



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

助理研究员:

张思仪
0571-89729259
zhangsiyi@nawaa.com

高川
0571-87839263
gaochuan@nawaa.com

繁华落尽转成空

摘要

- 2018 年商品指数呈宽幅震荡走势，截至 12 月 14 日，收于 1354.46，较 2017 年末下跌约 3.73%。指数走势主要分为三个阶段，第一阶段年初至 3 月 23 号，由于中美贸易摩擦，钢材库存高位等原因，工业品大跌，农产品表现较好，整体南华商品指数下跌较多；第二阶段 3 月 26 号至 10 月 12 日，南华指数稳步上涨；第三阶段 10 月 13 日至今，原油的下跌带动了整个能化板块的下跌，环保限产放松，加之对房地产的担忧，黑色系市场也大跌，第三阶段南华商品指数暴跌。2018 年我国期货市场单边累计成交金额（年化）为 209.72 万亿元，同比增加 11.61%。
- 我们选取了沪深 300 指数、恒生综指、中证全债、中证基金、标普高盛商品指数等具有代表性的资本市场指数，观察他们与南华商品指数的相关性，发现他们与南华商品指数的相关性均较低，投资南华商品指数能够较好的分散风险。
- 2018 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。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%。目前权重占比前三的品种为螺纹钢、铜、原油。
- 2018 年多沪深 300 指数空南华商品指数，多农产品指数空工业品指数，多贵金属指数空基本金属指数均表现不佳。这说明了做对冲策略时择时很重要，如果在中间的低点进去收益尚可。南华增强型指数长期来看是由于南华商品指数的，回撤和收益均相对较好，但 2018 年表现平平。展望 2019 年，我们主要推荐多贵金属空基本金属的策略。其余 2 个对冲策略相对来说较难操作，需要选择好时机。
- 2018 年南华指数宽幅震荡，2019 年商品市场或迎来熊市。展望 2019 年，国内经济下行压力较大，房地产市场不容乐观，预计南华商品指数大概率下跌，其余分类指数能化指数，黑色指数，有色指数，工业品指数均将下跌；农产品指数上半年震荡偏弱，但下半年或将迎来转机；贵金属指数大概率上涨。

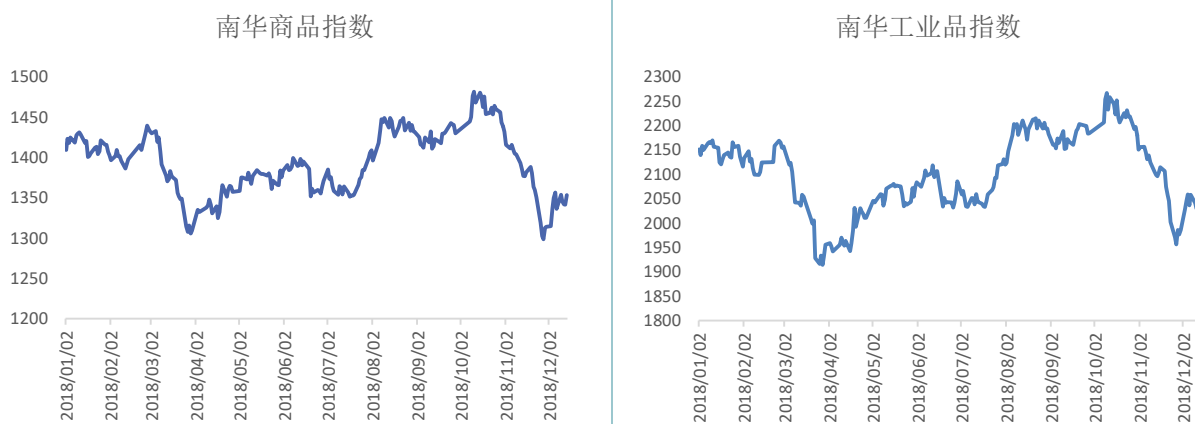
目录

第 1 章	南华商品指数运行情况.....	3
1.1	年内走势回顾.....	3
1.2	南华商品指数的收益和波动.....	5
1.3	南华单品种指数收益及波动分析.....	5
1.4	成交、持仓.....	7
1.5	板块指数比较.....	10
1.6	与其他市场指数比较.....	12
第 2 章	南华商品指数的权重.....	14
2.1	南华商品指数定期权重调整.....	14
第 3 章	策略指数的跟踪情况.....	16
3.1	策略介绍.....	16
3.2	多沪深 300 指数空南华商品指数.....	17
3.3	多南华农产品指数空南华工业品指数.....	18
3.4	多南华贵金属指数空南华基本金属指数.....	18
3.5	南华商品指数增强型指数.....	19
第 4 章	总结与展望.....	21
	南华期货分支机构.....	23
	免责声明.....	25

