跌中的商品走势下，证券市场中的股票、基金都是投资者相对不错的选择。

图 2.3.2: 南华商品指数与其他资本市场指数比较



资料来源: bloomberg 南华研究

南华商品指数由综合指数、五大板块指数以及品种指数组成，需要说明的是南华工业指数是由金属与能化品种共同构成。从大类指数的走势以及相关性来看，2013 年南华商品指数与南华金属指数极为一致，南华能化指数与工业品指数相关性最高，南华农产品指数与南华贵金属指数相对来讲较为特立独行，分别演绎他们自己不同的行情，就相关性来看，把握农产品与工业品、能化品种之间的板块轮动规律，或者进行不同板块之间的组合分散化投资，都会给投资者带来一定程度的贝塔或者阿尔法收益。

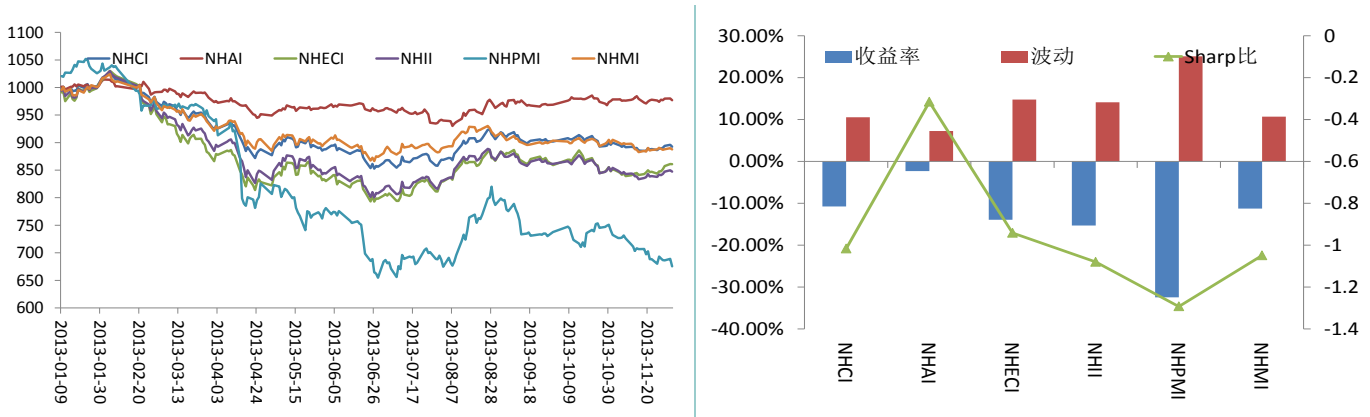
表 2.3.3: 南华商品指数与其他分类相关系数

	NHCI	NHAI	NHECI	NHII	NHPMI	NHMI
NHCI	100.00%	69.58%	93.42%	96.83%	59.06%	89.77%
NHAI		100.00%	52.85%	52.02%	35.30%	47.16%
NHECI			100.00%	95.84%	45.22%	80.52%
NHII				100.00%	49.08%	92.81%
NHPMI					100.00%	47.97%
NHMI						100.00%

资料来源: bloomberg 南华研究

将南华各大板块指数与综合指数之间进行收益风险对比，不可避免的仍然是下跌，然而农产品在下跌中变现除了显著的抗跌特性，下跌幅度最小，波动也最小，其他指数中，南华贵金属指数下跌幅度最大，波动也同样最高，工业品指数居其次，跌幅居其次，波动也仅次于南华贵金属指数，综合起来考虑，贵金属的大幅波动风险亦最大，做空是能够获得高额的收益，但是也同样面临着巨大的风险。因此，整个 2013 年，多农产品空能化品或者说，多南华农产品指数，空南华能化指数或许是 2013 年国内商品期货市场上最好的投资选择。

