南华期货研究 NFR

2017 年度报告 南华商品指数

智慧创造奇迹
一流的咨询，卓越的服务
First class consultancy Excellent services

春暖乍寒

南华期货研究所

产品创新部
指数研究

摘 要

- 2016 年 6 月 1 日，按照《南华商品指数编制细则》中固定时间权重调整原则，我们对南华商品指数以及各大板块分类指数的权重进行了定期调整。南华商品指数最新权重中，铜、螺纹钢、铁矿石、天然橡胶位居前四。聚丙烯权重大幅增加，达到了 7.71%；黄金指数权重增加，达到了 4.07%；甲醇指数首次入选；焦煤和大豆落选。2016 年我国期货市场单边累计成交金额（年化）为 194.36 万亿元，同比减少 64.93%。金融期货的总成交金额相比上年减少了 95.87%。商品期货的总成交金额增加了 29.79%，增幅约为上一年的 4.5 倍。
- 2016 是大宗商品市场王者归来的一年，大多数商品出现大幅上涨行情。正展期加强收益指数以及正向组合指数与反向组合指数的对冲指数在 2016 年的表现优于南华商品指数。
- 从策略指数跟踪情况来看，2015 和 2016 年是大宗商品市场触底反弹时点的前后关键年份，从始至终单单做多一种指数做空另一种指数的策略是行不通的，应该适时调整策略或暂时不做策略来应对风云突变的形势。
- 商品指数化投资是国际趋势。以商品 ETF（交易所交易基金）为例，截至 2016 年 3 月，全球商品 ETF 的数量达到 894 只，资产管理规模达到 1211 亿美元，占全球 ETF 的 4.1%，贵金属尤其是黄金是商品指数 ETF 的主要投资标的。国内市场，截至 2016 年 8 月 5 日共有商品指数基金 17 只，分别为 4 只黄金 ETF 及其联接基金（共计 9 只）、国投瑞银白银期货基金（LOF）和 7 只商品型 QDII 基金，数量占所有基金的 0.55%，有 24 只基金在证监会排队等待上市。
- 今年大宗商品的上涨源于供给侧改革叠加人民币贬值，明年供给侧改革仍将保持，但上涨动力会有所减弱，商品走势分化。综合指数明年会继续走高，各分类指数也有不同程度的上扬。

目录

第 1 章 指数收益特征分析 5

1.1. 今年南华商品指数走势回顾 6

1.2. 南华商品指数的收益和波动 8

1.3. 南华各品种指数收益及波动分析 9

1.4. 成交、持仓 10

1.5. 缺口分析 14

1.6. 跨市场指数比较 15

第 2 章 Alpha 策略 20

2.1. 南华各品种指数展期收益分析 20

2.2. 品种展期时点分析 21

2.3. 正/负展期收益加强指数 22

2.4. 次主力合约下的南华商品指数 25

2.5. 各品种主次指数收益结构 25

第 3 章 策略指数的跟踪情况 27

3.1. CPI·PPI 对冲策略 27

3.2. 股指·商品对冲策略 28

3.3. 基金属·贵金属对冲策略 29

3.4. 增强型指数策略 30

第 4 章 国内商品指数化投资的发展现状 31

4.1. 政策指引 31

4.2. 商品指数产品发行状况 32

4.3. 金属指数基金跟踪情况 34

第 5 章 2017 年商品指数走势展望 35

5.1. 关于大宗商品走势的预判 35

5.2. 关于商品指数走势展望 37

南华期货分支机构 38

图表目录

图 1.1.1：南华商品指数、工业品指数走势 6
图 1.1.2：金属指数、能化指数走势 7
图 1.1.3：农产品指数、贵金属指数走势 7
图 1.1.4：板块指数涨跌 7
图 1.2.1：南华商品指数历史、2016 年走势 8
图 1.2.1：南华商品指数不同品种收益波动情况(Sharp 比排序) 9
图 1.2.2：南华商品指数不同品种收益波动情况(Sharp 比绝对值排序) 10
图 1.3.1：期货市场历年成交数据统计 11
图 1.3.2：2016 年我国期货市场累计成交金额统计 11
图 1.3.3：2016 年我国商品期货市场各品种累计成交金额占比 12
图 1.3.4：各品种持仓占比 12
图 1.3.5：2016 年各品种持仓金额变动趋势 13
图 1.3.6：历年各分类持仓金额变动趋势 13
图 1.5.1：南华商品指数历史、2016 年跳空缺口 14
图 1.5.2：各品种历史跳空缺口 14
图 1.5.3：各品种 2016 年跳空缺口 15
图 1.6.1：2016 年南华商品指数及其他分类指数走势 16
图 1.6.3：2016 年南华商品指数及国际主流商品指数走势 17
图 1.6.4：商品指数与国际主流商品指数比较 18
图 1.6.5：2016 年南华商品指数及其他资本市场指数走势 19
图 1.6.6：商品指数与其他资本市场指数比较 19
图 2.1.1：2016 年各品种年度展期收益 20
图 2.1.2：2016 年各品种加权展期收益 21
图 2.2.1：2016 年各品种年度展期收益 22
图 2.3.1：正/负展期收益指数 24
图 2.3.2：正/负展期收益指数对冲 24
图 2.4.1：主力合约下的南华商品指数 25
图 2.5.2：正向组合指数与反向组合指数 26
图 3.1.1：多南华工业品指数空南华农产品指数累计收益率情况 27
图 3.2.1：多股指空商品累计收益率情况 28
图 3.3.1：多基金属空贵金属累计收益率情况 29
图 3.4.1：南华商品指数与增强型指数比较 30
图 4.2.1：美国市场发行的指数 ETP 中商品指数 ETP 规模和只数占比 32

图 4. 2. 2：以各个分类指数为标的的美国市场商品指数 ETP 资产规模（单位：百万）和占比 32
图 4. 2. 3：美国市场各分类指数 ETP 只数统计 33
图 4. 2. 4：美国市场发行的 ETF 总规模每月增减（单位：百万美元） 33
图 4. 3. 1：金属指数基金历史及年内走势 34

表 1.1：2016 年 6 月南华商品指数及板块分类指数最新权重调整 5
表 1.3.1：各品种收益率、波动率排序 9
表 1.6.1：南华商品指数与其他分类指数相关系数 15
表 1.6.2：南华商品指数与国际商品指数的收益率相关系数 17
表 1.6.3：南华商品指数与其他资本市场指数收益率相关系数 18
表 2.3.1：2016 上半年 NHCI 中品种的权重和展期收益 23
表 2.3.2：2016 下半年 NHCI 中品种的权重和展期收益 23

第1章　指数收益特征分析

2016 年 6 月 1 日，按照《南华商品指数编制细则》中固定时间权重调整原则，我们对南华商品指数以及各大板块分类指数的权重进行了定期调整。品种的进入退出以及权重计算主要基于商品在国民经济中的影响力和在期货市场中的地位这两方面来考虑，其次结合入选品种的多样性、代表性、流动性原则来确定品种的进入与退出，并计算出相应的权重。南华商品指数权重调整如此，各大板块分类指数的权重调整基本类似。

表 1.1：2016 年 6 月南华商品指数及板块分类指数最新权重调整

品种名称	南华商品指数	南华金属指数	南华能化指数	南华工业品指数	南华农产品指数	南华贵金属指数
铜	12.38%	25.00%		25.00%		
螺纹钢	8.74%	25.00%		9.73%		
铁矿石	8.31%	25.00%		7.31%		
天然橡胶	8.31%		24.20%	12.68%		
焦炭	7.79%		15.95%	7.79%		
聚丙烯	7.71%		11.72%	5.23%		
豆粕	5.12%				16.45%	
白银	5.09%					57.05%
白糖	4.50%				14.55%	
黄金	4.07%					42.95%
豆油	3.85%				12.41%	
PTA	3.78%		9.18%	4.66%		
聚乙烯	3.62%		8.71%	4.41%		
一号棉	3.56%				11.42%	
菜籽粕	2.57%				8.34%	
棕榈油	2.49%				8.04%	
锌	2.11%	8.08%		2.72%		
镍	2.00%	7.55%		2.56%		
甲醇	2.00%		4.00%	2.03%		
玻璃	2.00%		3.79%	2.00%		
铝		7.37%		2.00%		
铅		2.00%				
动力煤			11.44%	4.66%		
焦煤			7.01%	3.22%		
石油沥青			2.00%	2.00%		
PVC			2.00%	2.00%		
黄大豆					9.05%	
玉米					8.02%	

资料来源：南华研究

原则上说，国内期货市场上市的所有品种都是南华商品指数的备选品种。首先根据上市时间，对

备选品种进行筛选，剔除出上市未满一年的品种（亦即在上个年度 5 月份及其之后上市的品种）。剔除的品种之中，若存在新上市时间不满一年但超过半年，并且最近半年的成交金额占全国商品市场成交总额的比重超过 5%，则我们可以将其纳入指数备选品种之中。

品种流动性。胶合板、早籼稻、晚籼稻、纤维板、燃料油、粳稻、油菜籽、硅铁、锰硅、线材、普麦不符合备选品种的流动性要求，因此剔除。

品种类别替代性。考察已入选品种的相关性和类别替代性，若存在属于同一类别的两个（或者多个）品种相关性极强（线性相关系数大于 90%），并经指数委员会讨论，我们可以只选取其中流动性较强（用流动性指标度量）的品种以替代此类别。经考察，螺纹钢和热压卷板，豆油和菜籽油的相关系数均大于 90%，由于热压卷板、菜籽油的流动性相对较弱，因此剔除热压卷板、菜籽油。

此外，根据剔除流动性指标之后，入选指数的备选商品个数超过 20 个，则将流动性权重最小的商品剔除以满足商品个数不超过 20。从而剔除黄大豆、焦煤、鸡蛋、动力煤、铝、玉米、石油沥青、玉米淀粉、强麦、PVC、铅、锡。

今年南华商品指数的入选品种及其权重变化不小。聚丙烯作为 2014 年上市的新品种，去年仅以 2.55%的权重入选了南华商品指数，今年权重大幅增加，达到了 7.71%，位列权重排名的第七位；黄金指数也增加了 1.05 个百分点，达到了 4.07%；甲醇指数则是首次入选；另外焦煤和大豆落选了今年的南华商品指数，它们去年的权重分别为 5.16%和 2%；白银和棉花的权重也分别减少了 1.2 和 1.11 个百分点，现为 5.09%和 3.56%。

各大板块指数中，南华工业品指数权重位居前四的品种分别为铜、橡胶、螺纹钢和焦炭；南华农产品指数权重位居前四的品种分别为豆粕、白糖、豆油和棉花；南华金属指数中，铜、螺纹钢和铁矿石占比都达到了 25%；南华能化指数权重位居前四的品种为橡胶、焦炭、聚丙烯和 PTA；南华贵金属指数中黄金权重增加了 10 个百分点，达到了 42.95%，白银权重则相应的减少至 57.05%。

1.1. 今年南华商品指数走势回顾

图 1.1.1：南华商品指数、工业品指数走势

资料来源：南华研究 数据截至 2016 年 12 月

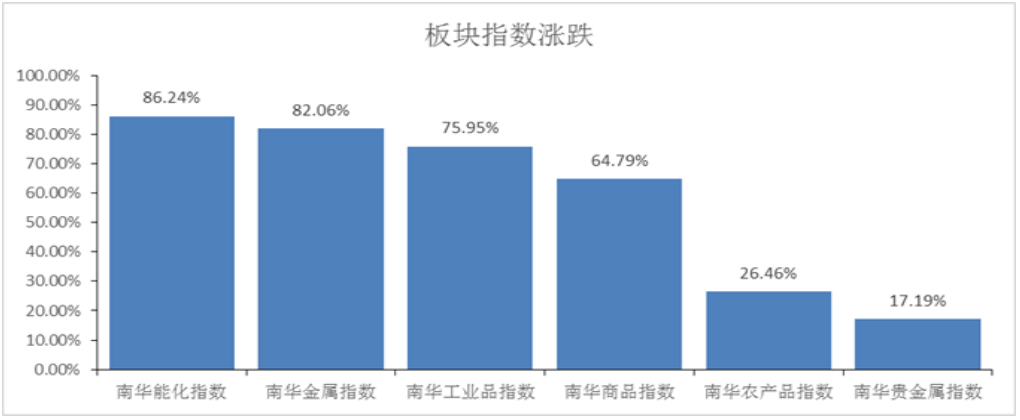
图 1.1.2：金属指数、能化指数走势

资料来源：南华研究 数据截至 2016 年 12 月

图 1.1.3：农产品指数、贵金属指数走势

资料来源：南华研究 数据截至 2016 年 12 月

图 1.1.4：板块指数涨跌



资料来源：南华研究 数据截止日期为 2016 年 12 月

从涨幅排序来看，南华能化指数>南华金属指数>南华工业品指数>南华商品指数>南华农产品指数>南华贵金属指数；

从涨幅程度来看，南华农产品指数和南华贵金属指数涨幅远远不及其他指数，与其他南华分类指数相差至少 50%以上，对南华商品指数涨幅贡献较小。而南华能化指数和南华金属指数涨幅达到 80%，对南华商品指数上涨做出了主要贡献；

从各个指数的走势来看，南华商品指数、南华工业品指数、南华能化指数和南华金属指数走势极其相似，而南华农产品指数、贵金属指数则大不相同。

从上述南华商品指数和南华分类指数的表现来看，我们可以推断出今年的大宗商品的上涨主要源于南华能化指数与南华金属指数的交集品种所做的贡献。拿两者的成分品种进行比对，我们不难发现，黑色系品种是此次南华商品指数上涨的主要动力，这与现实情况也十分吻合。今年在供给侧去产能和房地产去库存的政策实施下，黑色系无疑是最大的受益商品，煤炭、螺纹钢、铁矿石三剑客所向披靡，涨、涨、涨，带动其他大宗商品普涨；今年南华农产品指数呈现持续走高的态势，尤其是第二季度和第四季度上涨幅度较大。农产品中油脂油料受厄尔尼诺的影响，价格整体重心上移，其中棉花在 4 月至 7 月之间，现货短缺出现暴涨行情，助推农产品指数上涨。临近年前，由于过年备货行情，又推升了一波涨势；此外，南华贵金属指数今年呈现前高后低的态势，受去年底美国首次加息影响，今年年初美股大跌房地产放缓，贵金属受避险需求推动上涨。二季度末和三季度还受到英国退欧公投这只黑天鹅的影响。四季度主要受经济好转及加息预期影响，指数有所下跌。

