



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

2022 年南华商品指数四季度展望

熊途漫漫

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 2022 年 9 月，已经走过了 18 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。原油继续保持着权重第一的位置，螺纹钢、铁矿石和焦炭的权重则是紧随其后，四个主要品种权重占比达到 40.9%。2022 南华综合指数品种数目与 2021 年对比，豆油、聚丙烯、燃料油被剔除，铝、纯碱和菜籽油被重新选入。

三季度，大宗商品整体经历了一波大幅下挫行情，从品种指数收益率来看，相对于上半年，品种收益率出现较大变动。从统计的相对活跃的 46 个品种来看，单品种收益率为正与负的品种各有 23 个，占比 50%；从收益率幅度上看，正收益率最高达到 49.07%，负收益率最低为-33.07%，收益率 10%以上的品种有 13 个，占比为 28.3%。

从期货市场上看，期货市场保持稳步快速发展，客户权益继续大幅上涨。2022 年 2 月份，期货公司客户权益达到 1.26 万亿元，相比 2020 年 5 月份翻了一番，7 月份，又创出新高，达到 1.5 万亿元的新高，期货市场稳健前行。

市场趋势已经由上涨转为下跌——熊途漫漫，市场关注也已经从供应端扰动转为关注需求端。从板块上看，黑色金属指数和有色金属指数走势偏弱，农产品指数和能化指数相对偏强。从资产配置角度看，可以考虑多配农产品板块，空配工业品板块。



股票代码
603093

研究报告完整版如何获取？

扫码关注【南华期货】公众号
回复【品种+邮箱】获取全文



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	南华商品指数急跌后反弹	11
3.1.2	经济下行 商品下跌	13
3.2	南华商品各板块下半年走势展望	17
3.2.1	有色金属板块——低库存难敌弱需求	17
3.2.2	黑色金属板块——地产金九银十还有吗	18
3.2.3	能化板块——冷冬 or 暖冬?	19
3.2.4	农产品板块——分别对待	20
	免责声明	22

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 2022 年 9 月，已经走过了 18 年多的历程，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

2022 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:

