

## 震荡分化

### 摘要

随着期货市场的发展，我们对南华商品指数编制细则中一些不适应现有期货市场情况的细则进行了修订，推出了新版本的南华商品指数编制细则。2018年6月1日，按照新版本《南华商品指数编制细则》的规定，我们对南华商品指数的成分品种及其权重进行了定期调整。

受部分工业品库存较高和中美贸易战等因素影响，2018年一季度南华商品指数下跌，由年初的1399.53点下跌至2018年3月28日的1304.52点。二季度由于对贸易战的担忧缓和，工业品去库存速度超预期，市场悲观情绪修复，南华商品指数上涨。截止2018年6月12日，南华商品指数收盘为1399.53，较年初1422.52，下跌1.6%。南华农产品指数、南华能化指数、南华工业品指数、南华金属指数相比年初均略有下跌。

在以上的市场格局下，多农产品空工业品、多股指空商品、多贵金属空基本金属等策略的收益持平或为负。南华增强型指数表现弱于南华商品指数，低了11点，总体收益表现不佳。

展望2018年下半年，经济态势稳中向好，货币政策大概率维持稳健中性，虽然外部冲击的影响或将引发商品市场的诸多不确定性，流动性仍将保持合理充裕。预计2018年下半年南华商品指数震荡，分类指数表现分化，其中金属指数震荡偏强，能化指数震荡偏弱，农产品指数维持震荡走势。

Bigger mind, Bigger future™  
智慧创造未来

南华期货研究所

产品创新部  
指数研究小组

曹扬慧 Z0000505  
0571-87839251  
[cyh@nawaa.com](mailto:cyh@nawaa.com)

助理研究员：

张思仪  
0571-87839259  
[zhangsiyi@nawaa.com](mailto:zhangsiyi@nawaa.com)  
高川  
0571-87839263  
[gaochuan@nawaa.com](mailto:gaochuan@nawaa.com)

## 目录

第 1 章	引言 .....	3
第 2 章	商品市场特征分析 .....	5
2.1.	品种涨跌.....	5
2.2.	指数涨跌.....	6
2.3.	成交持仓分析 .....	8
第 3 章	对冲策略介绍 .....	13
3.1.	农产品—工业品的对冲策略 .....	13
3.2.	股指—商品对冲策略 .....	13
3.3.	贵金属—基本属的对冲策略 .....	14
3.4.	增强型指数的跟踪情况.....	15
第 4 章	总结和展望.....	16
南华期货分支机构 .....		17

## 第1章 引言

随着期货市场的发展，我们对南华商品指数编制细则中一些不适应现有期货市场情况的细则进行了修订，推出了新版本的南华商品指数编制细则。2018年6月1日，按照新版本《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2017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：

图 1.1 2018 年 6 月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
螺纹钢	11.26%	14.50%	25.00%				38.11%	
铜	10.57%	13.71%	25.00%					51.56%
原油	9.52%	10.73%		14.75%				
铁矿石	8.45%	10.53%	23.23%				27.26%	
焦炭	7.23%	8.98%		15.96%			23.24%	
天然橡胶	6.74%	9.15%		19.32%				
豆粕	4.88%				20.54%			
黄金	4.66%					55.80%		
白银	4.32%					44.20%		
焦煤	3.93%	4.56%		6.78%			11.39%	
镍	3.65%	4.89%	9.84%					17.25%
白糖	3.30%				13.91%			
聚乙烯	3.18%	4.02%		7.42%				
豆油	3.12%				13.16%			
锌	3.04%	4.00%	8.25%					14.66%
PTA	3.01%	3.85%		7.25%				
棕榈油	2.76%				11.62%			
聚丙烯	2.38%	3.01%		5.51%				
甲醇	2.00%	2.42%		4.59%				
一号棉	2.00%				7.30%			
玻璃		2.00%		3.31%				
铝		3.65%	8.68%					16.53%
石油沥青				2.98%				
动力煤				12.13%				

黄大豆一	11.01%
玉米	10.63%
菜籽油	4.75%
鸡蛋	4.45%
玉米淀粉	2.63%

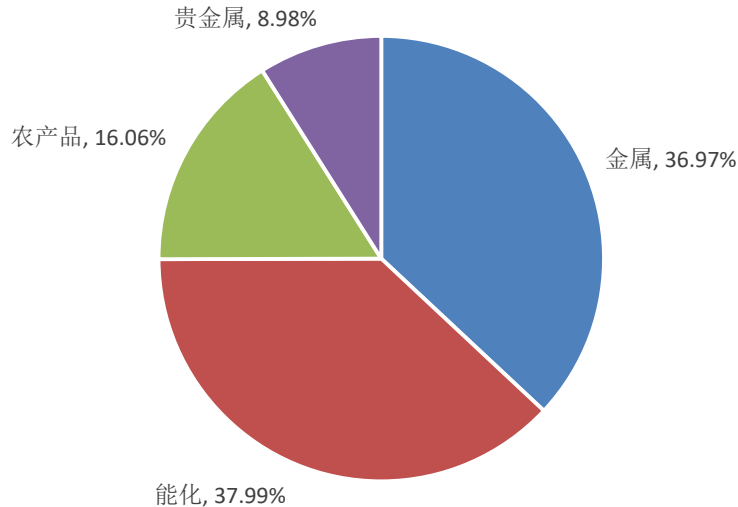
来源：南华研究 截至 2018 年 6 月 12 日

今年 3 月，原油期货在上海国际能源交易中心上市。原油作为能源类别的代表，在我国国民经济中占据了非常重要的地位，且其推出后总体表现也良好。依据编制细则，我们将其纳入指数品种，在商品指数权重中占比 9.52%。此外，今年甲醇恢复入选，而菜粕和玻璃则被剔除。

从排名上看，铜、螺纹钢和铁矿石的权重连续三年位居前三，这三者权重之和也仍约为 30%。其中，由于螺纹钢的成交活跃性继续上升，它的权重从去年的 10.41% 上升了 0.85 个百分点，达到 11.26%，是所有品种中权重增加最多的。由于聚丙烯的成交量显著减小，2017 年数据仅为 2016 年的 56%，它的权重继 2016 年的 7.71%，2017 年的 4.47% 后，2018 年的最新权重下降至 2.38%。

由于编制细则的最新调整，入选品种成交活跃度的标准提高，可投资性更强，分类指数中部分板块指数的品种个数较去年稍有减少。总体而言，2018 年南华商品指数权重组合稳中有变。

