



Bigger mind, Bigger fortune  
智慧创造财富

南华期货研究所  
投资咨询业务资格：  
证监许可【2011】1290号

指数研究小组

唐亮华  
Z0000435  
唐缙格

## 2021 年南华商品指数二季度展望

# 拐点将至

### 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 2021 年 3 月，已经走过了近 17 年的历程，记录了中国商品市场的跌宕起伏。6 月份，南华商品系列指数迎来了一年一度的权重调整时刻。原油做为工业品之王，交易越来越活跃，来到了权重第一的位置，铜、螺纹钢和铁矿石的权重则是紧随其后，四个主要品种权重占比达到 45%。2020 南华综合指数品种进出与 2019 年对比，聚丙烯、聚乙烯和菜粕被剔除，一号棉、乙二醇和燃料油被选入。

从大周期来看，由于疫情的影响，南华商品指数周期出现调整，去年再度延续了 2016 年以来的上涨周期，并在今年一季度创出新高。市场反弹动力主要来自于宏观回暖，大量流动性注入，供应端的扰动和消费端的提振。随着疫苗的普及，供应端的扰动将逐渐减少，大量的流动性也将逐步退出，市场将重新回归基本面。从南华商品指数看，支撑其走强的动能在逐渐消退，南华商品指数可能处于筑顶过程之中，通过历史对比分析，拐点或许在二季度出现。

从板块上看，南华金属板块本轮反弹最强，屡创新高。房地产市场投资将在今年出现下滑，南华金属指数上涨动力逐渐衰弱。能化板块受原油影响较大，原油处于上涨趋势中，但高度有限，维持横幅震荡。农产品板块继续分化，关注结构化行情。

二季度，哪些品种有较好的机会？结合板块分析和风险评估模型，有色板块：铜铝和锌，黑色板块铁矿石、焦炭、焦煤、动力煤未来做空机会更好一些；农产品板块：棕榈油做空、苹果做多等，化工板块：原油下跌之后的买入机会及部分品种的季节性做多机会。

研究报告完整版如何获取？

请关注微信公众号【南华期货】



## 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	一季度商品指数创新高 .....	5
2.3	外强内弱 .....	8
第 3 章	南华商品指数走势分析 .....	10
3.1	南华商品指数走势 .....	10
3.1.1	南华商品指数处于高位 .....	10
3.1.2	南华商品指数区间段划分 .....	11
3.2	南华商品各板块一季度走势 .....	11
3.3	商品指数面临筑顶 .....	12
第 4 章	二季度哪些品种有机会 .....	16
4.1	各板块当前所处位置 .....	16
4.2	运用南华指数风险评估模型选择品种 .....	17
	<b>免责声明</b> .....	21

## 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，记录了中国大宗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代表性较强且具有较好流动性的商品来进行编制，涵盖农产品、金属、贵金属以及能源化工等大类，此外，整个指数系列还包括单个商品指数、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，单个商品指数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主要是通过对单个商品指数赋予相应的权重编制而成，各个品种的权重分配兼顾各个商品在国民经济中的影响力程度及其在期货市场中的地位。南华商品指数涵盖品种数量不超过 20 个，并设定相应的品种进入和退出标准、最大和最小权重限制，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提前进行预判，企业可以提前做出相对应的准备。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优美的曲线。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

2020 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:

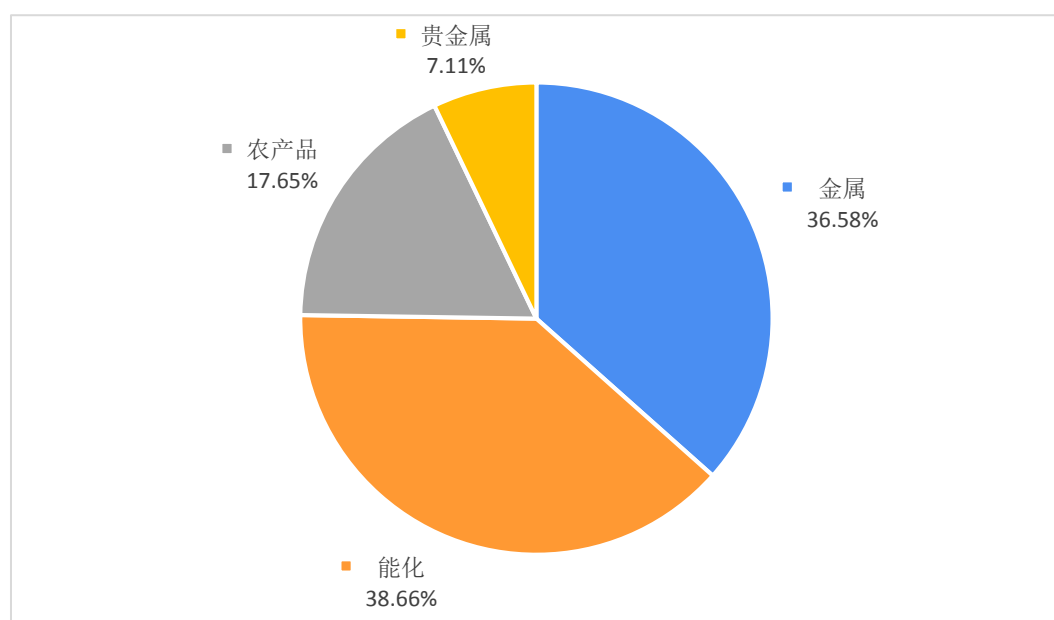
图 2.1.1 南华商品指数系列权重表

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
原油	17.86%	18.94%		25.00%				
螺纹钢	10.93%	12.66%	25.00%				37.55%	
铁矿石	8.85%	10.16%	22.93%				30.09%	
铜	8.09%	9.28%	20.95%					38.94%
镍	5.00%	6.10%	12.58%					23.42%
天然橡胶	4.42%	5.41%		10.84%				
焦炭	6.73%	7.37%		12.23%			21.62%	
黄金	4.51%					65.09%		
豆粕	4.01%				15.96%			
锌	3.71%	4.43%	9.41%					17.52%
苹果	4.22%				16.39%			
白糖	2.79%				11.25%			
PTA	3.25%	3.77%		6.93%				
白银	2.60%					34.91%		
棕榈油	2.23%				9.11%			
豆油	2.34%				9.34%			
甲醇	2.40%	2.80%		5.21%				
燃料油	2.00%	2.26%		4.30%				
一号棉	2.06%				8.14%			
乙二醇	2.00%	2.15%		4.62%				
聚丙烯		2.58%		4.79%				
聚乙烯		2.80%		4.06%				
铝		3.57%	9.13%					16.93%
石油沥青		2.00%		5.55%				
菜籽油					4.83%			

焦煤	3.72%	11.33%	10.74%
动力煤		2.83%	
纸浆		2.31%	
玉米			9.48%
鸡蛋			5.38%
豆一			8.12%
玉米淀粉			2.00%

来源：南华研究 截至 2021 年 3 月 25 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 2021 年 3 月 25 日

从排名上看，原油做为工业品之王，交易越来越活跃，来到了权重第一的位置，铜、螺纹钢和铁矿石的权重则是紧随其后，四个主要品种权重占比达到 45%。热卷与螺纹、菜粕和豆粕相关性超过 90%，热卷和菜粕从入选品种中剔除。2020 南华综合指数品种数目与 2019 年对比，聚丙烯、聚乙烯和菜粕被剔除，一号棉、乙二醇和燃料油被选入。

