

## 2020 年南华商品指数季度报告

# 疾重难缓

### 摘要

- 南华商品指数由南华研究所创立，从 2004 年 6 月 1 日编制起始，截至 2020 年 3 月，已经走过了近 16 年的历程，记录了中国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。
- 今年第一季度，由于疫情影响和原油事件冲击，南华商品系列指数大幅走低，普遍跌幅在 10% 以上。对比四大国际商品指数，南华商品综合指数则是表现最好，标普高盛商品指数表现最差。与国内上市的三大商品 ETF 相比，南华与之类似的指数表现不相伯仲。
- 从大周期来看，南华商品指数在今年一月份已经结束了第五轮上涨周期，当前处于第六轮下跌周期之中。指数已经回到均值附近，国内疫情暂时稳住，经济处于复苏之中，国外则是处于爆发期，后期走势关注国外疫情发展。
- 经历了本轮暴跌之后，很多品种价格都处于低位。本文试着建立风险评估模型，从纵向和横向两个维度，对商品进行画像，使得投资者一眼就能辨别其关注的商品当前处于什么状态，并对该商品的操作风险进行评估。
- 根据风险评估模型，截至 3 月 20 日，风险较低的品种包括：有色板块铝、锡和铜；能化板块沥青、原油、橡胶、甲醇和 TA；农产品板块棉花、豆油、棕榈油和鸡蛋等；黑色板块风险评估都在中性以上。

南华期货研究所

指数研究小组

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

唐亮华 TZ002198  
0571-87839263  
[tlianghua@nawaa.com](mailto:tlianghua@nawaa.com)

张思仪 Z0013854  
0571-87839259  
[zhangsiyi@nawaa.com](mailto:zhangsiyi@nawaa.com)

## 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	一季度商品指数市场概况	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	南华商品指数走势分析	11
3.1	南华商品指数走势	11
3.1.1	南华商品指数所处阶段	11
3.1.2	南华商品指数区间段划分	12
3.2	南华商品指数与宏观关系	13
3.3	南华商品指数板块对比	15
3.3.1	南华商品各板块当前点位	15
3.3.2	南华单品种指数一季度波幅	16
第 4 章	南华单品种指数点位风险评估模型	17
4.1	建立南华单品种指数点位风险评估模型的原因	17
4.2	风险评估模型的品种选择	17
4.3	风险评估模型的年份处理	18
4.4	建立风险评估模型的方法	18
4.5	不同板块下的品种风险评估模型	19
4.5.1	有色板块	19
4.5.2	黑色板块	19
4.5.3	农产品板块	20
4.5.4	能化板块	20
	免责声明	22

## 第1章 引言

南华商品指数由南华研究所创立，从 2004 年 6 月 1 日编制起始，截至 2020 年 3 月，已经走过了近 16 年的历程，记录了中国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比较有代表性且具有较好流动性的商品来编制指数，包括农产品、金属、贵金属以及能源化工类，南华商品指数系列包括单个商品指数、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，指数的计算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由单个商品指数构成，各个品种的权重配置兼顾各个商品在国民经济中的影响程度及其在期货市场中的地位水平。品种数量不超过 20 个，设定相应的品种进入和退出标准、最大和最小权重匹配，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进行提前预判，企业可以做出相对应的提前准备。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的优美曲线。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

2019 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。南华商品指数目前权重分布如下:

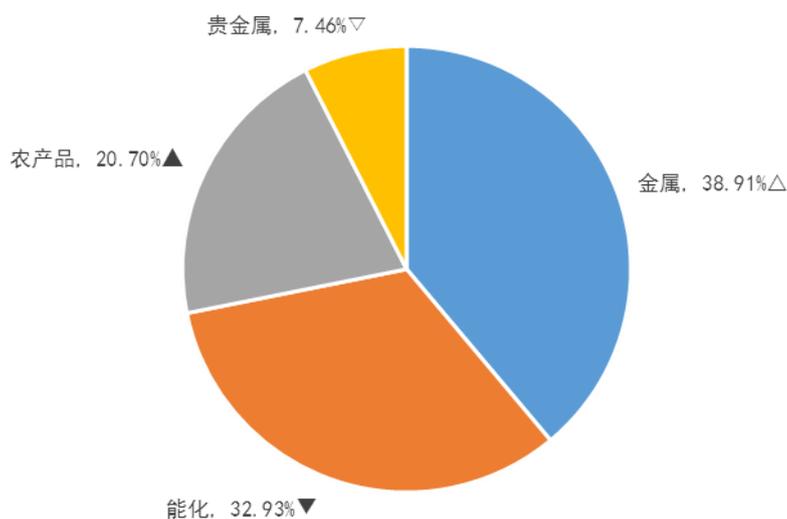
图 2.1.1 南华商品指数系列权重表

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
螺纹钢	11.82%	13.78%	25.00%				35.72%	
铜	10.02%	11.65%	21.58%					43.92%
铁矿石	9.04%	10.23%	18.87%				25.61%	
原油	8.95%	11.07%		20.82%				
焦炭	7.50%	8.09%		13.28%			19.09%	
苹果	6.70%				20.73%			
天然橡胶	5.24%	6.68%		12.89%				
豆粕	4.43%				14.25%			
黄金	4.40%					59.35%		
镍	4.31%	5.40%	10.10%					19.81%
锌	3.72%	4.53%	8.45%					16.79%
PTA	3.22%	3.71%		6.53%				
聚乙烯	3.10%	3.43%		5.80%				
白银	3.06%					40.65%		
白糖	2.92%				9.72%			
聚丙烯	2.62%	2.93%		5.02%				
豆油	2.50%				8.12%			
甲醇	2.30%	2.68%		4.76%				
棕榈油	2.15%				7.31%			
菜籽粕	2.00%				6.77%			
焦煤		4.68%		6.99%			9.91%	
热轧卷板		4.68%	8.45%				9.67%	
铝		4.16%	7.55%					16.47%
燃料油		2.30%		4.16%				
动力煤				14.82%				
石油沥青				2.93%				

玻璃	2.00%	
铅		3.01%
豆一	8.43%	
玉米	8.40%	
一号棉	6.86%	
菜籽油	3.84%	
鸡蛋	3.40%	
玉米淀粉	2.17%	

来源：南华研究 截至 2020 年 3 月 20 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 2020 年 3 月 20 日

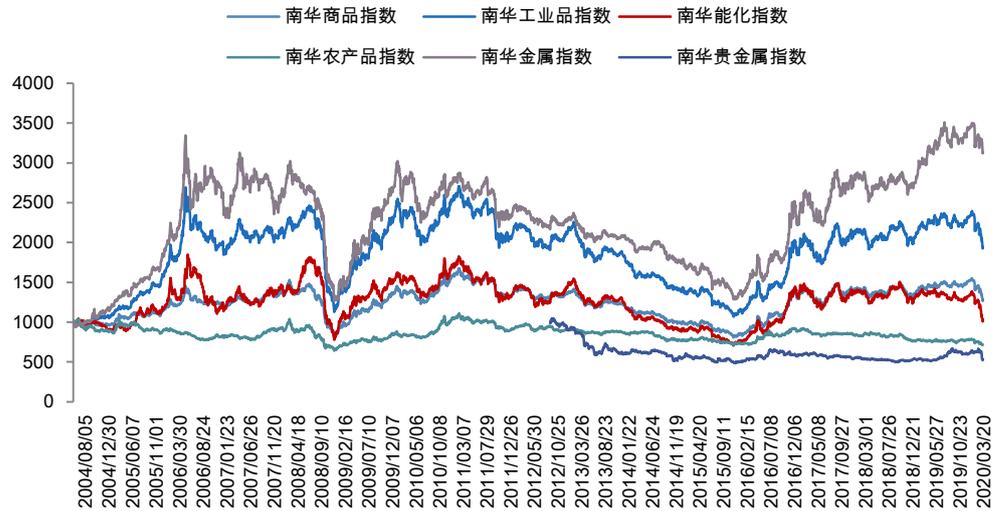
从排名上看，铜、螺纹钢和铁矿石的权重已连续四年位居前三，这三者权重之和也仍约为 30%。苹果自 2017 年底上市以来，成交活跃，市场关注度高，今年首次入选南华商品指数，权重为 6.7%，排名第六。菜粕去年曾被剔除，今年重新被选入。此外，焦煤和一号棉由于成交金额未达到入选标准，被剔除出南华商品指数成份品种。