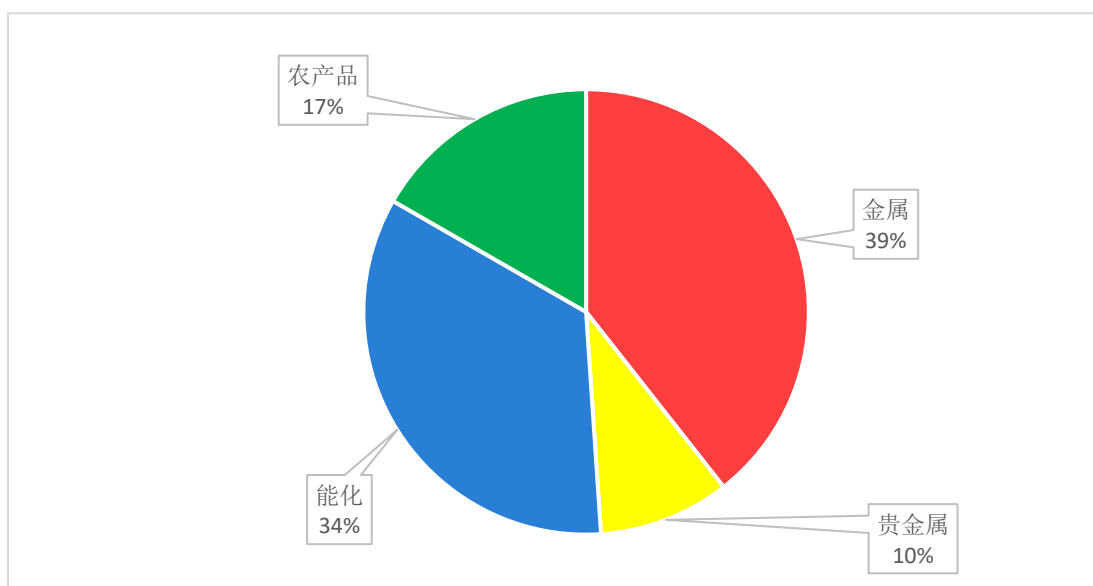
图 2.1.1 南华商品指数系列权重表

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
螺纹钢	9.66%	10.28%	22.23%				30.25%	
铁矿石	9.24%	9.32%	21.25%				27.47%	
镍	5.71%	6.57%	13.14%					25.53%
原油	13.92%	12.61%		20.03%				
铜	7.44%	7.59%	17.10%					34.14%
黄金	5.21%					58.32%		
焦炭	8.08%	7.80%		12.85%			23.01%	
白银	4.32%					41.68%		
天然橡胶	4.06%	4.71%		8.45%				
棕榈油	3.32%				13.15%			
豆粕	3.64%				13.20%			
锌	3.29%	3.65%	7.57%					14.82%
PTA	3.34%	3.57%		6.18%				
甲醇	2.82%	3.04%		5.30%				
苹果	3.28%				11.05%			
纯碱	2.15%	2.48%		4.44%				
一号棉	2.34%				8.57%			
菜籽油	2.08%				7.94%			
铝	4.06%	3.80%	9.34%					18.97%
白糖	2.04%				7.64%			
聚丙烯		2.56%		4.35%				
乙二醇		2.00%		3.43%				
玻璃		2.00%		2.88%				
纸浆		2.13%		3.55%				