图 1.2 南华商品指数中各板块权重占比

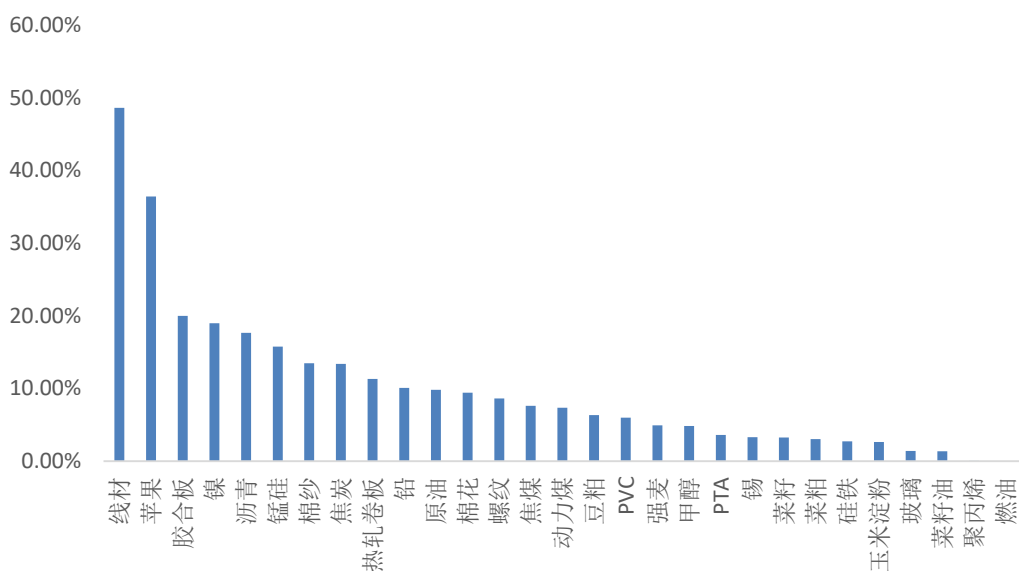


来源：南华研究

## 第2章 商品市场特征分析

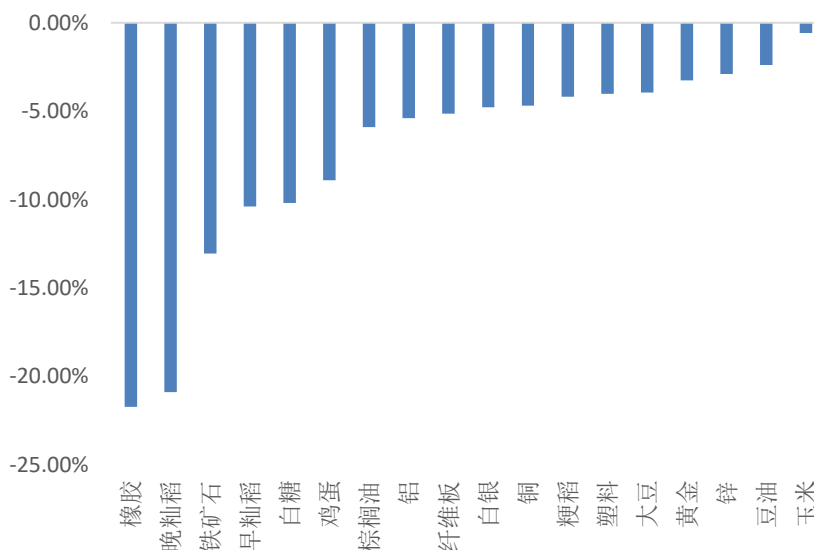
### 2.1. 品种涨跌

图 2.1 单品种指数上半年涨跌幅（1）



来源：南华研究 截至 2018 年 6 月 12 日

图 2.2 单品种指数上半年涨跌幅（2）



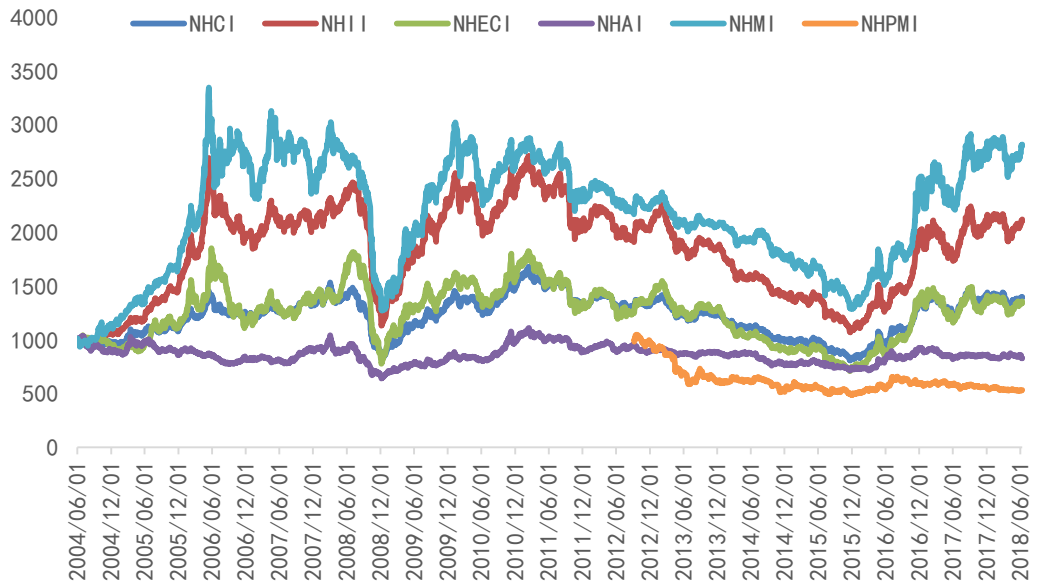
来源：南华研究 截至 2018 年 6 月 12 日

以上两图中的品种涨跌幅，已去除升贴水影响，代表了品种真实的价格涨跌。

2018 年上半年，在 47 个南华单品种指数中，共 28 个品种上涨，1 个品种价格不变，18 个品种下跌。