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，目前南华商品指数权重组合稳中有变。

## 2.2 一季度商品指数市场概况

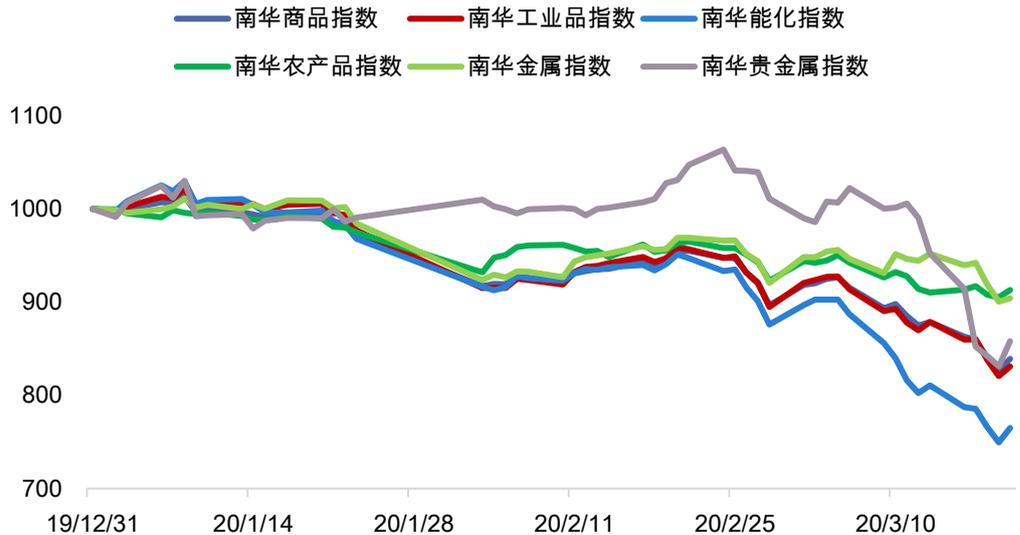
2020 年一季度南华商品及分类指数均大幅下跌，跌幅普遍都在 10% 以上。唯一走势有差别的为南华贵金属指数，南华贵金属指数在 2020 年 2 月底创出年内新高，不过最后也未能顶住压力，3 月份快速下行，跌幅也近 20%。

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 2020 年 3 月 20 日

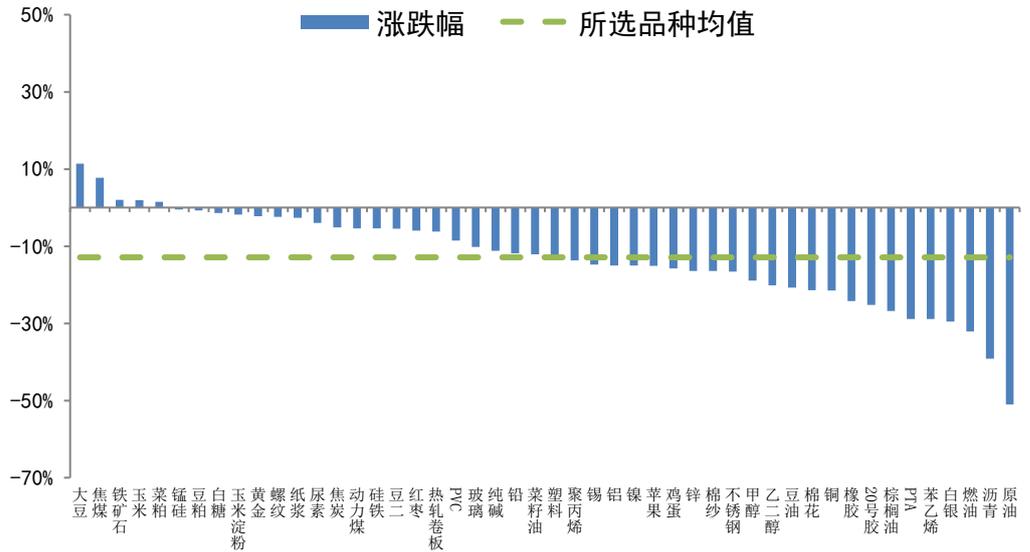
图 2.2.2 商品指数及分类指数年内走势



来源：南华研究 截至 2020 年 3 月 20 日

从品种指数来看，第一季度品种指数走势分化比较大，基本以大幅下跌为主。跌幅前六的品种指数中，五个来自于能化板块，分别是原油、沥青、燃料油、苯乙烯和 PTA，跌幅排列第四的为白银。上涨的品种指数只有五个，来自于农产品和黑色，大豆涨幅最大，接近 10%。图中数据截止日期为 3 月 20 日，单品种指数为收益率指数，已经去除升贴水影响，代表了品种真实的价格涨跌。

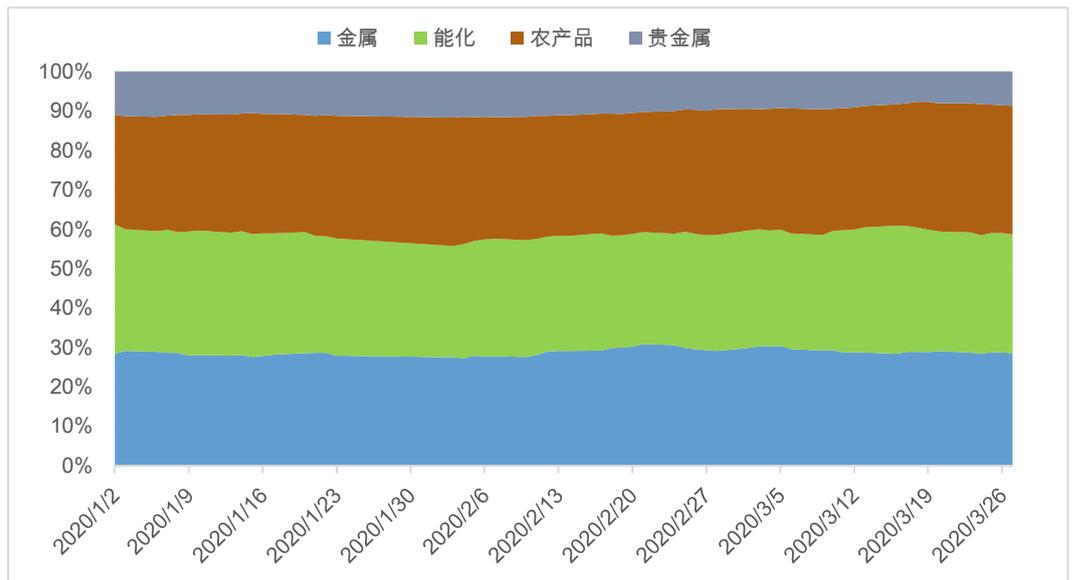
图 2.2.3 单品种指数一季度涨跌幅



来源：南华研究 截至 2020 年 3 月 20 日

从持仓金额占比来看，今年一季度，南华商品指数四大板块持仓金额发生了一些变化，贵金属和能化板块持仓金额大幅下滑，贵金属板块占比从 12.19% 下滑至 9.49%，能化板块占比从 36.77% 下滑至 32.96%，农产品持仓金额占比则从 31.31% 上升至 35.72%，金属板块基本保持平衡。

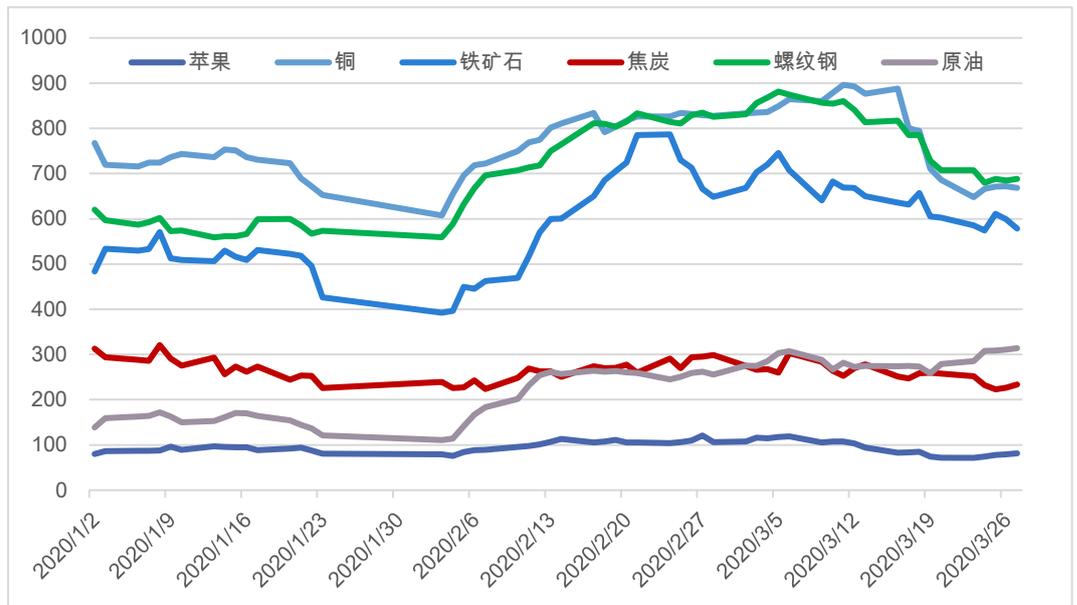
图 2.2.4：南华商品指数各板块持仓金额占比



资料来源：南华研究 数据截止 2020 年 3 月 27 日

从单品种来看，我们选取了南华商品指数权重占比最大的六个品种的持仓金额变化情况。从图中可以看出，六个品种中，苹果变动不大，焦炭有所下滑，其它四个品种的持仓金额都是大幅增加。原油在价格大幅下滑的背景下，持仓金额增加了接近两倍，其它品种增幅也不小。