图 2.3.3: 南华商品指数与其他分类指数比较



资料来源：南华研究

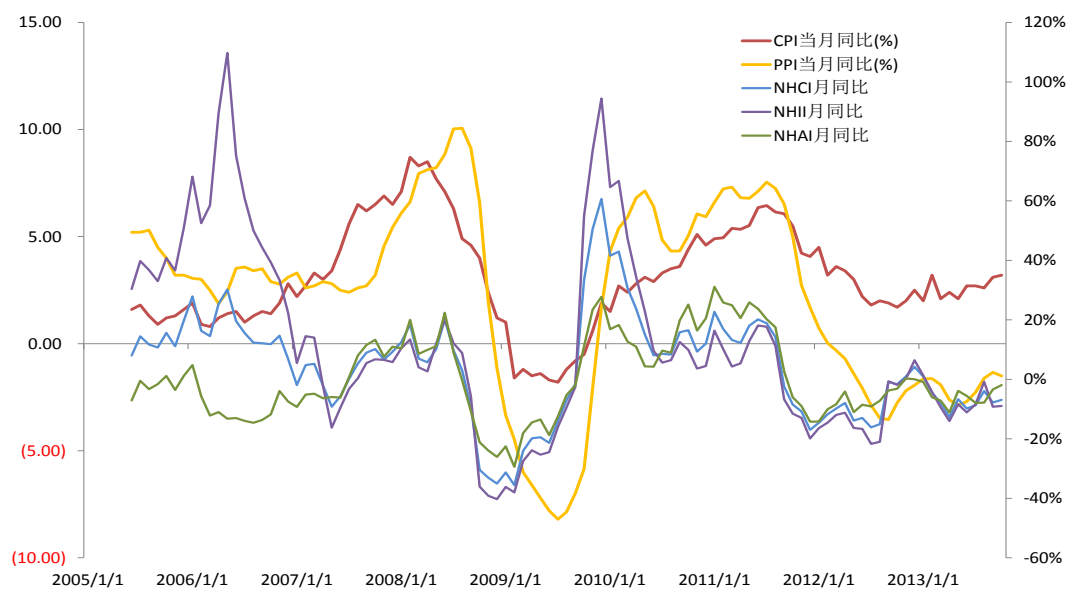
2.4. 南华商品指数与 CPI、PPI

从南华农产品指数与工业品指数的表现看，2013 年“农强工弱”的格局非常明显，与年内 CPI 较 PPI 走势强劲的特征一致。

这是由当前宏观经济格局所决定的，在中央主导的经济增长结构转型、提倡市场主导资源配置的政策指引下：投资扩张减速、消费刺激政策密集出台。靠近上游工业生产端的商品需求较靠近下游消费端商品的需求下滑更快，价格表现相对疲软。

南华农产品指数、能化指数与金属指数走势的相对强弱关系很好的反映了当前宏观调控政策对商品价格的相对影响程度。

图 2.4.1: CPI、PPI 与南华商品指数月同比



资料来源：南华研究

随着改革政策的推进，资本与劳动力等资源的流动将更加“市场化”，消费与服务领域的上升空间较以往行政化主导的工业投资领域更大，意味着整个经济增长中“需求驱动”的成分会逐步扩大，这反过来又会引领相关领域和行业的产业升级以带动新的投资扩张。

由“投资推动消费”转变为“消费引领投资”增长模式的过程是一个经济体从发展中国家转型为发达国家所必须经历的。这也决定了未来很长一段时间内，我国经济运行过程中商品生产、需求和利润分配格局将完全不同于过去 10 年，不仅传统投资主导的工业品价格较下游消费端的商品价格的“相对疲软”会呈现趋势性特征，而且两者的驱动关系将由原来的“投资带动消费”转变为“消费引领投资”。

初步预计，2014 年南华农产品指数与工业品指数的相对关系仍将是“农强工弱”。

2.5. 期限结构特征

2013 年注定是个贴水年。正如下表突出显示的近期贴水品种，大部分都是 2013 年的明星品种，突出的特点是“有趋势高波动”。可以把大幅贴水分成两类，第一类是以豆粕、LLDPE 为代表的牛市派，第二类是一大豆、早籼稻、菜籽油、棉花、白糖、TA 为代表熊市派。这两类基本面截然相反，却不约而同地走出了大趋势。

表 2.5.1：2009-2013 年主要品种半年度升贴水

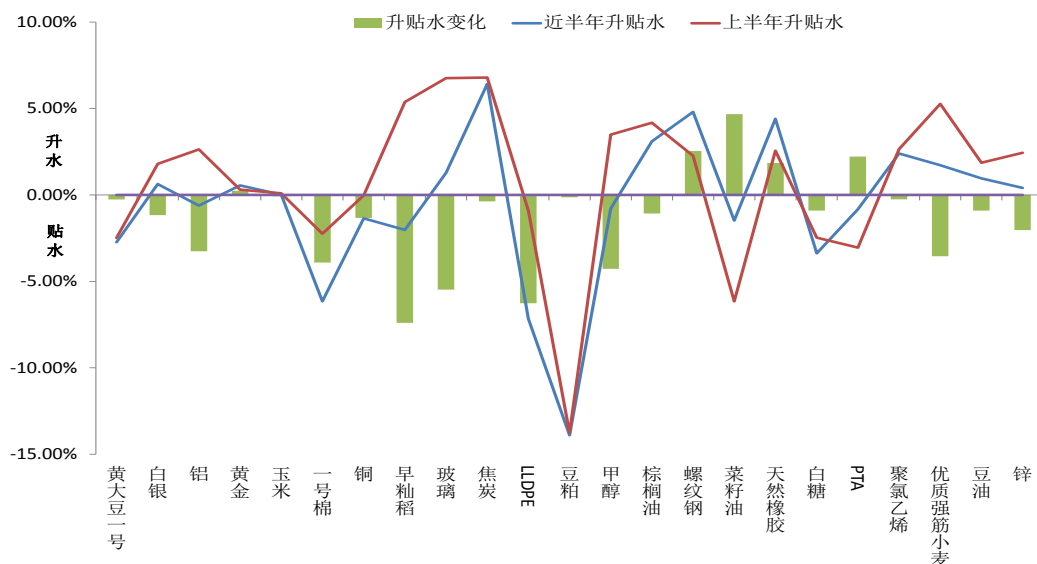
农产品	黄大豆一号	玉米	早籼稻	豆粕	棕榈油	菜籽油	一号棉	白糖	优质强筋小麦	豆油
2009 上	贴水	升水		贴水	贴水	贴水	升水	升水	升水	升水
2009 下	贴水	升水	升水	贴水	升水	升水	升水	升水	升水	升水
2010 上	升水	贴水	升水	贴水	升水	升水	升水	升水	升水	升水
2010 下	升水	升水	升水	升水	升水	升水	贴水	升水	升水	升水
2011 上	升水	升水	升水	贴水	升水	升水	贴水	贴水	升水	升水
2011 下	升水	升水	升水	升水	升水	升水	升水	贴水	升水	升水
2012 上	升水	贴水	升水	贴水	升水	升水	升水	贴水	升水	升水
2012 下	升水	升水	升水	贴水	升水	贴水	贴水	贴水	升水	升水
2013 上	贴水	升水	升水	贴水	升水	贴水	贴水	贴水	升水	升水
2013 下	贴水	升水	贴水	贴水	升水	贴水	贴水	贴水	升水	升水