焦煤		3.73%		5.73%			11.02%	
石油沥青		2.00%		2.89%				
液化石油气		2.19%		3.58%				
动力煤		7.97%		11.53%				
不锈钢			3.37%				4.09%	
锡			2.00%					3.04%

硅铁	2.00%	2.00%
锰硅	2.00%	2.16%
PVC	2.52%	
苯乙烯	2.29%	
玉米	9.23%	
鸡蛋	4.83%	
生猪	12.83%	
黄大豆一号	7.56%	
红枣	2.00%	
玉米淀粉	2.00%	
铅		3.50%

来源：南华研究 截至 2022 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 2022 年 6 月 1 日

从排名上看，原油继续保持着权重第一的位置，螺纹钢、铁矿石和焦炭的权重则是紧随其后，四个主要品种权重占比达到 40.9%。由于铜与国际铜、天然橡胶与 20 号胶、豆粕与菜粕、棉花与棉纱、低硫和高硫、原油和燃料油、棕榈油和豆油、聚丙烯和塑料、螺纹钢和热卷相关性超过 90%，选择保留流动性较强的品种，国际铜、20 号胶、菜粕、棉纱、低硫、燃料油、豆油、塑料、热卷等从入选品种中剔除。2022 南华综合指数品种数目与 2021 年对比，豆油、聚丙烯、燃料油被剔除，铝、纯碱和菜籽油被重新选入。

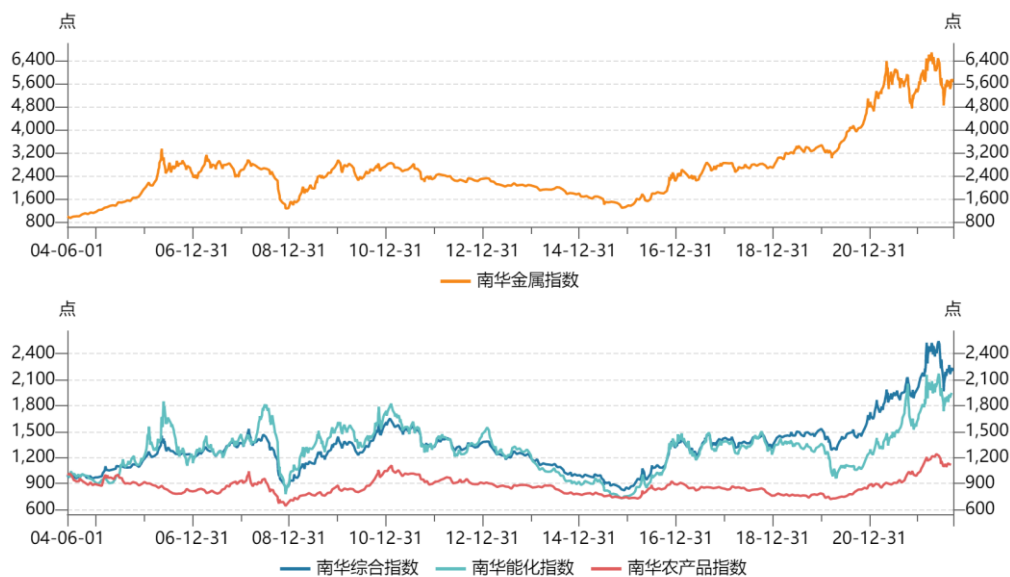
分类指数中部分板块指数的品种个数较去年有所增加，既有老品种由于交投活跃度上升而纳入，也有生猪这样的新品种首次入选。总体而言，南华商品指数系列的权重构成稳重有变，指数多样性得以提升。