1.2. 南华商品指数的收益和波动

图 1. 2. 1：南华商品指数历史、2016 年走势

资料来源：南华研究 数据截至 2016 年 12 月

2016 年南华商品指数迎来了自 2011 年熊市以来的首度大幅回升，整年内持续上涨，指数值从年初的 851.77 点升至目前的逾 1400 点。

商品指数波动率是衡量价格变化剧烈、快慢的一个指标，可作为风险的代名词，也可以作为市场整体情绪或运动势头的一个反映。波动率若逐渐升高或者处于高位，表示当时市场价格及收益的变化比较剧烈，市场的内在状态不稳定，前期积累的各方面情绪在这段高波动率时期进行释放。相反地，当波动率逐渐降低或处于低位，表示当时市场情绪相对温和，市场中某一个内在逻辑处于稳定状态。这种情形下，有可能是稳定趋势的延续，也有可能是未来行情剧烈变动的前夕。2016 年截至目前共出现了 3 个波动率的高峰，分别为 5 月、7 月和 12 月，商品指数都有不同程度的回落。

1.3. 南华各品种指数收益及波动分析

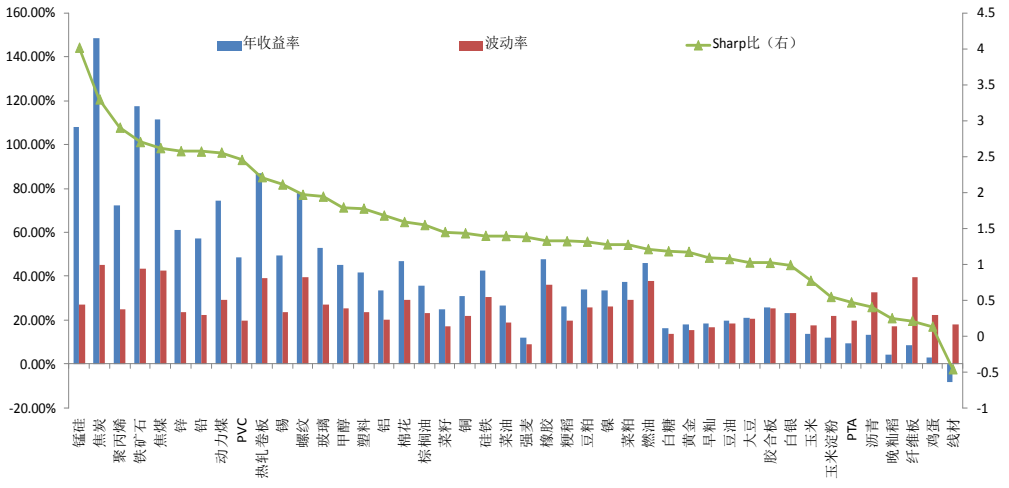
南华商品指数合理的展期设置，有效的反映了品种投资的真实收益。对 2016 年各个品种指数进行收益波动计算（截至 2016/12/7），涨幅最大的为焦炭 148.37%、铁矿石 117.54%、焦煤 111.35%、锰硅 108.2%、热轧卷板 86.77%。涨幅居前的几个品种主要是工业品和能化品种，受到其自身的低库存或者季节性需求等的影响。其中焦炭、铁矿石、螺纹、聚丙烯等均为南华商品指数中权重较大品种。

表 1.3.1：各品种收益率、波动率排序

收益率前十名					波动率前十名				
品种	收益率及排名		波动率及排名		品种	波动率及排名		收益率及排名	
焦炭	148.37%	1	45.02%	1	焦炭	45.02%	1	148.37%	1
铁矿石	117.54%	2	43.50%	2	铁矿石	43.50%	2	117.54%	2
焦煤	111.35%	3	42.54%	3	焦煤	42.54%	3	111.35%	3
锰硅	108.20%	4	26.94%	15	螺纹	39.47%	4	77.68%	6
热轧卷板	86.77%	5	39.22%	6	纤维板	39.45%	5	8.37%	41
螺纹	77.68%	6	39.47%	4	热轧卷板	39.22%	6	86.77%	5
动力煤	74.49%	7	29.15%	13	燃油	37.94%	7	45.93%	16
聚丙烯	72.18%	8	24.86%	20	橡胶	36.00%	8	47.81%	14
锌	61.18%	9	23.76%	21	沥青	32.44%	9	13.09%	37
铅	56.98%	10	22.18%	26	硅铁	30.37%	10	42.41%	18

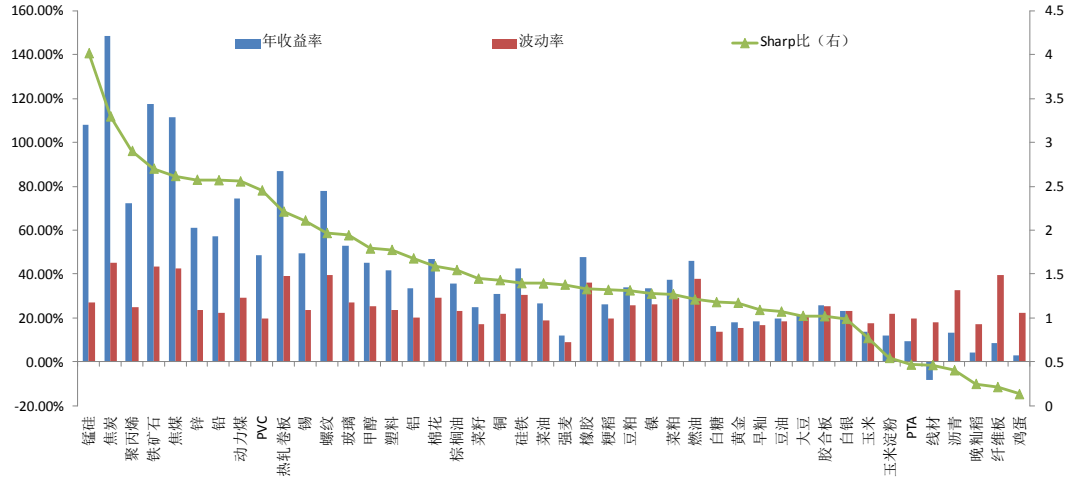
资料来源：南华研究

图 1.2.1：南华商品指数不同品种收益波动情况(Sharp 比排序)



资料来源：南华研究 数据截止日期为 2016 年 12 月 8 日

图 1.2.2：南华商品指数不同品种收益波动情况(Sharp 比绝对值排序)



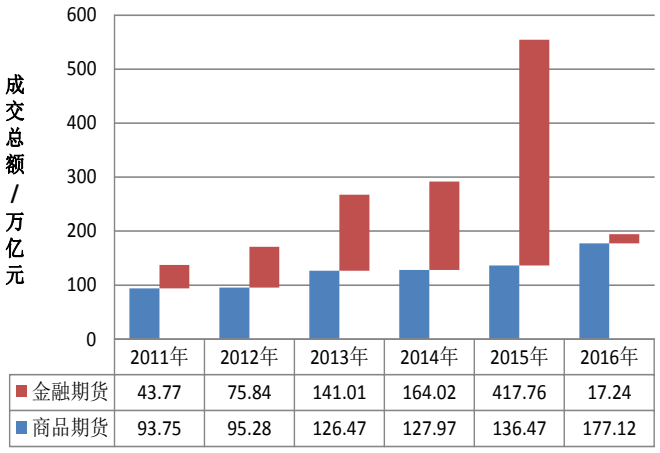
资料来源：南华研究 数据截止日期为 2016 年 12 月 8 日

为综合考虑各品种风险和收益的特征，我们根据已经得到的年收益率和波动率计算收益风险比，即 Sharp 比，并将 Sharp 比由高到低排序，如图 1.3.1 所示。收益风险比为正的从高到低依次为，锰硅、焦炭、聚丙烯、铁矿石、焦煤、锌、铅、动力煤、PVC、热轧卷板等。考虑到期货可以多空双向操作，图 1.3.2 中将 Sharp 的绝对值进行由高到低的排序，排在前十的与按 Sharp 比排序时相同。在绝对值 Sharp 比排名靠前的品种中剔除锰硅、动力煤等成交量很小的品种后，剩下品种即为 2016 年操作价值较高的品种。

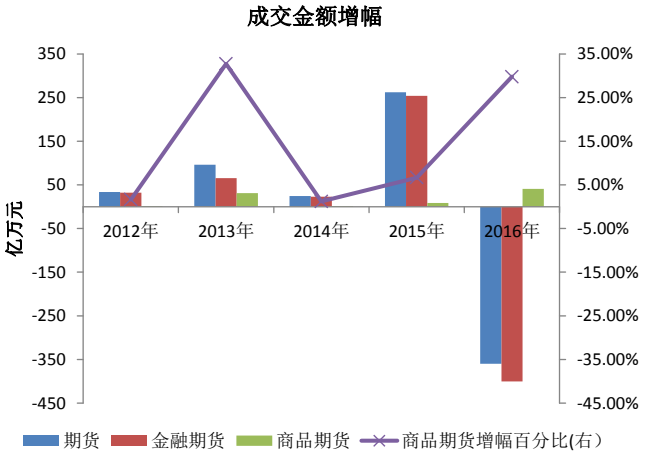
1.4. 成交、持仓

从期货市场整体成交金额来观察我国期货市场总体的发展变化，2016 年我国期货市场单边累计成交金额约为 194.36 万亿元（单边数据，不包含期转现数据，不足一年的情况均经过年化近似处理，下文所用到的成交金额均做相同处理），从 2015 年到 2016 年累计成交总额同比减少 64.93%。成交总额的大幅减少主要是由于金融期货规模的减少。2016 年金融期货的总成交金额相比上年减少了 95.87%。商品期货的总成交金额则增加了 29.79%，增幅约为上一年的 4.5 倍。

图 1.3.1：期货市场历年成交数据统计

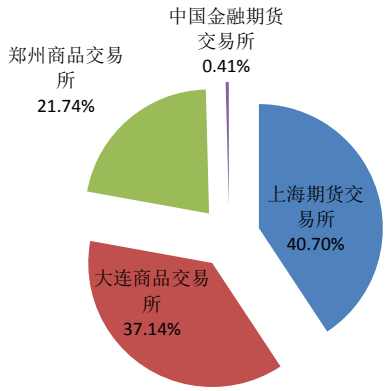


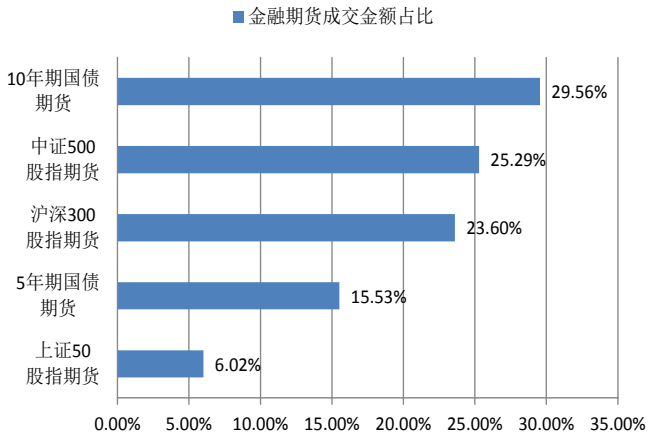
	2011年	2012年	2013年	2014年	2015年	2016年
金融期货	43.77	75.84	141.01	164.02	417.76	17.24
商品期货	93.75	95.28	126.47	127.97	136.47	177.12



资料来源：中国期货业协会、南华研究 数据截止日期为 2016 年 11 月

图 1.3.2：2016 年我国期货市场累计成交金额统计

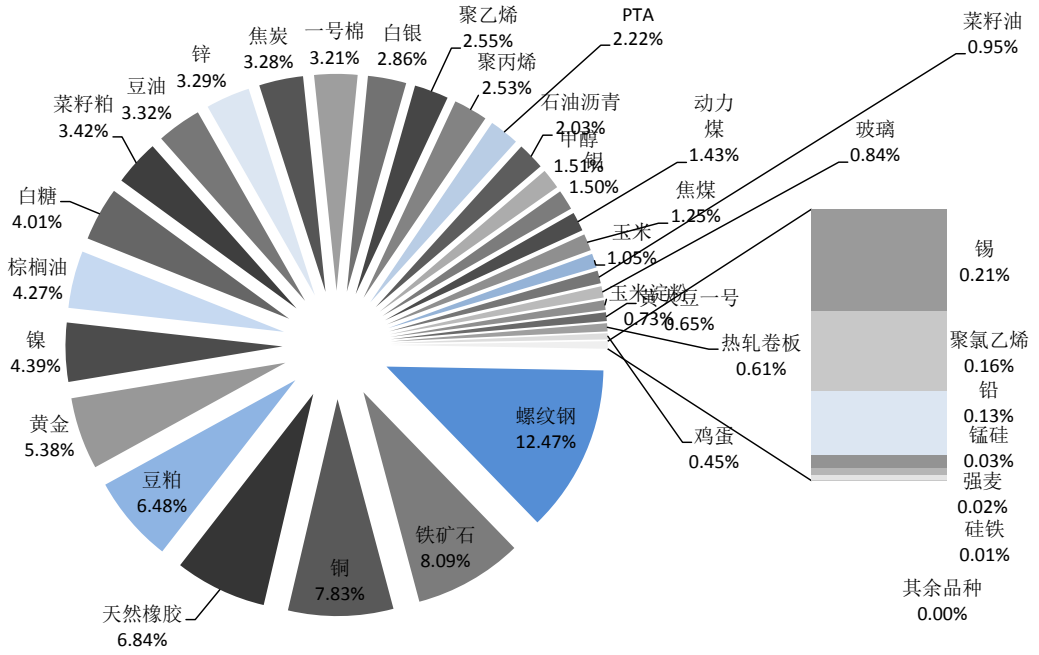




资料来源：中国期货业协会、南华研究 数据截止日期为 2016 年 11 月

不同品种受到各自行情变化的影响，随着期货市场品种结构的不断完善和成熟，资金对他们的关注程度也发生着变化。2016 年商品市场总成交金额占比，螺纹钢、铁矿石、铜、天胶、豆粕分别以 12.47%、8.09%、7.83%、6.84%、6.48%的占比位居前五，这些品种累计占比达到了市场成交的 41.71%。成交占比大于 5%的品种还有黄金。相比去年，市场上各品种的成交金额分布更加分散。螺纹钢、铁矿石、铜、天胶相比其他品种，市场成熟度较高，成交也稳居前五。