工业品	铝	铜	燃料油	焦炭	LLDPE	螺纹钢	天然橡胶	PTA	聚氯乙烯	锌
2009 上	贴水	贴水	升水		贴水		贴水	贴水		升水
2009 下	升水	升水	升水		升水	升水	升水	升水	升水	升水
2010 上	升水	升水	升水		升水	升水	贴水	升水	升水	升水
2010 下	升水	升水	升水		升水	升水	升水	升水	升水	升水
2011 上	升水	贴水	升水		升水	升水	贴水	贴水	升水	升水
2011 下	贴水	贴水	贴水	升水	升水	贴水	贴水	贴水	升水	升水
2012 上	升水	贴水	升水	升水	升水	升水	贴水	贴水	升水	升水
2012 下	升水	贴水	升水	升水	贴水	贴水	贴水	贴水	升水	升水
2013 上	升水	贴水	贴水	升水	贴水	升水	升水	贴水	升水	升水
2013 下	贴水	贴水	升水	升水	贴水	升水	升水	贴水	升水	升水

资料来源：南华研究

贴水可以理解“伪装为多头的空头”或者“伪装为空头的多头”，虽然看起来视乎是矛盾的，却是可以统一的。升贴水的出现本来就反映了市场的多空两面性亦或期望与恐惧。当 L1401 多头推动价格节节攀升，L1405 就成为其空头内核的安全港湾；当大豆、菜籽油、棉花、早籼稻、白糖在政策性过剩的冲击下瀑布下跌，近月合约成为多头最后的落脚点。在追求长期绝对收益的情况下，应尽量避免做空贴水品种，做多升水品种。从上半年与下半年的升贴水对比变化可以看出，商品整个市场贴水还在加剧。

图 2.5.1：各个品种 2013 上半年与下半年升贴水变化情况



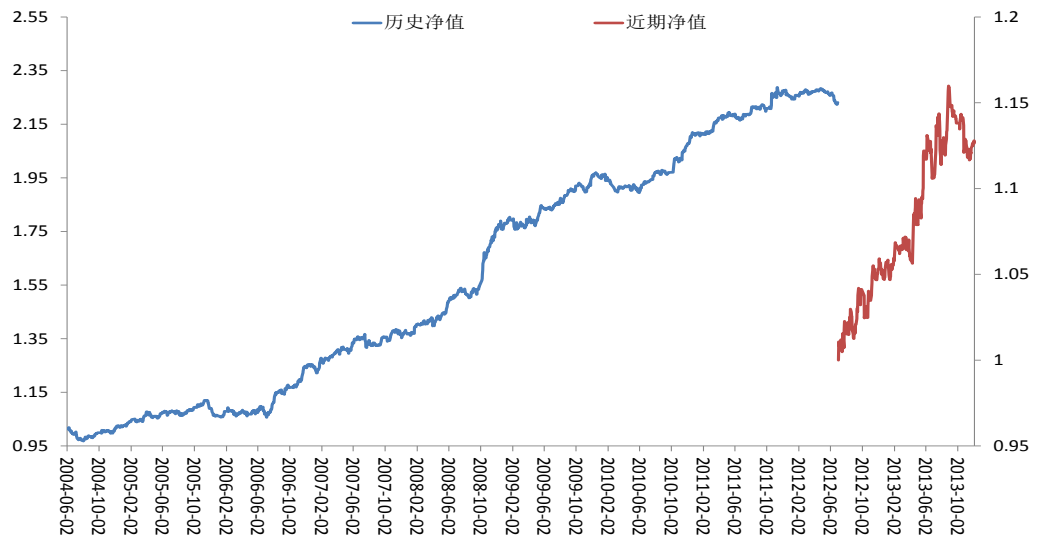
资料来源：南华研究

2014 年升贴水是延续还是逆转，现在还很难预测。但是市场情绪的变化却潜藏在升贴水变化中。

2.6. 策略指数走势

市场短期价格受当前市场资金流向影响很大，资金能助涨助跌。品种特性不同，资金对其价格走势影响不同，例如：金属中铜铝锌资金增加价格反向概率较大，而保持螺纹钢价格走向；农产品中大豆油脂类品种资金增加价格反向概率较大，而保持白糖价格走向；能化板块中塑料、PTA 资金增加价格反向概率较大，而保持 PVC 价格走向。我们分别从农产品、金属、能化选取大豆、铜、塑料，加上天胶共四个品种，来构建资金对冲组合。其中大豆、铜作为资金反向品种，塑料、天胶作为资金推动品种。2012 年 6 月至今资金对冲策略表现平稳，年化收益 8.4%，年化波动率 6.4%，最大回撤 6.4%。

