



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

## 南华商品指数 2020 三季度报

# 独木难支

### 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 6 月，已经走过了 16 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，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。指数在三月份触及均线，之后强势反弹，反弹的动力来自于各国流动性的注入以及中国疫情控制之后复工复产的全面推进，部分原材料国家疫情发展导致矿端生产和运输受阻也起到了一定的推动作用。9 月份，南华商品指数最高反弹至 1529.5，没有超过 1 月份高点，之后原油的下跌带动南华商品指数拐头走弱，可能预示着本轮反弹接近尾声。

从板块上看，南华金属板块本轮反弹最强，高处不胜寒。在中央有关部门多次约谈房价涨势较快城市的背景下，房地产市场恐将难于再现二、三季度繁荣，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，原油再次下探前期低点，后市跌幅有限。农产品板块前期低点已经探明，在沉寂了多年之后，有望迎来一波上涨趋势。

四季度，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：铝和锌，黑色板块铁矿石、焦炭未来做空机会更好一些；农产品板块：豆粕套利，豆粕跨期、白糖等，化工板块：橡胶和燃料油未来做多机会更好一些。

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	上半年商品指数市场概况 .....	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	南华商品各板块本年走势 .....	13
3.3	指数转向的动力 .....	14
第 4 章	四季度哪些品种有机会 .....	17
4.1	各板块当前所处位置 .....	17
4.2	运用南华指数风险评估模型选择品种 .....	18
	<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:

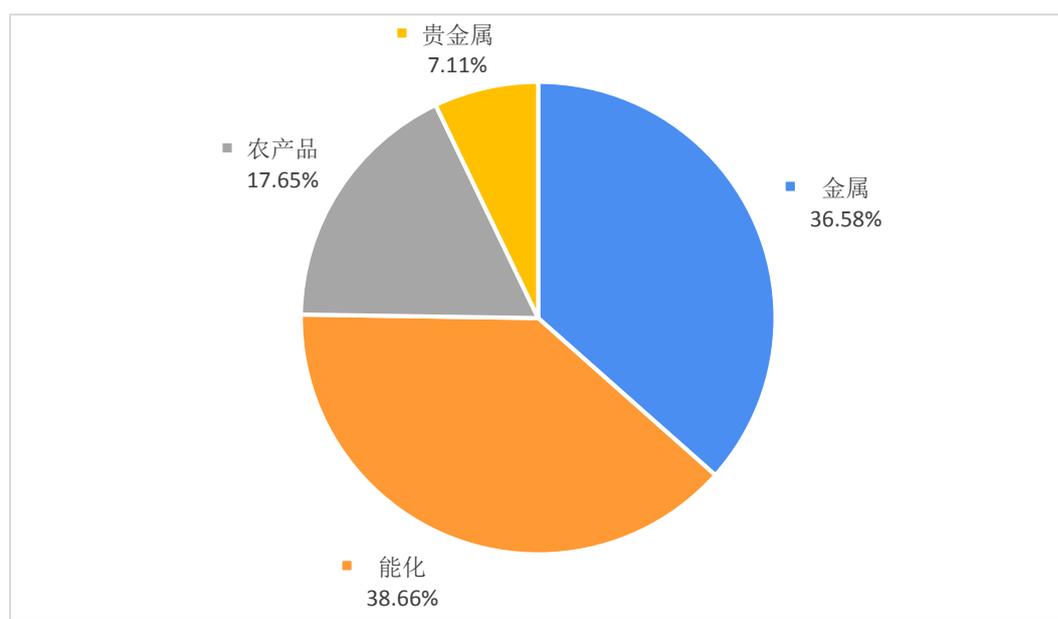
图 2.1.1 南华商品指数系列权重表

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 2020 年 6 月 1 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 6 月 1 日

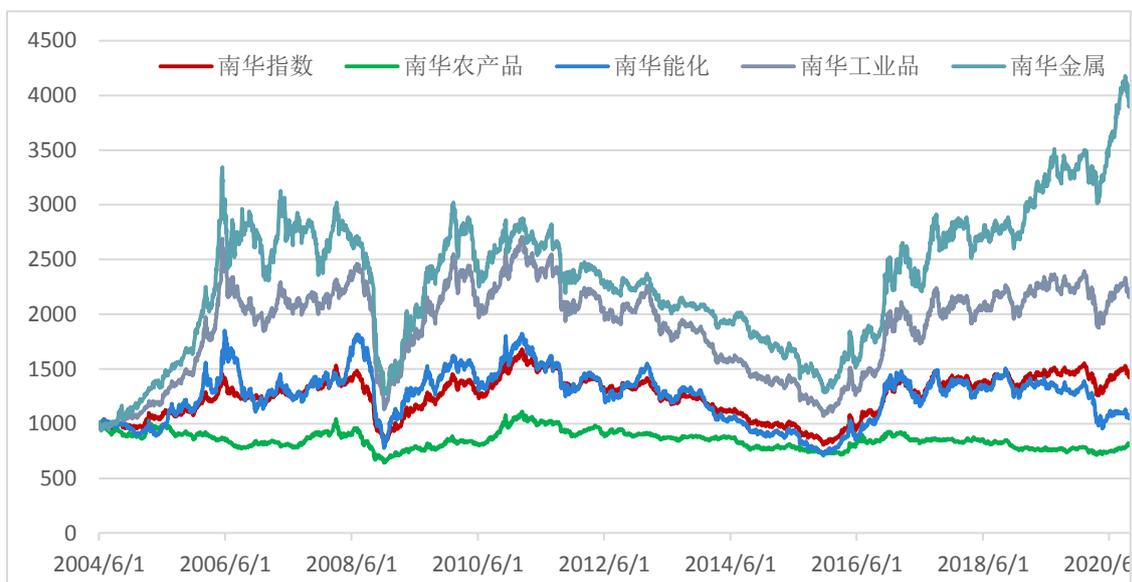
从排名上看，原油做为工业品之王，交易越来越活跃，来到了权重第一的位置，铜、螺纹钢和铁矿石的权重则是紧随其后，四个主要品种权重占比达到 45%。热卷与螺纹、菜粕和豆粕相关性超过 90%，热卷和菜粕从入选品种中剔除。2020 南华综合指数品种数目与 2019 年对比，聚丙烯、聚乙烯和菜粕被剔除，一号棉、乙二醇和燃料油被选入。