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 2020 年 3 月 27 日

## 2.3 南华商品指数与国际指数对比

今年一季度, 全球市场由于新冠肺炎和原油的双重冲击, 导致整体大宗商品市场都出现大幅下挫行情, 不同的国际商品指数由于其品种组成和权重的不同, 下跌幅度也相差很大。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, 来检测在国际危机冲击下, 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%。

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。

瑞银布隆伯格商品指数 (CMCI) 由一揽子 28 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 35.47%; 工业品贵金属类: 铜铝铅锌黄金白银等, 权重占比为 32.5985%; 农产品类: 小麦, 大豆等, 权重占比为: 27.94%, 其它为畜产品类: 活牛等, 权重占比 3.99%。

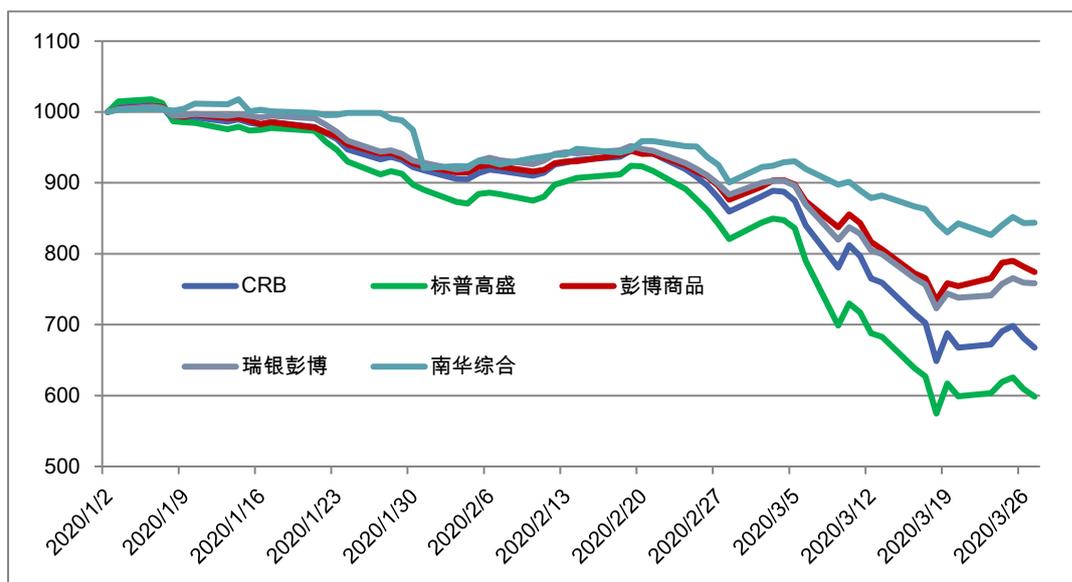
彭博商品指数 (BCOM) 原名道琼斯瑞银商品指数, 由 23 种商品期货组成, 包括能源类: WTI 原油和布伦特原油等, 权重占比为 19.54%; 工业品贵金属类: 铜铝铅锌黄金白银等, 权重占比为 40.09%; 农产品类: 小麦, 大豆等, 权重占比为: 34.63%, 其它为畜产品类: 活牛等, 权重占比 5.74%。

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、TA 和塑料等, 权

重占比 25.43%；工业品贵金属类：螺纹钢、铜、黄金等，权重占比 53.87%；农产品类：苹果、豆粕、棕榈油等，权重占比 20.7%。

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。

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 2020 年 3 月 27 日

从今年几大商品指数走势看，整体都是下跌趋势，而且跌幅不小。其中标普高盛上商品指数跌幅最大，最深跌幅超过 40%，南华综合指数跌幅最小，最大跌幅不超过 20%。之所以五种商品指数跌幅相差如此之大，主要原因在于商品指数之中能源类权重占比不同而至。标普高盛能源类权重占比最大，导致其下跌幅度也是最大的，南华综合指数由于能化类占比相对较小，又有较多的国内黑色品种，从而其跌幅就是最小的，也是在今年表现最好的指数。从相关性来看，今年五大商品指数走势相关性非常强，四大国际商品指数相关性都在 0.99 以上，与南华综合指数相关性稍微弱一些，但也在 0.957。

## 2.4 南华商品指数与国内商品 ETF 对比

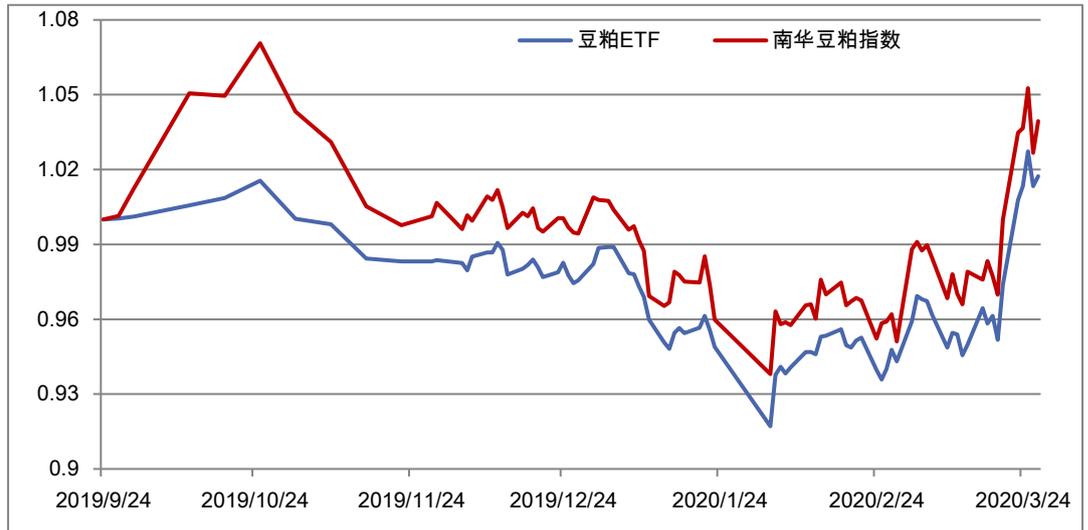
2019 年 8 月，国内首批商品期货 ETF 获批，分别是华夏饲料豆粕期货交易型开放式证券投资基金、大成有色金属期货交易型开放式指数证券投资基金和建信易盛能源化工期货交易型开放式指数证券投资基金。

豆粕 ETF 2019 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%。

豆粕 ETF 2019 年 9 月 24 日基金净值为 1，将南华豆粕指数也归为 1，截止 2020 年 3 月 27 日，豆粕 ETF 净值为 1.0173，南华豆粕指数点位为 1.039432，相比之下，南华豆粕指数表现更好。从下

