

## 分化加剧

2014年6月按照《南华商品指数编制细则》的规定，我们对南华商品指数及其分类指数进行了权重调整。一些重量级的次新品种（动力煤、焦煤、铁矿石等）纷纷登场。通过对市场运行特征分析，以及大经济周期下我国经济政策“调结构”、经济增长“新常态”的研究，结合全球视角下的经济增长、货币政策等因素。我们得出2014年下半年我国商品市场分化将愈演愈烈，农产品内部的受到厄尔尼诺现象不同影响的分化，政策导向下工业品内部的分化，以及农强工弱分化的持续。南华商品指数在此基础之上将表现出低波动下的弱势震荡运行“新常态”，但我们预判：跨品种、跨市场之间的对冲机会将会在下半年凸显，品种的跨期套利机会开始衰退。2014年下半年操作思路如下：

- 跨市场：做多外盘工业品，做空国内工业品
- 跨品种：做多贵金属做空基本金属；做多厄尔尼诺利多影响的品种，做空厄尔尼诺利空的品种；做多基本金属做空黑色商品，或者做多能源化工做空黑色金属



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

闫永慧

[yanyonghui@nawaa.com](mailto:yanyonghui@nawaa.com)

张巍崑

[zhangweiwei@nawaa.com](mailto:zhangweiwei@nawaa.com)

吴明星

[wumingxing@nawaa.com](mailto:wumingxing@nawaa.com)

Tel:

0571-87839256

## 目录

1、引言 .....	4
2 商品市场特征分析 .....	4
2.1 指数涨跌 .....	4
2.2 成交持仓 .....	5
2.3 期限结构 .....	8
2.4 内外商品市场传导与资产配置 .....	10
2.4.1 中国商品市场走出独立“行情”，外强内弱或仍然持续 .....	10
2.4.2 经济下滑周期中，债券优势尽显 .....	13
3 CPI 与 PPI 相对强弱 .....	14
3.1 消费领域（食品、能源） .....	14
3.2 投资领域（工业品） .....	15
3.3 南华商品板块指数强弱预测 .....	16
4 贵金属与基本金属相对强弱 .....	16
4.1 全球经济增速 .....	16
4.2 全球货币政策 .....	17
5、总结与展望 .....	17
南华期货分支机构 .....	18
免责声明 .....	19

## 图表：

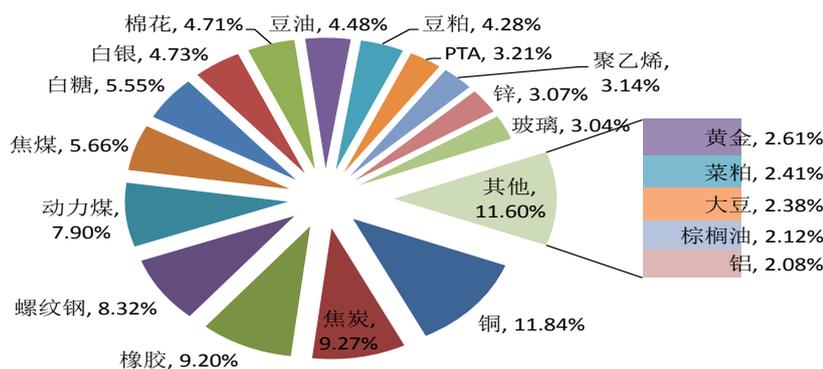
表 2.2.1: 分交易所成交金额增长月度贡献.....	6
表 2.2.2: 分板块成交金额增长月度贡献.....	7
表 2.4.1: 2014 年以来南华商品指数与国际商品指数的相关系数.....	11
表 2.4.2: 2014 年上半年各大指数收益波动.....	11
表 2.4.3: 2014 上半年南华商品指数与资本市场指数收益波动.....	13
图 1.1、南华商品指数 2014 年 6 月最新权重分布.....	4
图 2.1.1、商品指数历史走势和近半年走势.....	5
图 2.1.2、商品指数波动率.....	5
图 2.2.1、国内期货市场分交易所成交金额及月同比增幅.....	6
图 2.2.2、国内期货市场分板块成交金额及月度同比增幅.....	6
图 2.2.3、国内期货市场持仓金额占比.....	7
图 2.2.4、国内期货市场成交持仓比.....	8
图 2.3.1、商品市场主要品种期限结构收益一览.....	8
图 2.3.2、基本金属与能化品种持续买近抛远收益曲线.....	9
图 2.3.3、农产品与工业品持续买近抛远收益曲线.....	9
图 2.3.4、贵金属与粮食、棉花、白糖持续买近抛远收益曲线.....	10
图 2.4.1、南华商品指数（NHCI）与国际指数同期对比分析.....	11
图 2.4.2、全球主要商品市场 2014 年上半年涨跌幅收益与波动.....	12
图 2.4.3、全球股市 2014 年上半年涨跌收益一览.....	13
图 2.4.4、南华商品指数与资本市场指数以及资产配置指数同期对比分析.....	14

## 1、引言

2014 年上半年，南华商品指数总体平稳，板块指数分化严重，工弱农强的倒剪刀差形势明显。工业品和金属板块在上半年最低点时都会出现交易量放大而逆转的强势筑底态势，一副经济调整的形态。而贵金属依旧扮演重大事件突变指示器的角色。今年农产品板块表现十分抢眼，在经济调整的阶段，CPI 强于 PPI 的大前提下，农产品始终是资本的披风港湾。所以总体而言，2014 年上半年是表面平静的半年，也是暗潮汹涌的半年。

2014 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 2013 年的成交持仓以及消费金额数据，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所示：

图 1.1、南华商品指数 2014 年 6 月最新权重分布



数据来源：南华研究

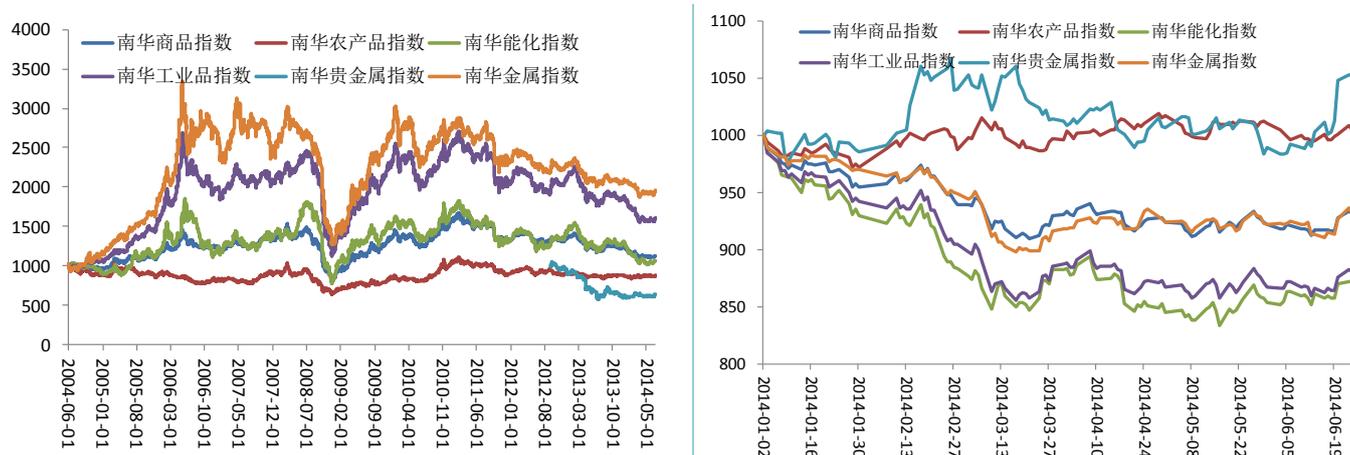
就目前南华商品指数入选品种权重来看，铜、橡胶仍然位居前三。焦炭在 2013 年度以其倍增的成交持仓量，权重由原来的第四位上升到第二位。PVC、甲醇、强麦、玉米因成交相对疲软而落选，动力煤、焦煤、玻璃、菜粕因消费走强和其代表性强而成为指数新入选品种，其他入选品种权重变化适中。这也意味着综合来看国内现货市场和期货市场，所有品种均为发生大的结构性变化。分板块指数权重也发生了较大的变化，南华工业品指数中，铁矿石、动力煤、焦煤、玻璃均为指数入选品种，铁矿石同时入选南华金属指数，且其权重高达 21.91%，锌、铝权重相应下降；南华贵金属指数，因白银的成交异常的活跃，权重继续放大，高达 60.05%，黄金权重下降到 39.95%。2013 年新品种的加速上市，导致了南华商品指数系列权重发生了较大的变化，投资者在参考指数做投资期间一定要根据指数的成分品种的走势，来正确认知指数的变化。