第1章 南华商品指数运行情况

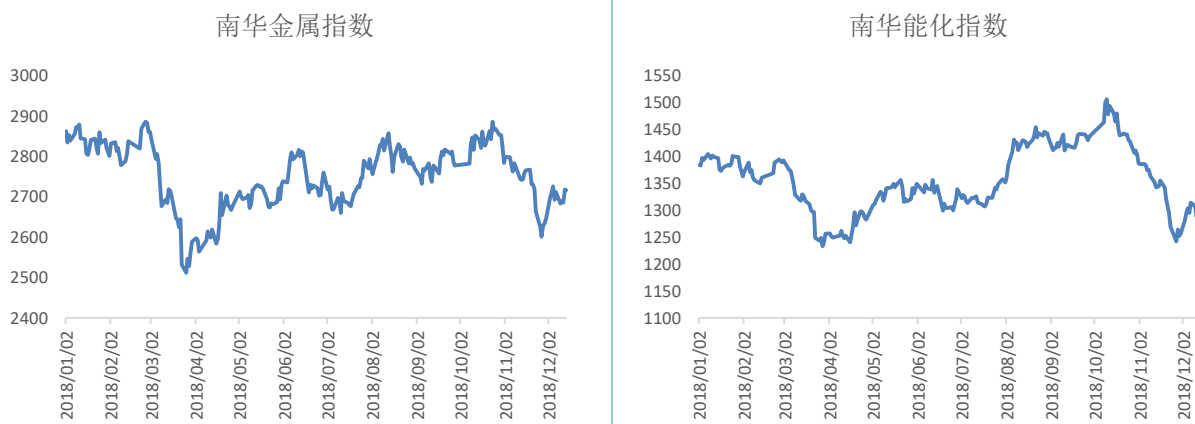
1.1 年内走势回顾

图 1.1.1：南华商品指数、工业品指数走势



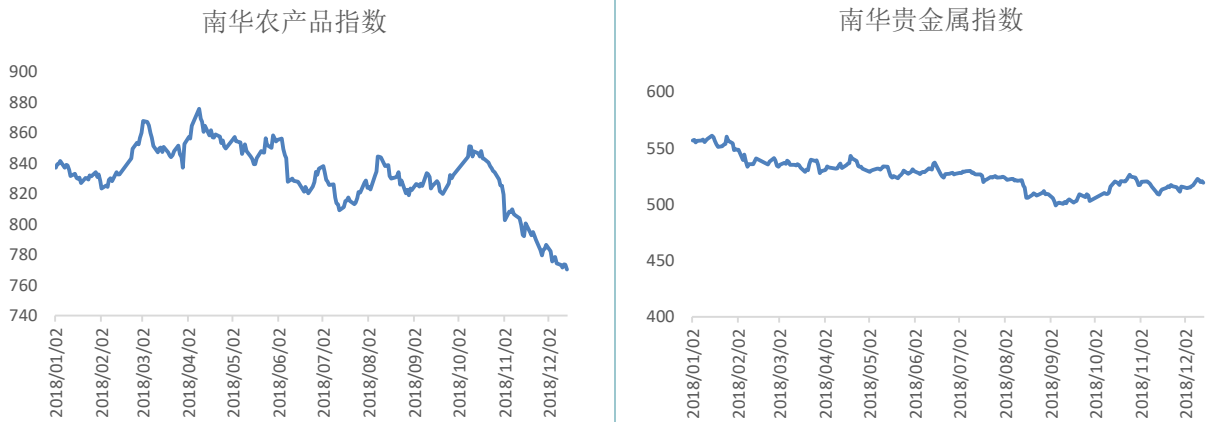
资料来源：南华研究 数据截至 2018 年 12 月 14 日

图 1.1.2：金属指数（基本金属）、能化指数走势



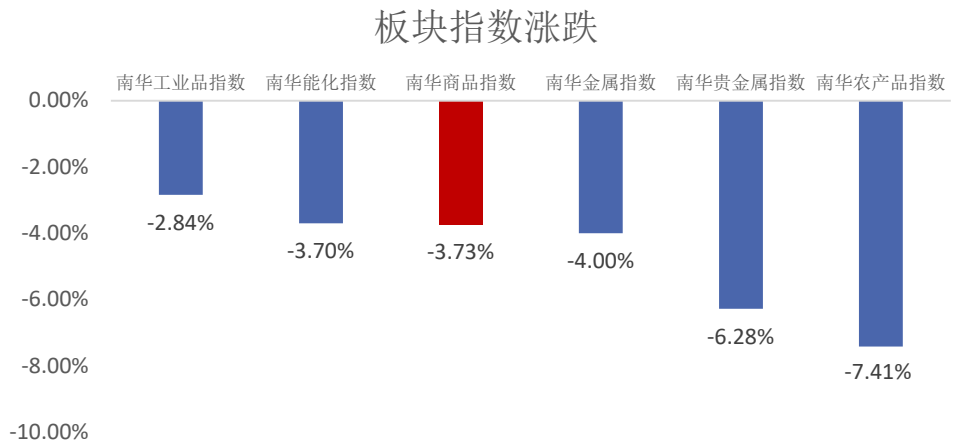
资料来源：南华研究 数据截至 2018 年 12 月 14 日

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 2018 年 12 月 14 日

图 1.1.4：板块指数年内涨跌



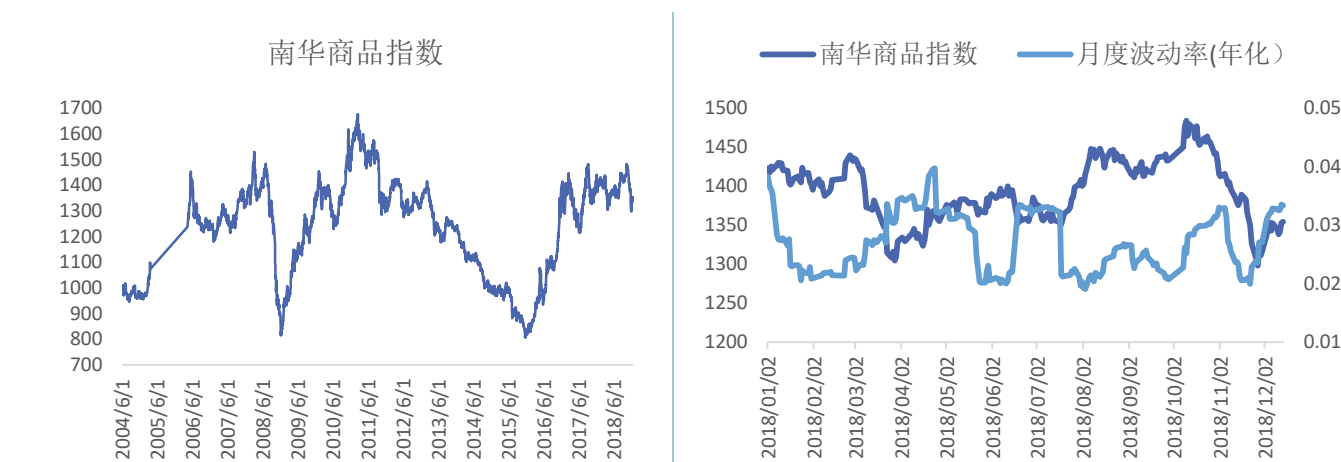
资料来源：南华研究 数据截止日期为 2018 年 12 月 14 日

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相似，而南华农产品指数、贵金属指数的走势则独具特点。

从各个指数的涨跌来看，南华商品指数和各分类指数与年初相比均有所下跌，以跌幅排序：南华农产品指数>南华贵金属指数>南华金属指数>南华商品指数>南华能化指数>南华工业品指数。

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、2018 年走势



资料来源：南华研究 数据截至 2018 年 12 月 14 日

2018 年南华商品指数整体波动较大，趋势持续的时间较短。具体来看：4-10 月总体震荡上扬，3 月和 11 月快速下跌。2017 年底的指数值为 1407.05，截至 2018 年 12 月 14 日收盘，商品指数为 1354.46 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反映。波动率若逐渐升高或者处于高位，表示当时市场价格和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正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。

1.3 南华单品种指数收益及波动分析

南华单品种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 2018 年各个单品种指数进行收益波动计算（截至 2018/12/14），涨幅最大的为苹果 51.23%、焦炭 32.71%、锰硅 28.39%、焦煤 25.85%、PTA 25.27%。其中焦炭为南华商品指数中权重较大品种。

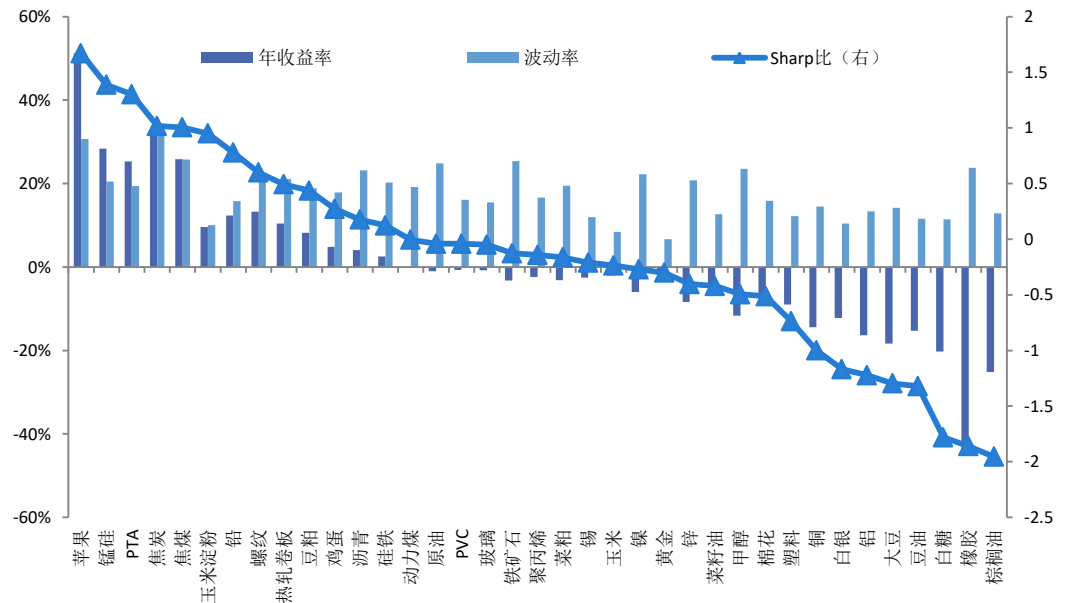
表 1.3.1：各品种收益率、波动率排序

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	收益率及排名		波动率及排名	
苹果	51.23%	1	30.68%	3	橡胶	-54.17%	45	37.06%	1
焦炭	32.71%	2	32.16%	2	焦炭	32.71%	2	32.16%	2
锰硅	28.39%	3	20.48%	15	苹果	51.23%	1	30.68%	3
焦煤	25.85%	4	25.75%	5	沥青	-12.25%	33	28.15%	4
PTA	25.27%	5	19.40%	18	焦煤	25.85%	4	25.75%	5
螺纹	13.25%	6	22.16%	12	铁矿石	-3.24%	23	25.40%	6
铅	12.30%	7	15.79%	26	原油	-1.01%	17	24.82%	7
热轧卷板	10.39%	8	21.09%	13	橡胶	-44.18%	44	23.74%	8