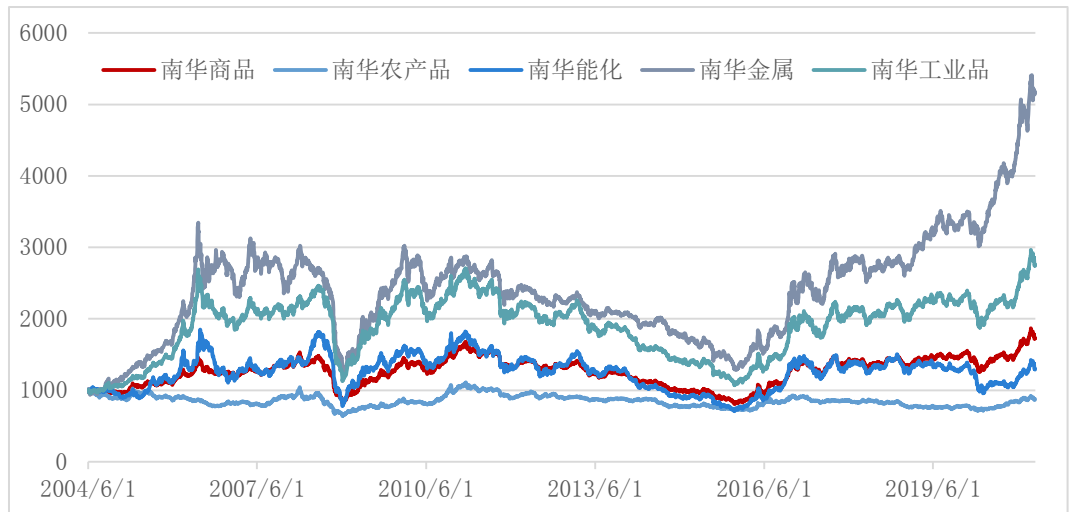
由于编制细则的最新调整，入选品种成交活跃度的标准提高，可投资性更强，分类指数中部分板块指数的品种个数相较去年稍有减少。总体而言，目前南华商品指数权重组合稳中有变。

## 2.2 一季度商品指数创新高

2021 年一季度，南华商品及分类指数走势比较一致，分成明显的三部分：春节前前的横盘调整、春节后的快速上冲、以及上冲之后的回落。节后的上涨受到几个因素的影响：中国流动性季节性的宽裕、拜登 1.9 万亿计划的刺激、对于节后经济活动的乐观预期，宏观面、行业面和资金面出现共振，南华商品指数再创新高，在 2 月 25 日达到 1866 点的高点。其中，贡献最大的还是南华金属指数和能化指

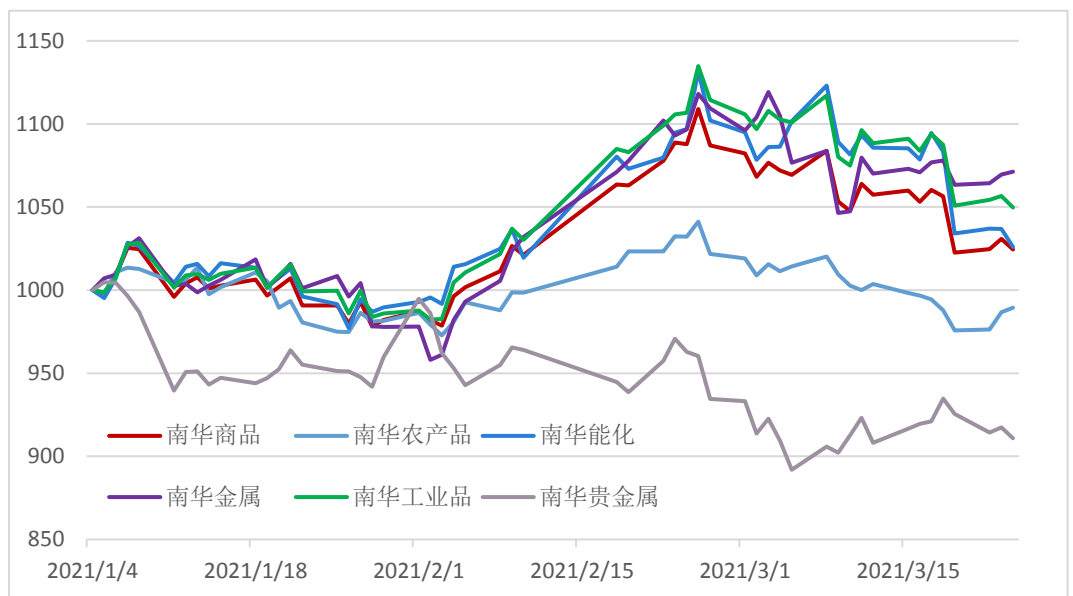
数，南华金属指数也继续走高。不过预期毕竟不是现实，高价格需要高消费来支撑，如果下游并不认可，则高价格只能下行寻求平衡，市场在震荡中等待现货消费的指引。

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 2021 年 3 月 23 日

图 2.2.2 商品指数及分类指数年内走势

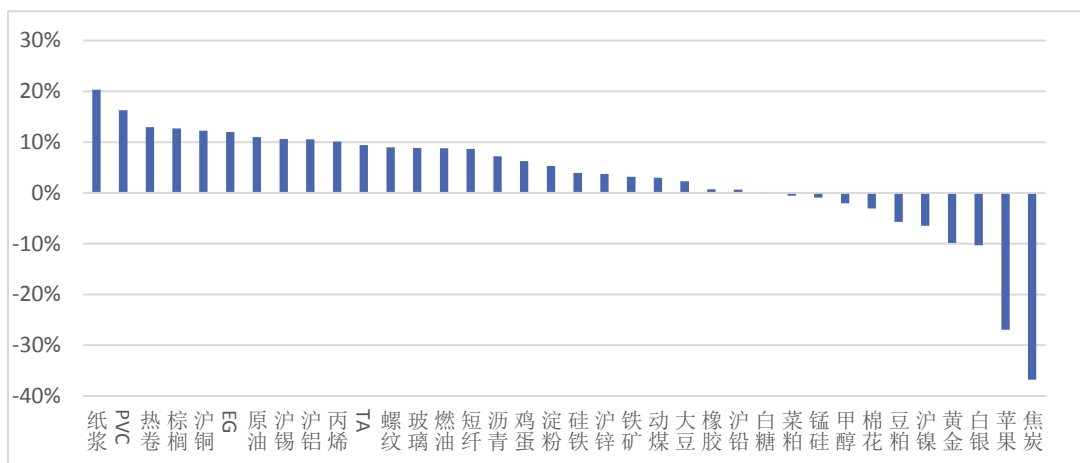


来源：南华研究 截至 2021 年 3 月 23 日

从品种指数来看，一季度品种指数走势分化比较大，不仅各板块走势分化厉害，就是同一板块的品种也出现很大分化。能化板块一季度涨幅最大，原油之前绝对价格过低，持续的减仓使得库存去化明显，消费也逐步复苏，引领原油价格上扬。在原油带领下，下游化工品也跟随大涨。黑色和有色一季度的表现也非常亮眼，沪铜和热卷一季度收益都超过 10%，多数品种获得正收益；例外的是沪镍和焦炭，一季度跌幅较大。沪镍由于技术突破，焦炭则是去年四季度涨幅巨大，焦化企业利润太高，本

季度利润回归。农产品板块继续分化，纸浆、油脂类表现不错，饲料类及苹果跌幅居前，苹果由于去年水果丰产，延续了全年的跌势。

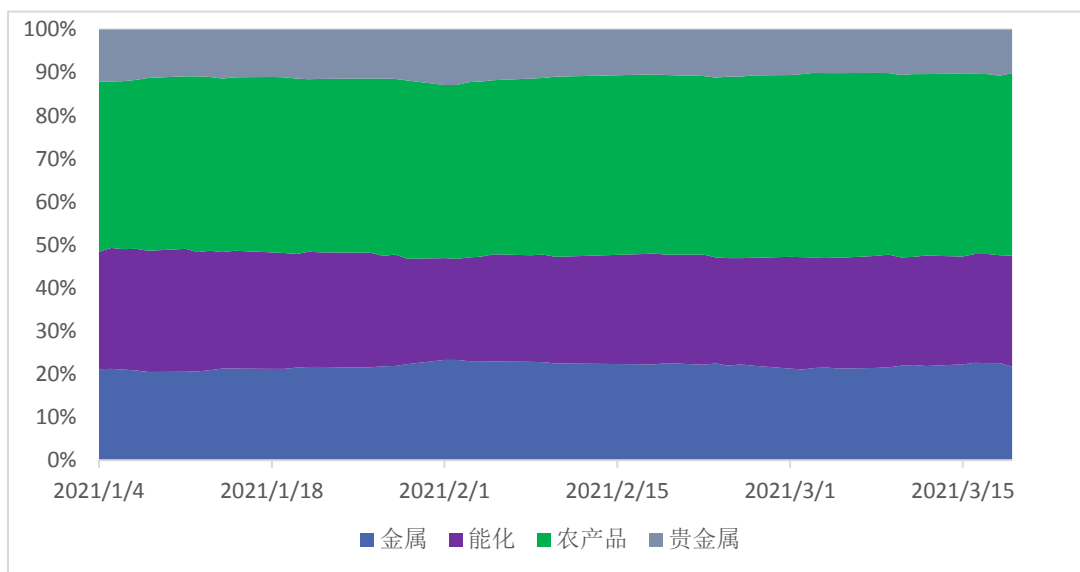
图 2.2.3 单品种指数一季度涨跌幅



来源：南华研究 截至 2021 年 3 月 24 日

从持仓金额占比来看，截至 3 月 19 日，南华商品指数四大板块持仓金额变化还是比较明显。金属板块持仓金额先升后降，总体波动不大；而能化板块和贵金属板块占比下降明显，能化板块从 31% 下降至 27% 附近，贵金属板块从 13.7% 下滑至 11.3% 附近，农产品板块持仓占比大幅上升，持仓占比从 45% 上升到 47%。持仓占比的下降可能表示资金对于该板块参与热度的下滑，而持仓占比上升表示资金对于该板块参与热度的提升。