## 2 商品市场特征分析

### 2.1 指数涨跌

2014 年上半国内商品市场延续了经济调整期的疲惫，开年之后便没有动力波动，指数保持平稳。

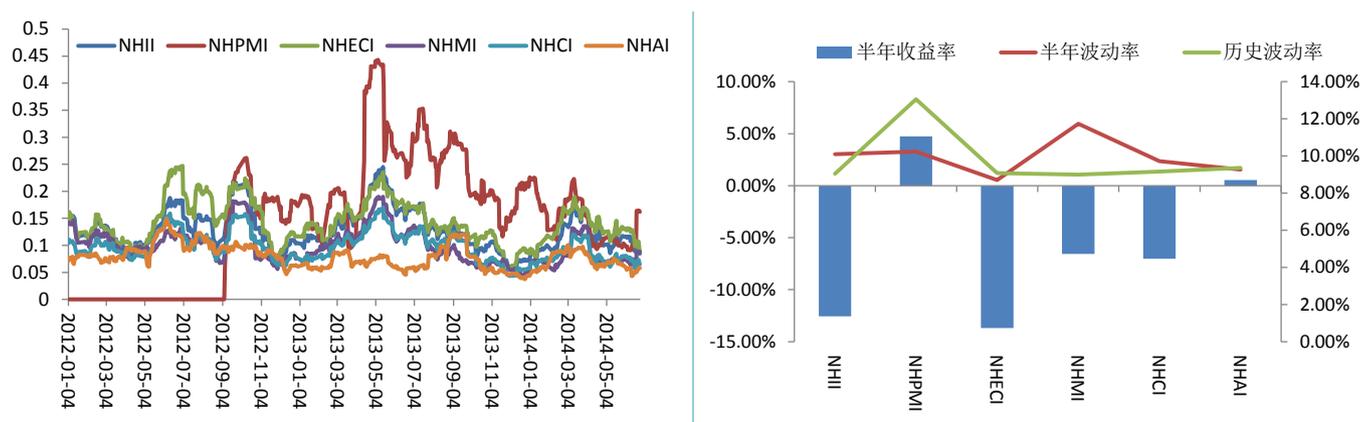
图 2.1.1、商品指数历史走势和近半年走势



数据来源：南华研究；截止日期为 2014 年 6 月

从波动率可以看出在商品市场从 2013 年底到 2014 年 6 月份一直处于波动率逐步下降的阶段，从 2013 年 5 月份开始市场变得更加稳定，通过轮动指标更可以看出市场进入一个分化加剧的阶段。预期下半年市场集中度指标将见底，届时市场将走出一波新的行情。

图 2.1.2、商品指数波动率



数据来源：南华研究；截止日期为 2014 年 6 月

2014 年初以来商品除了个别农产品表现强势外，其余商品均有不同程度的回调。工业品方面能化板块的商品领跌，焦炭、橡胶跌幅超过 25%，金属板块相对抗跌。农产品板块的豆粕、菜粕、棉花表现十分强劲涨幅在 10%左右，而油脂和白糖跌幅均在 10%左右，农产品内部分化比较严重。

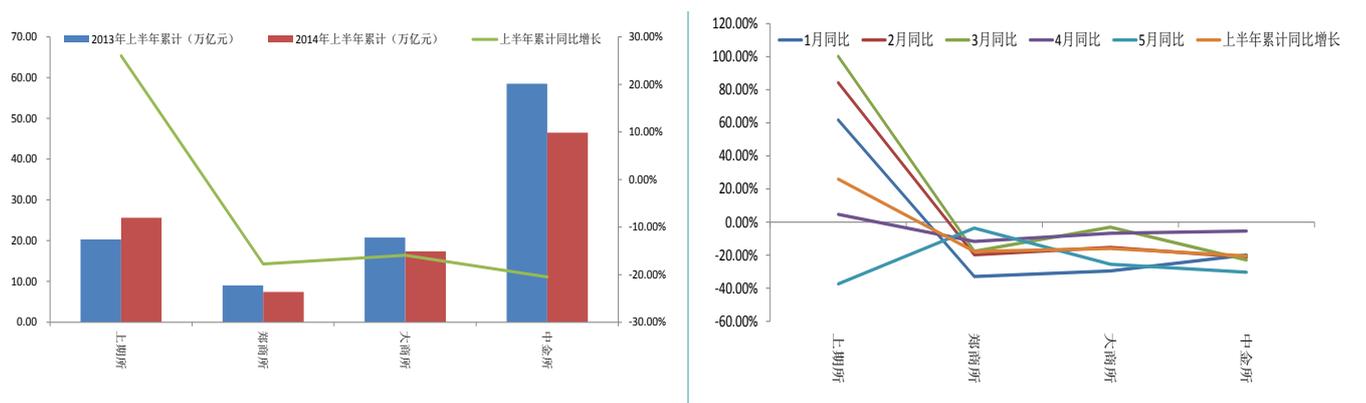
## 2.2 成交持仓

受全球经济调整影响，相比 2013 年上半年中国期货市场而言，2014 年的中国期货市场成交活跃程度有所降低，截至 2014 年 5 月，根据中国期货业协会统计数据，整个商品期货市场累计总成交 96 万亿元，同比下降 10.69%。5 月份金融期货表现抢眼，成

成交额占 48%，前景可观。能源化工占比 19%，农产品占比 17%，金属占比 11%，贵金属占比 5%。

分交易所来看，2014 年上半年累计成交金额都有不同程度的增长，上海商品交易所是唯一一家有所增幅的交易所，增幅 25.99%，其余交易所交易所累积成交金额都有所下降，其中中国金融期货交易降幅最大，达 20.48%，郑州商品交易所降幅为 17.74%，大连商品交易所降幅达 15.92%。上海商品交易所领风骚的增长，要归功于铜、天胶、螺纹钢、白银和黄金等成交额排名靠前的品种。其余交易所的品种受到经济调整的影响较大，导致成交额多少有些下降。5 月份所有交易所的成交额都有所下降，其中郑州商品交易所的降幅最小，只有 3.63%，上海期货交易所的降幅最大，降幅高达 37.34%，大连商品交易所的降幅达 25.48%，中国金融期货交易降幅达 30.33%。