## 2.2. 指数涨跌

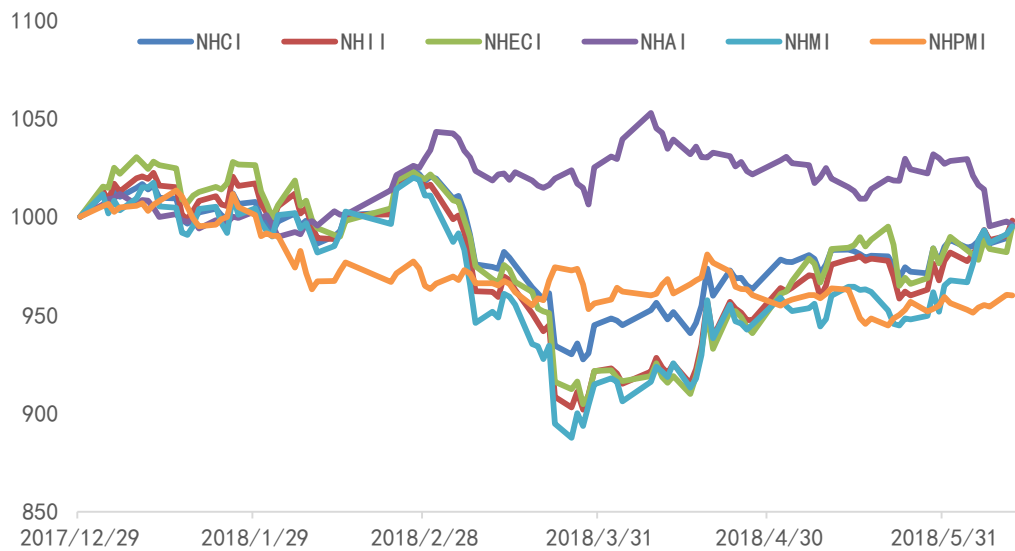
图 2.3 商品指数及分类指数历史走势



来源：南华研究 截至 2018 年 6 月 12 日

贵金属指数的基期为 2012 年 9 月 6 日，目前处于历史低位。南华商品指数及其他各南华分类指数在 2018 年上半年总体处于历史高位。

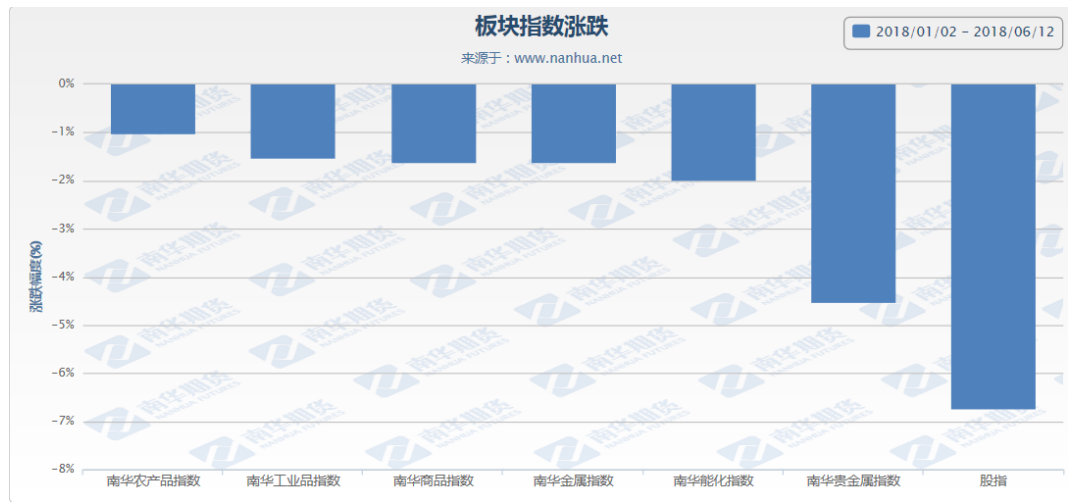
图 2.4 商品指数及分类指数今年上半年走势



来源：南华研究 截至 2018 年 6 月 12 日

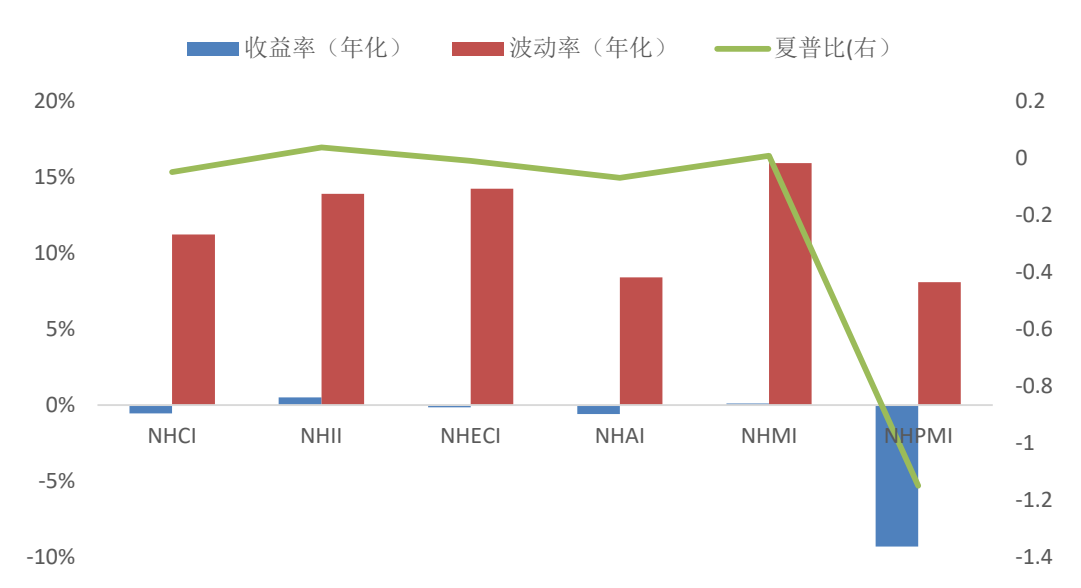
2018 年上半年总体行情震荡偏弱。其中南华农产品指数先涨后跌，贵金属稍弱，其余分类指数先跌后涨。