图 2.2.4：南华商品指数各板块持仓金额占比

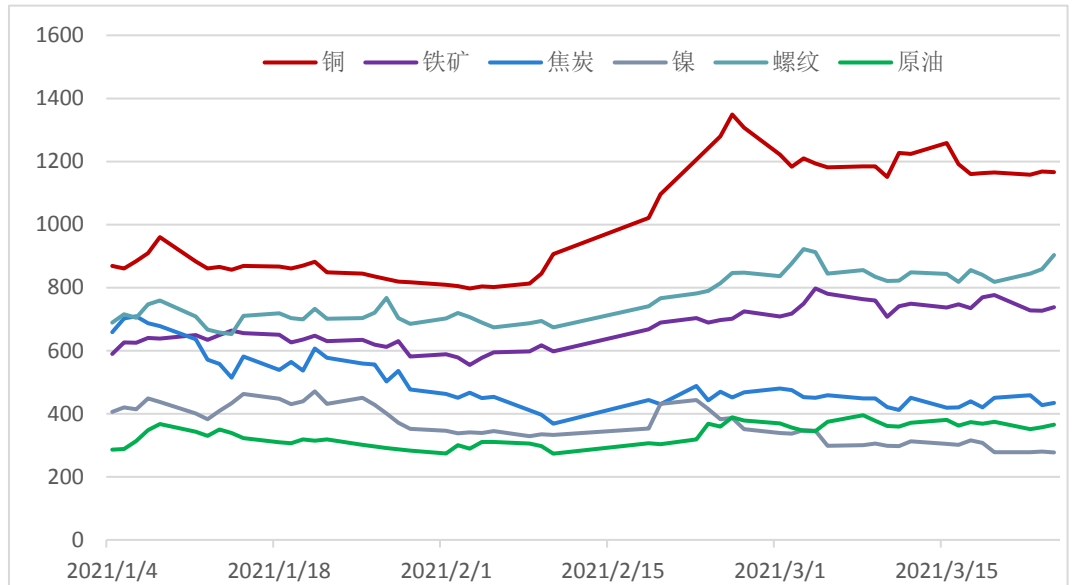


资料来源：南华研究 数据截止 2021 年 3 月 19 日

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，持仓金额的变化与品种价格走势基本相一致。铜是一季度持仓金额变化最为明显的品种，

持仓金额大幅增加，铁矿和螺纹保持正增长，但是变化不是很大，原油则是小幅增加。焦炭和镍大幅减少，一方面是两个品种价格大幅下滑，另一方面是资金对这两个品种的参与热度也是大大降低。

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 2021 年 3 月 19 日

## 2.3 外强内弱

今年上半年，全球市场由于新冠肺炎和原油的双重冲击及冲击消退减弱，导致整体大宗商品市场行情波动剧烈，不同的国际商品指数由于其品种组成和权重的不同，指数表现也相差很大。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，来检测在当前情况下，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%；

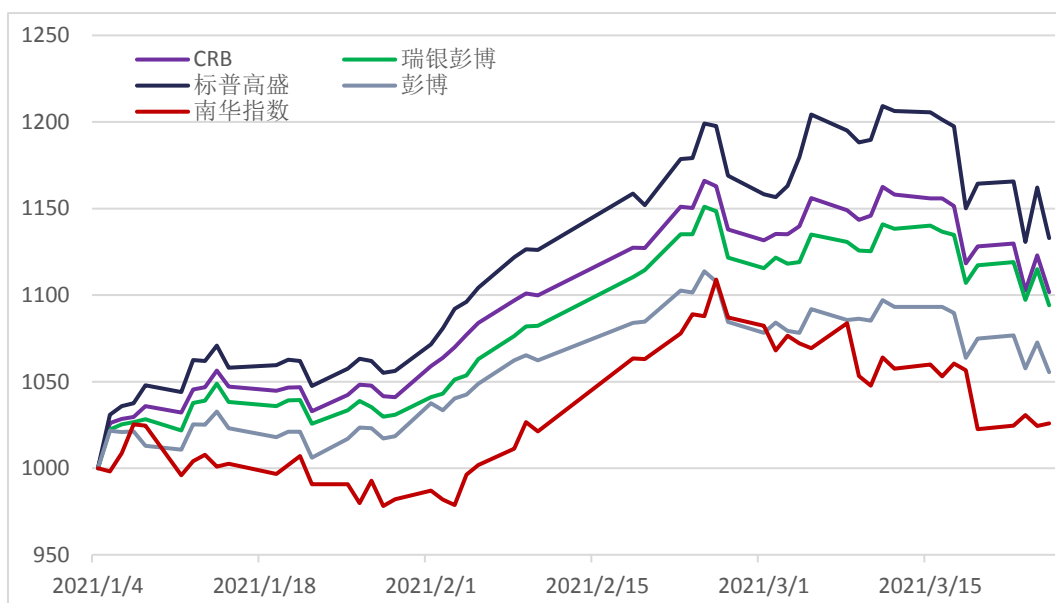


农产品类：小麦，大豆等，权重占比为：34.63%，其它为畜产品类：活牛等，权重占比 5.74%。

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、焦炭等，权重占比 38.66%；工业品贵金属类：螺纹钢、铜、黄金等，权重占比 43.69%；农产品类：苹果、豆粕、白糖等，权重占比 17.65%。

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 2021 年 3 月 25 日

从今年一季度几大商品指数走势看，与去年完全不同，全年是整体向下，今年则是整体向上；去年南华指数表现最优，今年南华指数表现不如其它指数。有两方面的原因，一方面是原油所导致。原油在各大指数中的比重相差很大，标普高盛商品指数原油占比大，去年该指数表现最弱，今年表现最强。内外盘原油走势差别较大，去年外盘原油走势弱，今年则是内盘原油走势更弱，导致南华指数走势较弱一些。另一方面是内外形势的变化，去年国外疫情严峻，国内复工复产，国内经济形势比外围缓和；今年相比之下，国外经过了长达一年的群体免疫，复工复产也在稳步推进，疫苗的快速推进也支撑了经济的发展，国内相比之下优势就不是那么明显，反而之前因为疫情转移到中国生产的商品可能出现回流，外围需求增加，国内需求减弱。

## 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 南华商品指数处于高位

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价值的。去年一季度，南华商品指数实现均值回归，但是没有跌破。2 季度，中国对疫情的有力管控，复产复工全面铺开，大宗商品需求爆发性增长；但是供给端，由于国外疫情则是迅速发展和蔓延，停工停产持续发生，导致部分大宗商品供给端出现问题；供应受阻，需求爆发，叠加各国大量流动性的注入，整个大宗商品市场出现持续性的上涨行情，这种上涨一直持续到三季度末。南华商品指数也迎来了一波强有力的反弹，9 月 1 日触及 1529.5 高位，距离 1 月份高点已经不到 26 点。四季度，疫苗顺利推进叠加美国总统选举，市场乐观情绪再度点燃，南华商品指数继续走强，突破一季度高点，在 12 月底创出新高 1692 点。进入 2021 年，节前基本维持横盘整理。节后，宏观面美国新任总统拜登推出 1.9 万亿美元的救助计划，中国节后流动性相对宽裕；行业方面，沙特意外的维持原油减产计划，助推原油及下游油化工大涨，原油上涨引发市场做多热情，黑色和有色在资金和情绪双重推动下，持续上扬，LME 铜连续收出 14 根阳线，南华商品指数在 2 月 25 日达到历史高点 1866，相比 2011 年高点上涨了将近 170 点，幅度达到 10%。