图对比来看，两者走势比较一致，但是南华豆粕指数一直保持在豆粕 ETF 上方，显示南华豆粕指数表现更好。

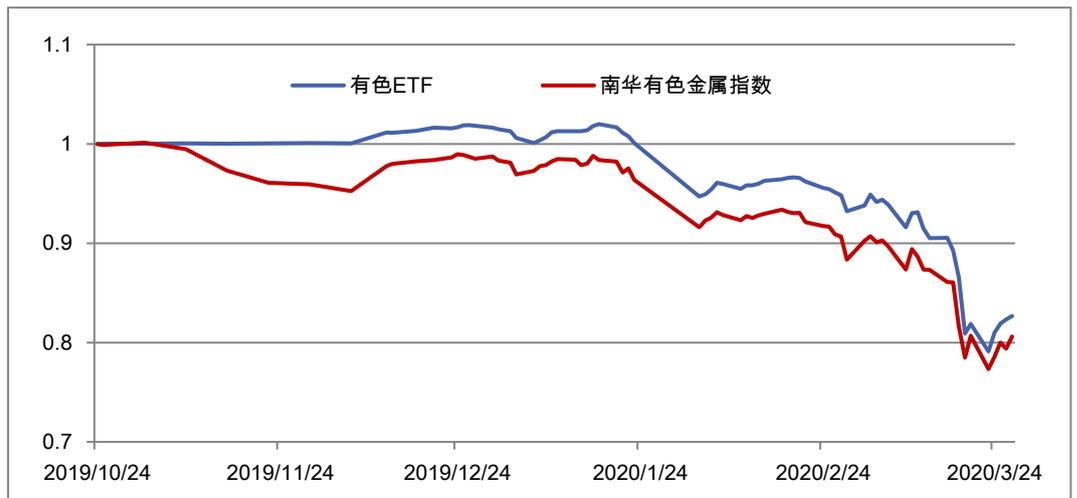
图 2.4.1: 南华豆粕指数与豆粕 ETF



资料来源：南华研究 数据截止 2020 年 3 月 27 日

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。对比有色 ETF 和南华有色金属指数，截止 3 月 27 日，有色 ETF 净值为 0.8267，南华有色金属指数为 0.806281。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。

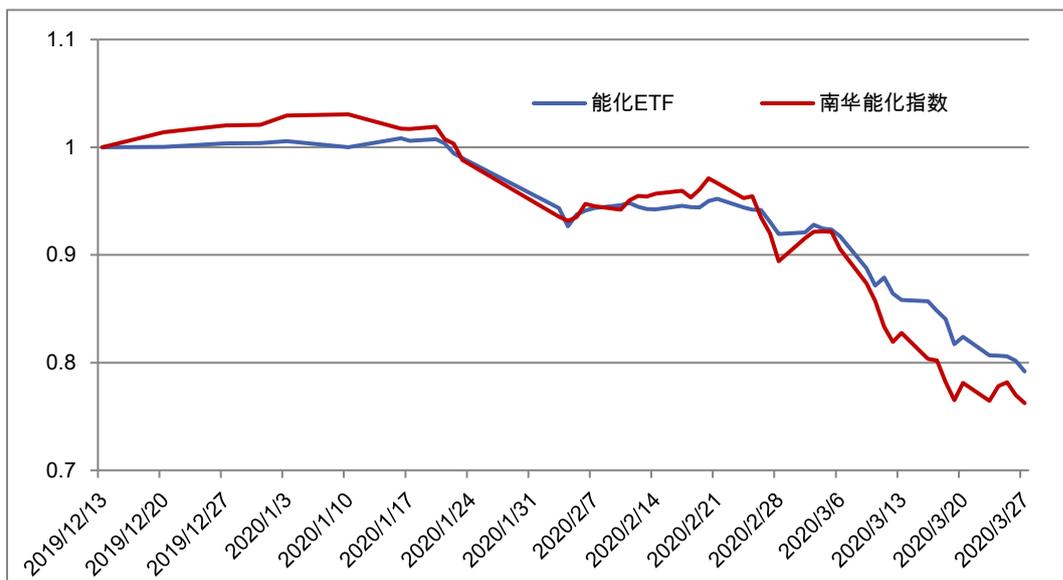
图 2.4.2: 南华有色金属指数与有色 ETF



资料来源：南华研究 数据截止 2020 年 3 月 27 日

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。截止 3 月 27 日，能化 ETF 净值为 0.7918，南华能化指数为 0.7623。从趋势上看，两者走势还是基本一致，由于南华能化指数包含原油期货，导致南华能化指数跌幅要大于能化 ETF。

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 2020 年 3 月 27 日

## 第3章 南华商品指数走势分析

### 3.1 南华商品指数走势

#### 3.1.1 南华商品指数所处阶段

价值是价格的基础，价格是价值的货币表现，价格围绕价值上下波动。

南华商品指数从 2004 年 6 月 1 日编制起始，截至 2019 年 12 月，已经走过了近 16 年的历程，记录了这段时间以来中国商品市场的跌宕起伏。从图中可以发现，不管价格如何变动，在这 16 年的时间中，南华商品综合指数始终处于一个区间（800,1700）之间波动，南华商品综合指数均值从 2008 年 7 月份开始至今长达 11 年一直处于区间（1200,1270）之间窄幅波动。如果把南华商品综合指数走势看成南华商品综合指数所代表的一众大宗商品的价格，则南华商品综合指数均值则代表着一众大宗商品的價值。从最近一个季度的走势看，南华商品指数区间波动理论再次获得验证。南华商品综合指数在 1 月 9 日达到最高点 1548.29 点位，从历史上看，这个也是出于高位。之后迅速走低，截至 3 月 20 日，南华商品综合指数最低下滑至 1266.41，离均值 1246.37 相差不多。

图 3.1.1: 南华商品指数与均值



资料来源：南华研究 数据截止 2020 年 3 月 20 日

### 3.1.2 南华商品指数区间段划分

南华商品综合指数经历了长达近 16 年的运行，运行时间比较长。在我们 2020 年的年报中，将南华商品指数分为明显的五段，本文不再赘述，只做一个简单介绍，本文主要分析当前应该处于哪一个阶段。

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。

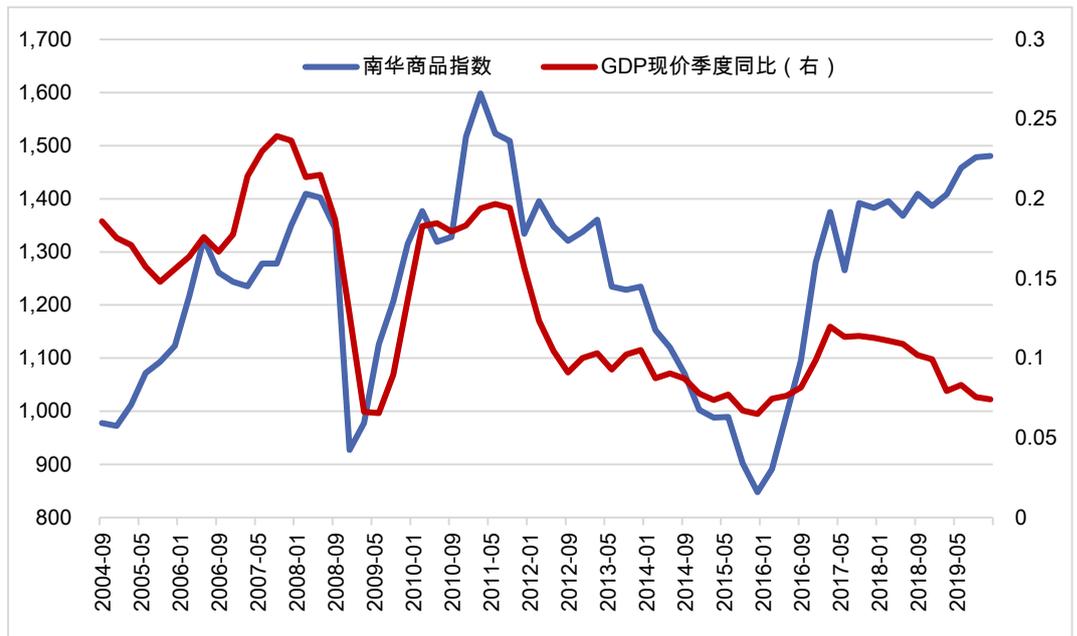
第六段：2020.1.9—未来。考虑到南华商品综合指数已经从 1 月份的最高点大幅下挫，从最高点 1548.29 至最低点位 1274.33，下跌点数达到 274 点，下跌幅度为 17.69%。尽管下跌幅度没有达到 20%，但是从走势和市场影响来看，第五阶段的上涨在 2020 年 1 月 9 日已经宣告结束，当前开始的是第六阶段的下跌趋势。结束本轮下跌的主要因素来自于疫情的影响，而原油的暴跌则是加速了这一过程的进度。从趋势上看，未来肯定主要是走下跌行情，但是以何种方式下跌，则是一个需要重点考虑的问题。从前两次的下跌趋势看，确实各不相同。2008 年南华商品综合指数是一路下跌，直接跌至

