



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 2021 年报

让子弹飞一会儿

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 12 月，已经走过了 16 年多的历程，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，受各国量化宽松政策刺激，南华商品指数在第四季度再次创出新高，延续了第五轮趋势的上涨。疫情导致的原材料供应端扰动以及量化宽松政策的退出仍需时日，南华商品指数在明年一二季度仍将延续上涨之势，有望在二三季度达到高点。从交易角度上看，明年二季度之前，买入操作依然是最好的选择。

从板块上看，得益于房地产和基建投资的加速，南华金属板块本轮反弹最强，这种反弹短期可能仍未结束，价格仍有驱动。能化板块中原油及油化工板块最差的时候已经过去，市场在出清之后，伴随着消费的复苏，能化板块明年可能是最值得期待的板块。

明年哪些品种值得关注？有色和黑色板块尽管仍有上涨空间，但是价格高位，波动可能会加剧，操作风险加大。农产品板块中饲料类豆粕、菜粕在生猪存栏持续增长的背景下，有望走出慢牛行情。能化板块最值得关注，原油、燃料油和沥青上涨空间会比较大。

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	2020 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	10
第 3 章	南华商品指数走势分析	12
3.1	南华商品指数走势	12
3.1.1	南华商品指数所处阶段	12
3.1.2	南华商品指数区间段划分	13
3.2	南华商品各板块本年走势	13
3.3	指数为何上涨	15
第 4 章	明年的机会在哪里	16
4.1	当前各板块所处位置	16
4.2	不同品种走势分析	17
	免责声明	23

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:

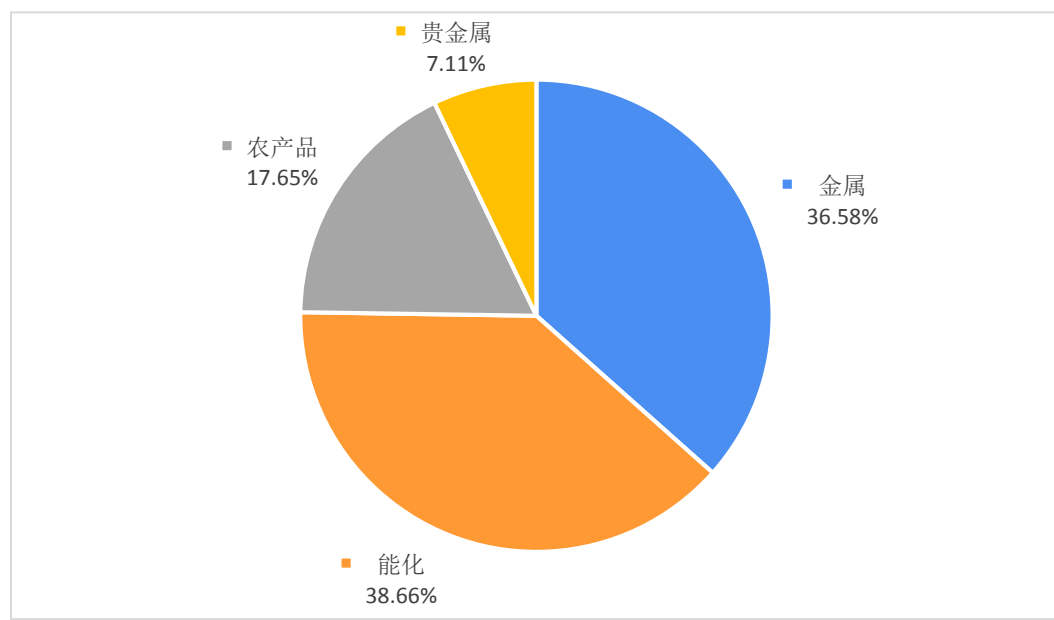
图 2.1.1 南华商品指数系列权重表

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。

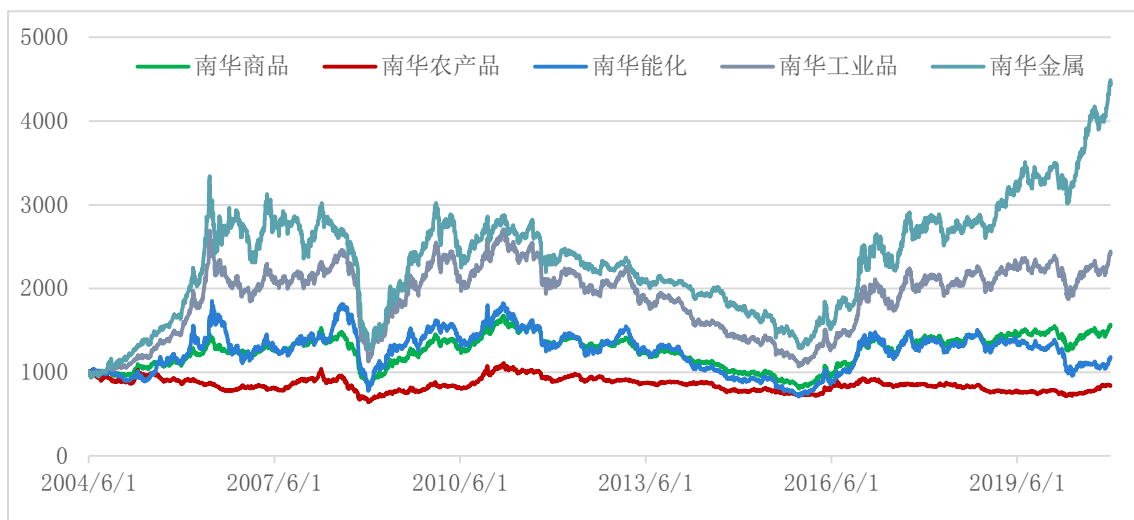
2.2 2020 年商品指数市场概况

2020 年，跌宕起伏、波澜壮阔。既没想到开局，也没能猜到结尾，市场总是以超出人们思考能力之外的形式运行，人类的恐慌和贪婪在这一年显示的尤其明显，尤其透彻。年初，突如其来的疫情搅了人们春节的欢乐和团聚，对于疫情的不明就里和发展的不可控制，人们提心吊胆，自觉隔离。尽管推迟了开市一天，国内商品不可避免的大幅下挫，多数品种跌停。得益于政府强有力的组织工作，人们的积极配合，国内疫情逐渐在向好的方向发展，商品和股市也企稳反弹。然而，在国内疫情控制

之时，国外则是迅速蔓延，但人们的自觉行为和政府的组织能力则是不可同日而语，叠加原油减产协议未能达成，市场陷入极度恐慌。原油一个交易日暴跌超过 30%，带动所有大宗商品和全球股市轮番跳水，价格不断创出新低。

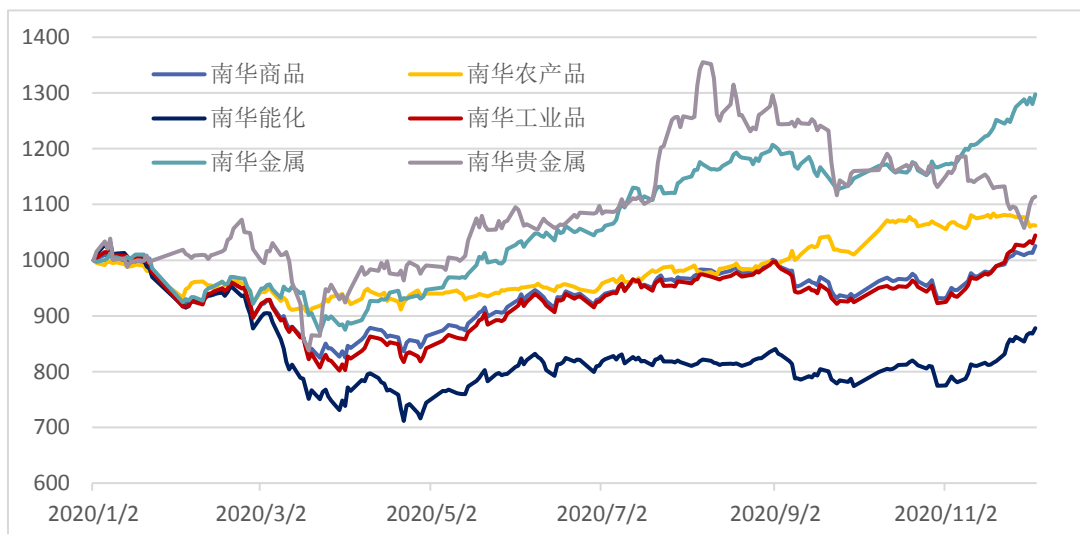
为了应对疫情和经济衰退的冲击，各国大量放水，美国更是开启了史无前例的无限量化宽松政策，流动性的大量注入缓解了市场的流动性危机，价格开始企稳，超跌的品种开始反弹。中国率先控制疫情，复工复产全面提速，大宗商品价格企稳上扬，南华商品指数走出下跌趋势，开启反弹之旅，在年底完全收复了一季度的跌幅，并创出了新高。其中，表现最为亮眼的就是南华金属指数，从最低 3000 左右上涨至 4500 点，涨幅达到 50%，已经超过了 2006 年所形成的历史高点。短短几个季度的时间，市场从恐慌走向亢奋，情绪再次放大，疯狂之后是否一地鸡毛？