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 2021 年 3 月 24 日

### 3.1.2 南华商品指数区间划分

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。

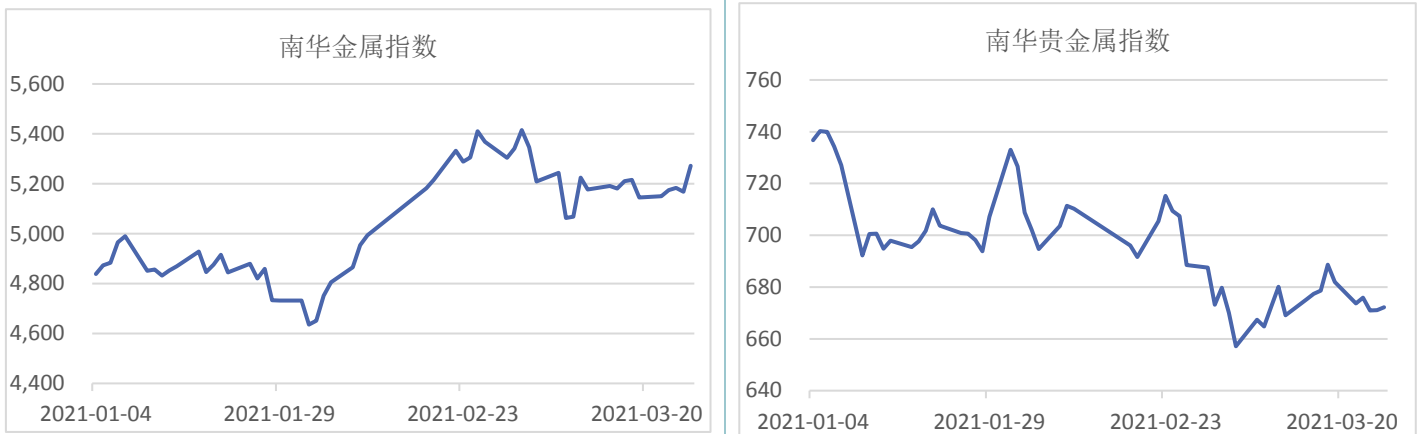
第五段：2015.11.23–2020.1.9。全球市场出清，消费出现复苏，叠加中国的供给侧改革。以螺纹钢为代表的黑色建材大宗商品价格从底部一跃而起，南华商品指数从最低 805 点，上涨至 2020 年 1 月 9 日的 1548.29，接近翻倍。

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，这本应是大宗商品正常周期的轮回。但是，疫情的出现打乱了大宗商品周期性规律，如果没有疫情出现，大宗商品在 2020 年走弱是大概率事件。然而，疫情出现之后，给了各国一个完美的注入流动性的借口，美国的无限量宽松得以顺利推进；疫情也加速了原油的下跌，短期快速的暴跌是 OPEC 能够走到一起，快速强力出台减产协议，人为扭转原油供需面，使得原油库存能够快速去化；不像之前的各种危机，影响的都是需求端，疫情不仅影响需求端，还影响到供应端，供应端的扰动加剧了品种供需端错配的矛盾。在这些因素的合力作用下，一个本需要缓慢出清，通过价格不断下探寻求供需平衡点的大宗商品突然被注入一针强心剂，使得南华商品指数在今年一季度创下 1866 的历史高点，延续了至 2016 年以来的上涨趋势。后面会再创新高，还是这里就是本轮高点？

## 3.2 南华商品各板块一季度走势

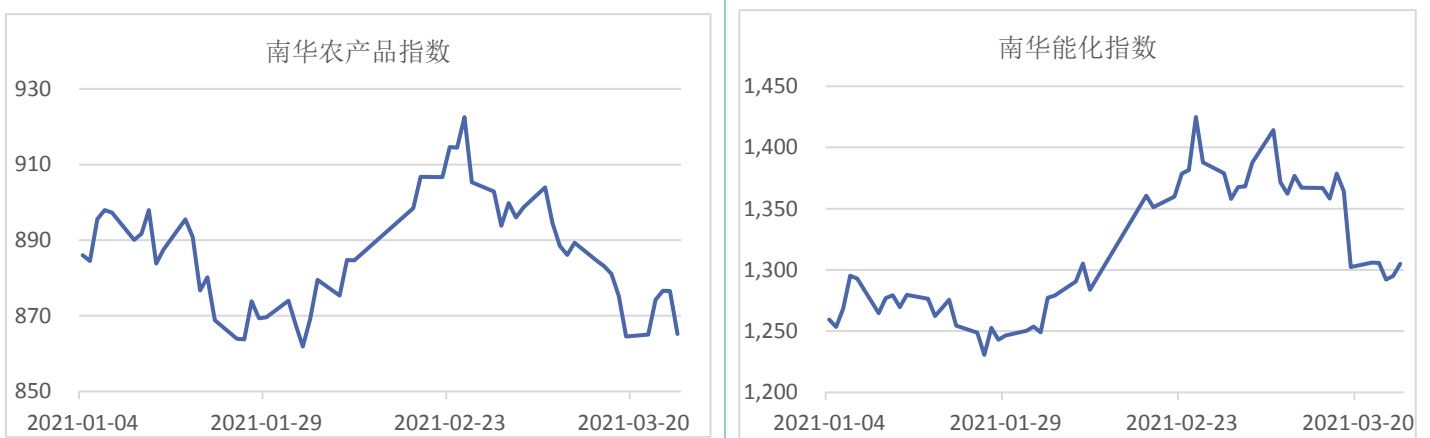
尽管今年一季度南华商品指数创出新高，但是各板块指数走势还是分化较大。前期横盘和节后上冲阶段，南华能化、南华金属和南华农产品指数走势还是比较一致，但是在回调阶段，三个板块就出现分化，南华农产品指数回调最快也最猛，基本回到了前期上涨的位置，南华能化受原油回调影响，带动一系列油化工品大幅下挫，焦炭和焦煤由于本身利润较高，一季度回调幅度巨大；南华金属回调最小，尽管沪镍连续下挫，但其它品种依然保持高位横盘之势，跌势并不明显。与其它三个板块而言，南华贵金属则是属于另类，完全走出独立形态。从走势上看，南华贵金属延续了去年的弱势，震荡走弱，并创出今年新低。

图 3.2.1：南华金属指数与南华贵金属指数本年走势



资料来源：WIND 南华研究数据截止 2021 年 3 月 26 日

图 3.2.2：南华农产品指数与南华能化指数本年走势



资料来源：WIND 南华研究数据截止 2021 年 3 月 26 日

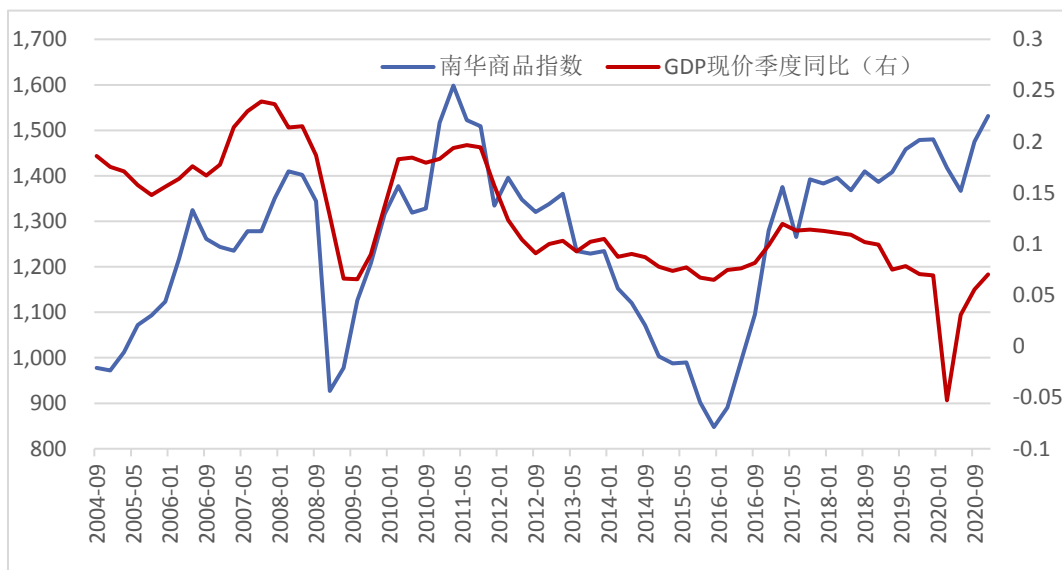
### 3.3 商品指数面临筑顶

前面从趋势和指数所处位置判断当前处于高位，市场在接下来的二季度或者再往后的时间会怎么走呢？继续创新高？还是出现拐点？是否在基本上存在指数转向的动力呢？从目前走势上还是无法看出。不过，考虑到本年度刺激政策与 2009 年刺激政策比较类似，下面将通过对比的方式，从基本上来探讨两次的异同点。