玉米淀粉	9.56%	9	10.07%	43	甲醇	-11.66%	31	23.55%	9
豆粕	8.23%	10	18.84%	20	沥青	4.07%	12	23.13%	10

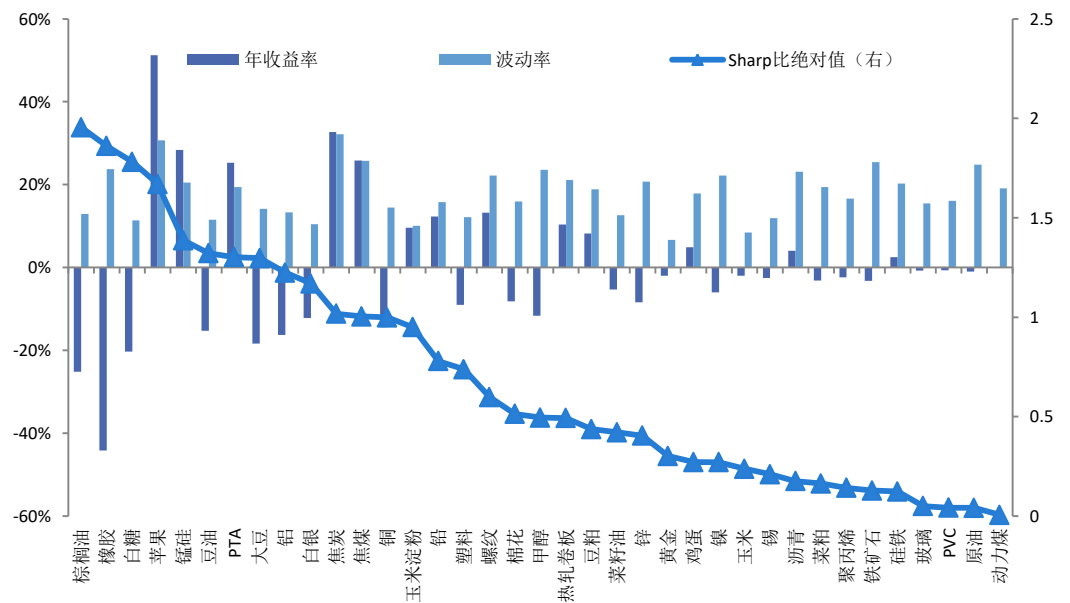
资料来源：南华研究 数据截至 2018 年 12 月 14 日

图 1.3.1：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 2018 年 12 月 14 日

图 1.3.2：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 2018 年 12 月 14 日

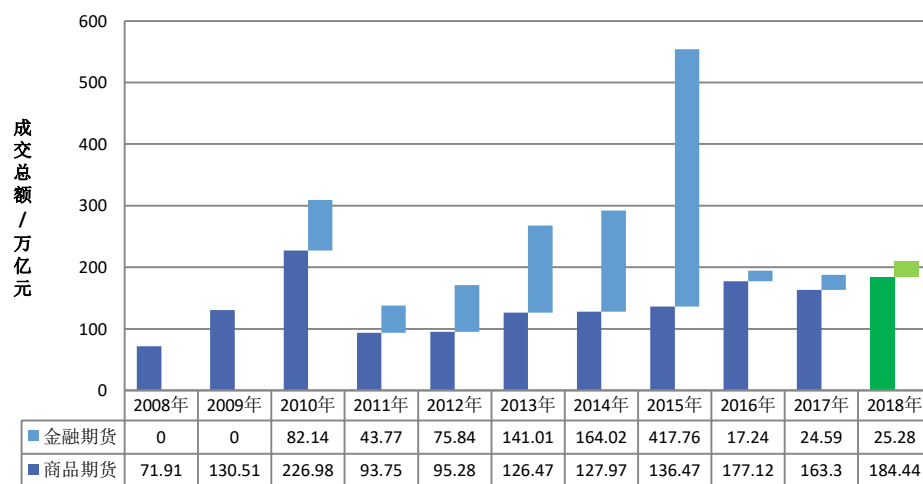
为综合考虑各品种风险和收益的特征，我们根据已经得到的年收益率和波动率计算收益风险比，即 Sharp 比，并将 Sharp 比由高到低排序，如图 1.3.1 所示。收益风险比为正的从高到低依次为，苹

果、锰硅、PTA、焦炭、焦煤、玉米淀粉等。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，棕榈油和橡胶收益也居前。这些为 2018 年操作价值较高的品种。

1.4 成交、持仓

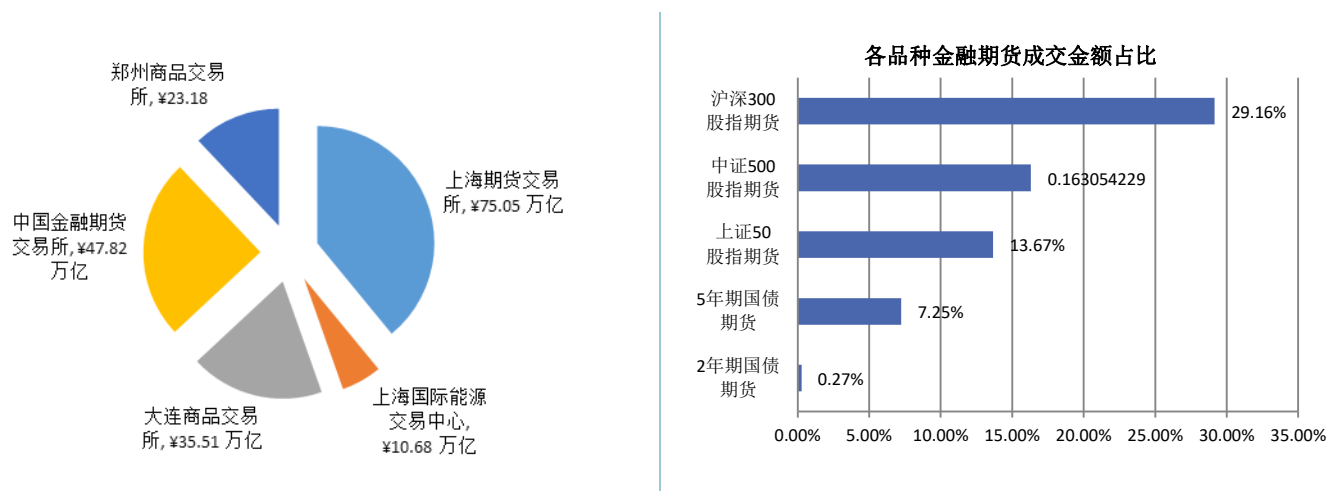
从期货市场的整体成交金额来观察我国期货市场总体的发展变化。2018 年我国期货市场单边累计成交金额约为 209.72 万亿元（单边数据，不包含期转现数据，不足一年的情况均经过年化近似处理，下文所用到的成交金额均做相同处理）。从 2017 年到 2018 年，期货市场总成交总额同比增加 11.61%。