图 2.2.1、国内期货市场分交易所成交金额及月同比增幅



数据来源：中国期货业协会 南华研究；截止日期为 2014 年 5 月

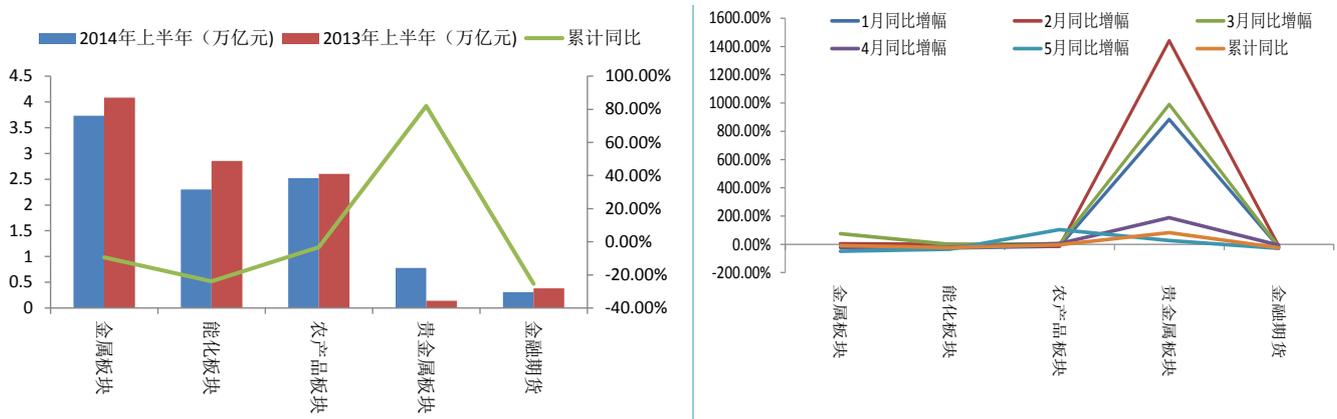
表 2.2.1：分交易所成交金额增长月度贡献

贡献度	上海期货交易所	大连商交易所	郑州商品交易所	中国金融期货交易所
1 月	61.77%	-32.88%	-29.48%	-19.90%
2 月	84.30%	-19.76%	-15.24%	-21.19%
3 月	100.25%	-17.66%	-3.07%	-22.90%
4 月	4.73%	-11.67%	-6.79%	-5.44%
5 月	-37.34%	-3.63%	-25.48%	-30.33%

资料来源：中国期货业协会 南华研究

分板块来看商品期货各板块之间的成交情况，贵金属板块成交同比增幅最大为 81.96%，其余板块都有所下降，其中农产品板块同比下降 3.21%，能化板块同比下降 23.91%，金属板块同比下降 9.45%，金融板块同比下降 23.37%。所有板块当中贵金属板块的的成交额变化最大，主要由于贵金属板块的价格变动和成交量联动性较强，价格的变动往往带动市场气氛，造成较大幅度的变化。而其他板块均受到经济调整的影响，都有所下降但变化幅度较小。

图 2.2.2、国内期货市场分版块成交金额及月度同比增幅



数据来源：中国期货业协会 南华研究；截止日期为2013年5月

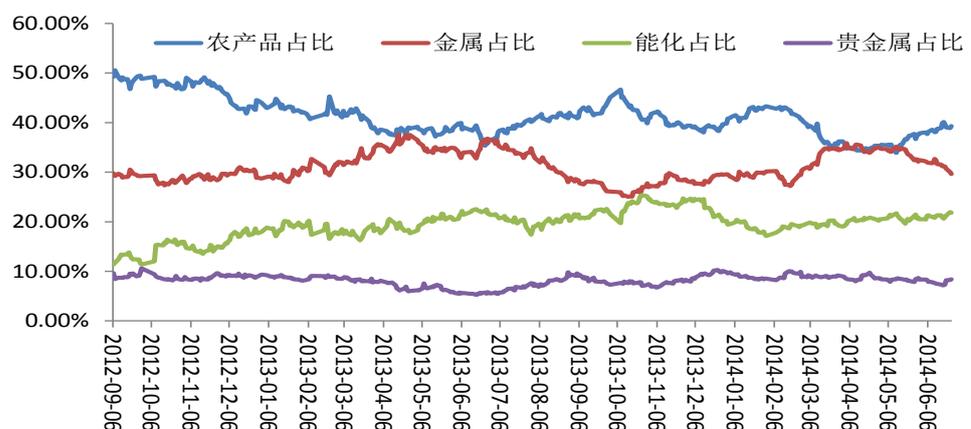
表 2.2.2: 分板块成交金额增长月度贡献

贡献度	金属板块	能化板块	农产品板块	贵金属板块	金融期货
1月	1.60%	-25.46%	-13.79%	883.82%	-21.00%
2月	3.59%	-0.75%	-13.76%	1440.39%	-14.29%
3月	76.01%	-0.83%	4.47%	990.65%	-19.44%
4月	-21.14%	-18.72%	5.06%	189.26%	-5.61%
5月	-49.02%	-34.07%	103.68%	26.90%	-28.42%

资料来源：中国期货业协会 南华研究

从市场整体情况看，市场成交量随着市场波动率的降低而有所下降。而未来经济还难有经济增增点的支撑，经济难有实质性的增长和世界的央行集体干预市场的两股势力还将齐头并进一段时间。在未来市场经济难有实质增长的情况下，市场波动率将保持一段时间的低迷，从而影响期货市场的活跃程度。

图 2.2.3、国内期货市场持仓金额占比

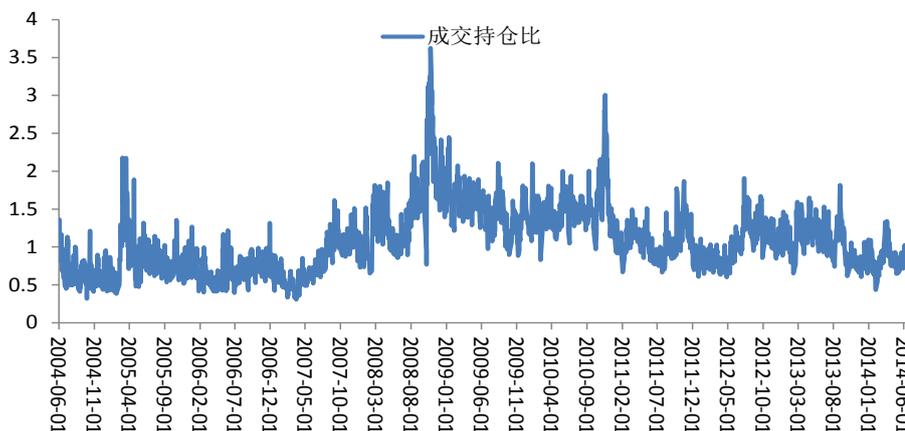


数据来源：南华研究

从持仓金额占比来看，虽然各个板块的占比略有浮动，但各个板块占比排序没有太大变化，值得注意的是农产品依旧保持占比较高的态势。金属板块中依旧是铜,螺纹钢，

铝,等品种保持强势, 能化板块中, 橡胶,塑料,铁矿石,焦炭, PTA,较为活跃。农产品板块中豆粕, 豆油, 菜粕, 白糖,棕榈油, 大豆, 鸡蛋等品种受资金青睐。

图 2.2.4、国内期货市场成交持仓比



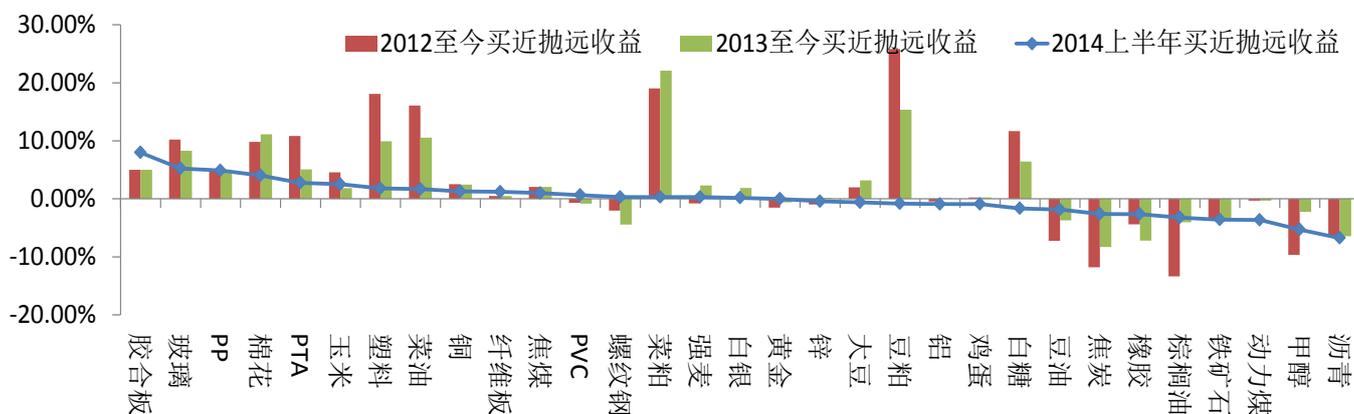
数据来源: 南华研究

从市场成交持仓比可以看出, 从 2008 年以后开始, 市场的成交持仓比开始慢慢下行, 这也和市场的波动率持续下行的时间相吻合。再结合上图, 我们渐渐可以看清市场的脉络。在经济调整过程中, 由于缺乏实质性经济增长点, 为了保持经济增长, 政府和央行偏爱宽松政策, 这导致市场的低波动率, 多余的货币流向了抗通胀的农产品板块, 导致了农强的基本市场特征。