图 2.5 板块指数涨跌幅



来源：南华期货智创分析系统

图 2.6 商品指数波动率

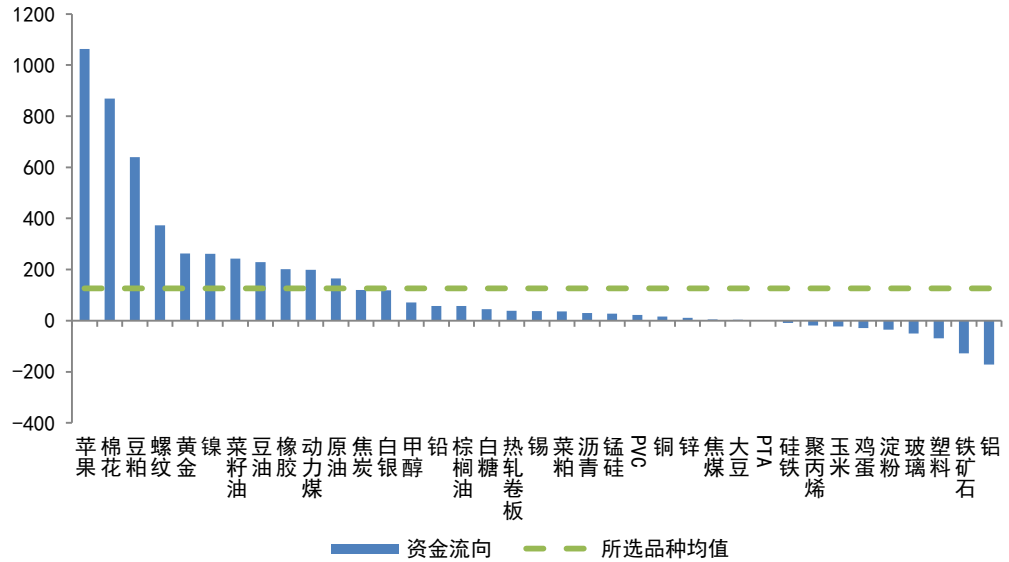


来源：南华研究 截至 2018 年 6 月 12 日

今年南华商品指数系列大都是负收益，综合波动率来看，贵金属指数夏普比最低，为-1.15。

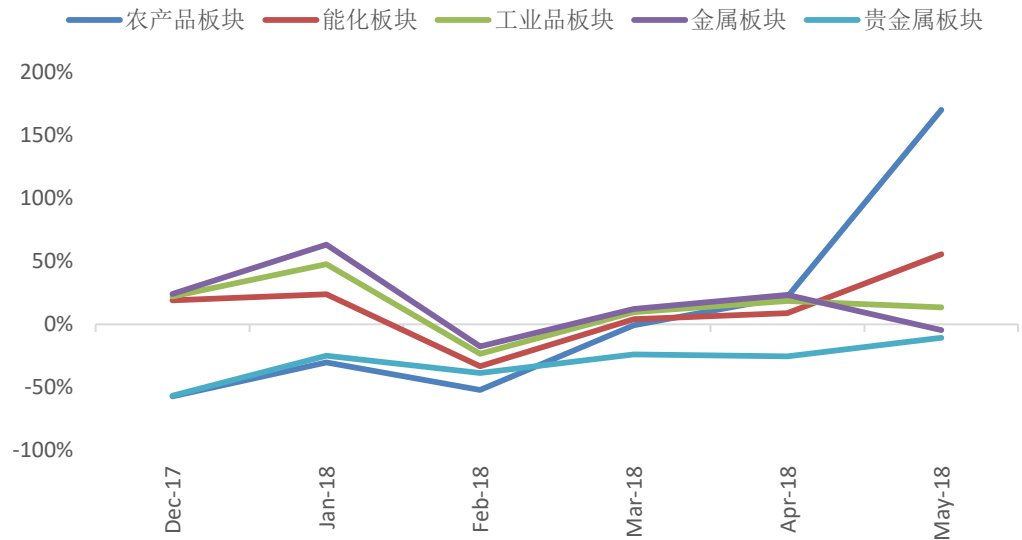
### 2.3. 成交持仓分析

图 2.7 2018 年上半年国内期货市场各品种资金流向（单位：亿元）



来源：南华研究 截至 2018 年 6 月 12 日

图 2.8 国内期货市场分板块成交金额月同比增幅

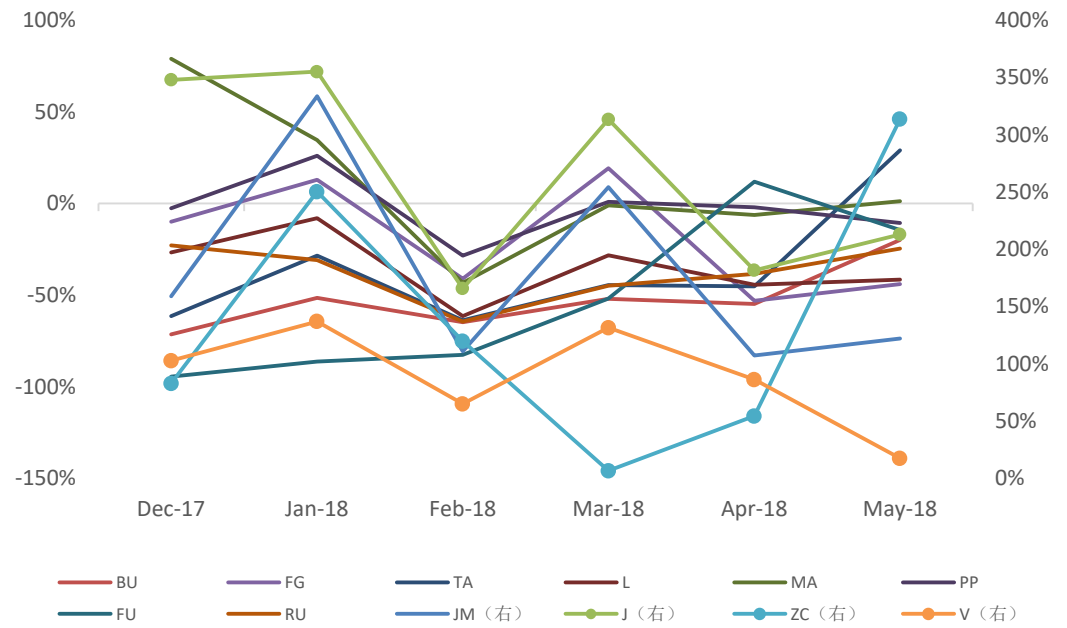


来源：南华研究 截至 2018 年 5 月

5 月，受贸易战等因素影响，农产品行情波动增大，关注度大幅增加，成交金额更是达到了去年同期的 270%。多数品种资金净流入，特别是农产品。



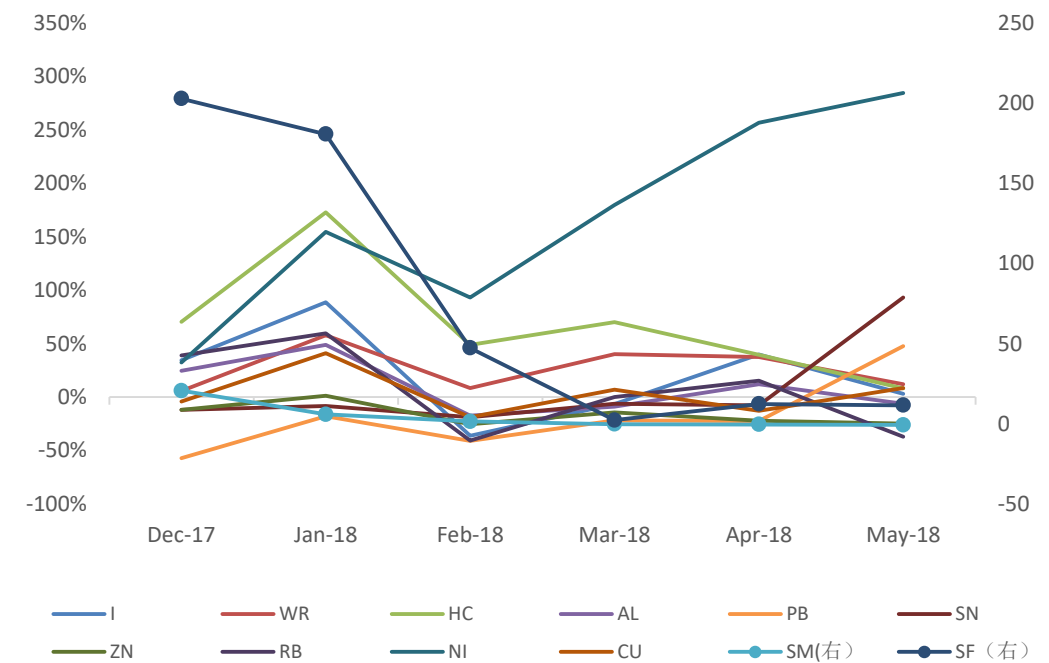
图 2.9 国内期货市场能化板块成交金额月同比增幅



来源：南华研究 截至 2018 年 5 月

受行情波动影响，焦炭的成交金额在 2017 年 12 月、2018 年 1 月和 2018 年 3 月同比增加，其余月份同比减少。

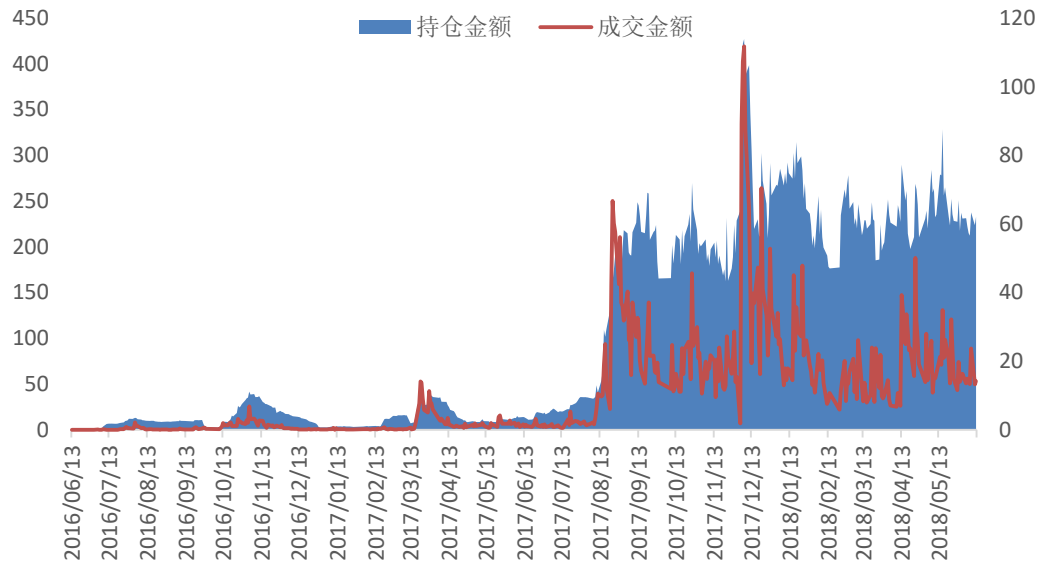
图 2.10 国内期货市场基本金属板块成交金额月同比增幅



来源：南华研究 截至 2018 年 5 月

基本金属板块中硅铁前三个月的成交金额同比大幅增加，2017 年 12 月、2018 年 1 月以及 2018 年 2 月的月成交金额分别约为去年与同期的 204 倍、182 倍和 48 倍。

