



Bigger mind, Bigger future™
智慧创造未来

南华期货研究所

王建锋

投资咨询证号：
Z0010946
wjianfeng@nawaa.com

陈磊珂

从业证书编号：
F3036604
chenleike@nawaa.com

孙 啸

从业证书编号：
F3054383
sunxiao@nawaa.com

后发制策

摘要

2020 年的商品走势，是一个经典的大型事件冲击型的策略环境。疫情和原油价格战，带动了整个商品期货构筑了一个大大的 V 型底形态。由于原油价格战和疫情而打出来的底部，在全球放水和疫情防控的进度中缓慢修复。随着年底临近，低库存的品种再次因为移仓而出现一波经典的正套行情。在新年度里，我们认为可以根据大型事件冲击后的价差偏离来进行策略布局。具体策略介绍，详见正文。

目录

第 1 章	行情简述.....	4
第 2 章	策略推荐.....	4
2.1.	玻璃.....	5
2.2.	油脂.....	7
2.3.	螺纹的盘面利润.....	9
2.4.	动力煤.....	10
2.5.	PVC.....	11
2.6.	白糖.....	13
第 3 章	2020 年策略运行总结.....	13
	免责声明.....	15

图表目录

图 1.1 南华商品指数	4
图 2.1 2020 年度各板块指数变化对比图	5
图 2.1.1 玻璃的 1-5 价差	6
图 2.1.2 玻璃和纯碱的比值	6
图 2.1.3 纯碱 1-5 价差	7
图 2.2.1 豆油和棕榈油的价差	7
图 2.2.2 豆油 1-5 价差	8
图 2.2.3 豆油 5-9 价差图	9
图 2.3.1 螺纹的盘面利润	9
图 2.3.2 螺纹和热卷的价差	10
图 2.4.1 动力煤 5-9 价差	10
图 2.4.2 动力煤 2105 日 K 线	11
图 2.5.1 PVC1-5 价差	12
图 2.5.2 PVC5-9 价差	12
图 2.6.1 白糖 5-9 价差	13
图 3.1 混合型策略	14
图 3.2 激进型策略	14

第1章 行情简述

2020 年度的商品市场，波动幅度较大。年初大幅探低，在随后 4 月初开始了一波单边持续的上涨行情。如果用一句话来说的话，那就是：跌也疫情、涨也疫情。由于疫情，市场预期需求端将会大幅萎缩，不管是工业品还是农产品，都出现了一波较大的跌幅，当然，期间也叠加了俄罗斯和沙特的原油价格战。随后由于各国积极货币和财政政策的出台，企图挽救低迷的经济，进行了大量的货币投放。这使得商品市场整体估值水平出现了水涨船高的现象。相对具体的表现就是：各种易储存的工业品，都出现了不同程度的多头资金移仓偏晚。那么，我们看到的现象，就是一个典型的正套行情。各个品种的 2101 合约的价格水平，不同程度地高于 2105 合约。且正套价差水平，也高于往年平均水平。这是一个大型事件对宏观经济冲击后行情的演绎路径。

图 1.1 南华商品指数



资料来源：WIND 南华研究

那么，在即将来临的年度里，根据大型事件冲击后的行情演绎，有哪些角度可以作为策略思路呢？我们认为可以从以下几个角度思考：

- (1) 产能周期较短，或者产能总体偏宽松的品种，且它们的生产利润较高，那么，这类品种可以作为未来做空的选择。
- (2) 引起正套价差的矛盾比较短暂，那么，一旦在 2105 合约上将不会成为主导。
- (3) 供应弹性较小的农产品，叠加估值较低的品种，可以在 2021 年度关注多头机会。