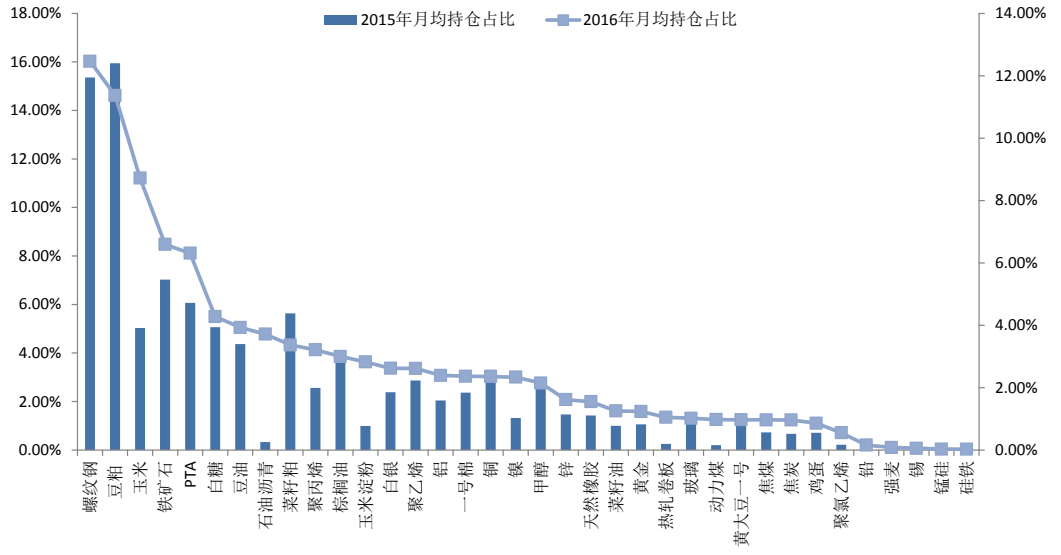
图 1.3.3：2016 年我国商品期货市场各品种累计成交金额占比



资料来源：中国期货业协会，南华研究 数据截止日期为 2016 年 11 月，不足一年数据经年化处理

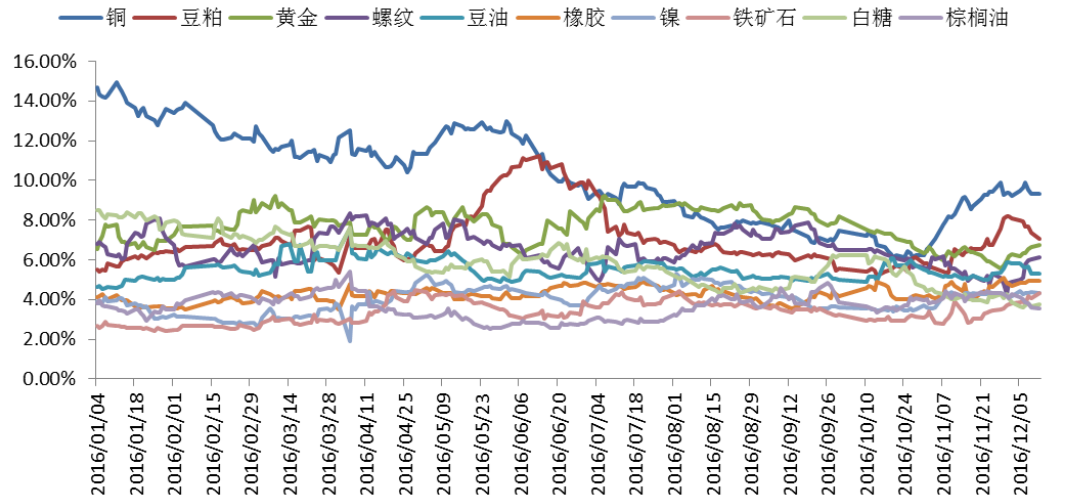
期货品种的持仓，从市场参与者角度来分析有两类：一类是产业客户进行套期保值，另外一类是对冲资金的持仓。套期保值者与实体产业相结合，根据自己的需求进行期货持仓管理，较少的持仓头寸变动会降低交易成本。对冲资金持有相反方向头寸，赚取阿尔法收益。

图 1.3.4：各品种持仓占比



资料来源：中国期货业协会，南华研究 数据截止日期为 2016 年 11 月，不足一年数据经年化处理

图 1.3.5：2016 年各品种持仓金额变动趋势



资料来源：南华研究 数据截至 2016 年 12 月 12 日，取日平均持仓金额排名前十位的品种

图 1.3.6：历年各分类持仓金额变动趋势

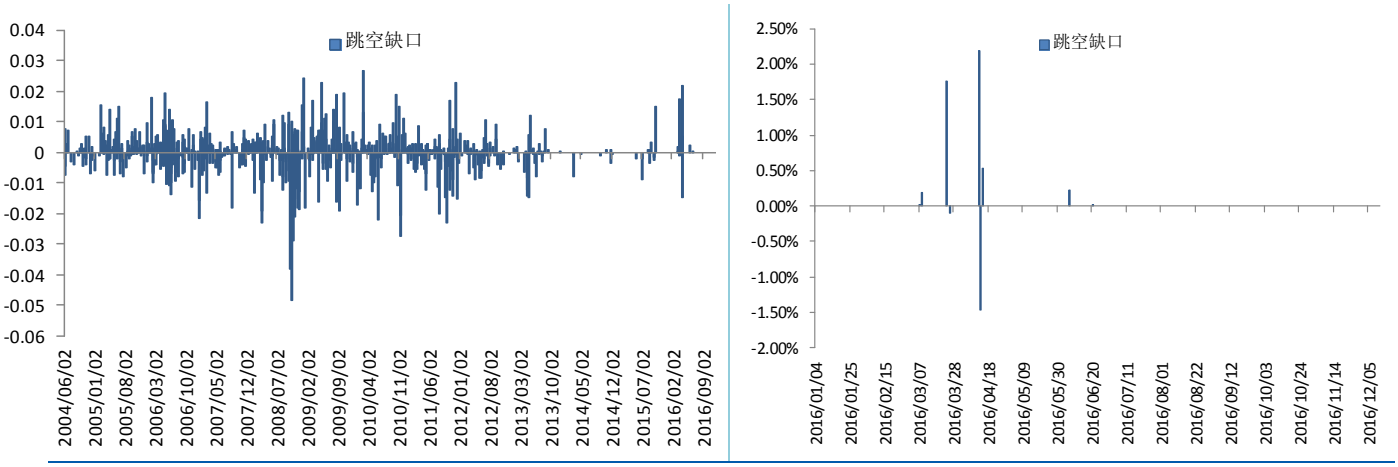
资料来源：南华研究 数据截至 2016 年 12 月 16 日

2016 年的各品种平均持仓占比，相比较 2015 年，整体结构有所变化，铜、豆粕、黄金、螺纹、豆油等持仓占比居前。市场成熟度高、品种结构完善是这些品种的共性。纵观历年，金属和农产品仍然是商品期货的活跃领域。

1.5. 缺口分析

缺口是指今日开盘价格高于昨日最高价或者低于昨日最低价而导致的价格区间空白，不连续的价格跳空缺口往往是由于市场信息隔夜突变以及信息的不对称导致的。南华商品指数的标的商品均为中国期货市场合约标的的大宗商品。随着世界经济一体化的进程，商品越来越受到世界经济形势和金融形势的影响，加上国内期货市场的交易时间偏短，隔夜外盘行情的走势或者突发的重大消息，均会使得南华商品指数和分类指数不可避免地出现跳空缺口。

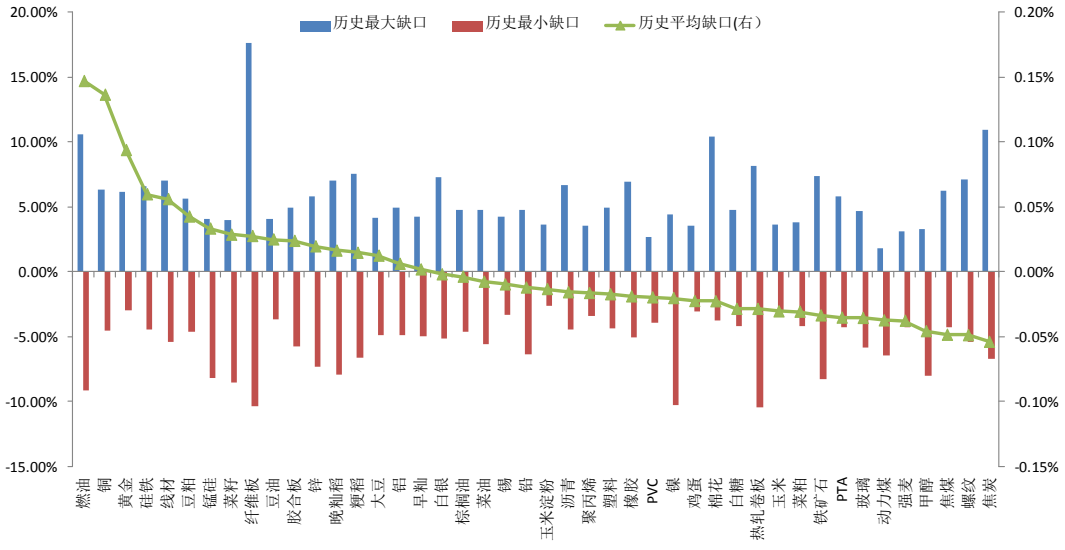
图 1.5.1：南华商品指数历史、2016 年跳空缺口



资料来源：中国期货业协会 南华研究 截止日期为 2016 年 12 月 12 日

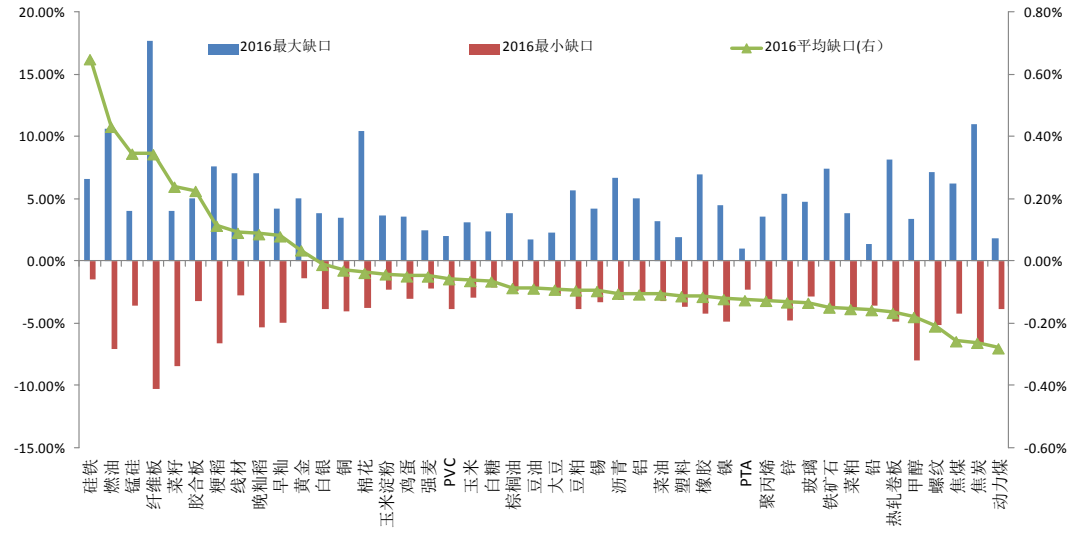
2016 年南华商品指数共有 9 次跳空缺口，相较去年的 11 次有所减少，最大跳空 2.18%，最小跳空-1.46%。2016 年南华商品指数运行稳定，价格连续性较好。品种数目的增加，权重的分散，还有期货市场的的日渐成熟，是南华商品指数更加稳定的原因。

图 1.5.2：各品种历史跳空缺口



资料来源：南华研究　数据截至 2016 年 12 月 12 日

图 1.5.3：各品种 2016 年跳空缺口



资料来源：南华研究　数据截至 2016 年 12 月 12 日

分品种来看，历史平均缺口和 2016 年平均缺口均以下跌缺口为主，历史平均缺口为正的品种有 17 个，占所有 46 个品种的 36.96%，其余历史平均缺口均为负。焦炭、螺纹钢、焦煤、甲醇平均下跌缺口幅度最大，燃油、铜、黄金、硅铁、线材平均上涨缺口幅度最大。2016 年的平均缺口为正的品种有 11 个，占比 23.91%。其中，硅铁、燃油、锰硅、纤维板等由于市场交易流动性不足，跳空缺口较大。

1.6. 跨市场指数比较

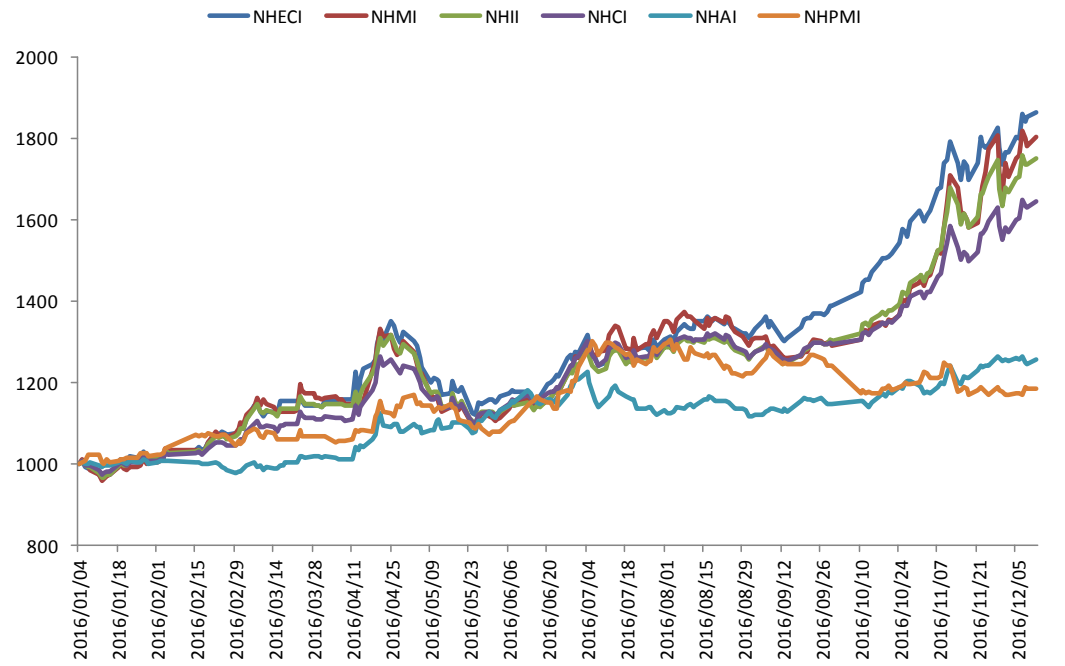
南华商品指数由综合指数、五大板块指数以及品种指数组成，其中南华工业品指数由金属与能化品种共同构成。从相关性来看，南华能化指数、南华商品指数、南华工业指数和南华金属指数这四个指数之间的相关性都很高，均超过了 98%。同时上述四个指数 Sharp 比和收益率也最高。今年不论是南华商品指数还是各分类指数，涨幅都在 20%以上。