最低点，2015 年的下跌则是一波三折，在均线上多次获得支撑，一旦跌破之后基本难于回头。本次南华商品综合指数会以何种方式演绎？

### 3.2 南华商品指数与宏观关系

南华商品指数选取了市场上流动性和代表性最好的 20 个品种，涵盖范围包括贵金属、有色、黑色、能化和农产品等，涵盖了与经济发展联系最紧密的一批大宗商品，从走势上看，南华商品指数与宏观经济有着密切的关系。下图为南华商品指数与 GDP 现价季度同比关系图，从图中可以看出，两者走势相关性非常强，方向基本一致，尤其是在高低点的转折处，这种同向一直持续到 2018 年 6 月份。在年报中，我们曾经对于两者的背离做过分析，认为两者最终会收敛，南华商品指数会向下走。图中截至数据为 2019 年 12 月份，对于 2020 年一季度 GDP 数据，市场一致预测是负增长，尽管南华商品指数一季度数据没有出台，但日内走势已经反映很明显大幅下挫。这种走势也进一步验证了南华商品指数与 GDP 现价季度同比之间的相互关系。

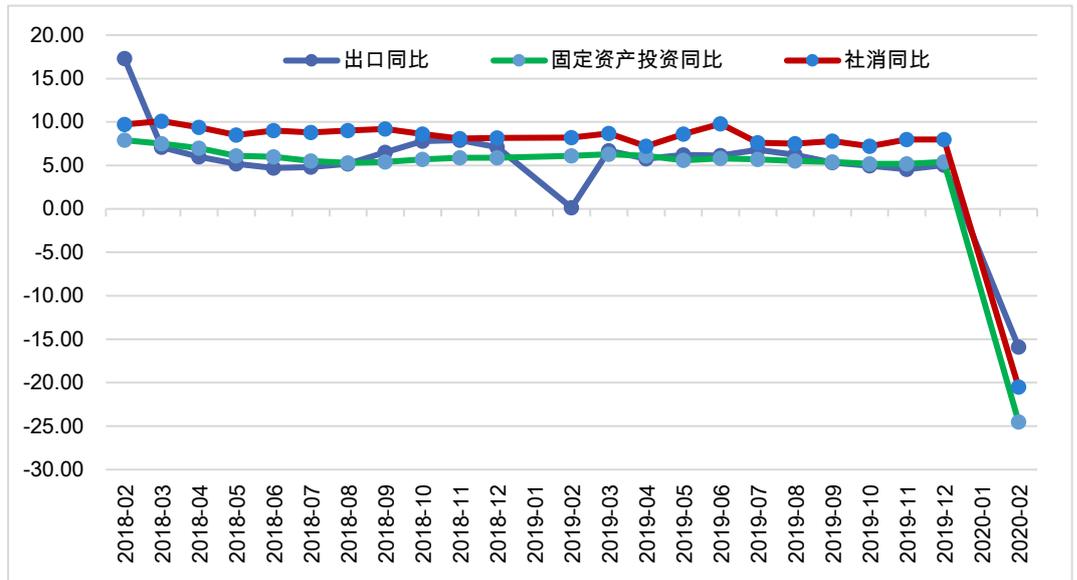
图 3.2.1: 南华商品指数与 GDP



资料来源：WIND 南华研究

尽管一季度 GDP 现价同比数据还未出台，但是从已经出台的 1-2 月份出口、固定资产投资以及社会消费品总额同比来看，三个数据都是大幅下滑，一季度的数据下滑或者说录得负增长是很显然的。考虑到这种下滑是全国经济停顿的结果，随着中国疫情的逐渐好转，复工逐渐加速，只要疫情不反复，生产、贸易、资金都流动起来，二季度经济将会有明显的复苏，商品从低点反弹的可能性更大。另一个需要关注点在于国外疫情的发展情况，我国是一个出口主导型的国家，如果外围疫情不能迅速控制，出口将会受到很大影响，这会拖累国内经济复苏进度。

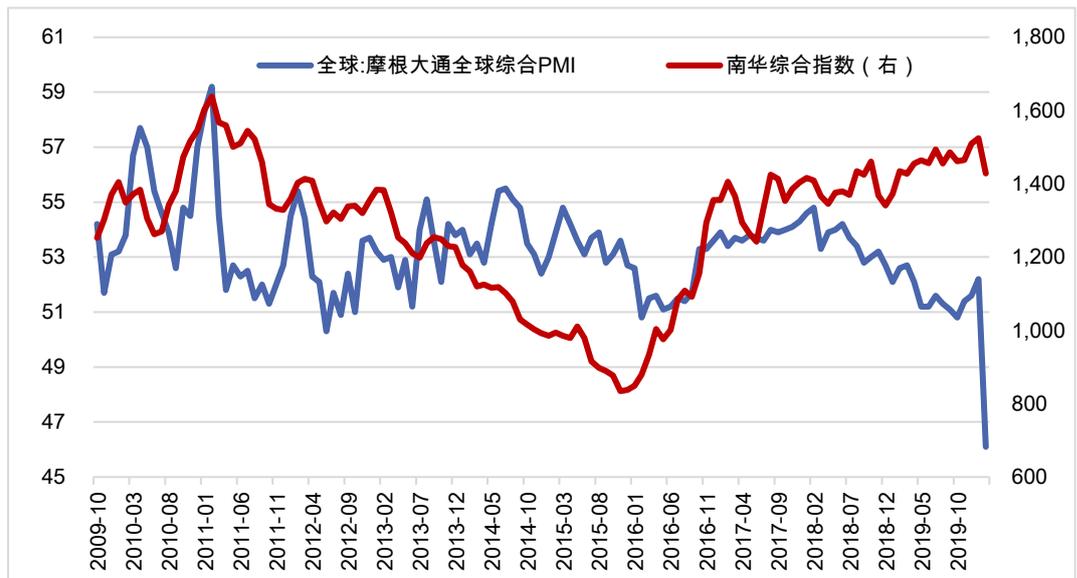
图 3.2.2: 2020 年 1-2 月份出口、投资和消费都大幅下滑



资料来源: WIND 南华研究

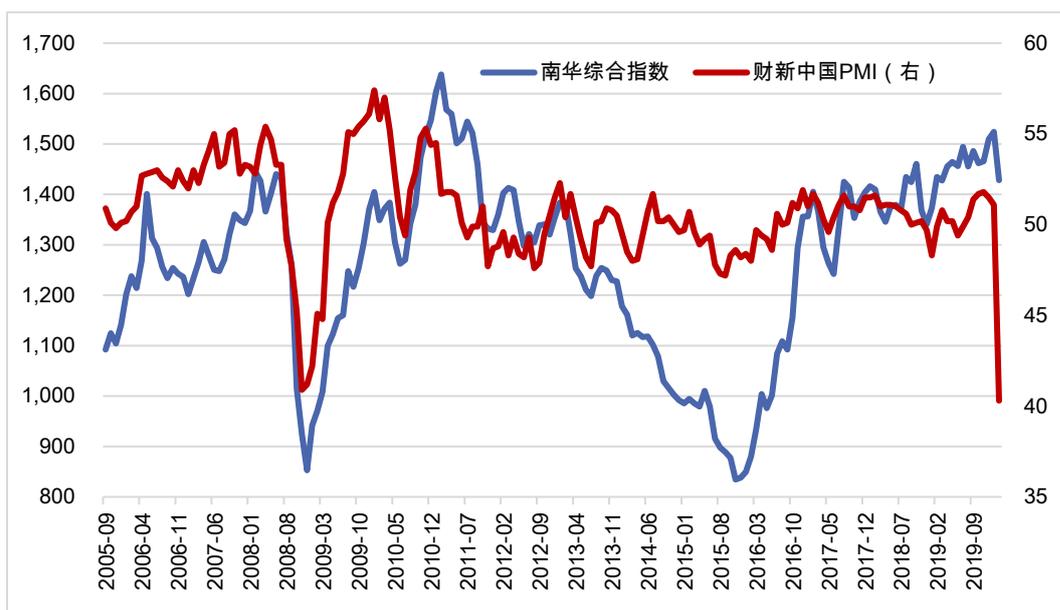
从全球摩根大通全球综合 PMI 来看, 2 月份 PMI 下滑至 47.2, 这已经远远跌出自 2009 年 10 月份指标有数据的横盘区间, 同时也跌破 50 荣枯平衡线, 单从这个指标来看, 全球有爆发经济危机的可能, 全球经济可能进入衰退阶段。从中国财新 PMI 来看, 2 月财新 PMI 直接跌至 40.3, 这个数据已经跌破 2008 年金融危机时的最低 40.9, 也显示了当时国内制造业对于疫情的担忧。