## 2.3 期限结构

南华品种指数的编制为各品种主力合约进行指数化并设置合理展期的结果, 同时, 在次规则之上, 我们还编制了南华次主力指数, 次主力指数就是在对不同品种主力合约的选择基础之上, 我们依据持仓进而选择远月持仓第二大的合约作为次主力合约, 类似的我们对次主力合约价格数据进行指数化并设置合理展期而编制了南华品种次主力指数, 以与主力合约指数互相配合, 对品种的期限结构进行分析。

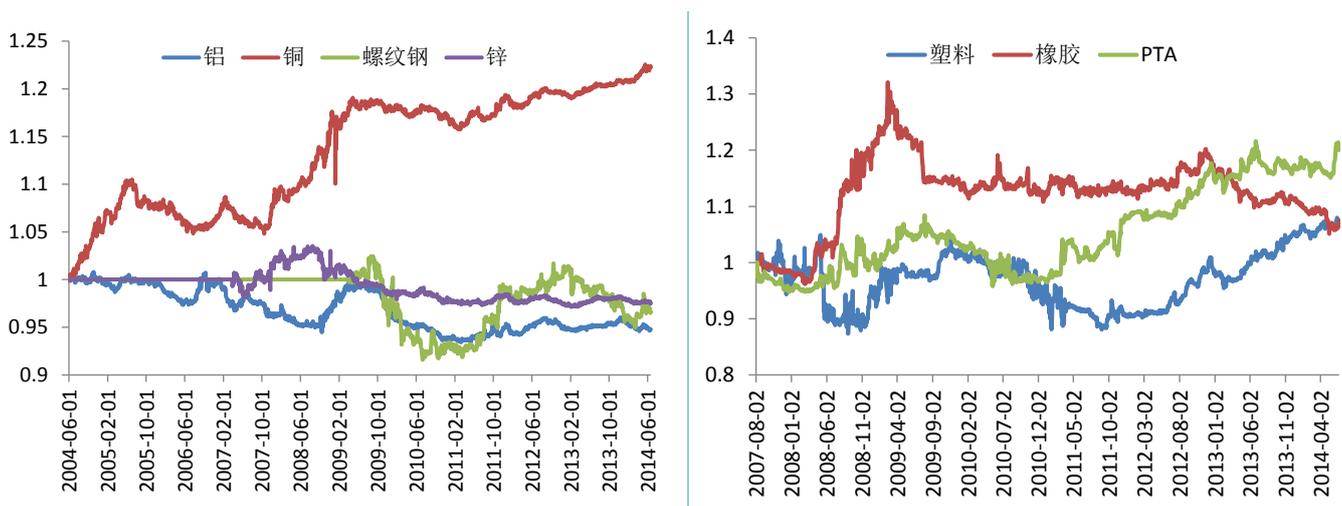
图 2.3.1、商品市场主要品种期限结构收益一览



数据来源：南华研究；截止日期为2013年6月19日。

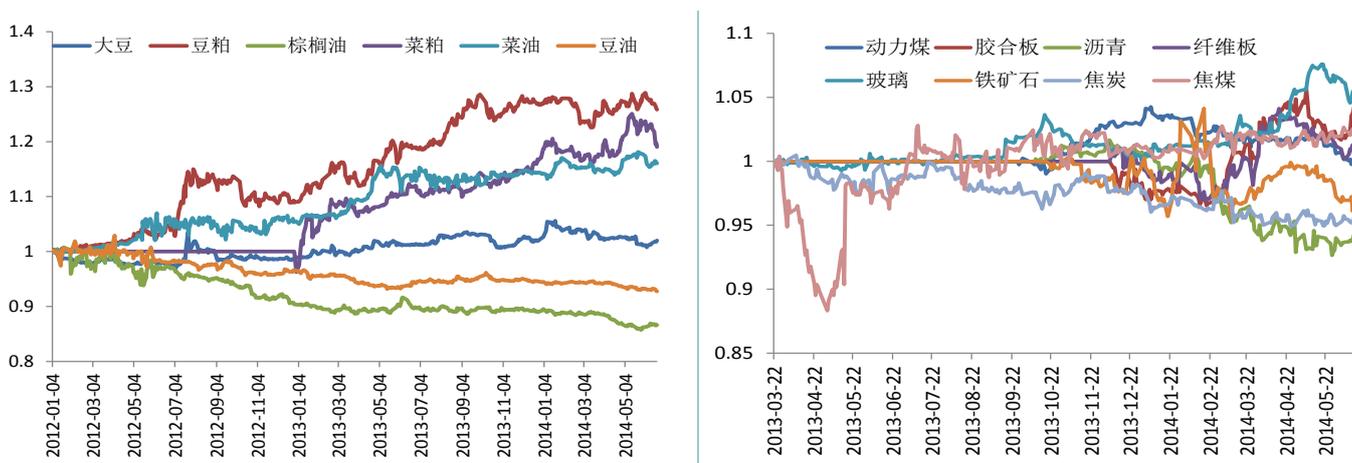
上图为我们对商品期货市场主要品种进行等资金做多主力合约指数做空次主力合约指数的收益比较图，这样的一多一空也等价于我们对不同的品种进行统一的买近抛远操作。可以看到，胶合板、玻璃、PP、棉花、PTA、塑料、菜油、菜粕、豆粕、白糖在近年来都有着持续的正买近抛远收益，螺纹钢、橡胶、焦炭、豆油、棕榈油、铁矿石、动力煤、甲醇、沥青，都表现出持续的负买近抛远收益。