表 1.6.1：南华商品指数与其他分类指数相关系数

	NHCI	NHAI	NHECI	NHII	NHPMI	NHMI
NHCI	100.00%					
NHAI	89.80%	100.00%				
NHECI	98.60%	85.30%	100.00%			
NHII	99.00%	84.40%	99.20%	100.00%		
NHPMI	68.70%	76.20%	59.00%	59.20%	100.00%	
NHMI	98.70%	83.40%	97.50%	99.40%	61.60%	100.00%

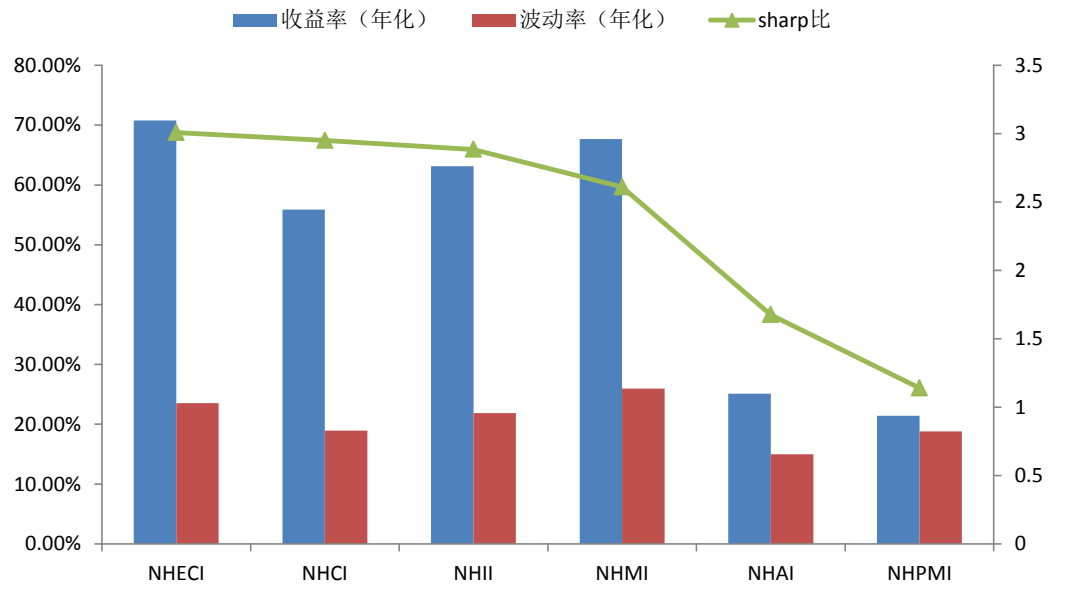
资料来源：Wind 南华研究　数据截至 12 月 12 日

图 1.6.1：2016 年南华商品指数及其他分类指数走势



资料来源：南华研究　　数据截至 12 月 12 日

图 1.6.2：商品指数与其他分类指数比较



资料来源：南华研究

与国际商品市场指数相比：不同商品指数的标的品种不一样，权重设置也有差异，对市场的表征作用也会出现差异（具体如下表所示）。国际商品指数之间的相关性较高，与南华商品指数的相关性则很低。主要由于 2016 年国内外商品市场的宏观环境不一致，且国内外的品种差异较大。直观的表现

是， 2016 年 1、2、4、11 月国际主流商品指数纷纷下跌，南华商品指数不跌反涨，南华商品指数除了在 5 月有一波较大幅度的下跌外，整年呈上涨趋势。

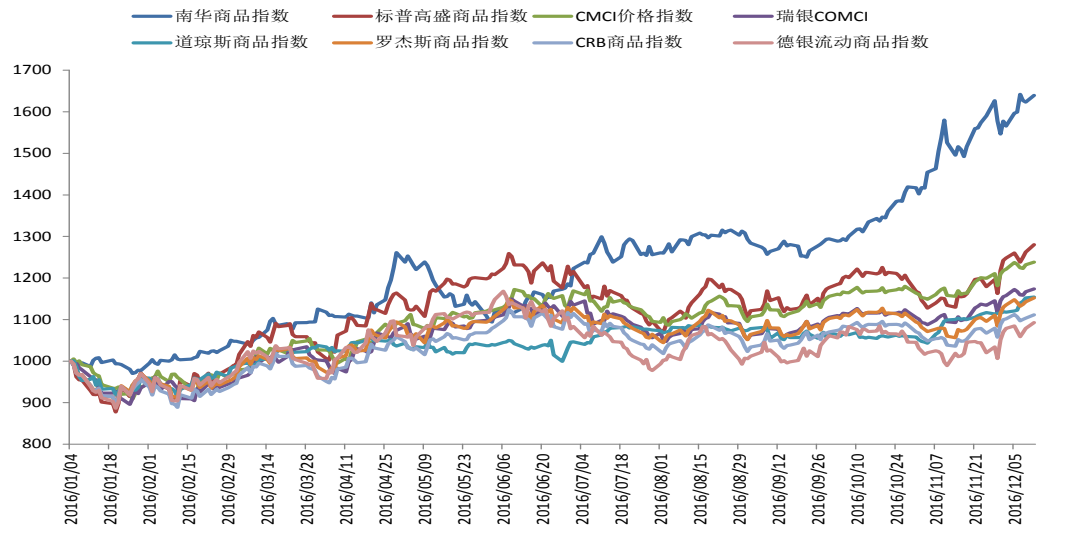
表 1.6.2：南华商品指数与国际商品指数的收益率相关系数

	南华商品指数	瑞银 COMCI	CMCI 价格指数	罗杰斯商品指数	CRB 商品指数	标普高盛商品指数	道琼斯商品指数	德银流动商品指数
南华商品指数	100.00%							
瑞银 COMCI	7.17%	100.00%						
CMCI 价格指数	5.97%	17.09%	100.00%					
罗杰斯商品指数	2.39%	24.98%	12.37%	100.00%				
CRB 商品指数	1.37%	23.36%	12.78%	98.64%	100.00%			
标普高盛商品指数	0.60%	24.84%	12.85%	97.73%	97.55%	100.00%		
道琼斯商品指数	-0.39%	5.64%	4.09%	43.64%	46.09%	44.30%	100.00%	
德银流动商品指数	-11.84%	5.35%	5.14%	45.39%	45.41%	44.45%	17.79%	100.00%

资料来源：Bloomberg 南华研究 数据截至 2016 年 12 月 12 日

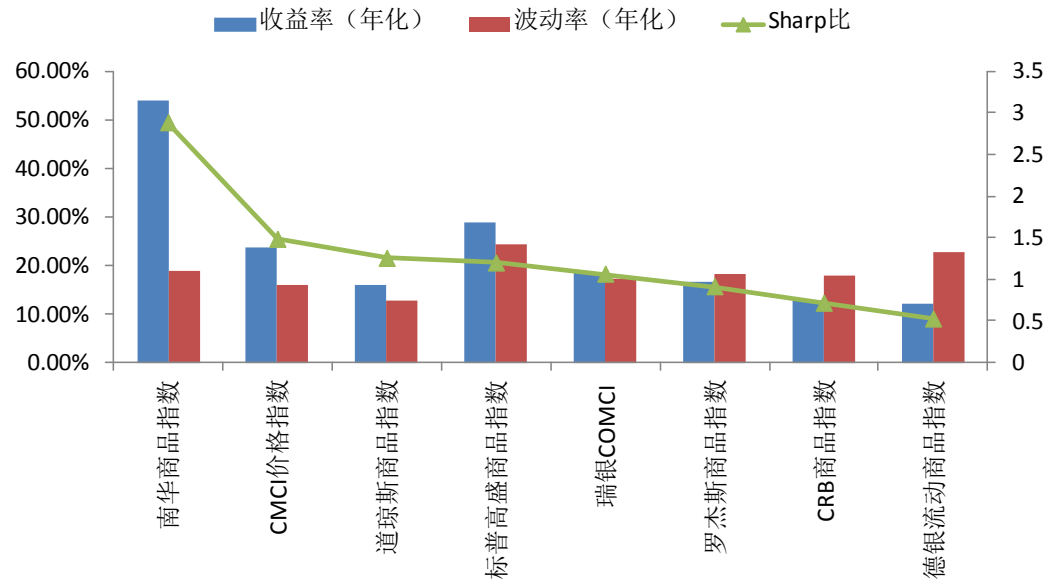
从投资收益风险角度来看，2016 年南华商品指数走势涨幅最大，波动居中，与其他国际商品指数相比较，收益最好，收益风险比也同样表现最好。2016 年对南华商品指数的投资是在各大商品指数中最好的选择。

图 1. 6. 3：2016 年南华商品指数及国际主流商品指数走势



资料来源：Bloomberg 南华研究 数据截至 2016 年 12 月 12 日，按年化收益率从高到低排序

图 1. 6. 4：商品指数与国际主流商品指数比较



资料来源：Bloomberg 南华研究　数据截至 2016 年 12 月 12 日

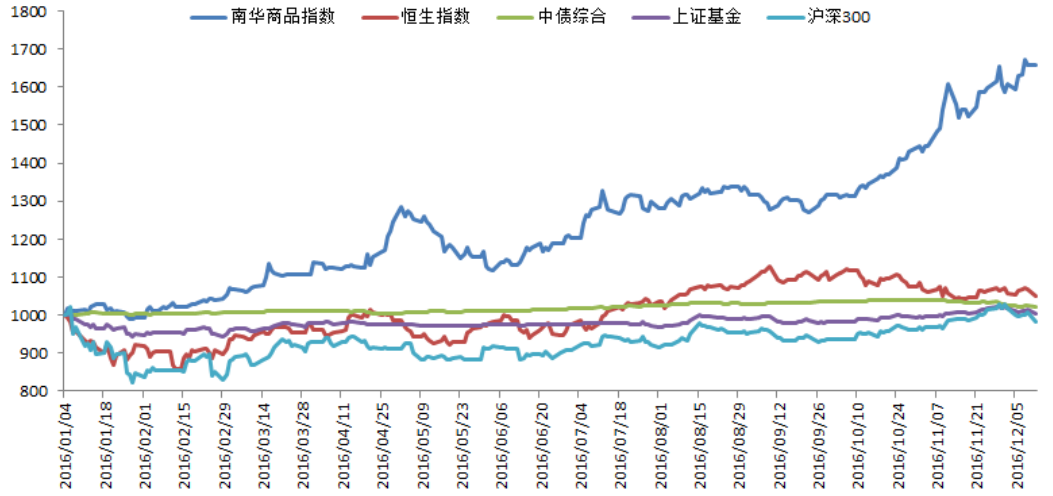
南华商品指数与其他资本市场指数保持着低相关性，与沪深 300、中债综合指数、上证基金的相关性都在 3%至 6%之间，与恒生指数的相关性为-7.67%。其中，沪深 300 与上证基金具有极强的相关关系中。从投资组合角度来讲，同时投资于相关性极强的指数并不明智，这样只会增大风险，投资于相关性小的指数，可以相对分散单独投资的风险。从不同指数 2016 年的收益风险情况来看，南华商品指数表现最好。

表 1.6.3：南华商品指数与其他资本市场指数收益率相关系数

	南华商品指数	沪深 300	上证基金	中债综合	恒生指数
南华商品指数	100.00%	5.87%	4.82%	3.89%	-7.67%
沪深 300	5.87%	100.00%	91.70%	3.21%	48.32%
上证基金	4.82%	91.70%	100.00%	6.75%	48.78%
中债综合	3.89%	3.21%	6.75%	100.00%	3.51%
恒生指数	-7.67%	48.32%	48.78%	3.51%	100.00%