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 上半年商品指数市场概况

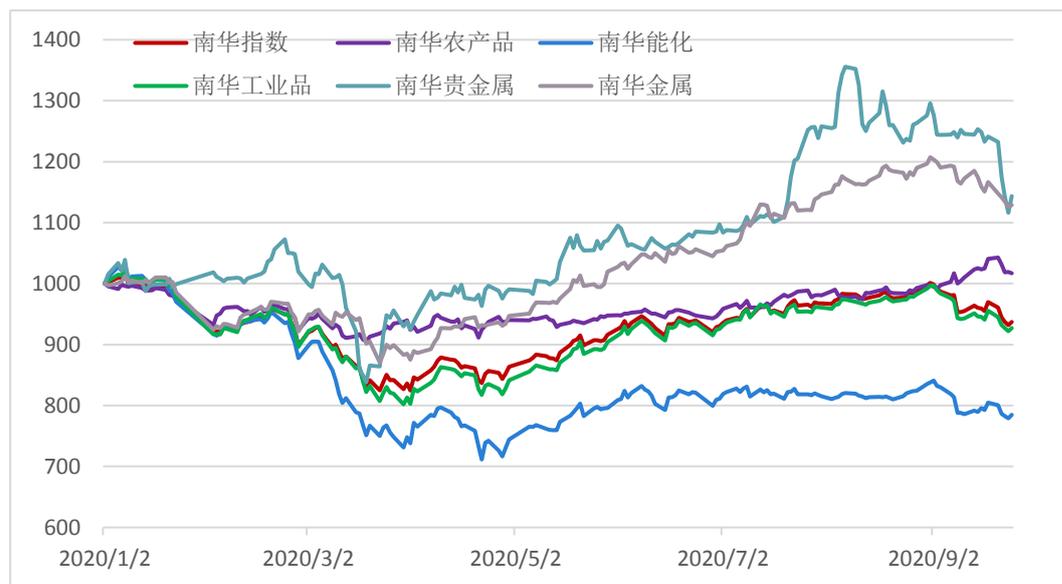
2020 年前三季度，受疫情冲击及原油事件影响，南华商品及分类指数一季度大幅下跌，跌幅普遍都在 10%以上。随后随着疫情和原油事件影响逐渐消退减弱，二、三季度，南华商品及分类指数逐步回升，金属、贵金属及农产品板块甚至创年内新高。整体来看，南华商品及分类指数均走出先下跌后修复的 V 型走势。

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 9 月 28 日

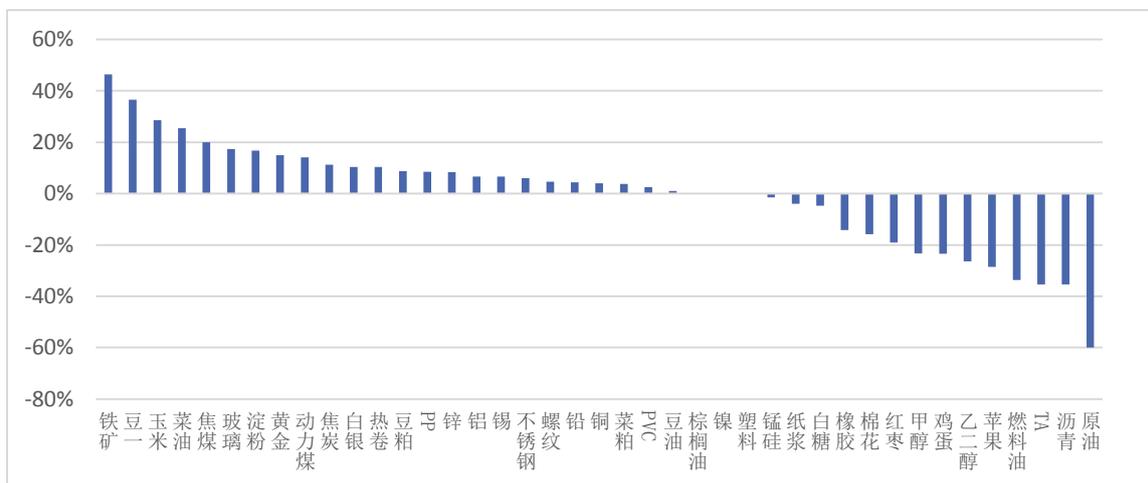
图 2.2.2 商品指数及分类指数年内走势



来源：南华研究 截至 2020 年 9 月 28 日

从品种指数来看，前三季度品种指数走势分化比较大，涨跌不一。能化板块跌幅最大，跌幅前六的品种除苹果之外均来自于能化板块，分别是原油、沥青、PTA、燃料油和乙二醇。上涨的品种均属于金属、贵金属及农产品板块，涨幅前五的品种分别为铁矿石、豆一、玉米、菜油和玻璃。

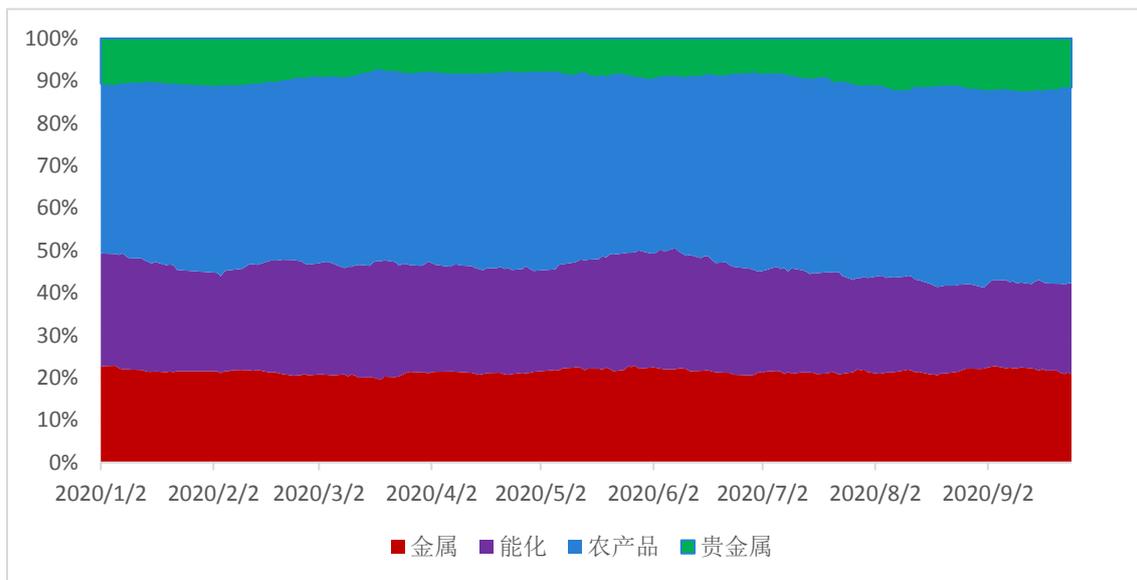
图 2.2.3 单品种指数上半年涨跌幅



来源：南华研究 截至 2020 年 9 月 28 日

从持仓金额占比来看，截至 9 月 24 日，南华商品指数四大板块持仓金额发生了一些变化，金属板块持仓金额先升后降，总体波动不大；而能化板块占比下降明显，从 30%左右降至 24.24%。贵金属和农产品板块持仓金额出现上升，农产品持仓金额有 44%再次回到 50%以上，贵金属持仓金额在下降至 10%以下之后再次回到 13%附近。