图 2.3.2、基本金属与能化品种持续买近抛远收益曲线



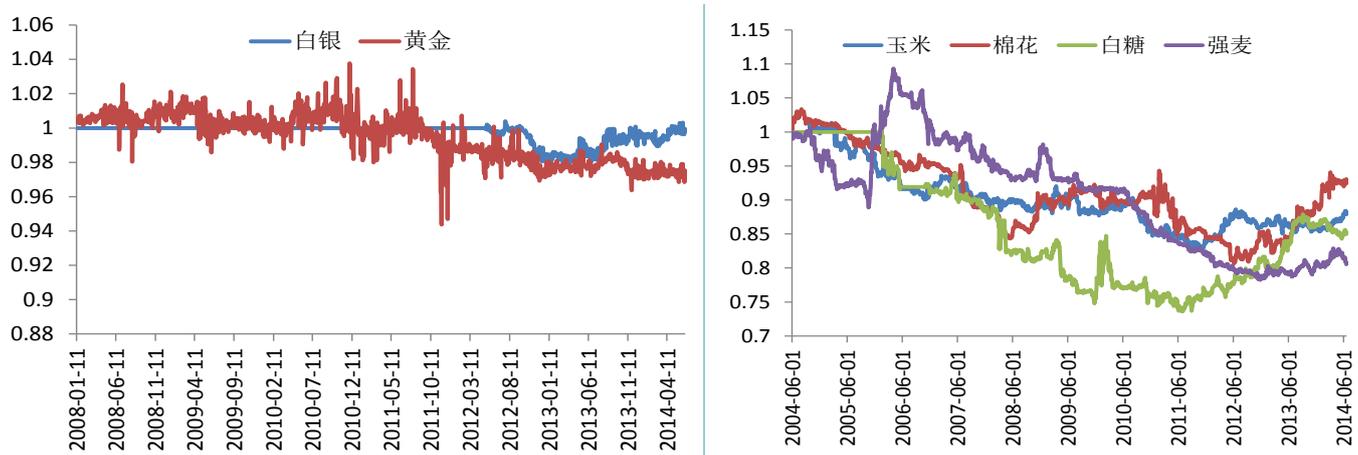
数据来源：南华研究；截止日期2013年6月19日。

图 2.3.3、农产品与工业品持续买近抛远收益曲线



数据来源：南华研究；截止日期2013年6月19日。

图 2.3.4、贵金属与粮食、棉花、白糖持续买近抛远收益曲线



数据来源：南华研究；截止日期 2013 年 6 月 19 日。

不同品种的买近抛远收益，从其收益走势来看，可以分为两种，一种是长期以来具有持续性的买近抛远收益（正或负），这些品种以铜、豆粕、菜粕、棕榈油、豆油为代表；另外一种便是周期性的出现买近抛远收益，这样的特征以螺纹钢、塑料、纤维板、铝为代表。从其收益来源的本质分析，也有两种情况，一种是基于该品种所处行业的长期或者周期性的表现出某种特征，比如：铝的中长期供应过剩；铜在贸易融资大背景下，导致现货市场中长期出现的紧平衡；螺纹钢库存伴随着需求周期性变化而表现出的周期性买近抛远收益；棕榈油的库存高企，供应过剩；塑料中期的库存低位等；另外一种情况便是基于该品种特有的特征属性，豆粕、菜粕由于他的不易存储特性，导致即使在上游大豆、菜籽供应端表现良好的情况下，他们仍然表现出了很强的买近抛远收益；胶合板很强的买近抛远正收益的获得，很大程度上得益于其在期货市场仓单问题，短期内能够符合交易所对胶合板仓单质量要求的产品占比很小，在仓单定价的理论基础之上，胶合板显著的买近抛远正收益获得也是自然而然的了。

对南华商品指数以及南华次主力指数的有效运用，使我们清晰的把握了商品市场各品种的期限结构特征，在流动性允许的范围内，铜、豆粕、菜粕进行持续性的买近抛远策略我们就可以获得一个不错的收益；棕榈油、菜油、焦炭、沥青我们是不是便可以做一个相反的买远抛近策略呢？跨期套利策略如此，那么在单品种的投机合约选择上，豆粕、菜粕、铜远月合约的做多选择或许更加合理。

## 2.4 内外商品市场传导与资产配置

### 2.4.1 中国商品市场走出独立“行情”，外强内弱或仍然持续

2014 上半年，我国商品市场走出独立“行情”。首先，2014 年以来南华商品指数与国际商品指数的相关系数均已下降到 30%以下（2013 年相关系数都处于 30-40%之间），如果按照统计学意义上的定义来讲，0-0.09 为没有相关性，0.1-0.3 为弱相关，0.3-0.5 为中等相关，0.5-1.0 为强相关。那么，南华商品指数与国际商品指数的相关性已降低到了弱相关。其次，从指数走势来看，我们可以发现，南华商品指数与国际商品指数分道扬镳，第一季度，南华商品指数加速下跌，国际商品指数加速上涨；二季度，

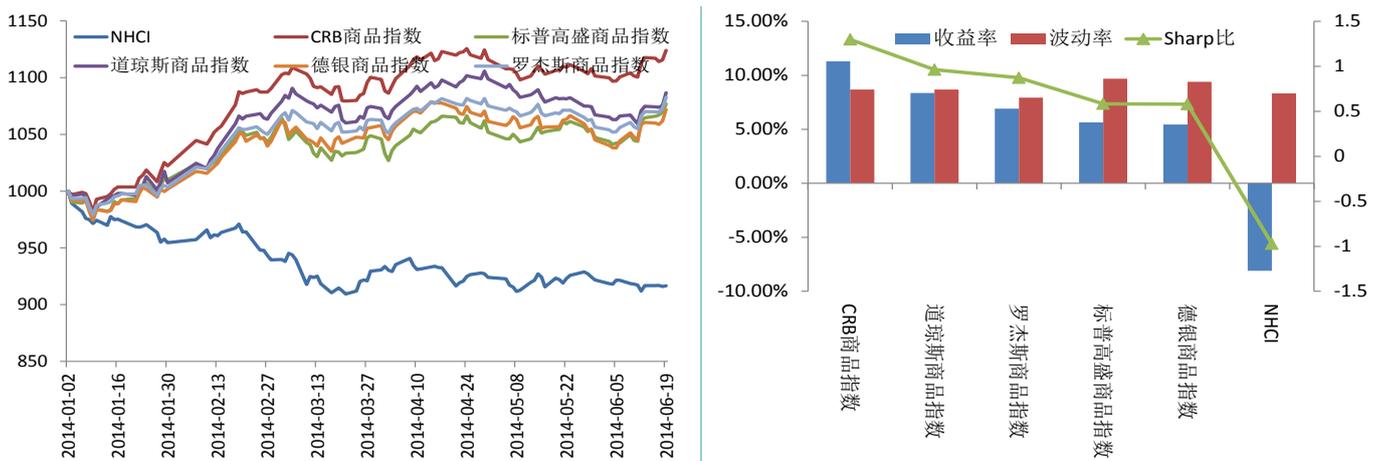
南华商品指数窄幅震荡略有走低，国际商品指数震荡走高。上半年，南华商品指数跌幅最大，下跌 8.10%，其他商品指数 CRB 涨幅最大 11.29%，德银涨幅最小 5.45%。

表 2.4.1：2014 年以来南华商品指数与国际商品指数的相关系数

	NHCI	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	罗杰斯商品指数
NHCI	100.00%	<b>23.11%</b>	<b>13.60%</b>	<b>26.16%</b>	<b>17.23%</b>	<b>23.29%</b>
CRB 商品指数		100.00%	84.13%	91.72%	81.30%	91.52%
标普高盛商品指数			100.00%	73.35%	92.77%	90.07%
道琼斯商品指数				100.00%	73.37%	89.84%
德银商品指数					100.00%	91.75%
罗杰斯商品指数						100.00%

资料来源：南华研究

图 2.4.1、南华商品指数（NHCI）与国际指数同期对比分析



数据来源：南华研究；截止日期 2013 年 6 月 19 日。

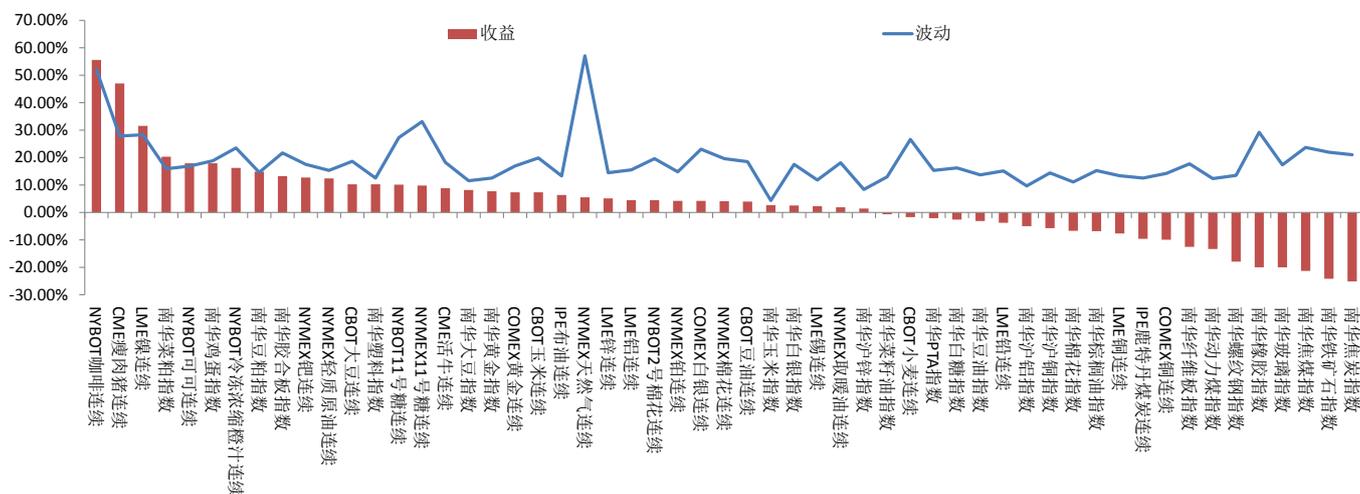
表 2.4.2：2014 年上半年各大指数收益波动

	NHCI	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	罗杰斯商品指数
收益率	-8.10%	11.29%	5.65%	8.37%	5.45%	6.91%
年化波动率	8.33%	8.69%	9.68%	8.69%	9.41%	7.93%
Sharp 比	-97.17%	129.93%	58.39%	96.23%	57.93%	87.23%