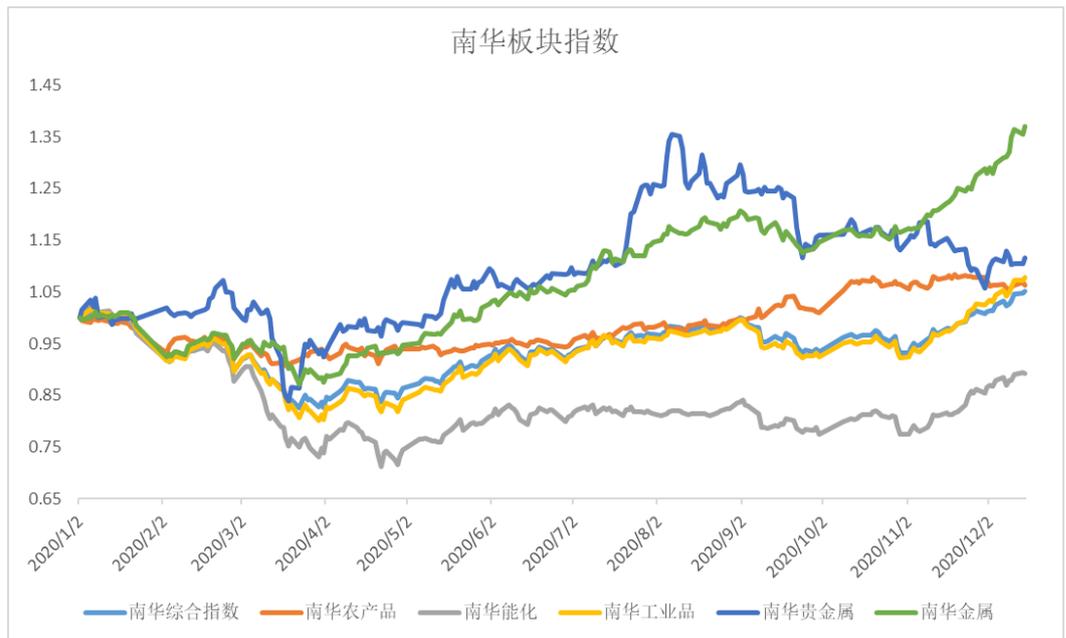
第2章 策略推荐

2020 年的商品走势，是一个典型的事件冲击型的策略环境。疫情和原油价格战，带动了整个商品期货构筑了一个大大的 V 型底形态。由于原油价格战和疫情而打出来的底部，在全球放水和疫情防控的进度中缓慢修复。随着年底临近，低库存的品种再次因为移仓而出现一波经典的正套行情。

在多头情绪得到释放之后，市场将会迎来新的故事。在这些新故事上，行情将会再次被点燃。以行情作为载体，以策略作为工具而参与市场。在新的年度里，我们认为，可以按照上文的选品种的思路进行品种选择。重点关注以下几个特征的品种：（1）2101 和 2105 价差较大，且持续维持历史高位的品种；（2）由于临时事件冲击而导致的价差偏离的品种；（3）生产利润较高，且出现顶部形态的工业品种。

根据大型事件冲击型的行情演绎模型，我们选择了几个品种，下文策略供参考。

图 2.1 2020 年度各板块指数变化对比图



资料来源：南华研究

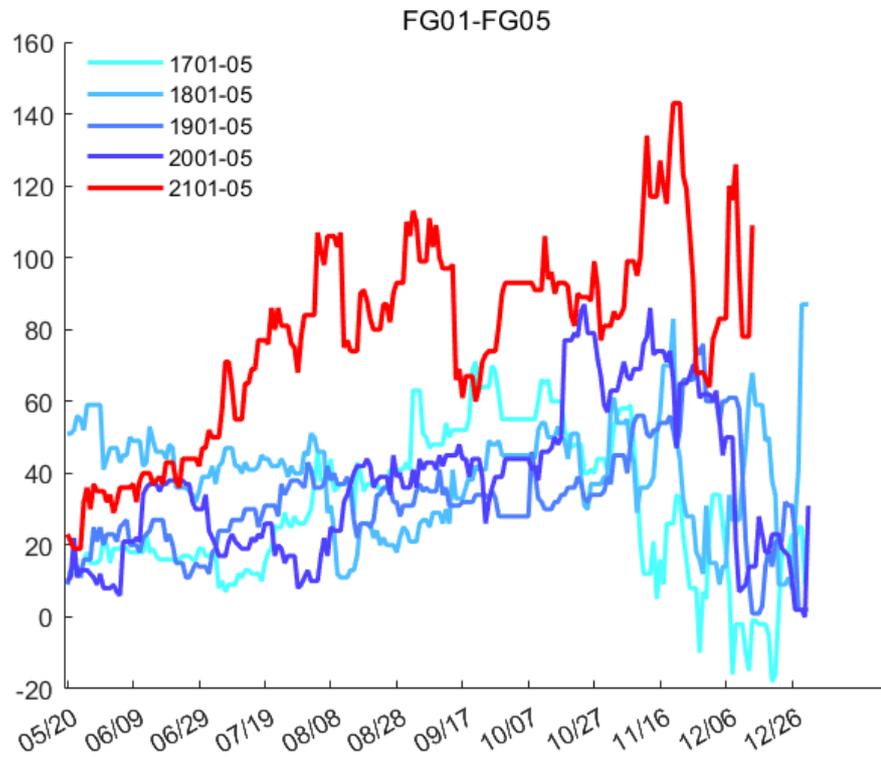
2.1. 玻璃

玻璃作为本年度的大涨品种之一，无疑背后具有较强的基本面逻辑支撑。但是，从底部到顶部的上涨幅度当中，并不是由于同一个逻辑驱动的。由最初的反弹修复行情，演绎为低库存逻辑和需求的回暖，最后，再到四季度北方限产、2101 合约的移仓和仓单逻辑。最终促成的结果是：玻璃大涨，纯碱大跌。

我们认为，随着年末需求旺季的结束，以及年初的累库即将来临，2101 合约所体现的价格，基本上包含了年内的所有利好。在 12 月中旬，玻璃 1-5 价差一度缩小至 50 点以内，这说明，以玻璃 2101 合约的价格作为参照，玻璃 2105 合约的价格已经具备一定的安全边际。随着玻璃 01 移仓结束，该合约的影响力也越发减弱，玻璃 2105 将走出独立走势的时间点越来越近。另外，玻璃的生产利润较高，在未来的需求淡季和累库过程中，玻璃 2105 具有调整的需求。