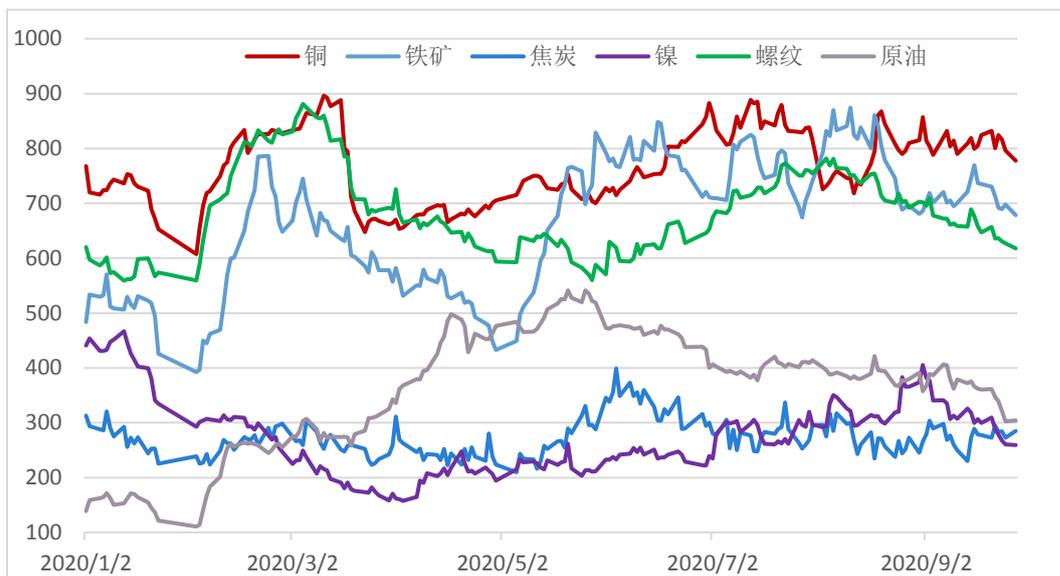
图 2.2.4：南华商品指数各板块持仓金额占比



资料来源：南华研究 数据截止 2020 年 9 月 28 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，除焦炭变动不大外均有剧烈波动。以原油表现最为剧烈，持仓金额增长近三倍，6 月份之后，原油持仓金额也是大幅下滑，当前持仓金额与 3 月份持平。进入 9 月份，六个品种持仓金额都有所减少，或许价格到了高位，市场资金开始逐步收缩。

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 9 月 28 日

## 2.3 南华商品指数与国际指数对比

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、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 2020 年 9 月 24 日

从今年几大商品指数走势看，整体都呈现一定幅度的下跌，而相关波动率表现相差悬殊。其中标普高盛上商品指数跌幅及波动率最大，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，导致其下跌及波动幅度也是最大的，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，也是今年表现最好的指数。

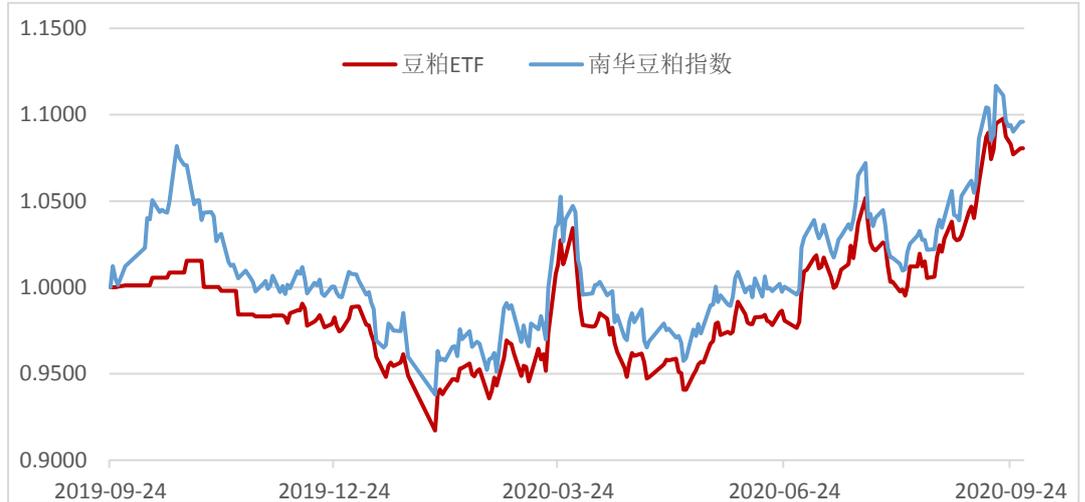
## 2.4 南华商品指数与国内商品 ETF 对比

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 9 月 28 日，豆粕 ETF 净值为 1.0806，南华豆粕指数点位为 1.0958，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。

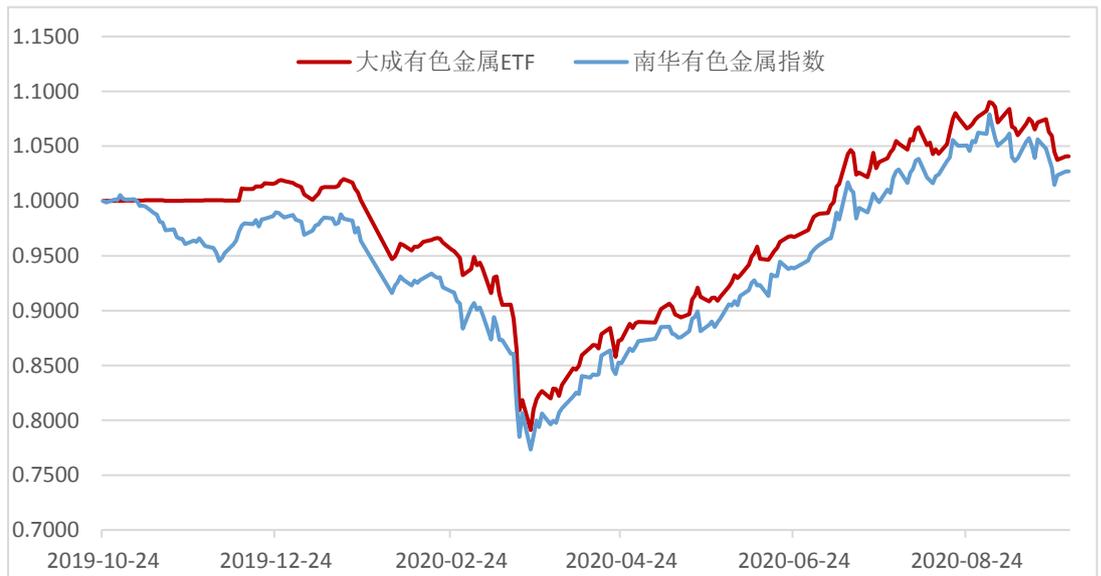
图 2.4.1: 南华豆粕指数与豆粕 ETF



资料来源：南华研究 数据截止 2020 年 9 月 28 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 9 月 28 日，有色 ETF 净值为 1.0407，南华有色金属指数为 1.0271。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 9 月 28 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 9 月 28 日，能化 ETF 净值为 0.8684，南华能化指数为 0.7963。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 9 月 28 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价值的价值。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 8 日达到最高点 1556 点位，从历史上看，这个也是处于高位。之后迅速走低，3 月 23 日，南华商品指数最低触及 1260，从高点下滑 292 点，跌幅 18.81%。尽管从技术分析角度来看，还没有完