2.2 上半年商品指数市场概况

2022 年开局，南华商品指数延续了 2021 年的上涨趋势，开年之后所有系列指数都是震荡上行趋

势，走势较为一致，一个多月的时间涨幅就达到 10%左右。2 月底，随着俄乌冲突的爆发，南华能化指数走势明显偏强，呈现快速上涨势头，同时，也带动其它商品指数走强，幅度稍弱于南华能化指数。在 3 月份，南华能化指数年内涨幅达到 30%，南华金属和南华农产品则在 20%左右。俄乌冲突引发的市场恐慌达到最高值之后，自那以后，南华商品系列指数就紧随俄乌冲突的进展情况，处于高位震荡的走势。尽管南华商品指数在 6 月份有创出新高，但缺乏持续性，触及之后也是 V 型反转。6 月份，随着美联储预期之外的加息 75 个基点，叠加前期强预期的落空，商品市场大幅下挫，所有商品指数都下跌，金属指数跌幅最大，农产品指数跌幅最小，本轮跌幅直到 7 月中旬才企稳。

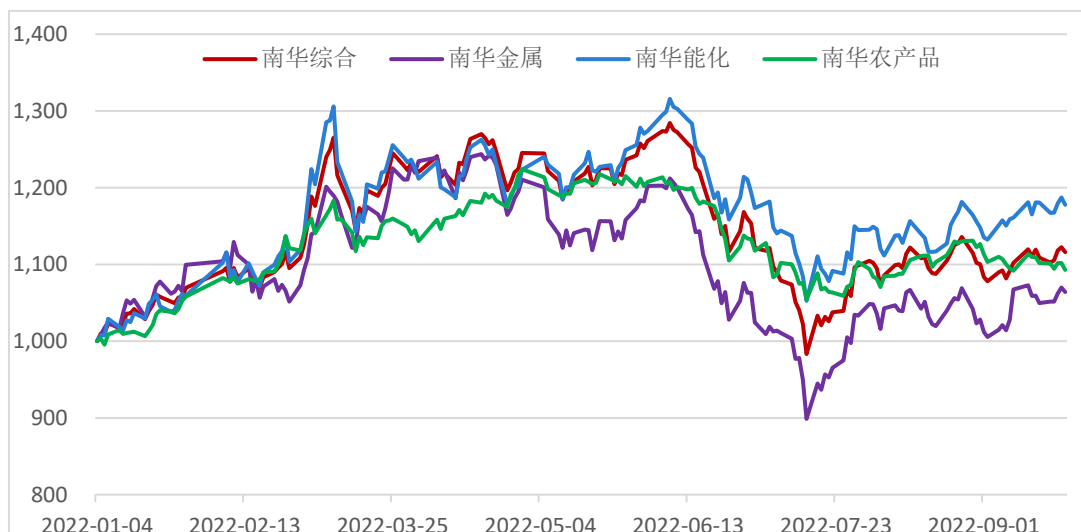
图 2.2.1 商品指数及分类指数历史走势



数据来源：Wind

来源：南华研究 截至 2022 年 9 月 26 日

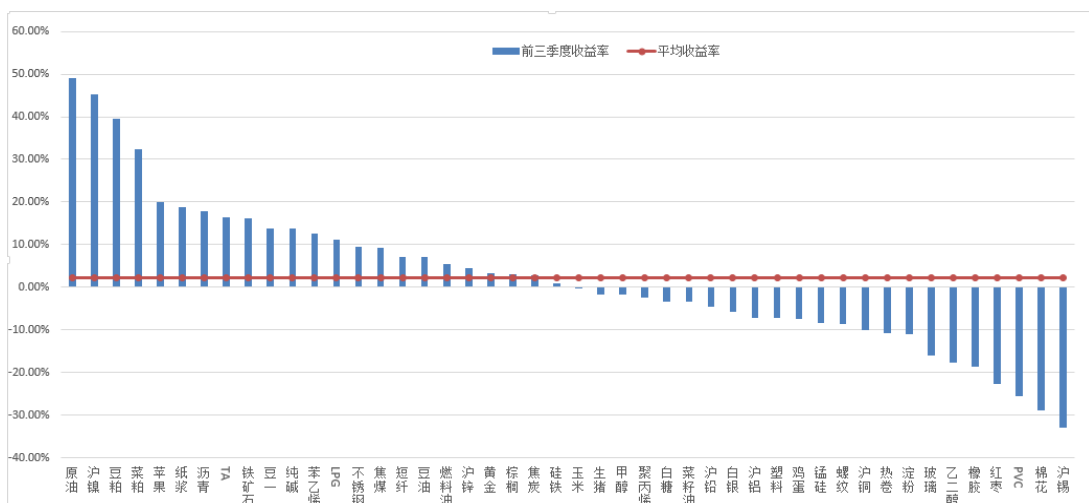
图 2.2.2 商品指数及分类指数年内走势



来源：南华研究 截至 2022 年 9 月 26 日

从品种指数收益率来看，相对于上半年，品种收益率出现较大变动。从统计的相对活跃的 46 个品种来看，单品种收益率为正的品种有 23 个，占比 50%，单品种收益率为负的品种有 23 个，占比 50%；从收益率幅度上看，正收益率最高达到 49.07%，负收益率最低为-33.07%，收益率 10%以上的品种有 13 个，占比为 28.3%。涨幅占据前六位的分别是原油（49.07%）、沪镍（45.35%）、豆粕（39.46%）、菜粕（32.44%）、苹果（19.967%）、纸浆（18.71%），跌幅前六位的分别是沪锡（-33.01%）、棉花（-28.82%）、PVC（-25.55%）、红枣（-22.81%）、橡胶（-18.62%）、乙二醇（-17.77%）。从板块分布来看，原料端供应相对紧张的板块依然偏强，消费端供应得到缓解的板块跌幅较大。