资料来源：南华研究

本就南华商品指数和国际其他商品指数的编制来讲，由于不同指数所选标的品种的差异或者权重配置的不同，是会导致不同指数之间的走势有天然的差别。但是从数据来看，今年上半年南华商品指数的独立“行情”绝不只是单纯的先天性问题所在。

图 2.4.2、全球主要商品市场 2014 年上半年涨跌幅收益与波动

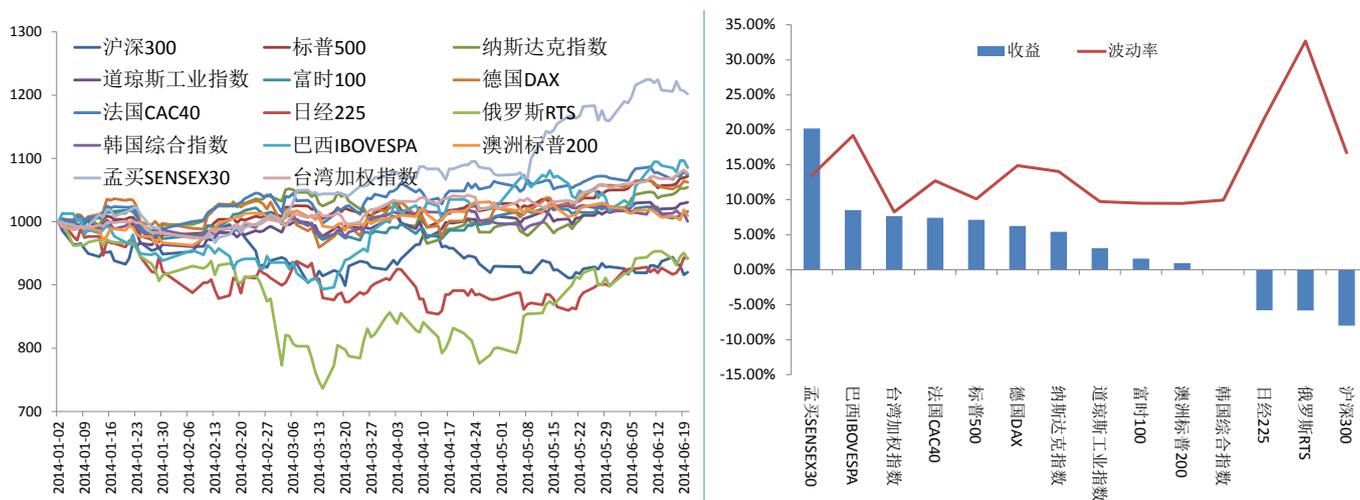


数据来源：南华研究；截止日期为 2013 年 6 月 19 日。

分品种我们来看全球商品市场的格局变化。国内上涨的品种有菜粕 (+20.32%)、鸡蛋 (+17.91%)、豆粕 (+14.88%)、胶合板 (+13.23%)、塑料 (+10.24%)，在纷繁复杂的所有上涨品种中，国内品种只占少数。相反，国际商品中上涨的居多，比较有代表性的为 NYBOT 咖啡 (+55.59%)、CME 瘦肉猪 (+47.02%)、LME 镍 (+31.53%)、NYBOT 可可 (+17.91%)、NYMEX 轻质原油 (+12.43%)。黄金白银等贵金属且不去谈及，国内上涨突出的菜粕、鸡蛋主要得益于季节性的消费需求，塑料得益于原材料端的价格上涨以及石油价格的上涨。外盘上涨的其他商品，咖啡、可可等农产品，主要受南美天气干旱的影响，原油地缘政治影响颇多。下跌品种当中，国内商品市场更是占了大多数，黑色产业系列、橡胶、玻璃等工业品，在国内经济的下滑以及房地产也下行愈演愈烈中，都对上述品种进行了重新的估值。有色金属行业则有涨有跌，整体来说仍然表现为外盘强于内盘。

农产品更多的受制于天气因素的影响，上半年外盘受到南美天气的影响，导致咖啡、可可、玉米、小麦等农产品出现了一波的上涨行情。下半年，厄尔尼诺气候的大概率出现，将是内外农产品的主要炒作题材。大豆：南北美大豆主产区大豆灌浆期降雨量增加，有利于大豆丰产；白糖：巴西糖单产并无显著影响，但全球第二大糖产国印度的糖单产影响显著，且会连续影响两个榨季；小麦：全球第三大小麦出口国澳大利亚在小麦灌浆期间发生干旱，对其单产将有显著影响；橡胶：主产国印度尼西亚会受到一定的影响，但是影响不明显。单从厄尔尼诺对不同品种之间多、空影响的不同，以及影响程度的大小不同来看，空大豆、多白糖、小麦或许是一个不错的策略。从国内外市场的价格传导来看，在厄尔尼诺现象的影响下，外盘的影响必然更加强大，内外盘的单品种套利机会一定会在这个时期显现出来。

图 2.4.3、全球股市 2014 年上半年涨跌收益一览



数据来源：南华研究；截止日期为 2013 年 6 月 19 日。

如果说农产品是相对独立于整个经济周期之外的，那么工业品的走势，无疑主要受到经济周期的左右。经济危机之后，全球经济下滑是大家所公认的，而且危机之后世界各国经济整体恢复乏力，表现不佳，中国更是提出了经济发展“新常态”一说。2014年上半年各国经济表现如何呢？各国股票市场指数或许会告诉我们答案。2014上半年，各国股票市场涨跌迥异，除印度、巴西之外（印度涨幅最高为市场对新总理上台政策的预期，巴西的大幅上涨不排除得益于对第20届世界杯的举办），后危机时代的美国、欧洲股票指数震荡上扬，澳洲、日本、俄罗斯、中国下跌居前。作为经济先行指标的股票指数，这样的表现就是在告诉我们美国、欧洲经济回暖正在稳步推进，以中国为代表的亚太地区经济仍然不为看好。农产品与工业品这样不同的格局，刚好对南华商品指数与国际商品指数背道而驰的走势给出了合理的解释。

进一步，从策略角度出发，如果说股票指数的先行可以代表不同地区的经济发展情况，且大宗商品价格的回升是滞后于经济的发展。那么2014下半年持续的做多国外工业品，做空国内工业品的对冲仍将会有不错的表现。