全达到 20%跌幅，但也相差不远，南华商品指数上涨趋势结束，下跌周期开启。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。

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 9 月 18 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。

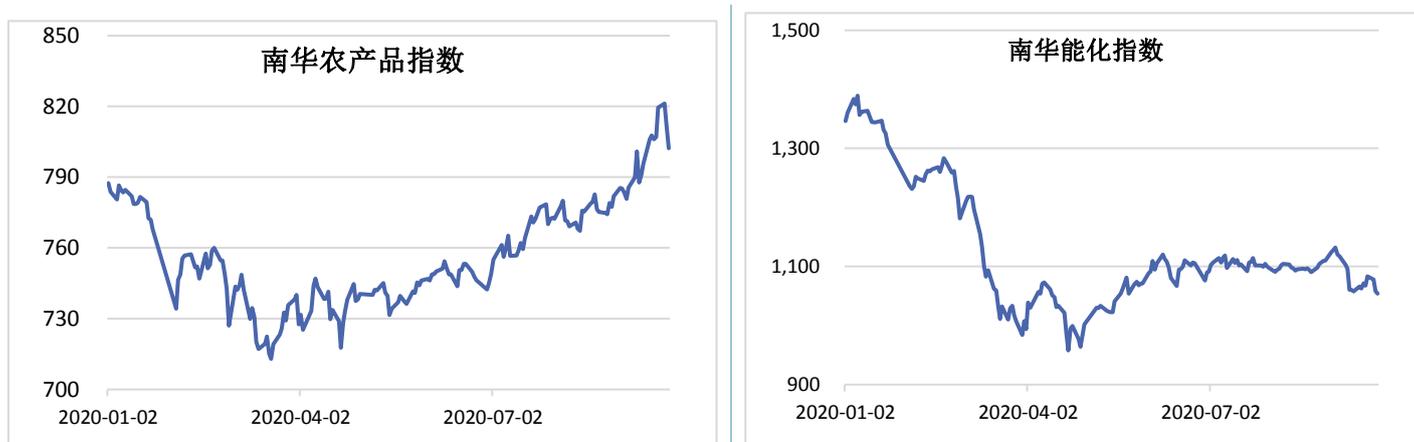
第六段：2020.1.9—未来。考虑到南华商品综合指数已经从 1 月份的最高点大幅下挫，从最高点 1548.29 至最低点 1274.33，下跌点数达到 274 点，下跌幅度为 17.69%。尽管下跌幅度没有达到 20%，但是从走势和市场影响来看，第五阶段的上涨在 2020 年 1 月 9 日已经宣告结束，当前开始的是第六阶段的下跌趋势。结束本轮下跌的主要因素来自于疫情的影响，而原油的暴跌则是加速了这一过程的进度。从趋势上看，未来肯定主要是走下跌行情，但是以何种方式下跌，则是一个需要重点考虑的问题。从前两次的下跌趋势看，确实各不相同。2008 年南华商品综合指数是一路下跌，直接跌至最低点，2015 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。从本次南华商品综合指数走势看，再次在均线上获得支撑，之后出现强势反弹，截至 9 月 21 日，反弹未能创出新高，当前有走低迹象。从走势形态上看，当前南华商品指数走势和 2008 年是不一样的，更可能会重复 2015 年的走势，也即高位大区间横盘震荡，震荡会在均线之上运行，并持续一段时间。

### 3.2 南华商品各板块本年走势

自 3 月份开始的反弹一直持续到 9 月份，各个板块基本都是以反弹上涨为主，只是涨幅多少的问题。其中，有色指数反弹是最强的，3 月份最低点位为 760.45，本轮反弹最高为 1061.11，反弹幅度达到 39.35%；黑色指数紧随其后，反弹幅度为 34.68%；能化和农产品指数的反弹幅度则是维持在 18% 左右。在二季度半年报中，我们曾经做过一个对比，在下跌过程中，跌幅能化>有色>农产品>黑色；在反弹过程中，涨幅农产品<化工<有色<黑色，后期的反弹也基本维持这样一个顺序。这个涨落排序显示了中国和中国外两个区域的差别，中国主导型强的品种跌幅小，反弹强，中国主导型弱的品种跌幅大，反弹也弱。

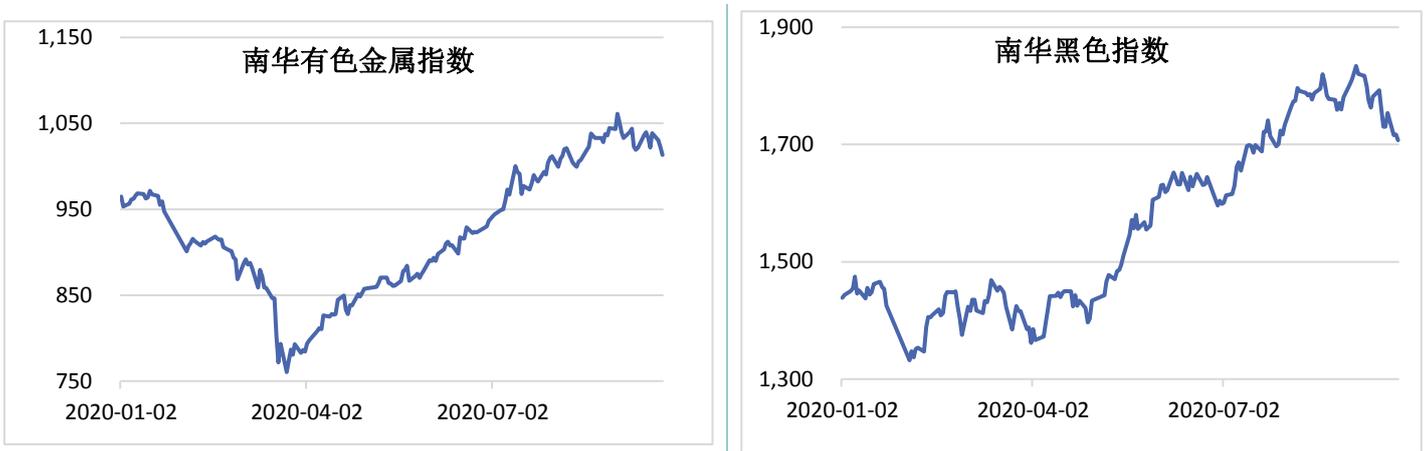
进入九月份之后，南华商品指数出现开始回落，主要原因在于原油带动，南华能化指数也是首先走弱的板块指数，之后，南华有色指数和南华黑色指数也出现拐头，南华农产品指数则是最后回调。南华能化指数由于国内原油基本跌至前期低点，其也跌破了前期的横盘区间，考虑到一季度低点是整个市场恐慌背景下砸出来的低点，能化指数大概率不会创出新低。