图 2.6.1: 资金策略



资料来源：南华研究

动量对冲策略具有明显的季节性特征，每年的 11 月到次年 2 月表现较为突出，其余时段处于窄幅震荡，并且隔年进入一个上升周期从而保持收益曲线总体向上。年底市场对当年经济逐渐明朗，而政府往往此时出台宏观调控政策，使得市场走向容易较为一致。2012 年 6 月预测“2012 年底恰好处于隔年上升周期，动量对冲策略将会大概率上升”基本实现。预计 2014 年动量策略宽幅震荡可能性加大。2012 年 6 月至今动量对冲策略波动较大，年化收益 20.6%，年化波动率 17.2%，最大回撤 16%。

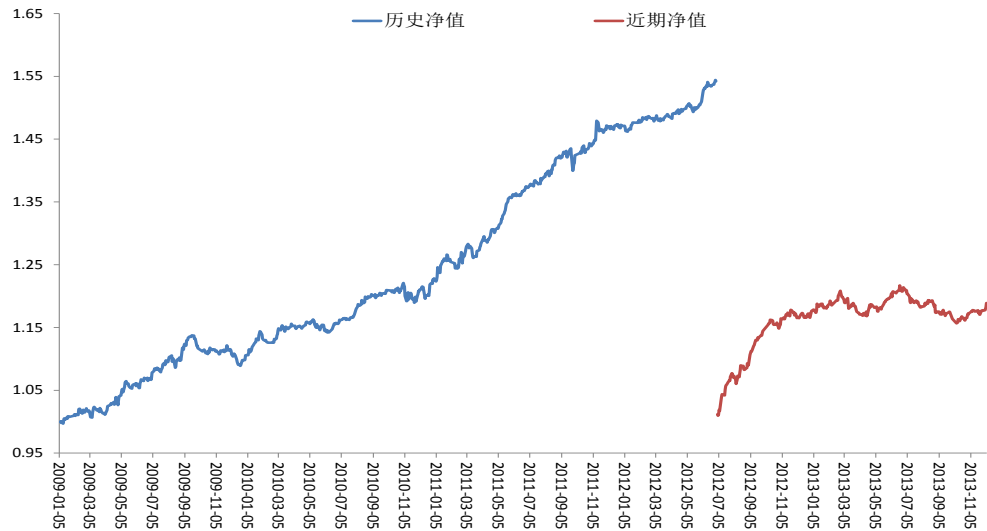
图 2.6.2: 动量



资料来源：南华研究

大商所公布各个合约会员单位持仓以及排名，假设交易中总是市场助理更具优势，那么在交易中主力的持仓情况蕴含的信息将更加有效。定义持仓排名靠前的会员为市场主力，排名靠后的会员市场非主力，那么在主力与非主力头寸背离时在主力净头寸方向开仓可以跟踪主力获得超额收益。2012 年 6 月至今会员持仓策略表现平稳，年化收益 12.6%，年化波动率 5.9%，最大回撤 5.1%。

图 2.6.3: 会员持仓策略



资料来源：南华研究

第3章 投资时钟与南华商品指数

3.1. 全球主要经济体的“时刻”

全球视角看，发达国家处于“债务窟窿修复基本完成、生产消费逐步复苏”阶段，而新兴经济体仍处于“去杠杆”阶段。

发达国家债务修复本是通过“货币宽松”完成的，金融体系的复苏步伐远超过实体经济，在长时间低利率环境下金融资产表现超过商品。发达国家所处的经济周期可以用美林投资时钟中“6点”到“9点”的相对位置来描述。从投资时钟看，仅以发达国家为对象，2014年实体经济的逐步复苏使得商品消费需求将进一步改善，商品价格将逐步上升。

新兴经济体基本上仍处于去杠杆过程，近期印度和巴西迫于通胀压力而先后加息，俄罗斯在国内通胀压力下也将利率维持在较高水（11月份俄央行长期债利率7.59%），中国国内利率持续走高的情况则稍有不同，其驱动因素主要是经济增长模式市场化转型的要求而非通胀压力。无论是通胀压力还是经济转型矛盾，当前新兴经济体均处于“利率上行”周期，用美林投资时钟表示，其经济周期处于“12点”到“3点”的相对位置。2014年新兴经济体的商品需求在经济去杠杆周期下将持续被抑制，商品价格下行可能性较大。

图 3.1.1: 投资时钟



资料来源：南华研究

3.2. 全球商品的“时刻”