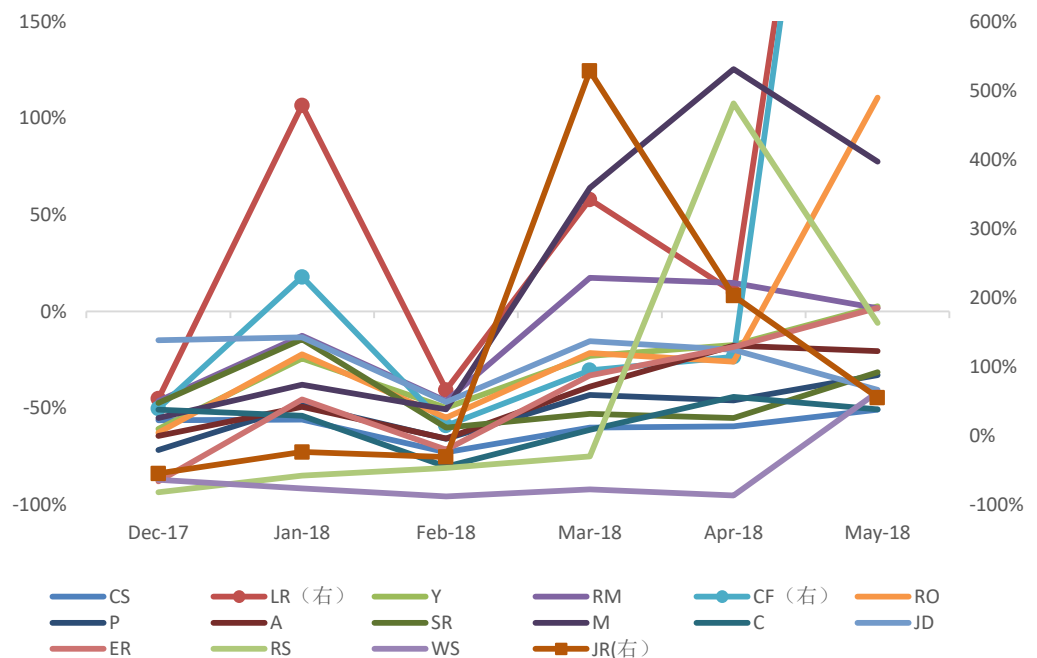
图 2.11 硅铁(SF)近两年的持仓金额和成交金额变化（单位：亿元）



来源：南华研究 截至 2018 年 6 月 12 日

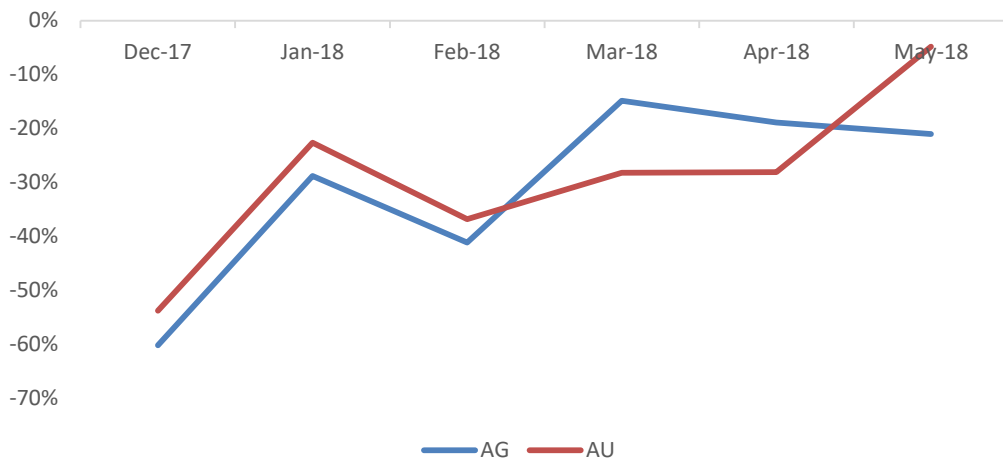
硅铁的成交金额和持仓金额在 2017 年 8 月份上了一个台阶，其中，成交金额的高峰出现在 2017 年 12 月和 2017 年 8 月。