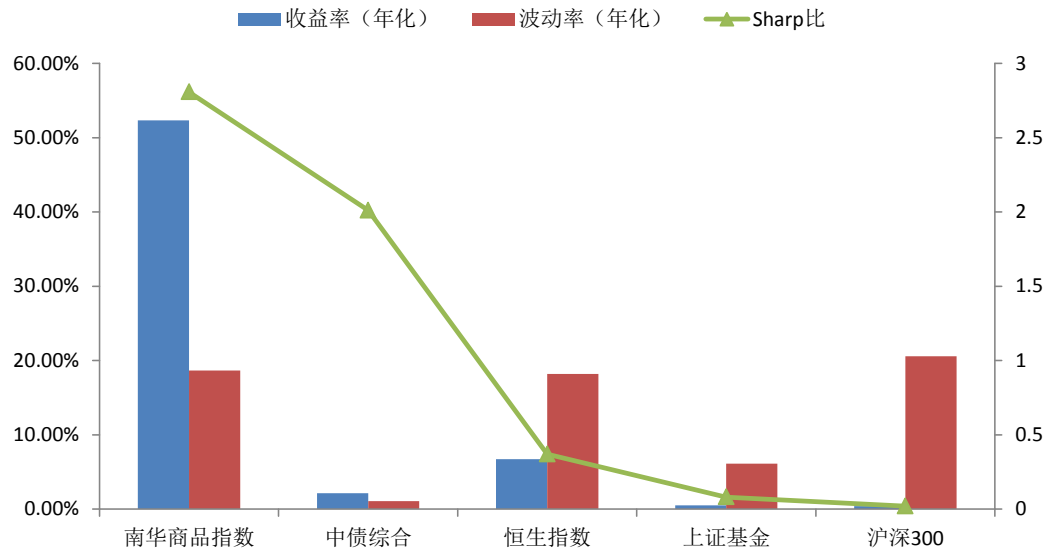
资料来源：Wind 南华研究　数据截至 2016 年 12 月 12 日

图 1.6.5：2016 年南华商品指数及其他资本市场指数走势



资料来源：Wind 南华研究 数据截至 2016 年 12 月 12 日

图 1.6.6：商品指数与其他资本市场指数比较



资料来源：Wind 南华研究 数据截至 2016 年 12 月 12 日

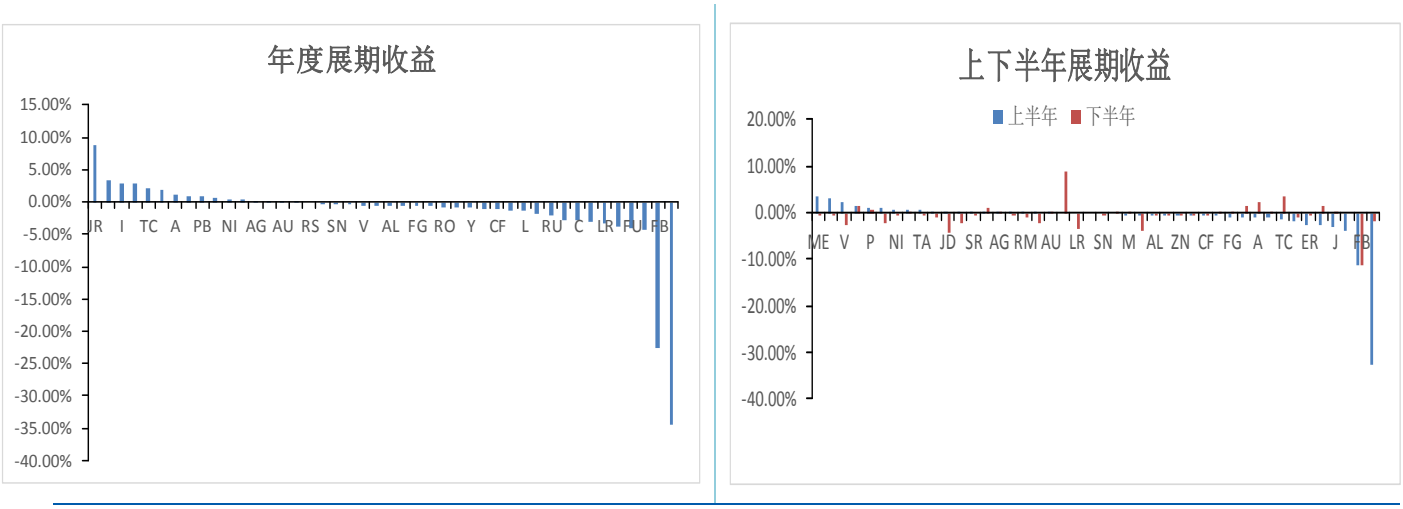
第2章 Alpha 策略

2.1. 南华各品种指数展期收益分析

期货指数跟踪不同于股票指数跟踪的一点是期货合约有到期日，到期的合约必须交割完成，所以为了便于期货指数的跟踪，持有的期货合约要不断地展期。无论投机还是套保，都存在展期时点选择的问题。展期时点选择的不同会导致最终收益的不同，故优化展期时点的选择是我们获取超额 alpha 收益的主要来源。

2016 年展期收益为负的品种个数略多于展期收益为正的品种个数，且负展期收益的绝对值高于正展期收益的绝对值。在展期收益为正的品种中，有粳稻、甲醇、铁矿石、强麦、动力煤、棕榈油、大豆等，其中粳稻正展期收益最显著。展期收益为负的品种有胶板、纤维板、线材、鸡蛋、焦炭、玉米等，其中胶板的负展期收益最显著。展期收益本质上反映的是品种的期限结构，2016 年全年各品种上下半年的期限结构并不是一致的，其中甲醇、棕榈油等品种的展期收益上半年为负，下半年逐渐转正；相反，菜籽粕、线材等品种则表现为上半年为正，下半年为负的情况。而沪金、PTA 等全年展期收益保持为正，沪铜、沪锌等全年保持着负的展期收益。其他品种如大豆、聚丙烯等展期收益在一年中多次徘徊在正负水平之间，展现出较其他品种更加不稳定的期限结构变化。

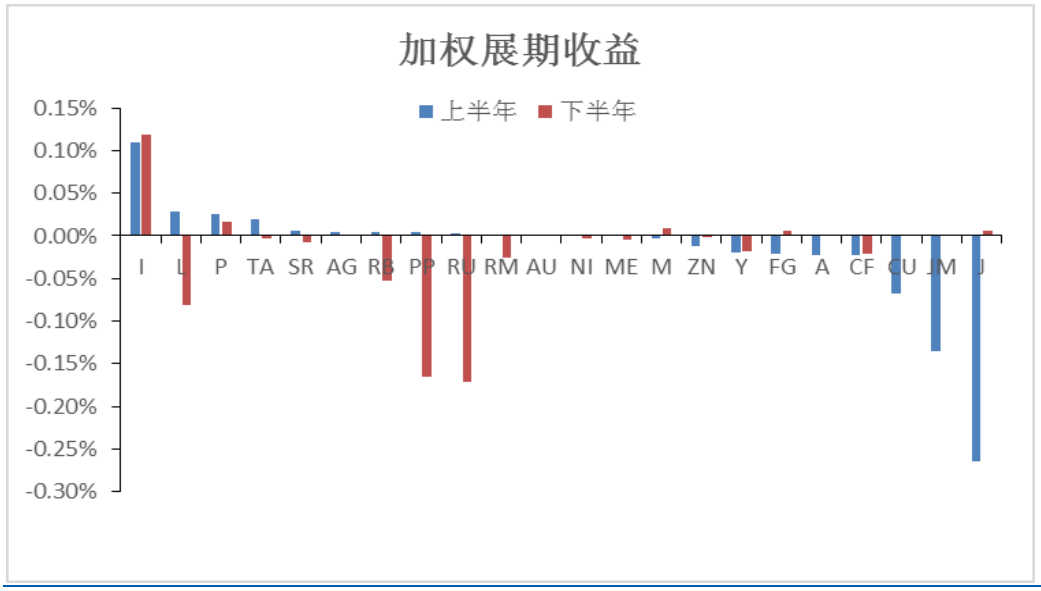
图 2.1.1：2016 年各品种年度展期收益



资料来源：南华研究　截止日期为 2016 年 12 月 15 日

南华商品指数在今年 6 月 1 日进行了权重调整，上半年和下半年各含不尽相同的 20 个 品种，每个品种都会对南华商品指数的展期收益做贡献，将每个品种的展期收益结合其当期的品种权重可以得到加权展期收益值，如下图所示：

图 2.1.2：2016 年各品种加权展期收益



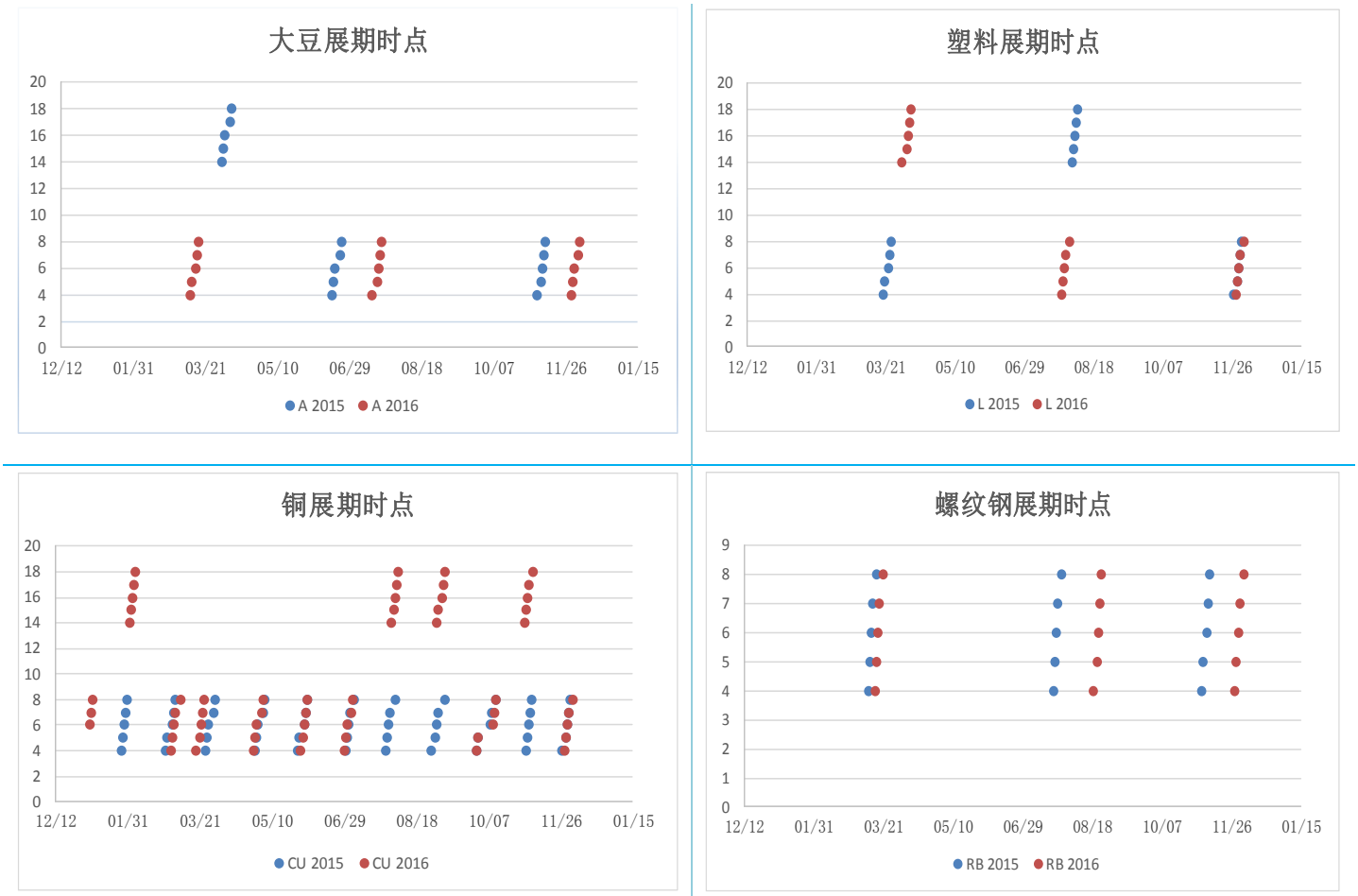
资料来源：南华研究　截止日期为 2016 年 12 月 15 日

上半年，铁矿石、塑料、棕榈油、PTA、白糖、沪银、螺纹钢、聚丙烯、橡胶、菜粕、沪金依次对南华商品指数的展期收益做了正的贡献，铁矿石贡献最大，加权展期收益约为 0.11%，且其他品种贡献值均较小；焦炭、焦煤、沪铜、棉花、大豆、玻璃、豆油、沪锌、豆粕依次对南华商品指数做出了负的展期收益贡献，焦炭贡献值最大约为 0.26%，所有品种贡献值均不大。下半年，铁矿石、棕榈油依次对南华商品指数作出了正的展期收益贡献，铁矿石最大加权贡献为约为 0.2%，甲醇和沪镍为 6 月 2 日新增品种，剔除了大豆和焦煤；橡胶、聚丙烯、塑料、螺纹钢、菜籽粕、棉花、豆油、白糖、甲醇、沪镍、PTA、沪锌依次对南华商品指数展期收益作出了负的贡献，橡胶负的最大加权贡献约为 0.17%。从 2016 年全年来看，NHCI 正的展期收益主要来自于铁矿石、棕榈油、PTA、沪银，负的展期收益主要来自于焦炭、橡胶、聚丙烯、焦煤。

2.2. 品种展期时点分析

商品市场中不同板块的品种期限结构不尽相同，例如金属品种在全年 1-12 月依次按月轮换，而农产品因其特有的季节性使得活跃合约相对固定且存续期较长，一般为 1,5,9 月合约依次为主力合约。金属合约的期限结构较为稳定，故可用其期限结构去优化展期时点来获得超额收益，而农产品的期限结构较为紊乱不利于通过期限结构来增强收益。我们以大豆、铜、塑料和螺纹钢作为代表品种来观察 2015 和 2016 年的展期时点分布（具体如下图）：

图 2. 2. 1：2016 年各品种年度展期收益



资料来源：南华研究　截止日期为 2016 年 12 月 15 日

有图可知，农产品主力合约主要存在于 1、5、9 月份，一年之中共发生了 3 次展期，不同的是 2015 年第一次展期是强制展期，2016 年的展期时点相较 2015 年靠后一个月左右；塑料在 2015 年只发生了两次展期，2016 年则发生了 3 次；铜几乎每个月都发生展期，2015 年和 2016 年的展期时点基本相近；螺纹钢在 2016 年的两次展期时点略微靠后于 2015 年。

2.3. 正/负展期收益加强指数

如 2.1 中分析，南华商品指数的 20 个品种对于 NHCI 的展期收益贡献互有正负，以加权展期收益为准。如果我们把展期收益为正的品种组合起来构建一个指数，再用相同方法构建一个负展期收益品种指数，然后将正负两个指数对冲，就得到了来自展期收益的 Alpha 收益。因 6 月 2 日进行了一次权重调整，故以 6 月 2 日为界，上下半年各组合一次。

我们以半年为一周期，把展期收益为正的品种按 NHCI 中的权重计算得到正展期收益指数，将展期收益为负的品种也按 NHCI 中的权重计算得到负展期收益指数。另外，做多正展期收益指数，做空负展期收益指数，可以得到正/负展期收益指数。另外因下半年调整了指数权重，我们也相应的调整了正负展期指数的成分商品。将正/负展期收益指数和南华商品指数分别以 1000 为初始值进行标准化对比，如下图所示：

表 2.3.1：2016 上半年 NHCI 中品种的权重和展期收益

品种	权重	正展期收益	品种	权重	负展期收益
I	7.33%	1.49%	J	8.70%	-3.04%
L	3.27%	0.89%	JM	5.16%	-2.62%
P	2.19%	1.20%	CU	11.55%	-0.58%
TA	3.39%	0.56%	CF	4.67%	-0.50%
SR	5.05%	0.10%	A	2.00%	-1.11%
AG	6.29%	0.08%	FG	2.20%	-0.93%
RB	8.63%	0.06%	Y	3.96%	-0.48%
PP	2.55%	0.18%	ZN	3.06%	-0.38%
RU	9.24%	0.04%	M	4.43%	-0.07%
RM	3.31%	0.04%			
AU	3.02%	0.04%			