#### 中国 GDP 同比二季度拐头

去年，中国率先控制住疫情，国外疫情仍处于发展之中，中国成为全球商品生产基地。中国 GDP 连续反弹，二季度同比增长 3.1%，三季度同比增长 5.55%，四季度则是达到 7.04%，反弹势头越来越强劲。受其影响，南华商品指数也跟随走高，尤其是四季度，季度均值直接从第三季度的 1475 反弹至四季度的 1532，南华商品指数超过一季度高点，创出本轮新高。考虑到 2020 年一季度的低基数效应，2021 年一季度中国 GDP 同比一定会超过去年四季度的 7%，有机构预测，可能会达到 20% 以上，则

图 3.3.1: 南华商品指数 GDP 现价季度同比



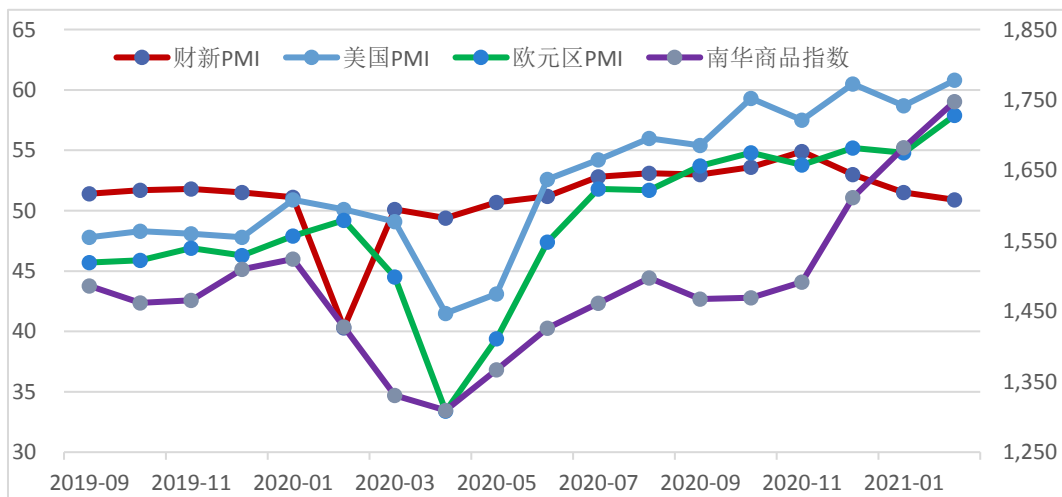
资料来源: WIND 南华研究

中国 GDP 同比增长一定会继续上扬, 也会引领南华商品指数继续走高。尽管中国 GDP 增长数据仍未出台, 但是从最近南华商品指数的走势看, 基本反应了这种预期在里面。对于二季度 GDP 走势, 考虑到去年二季度已经恢复了 3.1% 的增长, 而不是类似于一季度的 -5.27% 的增长, 则今年二季度 GDP 同比增长一定会大幅低于一季度, GDP 同比增长拐头确定。在 GDP 同比增长拐头的背景下, 南华商品指数向下拐头的可能性更大。

#### 中国 PMI 连续下滑

制造业景气指数 PMI 是观测宏观运行情况非常好的一个指标, PMI 处于 50 之上, 数据连月走高, 一般预示着宏观经济向好, 大宗商品价格容易走强; 反之, 大宗商品价格容易走弱。

图 3.3.2: 中国 PMI 率先走弱



资料来源: WIND 南华研究

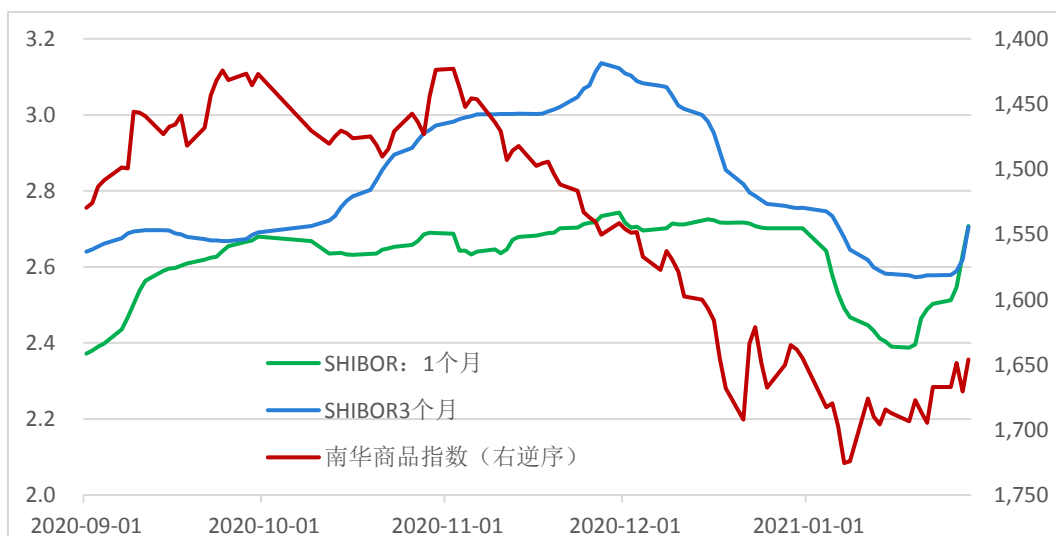
中国财新 PMI 在 2020 年 11 月份录得 54.9 的高位，截至 2021 年 2 月份，已经连续三个月下滑。从官方 PMI 的分项指标来看，连续下滑的指标包括新订单和新出口订单。相比之下，欧元区和美国 PMI 则是持续走高，2 月份同时创出新高。从图 2 中可以发现，相较于国内 PMI，南华商品指数与欧美 PMI 走势更一致，中国 PMI 往往领先南华商品指数 3-4 个月的时间。如果 3 月份中国 PMI 继续走弱，同时欧美 PMI 未能创新高，则南华商品指数可能出现拐头迹象，可能预示着大宗商品顶部的形成。

截至到今年一季度大宗商品的牛市一方面得益于全球消费的复苏，叠加疫情导致某些原材料供给端也出现问题，另一方面也得益于各国货币政策宽松，大量资金对于风险资产的追逐，推动风险资产价格的走高。进入 2021 年之后，随着疫苗的迅速推广，国内外经济逐渐步入恢复期，货币政策是否还是延续下去呢？

### 中国货币政策面临收缩

美国新总统拜登上台，再次通过高达 1.9 万亿美元的救助方案，美国选择了继续放水。相比之下，中国央行表现出了明显的克制，货币政策已经出现收缩迹象。M2 同比在 2020 年 11 月份反弹至 10.7%，之后连续 2 个月下滑，2021 年 1 月份降至 9.4%，2021 年 2 月份由于中国春节因素，同比升高至 10.1%。实际上，如果细看央行操作，收缩流动性的迹象还是很明显。在春节之前，上海银行间同业拆放利率(SHIBOR)出现大幅上扬，隔夜 SHIBOR 从 1 月初的 0.624 一路上扬，在 1 月 29 日直接飙升至 3.282 高位，市场出现流动性短缺，央行并未采取任何措施。只是在临近春节前的一周，央行才再次进行操作，释放流动性，隔夜 SHIBOR 回落至 1.5 附近的正常水平。受其影响，南华商品指数在节前也出现一波比较明显的回调。