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 12 月 4 日

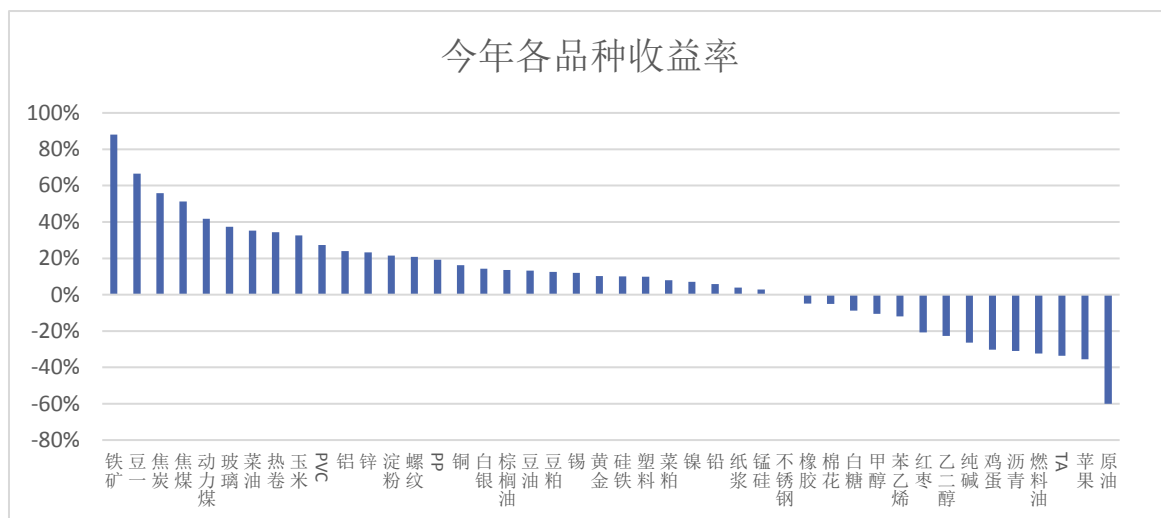
图 2.2.2 商品指数及分类指数年内走势



来源：南华研究 截至 2020 年 12 月 4 日

从品种指数来看，今年各品种年初至 12 月 4 日收益率走势分化巨大，在统计的 44 个品种中，收益率为正的品种为 30 个，收益率为负的品种 14 个，年度收益率超过 20% 的品种有 14 个。收益率排名前五的分别是：铁矿石、豆一、焦炭、焦煤和动力煤；收益率倒数前五的是：原油、苹果、TA、燃料油和沥青。收益率最高的品种是铁矿石 88%，收益率最低品种是原油，收益率为-60%。

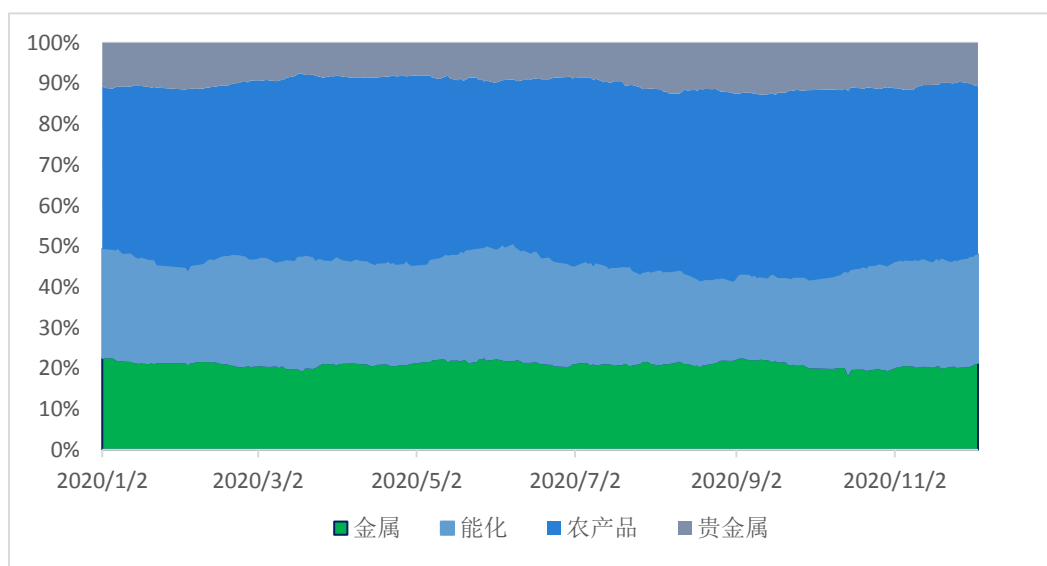
图 2.2.3 单品种指数今年收益率



来源：南华研究 截至 2020 年 12 月 4 日

从持仓金额占比来看，截至 12 月 4 日，南华商品指数四大板块持仓金额发生了一些变化。贵金属板块先降后升，总体变化不大，占比 11.95%；能化板块起伏波动较大，经历了四个降升阶段，基本保持稳定，占比 29.94%。农产品板块占比上升，从年初 44.79% 上升至年末的 46.12%；金属板块占比下降，金属板块持仓金额占比从 25.27% 下降至 23.9%。