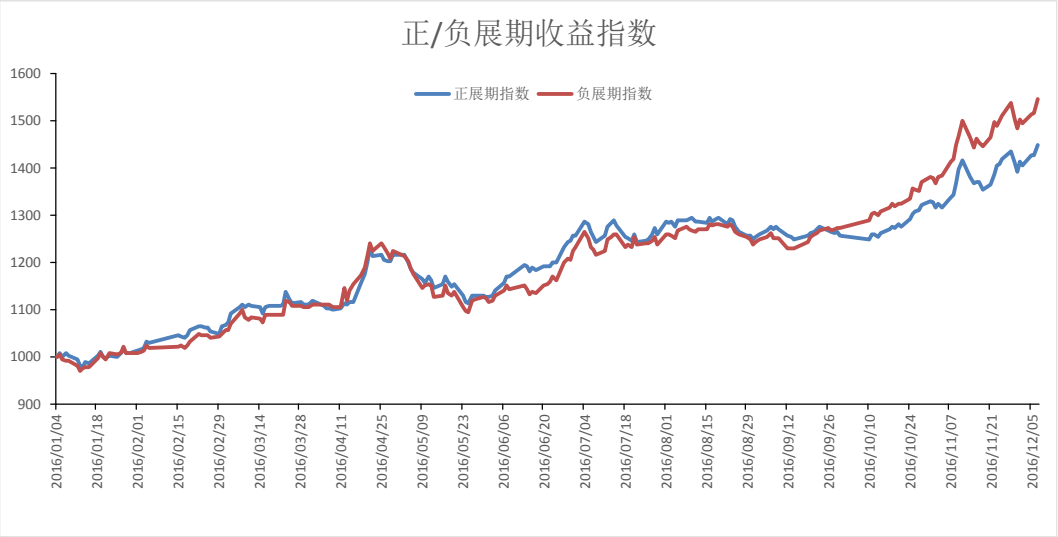
资料来源：Wind 南华研究 数据截至 2016 年 12 月 12 日

表 2.3.2：2016 下半年 NHCI 中品种的权重和展期收益

品种	权重	正展期收益	品种	权重	负展期收益
I	8.31%	1.43%	RU	8.31%	-2.06%
P	2.49%	0.69%	PP	7.71%	-2.13%
M	5.12%	0.17%	L	3.62%	-2.25%
FG	2.00%	0.30%	RB	8.74%	-0.60%
J	7.79%	0.07%	RM	2.57%	-0.97%
AU	4.07%	0.05%	CF	3.56%	-0.59%
AG	5.09%	0.03%	Y	3.85%	-0.47%
CU	12.38%	0.01%	SR	4.50%	-0.16%
			ME	2.00%	-0.26%
			NI	2.00%	-0.14%
			TA	3.78%	-0.06%
			ZN	2.11%	-0.01%

资料来源：Wind 南华研究 数据截至 2016 年 12 月 12 日

图 2.3.1：正/负展期收益指数



资料来源：南华研究

图 2.3.2：正/负展期收益指数对冲

资料来源：南华研究

由上图可以发现，今年的展期收益对冲策略并不符合市场的情况，因大宗商品探底回升，且反弹剧烈，南华商品指数年内表现出惊人的涨幅，正/负展期收益的对冲策略年底最终收得负的收益，说明在商品普涨的情况下，正展期收益的品种未必总体强于负展期收益的品种，从往年的经验来看，在南华商品总体表现不佳的情况下，正/负展期的对冲策略可以跑赢南华商品指数。总结来看，在快牛的行情下，对冲策略并不是好的选择，而在市场表现不佳的情况下对冲策略可以考虑。

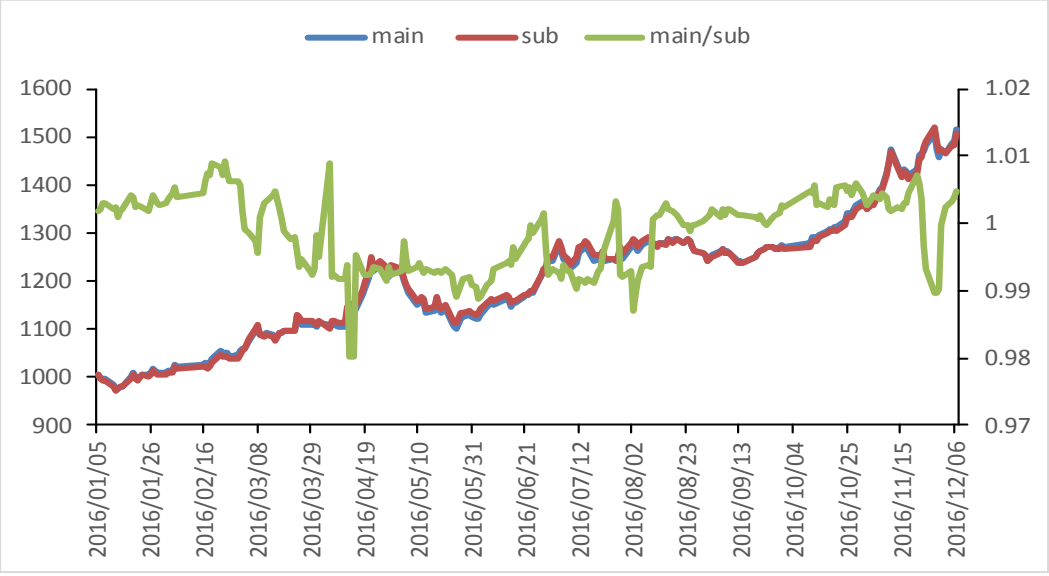
2.4. 次主力合约下的南华商品指数

南华商品指数以及单品种指数通常是由按主力合约的价格序列编制而成的，因此可以称之为主力指数。主力指数是整体商品市场价格运行态势的一个反映，但无法从中得到市场中期限结构的信息。

为了探究各品种的远近期限结构，我们在主力指数的基础上编制出次主力指数，次主力指数的合约换月完全跟随主力合约的换月规律：当主力合约符合换月展期条件时，主力合约向当时的次主力合约展期，原次主力合约往后寻找持仓最大的合约进行次主力合约的换月，如果目标合约不存在或者不符合持仓要求，那么次主力合约继续保持不变；当主力合约平稳运行，没有出现展期信号的时候，即使持仓第二大的合约有变动，次主力指数中的标的合约也保持不变。

次主力指数中的展期方式也同样为主力合约的 8 日展期方式，展期时两个合约的权重配置也与主力指数编制时相同。在此基础上，可以编制出各个品种的次主力指数，再根据每个品种的权重，就可以得到以次主力合约为基础的南华商品指数，如下图所示（以 1000 为初始基点）：

图 2.4.1：主力合约下的南华商品指数



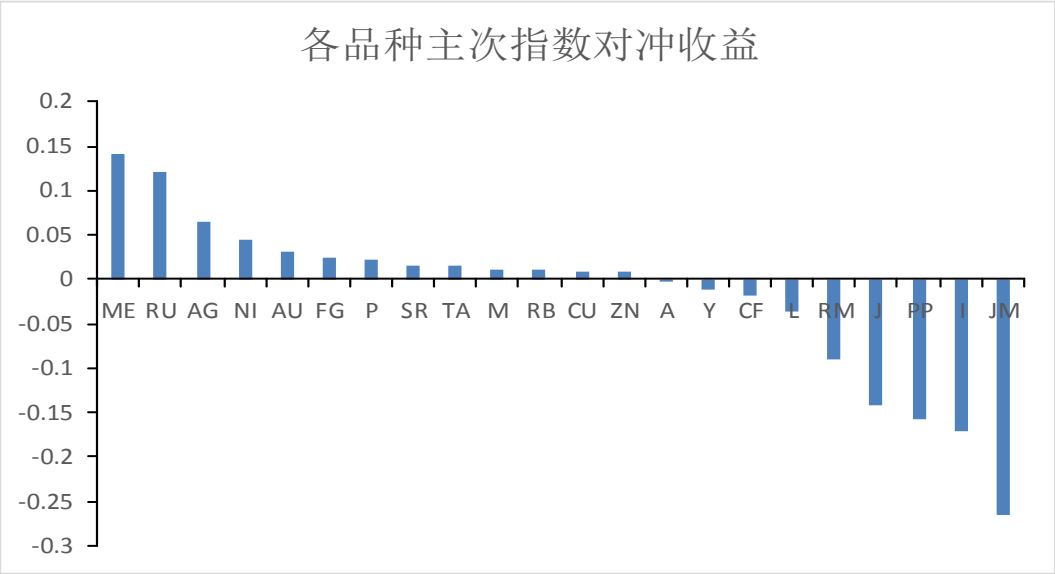
资料来源：南华研究

观察可以发现，南华商品指数和次主力指数走势基本一致，且价差基本控制在 20 点以内，表明尽管南华商品指数中 20 个品种的期限结构有明显差异，但经过多个品种的对冲分散之后，指数组合的主力和次主力指数差别很小。

2.5. 各品种主次指数收益结构

经上文分析我们知道，主力次主力指数收益的差异反映了期货的期限结构的特征，主力收益大于次主力收益表示近强远弱的格局，反之则亦然。买入较强的指数，卖出较弱的指数，可以构成一个稳定的对冲策略组合，我们对南华商品指数中的品种进行主次价差收益排名，如下图所示：

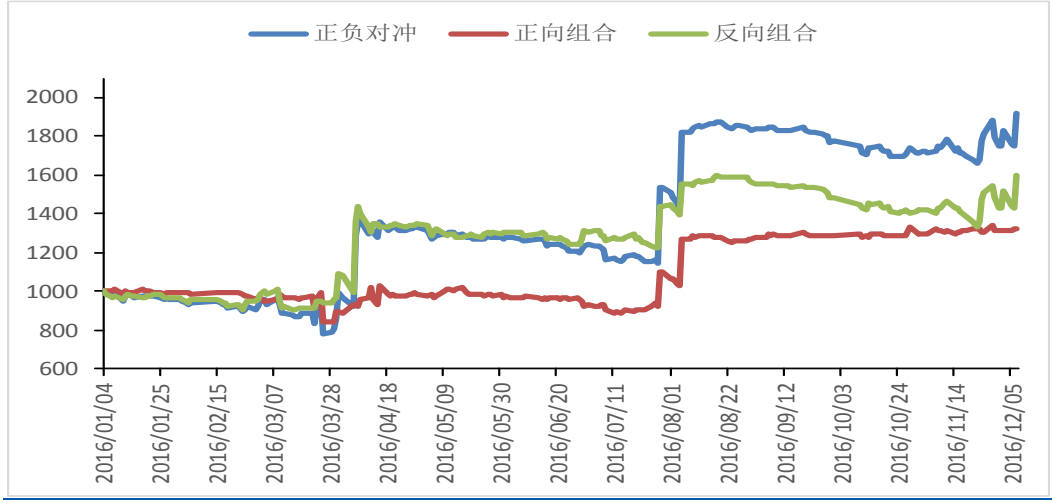
图 2.5.1：次主力合约下的南华商品指数



资料来源：南华研究

由上图可知，主力/次主力对冲后得到正收益前三名的是甲醇、橡胶和沪银，负收益前三名的是焦煤、铁矿石、聚丙烯。具体地说，我们挑出有正向收益的前三名品种，建立多主力指数空次主力指数的正向组合；挑出有反向收益的前三名品种，建立多主力指数空次主力指数的反向组合。正向组合里分别有三个头寸：甲醇主力/甲醇次主力，橡胶主力/橡胶次主力，沪银主力/沪银次主力；反向组合里也有三个头寸：焦煤主力/焦煤次主力，铁矿石主力/铁矿石次主力，聚丙烯主力/聚丙烯次主力。将正向组合和反向组合分别构建初始值为 1000 的收益指数，如图 2.5.2 所示。对冲组合的品种权重为等额权重配置。如果能够捕捉到市场中较为稳定的主力指数和次主力指数收益之间的关系，就可以通过一定的办法获得 Alpha 收益。