如果将全球经济看作一个完整经济体，发达国家经济和新兴经济体的关系犹如金融与经济两大领域，投资时钟转动的驱动力在于货币政策和下游实际需求。一方面，发达国家量化宽松的政策本犹如一国中央银行降息一般向整个经济体释放流动性，资金在“利差”的指引下从发达国家流入新兴经济体（金融流入经济），从而启动全球经济的投资生产；另一方面，上述过程中产生的收入反过来又增加了新的消费需求，除了日常的商品与服务需求外还包括对金融资产的需求，投资生产活动衍生出的资金又部分分流到金融领域，从而完成了一次金融到经济最后回归金融的“轮转”，即完成一次投资时钟的转动。

本轮发达国家整体经济复苏程度远弱与以往的关键在于新兴经济体表现的相对低迷（整个经济体资金充裕，但对实际生产和消费的刺激效果不佳）。2014年，以中国为首的新兴经济体仍将处于调整阶段，决定了一旦发达国家退出宽松（整个经济体系资金收紧），全球经济的复苏部分将进一步放缓。因为发达国家经济复苏得再好也只是一个“金融范畴”内的复苏，真正推动全球经济复苏的力量必须来自实体经济领域，即新兴或其他发展中经济体的复苏。这也表示，以发达国家经济复苏程度超预期（欧美失业率、日本通胀率）作为退出货币宽松的条件，从全球经济整体角度看颇为不妥。

2014年全球商品的表现仍将决定于新兴经济体的表现，从上述“新兴经济体仍处于结构性调整阶段”与“发达国家在自身经济复苏好于预期背景下退出货币宽松概率增大”的主要矛盾判断：明年全球大宗商品需求将维持当前的疲软格局，而欧美退出量化宽松的行为将加剧这一疲软格局。

第4章 展望

4.1. 资产轮动的展望：配置与收益来源

自上而下看（改革政策方向）：

在一系列市场化改革政策推进下，“体系内”利率中枢将明显上移，“体系内外”二元市场的利差将进一步缩小。原有对经济增长贡献巨大的“体系内”主体将面临“去杠杆”过程，因此：总量上，整个经济增速必将放缓；结构上，实体经济的投资资金将从新分配。这里我们只讨论结构上的调整。

随着改革的深入，市场化机制将逐步健全，资金利率对投资风险和收益将更加敏感。资金将从“原有行政化主导下产能过剩的传统行业”转移到“市场化程度高、需求潜力大、利润空间高”的新兴领域。目前看，新兴领域主要属于房地产服务业以外的消费与服务领域，如能源供给、环保、通信、电子商务、物流仓储、金融服务、食品加工等。未来我们将看到，“去杠杆”与“加杠杆”共存的调整局面，其“分化”特征也是 2014 年资产配置的主基调。

就具体的配置选择而言，由于债券、房产等传统配置领域在“去杠杆”过程中仍处于风险释放阶段（流动性风险与信用违约风险），2014 年资金对这两个领域的配置选择将明显低于商品和股票。不过，资金对商品和股票的相对“青睐”也是结构性的，其配置资产“分化明显”的特征将更加突出。例如，商品市场靠近下游消费需求领域的商品表现将好于传统工业投资领域的，股票市场内部新兴产业类股票的表现将好于传统产业类的。

自左向右看（风险收益预期）：

市场化改革对整个经济的影响，我们认为应该是“以短期内的风险释放换取中长期收益增长空间”。在此判断下，市场对经济走势的预期很可能是“近弱远强”。

这一预期对股市和商品的影响将有所不同。股价更多反映了未来收益的期望值，而商品价格则必须回归到供需所决定的现货价格，因此对经济走势“近弱远强”的预期使得 2014 年股票配置的表现或将好于其所对应的商品。

就商品而言，在生产者更关心库存（资本占用）的前提下，“短期经济面临下行风险”的判断将抑制其“补库存”行为，但下游消费需求的放缓通常较慢（经济运行周期中，消费的调整一般滞后于供给）。因此，2014 年整个商品从“经济增速短期内放缓”角度看面临下行风险，但期限结构上可能会呈现“近强远弱”的特征。

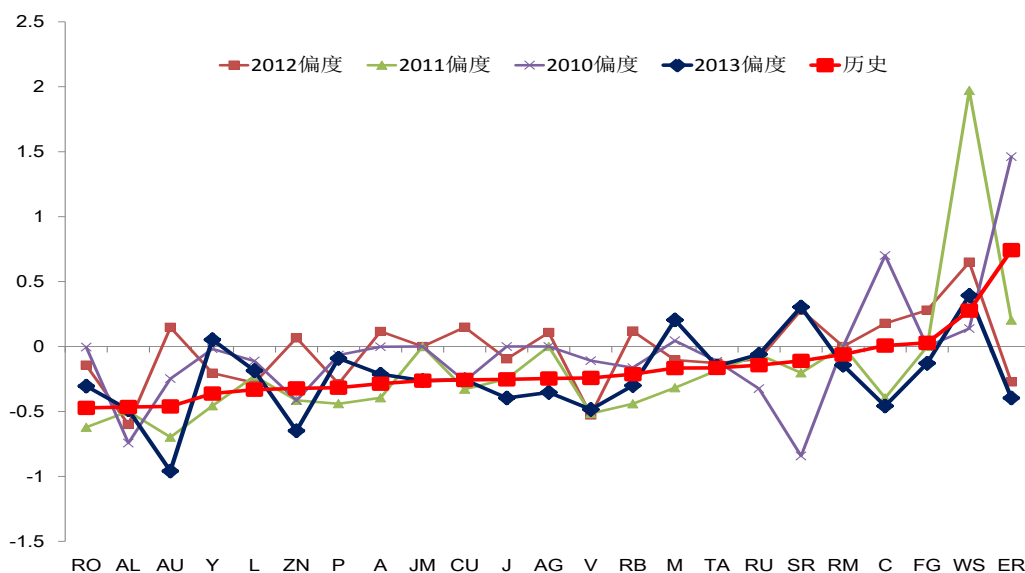
整体而言，自上而下看，2014 年资产配置应该以股票和商品为主；自左向右看，2014 年股票的表现或由于商品，而商品价格整体走势“近强远弱”格局的可能性较大。