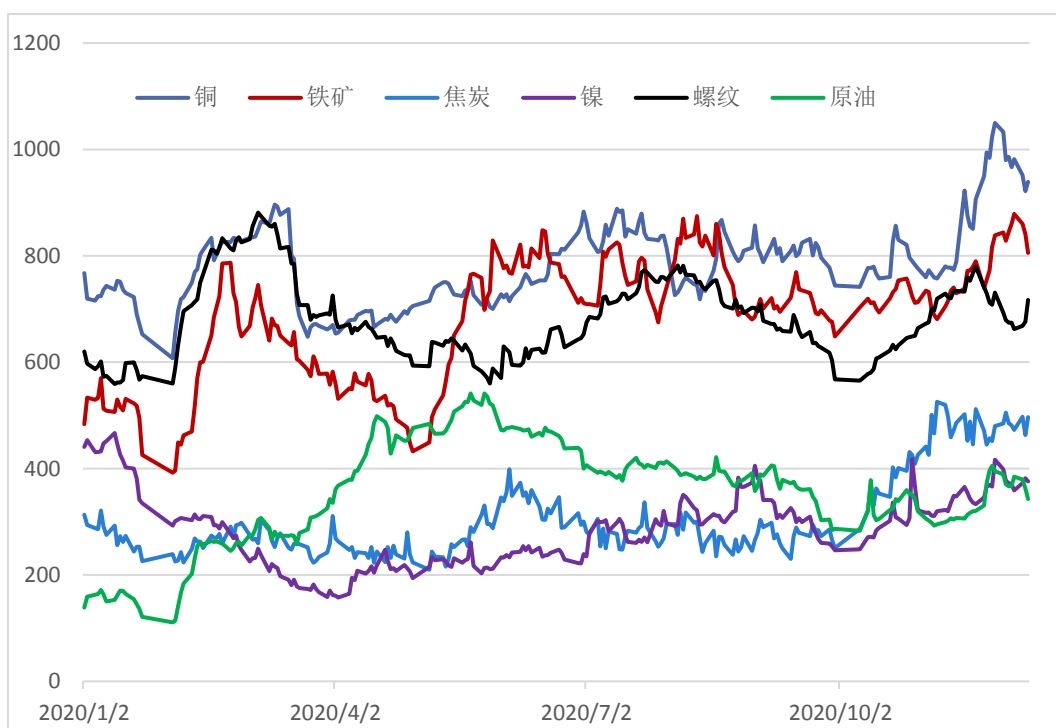
图 2.2.4：南华商品指数各板块持仓金额占比



资料来源：南华研究 数据截止 2020 年 12 月 4 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，一年之内，持仓金额的变化还是非常明显的。与房地产相关的四个品种铜、铁矿、焦炭和螺纹，持仓金额变化比较类似，年内出现三次的持仓金额下跌上涨循环，持仓金额走势与商品价格走势较吻合。原油和镍的持仓金额走势比较特殊，原油是先大幅增加，后大幅减少，大幅增加的启动点是原油价格暴跌之后，抄底资金很多，持仓金额迅速走高，但是到了6月份之后，持仓金额就明显大幅减少，或许是原油价格走势太缺乏波动性，资金对其失去了耐心。镍的持仓金额则是从开年就一直下滑，后面有所上涨，幅度有限，或许去年镍的行情足够大，今年市场的参与度有所降低。

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 2020 年 12 月 4 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。

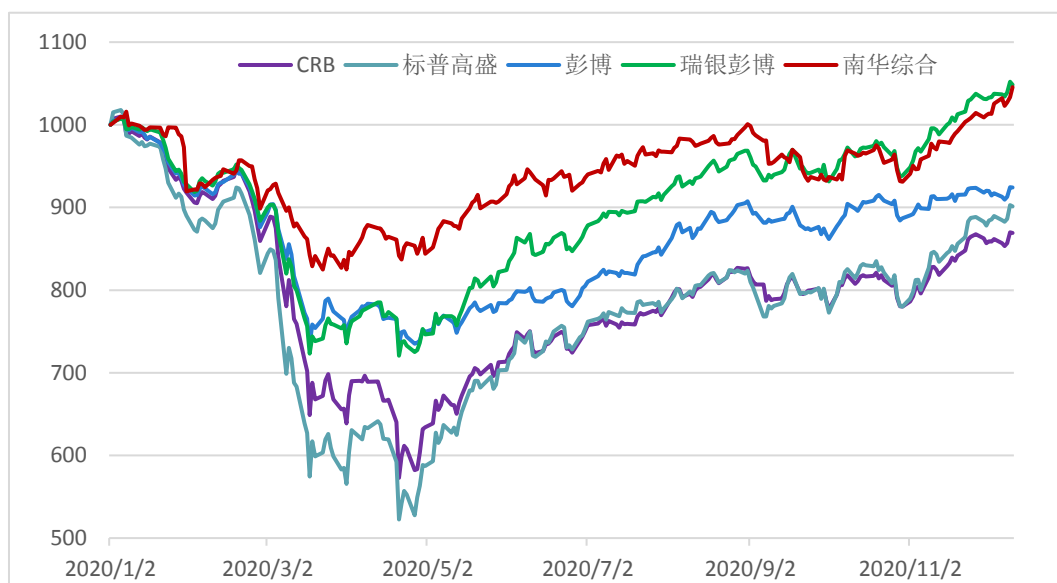
瑞银彭博商品指数（CMCI）由一揽子 28 种商品期货组成，包括能源类：WTI 原油和布伦特原油等，权重占比为 35.47%；工业品贵金属类：铜铝铅锌黄金白银等，权重占比为 32.5985%；农产品类：小麦，大豆等，权重占比为：27.94%，其它为畜产品类：活牛等，权重占比 3.99%。

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 12 月 11 日

从今年几大商品指数走势看，整体走势都比较一致，呈现先下跌后上涨的格局，但是不同指数的波动幅度有较大差异。其中标普高盛商品指数年内波动幅度最大，最深跌幅将近 50%，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，从而其跌幅最小。从整年来看，南华综合指数和瑞银彭博指数表现不错，尽管经历了黑天鹅事件，年终最后还是出现正增长，其它指数则全部是负增长。

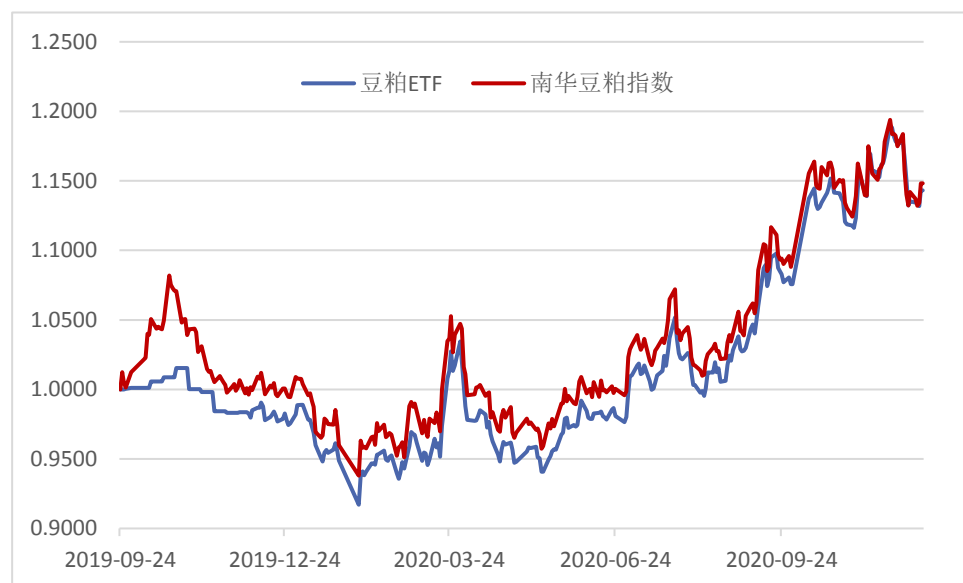
2.4 南华商品指数与国内商品 ETF 对比

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 12 月 11 日，豆粕 ETF 净值为 1.1432，南华豆粕指数点位为 1.1481，相比之下，两者基本接近。从下图对比来看，尽管前期南华豆粕指数一直保持在豆粕 ETF 上方，但是随着时间的推移，两者走势越来越一致。

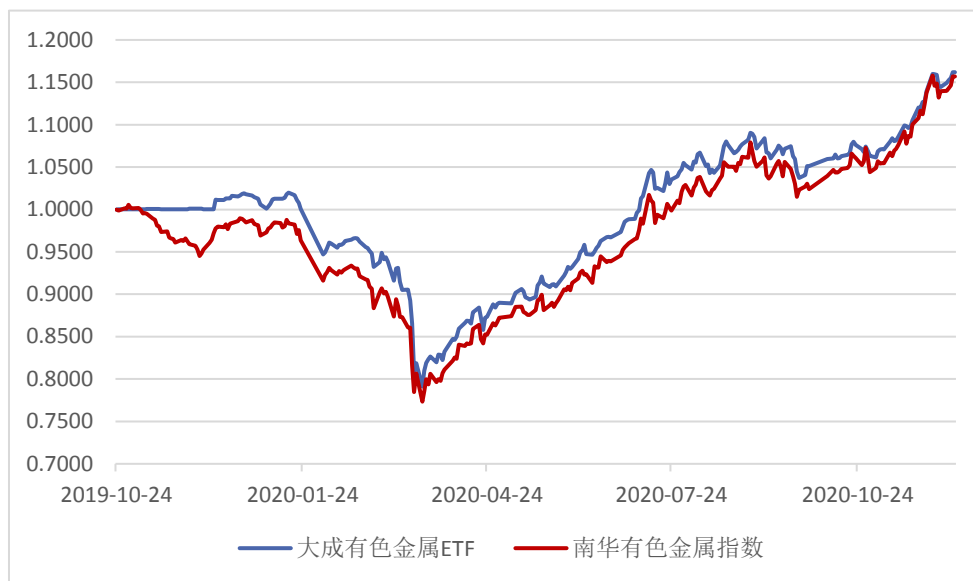
图 2.4.1：南华豆粕指数与豆粕 ETF



资料来源：南华研究 数据截止 2020 年 12 月 11 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 12 月 11 日，有色 ETF 净值为 1.1619，南华有色金属指数为 1.5699。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，有色 ETF 一直维持在南华有色金属指数上方。但是，随着时间的推移，两者走势越来越接近。