图 2. 5. 2：正向组合指数与反向组合指数

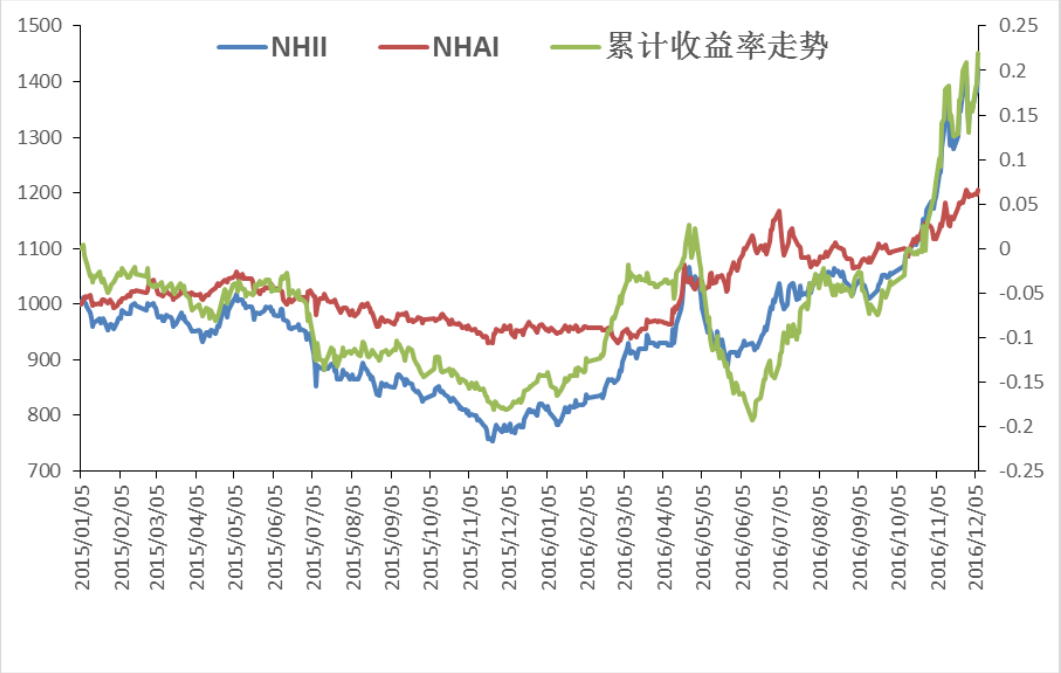


资料来源：南华研究

第3章　策略指数的跟踪情况

3.1. CPI－PPI 对冲策略

图 3. 1. 1：多南华工业品指数空南华农产品指数累计收益率情况

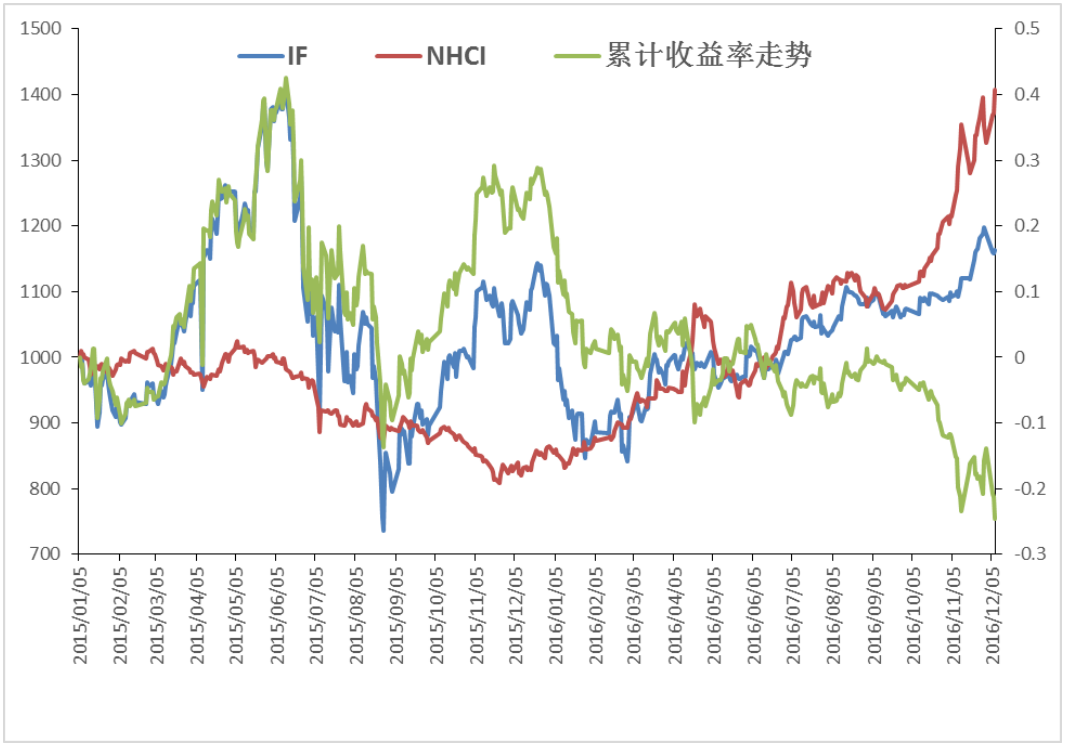


资料来源：南华研究

因为 CPI 主要由农产品构成，PPI 主要由工业品构成，所以南华农产品指数和南华工业品指数是两者在期货市场最接近的替代指数。我们通过做多农产品空工业品来达到做多 CPI 空 PPI 的目的。农产品相对于供给缺乏弹性，而工业品对宏观经济更加敏感，波动也较大。去年，中国经济下行明显，较敏感的工业品也随着下跌，而农产品供给变化不大，消费需求与往年相比也较为稳定。因此 15 年适合做多农产品空工业品的策略。今年，黑色走势在去产能的号角下首先反弹，拉动工业品指数上涨，工业品表现明显抢于农产品。因此今年采用做多工业品空农产品将收获颇丰。明年经济好转，PPI 和 CPI 都将上涨，受房地产投资惯性使然，预计 PPI 在上半年表现依然好于 CPI，仍就维持做多工业品空农产品的策略。

3.2. 股指·商品对冲策略

图 3.2.1：多股指空商品累计收益率情况

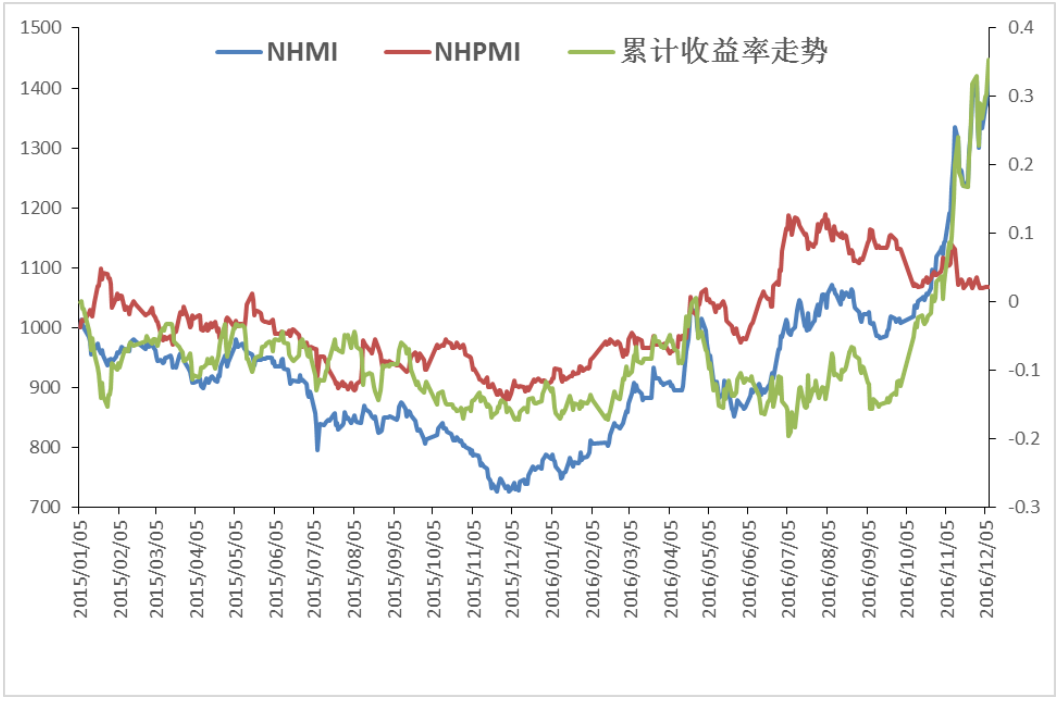


资料来源：南华研究

2015 年对投资者而言是难忘的一年。中国股市遭受大地震，改革牛到杠杆疯牛，千只股票涨停，后又跌停，国家出手救市，再到熔断，15 年的股市经历了过山车的变化。而反观 15 年的商品市场，由于经济下行的压力而跌跌不休。因此，反映在图形上，累积收益率走势也随着股灾大起大落，波动过大，15 年并不适合做多股指空商品或多商品空股指的策略。随着国家供给侧改革的坚决实施，商品于去年年底开始触底反弹，并开启了 16 年的上涨行情。这一年的股市也从股灾中慢慢恢复，逐步走高，不过毕竟伤痛犹在，年末又遭遇保监会对险资的严厉监管，脚步并未放开。因此，做多商品空股指的策略是较为理想的策略。明年，依然看好大宗商品市场，同时由于房地产受到严厉调控，股市仍处于严厉监管阶段。预计 17 年半年商品行情仍会延续，可以继续持有做多商品空股指的策略。

3.3. 基金属·贵金属对冲策略

图 3.3.1：多基金属空贵金属累计收益率情况



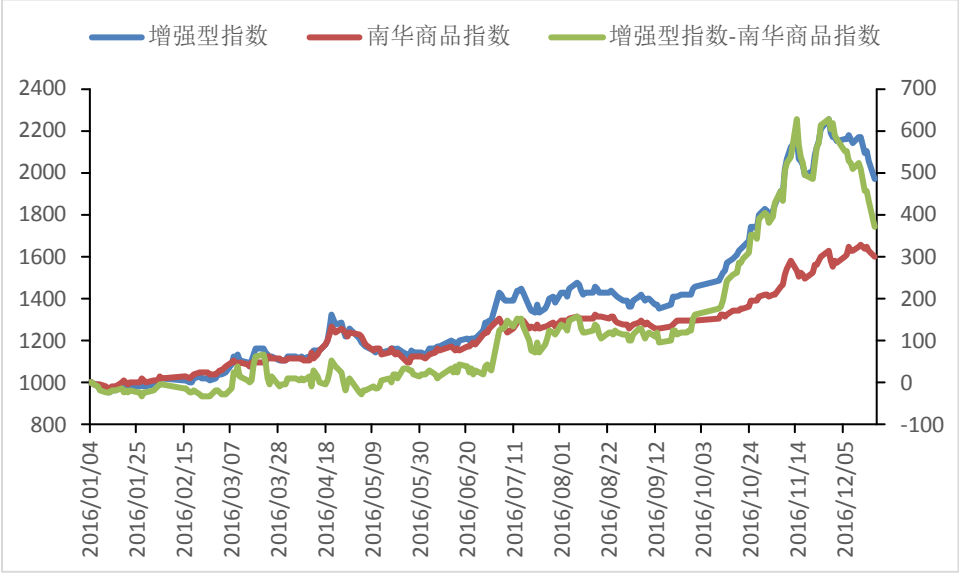
资料来源：南华研究

2015 年全球经济增长疲软，各大央行实施宽货币政策，利率下降，大水漫灌。此阶段，债券市场火热，作为避险资产的黄金差强人意，但表现仍然优于基本商品，因为基本商品对宏观经济更加敏感，下跌行情明显。16 年供给侧改革开启，基本金属价格止跌回升，贵金属在黑天鹅事件中也有尚佳表现，不过“达摩克利斯之剑”——美元加息依然高悬于上，基本面没有大的改观。2015 年做多贵金属空基本金属是个不错选择，2016 年更应该做多基本金属空贵金属的策略。随着明年经济有所改善，不过黑天鹅事件仍然频发，看好明年基本金属和贵金属，因此不建议在上半年做此策略。

3.4. 增强型指数策略

2016 是大宗商品市场王者归来的一年，大多数商品出现大幅上涨行情。这源于国家实施的供给侧改革和去产能政策，后又遭遇交易所的打压，在这种大起大落的行情，增强型指数能及时调整仓位，表现往往优于南华商品指数。

图 3.4.1：南华商品指数与增强型指数比较



资料来源：南华研究

以上是增强型指数与南华商品指数的历史对比，时间从 2016 年 1 月 4 日到 2016 年 12 月 19 日。长期看，增强型指数与南华商品指数的差值累计上涨。

第4章　国内商品指数化投资的发展现状

4.1. 政策指引

出于①引入机构投资者参与商品期货市场投资，改善投资者结构；②使广大投资者可以借助基金的专业管理参与商品期货投资，拓宽基金业发展空间，推动多层次资本市场体系建设；③满足投资者多样化资产配置投资需求，分散投资风险；④增强证券经营机构服务投资者和实体经济的能力的目的，证监会于 2014 年 12 月发布了《公开募集证券投资基金运作指引第 1 号——商品期货交易型开放式基金指引》。指引共 11 条，对商品期货 ETF 的定义、投资范围、风险控制、相关主体责任、监管要求等内容进行了规范。

其中，《指引》第二条，明确了商品 ETF 的定义：商品期货 ETF 是指以持有经中国证监会依法批准设立的商品期货交易所挂盘交易的商品期货合约为主要策略，以跟踪商品期货价格或价格指数为目标，使用商品期货合约组合或基金合同约定的方式进行申购赎回，并在证券交易所上市交易的开放式基金。

为了保证商品 ETF 风格清晰、稳定，《指引》第三条规定商品期货 ETF 所持有商品期货合约的价值合计（买入、卖出轧差计算）不低于基金资产净值的 90%、不高于基金资产净值的 110%。同时，将除支付商品期货合约保证金以外的至少 80%的基金财产投资于货币市场工具，可在保证基金的绝大部分风险暴露来源于商品期货市场的前提下，进行现金资产管理。

《指引》在加强风险控制方面，也有具体规范。为与实物商品区别，《指引》第三条第四款规定，商品期货 ETF 不得办理实物商品的交割业务。此外，由于商品期货合约采用保证金交易，可以进行卖空或放大杠杆操作，为控制有关风险，保持商品期货 ETF 风格稳定，《指引》第三条第一款在控制杠杆的同时，第二款还规定，商品期货 ETF 持有卖出商品期货合约只能用于风险管理或提高资产配置效率，防止投机行为。

《指引》第四条，充分信息披露和风险揭示。商品期货 ETF 的基金名称应当表明基金类别和特征，基金应当在季度报告、半年度报告、年度报告等定期报告和招募说明书（更新）等文件中披露商品期货交易情况，包括投资政策、持仓情况、损益情况、风险指标等，并在销售文件中充分揭示相关风险。

第五、六条，强化相关主体责任。基金管理人应当与相关各方认真制定商品期货 ETF 产品方案，明确认购、申购、赎回、上市交易、投资管理、估值核算、信息披露等环节的运作机制、业务流程和管理制度，做好相关技术准备，有效防范投资运作风险，确保基金平稳安全运行。产品方案应当经证券交易所、商品期货交易所、证券登记结算机构等论证通过并出具意见。基金管理人和基金托管人应当根据相关规定，确定商品期货 ETF 的资产保管、交易执行、清算交收、数据传送等业务中的权利和义务，建立资产安全保障机制。基金托管人应当加强对商品期货 ETF 的监督核查，切实保护基金持有人的合法权益。

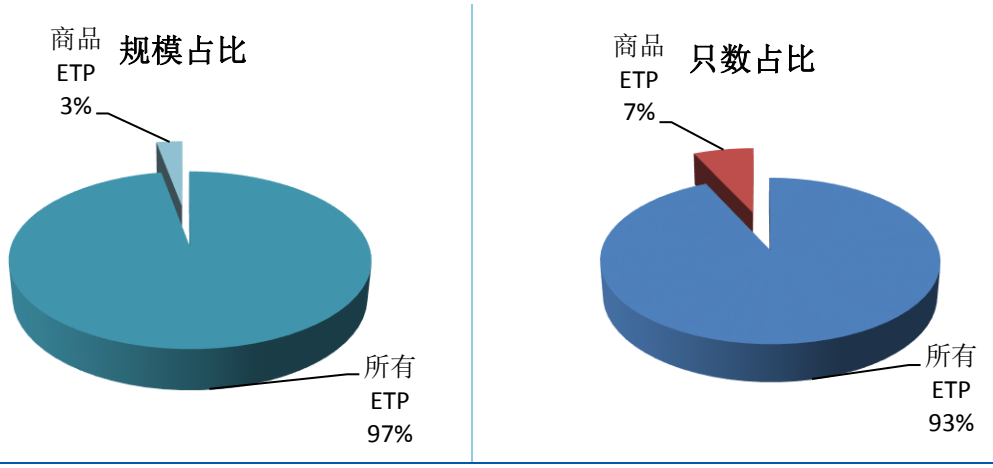
第八、九、十条则是关于商品期货 ETF 联接基金和其他跟踪商品期货价格或价格指数的商品期货基金的的规范。规定了商品期货 ETF 联接基金财产中，目标商品期货 ETF 的比例不得低于基金资产净值的 90%。除商品期货 ETF 以外的其他跟踪商品期货价格或价格指数的商品期货基金参照本指引执行。创新型商品期货基金（如杠杆、反向型基金等）则由中国证监会另行规定。

4.2. 商品指数产品发行状况

目前商品指数产品在国际市场上十分活跃。以商品 ETF（交易所交易基金）为例，据 Bloomberg 资料显示，截至 2016 年 3 月，全球商品 ETF 的数量达到 894 只，资产管理规模达到 1211 亿美元，规模占全球 ETF 的 4.1%，贵金属尤其是黄金 ETF 规模占到全球商品 ETF 总规模的一半以上。北美和欧洲在商品指数 ETF 数量和规模上均领先于其他地区。