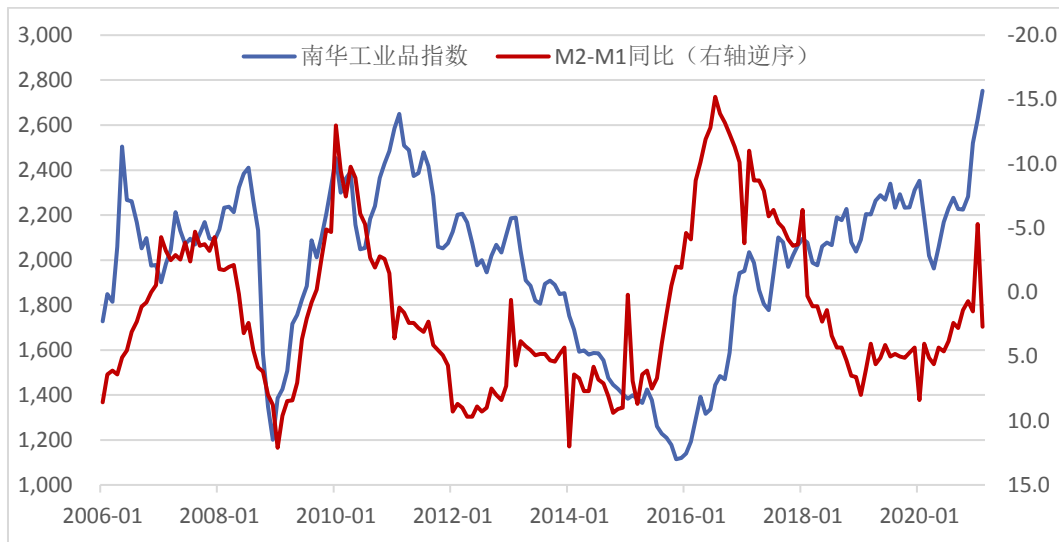
图 3.3.3: 春节前 SHIBOR 与南华商品指数走势



资料来源：WIND 南华研究

如果说大宗商品价格是船，则货币流动性则是水，水涨才能船高，流动性宽松，大宗商品价格上涨，反之，则下跌。南华工业品指数与 M2-M1 同比有较强的反向关系，而且，剪刀差同比往往领先于大宗商品走势。从 2 月份数据来看，两者出现明显的反向，在南华工业品指数创新高的背景下，剪刀差同比则是走强的，这与 2010 年两者的走势非常类似，当时在剪刀差走高的背景下，南华工业品还上冲一波，直至最后拐头下跌。

图 3.3.4：中国 M2-M1 同比与南华工业品指数走势



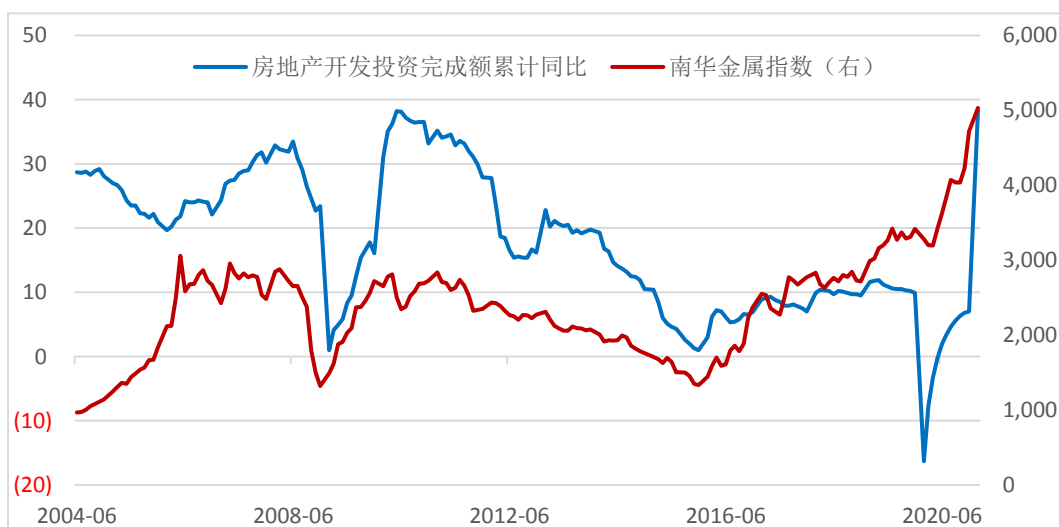
资料来源：WIND 南华研究

而从 M2 同比来看，去年 3 月份由于疫情影响，M2 同比从之前的 9 以下直接调升至 11 以上，货币政策宽松是从去年 3 月份开始。现在正好是 2021 年 3 月份，考虑到去年基数已经放大的效果，则今年 M2 同比显然会出现下降，商品价格承压。

#### 中国房地产开发投资同比下滑

南华商品指数包含来自于金属、能化、贵金属和农产品等板块的指数，南华金属板块占比一直比较大，南华金属指数包括有色板块和黑色板块，这两个板块的品种与中国房地产行业密切相关，而房地产属于资金密集型行业，房地产开发投资完成额与南华金属指数走势有非常密切的协同关系。

图 3.3.5：南华金属指数与中国房地产投资



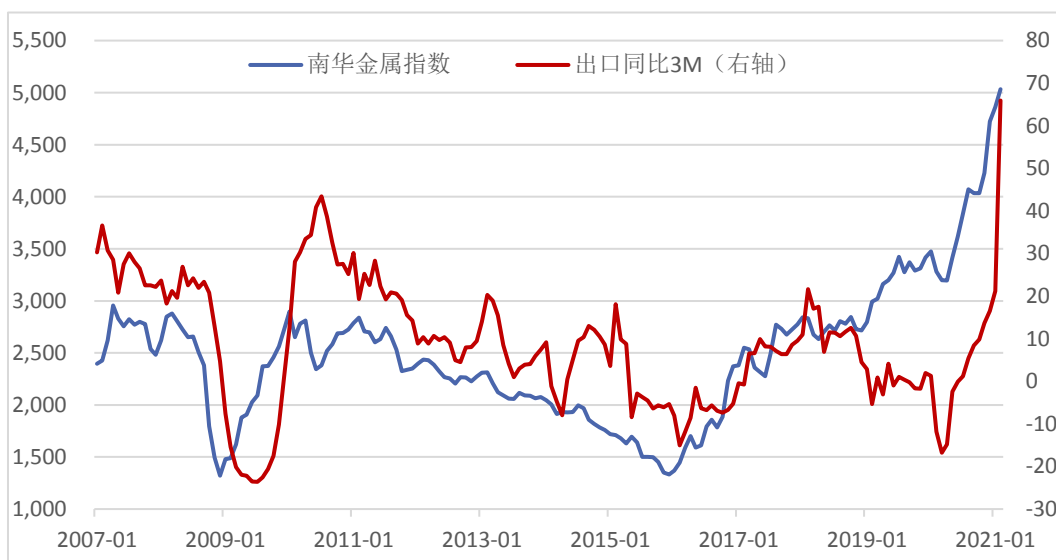
资料来源：WIND 南华研究

今年 2 月份，由于去年基数较低，房地产开发投资额度累计同比达到 38% 的高位。从历史上看，这一高位在 2010 年 6 月份出现过，之后一路走低，南华金属指数也伴随着其下跌。去年 3 月份，房地产开发投资完成额就增加了 1 万多亿元，回归正常水平。要保证 3 月份两者同比达到 38%，则需要增加超过 1.7 万亿人民币，这已经超过了去年年底赶工时期的额度，基本不可能完成，房地产开发投资完成额同比拐头向下已成定局，南华金属指数受其影响在 3 月份也可能面临筑顶。如果南华金属指数出现筑顶，南华商品指数毫无疑问也将面临筑顶局面。同时考虑到房地产行业对中国经济的影响不止表现在金属方面，包括部分化工品的需求，以及由于房地产市场溢出效应带来的其它消费需求，都会受到房地产市场变化的影响。

#### 中国出口高位难于持续

得益于中国疫情率先控制，中国成为了全球商品供应地，中国占全球出口份额不降反升并创出新高。得益于出口的增加，南华金属指数也是一路攀升，今年 2 月，出口同比创出新高，南华金属指数也创出新高。对比来看，南华金属指数与出口同比 3M 走势有较强协同性，随着出口同比 3M 的下滑，南华金属指数往往走弱。进入 3 月份，出口同比 3M 由于 2 月份基数原因仍会保持高位，但是，后续持续走弱则是必然的。