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 12 月 11 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 12 月 11 日，能化 ETF 净值为 1.0002，南华能化指数为 0.8956。在上半年，两者走势还比较一致，但是进入三季度之后，两者走势分化越来越明显。这也正常反应了国内品种走势比包含有原油的南华能化走势更强一些。

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 12 月 11 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。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；供应遇阻，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 9 月初。进入 9 月份，美国、巴西和印度疫情屡创新高，欧洲二次疫情爆发，原油供应端减产逐渐减少，多个利空叠加来袭，处于高位的南华商品指数出现一波回调，回调一直持续到 9 月底。十一国庆黄金周，中国消费引爆市场，大宗商品再次开启上涨之旅，这轮涨势一直持续到 12 月中旬，南华商品指数最高达到 1597，超过 1 月份的高点，创出新高。本轮上涨的引领主要来自于工业品，并呈现普涨格局，上涨势头之快、之强、上涨品种之多也是市场罕见。

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 12 月 11 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。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。

之前我们预测南华商品指数将处于高位大区间震荡格局，在二、三季度如此强势的反弹之下都未能创出新高的南华商品指数，后期将难于创出新高。但是，计划总是赶不上变化。临近年底的房地产和基建赶工潮，叠加黑色供应端的疫情和政策扰动，黑色板块一骑绝尘，铁矿石、焦煤、焦炭、玻璃和动力煤等品种纷纷走出市场所预期之外的走势，叠创新高；国外疫情持续发酵，中国复工复产，成为全球商品出口来源地，有色金属和化工品接连走高，带动南华商品指数不断上扬，并于 2020 年 12 月 15 日创出 1607 点的高位。既然南华商品指数已经创出新高，则表明当前的上涨趋势仍未完结，当前依然处于第五轮的上涨过程中。

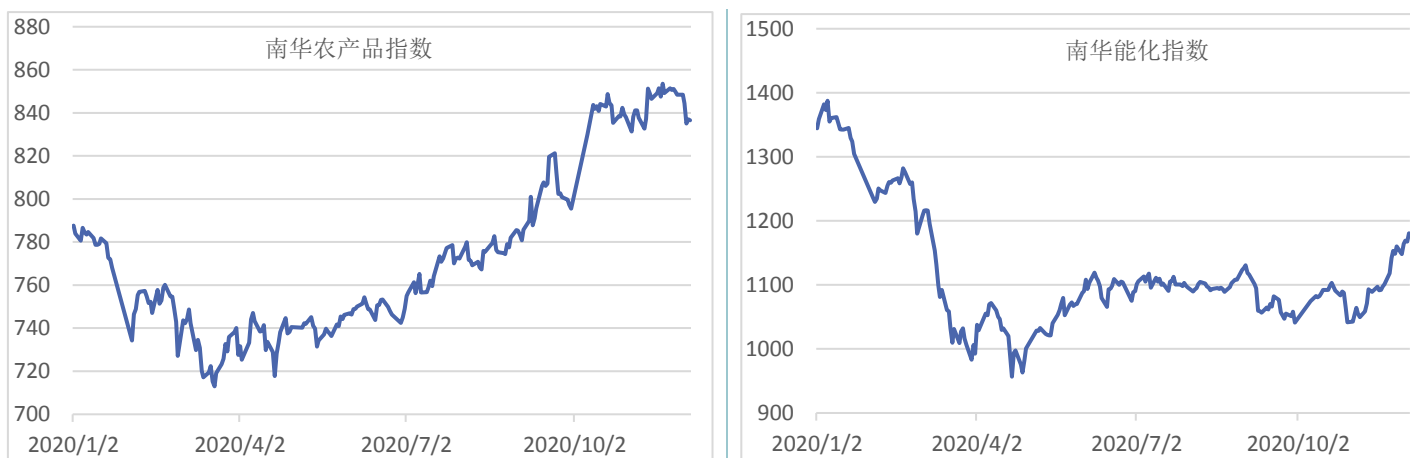
3.2 南华商品各板块本年走势

2020 年，相同的是南华各板块指数走势，1–3 月下跌为主，3 月之后整体上涨，不同的是各板块下跌和上涨的幅度。

1-3 月，下跌幅度最大的板块指数为能化指数，能化指数由于受到原油及相应油化工的影响，跌幅最大，南华能化指数跌幅超过 40%；南华有色指数因为受到外盘资产配置因素的影响，也跟随下跌，跌幅明显较能化指数收窄，20%左右。南华农产品指数由于前期跌幅已经很多，处于相对低位，跌幅有限，10%不到；而南华黑色指数由于基本都是国内品种，完全没有受到外盘的影响，基本没跌，处于窄幅横盘状态。一季度四个板块的不同走势也表明了不同板块的强弱幅度，黑色最强，农产品次之，有色第三，能化最弱。

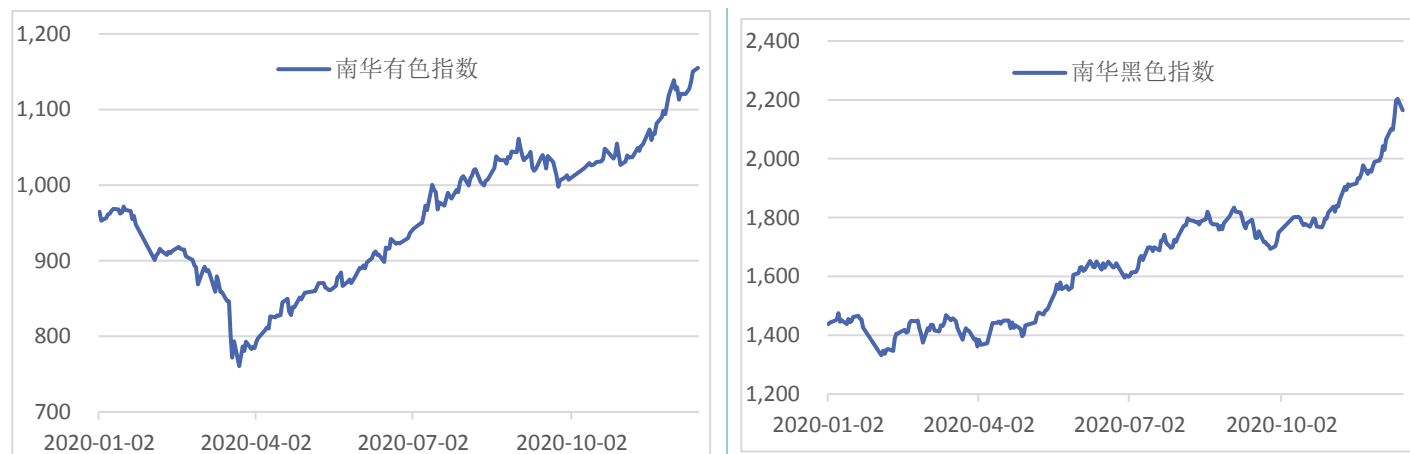
强者恒强，弱者恒弱。在后期的反弹阶段，这一格言被之后的走势完美诠释。受益于中国房地产和基建投资的快速增长，中国复工复产的全面推进，南华黑色指数直接从 1400 点上冲至 2200，涨幅接近 60%，一气呵成。南华有色指数受到来自于供应端的扰动和需求端的发力，表现也不俗，从 760 点上涨至 1150 点位，涨幅也超过 50%；能化指数中原油尽管跌幅最大，但是反弹却不是最强的，后期还一度大幅下挫，归功于煤炭类品种的强势，能化板块最终涨幅也超过 20%；农产品指数受到苹果、鸡蛋等的拖累，涨幅受限，上涨 15%左右。