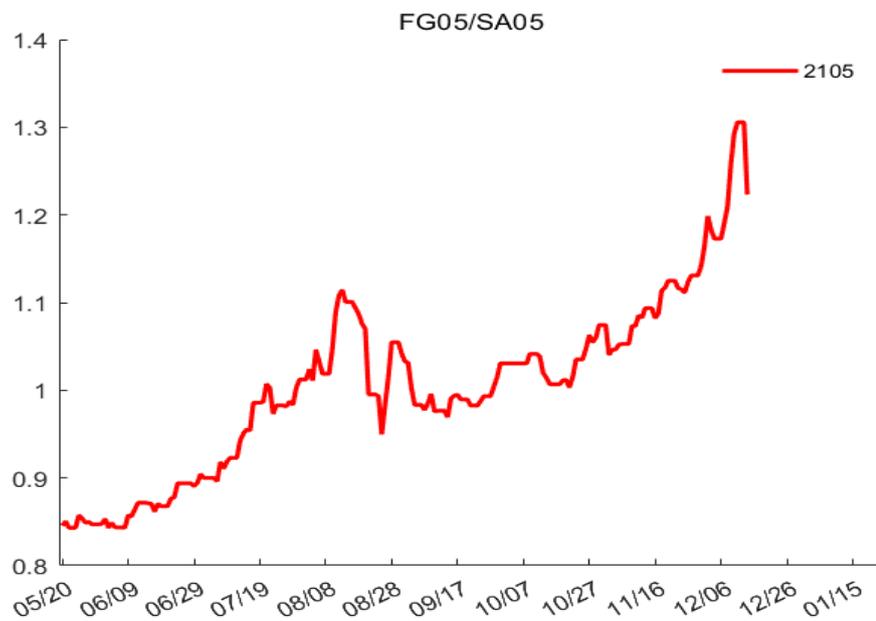
因此，玻璃未来的行情，我们从两个角度去看，一是估值角度，二是驱动的角度。从估值角度来看，2105 合约与 2101 合约的价差已经缩小至 50 点以内，这样的价差对于玻璃 2105 合约来说，具有一定的估值吸引力。因为相比较而言，玻璃 01 和 05 所面对的基本面不是一个层面的。因此，我们认为，玻璃 2105 在其合约挂牌时间内，大概率将会出现一波调整行情。策略方面，可以考虑两种：（1）空 05 多 09 套利；（2）逢高做空玻璃 2105 合约。