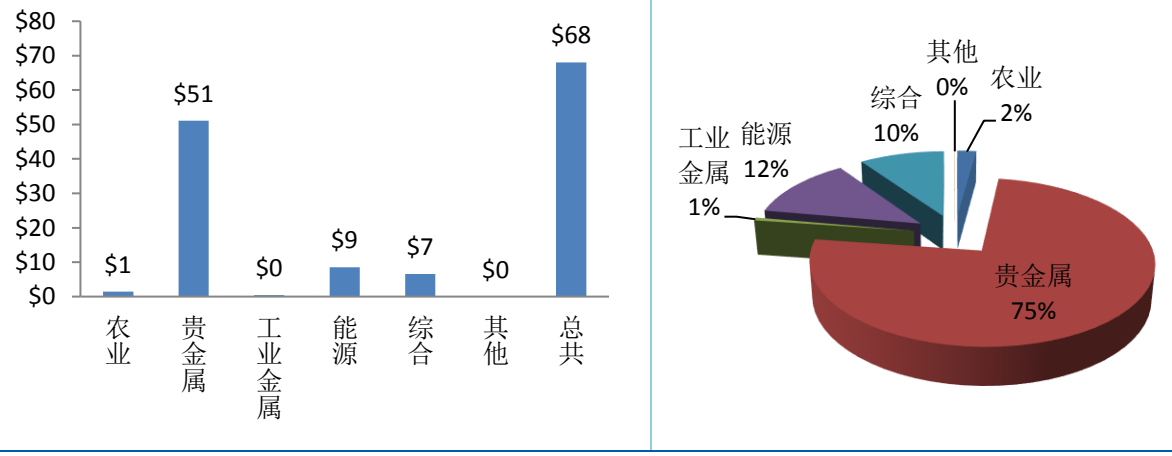
以美国市场为例，在美国发行的商品指数 ETP（交易所交易产品）截至目前约有 143 只，所持有的资产总量约为 680 亿美元。

图 4. 2. 1：美国市场发行的指数 ETP 中商品指数 ETP 规模和只数占比



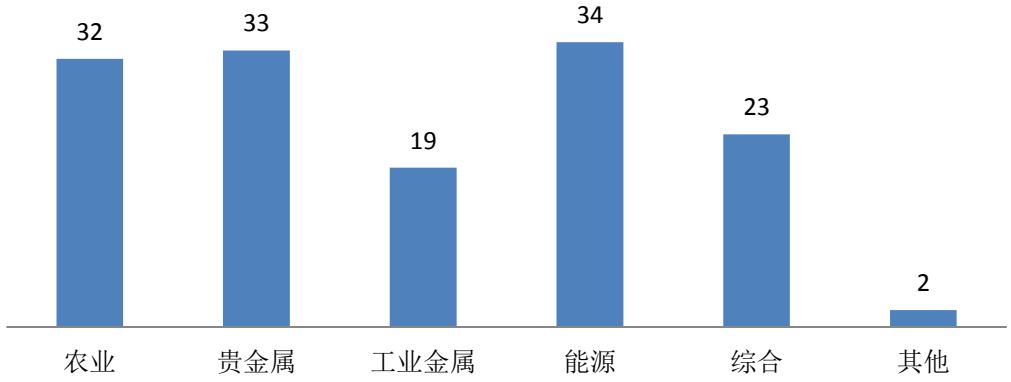
资料来源：ETFDB 南华研究 截止日期为 2016 年 11 月

图 4. 2. 2：以各个分类指数为标的的美国市场商品指数 ETP 资产规模（单位：百万）和占比



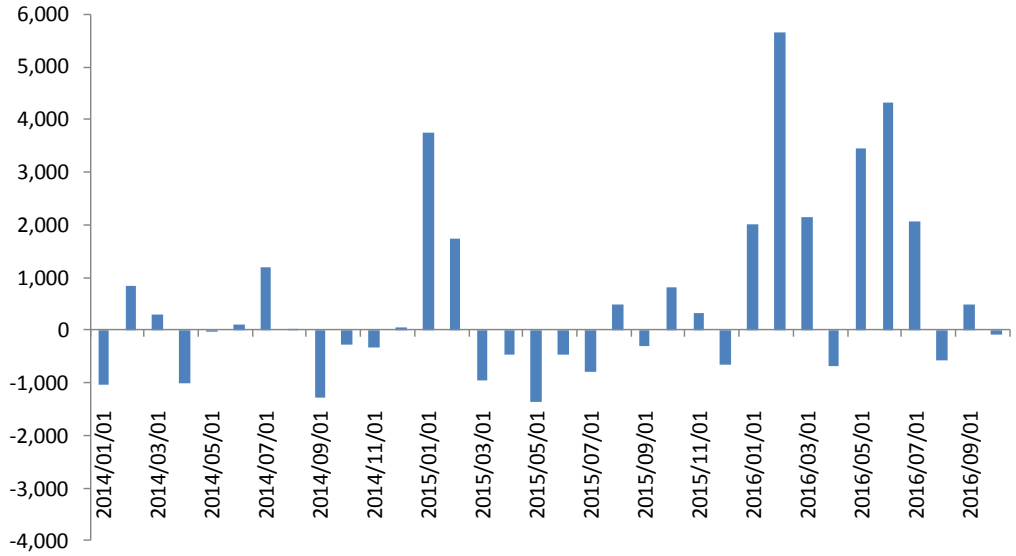
资料来源：ETFDB 南华研究 截止日期为 2016 年 11 月

图 4. 2. 3：美国市场各分类指数 ETP 只数统计



资料来源：ETFDB　南华研究 数据截至 2016 年 11 月

图 4. 2. 4：美国市场发行的 ETF 总规模每月增减（单位：百万美元）



资料来源：　www.ici.org　南华研究

截至 2016 年 8 月 5 日，国内共有商品指数基金 17 只，分别为 4 只黄金 ETF 及其联接基金（共计 9 只）、国投瑞银白银期货基金（LOF）、7 只商品型 QDII 基金，数量占所有基金的 0.55%。截至 2016 年 11 月 11 日，国内市场上共有 24 只基金在在证监会排队等待上市。其中上期所有 20 只，投资标的分别为黄金、白银、铜和有色金属指数；大商所共有 3 只，其中农产品指数 2 只、铁矿石 1 只；而郑商所只有 1 只，为农产品指数基金。

4.3. 金属指数基金跟踪情况

除了跟踪南华商品指数，我们还跟踪了分类指数金属指数。金属指数基金的初始资金也为 1000 万，手续费按实盘手续费计算。历史累计手续费约为 30 万，累计跟踪误差为 2.43%。2016 年累计手续费为 7 万，累计跟踪误差为 1.68%。

图 4.3.1：金属指数基金历史及年内走势

资料来源：南华研究　截止日期为 2016 年 12 月 15 日

在被动基金的跟踪过程中，我们发现取整误差主要发生在展期过程中，并且取整误差还会经资金杠杆放大。尽管如此，相对于杠杆小于 1 的价格指数基金来说，无杠杆的收益率指数基金有着能避免跟踪误差过大的天然优势。

第5章　2017 年商品指数走势展望

5.1. 关于大宗商品走势的预判

5.1.1. 今年上涨的主要原因：供给侧改革叠加人民币贬值

（1）国内：供给减少，需求小幅提高，人民币贬值

今年大宗商品的火爆行情与国家推行的供给侧改革密不可分。2015 年 12 月，国务院中央经济工作会就提出去产能、去库存、去杠杆、降成本、补短板。16 年 1 月，中国煤炭工业协会提出将行业 330 工作日压缩为 276 工作日，压缩产能 16%，开启黑色上涨行情，引领大宗商品市场上涨。

在需求端，房地产去库存的背景下，各地分化严重，一二线城市房地产市场火爆，三四线城市乏力，但投资增速较往年有很大提高。需求小幅提高，PPI 上扬，对大宗商品价格给予了有力支撑。

此外，汇率市场也备受瞩目。由于当前美国经济正在复苏，而作为第二大的经济体中国下行压力陡增，加上我国实施宽松的货币政策，人民币汇率出现大幅贬值。人民币贬值也推升了国内资产名义价格。

（2）国外：有色、原油和黄金上涨

黄金：在喊了多次“狼来了”的背景上，叠加今年黑天鹅事件频出，如英国脱欧、特朗普上台、朴槿惠被弹劾、意大利修宪公投等。这给本来就增长乏力的全球经济雪上加霜。黄金、白银等避险商品有所上涨。

有色：由于供应短缺，锌、铅、铝从去年 11 月份开始上涨，一直贯穿今年，镍和铜起步较晚，分别于 6 月、10 月开始上涨。

原油：原油在今年筑底反弹，伴随着今年一系列冻产会议，经历了谈判、失败、再谈判、再失败……一波三折，油价跌跌撞撞向上爬，最终在维也纳会议产油国达成广泛的一致。

5.1.2. 明年观点：上涨动力减弱，商品走势分化

（1）供给压缩的力度是否会像今年一样？明年供给提高的可能性较大

今年在供给端的去产能，确实是雷厉风行，表明了高层的决心，不过行政去产能也存在一定的问题，容易过犹不及，例如煤炭行业去产能过快，从市场的反映来看，煤炭价格过快上涨，带动黑色系普涨，期间虽经交易所打压，仍面不改色。目前煤炭行业制定了长协定价，预计明年煤炭供给紧张的情况将有所缓和。

（2）需求方面，房地产投资将下滑，基建投资可能会增加

今年的房地产市场出现了冷热不均的现象，一二线城市房价上涨过快，政府出台一系列限购等调控政策，抑制投资需求过快增长，明年房地产投资将会减速，对经济的拉动力也会减弱。为了保证未来经济呈“L”形态，预计明年增速不会大幅下降，基建投资可能会加码，从而对房地产的增速形成对冲，不过在一定程度上还要看民间投资是否进入 PPP。

（3）商品走势将出现分化，有些品种将下跌，不会像今年一样全部上涨

去年 11 月份下旬，大宗商品开始触底反弹，整个今年保持上涨节奏。但是到了明年，由于品种各自基本面的不同，商品走势将出现分化，一些品种仍会上升，而一些品种将会掉头下跌。

（4）原油上涨空间有限，基本在 50-60 美金左右，继续上涨将导致产量提高

根据维也纳会议达成的协议，从 17 年 1 月开始，OPEC 减产 120 万桶/天，实现目标 3250 万桶/天。非 OPEC 国家减产 60 万桶/天。倘若各方严格执行，明年一季度就会进入库存状态，利多油价。然而油价并非因此一飞冲天，受美国页岩油供应的掣肘，预计油价基本在 50-60 美元左右，上涨空间有限。

5.1.3. 关于大宗商品走势的预判

品种		走势	波动性预测	逻辑
农产品	白糖	中性偏弱	增加	供需缺口收窄
	棉花	看涨	增加	供需缺口持续，全球棉花处于去库存周期中，国内承受抛储压力
	豆粕	中性偏弱	增加	全球大豆连续四年增产，国内能繁母猪存栏未能有效反弹
	豆油	看涨	平稳	需求增加拉动国内采购热情，豆粕中期利空迫使油厂挺油卖粕
能化产品	原油	看涨	平稳	供给收缩将加速推动原油市场向平衡过渡
	橡胶	看涨	平稳	供需格局持续好转，叠加人民币贬值，此外天胶价格低于合成胶或是牛市的开始
	PTA	中性偏强	增加	原油上涨带动成本端抬升，下游聚酯需求持续好转，供需面没有较大矛盾
黑色建材	螺纹钢	中性偏强	增加	上半年需求平稳，去产能和环保限产继续发力，库存偏低；下半年需求走弱
	焦炭	看涨	增加	供给侧改革持续，需求端偏稳运行，低库存助涨抑跌
	铁矿石	中性偏弱	增加	上半年需求旺季和发运淡季，供求平衡；下半年矿山增产、发运旺季；全年过剩约 2000-3000 万吨。
有色金属	铜	中性偏强	增加	未来铜矿产量增速或将明显低于消费增速，铜价可能进入上行周期
	铝	中性偏弱	平稳	明年沪铝严重过剩，库存高企，但商业收储对价格有一定支撑
贵金属	黄金	中性偏强	增加	特朗普政策存在矛盾，人民币贬值，外储流失严重，未来政府可能收紧黄金进口

5.2. 关于商品指数走势展望

鉴于供给侧改革依旧是 2017 年的主旋律，预计综合指数将继续走高。农产品指数重心上移，主要受白糖、棉花、豆粕等品种的看涨预期，波动性增加；能化指数走势上扬，供需矛盾相对温和，波动性较平稳；工业品指数中，成分品种走势分化严重，其中黑色系继续走强，供给侧改革将继续支撑商品价格，指数走势偏强，波动性增加；金属指数中，多空不一，整体看将以震荡走强为主；贵金属指数预计会受特朗普政策影响较大，叠加黑天鹅事件，黄金预期偏强，波动加大。

南华期货分支机构

萧山营业部
杭州市萧山区金城路 429 号、431 号天汇园一幢 2 单元 301 室、302 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：0576-88200279

温州营业部
温州市府路新益大厦 1 幢 1401 室
电话：0577- 89971820

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 709 室
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
四川省成都市锦江区东大街紫东楼段 35 号明宇金融广场 13 层 1304A 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：0931-8805310

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

哈尔滨营业部
哈尔滨市香坊区中山路 93 号 201、801、804、811 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 802
电话：022-88371079

上海分公司
中国（上海）自由贸易试验区松林路 300 号 1701 室
电话：02150431979

上海世纪大道营业部
上海市浦东新区世纪大道 1589 号长泰国际金融大厦 26 层
电话：021-68400692

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
广州市天河区天河北路 28 号时代广场东座 717 房、718 房
电话：020-38809869

芜湖营业部
芜湖市镜湖区伟星时代金融中心 1003、1004、1005 室
电话：0553-3880211

重庆营业部
重庆市江北区建新南路 1 号 20-2 、20-3
电话：023-62611626

北京营业部
北京市西城区宣武门外大街 28 号 2 幢 B801、B802、B608、B609 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 2501 室
电话：0351-2118001

余姚营业部
余姚市舜达西路 285 号中塑商务中心 3 号楼 1601、1602 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

海宁营业部
海宁市钱江西路 238 号广隆财富中心 301、302、312、313 室
电话：0573-80703002

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（魏瑶电话）

永康营业部
永康市丽州中路 63 号 11 楼
电话：0579-89292777

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 2104-2107 室
电话：0592-2120366

齐齐哈尔营业部
黑龙江省齐齐哈尔市龙沙区迈特广场 15 层 1 号、2 号
电话：0452-5883883

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

免责申明

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。