图 3.2.1：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 2020 年 12 月 4 日

图 3.2.2：南华有色金属指数与南华黑色指数本年走势



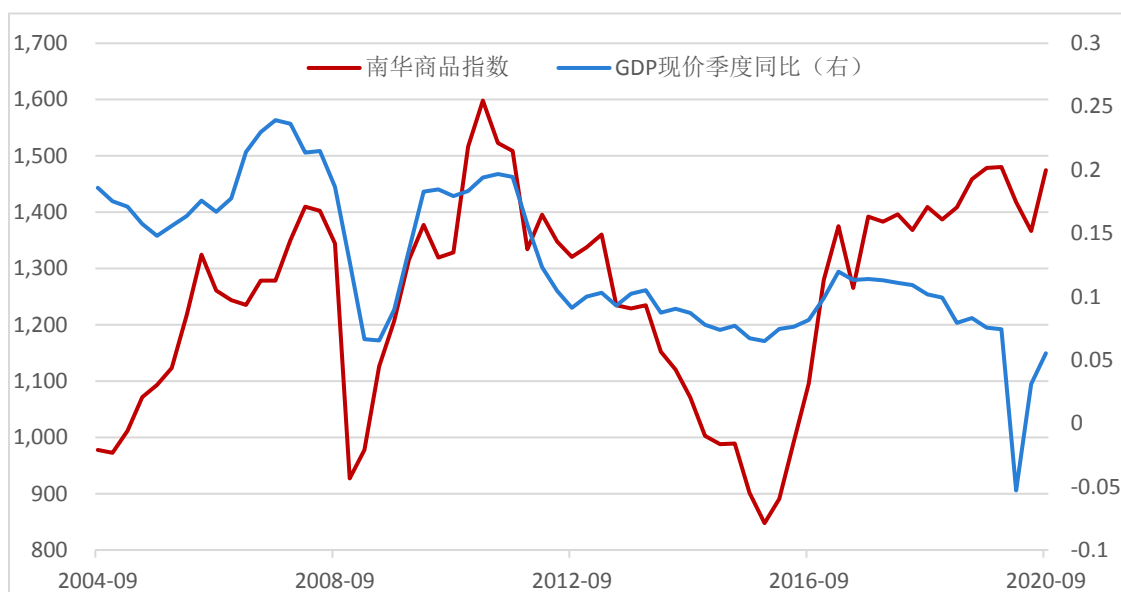
资料来源：WIND 南华研究数据截止 2020 年 12 月 4 日

3.3 指数为何上涨

南华商品指数包含 20 个主要的品种，每个品种价格的走势都与宏观经济息息相关，从趋势上看，南华商品指数与中国 GDP 现价季度同比走势基本保持一致。今年一季度，受新冠肺炎疫情影响，国内 GDP 现价季度同比录得负增长，南华商品指数应声下跌，从最高 1552 下跌至 4 月 1 日的 1260 点位，跌幅达到 18.81%。

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。进入四月份，南华商品指数开始企稳，在中国复工复产的号召之下，迅速反弹，二季度 GDP 现价季度同比由负转正，上涨 3.1%，同期南华商品指数从最低 1260 反弹至最高 1426。三季度，GDP 现价同比继续增长，同比上涨 5.54%，拉动南华商品指数在 9 月份最高达到 1529 点位，继续上涨超过 100 点。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。

图 3.3.1：南华商品指数与 GDP 现价季度同比



资料来源：WIND 南华研究

从当前发布的各项宏观月度指标数据来看，四季度中国 GDP 现价季度同比可能超过 6%，而从南华商品指数走势看，四季度出现加速上涨势头，也是对四季度 GDP 现价季度同比继续上升的真实反映。四季度南华商品指数超过一季度的高点，截至 2020 年 12 月 15 日，南华商品指数最高达到 1607 点位，创出本轮新高。考虑到 2020 年一季度和二季度 GDP 基数较低，2021 年一季度和二季度 GDP 现价季度同比毫无疑问会继续创出新高。因此，当前南华商品指数上涨趋势依然没有结束，2021 年必将继续创出新高。

什么时候可能出现拐点？参考 2008 年次贷危机引发全球经济动荡和南华商品指数大幅下挫对比来看。2010 年 3 月也即一季度，中国 GDP 现价季度同比回到 18.28%，基本回到金融危机之前的水平，在此之后的 2011 年 3 月份，南华商品指数创出新高，之后中国 GDP 现价季度同比出现拐头，南华商品指数从高位大幅回落。时间回到 2020 年，在三季度中国 GDP 现价季度同比为 5.5%，基本回

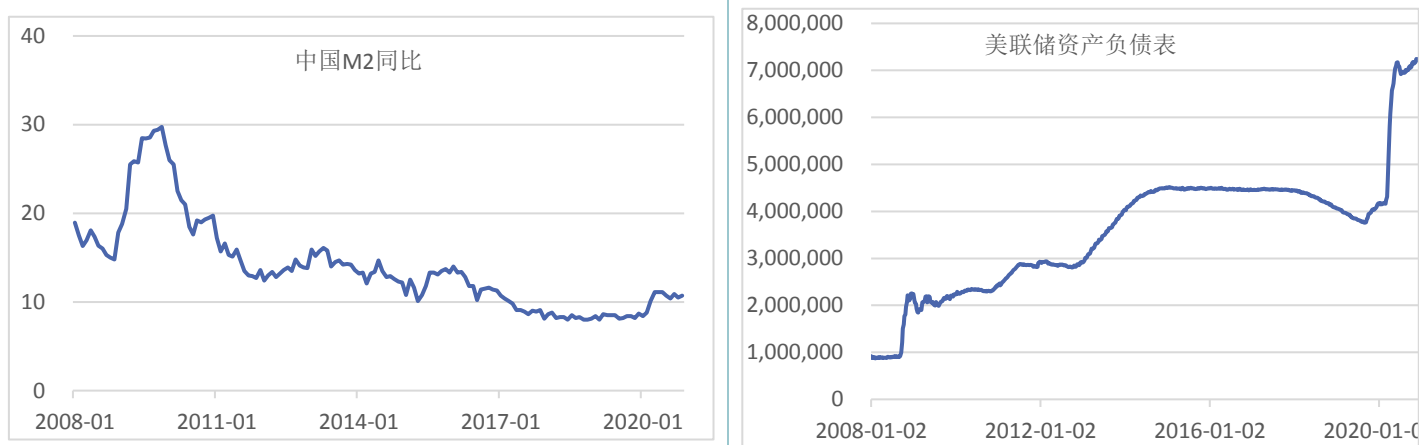
到疫情前的正常水平，往后推一年，也即在 2021 年三季度，南华商品指数可能创出新高。这种分析与中国 GDP 现价季度同比走势分析基本保持一致。

中国 M2 同比何时回归正常

疫情爆发，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，截至 2020 年 11 月，M2 同比一直维持在 10% 以上的水平。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。当前，美国依然在考虑推出新的刺激计划，美联储资产负债表继续扩张无疑。