图 3.3.6: 南华金属指数与中国出口



资料来源: WIND 南华研究

## 第4章 二季度哪些品种有机会

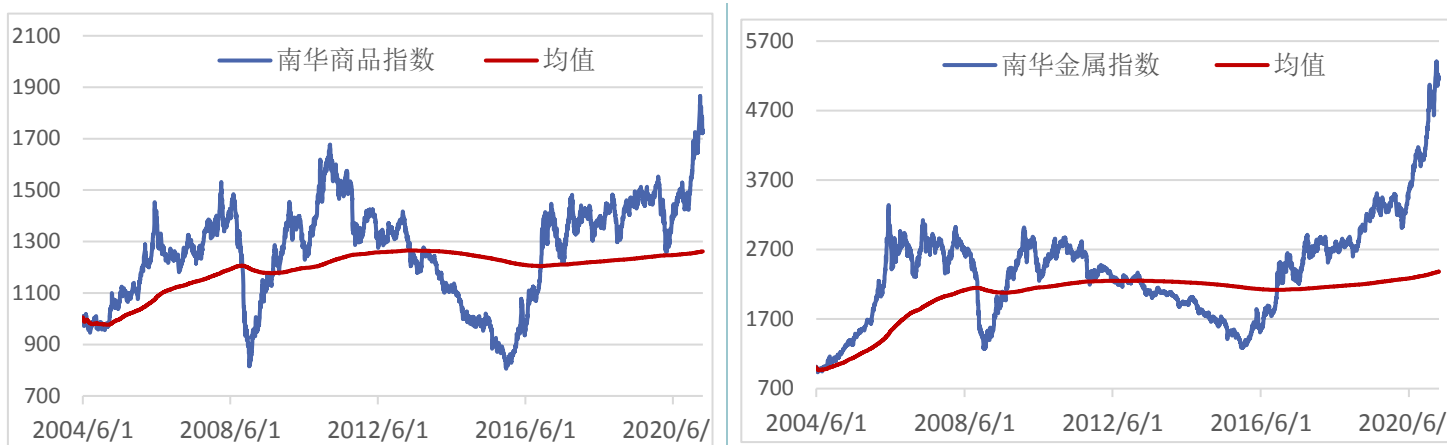
### 4.1 各板块当前所处位置

去年因为新冠疫情引发的各主要经济体救市行动以及供应端的扰动，推动大宗商品从 2020 年 4 月份开始就一路上扬，在今年一月份，由于疫苗推进、美国新总统拜登 1.9 万亿美元刺激，叠加市场



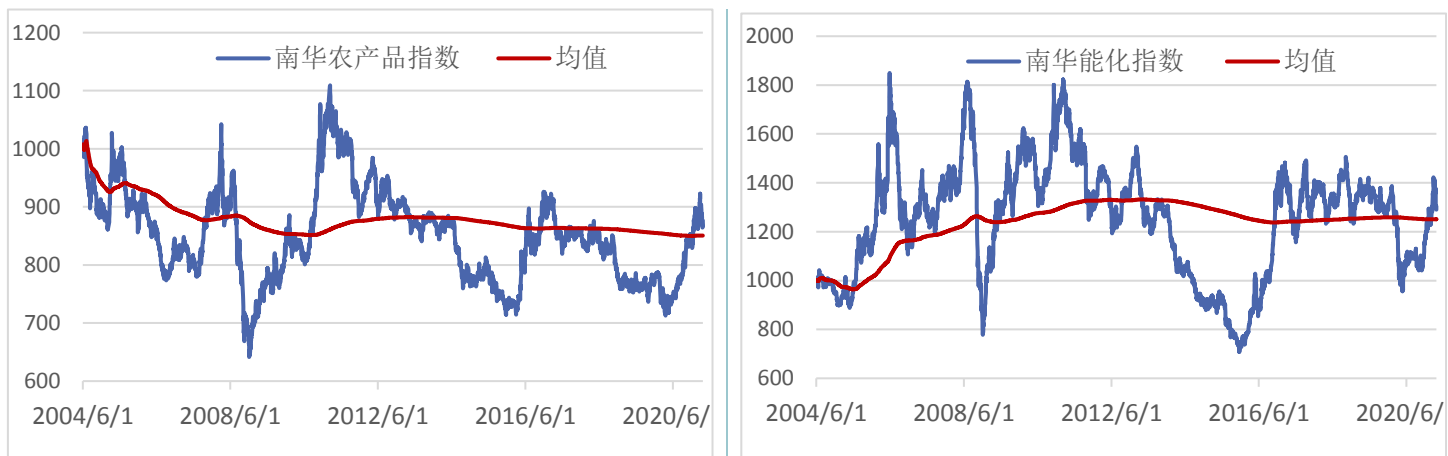
乐观情绪推动，南华商品指数在今年一季度创出了自记录以来的历史高位。

图 4.1.1：南华商品指数和金属指数均值



资料来源：WIND 南华研究数据截止 2021 年 3 月 25 日

图 4.1.2：南华农产品指数和能化指数均值



资料来源：WIND 南华研究数据截止 2021 年 3 月 25 日

尽管南华商品指数创新高，但是不同板块走势分化较大。南华金属指数走势最为强劲，相比 2016 年低点翻了近三倍。而南华农产品指数和南华能化指数则是继续保持区间震荡，不仅未能创出历史新高，甚至没有突破 2017 年高点。从板块内部来看，分化也是非常明显的。农产品板块无需赘述，一向分化比较大，今年也毫不例外，油脂上天，苹果入地。金属板块也是分化巨大，铅和镍走势非常弱，而铜铝锌走势强劲。能化板块 PP 等走势较强，甲醇等则是弱势状态。

## 4.2 运用南华指数风险评估模型选择品种

在确立了板块方向之后，接下来需要寻找相应板块中的品种，确定其做为重点关注的品种。在此，本文运用南华指数风险评估模型对不同板块的不同品种进行画像，通过画像来进一步缩小品种选择的范围。

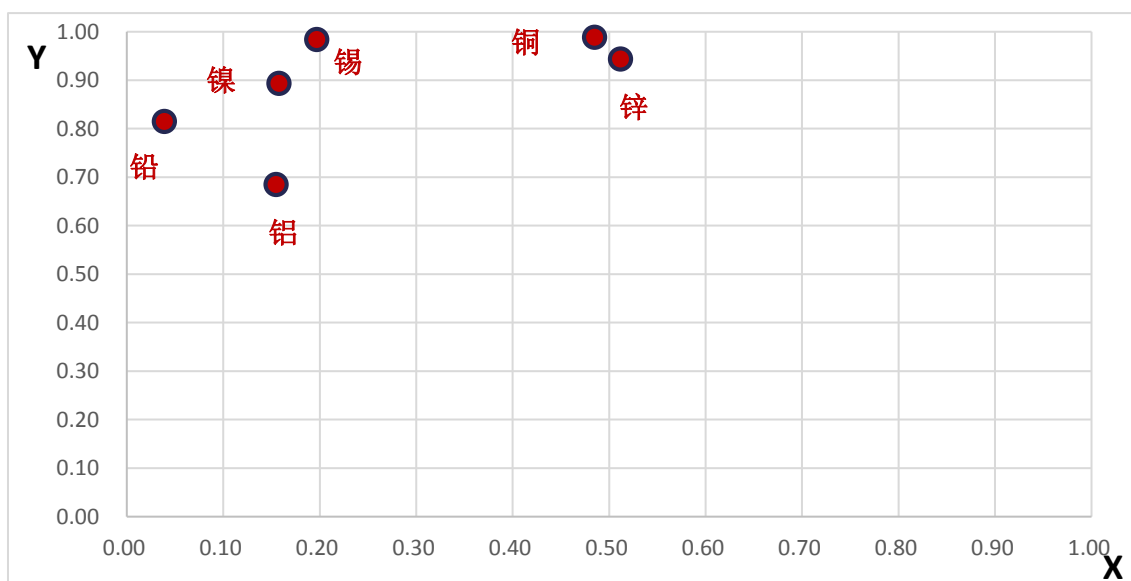
南华指数风险评估模型通过纵向对比和横向对比，建立单品种风险的二维坐标结构（X、Y），其