### 2.4.2 经济下滑周期中，债券优势尽显

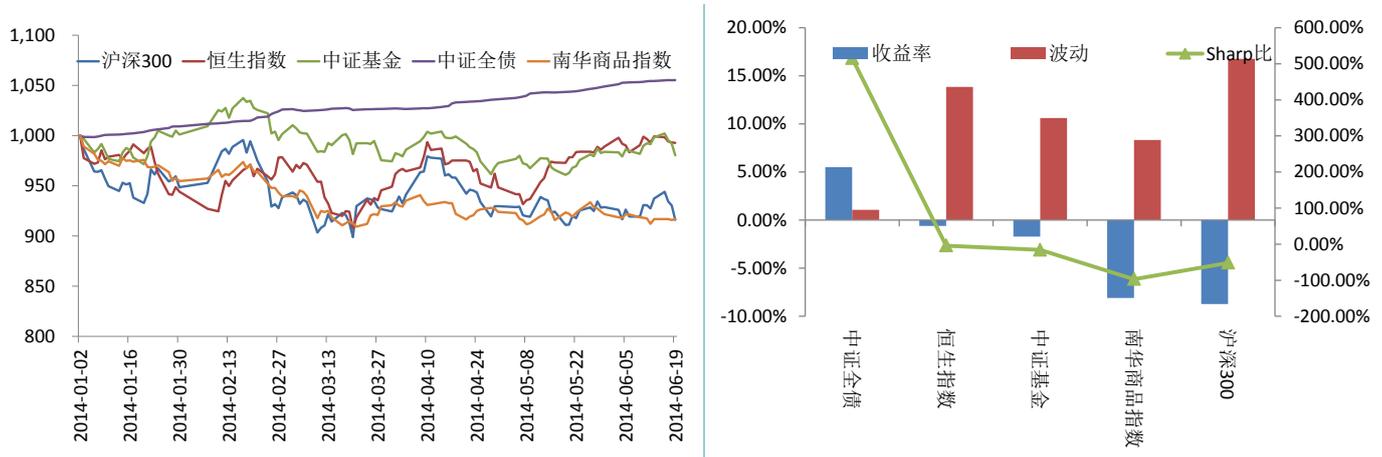
从全球资产配置与市场间传导的结果来看，2014下半年我们大致可以得出继续做多外盘工业品做空国内工业品，以及针对厄尔尼诺现象大概率事件的发生可以衍生出来的一些对冲策略。那么在我国大的经济下滑周期背景下，国内该如何进行资产配置呢？

表 2.4.3：2014 上半年南华商品指数与资本市场指数收益波动

	沪深 300	恒生指数	中证基金	中证全债	南华商品指数
收益率	-8.72%	-0.59%	-1.70%	5.50%	-8.10%
波动	16.77%	13.85%	10.61%	1.07%	8.34%
Sharp 比	-51.97%	-4.30%	-16.07%	515.41%	-97.13%

资料来源：南华研究

图 2.4.4、南华商品指数与资本市场指数以及资产配置指数同期对比分析



数据来源：南华研究；截止日期为 2013 年 6 月 19 日。

南华商品指数与国内其他资本市场指数进行对比，2014 年债券资产优势尽显，是众资本资产中唯一一个可以保证正收益的产品。中证全债上涨 5.50%，沪深 300 指数跌幅最大-8.72%，南华商品指数下跌-8.10%。被动的指数型资产管理产品不管是跟踪商品市场还是跟踪股票指数市场都不会得到很好的投资回报。对经济周期可以很好把握的投资者，或者做宏观经济对冲的投资者将得到很好地发挥。这让我们不得不起 2013 年商品指数年终报告中我们所提到的美林投资时钟理论。美林投资时钟理论是按照经济增长与通胀的不同搭配，将经济周期划分为四个阶段：I 衰退，债券>现金>大宗商品；II 复苏：股票>债券>现金>大宗商品；III 过热：大宗商品>股票>现金/债券；IV 滞胀：现金>债券>大宗商品/股票。因此，2014 年下半年从整个经济周期来讲，以及经济增长“新常态”的提及。站到商品市场的立场来看，当前我国经济不管是处于衰退还是复苏，大宗商品市场无疑仍然或者长期处于弱势当中，做空大宗商品仍然是不二的选择。国内资产配置中，债券仍然必须维持足够高的比例，股票资产或许可以酌情进行配置。

### 3 CPI 与 PPI 相对强弱

从南华指数角度分析，CPI 与 PPI 相对强弱分析本质上就是对农产品与工业品相对强弱的分析。在这里，我们主要从宏观经济周期角度对消费、投资端的农产品、工业品中长期需求状况进行分析以比较其相对强弱。

#### 3.1 消费领域（食品、能源）

宏观经济运行周期下，消费品（食品、能源及其他服务）需求增速在中长期仍将处于加速阶段。驱动力量主要来自三方面：城镇化进程、区域经济平衡化进程、货币购买力提升。

##### 1) 城镇化

在中国农村人口基数庞大、大部分农村区域消费观念仍然落后、社会福利保障与公共资源与城市相比仍处于严重稀缺阶段的大环境下，城镇化对于提升国民人均消费水平的影响非常巨大。

## 2) 区域经济平衡化

如果将城镇化进程看作是农村居民基本保障需求“从没有到有”的满足过程，区域经济平衡化进程就是城市居民公共资源需求“从有到更好”的满足过程。这是更高级别的缩小贫富差距的进程，对于我国中产阶级的壮大以及缓解一线重点城市人口流入压力巨大导致城市运行负荷过重等具有重要意义。

随着区域经济平衡进程的加速，“北上广”等特大一线城市独有的优良教育、医疗、交通、文化娱乐等公共资源将以更加均衡的格局分布在全国各个城市，城市居民人均生活水平质量的提高将释放出更大的消费潜力。

相较于城镇化进程，区域经济平衡化进程是一个更高级、牵扯因素更复杂、过程更漫长的系统性工程，不仅需要中央与地方政府的政策支持而且需要市场化力量的协调。由于地方政府债务压力处于历史高位、财税改革进展缓慢，当前区域经济平衡化的力量将更多来自市场。因此，准入门槛低、投资回报周期短的消费领域将更容易获得市场青睐，使得居民消费潜力的释放或快于城市基础设施及公共资源进一步完善步伐。

## 3) 货币购买力的提升

新一届政府执政以来主要从两方面入手提高了货币的购买力。

一方面，打破了许多行业（尤其是距居民衣食住行最近的消费品领域）的垄断壁垒，以商品及服务价格下降的形式将垄断利润返还给消费者；另一方面，扭转了全面货币扩张刺激经济增长的流动性宽松政策取向，更多采取的是“定向”和“结构性”宽松的流动性管理。

上述经济与金融领域的改革措施降低了因货币贬值而从国民收入及支出中“隐性”征收的通胀税，与中央大力推进的“消费驱动”经济转型改革是一致的。

## 3.2 投资领域（工业品）

从当前中央宏观经济改革政策看，投资领域将面临重大结构调整，与投资领域相关的工业品需求表现在未来将进一步分化。一方面，靠近传统投资产业领域的商品需求增速将放缓，如与房地产行业相关的黑色金属；另一方面，靠近国家新兴重点扶持产业领域的商品需求增速将提高，如与新能源和电动车紧密相关的铜、白银以及环保相关的能化产品。下面主要从货币政策与经济产业结构两方面来论述。

### 1) 货币政策

最主要货币政策转变是“去杠杆化”。这是宽松货币政策逆转后的必然结果，是宽松货币环境下产能顺势扩张的逆过程，预示着与投资领域相关的生产主体将面临更大的债务及流动性压力。一旦货币宽松驱动的投资扩张过程发生逆转，我们将发现以往投资领域行政化的特点使得其很难迅速从更加市场化的消费品领域成长中获得足够多的需

求以抵消原来看起来并不让市场担忧的过剩产能。因此，从宏观货币环境看，去杠杆化必将导致去产能化的整体大势。

## 2) 经济产业结构调整

比较于投资领域去产能化的大趋势，更值得注意的是这一过程中的结构性转变（挑战与机遇并存）。从中央最近一系列产业政策指引看，有两大特征：第一，以房地产为经济主驱动力量的产业结构会被更分散和平衡的产业结构布局所替代；第二，低能耗、低污染、高技术含量高附加值行业领域（如核电、新能源、电动车、高端通讯设备、污染治理项目及设备等）将成为未来国家重点投入的对象。随着产业结构化调整的深化，相关投资品表现的分化将越来越明显。

## 3.3 南华商品板块指数强弱预测

在前面对我国未来消费与投资领域的宏观货币环境与微观产业结构分析结论基础之上，我们对南华商品板块指数中长期走势强弱顺序的预测结果是：

最强：农产品

次强：能化、有色金属

最弱：黑色金属

注意，上述预测结果忽略了供给变化对商品价格的短期冲击。

## 4 贵金属与基本金属相对强弱

我们主要从全球经济与央行货币政策两大层面分析黄金为代表的贵金属与基本金属需求格局的相对强弱。

### 4.1 全球经济增速

发达国家：经济复苏延续的可能性较大，但复苏质量仍然差于以往。

一方面，货币宽松环境持续的时间可能比市场预期的更长。从全球来看，欧日发达国家普遍低通胀格局与最大新兴国家中国在经济转型期物价稳定的双重因素影响下，美国国内物价上行的压力小于以往全球各经济体同步复苏时期。这为美联储长时间的维持低利率宽松货币环境创造了有利条件，使得经济复苏节奏有望延续。