4.2. 品种 alpha 与供需弹性

计算各个年份品种对数收益率的偏度，偏度可以很好描述分布的尾部特性，如果为右偏则代表大幅上涨的尾部较厚，左偏则代表大幅下跌的尾部较厚。根据商品价格波动的供需驱动因素不同，可以分为供应驱动型（如农产品）、需求驱动型（如工业品）、供应需求混合型（如橡胶，既有农产品属性也有工业品属性）。一般来说供应驱动型商品，供应弹性大于需

求弹性，当供应短缺时价格容易大幅上涨，在供应短时无法改善情况，往往出现急涨缓跌行情，导致收益率分布右偏；相反的，需求驱动型商品，需求弹性大于供应弹性，当需求大幅下降时价格容易大幅下跌，在需求短时无法改善情况，往往出现急跌缓涨行情，导致收益率分布左偏。对比 2010-2013 各年以及历史偏度可以看出偏度总体比较稳定，每年偏度在历史偏度附近波动。

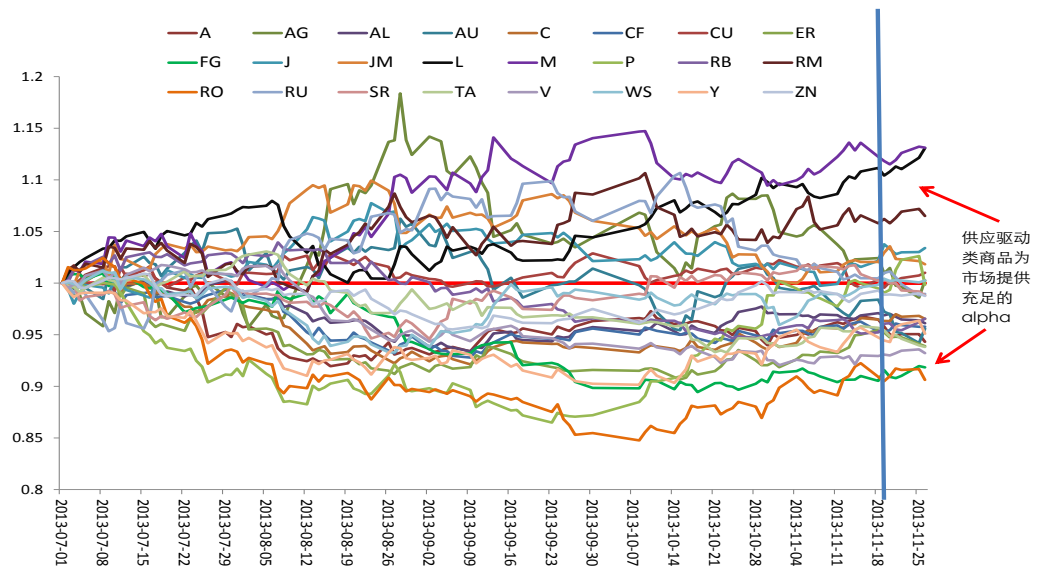
图 4.2.1：各个品种历年收益率偏度



资料来源：南华研究

观察历史偏度，按照之前的分类标准，可以看出早籼稻、强麦是典型的供应驱动型，相对应的铝、黄金、塑料、锌等工业品为典型的需求驱动型。但是该划分方法也是在有条件的情况下才显著。农产品类商品一般为供应驱动型，但在供应过剩的年份如 2013 年的菜籽油、棕榈油、豆油、玉米、早籼稻，需求占据了价格影响的主导地位，转变为需求驱动型。2013 年在饲料需求上涨的刚需带动下，豆粕呈现出供应驱动型特征，市场始终关注跟大豆产量相关的生长信息，一有风吹草动豆粕很容易大幅上涨。而白糖则在供应相对宽松的环境中走出了类似的特征，这与白糖生产企业定价控制能力不无关系。2013 年工业品总体呈现出需求疲软的格局，煤焦钢系列、有色系列偏度均低于历史均值，需求的恢复相当脆弱。在退出 QE、加息、CPI 下降等不利因素叠加下，黄金白银从 2012 年天堂掉落 2013 年地狱。