图 1.4.1：期货市场近 10 年成交数据统计



资料来源：期货业协会、南华研究 数据截止日期为 2018 年 11 月，2018 年数据经年化处理

图 1.4.2：2018 年我国期货市场累计成交金额统计

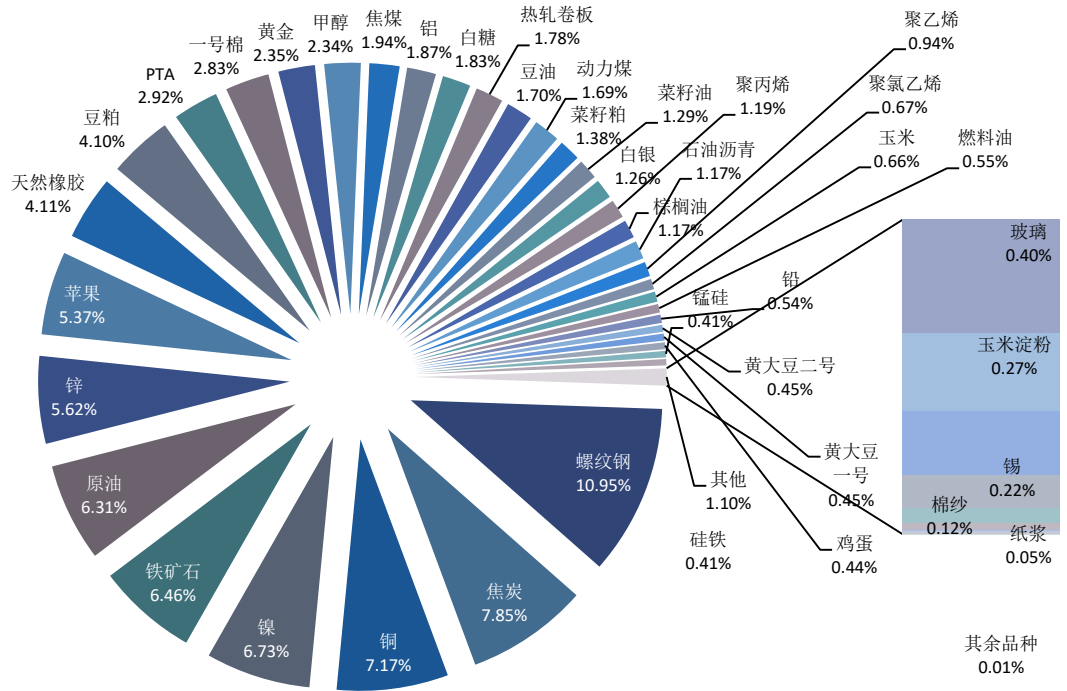


资料来源：中国期货业协会、南华研究 数据截止日期为 2018 年 11 月

随着期货市场品种结构的不断完善，市场的发展和成熟，加上不同品种各自行情变化的影响，资金对它们的关注程度也发生着变化。2018 年商品市场总成交金额占比中，螺纹钢、焦炭、铜、镍、铁矿分别以 10.95%、7.85%、7.17%、6.73%、6.46% 的占比位居前五，这些品种合计占比为市场成交的 39.16%。

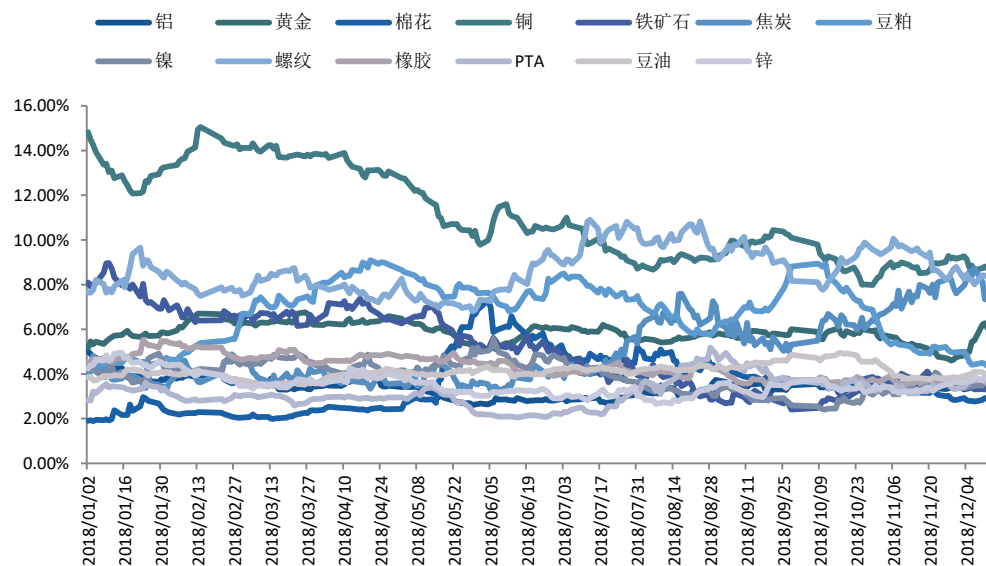
前五名品种的合计成交占比较去年下降了约 9.5 个百分点。螺纹钢、铁矿石和铜，相比其他品种，它们的市场成熟度较高，近年来成交金额排名稳居前五。

图 1.4.3：2018 年我国商品期货市场各品种累计成交金额占比



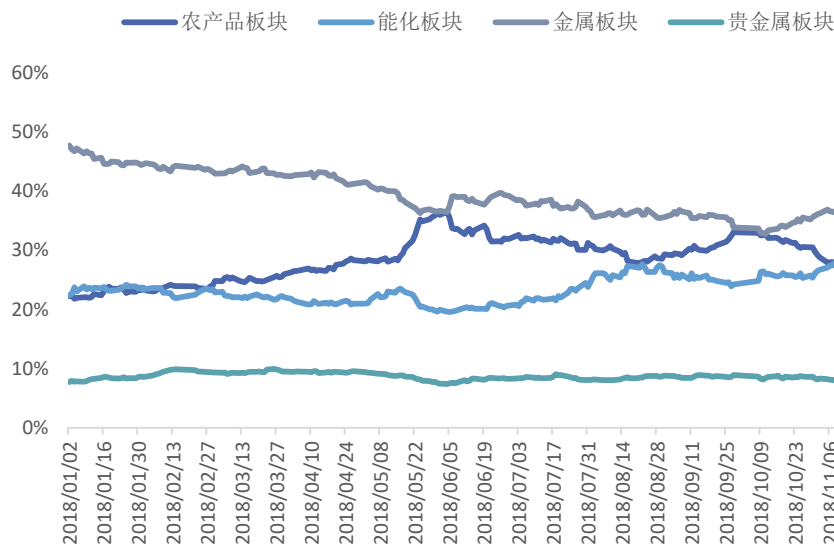
资料来源：期货业协会 南华研究 数据截止日期为 2018 年 12 月 14 日，不足一年数据经年化处理

图 1.4.4：2018 年各品种持仓金额变动趋势



资料来源：南华研究 数据截至 2018 年 12 月 14 日，取日平均持仓金额占比大于 3%的品种

图 1.4.5：2018 年各分类指数持仓金额变动趋势



资料来源：南华研究 数据截至 2018 年 12 月 14 日

2018 年，铜、螺纹钢、豆粕等持仓占比依旧居前。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 板块指数比较

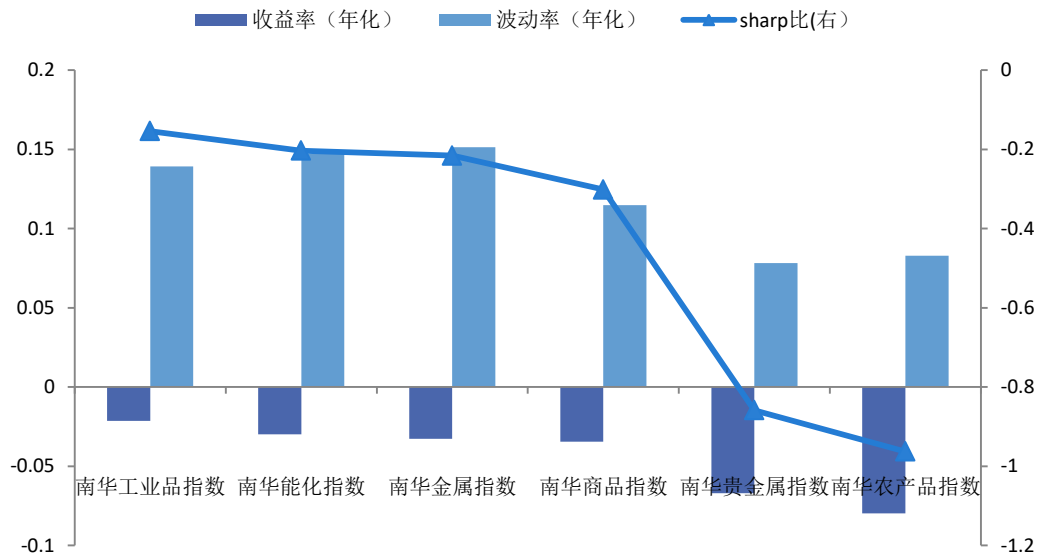
南华商品指数由综合指数、五大板块指数以及品种指数组成，其中南华工业品指数由金属与能化品种共同构成。从相关性来看，南华商品指数和南华能化指数、南华工业指数和南华金属指数这三个指数的相关性都很高，均超过了 85%，指数走势也明显一致。