图 2.1.1 玻璃的 1-5 价差



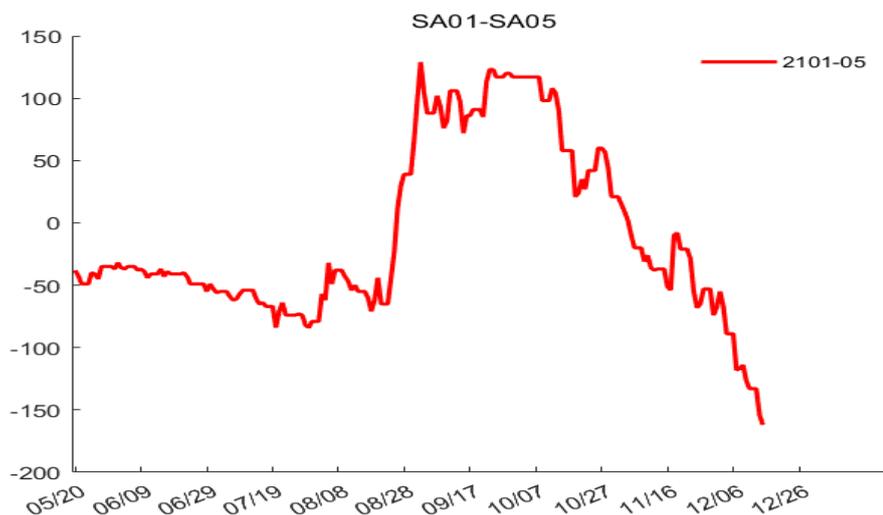
资料来源: WIND 南华研究

图 2.1.2 玻璃和纯碱的比值



资料来源: WIND 南华研究

图 2.1.3 纯碱 1-5 价差

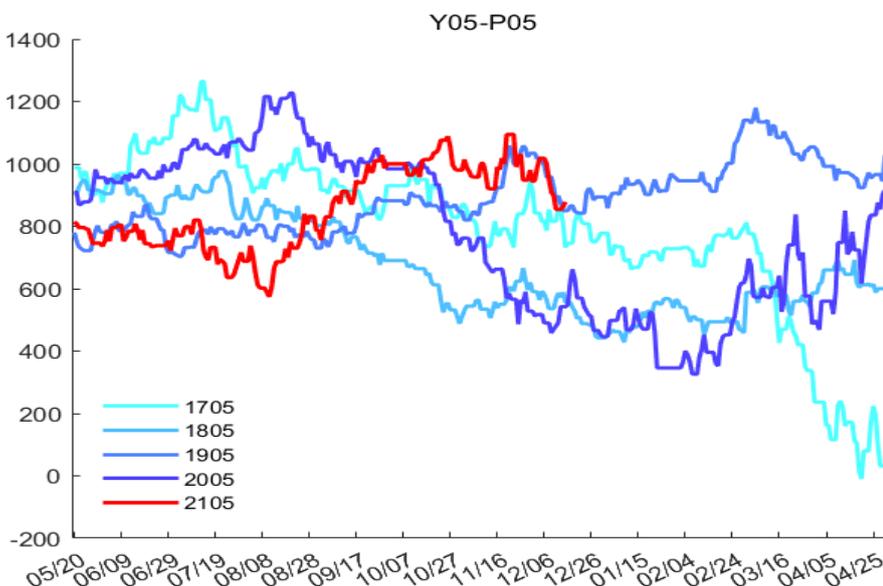


资料来源：WIND 南华研究

2.2. 油脂

国内三大油脂的上涨行情，也是本年度的龙头之一，具有较强的示范效应。油脂上涨，具有几个方面的原因：（1）由于年初湖北疫情封锁，作为油菜籽主产区的湖北湖南，无疑是对菜籽油多头较大的支撑；（2）在和加拿大的贸易紧张关系中，菜籽的供应受到了一定限制；（3）豆油作为主要的食用油，收储 100 万吨对于现货价格来说，具有较强的支撑。（4）马来西亚的棕榈油因为拉尼娜气候的影响，而出现一定的减产。

图 2.2.1 豆油和棕榈油的价差



资料来源：WIND 南华研究

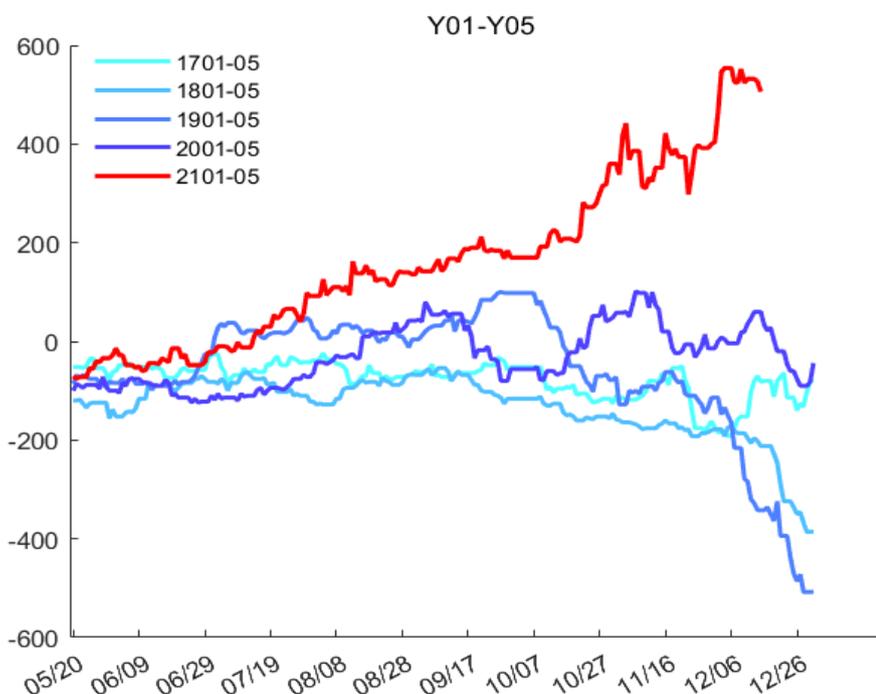
从供应量的角度而言，棕榈油和豆油是全球最主要的油脂，菜籽油和其他小品种油脂作为补充。而 2021/22 年度，全球大豆再次丰产，马来西亚和印尼的棕榈油产量预期是同比高于 2020 年度。

而且，生猪存栏逐步恢复，在 2021 年度里，我们大概率可以看到饲料需求的旺盛，也就意味着豆油的产量可能会超预期。在食用需求总体刚性的情况下，豆油难以有大幅上涨空间。另一方面，随着全球疫情得意控制，食用需求和工业需求得以缓慢复苏，且印尼和马来西亚的生物柴油需求正在上升。

因此，对于油脂板块，从大格局来看，油脂在未来一段时间里将会是宽幅震荡的格局。单边趋势策略或许不是最佳的。可以考虑从价差角度，比如豆油和菜籽油的 2105 和 2109 之间的价差。因为从时间节点来说，南美的大豆在 3-5 月份集体供应，国内的菜籽油也是在 5-6 月份上市。