另一方面，美联储本轮零利率货币宽松政策持续时间为二战后最长，比较以往各个时期的经济复苏，本轮经济复苏却更缓慢（失业率下降速度与房价恢复速度均低于历史均值水平）。原因可能是2000年后全球化推动的新兴经济体与发达经济体“正反馈”似的高速增长周期结束而新的驱动全球经济体“共振式”增长的力量还未形成。从当前新兴国家经济增速放缓（特别是中国）与欧日发达国家通缩担忧仍未消除来看，以美国为首发达国家经济复苏质量仍难有较大改观。

新兴国家：受各自结构性问题拖累，经济增速仍处于放缓阶段。

中国、印度、巴西、俄罗斯这四大最主要的新兴经济体各自均面临较大的结构性问题。中国面临经济增长方式从投资驱动转型为消费驱动的调整，印度仍面临贫困人口基数巨大与行政机构官僚化、腐败化严重等问题，巴西物价维持高位而经济增速放缓的困局持续存在，俄罗斯逐步扩大的地缘政治风险对经济的冲击越发突出。

综上，在发达国家与新兴国家经济复苏不平衡的全球背景下，发达国家经济复苏质量在史无前例的极度宽松环境中被高估（过于乐观）的风险越来越大，而发达国家央行的“前瞻性”指引以降低市场波动率的方式加剧了整个经济金融体系抵御不确定风险的脆弱性（推进历史大幅跃进的力量往往是突发性的、无法提前预测的）。**这些因素使得贵金属的避险需求相对于基本金属的生产扩张需求存在被低估的空间。**

## 4.2 全球货币政策

从通胀变化、央行货币政策、风险偏好三个因素考虑，在三个重要假设（I:在全球人口及消费结构稳定背景下，宽松货币环境对中长期物价的助推效应是确定的；II:央行对物价通胀变化的反应是有效的；III:2008年金融危机以来全球经济复苏背景下市场风险偏好的上升主要来自央行宽松货币政策的支撑）基础之上，我们认为最可能影响贵金属及基本金属未来走势的背景路径为：整体通胀上升 => 央行结束货币宽松政策 => 风险偏好下降。

假设 III 最为关键，该假设建立在我们前面“全球经济复苏质量不高”结论基础之上，背后的逻辑是：极度宽松的货币政策无法在经济发展不平衡（各经济体内部与各经济体之间）的结构性问题得到解决之前对实体经济产生有效的、良性的刺激，其持续的时间越长，转变为通胀压力的可能性越大。

综上，我们认为以黄金为代表的贵金属中长期表现将强于基本金属。

## 5、总结与展望

2014年上半年一季度，中国商品市场在工业品集体下跌的带领下，南华商品指数大幅下滑；二季度，工业品初步实现重新定价的过程中，季节性因素引发的部分农产品以及能源化工品出现了强势上涨，原本一直的下跌市场此时得到了有效的支撑，商品指数弱势震荡。季节性因素的支撑是市场不断觅底的烟雾弹，还是它仅仅只是大的市场环境中的小扰动。本文从整个大的经济周期以及我国经济政策调整的角度做了很好的解释，并得出这样的结论：部分的农产品和能源化工品只是短暂的干扰，真正决定商品市场走势的是大经济周期下的资产轮动，以及我国政策调整过程中的市场分化。农强工弱大格局在长期仍将延续，但是2014年下半年会趋缓，甚或出现短暂的波动。然工业品在我国经济结构性调整的过程中，将进一步分化。因此，预计2014年下半年，我国商品市场分化更为严重，包括农产品内部厄尔尼诺现象导致的分化，以及工业品内部政策导向导致的分化。中长期，市场将不断的适应低波动率的“新常态”，2014年下半年南华商品指数将维持1090-1200之间的弱势震荡，但是期间跨品种、跨市场间的对冲机会在下半年将会凸显。

## 南华期货分支机构

### 杭州总部

杭州市西湖大道193号定安名都3层(310002)  
电话: 0571-88388524 传真: 0571-88393740

### 嘉兴营业部

嘉兴市中山路133号粮食大厦东五楼(314000)  
电话: 0573-82158136 传真: 0573-82158127

### 宁波营业部

宁波市和义路77号汇金大厦9楼(315000)  
电话: 0574-87310338 传真: 0574-87273868

### 郑州营业部

郑州市未来路73号锦江国际花园9号楼14层(450008)  
电话: 0371-65613227 传真: 0371-65613225

### 温州营业部

温州大自然家园3期1号楼2302室(325000)  
电话: 0577-89971808 传真: 0577-89971858

### 北京营业部

北京市宣武区宣武门外大街28号富卓大厦B座8楼  
电话: 010-63556906 传真: 010-63150526

### 哈尔滨营业部

哈尔滨市香坊区中山路93号保利科技大厦201室  
电话: 0451-82345618 传真: 0451-82345616

### 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 传真: 0755-82577539

### 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: 0571-87839600 传真: 0571-83869589

### 天津营业部

地址: 天津市河西区友谊路41号大安大厦A座802室  
电话: 022-88371080; 88371089

### 广州营业部

广州市天河区天河北路28号时代广场东座728-729室  
电话: 020-38806542 传真: 020-38810969

### 永康营业部

浙江省永康市丽州中路63号11楼  
电话: 0579-89292768

### 余姚营业部

舜达西路285号中塑商务中心3号楼1601室  
电话: 0574-62509001 传真: 0574-62509006

### 厦门营业部

厦门思明区鹭江道96号之二钻石海岸B幢2104-2107  
电话: 0592-2120369

### 南华期货(香港)有限公司

中国香港上环德辅道中232号  
电话: 00852-28052658 传真: 00852-28052978

### 上海营业部

上海市浦东新区松林路300号期货大厦1701室(200122)  
电话: 021-68400681 传真: 021-68400693

### 台州营业部

台州市椒江区天和路95号天和大厦401室(318000)  
电话: 0576-88205769 传真: 0576-88206989

### 大连营业部

大连市沙口区中山路554D-6号和平现代B座3-4号(116023)  
电话: 0411-84378378 传真: 0411-84801433

### 兰州营业部

兰州市城关区小稍门外280号昌运大厦五楼北(730000)  
电话: 0931-8805331 传真: 0931-8805291

### 成都营业部

成都市下西顺城街30号广电士百达大厦五楼(610015)  
电话: 028-86532693 传真: 028-86532683

### 绍兴营业部

绍兴市越城区中兴路中兴商务楼501、601室  
电话: 0575-85095800 传真: 0575-85095968

### 慈溪营业部

慈溪市开发大道1277号香格大厦711室  
电话: 0574-63925104 传真: 0574-63925120

### 青岛营业部

青岛市闽江路2号国华大厦1单元2501室(266071)  
电话: 0532-85803555 传真: 0532-80809555

### 上海虹桥营业部

上海虹桥路663号3楼  
电话: 021-52585952 传真: 021-52585951

### 沈阳营业部

地址: 沈阳市沈河区北站路51号新港澳国际大厦15层  
电话: 024-22566699

### 芜湖营业部

地址: 芜湖市中山北路77号侨鸿国际商城908室  
电话: 0553-3880212 传真: 0553-3880218

### 重庆营业部

地址: 重庆市南岸区亚太路1号亚太商谷2幢1-20  
电话: 023-62611619 传真: 023-62611619

### 太原营业部

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

### 南通营业部

江苏省南通市南大街89号总部大厦89号六层603、604室  
电话: 0513-89011160

### 普宁营业部

广东省普宁市流沙镇中信华府南向门市东起第3-8间首层至二层  
电话: 0663-2663800

## 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：31002

全国统一客服热线：400 8888 910

网址：[www.nanhua.net](http://www.nanhua.net)