图 2.12 国内期货市场农产品板块成交金额月同比增幅



来源：南华研究 截至 2018 年 5 月

图 2.13 国内期货市场贵金属板块成交金额月同比增幅

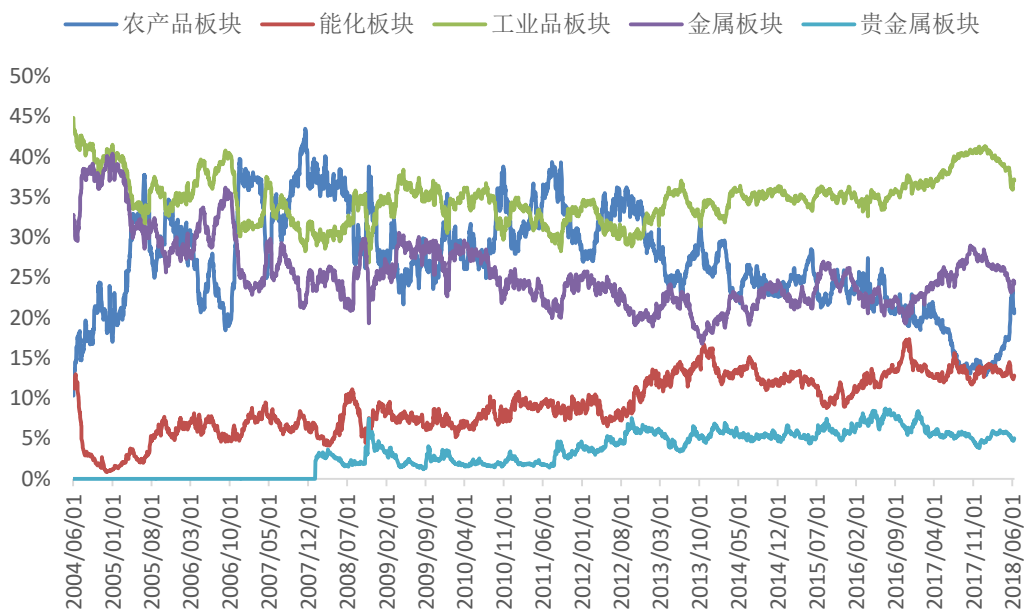


来源：南华研究 截至 2018 年 5 月

棉花在部分月份的成交金额为去年同期的多倍。

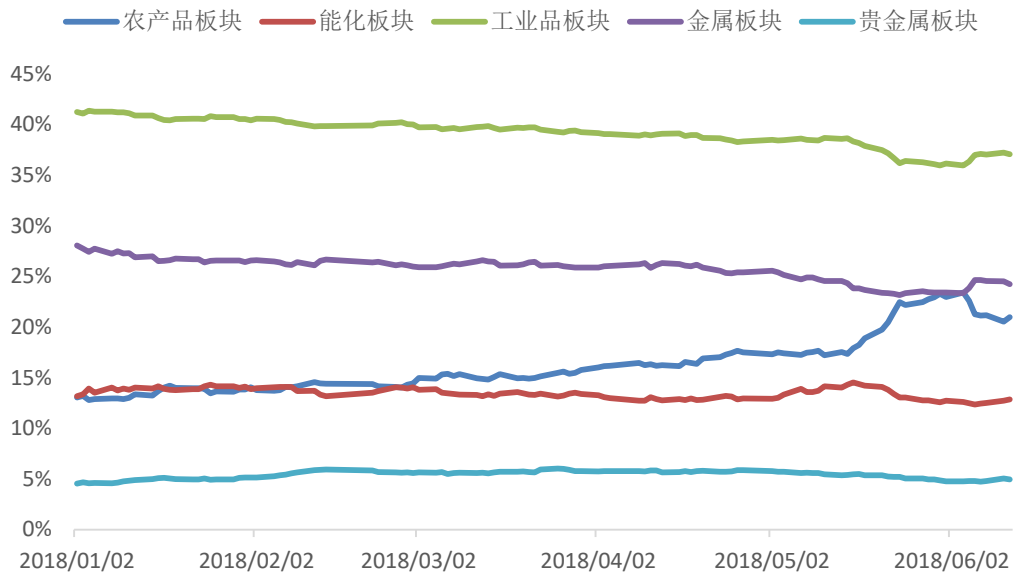
黄金和白银的成交金额均同比减少。

图 2.14 国内期货市场分板块历史持仓金额占比



来源：南华研究 截至 2018 年 6 月 12 日

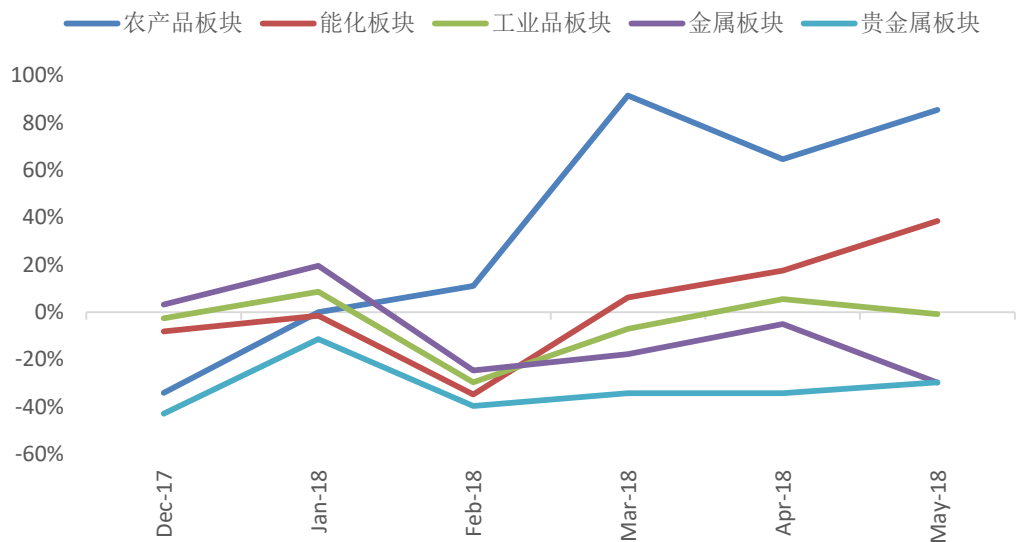
图 2.15 国内期货市场分板块年内持仓金额占比



来源：南华研究 截至 2018 年 6 月 12 日

2018 年上半年期货市场上各板块的持仓金额占比相对稳定。这里工业品板块是能化板块和金属板块的总和。金属和工业品板块持仓金额逐渐下跌，农产品板块现占比 21.0%，年初值为 13.2%。

图 2.16 国内期货市场近半年分板块成交持仓比



来源：南华研究 截至 2018 年 5 月

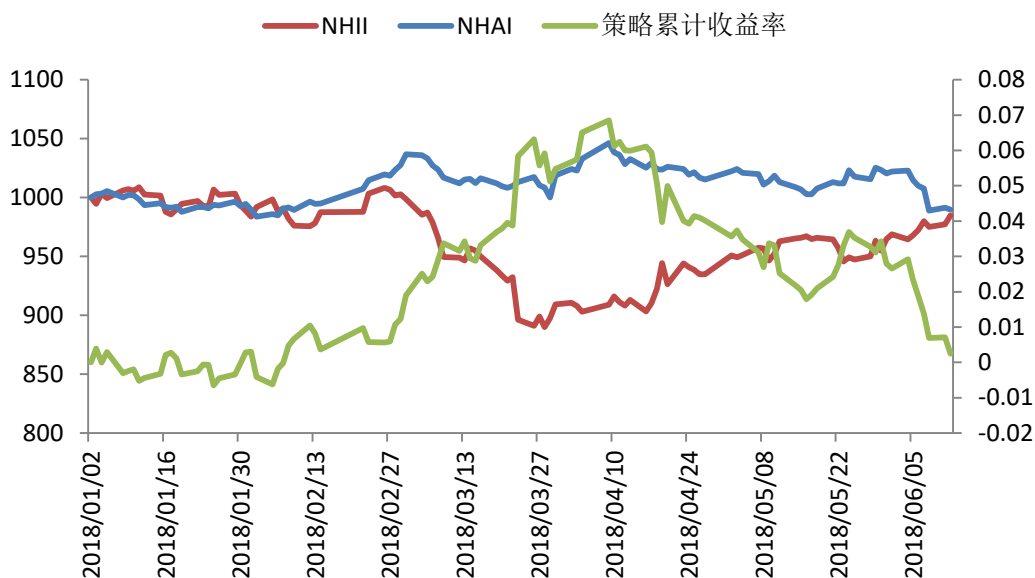
农产品板块活跃度即成交持仓比高。

## 第3章 对冲策略介绍

### 3.1. 农产品—工业品的对冲策略

2018 上半年多农产品空工业品的策略表现平平，收益几乎为 0。第一季度农产品指数在豆粕带领下表现突出，而工业品受库存高，贸易战等因素跌幅较大，一季度农产品指数表现优于工业品指数，该对冲策略表现良好；第二季度，农产品指数受白糖，豆粕拖累，表现较差，工业品下游需求超预期，工业品指数迎来上涨，多农产品空工业品策略表现较差。2018 年上半年，整体而言，多农产品空工业品策略表现一般。

图 3.1 多农产品指数空工业品指数的收益

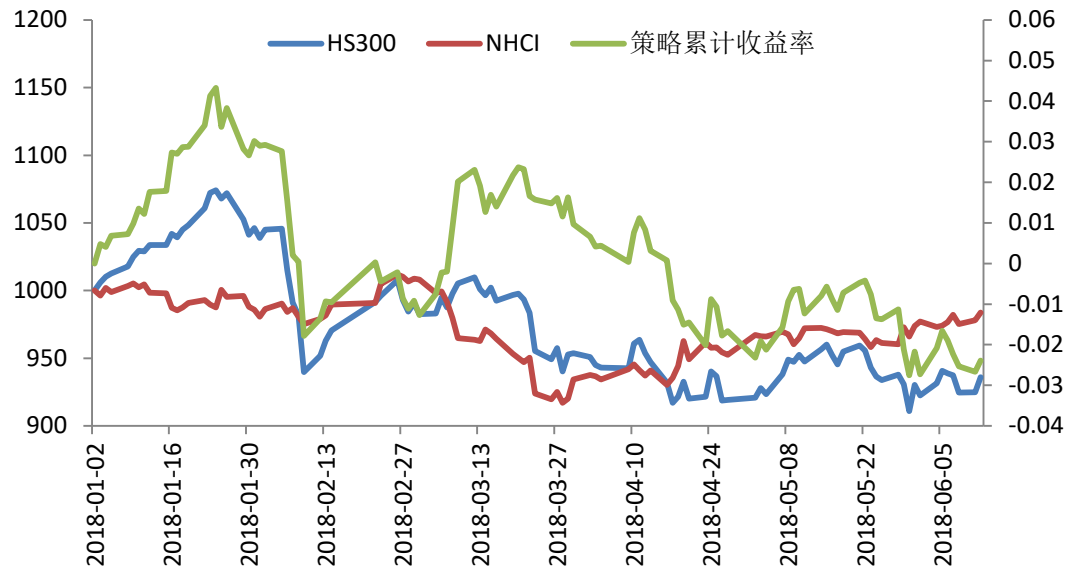


来源：南华研究 截至 2018 年 6 月 12 日

### 3.2. 股指—商品对冲策略

2018 上半年，沪深 300 指数在 1 月份经历了快速上涨之后，受贸易战影响，迅速挑头向下，至今成交低迷，萎靡不振；南华商品指数受贸易战，库存高等因素先下跌，后又因工业品需求超预期，基差修复等因素，走出小 V 型走势，最终下跌约 2%。整体而言，多股指空商品的策略表现较差，亏损约 3%。