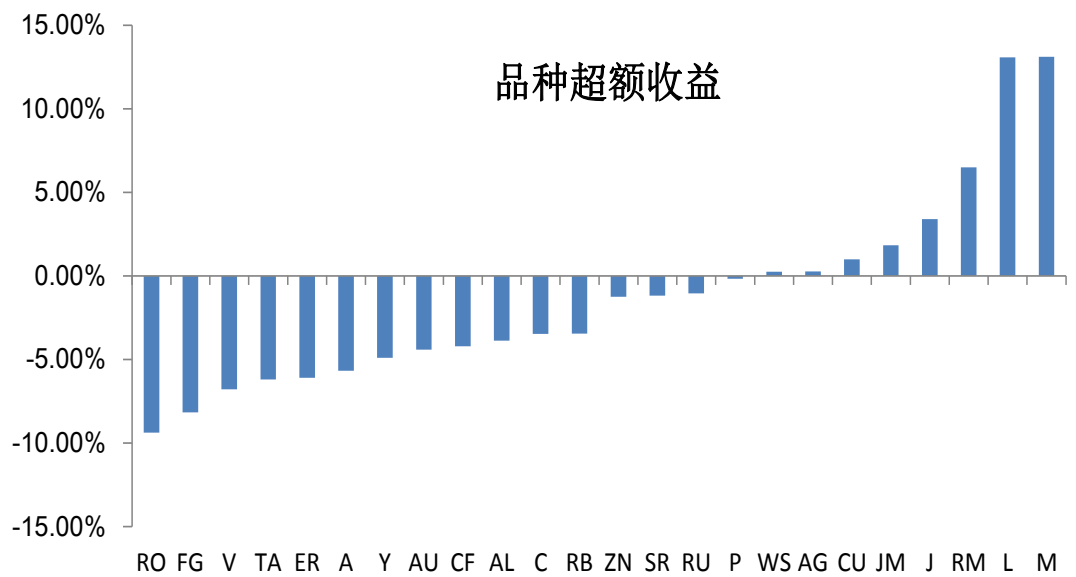
图 4.2.2: 各个品种 2013 下半年相对 NHCI 比价



资料来源：南华研究

横向来看，供应驱动类商品为商品市场提供了充足的 alpha，大豆油粕比、油菜籽油粕比无疑是 2013 年下半年的明星组合。而塑料、玻璃、PVC 则是工业品中的一组奇葩，塑料在一波波逼仓行情中乐此不疲，而建材面对房地产调控注定只有无抵抗低迷。

图 4.2.3: 各个品种 2013 下半年相对 NHCI 超额收益



资料来源：南华研究

4.3. 2014 年影响商品市场的主要因素

(1) 需求的预期

从经济增长结构性调整角度看，下游消费需求将强于上游投资。商品需求的强弱顺序：农产品→能化→金属，整体而言仍将是“农强工弱”。尽管“经济增长结构调整”的战略在 2011 年后提出而在今年才开始全面大力推行，但过去几年我国经济增长方式已经开始逐步发生改变，消费增长已成为经济增长的主要驱动因素。这与“工业品/农产品”比价关系在 2010 年后至今一直呈现稳步下行趋势的特征相符。

在“转型政策”全面推行前，消费增长潜力如何能“自我发展”呢？由于产品及服务的消费很大程度是由市场决定的，而城镇化对于消费品市场的培育具有不可忽视的影响，因此我们认为这可能是城镇化进程所引起的消费群体的集中与壮大所致。

比起答案（市场自然选择的结果）而言，我们认为更重要的是：随着经济增长模式转型战略方向的确立与一系列政策的推出，在过去几年消费增长对 GDP 贡献越来越突出（市场选择的结果）的基础之上，转型所经历的“阵痛”和“时限”很可能均将小于市场预期，消费潜力在短期内（3 年内）得到大力释放的可能性将高于市场预期。

无论是实际情况还是政策改革方向，消费相对于投资对我国经济增长而言正扮演着越来越重要的角色，这将决定未来消费类商品与投资类商品及其相关联生产资料相对强弱走势关系的大趋势。

(2) 货币的预期

国内货币政策“内紧外松”。

体系内利率上升、资金收紧，而体系外资金供给有望明显增长。一方面，利率市场化改革将加大资金对投资风险和投资收益的弹性，“体系内”传统投资生产领域特别是产能过剩领域在 2014 年将面临较大的资金流出压力；另一方面，食品等消费类领域的垄断程度相对较低，生产企业大多属于“体系外”主体，市场化程度更高。整体上，未来货币政策预期对商品的影响是“利空上游传统投资品、利多下游食品类消费品”。

国外货币政策预期取决于“QE 退出与延缓退出”。

QE 退出对国内外商品市场的影响无疑是“利空”，但这一过程绝不会“一蹴而就”，其往复必将加剧商品市场的震荡，从而成为 2014 年商品趋势性投资策略制定过程中的最主要风险因素。

(3) 风险偏好

2014 年全球风险偏好预计“先升后降”。

全球经济在欧美发达国家“弱复苏”引领下将呈现风险偏好“先升后降”的路径，“升”在“复苏”二字，“降”在“弱”字上。对国内商品的影响则是：可能形成一股“短期利多，中期利空”的驱动力量。