图 3.2.3: 南华综合指数与全球摩根大通全球综合 PMI



资料来源: WIND 南华研究

图 3.2.4: 南华综合指数与财新 PMI



资料来源: WIND 南华研究

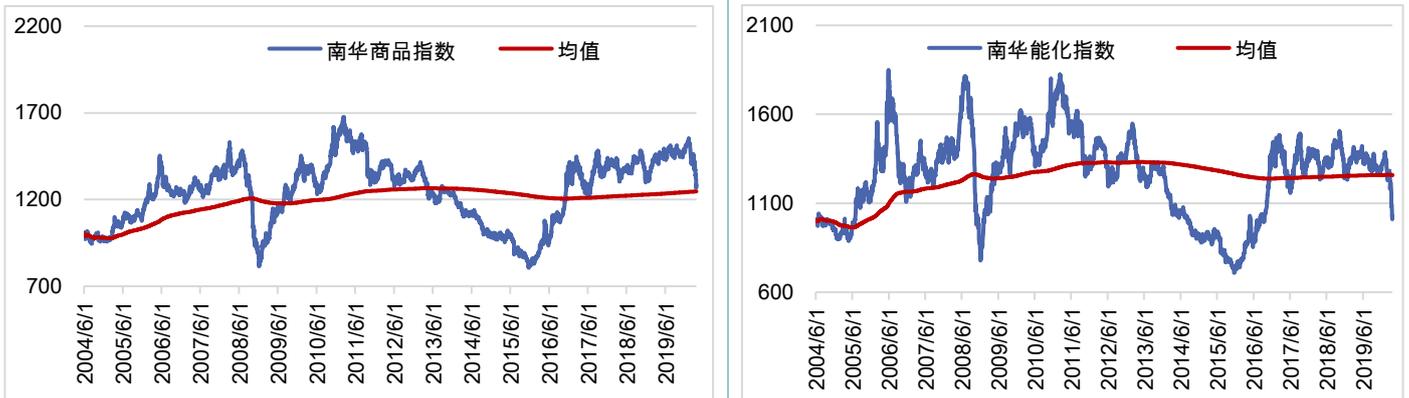
结合宏观面来看, 全球经济可能已经进入衰退, 南华商品指数也已经在今年第一季度结束了第五阶段的上涨, 正式步入第六阶段的下跌。当前全球经济走势主要受疫情影响, 未来经济是否企稳反弹也需要紧跟疫情控制形势。从内外两个市场来看, 中国如果不出现疫情反复, 将是首先走出经济泥潭的国家, 中国以外由于还未过疫情高峰期, 可能还需要一两个月的时间。由于一季度商品已经出现暴跌, 南华商品指数也已经出现大幅下挫, 已经对疫情所带来的利空做出反应, 后期继续大幅下跌的行情不会出现。考虑到当前每个国家采取措施快慢不一, 疫情全部控制的时间将会被拉长, 商品指数在前期大幅下跌之后会有技术性的反弹修复, 之后再度探底。只有在疫情真正控制住, 消费逐步转好之后, 市场才能真正走出有驱动力的反弹走势。对比南华商品指数两次下跌历程, 在触及均线之后往往都能反弹, 本次也极有可能复制这一走势。

### 3.3 南华商品指数板块对比

#### 3.3.1 南华商品各板块当前点位

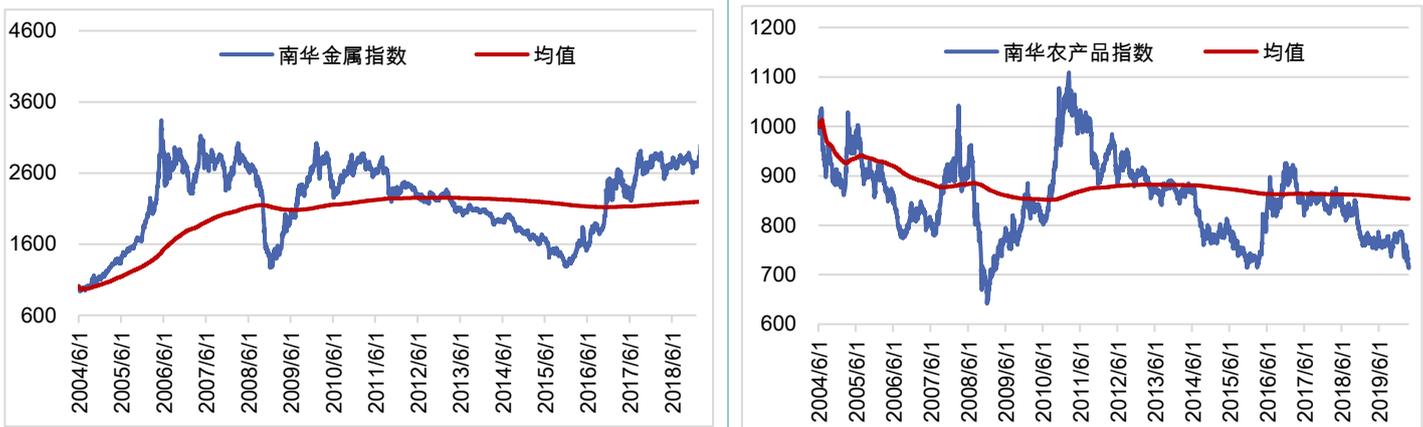
疫情导致一季度南华商品指数大幅下挫, 但是, 从不同板块来看, 影响千差万别。从南华金属指数来看, 本年度最高点位 3502, 最低 3118, 下跌 384 点, 跌幅 10.96%, 而跌幅最大的南华能化板块指数则从最高 1387.5 下挫至最低 1010, 下跌 377.5, 跌幅 27.21%。金属板块的坚挺主要得益于国内黑色板块, 而化工板块的则是由于原油暴跌带来的成本坍塌。从历史对比来看, 当前南华能化指数距离底部仍有一段距离, 农产品指数尽管今年跌幅不大, 但是对于本来已经处于底部的农产品板块指数来说, 当前以及跌破 2015 年低点, 距离 2008 年低点 641 点近相差 71 点。

图 3.3.1.1：南华商品指数与南华能化指数均值



资料来源：WIND 南华研究数据截止 2020 年 3 月 20 日

图 3.3.1.2：南华工业品指数与南华农产品指数均值

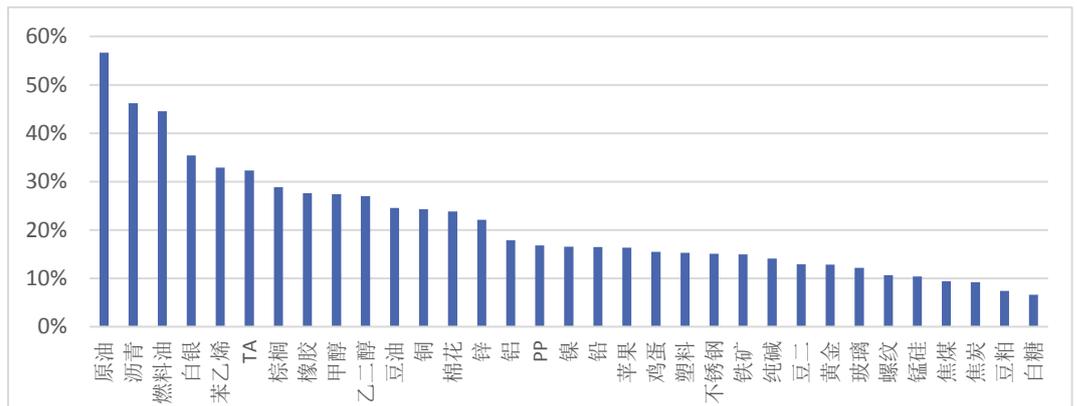


资料来源：WIND 南华研究数据截止 2020 年 3 月 20 日

### 3.3.2 南华单品种指数一季度波幅

相较于指数或者一般行情波动幅度来看,今年一季度注定要载入史册,大部分品种出现巨幅波动,其中,能化品种波幅最为厉害。原油第一季度波幅达到 56.65%,在原油的带动下,沥青、燃料油、苯乙烯和 TA 的波幅也超过 30%。豆油、棕榈油和橡胶由于去年四季度大幅上涨,今年基本是从哪里来到那里去,回到起点,甚至创出新低。有色板块铜铝铅锌镍受外盘拖累,波幅也是居前。上述品种的波动幅度基本是以下跌为主,黑色板块和农产品则是出现飘红。