图 3.2.1：南华商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 2020 年 9 月 23 日

图 3.2. 2: 南华工业品指数与南华农产品指数本年走势



资料来源：WIND 南华研究数据截止 2020 年 9 月 23 日

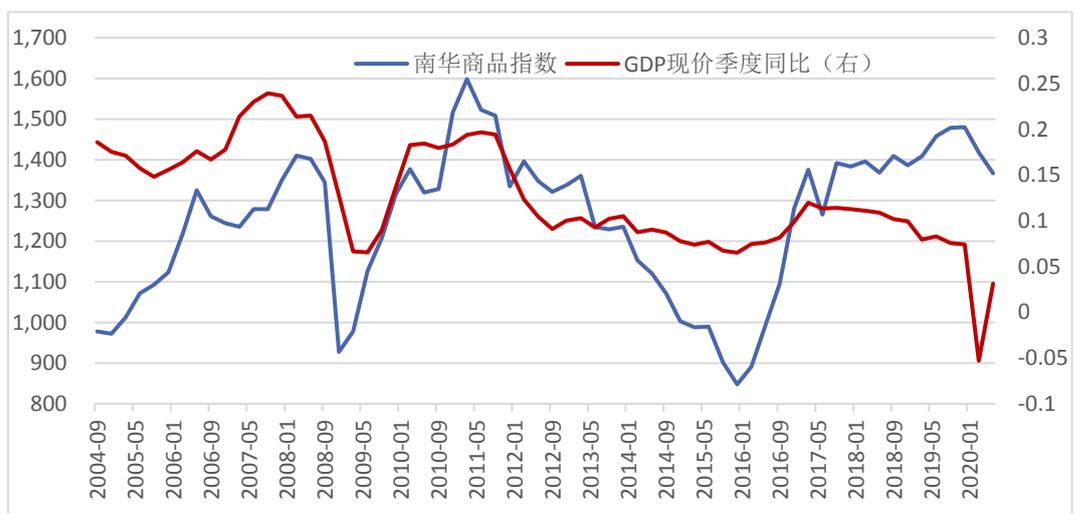
### 3.3 指数转向的动力

前面判断南华商品指数将回调或者震荡走弱，主要是从趋势、周期上进行统计。那么，是否在基本上存在指数转向的动力呢？本次指数回调背后一个重要的宏观事件是来自于疫情的二次爆发担忧，下面将通过对比两次疫情出现时的相同点和不同点，来寻找南华商品指数转向的动力。

#### 中国复苏 全球拖累

中国政府强大的组织能力、动员能力使得中国最早控制住疫情，并迅速推进复工复产，一季度中国 GDP 现价季度同比为下滑 5%，二季度就出现强势反弹，二季度现价季度同比为上涨 3.1%。从南华商品指数与 GDP 现价季度同比来看，两者趋势性非常强。但是在拐点处，GDP 现价季度同比往往

图 3.3.1: 全球新冠肺炎确认人数

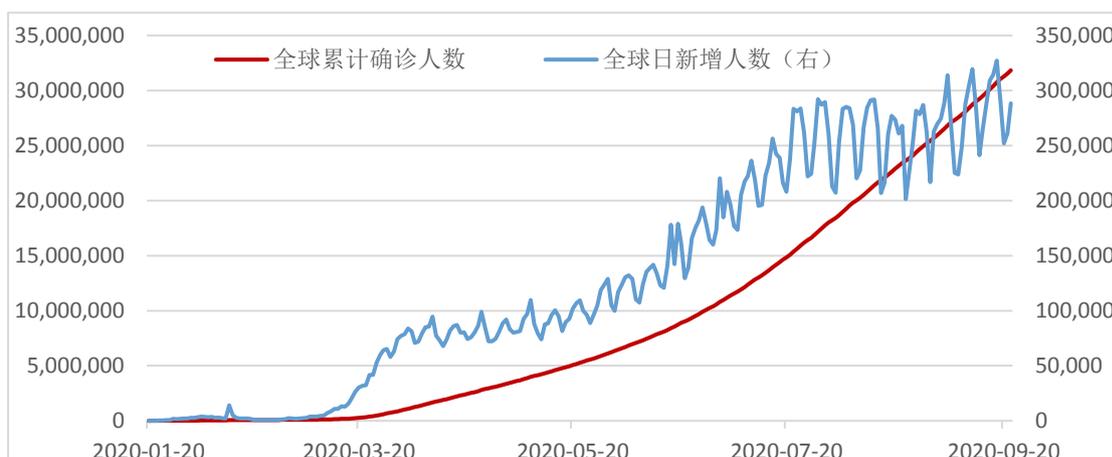


资料来源：WIND 南华研究

会领先南华商品指数一个季度左右。因此，可以看到，尽管二季度 GDP 现价季度同比为上涨，但是南华商品指数还是继续走低。如果往后推一个季度，则能发现，在二季度 GDP 现价季度同比上涨的引领下，南华商品指数三季度将是走强。从趋势上看，尽管二季度 GDP 现价同比出现强势反弹，但是这种反弹可能难于持续，因为总的 GDP 现价季度同比趋势是走弱的，三季度 GDP 现价季度同比大概率则是低于 5%，也即将再次拐头向下。受此影响，南华商品指数四季度可能在反弹之后走弱。

从中国的经验来看，中国 GDP 的反弹或者说经济的企稳是在疫情完全控制之后出现的。而从当前全球疫情发展来看，美国、印度和巴西稳居全球新冠肺炎疫情人数头三名，而且新增人数从来就没有下降过。从 9 月份开始，欧洲部分国家法国、西班牙和英国等新冠肺炎日新增人数再次大幅攀升，每日新增重回 1 万以上，当前又恰逢秋冬之际，专业人士解读新冠肺炎疫情可能二次爆发。受此影响，风险资产纷纷出现下跌，股票，商品以及贵金属都出现大幅走弱，而其中，贵金属中白银跌幅最大。沪银之前一直在 6000 附近维持横盘，9 月 21 日开始出现走弱，之后连续 4 天下跌，下跌 1190 点，跌幅 20.25%。黄金尽管跌幅比白银小，但是黄金已经提前回到了 7 月 20 日附近的启动点位。贵金属如黄金、白银更多具备金融属性，商品属性较弱一些，强金融属性的贵金属板块走弱，这种走势与第一次疫情期间贵金属尤其白银率先跌停基本一致。

图 3.3.2: 全球新冠肺炎确认人数



资料来源：WIND 南华研究

二、三季度风险资产的大幅反弹，部分得益于中国疫情的良好管控，而市场此前预期全球疫情的发展可能会朝着中国疫情管控的路径发展，但是事与愿违。国外疫情不但没有控制住，而且有愈发爆发之势，即使部分管控的国家也呈现二次爆发之势，如此背景之下，市场预期逐步落空，支撑风险资产价格上涨的动力将愈来愈弱，价格高位的风险资产摇摇欲坠。