表 1.5.1: 南华商品指数与其他分类指数年内相关性

	南华商品指数	南华工业品指数	南华能化指数	南华农产品指数	南华金属指数	南华贵金属指数
南华商品指数	100.00%	97.60%	97.17%	19.34%	89.49%	-13.84%
南华工业品指数		100.00%	98.29%	-1.29%	91.10%	-23.43%
南华能化指数			100.00%	6.86%	84.25%	-26.05%
南华农产品指数				100.00%	-1.47%	37.24%
南华金属指数					100.00%	7.11%
南华贵金属指数						100.00%

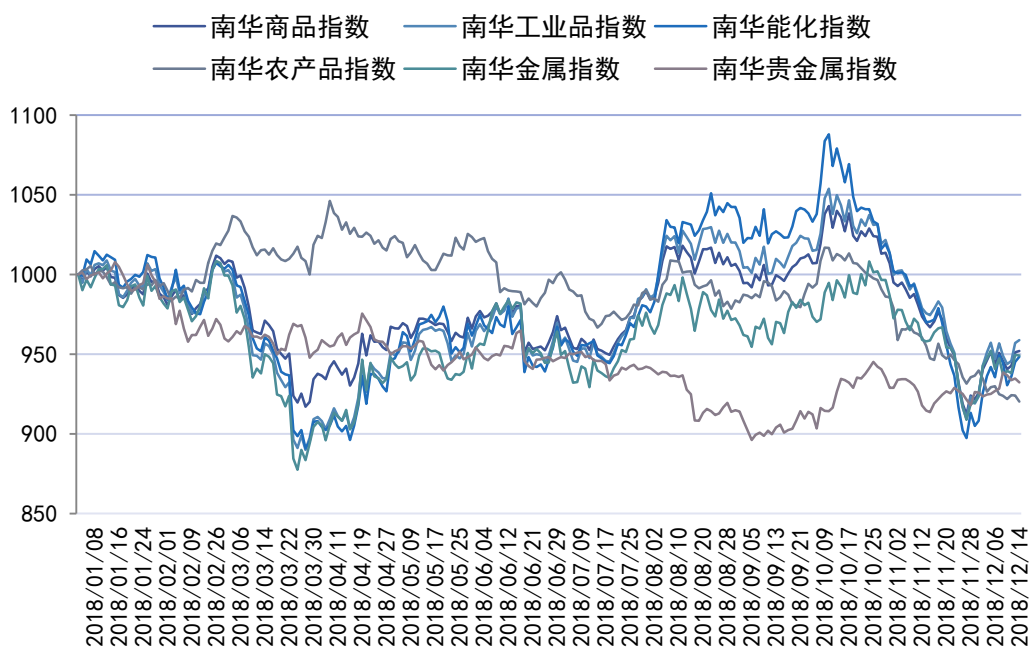
资料来源: Wind 南华研究 数据截至 12 月 14 日

图 1.5.1: 商品指数与其他分类指数比较



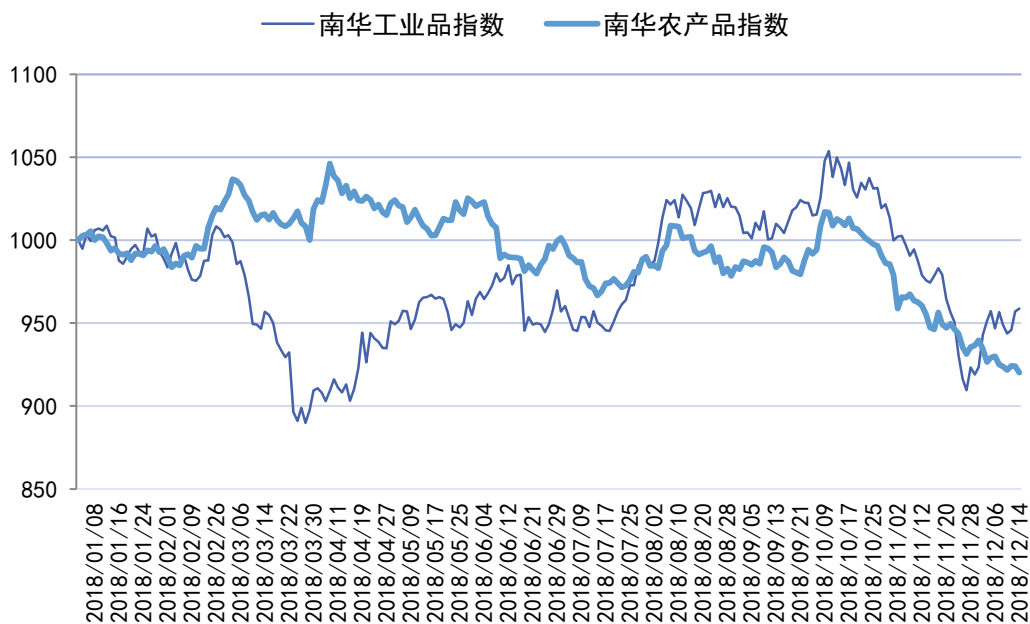
资料来源: 南华研究 数据截至 2018 年 12 月 14 日

图 1.5.2：2018 年南华商品指数及分类指数走势



资料来源：南华研究 数据截至 2018 年 12 月 14 日

图 1.5.3：2018 年南华农产品指数和贵金属指数走势比较



资料来源：南华研究 数据截至 2018 年 12 月 14 日

1.6 与其他市场指数比较

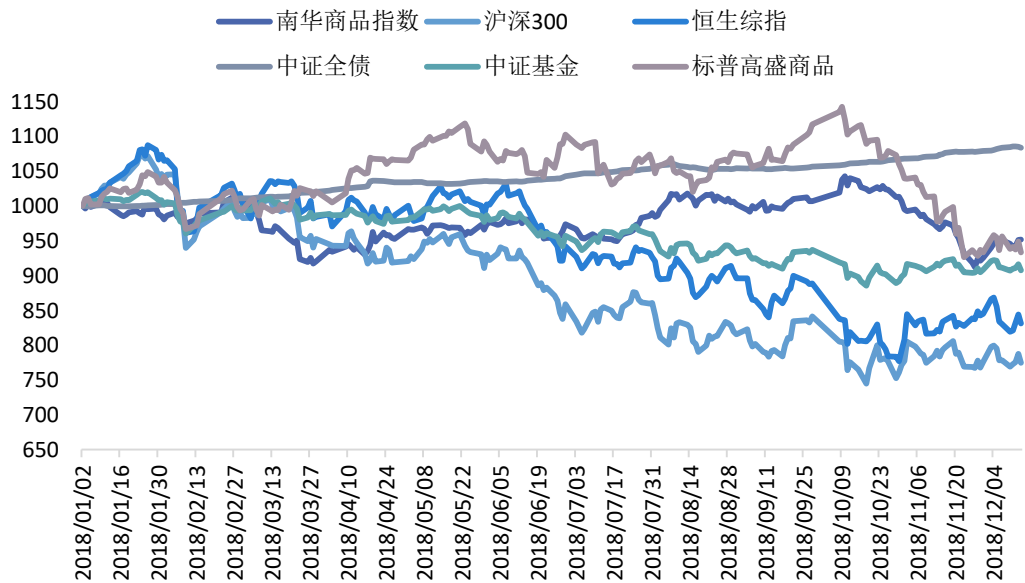
不同商品指数的标的品种、权重设置、展期区间长度以及调整资产组合的频率不同，对市场的表征作用也会出现差异。我们选取了各个市场中被广泛用作基准的指数。与南华商品指数相同，这些商品指数都是可投资指数，观察发现与南华商品指数的相关性很低。