图 3.2 多股指空商品策略收益

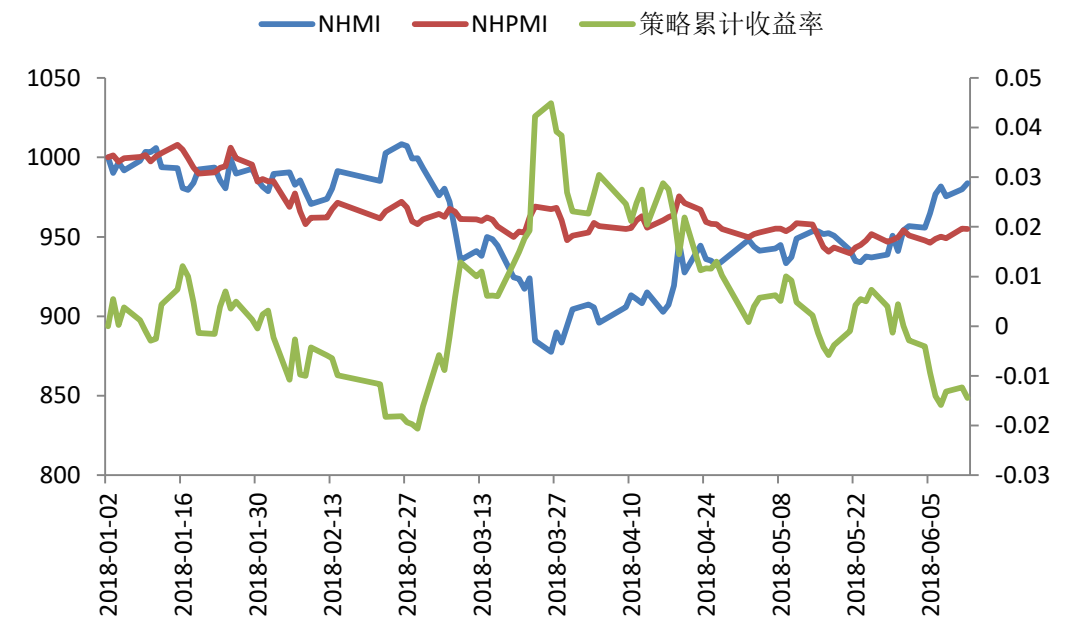


来源：南华研究 截至 2018 年 6 月 12 日

### 3.3. 贵金属—基本属的对冲策略

2018 上半年，南华金属指数跟随南华商品指数走势，先下跌后上涨，最终收跌；贵金属整体震荡下行，但跌幅大于金属指数；总体而言，多贵金属空基本金属策略收益约为-1%。

图 3.3 多贵金属空基本金属收益

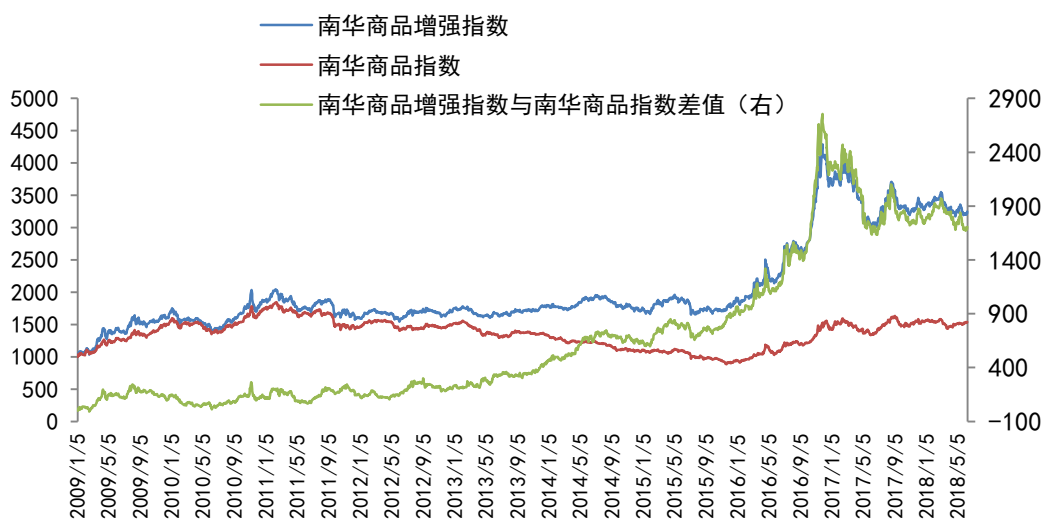


来源：南华研究 截至 2018 年 6 月 12 日

### 3.4. 增强型指数的跟踪情况

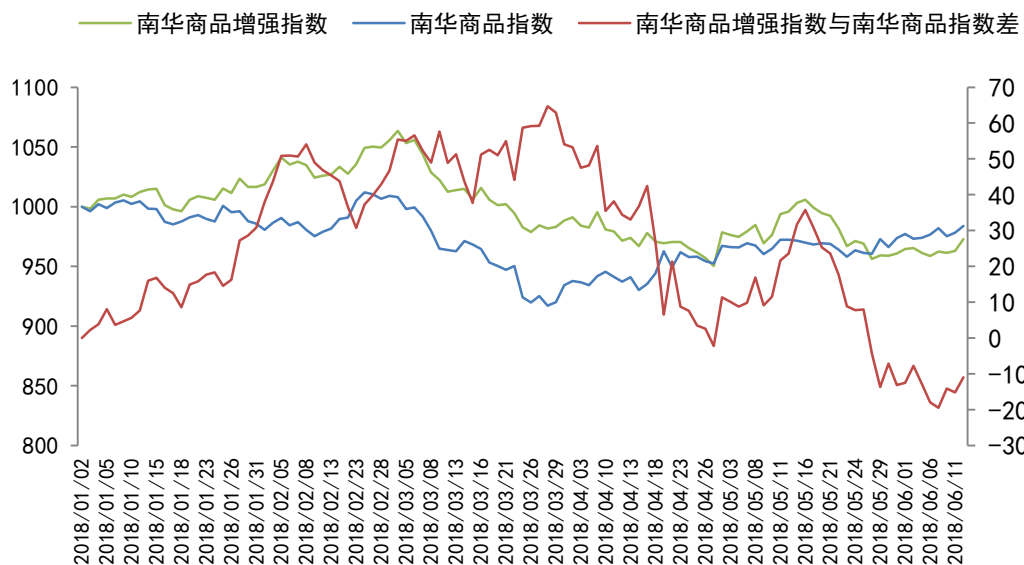
增强型指数与南华商品指数相比，其优点在于能及时调整头寸，适应纷繁复杂的行情。观察二者的历史走势，可以发现行情发生大的波动时，增强型指数表现往往优于南华商品指数。

图 3.4 南华增强型指数和商品指数历史走势对比



来源：南华研究 截至 2018 年 6 月 12 日

图 3.5 南华增强型指数和商品指数年内走势对比



来源：南华研究 截至 2018 年 6 月 12 日

在 2018 年上半年中，相较于南华商品指数，南华商品增强指数的跌幅稍大。

## 第4章 总结和展望

2018 年上半年南华商品指数先下跌后上涨，最终小幅收跌。一季度内下跌幅度较大，主要是由于一些工业品库存较高以及中美贸易战等因素；二季度对贸易战的担忧有所缓和，一些工业品去库存速度超预期，市场悲观情绪有所修复，二季度南华商品指数迎来上涨。