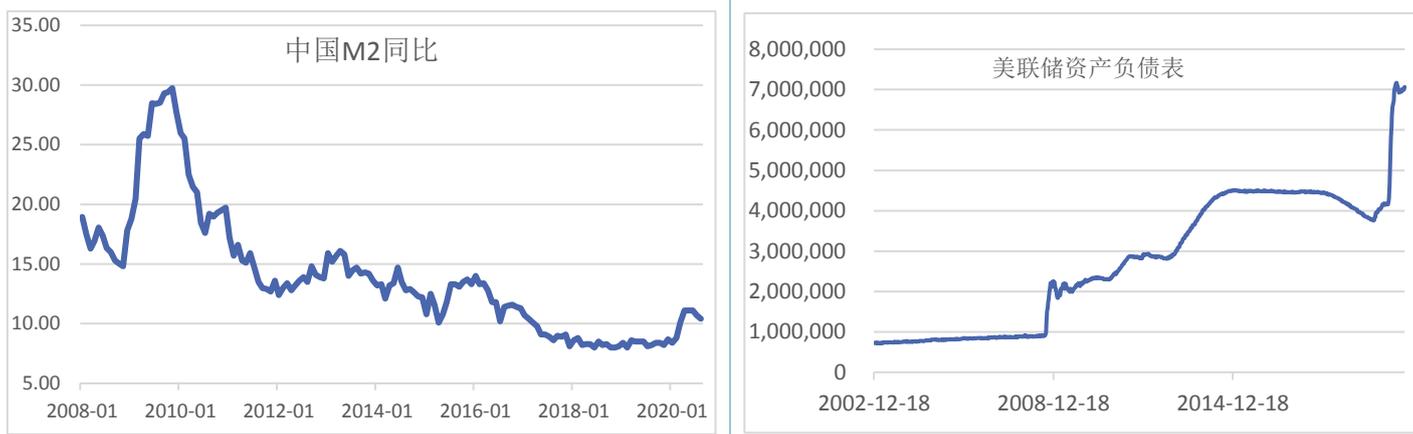
#### 政策支撑难以为继

在第一次疫情爆发之时，主要经济体国家都出台各种财政和货币政策，支撑经济发展。以中美两国为例，疫情爆发之前，中国 M2 同比一直保持在 8 个百分点左右，疫情出现之后，3 月份 M2 同比迅速回到 10% 以上，并持续了将近 4 个月；在货币政策发力的同时，财政政策亦同步推进，发行了多达几万亿的疫情专项债，支持经济发展。美联储则是在连续降息的同时，实行超级量化宽松政策，美联储资产负债表直接从 4 万亿美元跳涨至 7 万亿美元，再创历史新高。

中国在疫情控制之后，也即从 7 月份开始，M2 同比就开始下降，截至当前，已经连续 2 个月出

现下滑，表明在疫情控制之下，国家开始逐步收缩货币流动性。从美国来看，尽管疫情仍在发展中，但是美联储资产负债表在 6 月份达到最高 7.1689 万亿美元之后，也没有进一步的扩表，相反在 7 月份还小幅下降至 7 万亿美元之下。从中美为代表的两国政策措施来看，不管是疫情控制住还是没有控制住的，持续性的政策支撑都是不可持续的，政策的力度会逐步减弱，同时，政策的边际效应也会降低。

图 3.3.3: 中国 M2 同比和美联储资产负债表



资料来源：WIND 南华研究（右图单位：百万美元）

计价货币——美元位置不同

第一次疫情爆发之时，美元指数经历了多个来回。首先是疫情爆发初期，2月20日至3月9日，美元大幅下挫，由100附近跌至94.6，沪银小幅走强，之后V型反转，由94.6直接拉升至102.99，沪银则是连续跌停。在美元指数在100横盘附近，沪银快速拉升，并企稳，跟随美元指数的走弱而持续走强，美元指数由100多直接跌至91.7。相比之下，本轮疫情爆发则是美元指数筑底反转，由91.73

图 3.3.4: 两次疫情期间美元指数走势



资料来源：WIND 南华研究

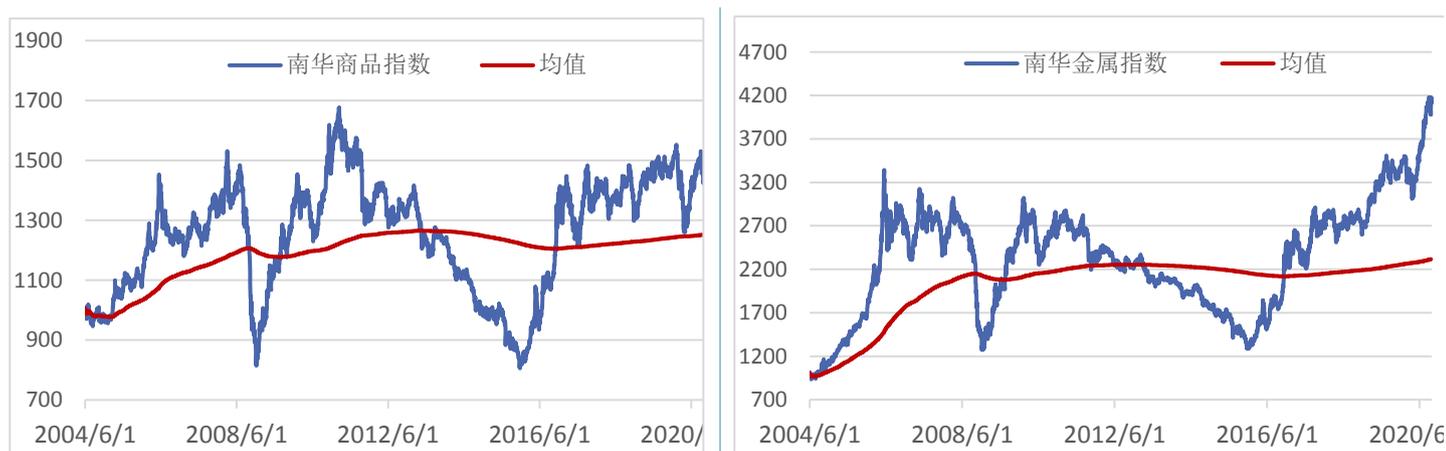
持续走高至 94.25，上涨趋势保持良好。大宗商品多数是以美元计价，美元指数的走强对大宗商品走势将形成压制。二、三季度美元的走弱与美联储的超级量化宽松政策有极大的关系，而从当前美联储资产负债表走势看，后期美联储继续大幅扩表的可能性并不大；同时，相比其它经济体，美国最差的情况已经出现，美元指数走势进行了充分的反应，如果其他国家二次爆发，会对其国家经济形成冲击，美元指数更容易走强一些。