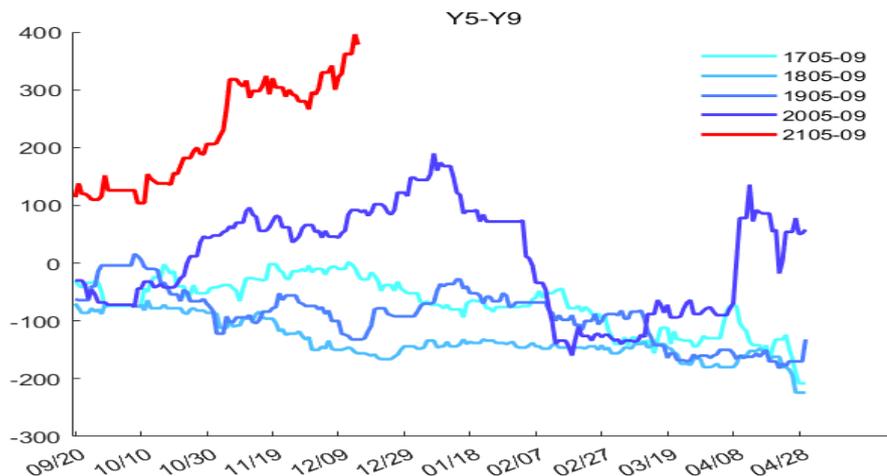
豆油 5-9 价差，主要是体现了国内 2101 合约高估值之下的价差偏离。从基本面预期来看，并不支持 5-9 价差维持高位。我们认为，由于南美的供应比较充足，且国内收储了大量的油脂，收储行为只会造成 01 合约的现货短缺，但是，对于 05 合约而言，并不会重演 01 合约的状态。可以关注豆油 5-9 价差的反套行情。

图 2.2.2 豆油 1-5 价差



资料来源：WIND 南华研究

图 2.2.3 豆油 5-9 价差图



资料来源：WIND 南华研究

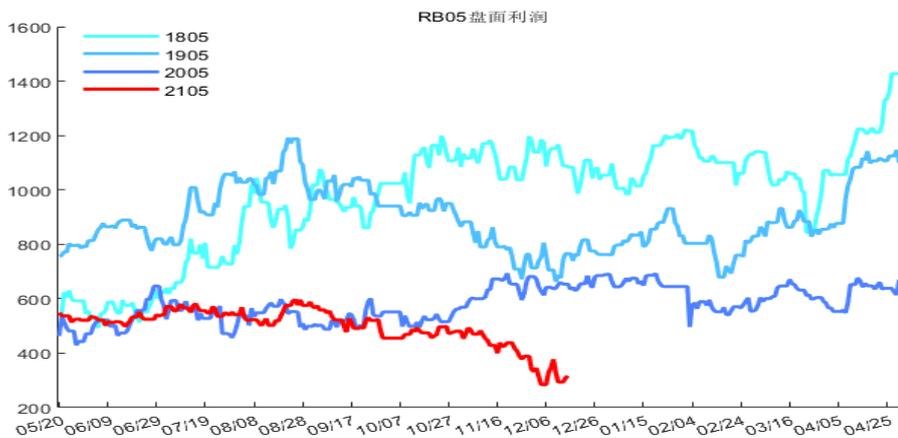
2.3. 螺纹的盘面利润

从近期的数据可以发现，螺纹的盘面生产利润处于历史同期的较低水平，主要原因是：铁矿石价格高企，且国内钢厂生产处于高负荷状态，社会库存并不紧缺。螺纹的涨价主要是来自于成本推动。由于螺纹涨价的被动环境，使得螺纹的盘面利润处于近 5 年的低位水平，这部分利润被铁矿石侵蚀了。

从黑色板块整体的价差估值角度来看，2020 年底的移仓换月的上涨行情，已经透支了 05 合约的部分估值。而对于黑色板块而言，未来的检修会增加，对铁矿石的需求会减少，盘面利润很有可能会有修复性的反弹行情。可以重点关注螺纹的生产利润。

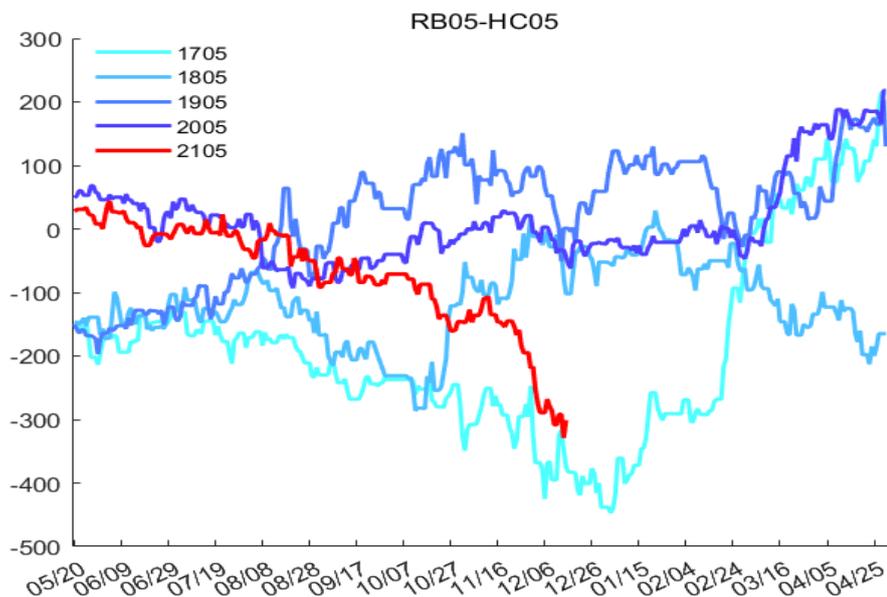
另外，在房住不炒的大环境下，地产受到了一定的限制。而汽车和家电下乡政策，利多热卷。因此，可以关注螺纹和热卷之间的套利机会，等一个合理的低点介入。