2018 年上半年南华金属指数跟随南华商品指数走势，先跌后涨，最终小幅收跌。一季度螺纹钢库存创近 4 年新高，加之受贸易战影响，螺纹，铁矿，铜等经历了大幅下跌，致使南华金属指数一季度大跌；二季度螺纹去库速度超预期，加之基差修复因素，螺纹涨幅较大，以铜为代表的有色涨幅也较为可观，致使南华金属指数二季度表现较好。展望 2018 年下半年，黑色金属方面，在环保限产的压力下，钢厂对铁矿石采购的积极性受抑制，螺纹钢基本面呈现紧平衡。有色方面总体看多，具体原因有铜的供应干扰、镍需求向好、铝存在库存压制、锌库存偏低但供应预期偏多。预计金属指数走势震荡偏强。

2018 年上半年南华能化指数先跌后涨，最终小幅收跌。一季度下跌主要是由于一些成分品种库存高企，下游需求疲软以及商品市场的整体氛围影响；二季度受原油上涨，下游需求超预期等因素影响，能化指数迎来上涨。展望 2018 年下半年，南华能化指数的几个较高权重的品种中，目前原油供需基本平衡，但今年整体供应增量大于需求增量，四季度有累库的可能，价格预计将转弱。由于环保限产常态化趋严，焦炭供应受限，走势偏强，焦煤则因需求受压制，偏弱。其余下游品种受成本支撑影响，走向大致与原油一致。预计能化指数走势震荡偏弱。

2018 年上半年南华农产品指数小幅下跌，但与其他指数先跌后涨不同的是，农产品指数先涨后跌。一季度受南美天气以及贸易战影响，豆粕表现很好，也带动了其它农产品的上涨，致使农产品指数上涨；二季度美豆价格基本回到一季度的起点，贸易战情绪有所缓和，豆粕下跌幅度较大；白糖接连破位下行，农产品指数跌幅较大。展望 2018 年下半年，白糖供应过剩，利空白糖；棉花则存在产销缺口，看涨。油脂油料方面，豆粕库存压力大，但中美贸易战带来的不确定性因素对豆粕的价格已有所反映，豆粕局势不太明朗。整体而言，预计 2018 年下半年农产品指数将维持震荡走势。

总而言之，展望 2018 年下半年，经济态势稳中向好，货币政策大概率维持稳健中性，虽然外部冲击的影响或将引发商品市场的诸多不确定性，流动性仍将保持合理充裕。预计 2018 年下半年南华商品指数震荡，分类指数表现分化，其中金属指数震荡偏强，能化指数震荡偏弱，农产品指数维持震荡走势。



## 南华期货分支机构

### 萧山营业部

杭州市萧山区北干街道金城路 438 号东南科技研发中心 2101 室  
 电话: 0571-83869601

### 台州营业部

台州市经济开发区东商务区巨鼎国际商厦 203 室  
 电话: 0576-88539900

### 温州营业部

浙江省温州市车站大道 2 号华盟商务广场 1801  
 电话: 0577-89971808

### 宁波分公司

宁波市海曙区和义路 77 号 901、902  
 电话: 0574-87280438

### 宁波营业部

浙江省宁波市和义路 77 号汇金大厦 9 楼  
 电话: 0574-87274729

### 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 133 号综合大楼东五楼  
 电话: 0573-82153186

### 绍兴营业部

绍兴市越城区昆仑商务中心 1 幢 1 单元 3101 室  
 电话: 0575-85095807

### 成都营业部

四川省成都市高新区天府大道北段 1700 号 1 栋 2 单元 12 层 1209 号  
 电话: 028-86532609

### 兰州营业部

甘肃省兰州市城关区张掖路街道酒泉路 437-451 号  
 金地商务大厦 11 楼 001 号  
 电话: 0931-8805351

### 大连营业部

大连市沙河口区会展路 129 号大连国际金融中心 A 座  
 大连期货大厦第 34 层 3401、3410 号  
 电话: 0411-39048000

### 北京分公司

北京市西城区宣武门外大街 28 号 2 幢 B803、B805 室  
 电话: 010-63155309

### 北京营业部

### 哈尔滨营业部

哈尔滨市香坊区中山路 93 号 801、802、810 室  
 电话: 0451-58896600

### 郑州营业部

郑州市商务外环路 30 号期货大厦 1306 室  
 电话: 0371-65613227

### 青岛营业部

青岛市闽江路 2 号 1 单元 2501 室  
 电话: 0532-80798985

### 沈阳营业部

沈阳市沈河区北站路 51 号闽商总部大厦 15 层 C 室  
 电话: 024-22566699

### 天津营业部

天津市河西区友谊路与平交道交口东南侧 大安大厦 A 座 1003  
 电话: 022-28378072

### 上海分公司

上海浦东新区芳甸路 1155 号嘉里城 801-802 单元  
 电话: 021-20220312、021-50431979

### 上海芳甸路营业部

上海浦东新区芳甸路 1155 号嘉里城 803-804 单元  
 电话: 021-20220312、021-50431979

### 上海虹桥路营业部

上海市虹桥路 663 号 1 楼、7 楼  
 电话: 021-52586179

### 深圳分公司

深圳市福田区金田路 4028 号荣超经贸中心 2701、2702 室  
 电话: 0755-82577529

### 深圳营业部

深圳市福田区金田路 4028 号荣超经贸中心 2703、2705 室  
 电话: 0755-82577909

### 广州营业部

广州市天河区珠江新城花城大道 68 号环球都会广场 2008 单元  
 电话: 020-38810969

### 芜湖营业部

芜湖市镜湖区伟星时代金融中心 1002 室  
 电话: 0553-3880212

### 重庆营业部

重庆市江北区建新南路 1 号 20-2、20-3  
 电话: 023-62611588

### 永康营业部

北京市西城区宣武门外大街 28 号 2 幢 B801、B802、B608、B609 永康市丽州中路 63 号 11 楼  
室  
电话：010-63161286

**太原营业部**

太原市迎泽区解放南路 2 号山西景峰国际商务大厦 8 层 805 室  
电话：0351-2118018

**余姚营业部**

余姚市城区余姚中国塑料城国际商务中心 3 幢 102 室  
电话：0574-62509011

**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：0663-2663855

**桐乡营业部**

浙江省桐乡市梧桐街道凤鸣路 1048 号一层、七层  
电话：

**舟山营业部**

浙江省舟山市定海临城街道翁山路 555 号交易中心大楼三层  
3232、3233、3234、3235 室  
电话：0580-8125381

**苏州营业部**

苏州工业园区苏惠路 88 号环球财富广场 1 幢 2909 室  
电话：0512-87660825

**南通营业部**

江苏省南通市南大街 89 号总部大厦六层 603、604 室  
电话：0513-89011168

**厦门营业部**

厦门市思明区鹭江道 96 号之二砖石海岸 B 栋 1903 单元  
电话：0592-2120291

**汕头营业部**

汕头市龙湖区金砂路 103 号星光华庭商铺 112、212 号房复式  
电话：0754-89980339

**南昌营业部**

江西省南昌市红谷滩新区中央广场 B 区准甲办公室 1405 室（第 14 层）  
电话：0791-83828829

**义乌营业部**

浙江省义乌市宾王路 208 号 2 楼  
电话：0574-85201116

**南京分公司**

南京市建邺区河西商务中心区 B 地块新地中心二期 808 室  
电话：025-86209875

## 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。