## 第4章 四季度哪些品种有机会

### 4.1 各板块当前所处位置

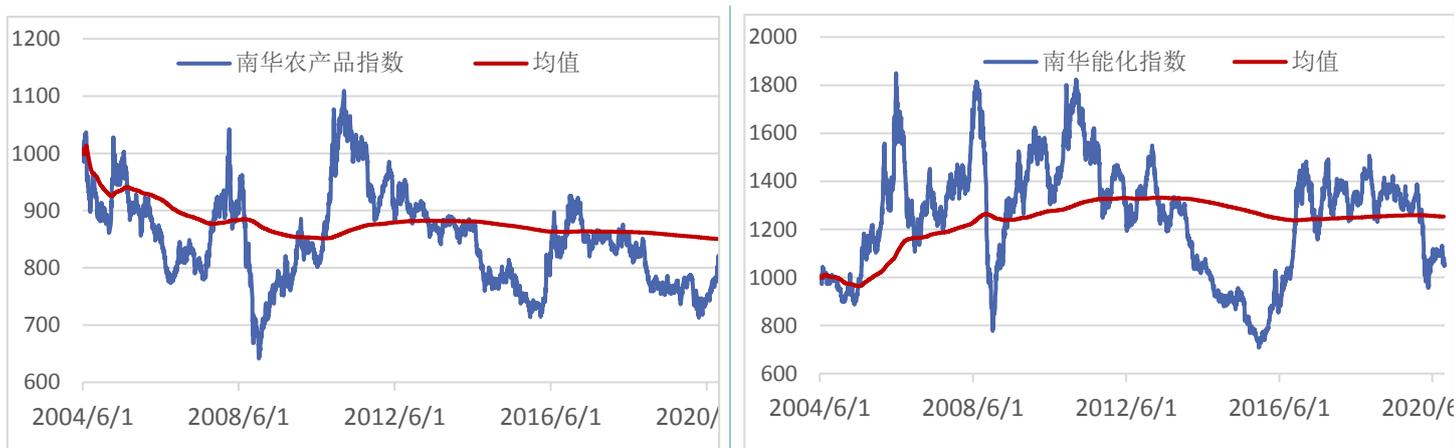
今年引发大宗商品剧烈波动的两个黑天鹅事件——原油减产协议和疫情的爆发，原油减产协议的影响基本消化，而疫情的发展还在继续，每个国家管控力度的差异，从多个层面对大宗商品价格形成影响，导致今年大宗商品走势分化非常严重。

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 2020 年 9 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 2020 年 9 月 25 日

前面已经对南华综合指数进行了分析，认为当前处于周期中的第六段，下跌周期已经确立。二、三季度大幅反弹，但是高点依然没有突破一季度高点，当前已经拐头向下，后期继续走弱概率大。分板块指数来看，南华金属指数则是创出新高，最近走势也出现颓势，拐头向下；南华农产品板块和能化板块则是处于相对低位，经历了上半年的下跌之后，后期继续大幅下跌的空间有限，基本处于底部。从板块机会上看，南华金属板块存在做空的机会，南华农产品板块存在做多的机会，南华能化板块受到原油的拖累，下半年各品种间可能分化较大。

## 4.2 运用南华指数风险评估模型选择品种

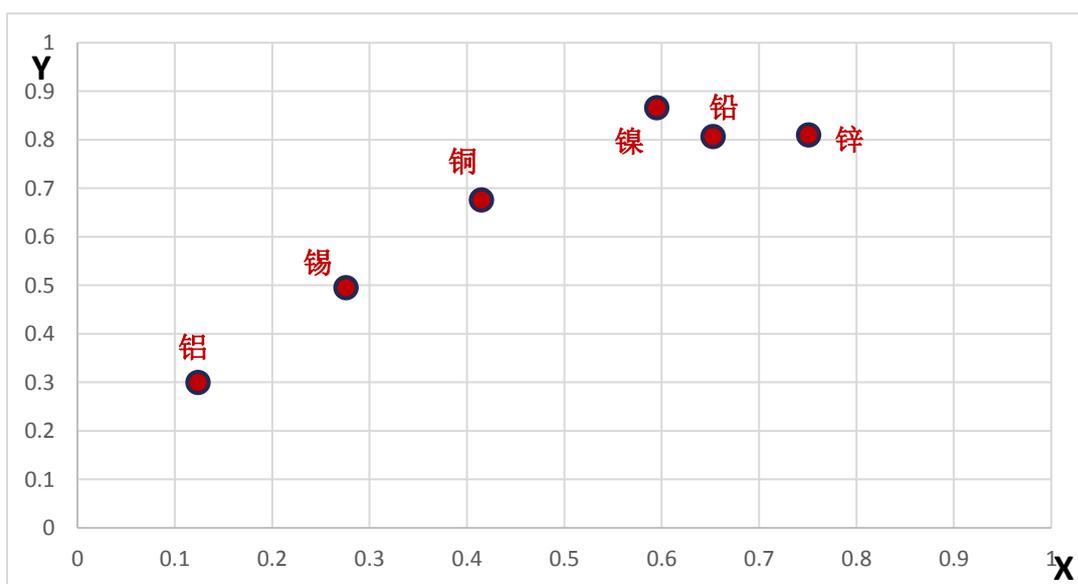
在确立了板块方向之后，接下来需要寻找相应板块中的品种，确定其做为重点关注的品种。在此，本文运用南华指数风险评估模型对不同板块的不同品种进行画像，通过画像来进一步缩小品种选择的范围。

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

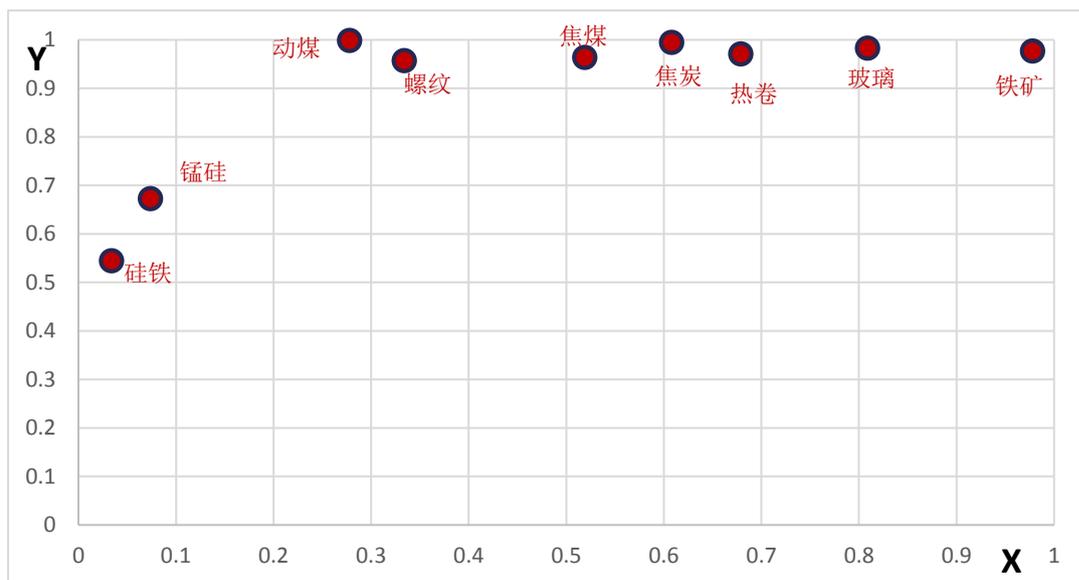


资料来源：南华研究数据截止 2020 年 9 月 24 日

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,基本都已经脱离风险评估极低区间(0.1, 0.1),铅、锌和镍处于相对高位,镍上市时间相对铅锌而言更短,铅锌做为主要考虑品种。从最近走势可以发现,铅在经历了7、8月份的旺季之后,率先走弱,最低下探至14500附近,走势偏弱。锌依然处于高位,当前主要支撑在于锌精矿的影响,如果四季度锌精矿问题能够获得缓解,锌后市空间可能更大一些。