图 2.3.1 螺纹的盘面利润



资料来源：WIND 南华研究

图 2.3.2 螺纹和热卷的价差

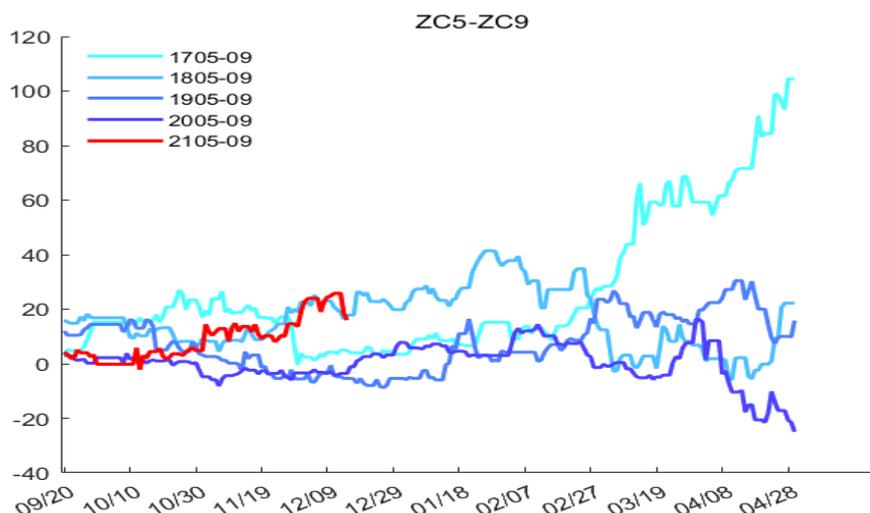


资料来源：WIND 南华研究

2.4. 动力煤

动力煤的供需格局，对外的依赖度相对较低，按照 2019 年的数据，约 10%左右的消费量需要进口来补充。其中，主要的进口国是澳大利亚、蒙古和印尼。如果澳大利亚的煤炭受到进口管制，那么，动力煤的年度影响越 5%以内。如果进口其他国家煤炭进行补充的话，国内缺煤的概率不大。然而，临近年底，出口形势良好，工业用电同比去年同期增长明显，叠加冬季取暖用电高峰，导致动力煤的需求稳中有增。

图 2.4.1 动力煤 5-9 价差



资料来源：WIND 南华研究

图 2.4.2 动力煤 2105 日 K 线



资料来源：WIND 南华研究

动力煤属于基础化工的源头之一，对国内化工定价具有较大影响。这一点极为重要，我国属于煤炭生产大国，也是需求大国，相当于是原油的角色，只是国内原油资源较少，煤化工是重要的基础工业部分。因此，动力煤一旦价格过高，或将引发政策关注。因此，动力煤本轮的上涨行情，一方面是资金移仓带来的影响，另一方面，叠加了需求旺季和消息面的共振。我们认为，动力煤一旦高于 700 的价格，不宜追高，在行情构筑顶部形态后，可以考虑作为空头配置。

策略方面，一方面可以关注动力煤 5-9 价差，另一方面，短期可以关注多头机会，中线关注空头机会。

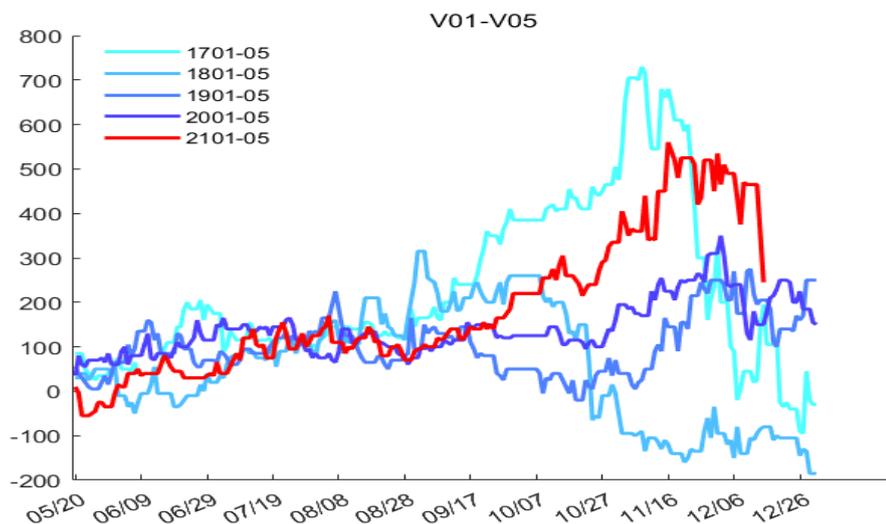
2.5. PVC

PVC 的 1-5 正套价差达到了 500 点以上，随后持续回落。随着 PVC2101 合约移仓结束，PVC2101 合约的价格将更能够体现现货的情况，同时也是 PVC2105 合约的重要风险参照点。