图 3.3.2.1：南华单品种指数一季度波动幅度



资料来源：WIND 南华研究数据截止 2020 年 3 月 20 日

## 第4章 南华单品种指数点位风险评估模型

### 4.1 建立南华单品种指数点位风险评估模型的原因

今年一季度，由于疫情的突发，并席卷全球，引发市场恐慌，同时 OPEC+减产会议变成增产会议，原油成为压死骆驼的最后一根稻草，整个金融市场出现崩盘。原油一天跌幅超 30%，一个月不到价格腰斩，在原油的带领下，国内能化产品也是集体雪崩，一发不可收拾，部分品种的价格已经跌穿了历史以来最低点。除了能化产品之外，部分农产品这两年走势也是非常低迷，南华农产品指数板块已经基本接近 2015 年低点，距离 2008 年低点也为期不远。从单个农产品来看，油脂、棉花等品种也是累创新低。上面这种看法是我们通过几个简单的历史对比所得到，更多的是通过看，或者历史低点对比，这种对比我们称之为纵向对比，通过这样对比能够给我们简单的印象，当前点位处于历史什么位置。如果品种价格是创出了新低，或者距离底部不远，这种简单的类比是可以的，但是如果对于大多数没有创出新低，或者距离底部还有一段距离的品种，只用眼睛观察或者简单对比并不能立马判断出当前点位处于历史什么阶段。因此，本文试着建立这样一个模型，通过这个模型，投资者一眼就能判别出当前点位处于历史什么阶段，在当前点位进行操作，投资者的风险可能是多大等等。

### 4.2 风险评估模型的品种选择

截至 2020 年 3 月份，在四大交易所上市的商品品种共有 57 个。由于各种原因，有些品种上市之后并不活跃，或者就没有成交量，无法真实的反映价格趋势，风险评估模型也没有任何意义，这些品种不在本文分析之列。贵金属如黄金和白银，商品金融属性非常强，商品本身的自然属性经常被弱化，也排除在本文分析之列。最后，经过筛选，本文分析的品种共有 35 个，分别是：铜、锌、铝、塑料、PTA、大豆、豆粕、苹果、豆油、棕榈油、菜籽油、玉米、棉花、白糖、橡胶、铅、螺纹、焦炭、甲醇、PVC、玻璃、铁矿、焦煤、动力煤、沥青、菜粕、鸡蛋、热卷、硅铁、锰硅、聚丙烯、淀粉、镍、原油、锡等。

### 4.3 风险评估模型的年份处理

商品是在不同的时间上市,历史数据留存也不一样。南华商品指数创建日期为 2004 年 6 月 1 日,对于在此时间之前上市的品种,我们选用的数据都是起始于该日,对于这些品种我们统计的数据时间长度接近 16 年,正好对于中国蓬勃发展的十六年。对于后面上市的品种,风险评估模型的数据选自其上市之日开始。考虑到如果数据太少对于风险评估的意义不大,对于 2018 年之后上市的品种不做统计,因为今年原油是影响价格的主要因素,而许多化工品与原油关系密切,原油依然纳入本文范围。

表 4.3.1: 不同品种统计年份次数

上市区间	统计数据年份(年)	品种
2004 年 6 月 1 日之前	接近 16 年	铜、铝、棉花、大豆、豆粕、橡胶
2004 年 6 月 1 日之后	品种上市实际年份	铅、螺纹钢、焦炭、甲醇、PVC、玻璃、铁矿、焦煤、动力煤、沥青、菜粕、鸡蛋、热卷、硅铁、锰硅、聚丙烯、淀粉、镍、锡、原油、豆油、棕榈油、菜籽油、玉米、白糖、锌、塑料、PTA

资料来源: 南华研究

### 4.4 建立风险评估模型的方法

风险评估模型通过纵向对比和横向对比,建立单品种风险的二维坐标结构(X、Y),其中,X、Y 值都在 0 和 1 之间,通过观察 X 和 Y 值,就能轻松简便的判别不同情况下某个品种当前状态下进行操作的风险程度。

**纵向对比:**将某品种自上市以来的所有数据做一个排列,得出某个品种在当前状态下的排位情况,排位值限定在(0、1)之间,排位值越靠近 0,表明当前值在该品种上市以来价格越靠近底部,等于 0 则是表明当前就是该品种上市以来最低值;排位值越靠近 1,表明当前该品种上市以来价格越靠近顶部,等于 1 则是表明当前则是该品种上市以来最高值。

**横向对比:**依据南华板块指数创立标准,将品种分成各个不同板块之中,如大豆属于农产品板块,将大豆与南华农产品指数进行对比,在将所有的比值进行排列,得出当前比值在所有比值中的排位情况,排位值限定在(0、1)之间,排位值越靠近 0,表明当前情况下,该品种相对本版块而言,价格相对处于低位;排位值越靠近 1,表明当前情况下,该品种相对本版块而言,价格相对处于高位。

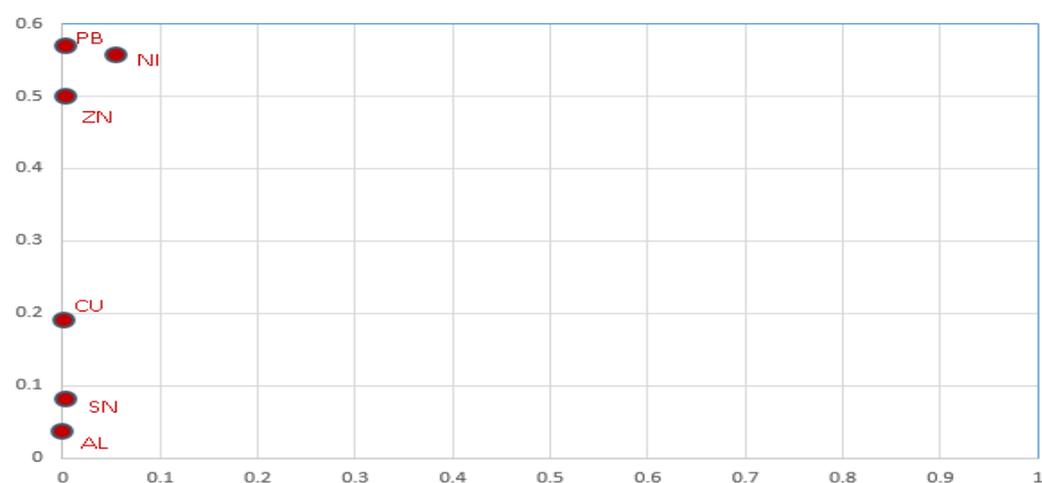
**风险评估模型:**我们以 0.5 做为中间值,此时风险为中性,对品种的 X 和 Y 值往两边进行评估。X 和 Y 值往上表明风险度越来越高,X 和 Y 值往下表明风险度越来越低。如果某个品种 X 和 Y 的值都小于 0.1,我们一般认为该品种当前风险评估非常低,适合做多推荐;如果某个品种 X 和 Y 的值都大于 0.9,我们一般认为该品种当前风险评估非常高,适合做空推荐。而如果 X 和 Y 值出现分歧,一个非常大,一个非常小,这种情况需要具体问题具体分析。当然,本文提出的风险评估模型只是一个参考指标,不合适就以此做为交易的唯一判断标准,还需结合各品种各板块的具体情况相应处理。

## 4.5 不同板块下的品种风险评估模型

### 4.5.1 有色板块

有色板块包括的品种包括铜铝铅锌镍锡共六个品种。横轴代表的是 X 指，意指横向对比，纵轴代表的是 Y 值，意指纵向对比，在图中，X 和 Y 值的范围都在 (0.1) 之间。横向对比来看，由于有色板块横向对比的为南华金属板块指数，南华金属板块指数由于黑色板块表现坚挺，整体偏强，从而导致有色板块横向比值排位都非常低，全体在 0.1 以下。而铜铝铅锌锡五个品种比值排位基本接近 0，表明从横向来比，当前有色金属价格处于历史最低位。从纵向来看，铝和锡在 0.1 以下，铜在 0.2，这都属于历史非常低的位置。综合来讲，有色品种整体风险较低，铜铝和锡处于历史极低位置。