表 1.6.1：南华商品指数与其他资本市场指数的相关性

	南华商品指数	沪深 300	恒生综指	中证全债	中证基金	标普高盛商品
南华商品指数	100.00%	-13.64%	-20.03%	0.62%	-22.99%	40.36%
沪深 300		100.00%	95.62%	-95.08%	96.80%	-7.06%
恒生综指			100.00%	-89.78%	98.11%	-0.75%
中证全债				100.00%	-90.08%	-0.38%
中证基金					100.00%	0.97%

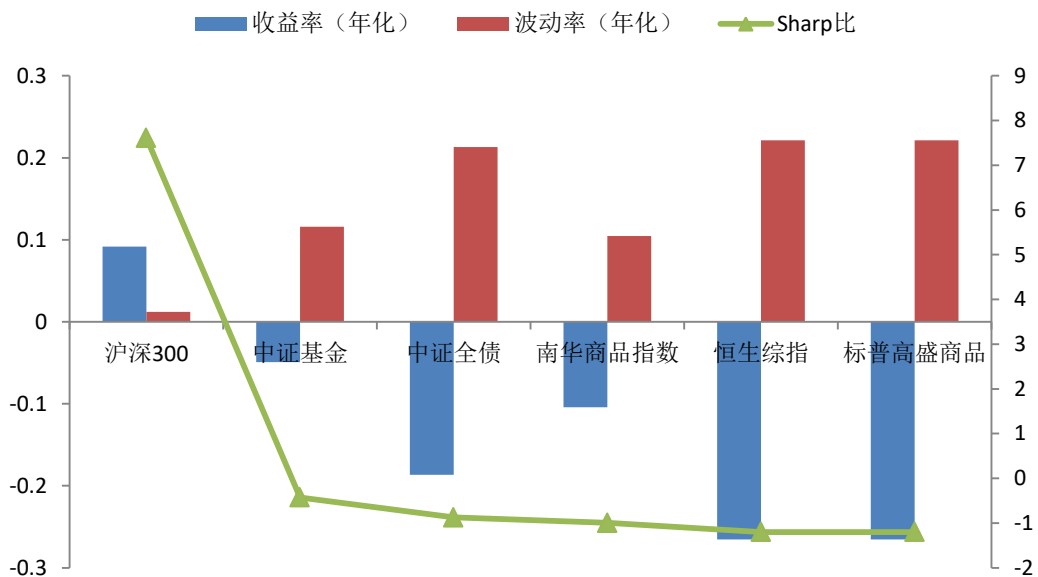
资料来源：万得 南华研究 数据截至 2018 年 12 月 14 日

图 1.6.1：2018 年南华商品指数及其他资本市场指数走势



资料来源：Bloomberg 南华研究 数据截至 2018 年 12 月 14 日

图 1.6.2：商品指数与其他资本市场指数收益比较



资料来源：Bloomberg 汤森路透 南华研究 数据截至 2018 年 12 月 14 日

第2章 南华商品指数的权重

2.1 南华商品指数定期权重调整

2018 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。主要根据商品在国民经济中的影响力和在期货市场中的地位来选择品种并计算权重。除此之外，入选品种还要满足多样性、代表性、流动性等原则。

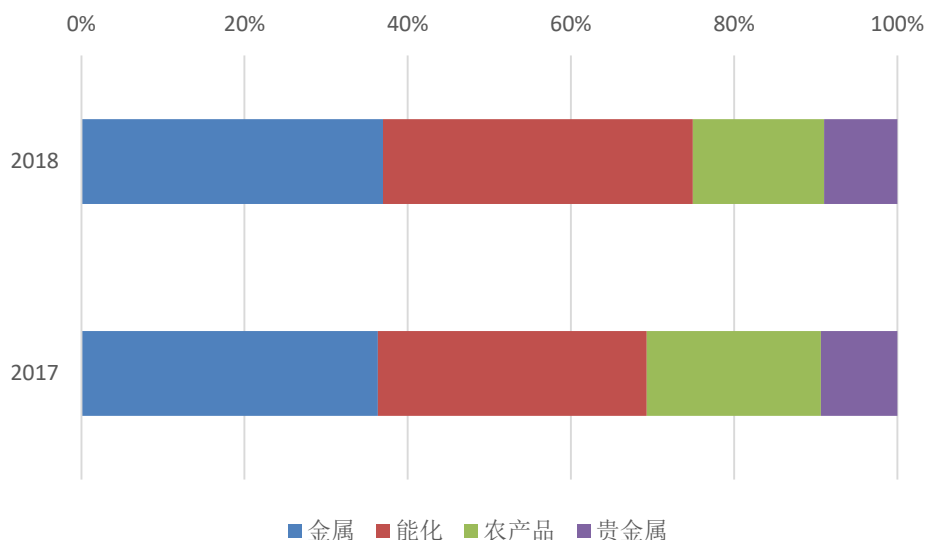
表 2.1.1：2018 年 6 月南华商品指数及板块分类指数最新权重调整

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
螺纹钢	11.26%	14.50%	25.00%			
铜	10.57%	13.71%	25.00%			
原油	9.52%	10.73%		14.75%		
铁矿石	8.45%	10.53%	23.23%			
焦炭	7.23%	8.98%		15.96%		
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%		
镍	3.65%	4.89%	9.84%			
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%			
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%			
石油沥青				2.98%		
动力煤				12.13%		
豆一					11.01%	
玉米					10.63%	

菜籽油	4.75%
鸡蛋	4.45%
玉米淀粉	2.63%

资料来源：南华研究

图 2.1.1 南华商品指数中各板块权重占比



来源：南华研究

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。目前权重占比前三的品种为螺纹钢、铜、原油。

按板块来看，能化板块由于原油期货入选商品指数，权重占比从 32.95% 上升至 37.99%，是目前权重最大的板块。同时农产品板块权重占比大幅减少，贵金属板块总权重略有下降，金属板块权重略有上升。

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。

第3章 策略指数的跟踪情况

3.1 策略介绍

以下是南华各指数以及沪深 300 指数在 2010-2018 年期间年度收益率情况，2018 年收益率截至 2018 年 12 月 14 日。

表 3.1.1：各指数年度收益率

年份	南华商品 指数	南华工业品 指数	南华农产品 指数	南华金属 指数	南华能化 指数	南华贵金属 指数	沪深 300 指数
2010	13.45%	5.78%	22.08%	-2.30%	8.67%	-	-12.10%
2011	-16.96%	-19.90%	-14.25%	-16.93%	-22.22%	-	-25.01%
2012	4.22%	6.45%	0.06%	-0.94%	13.56%	-	7.55%
2013	-12.37%	-17.08%	-3.62%	-10.10%	-18.13%	-34.38%	-7.65%
2014	-16.54%	-20.98%	-10.15%	-13.63%	-24.77%	-7.72%	51.66%
2015	-14.52%	-19.30%	-4.96%	-22.15%	-16.89%	-9.66%	5.58%
2016	51.34%	60.89%	20.61%	60.01%	73.21%	17.72%	-11.28%
2017	7.88%	13.97%	-6.83%	26.59%	2.64%	-5.85%	20.26%
2018	-3.73%	-2.84%	-7.41%	-4.00%	-3.70%	-6.28%	-21.46%

资料来源：南华研究 数据截至 2018 年 12 月 14 日

本小节为对冲策略，主要假设为强者恒强，即上一年度表现相对较好的指数，再下一年度表现依然较好。例如南华商品指数在 2010 年收益率大于沪深 300 指数收益率，则在 2011 年我们依然认为南华商品指数表现会优于沪深 300 指数，因此 2011 年采用多南华商品指数空沪深 300 指数（可以沪深 300 期货实行做空）策略，将资金等额分为两份，一份做多南华商品指数，另一份做空沪深 300 股指期货。