PVC 今年展现在需求端展现出了强劲的动力，主要来自国内房地产、消费、以及出口三架马车的拉动。今年房地产开工数据虽然没有显得特别强势，但是竣工周期目前仍在逐步兑现，拉动 PVC、玻璃等房地产周期尾部品种消费。出口则来自国外疫情发酵后的订单转移。内需方面，下半年内需强势，家电、汽车、零售数据造好，带动五大塑料均出现明显大幅上涨。供给端，PVC 通过前期多年的供给侧改革，产能逐步清退，连续多年维持较少的产能投放，明年增速环比略有提升，但仍在可接受范围。目前 PVC 已经具备了长期价格上升一个台阶的可能性，2021 年经济仍处于复苏周期，需求端会有稳定的拉动，未来 6500-7000 上方运行可能会成为常态化。

策略方面：上方空间则主要参考其他与其他合成树脂的价差，目前 LV（LLDPE-PVC）价差接近走平，目前 V 估值略微偏高，可能会出现一定需求替代性，且冬季建材需求逐步季节性下降，PVC 短期看回调，中长期继续看多的观点。另外，价差方面，可以关注调整后的正套机会。

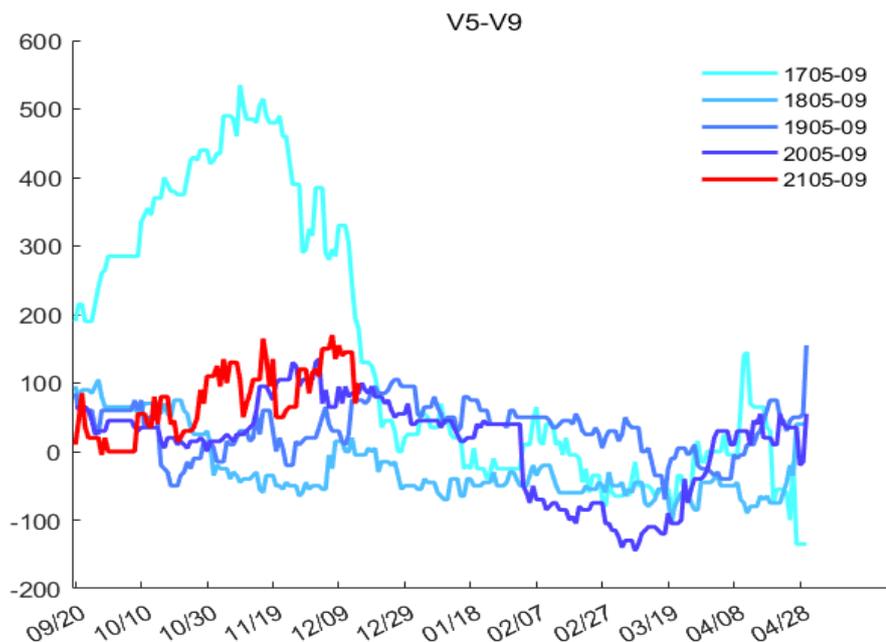
图 2.5.1 PVC1-5 价差



资料来源：WIND 南华研究

从最后 PVC1-5 价差快速回落的情况来看，PVC2101 的上涨，大概率存在挤仓的可能。这也从侧面给出了 PVC2105 合约的上限的参照点。

图 2.5.2 PVC5-9 价差



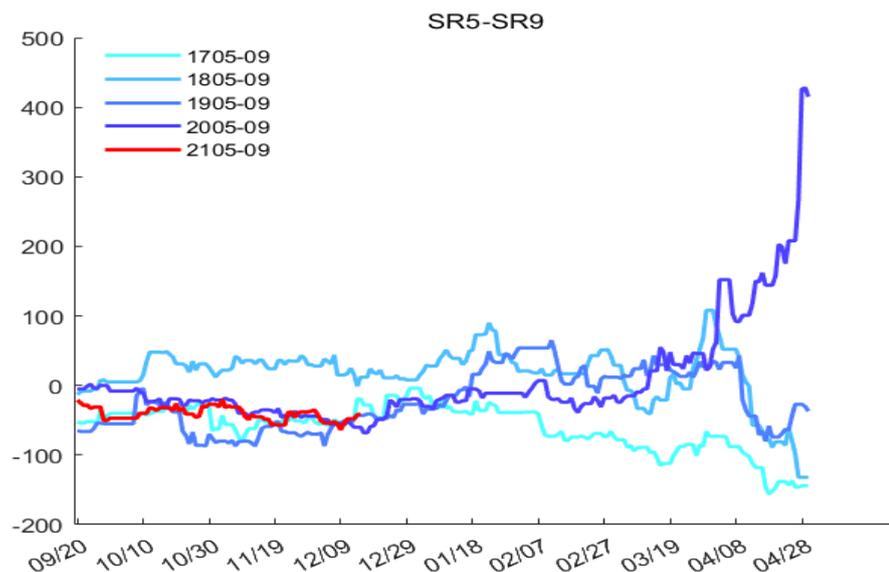
资料来源：WIND 南华研究

2.6. 白糖

2021 年白糖上方压力仍存。后期需要关注消费情况、糖浆进口及食糖进口政策的具体执行情况。外盘方面，巴西仍维持高制糖比，若原油价格持续走高，燃料乙醇的生产比例或将上调。印度方面，新年度增产的压力不减。当前 5 月小幅贴水 9 月，未来存在进一步扩大的可能性，不过这种情况还是要看外围市场的变化，尤其是印度的出口动向。白糖 5-9 价差的变化关键期在 3-4 月，此时价差的扩大和收缩局势就会非常明朗。前期依旧受到供应压力的影响，进口加工糖和进口糖浆对于前期的压力表现更大，但远期合约存在更大变数。