美联储自 2008 年以来一直处于扩表之中，其走势对于商品价格缺乏参考意义，相对而言，中国 M2 同比倒是能追踪一二。2008 年 11 月份左右，中国 M2 同比为 15% 附近，之后 M2 同比大幅走高，至 2009 年 11 月份，最高达到同比增加 29.74%。之后，货币政策逐步回归，M2 快速下滑，在 2011 年 2 月份，M2 同比首次回到 15.7%，基本回归到危机前的水平，而南华商品指数也是在 2011 年一季度，确切的说实在 2011 年 2 月 14 日达到最高 1664 点。如果这不是巧合，则考虑当前中国 M2 同比变化情况，在疫情发生之前，也即 2020 年 2 月份，中国 M2 同比为 8 附近，也即 9 以内，并较长期维持在此水平。如果未来在某个月度中国人民银行的报告中，发布消息告诉 M2 同比回落到 9 以内，则可能表明货币政策回归正常，南华商品指数拐点正在或即将出现。

图 3.3.2: 中国 M2 同比和美联储资产负债表



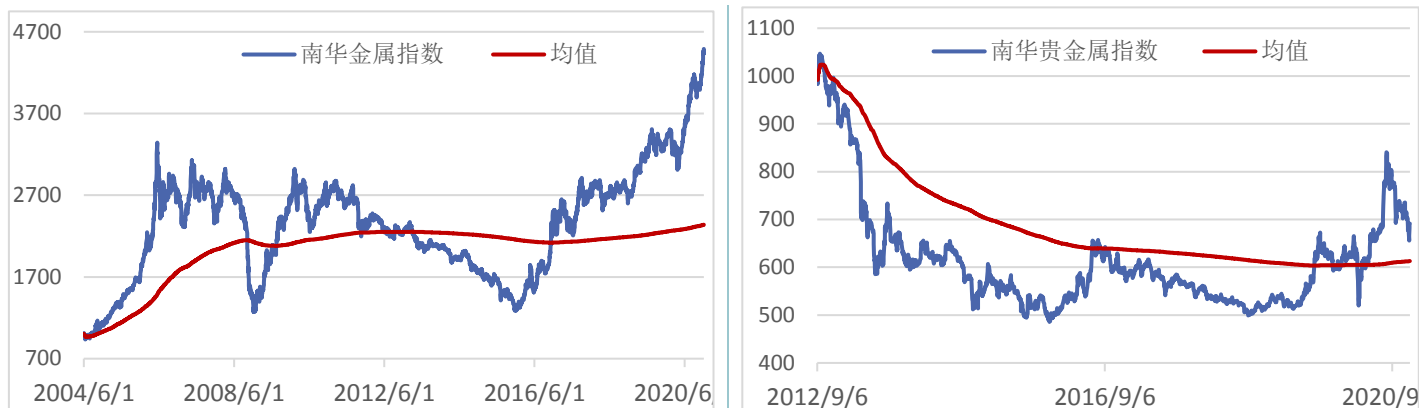
资料来源：WIND 南华研究（右图单位：百万美元）

第4章 明年的机会在哪里

4.1 当前各板块所处位置

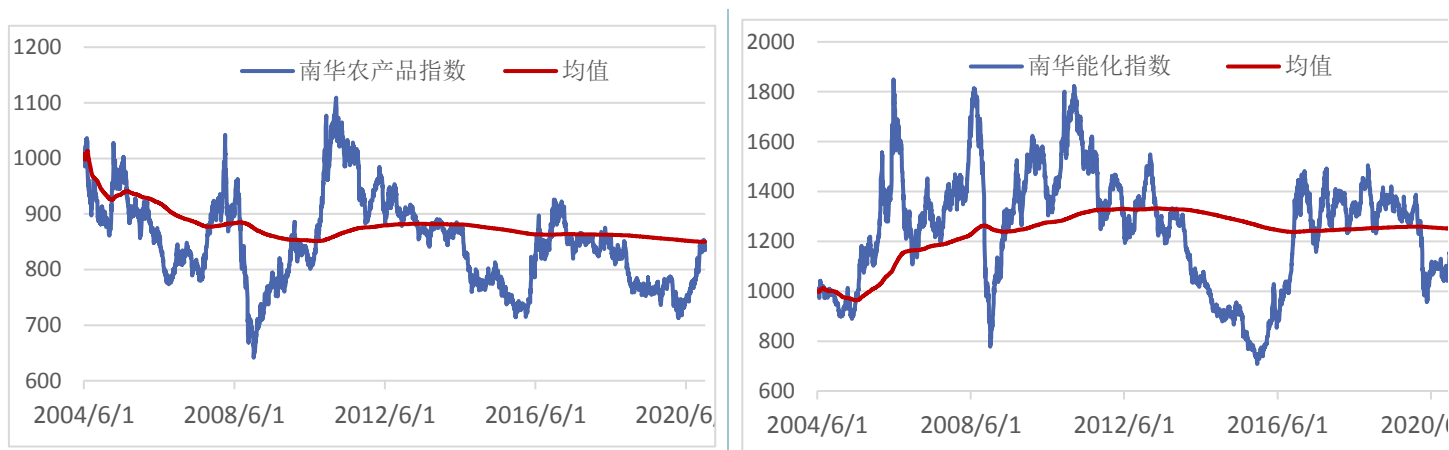
今年引发大宗商品剧烈波动的两个黑天鹅事件——原油减产协议和疫情的爆发，原油减产协议的影响基本消化，而疫情的发展还在继续，每个国家管控力度的差异，从多个层面对大宗商品价格形成影响，导致今年大宗商品走势分化非常严重，不同板块由于供应和需求、停产和复产等因素的影响导致走势各异。

图 4.1.1：南华金属指数和贵金属指数均值



资料来源：WIND 南华研究数据截止 2020 年 12 月 4 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 12 月 4 日

前面已经对南华商品指数进行了分析，认为当前依然处于周期中上涨阶段，也即第五段的延续。从各个板块上看，走势分化较大，处于不同的阶段。南华金属指数是所有板块中最强的，一月份高点为 3503 点位，当时已经处于相对高位，在疫情期间出现小幅回调，之后就持续上涨，截至 12 月 15 日，最高上涨至 4745 点位，南华金属指数由南华有色指数和南华黑色指数中的品种组成。以当前点位来看，南华金属指数风险评估处于高位。从趋势上看，当前依然是上涨趋势，但是从投资的角度看，风险收益比不是很合适。南华农产品指数和南华能化指数今年都已经创出新高，当前处于从底部的上涨阶段，上涨势头保持良好。考虑到一轮趋势的开始持续时间总是比较长，所以，当前行情仍未结束。

4.2 不同品种走势分析

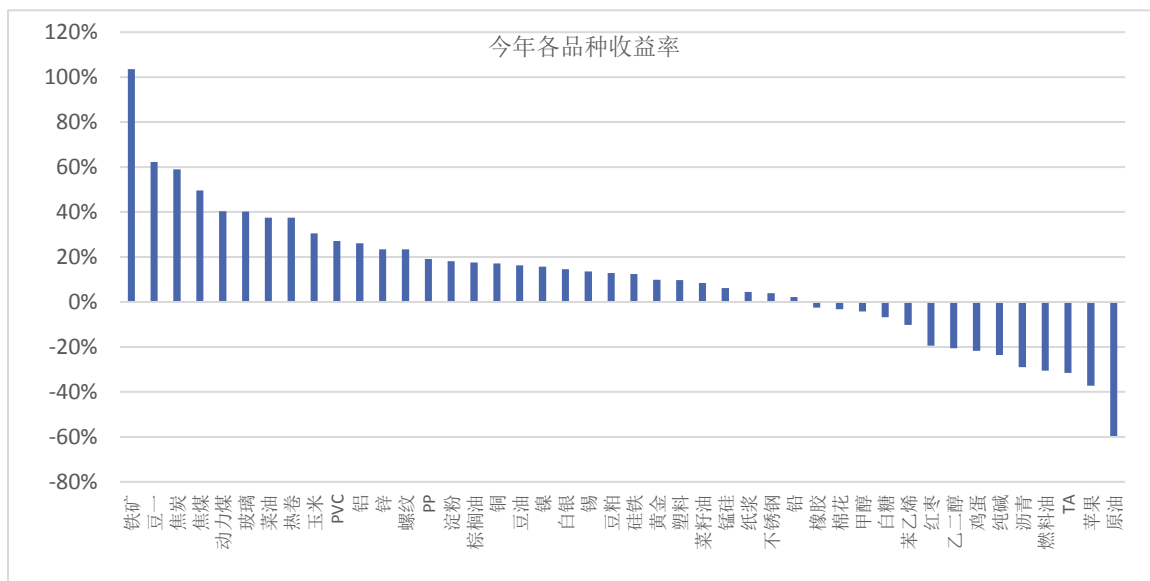
上面提到尽管南华商品指数今年整体上涨，但是不同板块分化较大。其实，在同一板块，分化也是非常大的，有的品种上涨，有的品种则是大幅下挫，这点在能化板块、农产品板块中表现最为明显。黑色板块和有色板块全部收益率为正，也即保持上涨；农产品板块多数上涨，少数下跌，能化板块则是多数下跌，少数上涨。今年属于量化宽松大年，为什么不是所有品种都出现大幅上涨？板块之间和