我们主要有三个对冲策略，商品与股指（代表沪深 300 指数）对冲，工业品与农产品对冲，基本金属与贵金属对冲。在强者恒强的假定下，三个对冲策略每年的表现如下。注：对冲策略的收益率是指做多在上一年度表现相对较好的品种，做空表现相对较差的品种。

表 3.1.2：强者恒强对冲策略收益

年份	商品与股指对冲	工业品与农产品对冲	基本金属与贵金属对冲
2011	4.03%	2.83%	-
2012	-1.67%	-3.20%	-
2013	2.36%	-6.73%	-
2014	34.10%	5.42%	-2.96%
2015	10.05%	7.17%	6.25%
2016	-31.31%	-20.14%	-21.14%
2017	-6.91%	7.78%	16.22%

2018	-8.86%	0.58%	1.14%
每年平均收益	0.29	-2.55%	-0.10%
胜率	4/8	5/8	3/5

资料来源：南华研究 数据截至 2018 年 12 月 14 日

可以看出三个对冲策略效果均较差，说明强者恒强策略在时间段为年度的跨越中并不适用。该策略还是比较注重择时，所以不能生硬的去用。例如多商品空股指可以在股指在绝对高位，股市明显有泡沫的时候或者宏观较差的时候去空股指，而在商品指数相对低位或者商品市场整体有明显的向上的驱动的时候去多商品指数，来实现对冲，这样胜率会高很多。

3.2 多沪深 300 指数空南华商品指数

图 3.2.1：多沪深 300 指数空南华商品指数收益率



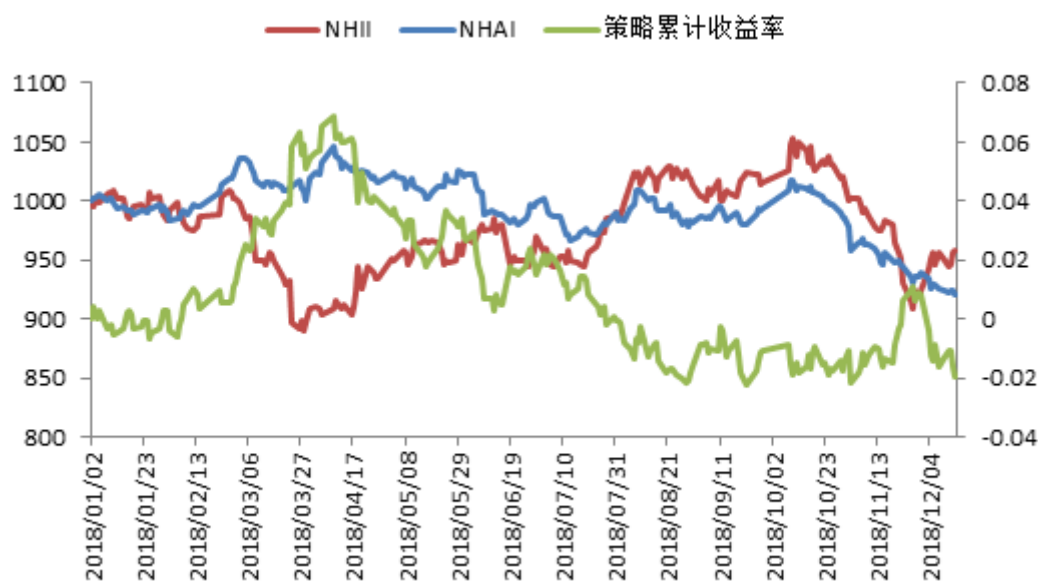
资料来源：南华研究 数据截至 2018 年 12 月 14 日

2018 年多股指空商品策略表现很差，收益约-8.86%。2018 年 A 股表现惨淡，沪深 300 指数下跌逾 20%，主要是由于 2017 年沪深 300 指数表现良好，估值并不便宜，基数相对较高，2018 年受中美贸易摩擦影响，以及外围股市表现也比较差，国内 GDP 增速明显放缓，对未来经济形势比较担忧。商品市场整体高位震荡，最终收跌。展望 2019 年，A 股市场仍旧不容乐观，看不到明显的向上的驱动，但是 A 股估值已经处于历史底部位置，可待利空完全释放后，A 股再跌一段之后，战略布局多单，等待破晓。展望 2019 年，商品市场仍不容乐观，大家普遍对 2019 年全球经济形势较为悲观，总需求令人担忧，预期 19 年商品市场将是熊市。股指与商品的对冲策略依然不好做，但是可待上证跌到 2200 附近，尝试多股指空商品指数的策略，择时很重要。

3.3 多南华农产品指数空南华工业品指数

2018 年 1 月到 4 月初，多农产品空工业品策略表现较好，主要是因为阿根廷天气干旱造成大豆减产，以及中美贸易摩擦因素不断发酵，利多农产品指数中权重较大的粕类，油脂等，整体利空工业品。之后 4 月初到 12 月中旬，随着贸易摩擦有所缓和以及工业品需求较好等因素，而农产品指数中白糖全球整体过剩，油脂库存高企，豆粕供需宽松，工业品指数表现相对优于农产品指数，多农产品空工业品策略表现不佳。2018 年整体而言多农产品空工业品策略表现不佳，收益约为 -2.55%。展望 2019 年，农产品 18/19 年度，美豆丰产基本确立，白糖供应过剩的局面尚未改善，农产品指数不容乐观，若 2019 上半年下跌较多，下半年农产品指数或迎转机；普遍预期 2019 年中国经济较为悲观，需求堪忧，黑色产业面临政策拐点，预期黑色产业链利润较 2018 年将大幅压缩，甚至为负，全球宏观经济堪忧，有色也将承压，原油供给端产量大增，能化板块也难有好的表现，19 年关于农产品指数与工业品指数的对冲策略较为难操作，择时很重要。但整体而言还是推荐多农产品空工业品策略，虽然农产品工业品形式均不容乐观，但工业品波动幅度较大，预期跌幅会大于农产品指数，而且农产品指数整体位置较低，工业品指数位置仍相对较高。

图 3.3.1：多南华农产品指数空南华工业品指数收益率



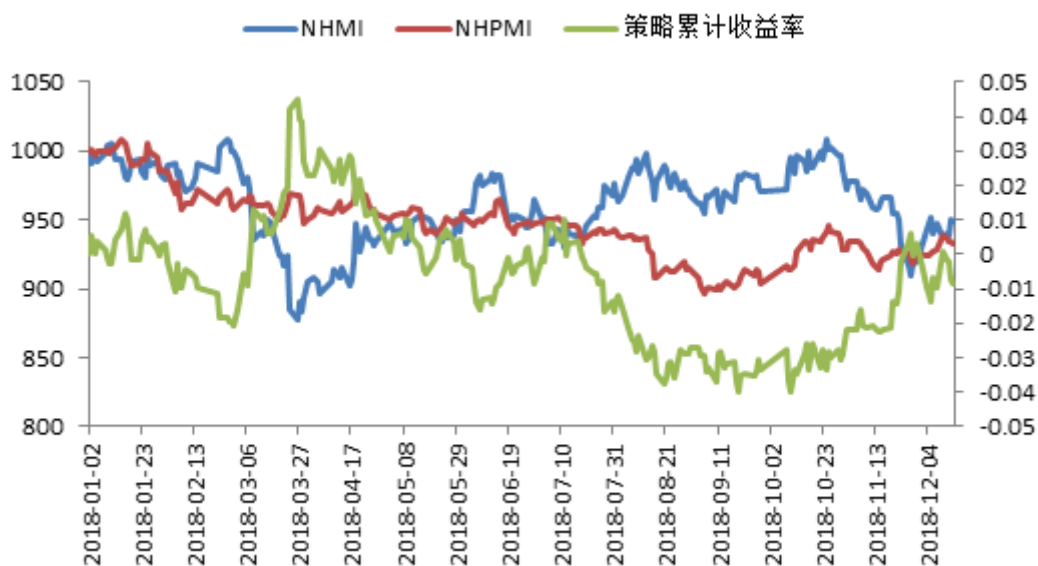
资料来源：南华研究 数据截至 2018 年 12 月 14 日

3.4 多南华贵金属指数空南华基本金属指数

2018 年多贵金属空基本金属策略效果表现平平，收益基本为 0。2018 年贵金属指数先跌后涨，下跌主要还是因为最终收跌约 6%，而基本金属指数走势颇为曲折，年初至 3 月底，由于贸易摩擦因素大跌，4 月至 10 月底，受贸易摩擦利空落地以及有缓和迹象等因素，一路震荡上扬，10 月底至今由于对未来经济的担忧，震荡下跌。展望 2019 年，全球经济形势不容乐观，大宗商品需求不容乐观，美股基本已经确立进入熊市，美联储加息频率大概率下滑，避险情绪或将再度抬头，我们强烈推荐多贵金属