策略方面，我们建议关注白糖逢低做多的机会。

图 2.6.1 白糖 5-9 价差



资料来源：WIND 南华研究

第3章 2020 年策略运行总结

在 2020 年度里，我们主要的策略寻找低估值的品种，特别是在正套价差上有空间的品种。主要的投资方式，包含了趋势交易、套利交易。并按照风险和收益的配比，形成了三种不同风格的策略组合。我们按照不同的资金管理，按照稳健型（15%）、混合型（25%）、激进型（35%）的收益目标进行风险和收益匹配。

策略规则的制定与执行，中间要有较好的匹配。什么样的策略就需要搭配什么样的资金管理方式。建仓方式有一次性建仓和分批建仓，适合不同情况的策略布局。是否加仓，也要视策略而定，并非所有的策略都必须要有加仓的动作。要知道，我们做所有的规则，都是希望达到一种均衡，而不是力求完美，每个投资者的均衡点都不同。但是，不管任何策略，想要最终盈利，必然是盈利大于亏损。而我们制定策略或规则，就是为了更自主地实现这一点，而不是跟着市场的波动而变化。

每一种策略，要赚哪一部分的利润，都是事前设定好的。交易系统就是赚到系统该赚的、亏掉系统该亏的，最终拿到交易系统该拿的利润。策略规则越清晰，就意味着越清楚系统的能力圈。没有任

何一个系统可以赚到市场全部的利润，既赚短线，又赚长线；既赚趋势，又赚震荡。滔滔江水，只取一瓢。我们正是本着取一瓢的态度，谦卑地向着市场学习，以管理风险的角度去参与市场。

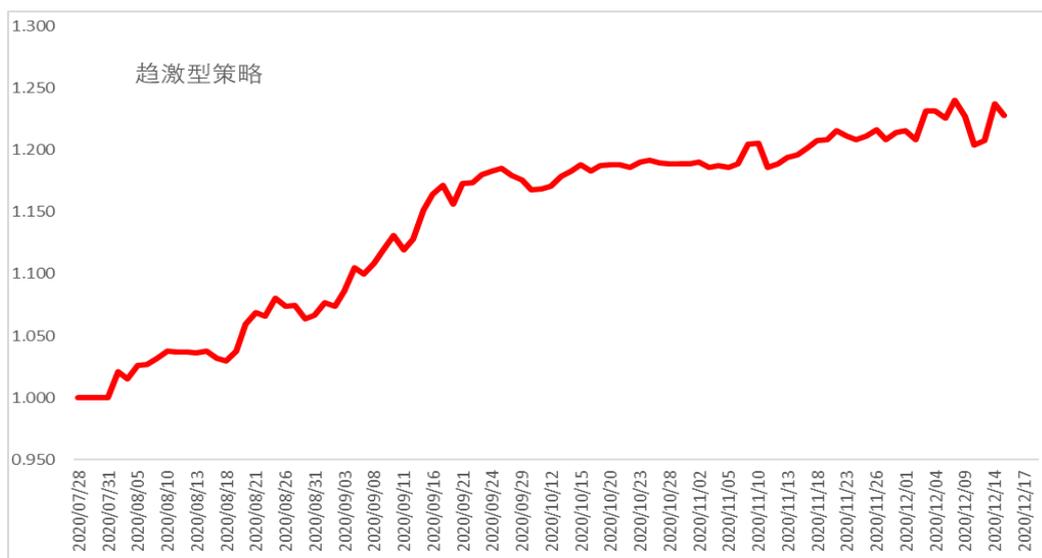
我们会在收盘后，通过每日策略的方式向大家推送策略。如果想要更加及时的策略推送，可以通过客服电话联系研究所策略部，我们将提供更全面、更及时的策略服务。

图 3.1 混合型策略



资料来源：南华研究

图 3.2 激进型策略



资料来源：南华研究

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

股票简称：南华期货 股票代码：603093



南华期货营业网点