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。

图 4.2.1：有色金属板块风险评估模型



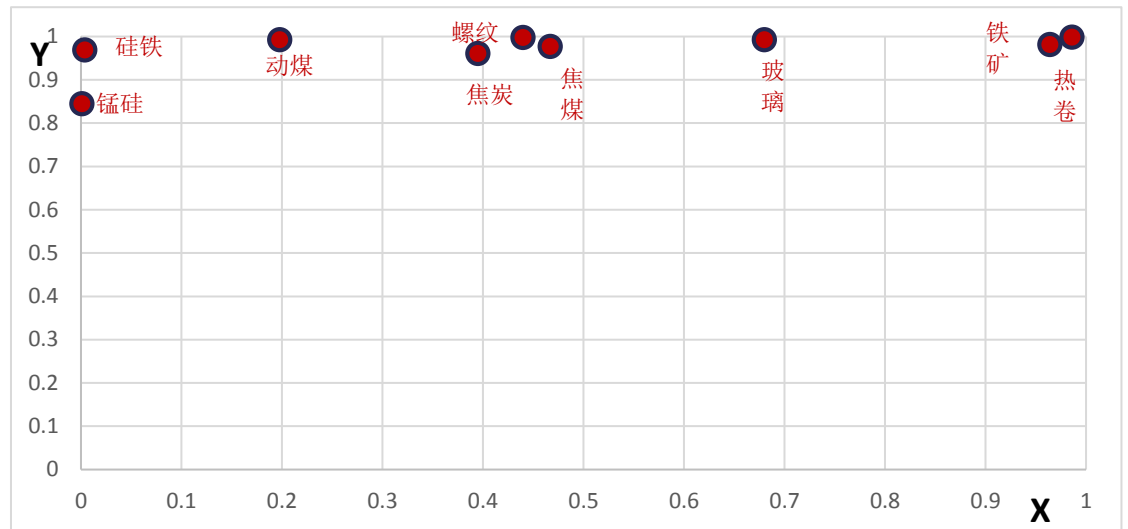
资料来源：南华研究数据截止 2021 年 3 月 24 日

首先关注南华金属板块，南华金属板块包括南华有色金属和南华黑色金属等品种。从有色板块看，纵向对比 Y 基本处于 0.6 上方，表明当前有色金属整体估值处于高位。铜、锌、锡和镍相对于铅、铝而言，估值相对偏高。一季度，镍由于高冰镍事件出现大幅下跌，但是从估值上看，仍然处于偏高位置。铜和锡基本处于上市以来的高点，锌当前由于锌精矿扰动短期依然偏强。后市如果商品出现拐头，这些品种下跌空间相对较大。

从黑色板块来看，这个板块是继续保持强势本色。从南华品种指数走势看，众多品种继续创出历史新高，纵向对比 Y 仍然保持在接近 1 的位置，当前这种趋势在今年还能一直保持下去？尽管纵向对比变化不大，但是横向对比则是变动较大。热卷、铁矿石依然处于最右上角，不管是横向对比还是纵向对比都是处于绝对高位。焦炭和焦煤则是出现左移，主要是因为这两者价格都出现较大幅度下挫，即使如此，纵向对比仍然处于高位。锰硅和硅铁相对而言，则是较弱一些。对于二季度或者接下来的本年度行情，焦炭已经给出了较好的方向指引，市场终究需要往均值回归，只是回归的方式和速度不同罢了。对于未来黑色板块，走弱是大概率事件，在选择上，原材料可能比成材下滑会更快，关注焦

煤、焦炭和动力煤等品种的做空机会。

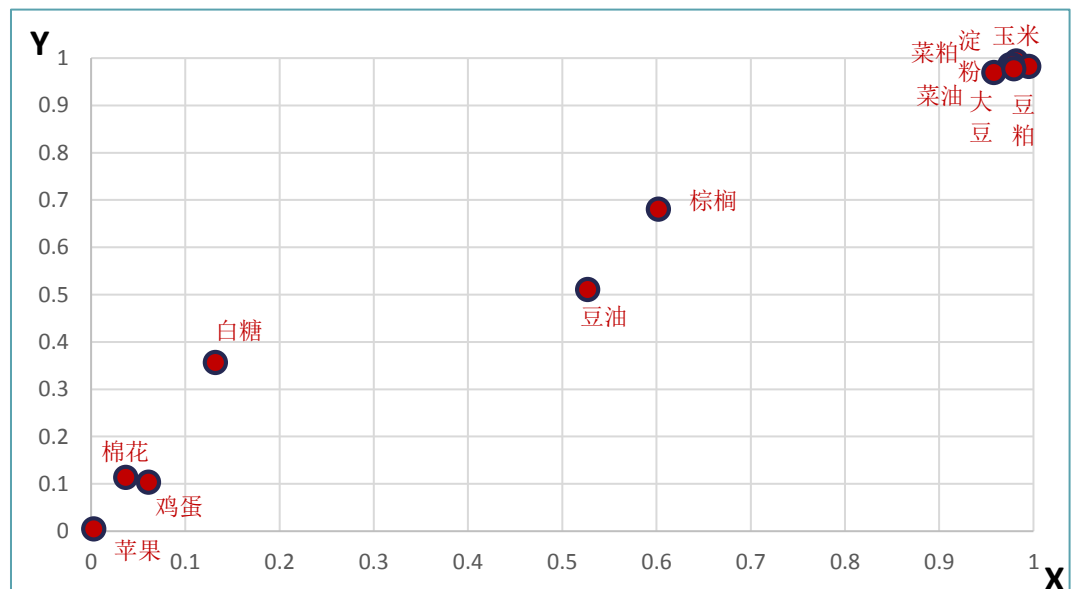
图 4.2.2：黑色板块风险评估模型



资料来源：南华研究数据截止 2021 年 3 月 24 日

从农产品板块来看，分化依然是非常明显，继续呈现强者恒强，弱者恒弱的格局。饲料类品种由于远期贴水原因，依然集中于右上角，三大油脂处于估值相对高位。苹果、棉花和鸡蛋表现较弱，鸡蛋是由于不同合约之间相差非常大，长期处于偏弱的位置，适合做空操作。而苹果由于去年丰产，价格不断创出新低，继续处于消化利空之中。关注 2110 合约，在价格处于 5500 以下可以考虑多单布局。棉花当前估值也是偏低，等待机会寻找做多。

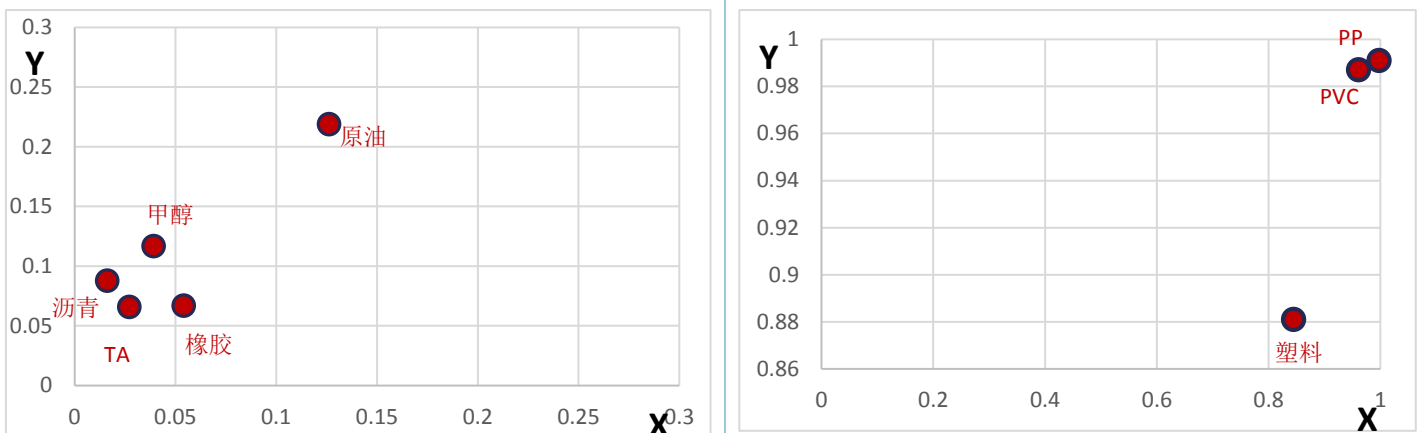
图 4.2.3：农产品板块风险评估模型



资料来源：南华研究数据截止 2021 年 3 月 24 日

最后关注化工板块，包括的品种有：沥青、塑料、甲醇、PP、橡胶、原油、TA 和 PVC 等。能化板块分化非常大，受原油影响大的品种，风险评估都处于极低位置，如原油、沥青、TA 和甲醇等；而受原油影响小的品种则是处于风险评估高位，如 PP、PVC 和塑料。今年一季度，受原油上涨影响，整体油化工品都出现大幅走高，但是从纵向和横向对比看，依然处于估值偏低的位置，关注原油、TA 和甲醇季节性的反弹机会。对于 PP、塑料和 PVC，则是关注价格上涨动能走弱之后的做空机会。

图 4.2.4：能化板块风险评估模型



资料来源：WIND 南华研究数据截止 2021 年 3 月 24 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