板块内部分化为什么会这么明显？商品价格的走势除了受到宏观环境的影响以外，基本面也是主导其走势的关键，相对而言，基本面是核心，宏观环境起到辅助作用。

2020 年南华各品种指数收益情况：

- 上涨的品种：
- 黑色板块：铁矿、焦炭、焦煤、玻璃、热卷、螺纹、动力煤、硅铁、锰硅。
- 有色板块：铝、锌、铜、镍、铅。
- 农产品板块：豆一、菜油、玉米、淀粉、棕榈油、豆油、豆粕、菜粕。
- 能化板块：pvc、PP、塑料、尿素、纸浆。
- 下跌的品种：
- 农产品板块：苹果、鸡蛋、红枣、棉花、橡胶。
- 能化板块：原油、TA、燃料油、沥青、纯碱、乙二醇、苯乙烯、甲醇。

图 4.2.1 单品种指数今年收益率



来源：南华研究 截至 2020 年 12 月 15 日

工业品上涨来源于消费的驱动，农产品上涨则是取决于供应的扰动。

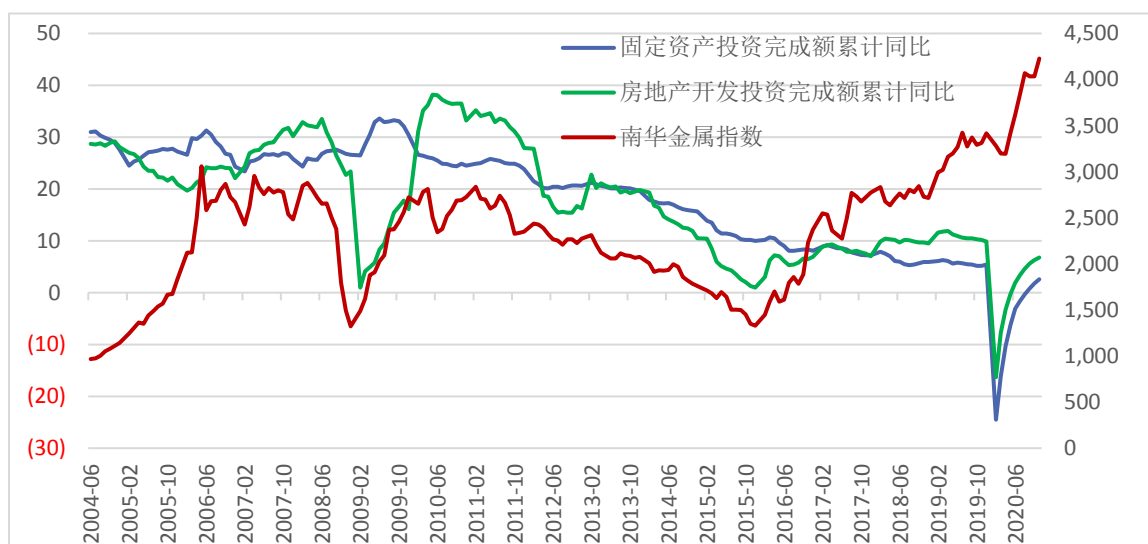
从上面列出的上涨板块来看，黑色板块和有色板块所有品种都出现上涨，而且今年的上涨幅度非常大，为什么这些板块今年的走势会如此强劲？黑色和有色板块下游终极消费来自于房地产、基建以及部分工业品的出口，看看这些行业今年的走势如何。

从下图来看，房地产投资金额同比与南华金属指数走势趋势性非常强，基本是同涨同跌，而且呈现南华金属指数领先于房地产投资金额同比的关系。如 2008 年危机阶段，南华金属指数在 2008 年 12 月触底，之后强势反弹，而房地产投资金额同比则是 2009 年 2 月份；在高位反转阶段，南华金属指数在 2010 年 4 月触及本轮反弹最高点 2811，但是房地产投资完成额度累计同比达到最高峰则是在

2010 年 5 月，最高为 38.2。分析房地产投资完成额累计同比数据，由于前期低基数影响，导致 2010 年 2 月数据快速走高，直接回到了危机发生前的水平，在连续 2-3 个月高位之后，同比就面临高点的到来，并出现行情转向。房地产市场主要受资金推动，而资金宽松程度又取决于央行货币政策，央行一直在推崇相机决策调控，即在市场比较弱的时候，政策倾向于托底，货币宽松，在市场比较火的背景下，政策倾向于降温，货币逐渐收缩。

回到本轮也即 2020 年市场走势情况。在房地产投资完成额累计同比大幅下挫的背景下，南华金属指数也出现回调，只是回调幅度比较有限。在危机之前，房地产投资完成额累计同比一般保持在 10% 左右，截至 2020 年 11 月份，该值为 6.8，仍大幅低于危机发生前水平。因此，预计 12 月份该值仍将继续上扬，并一直持续到 2020 年 2 月份。考虑到 2020 年 2 月份为负值，2021 年 2 月份同比将会跳涨。从当前房地产投资完成额来看，每月增加的额度都在 13000 亿元左右，对比 2019 年 2 月份情况，2021 年 2 月份房地产投资完成累计额度将显著大于 13000 亿元，这将导致 2021 年 2 月份房地产投资累计完成额度同比超过 30%，大大超过疫情发生前的水平，此一水平至少要维持 3-4 个月的时间。对比前期央行操作思路，在此期间内，央行将会采取相机决策政策措施，货币政策收紧，累计同比在政策正式收效前再冲一冲，最后回归正常。因此，从时间上来看，房地产投资累计额度同比下滑的时间在 5-7 月份，而南华金属指数会提前 1-2 个月触及高点，也即高点位置在 5-6 月份。

图 4.2.2：固定和房地产投资完成额累计同比与南华金属指数



资料来源：WIND 南华研究

国内有房地产的加持，黑色主要是国内消费为主，除此之外，我国还是一个出口大国，出口对于经济的增长也是非常重要，对于出口占据很大部分消费份额的商品而言，出口也是需要重点关注。

在中国出口产品中，工业制成品中机械、家电电子、电线电缆、五金等产品出口占比较大，而在这些产品中，铜是必不可少的工业原材料。参考下方图中中国出口同比与南华铜指数图可以发现，两者走势趋势性非常一致。在 2008-2009 年次贷危机之时，南华铜指数领先于出口同比 6-7 个月时间，领先达到低点，在后期的反弹阶段，出口同比则是领先于南华铜指数从高点回落。这说明在 2008-2009 年阶段，铜价的下跌主要受外盘所影响。而从 2020 年的情况看，出口同比和南华铜指数基本同步，都是在 2020 年 4 月触底，之后快速走高，在出口同比持续攀升的背景下，铜价很难出口拐头。2020 年疫情从 1 月份开始，尽管没有出台 1 月份出口数据，也能分析出 1 月份出口同比是大幅下滑，这种负

增长一直迟迟到 2020 年的 6 月份才转为正增长 0.5%。考虑到 2020 年基数低的影响，2021 年中国出口同比仍将大幅上升，这种上升的势头有望一直持续到明年 6 月份。因此，在明年 6 月份之前，铜价都不会出现真正的拐头。参考铜为例，很多与出口有关的大宗商品走势也将与铜类似，保持现有上涨趋势。