从黑色板块来看,这个板块是今年表现最强的板块,从南华品种指数走势看,众多品种已经创出历史新高,纵向对比Y都是处于1的位置,这种上涨趋势下半年能否一直持续?参考2019年铁矿石行情,2019年铁矿石供应受到影响,需求极端旺盛的背景下,走出了一波波澜壮阔的上涨行情,但是这种上涨在7月底、8月初也是戛然而止,市场之后出现跳水式下跌。不管是从宏观氛围还是产业发展来看,2020年相比2019年只会更弱,而不是更好。在此判断之后,半年报中认为,黑色板块下半年一定会迎来一波强势调整。对比去年行情走势,铁矿石、焦炭可能是未来空间较大品种。从市场走势来看,调整只会迟到而不会缺席。9月份,整体黑色品种迎来调整,螺纹、铁矿和焦炭调整幅度居前,从去年调整的深度来看,当前调整仍未结束。

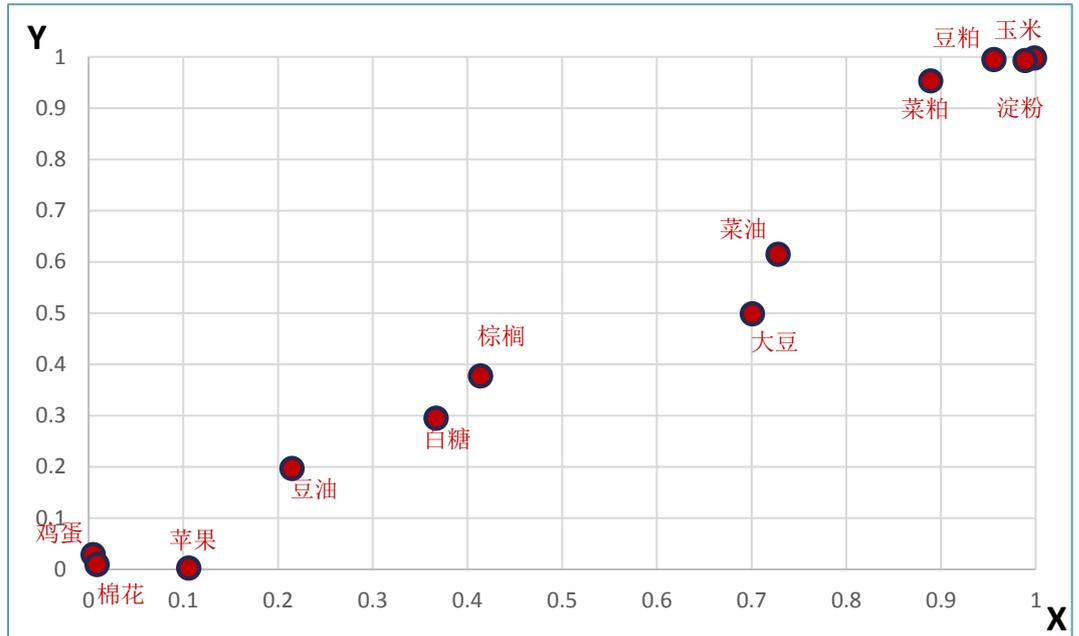
图 4.2.2: 黑色板块风险评估模型



资料来源: 南华研究数据截止 2020 年 9 月 28 日

从农产品板块来看,通过南华农产品指数判断出农产品指数底部基本探明,后期反弹往上走的概率更大一些。从实际走势来看,农产品是二、三季度反弹较强的板块之一。油脂类和饲料类两大品类表现抢眼,尤其是油脂类。以郑油领衔的三大油脂在二、三季度一路走高,上涨幅度都在40%以上。尽管最近出现部分回调,但上涨趋势依然保持良好,尤其是推动郑油上涨的主要矛盾依然没有改变。四季度,郑油和豆油基本面会更强一些,做多豆油或者郑油做空棕榈油可能是个不错的策略。饲料类玉米、粕类走势也非常好,玉米减产已成定局,走势偏强,但是考虑到玉米做为主粮,上涨幅度可能受限,粕类随着生猪存栏的增加,消费端逐步增加,供应端四季度缺乏题材,豆粕的跨期套利可能比单边更好一些。鸡蛋、棉花和苹果处于风险评估极低位置,鸡蛋属于季节性品种,关注当前淘汰鸡的淘汰力度,跟随季节性低买高卖。棉花和苹果供应端也是基本确定,后市能否上涨主要取决于消费端的复苏,相比之下,棉花可能更值得期待。

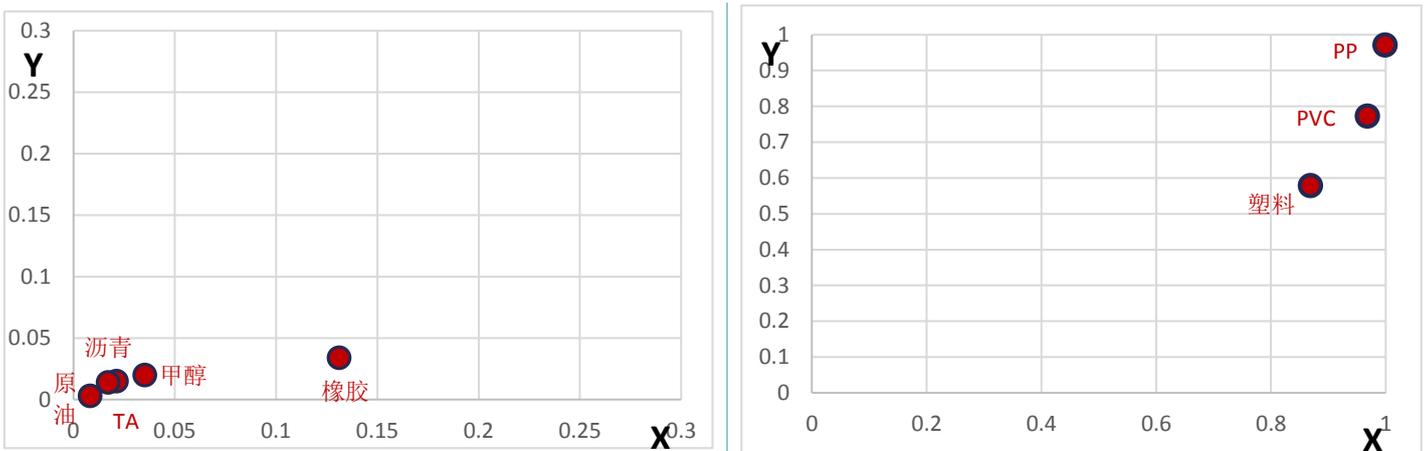
图 4.2.3: 农产品板块风险评估模型



资料来源：南华研究数据截止 2020 年 9 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。二、三季度尽管原油有所反弹，但是 9 月份原油再次探底，原油底部下跌空间有限，但是基本上原油也偏弱，四季度原油可能维持弱势震荡。在此背景下，化工品整体机会都不会很大，关注季节性品种如橡胶、燃料油等。

图 4.2.5: 能化板块风险评估模型



资料来源：WIND 南华研究数据截止 2020 年 6 月 16 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