空基本金属的对冲策略。

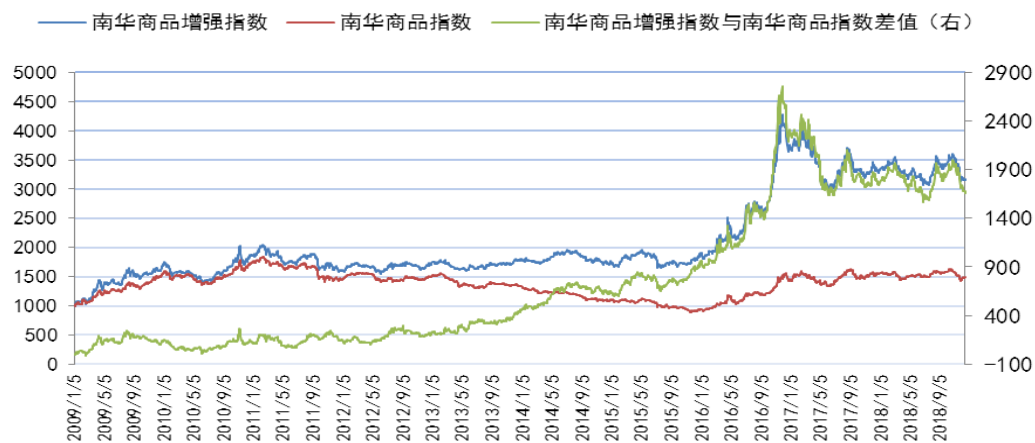
图 3.4.1：多南华贵金属指数空南华基本金属指数收益率



资料来源：南华研究 数据截至 2018 年 12 月 14 日

3.5 南华商品指数增强型指数

图 3.5.1：2018 年南华商品指数与增强型指数比较



资料来源：南华研究 数据截至 2018 年 12 月 14 日

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，可以发现在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。长期来看，南华商品增强型指数的表现及回撤均优于南华商品指数。

图 3.5.2：2018 年南华商品指数与增强型指数比较



资料来源：南华研究 数据截至 2018 年 12 月 14 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。2018 年三季度增强指数表现较好，第四季度表现不佳。2018 年整体来看，南华商品增强指数略差于南华商品指数，但差值不大，不到 1%。南华商品增强指数阶段性的弱于南华商品指数是正常的，但长期来看南华商品增强指数表现远优于南华商品指数。

第4章 总结与展望

2018 年商品指数呈宽幅震荡走势，截至 12 月 14 日，收于 1354.46，整体下跌约 3.73%。主要分为三个阶段，第一阶段年初至 3 月 23 号，由于中美贸易摩擦，钢材库存高位等原因，工业品大跌，农产品表现较好，整体南华商品指数下跌较多；第二阶段 3 月 26 号至 10 月 12 日，由于中美贸易摩擦利空落地及缓和，房地产需求超预期，钢材去库存超预期等因素，南华指数稳步上涨；第三阶段 10 月 13 日至今，受原油产量高位，叠加美国取消对伊朗的制裁，原油库存高企，加之对全球经济增速的担忧，美原油从高位快速回落，跌幅逾 30%，原油的下跌带动了整个能化板块的下跌，黑色系政府政策开始转向，环保限产放松，加之对房地产的担忧，黑色系市场也大跌，第三阶段南华商品指数暴跌。

2018 年南华能化指数走势与南华商品指数走势基本一致。第一阶段主要受贸易摩擦影响，下跌；第二阶段受原油价格上涨，以及低库存，供给偏紧，能化指数大涨；第三阶段原油暴跌，聚烯烃利润较高，非标转产标品压力较大，能化指数暴跌。展望 2019 年，原油波动主要驱动仍在供给端，原油市场或震荡偏弱运行，价格中枢较 2018 年将有所下移；2019 年聚烯烃无论国内还是国外都将迎来投产大年，并且需求端情况不容乐观，聚烯烃偏弱运行；橡胶供应端依旧过剩，需求端也无亮点，但绝对价格已经较低，预期橡胶将偏弱运行。2019 年，南华能化指数预计将下跌。

2018 年黑色系走势基本跟随南华商品指数走势。第一阶段年初至 3 月 23 号，由于中美贸易摩擦，钢材库存高位等原因，黑色系大跌；第二阶段 3 月 26 号至 10 月底，由于中美贸易摩擦利空落地及缓和，房地产需求超预期，钢材去库存良好等因素，黑色系稳步上涨；第三阶段 11 月整月，受以原油为首的能化板块暴跌的影响，以及在高供给下对未来钢材需求担忧等因素，黑色系 11 月份暴跌，12 月基差修复，黑色系普遍反弹，且反弹幅度较大，焦煤 1 月份合约甚至还创了新高。展望 2019 年，供给侧改革接近尾声，环保限产政策开始放松，房地产需求不容乐观，黑色指数大概率下跌。

2018 年有色金属整体下跌，但节奏与南华商品指数稍有区别。有色金属 1 到 3 月份基本上高位震荡，后来 3 到 8 月份暴跌，之后一直在震荡。展望 2019 年，全球经济增长预计将放缓，需求端令人担忧，锌供给端有复产预期，铜供给端有收缩，相对利多，但预计还是走需求主导的逻辑，有色金属指数预计将下跌。

2018 年农产品指数下跌较多，跌幅 7.41%，走势和南华商品指数略有不同，第一阶段 1 月到 4 月初，受中美贸易摩擦影响，对于加征关税的预期，使农产品指数大涨；第二阶段 4 月初至今，农产品指数震荡下行，18/19 年度美豆丰产，国内豆粕油脂库存高企，白糖整体供应过剩，棉花丰产，需求下滑，都导致了农产品指数的下跌。展望 2019 年，目前粕类油脂库存高企，18/19 年度美豆基本确立丰产，非洲猪瘟大概率导致粕类需求下滑，白糖供应过剩局面没有改变，但农产品整体而言，价格较低，下跌空间或有限，19 年上半年农产品指数或将偏弱运行，但下半年或迎来转机。

2018 年，截至 12 月 14 日，南华贵金属指数收于 519.05，整体下跌 6.28%。第一阶段 1 月初至 9 月初，贵金属指数震荡下跌，主要是由于美联储加息以及美元指数强势；第二阶段 9 月 7 日至今，贵金属指数小幅上涨。展望 2019 年，全球需求放缓，财政刺激消退，以及加息滞后影响令美国经济增速回落概率加大，中性利率预期下滑，贵金属指数中长期有望上涨。

总而言之，展望 2019 年，国内经济下行压力较大，房地产市场不容乐观，预计南华商品指数大概率下跌，其余分类指数能化指数，黑色指数，有色指数，工业品指数均将下跌；农产品指数上半年震荡偏弱，但下半年或将迎来转机；贵金属指数大概率上涨。具体到成分品种上面，WTI 原油大概率以

58 美金为中枢震荡，需密切关注产量情况；螺纹钢大概率重心下移，关注其需求即库存情况；橡胶震荡筑底；棉花震荡筑底；玉米中长期看多；贵金属中长期有望上涨。

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

北京市西城区宣武门外大街 28 号 2 幢 B801、B802、B608、B609 室
电话: 010-63155309

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

永康市丽州中路 63 号 11 楼
电话: 0579-89292777

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
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：31002

全国统一客服热线：400 8888 910

网址：www.nanhua.net