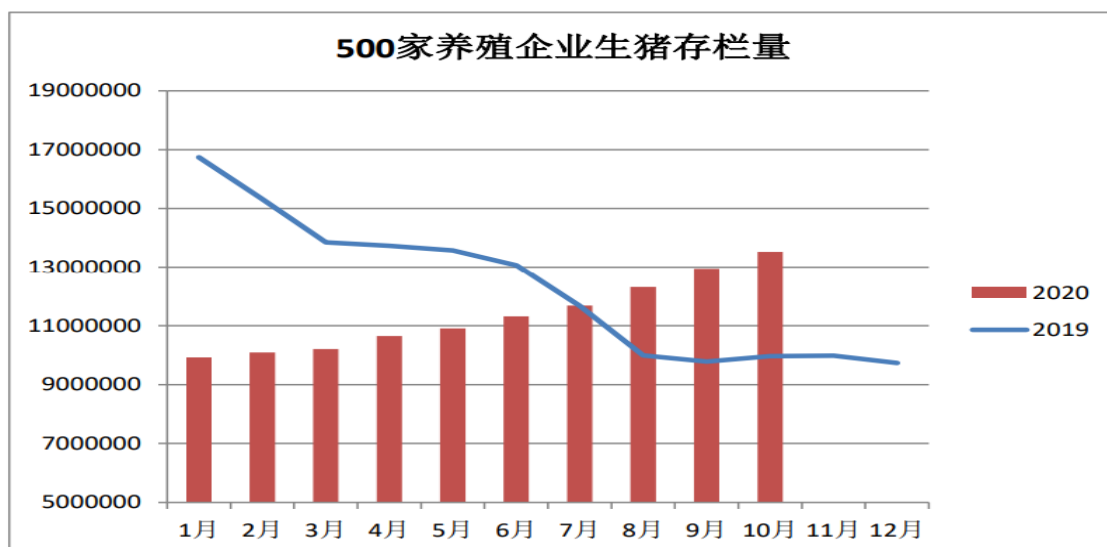
图 4.2.3：中国出口同比与南华铜指数



资料来源：WIND 南华研究

从农产品端来看，今年上涨的品种包括主粮、饲料和油料三大块。主粮中大豆、玉米和淀粉的上涨来源于供应端的扰动，叠加库存处于相对低位，在明年主粮没有收获之前，市场依然是保持上涨强势，但是考虑到当前价格的高位，上涨空间有限，如果有回调机会，依然以买入为主。

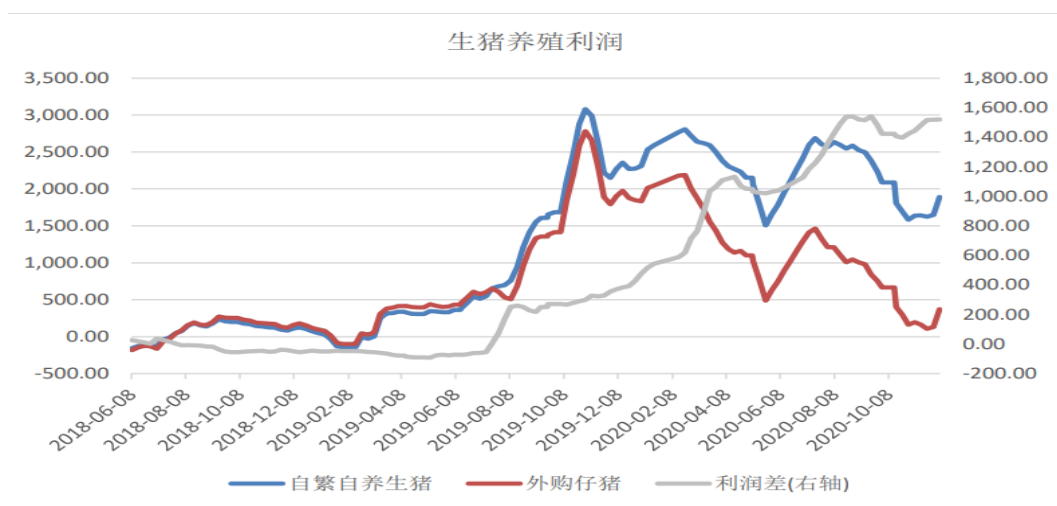
图 4.2.4：500 家养殖企业生猪存栏量



资料来源：天下粮仓 南华研究

关于豆粕和菜粕，属于饲料用粮。由于去年猪瘟影响，生猪存栏持续下滑，但是今年处于逐步恢复过程中，来自于天下粮仓的数据，可以看出，2020 年样本企业 500 家养殖企业生猪存栏量处于稳定持续上涨之中。结合当前生猪养殖利润仍处于高位，生猪存栏量增长的势头短期难于改变，饲料消费端的增长是确定无疑的。回到供应上面。南美和北美的天气和种植面积等方面的供应扰动还未体现，对于豆粕和菜粕，当前仍是处于持续上涨过程中。

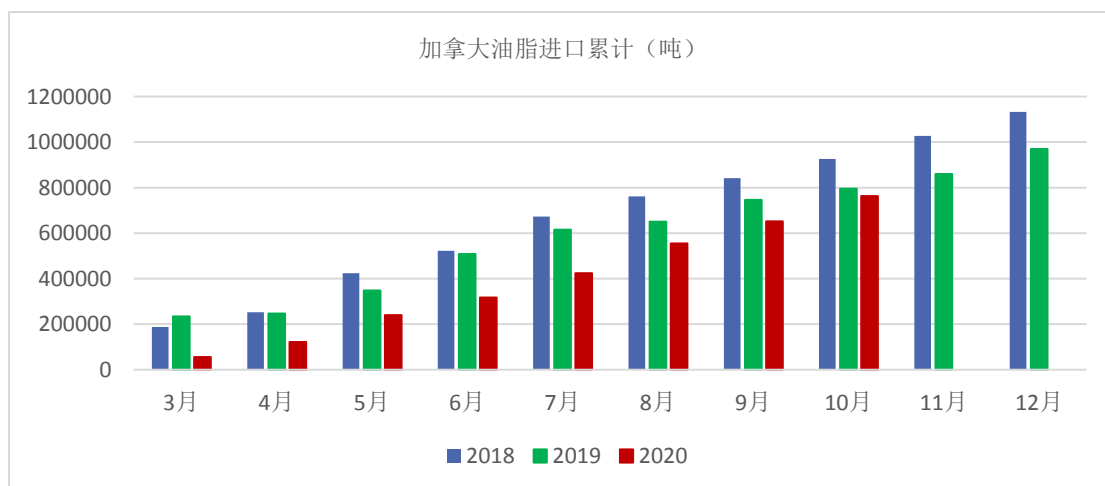
图 4.2.5: 500 家养殖企业生猪存栏量



资料来源: WIND 南华研究

油脂类三大商品今年集体上涨，而且涨幅不小，领头羊为菜油。消费是支撑价格上行的动力源泉，中国疫情的控制使得老百姓可以安心的出行，餐饮消费得以复苏，带动油脂类产量消费的增长。相对而言，供应端的扰动则是更为主要。由于中加关系影响，中国从加拿大进口油脂数量这两年大幅下滑，相比 2018 年，今年减少数量为 16 万吨。在中加关系没有恢复正常之前，菜籽油走势相对强势。具体到棕榈油和豆油，则是需要另行分析。

图 4.2.6: 中国从加拿大油脂进口量



资料来源: WIND 南华研究

从下跌板块来看，主要是农产品板块和能化板块，农产品板块中的苹果、红枣由于今年是个丰产年，跌势基本确定。鸡蛋则是由于缺乏利多支撑，叠加本身鸡蛋品种适合卖空操作，明年依然以卖空为主。能化板块中，原油系下的化工品今年由于疫情大幅下挫，不过，市场在逐渐出清，随着疫情的好转，明年原油及油化工品或许王者归来。

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

股票简称：南华期货 股票代码：603093