4.4. 预测：我们的追求

(1) 以发达国家和新兴国家共存的全球经济体而言，“欧美日”和“金砖四国”是最关键的组成部分，而从全球 GDP 排名和对全球经济增长的贡献来说，“金砖四国”自然主要看中国的经济发展状况。利率市场化与结构调整的大环境下，我们预期利率的高企还会延续，进而对资产价格形成较大的压制，因此大周期下我们认为商品价格重心还会持续下移。

(2) 南华商品指数目前的月波动率（年化值）为 4.5%，创下了历史新低。波动率的新低与价格的温和下跌、重心下移同时出现，充分说明市场对风险事件的低估。目前市场对风险的承受度和“保险购买欲望”的低迷，对于指数的上行显然不是好事。结合需求的发展和市场的表现，我们预期南华商品指数在 2014 年会有大约 10% 的跌幅发生。

(3) 在国内经济处于结构性转型和市场化建设改革阶段，整个经济将经历由“投资推动消费”转变为“消费引领投资”的过程，预示着整个商品供需格局将出现结构性调整。市场会延续农产品强于工业品的基本节奏。

(4) 对于市场已经存在的跨期特征而言，正向套利和反向套利品种将还会持续下去。一方面，短期之内市场投资者的行为不会发生结构性的改变，另一方面，供需的改变一直是缓慢的进程。因此，在 2013 年表现优异的跨期组合在 2014 年还会存在一定程度的尾部效应，比如蛋白质、塑料、煤焦钢以及橡胶。

南华期货分支机构

南华期货股份有限公司

杭州市西湖大道 193 号定安名都 3 层
 客服电话: 4008888910 www.nanhua.net

萧山营业部

杭州市萧山区金城路 429 号天汇园一幢 B 座 3 层
 电话: 0571-83869588

台州营业部

台州市椒江区耀达路 99 号 4 楼
 电话: 0576-88539900

温州营业部

温州市府路新益大厦 1 幢 1401 室
 电话: 0577-89971820

宁波营业部

宁波市和义路 77 号汇金大厦 9 楼
 电话: 0574-87273868

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 751 号粮食大厦五楼
 电话: 0573-82158136

绍兴营业部

绍兴市中兴南路 95 号中兴商务楼 1 幢(南楼)5-6 层
 电话: 0575-85095800

成都营业部

成都市锦江区东大街紫东楼段 35 号 17 层 1706 号房
 电话: 028-86532693

兰州营业部

兰州市庆阳路 488 号万盛商务大厦 26 楼(胜利宾馆斜对面)
 电话: 0931-8805310

大连营业部

大连市沙河口区中山路 554D-6 号和平现代城 B 座 3 层 4 号
 电话: 0411-84378378

北京营业部

北京市宣武门外大街 28 号 2 幢
 电话: 010-63556906

太原营业部

太原市迎泽区解放南路 2 号景峰国际商务大厦 25 层
 电话: 0351-2118016

余姚营业部

余姚市舜达西路 285 号中塑商务中心 3 号楼 1601
 电话: 0574-62509001

哈尔滨营业部

哈尔滨市香坊区中山路 93 号保利大厦二层、八层
 电话: 0451-82345618

郑州营业部

郑州市未来路 73 号锦江国际花园 9 号楼 14 层
 电话: 0371-65613227

青岛营业部

青岛市闽江路 2 号国华大厦 B 座 2501 室
 电话: 0532-85803555

沈阳营业部

沈阳市沈河区北站路 51 号 15 层 C 室
 电话: 024-22566878

天津营业部

天津市河西区友谊路 41 号大安大厦 A 座 8 层
 电话: 022-88371080

上海世纪大道营业部

上海市浦东新区世纪大道 1589 号长泰国际金融大厦 26 层
 电话: 021-50431979

上海虹桥路营业部

上海市虹桥路 663 号 1 楼、3 楼、7 楼
 电话: 021-52585211

深圳营业部

深圳市福田区金田路 4028 号荣超经贸中心 2703 室
 电话: 0755-82577529

广州营业部

广州市天河区天河北路 28 号时代广场东座 717 房、718 房
 电话: 020-38806542

芜湖营业部

安徽省芜湖市中山北路 77 号侨鸿国际商城 904、906、908 室
 电话: 0553-3880212

重庆营业部

重庆市南岸区亚太路 1 号 1 幢 1 层 1-2
 电话: 023-62611588

永康营业部

永康市丽州中路 63 号 11 楼
 电话: 0579-89292777

南通营业部

江苏省南通市南大街 89 号总部大厦 89 号六层
 电话: 0513-89011160

厦门营业部

厦门市思明区鹭江道 96 号之二钻石海岸 B 幢 2104-2107 室
 电话: 0592-2120370

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: 0663-2663886

海宁营业部

海宁市钱江西路 238 号广隆财富中心 301
 电话: 0573-80703000

南华期货(香港)有限公司

中国香港上环德辅道中 232 号嘉华银行中心九楼
 电话: 00852-28052658

浙江南华资本管理有限公司

电话: 0571-87994666

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