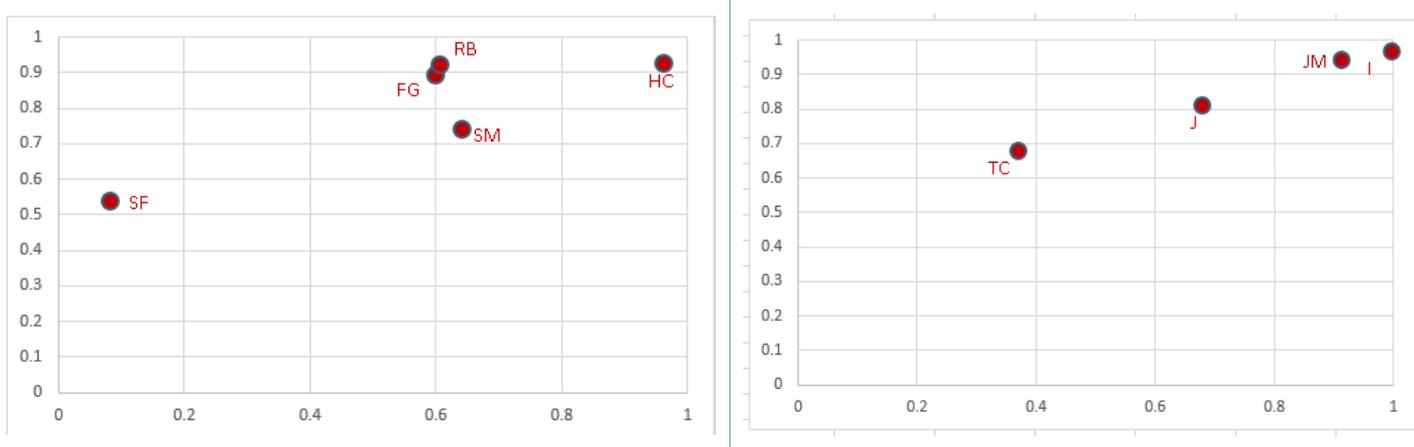
图 4.5.1：有色板块金属风险评估模型



资料来源：南华研究数据截止 2020 年 3 月 20 日

### 4.5.2 黑色板块

图 4.5.2：黑色板块各品种风险评估



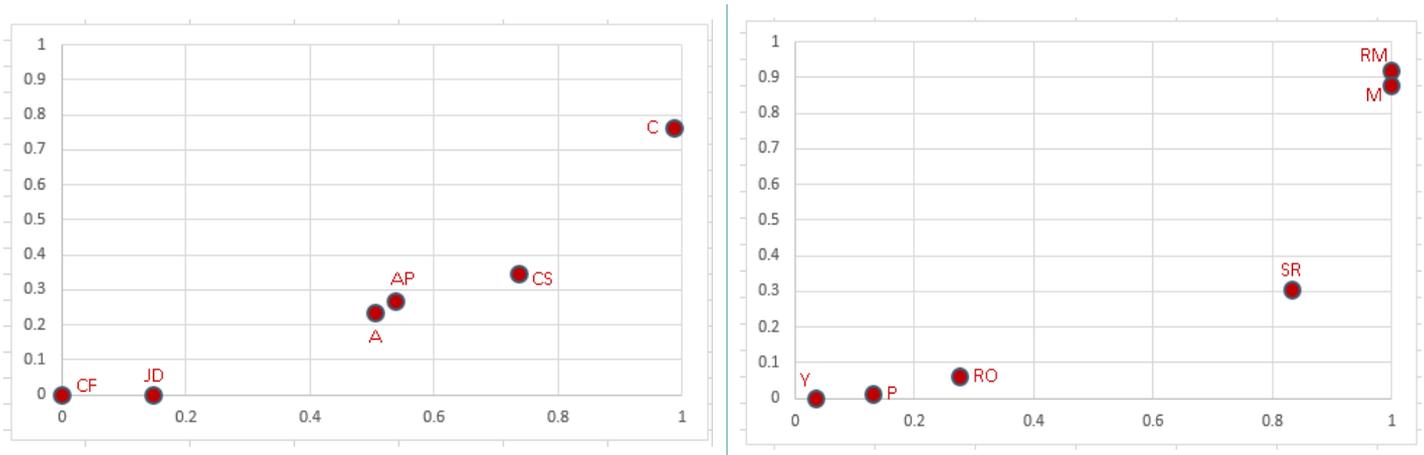
资料来源：WIND 南华研究数据截止 2020 年 3 月 20 日

黑色板块包括的品种包括热卷、铁矿、焦炭、焦煤、螺纹钢、硅铁、锰硅和动力煤等。黑色板块我们也将其归类为金属板块，其纵向对比板块指数为南华金属板块指数。如上图所示，从纵向对比来看，黑色板块基本在 0.5 排分位以上，价格相对处于高位，尤其是螺纹钢、热卷、焦煤、玻璃和铁矿等，纵向排分位在 0.9 以上，继续做多风险比较大；从横向对比来看，热卷、焦煤和铁矿是非常高的，横向排分位在 0.9 之上，远远强于其它同类品种，硅铁横向排分位为 0.081，相对较低。从风险评估角度来看，热卷、焦煤和铁矿风险评估度非常高，这些品种适合做为空头配比头寸。

### 4.5.3 农产品板块

农产品板块品种包括大豆、苹果、玉米、棉花、淀粉、鸡蛋、豆粕、菜粕、菜油、白糖、豆油和棕榈油等。相对于其他板块而言，农产品板块的分布是最分散的，这也体现了农产品尽管做为一个板块，但是各品种还是千差万别。从纵向对比来看，三大油脂、鸡蛋和棉花排位分值基本接近 0，相对而言处于历史低位；两粕和玉米相对较高，尤其是两粕排位分值在 0.9 附近，相对高位。从横向对比来看，豆油和棉花最低，都在 0.1 以下，纵向对比属于板块极弱的品种，两粕和玉米则是板块最强品种。从风险评估模型来看，棉花和豆油的 X、Y 值都在 0.1 以下，风险评估度非常低；两粕的 X、Y 值都在 0.9 以上，风险评估度非常高。

图 4.5.3: 农产品板块各品种风险评估

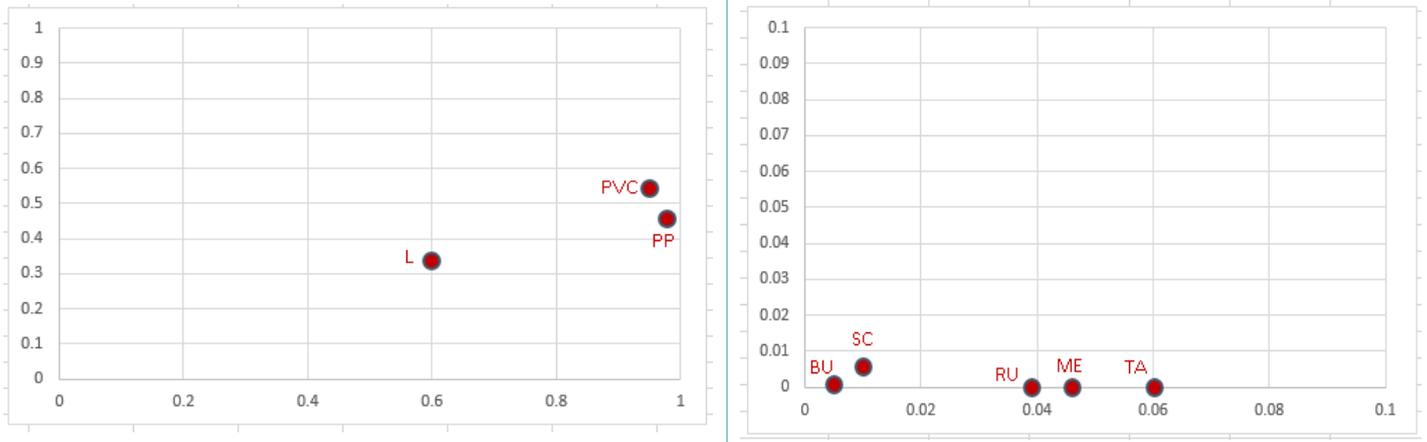


资料来源：WIND 南华研究数据截止 2020 年 3 月 20 日

### 4.5.4 能化板块

能化板块包括的品种有：沥青、塑料、甲醇、PP、橡胶、原油、TA 和 PVC 等。能化板块大部分品种原材料来源都包含原油，所以原油的走势对其影响非常巨大，今年一季度就是非常典型的例子。从横向对比来看，能化板块中最强的品种是 PP 和 PVC，其横向对比排分位值 X 都在 0.9 之上，最弱的品种包括沥青、原油、橡胶、甲醇和 TA，其 X 值都在 0.1 以下。从纵向对比来看，PP、PVC 属于中性，沥青、原油、橡胶、甲醇和 TA 都在 0.01 以下，接近 0 的位置，也即说明当前这些品种的价格处于该品种自上市以来的最低位置。显然，原油不是历史最低位置，但是我国原油上市是 2018 年 3 月份，属于自该时间以来的历史较低位置。从风险评估角度来看，PP 和 PVC 横向对比偏强，后期有补跌可能，中性偏空，沥青、原油、橡胶、甲醇和 TA 等品种的 X 和 Y 值都处于 0.1 以下，甚至在 0.01 以下，风险评估度为极低。

图 3.5.4: 能化板块各品种风险评估



资料来源: WIND 南华研究数据截止 2020 年 3 月 20 日

## 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。



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

股票简称：南华期货 股票代码：603093