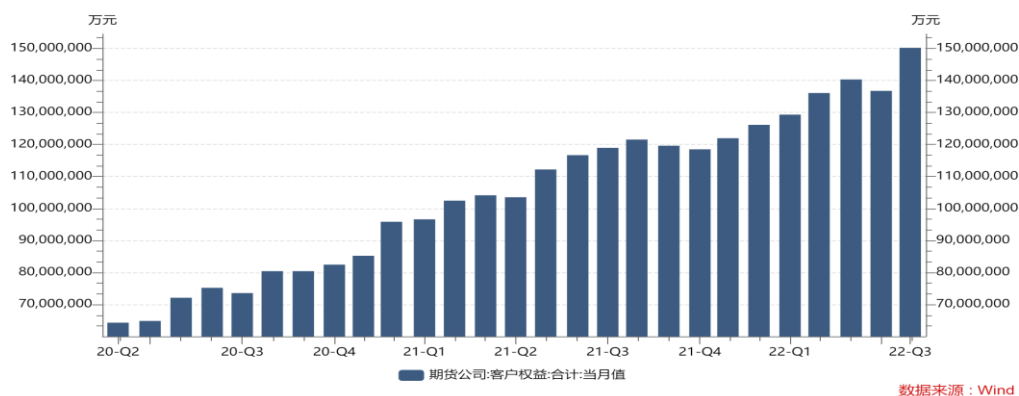
图 2.2.3 单品种指数前三季度涨跌幅



来源：南华研究 截至 2022 年 9 月 26 日

从期货市场发展来看，市场对于期货的接受程度越来越高，市场沉淀资金越多越多，期货公司客户权益不断增长。2020 年 5 月份，期货市场客户权益 6400 亿元，2021 年 4 月份，期货市场客户权益一举突破 1 万亿大关，之后，持续保持在 1 万亿水平之上。2022 年 2 月份，期货公司客户权益达到 1.26 万亿元，相比 2020 年 5 月份翻了一番，之后每个月环比都维持上涨势头，只在 2022 年 6 月，小幅下滑至 1.367 万亿元，但是到了 7 月份，又创出新高，达到 1.5 万亿元的记录水平。

图 2.2.4：期货公司客户权益



资料来源：WIND 南华研究 数据截止 2022 年 7 月

2.3 南华商品指数与国际指数对比

今年上半年，俄乌冲突引发大宗商品供应端担忧，推动大宗商品尤其是与俄乌两国相关的品种如能源、有色金属、部分农产品等价格大幅飙升，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%。

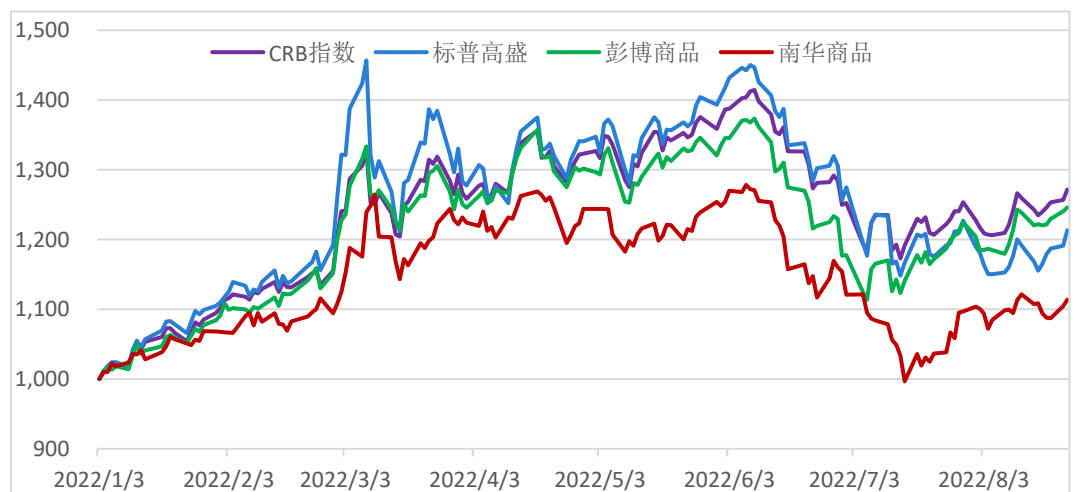
彭博商品指数（BCOM）原名道琼斯瑞银商品指数，由 23 种商品期货组成，包括能源类：WTI 原油和布伦特原油等，权重占比为 19.54%；工业品贵金属类：铜铝铅锌黄金白银等，权重占比为 40.09%；农产品类：小麦，大豆等，权重占比为：34.63%，其它为畜产品类：活牛等，权重占比 5.74%。

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全球产量数据的平均数计算，权重数据每年都会作出调整。

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，权重占比约 34%；工业品贵金属类：螺纹钢、铜、黄金等，权重占比约 49%；农产品类：苹果、豆粕、白糖等，权重占比约 17%。

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。

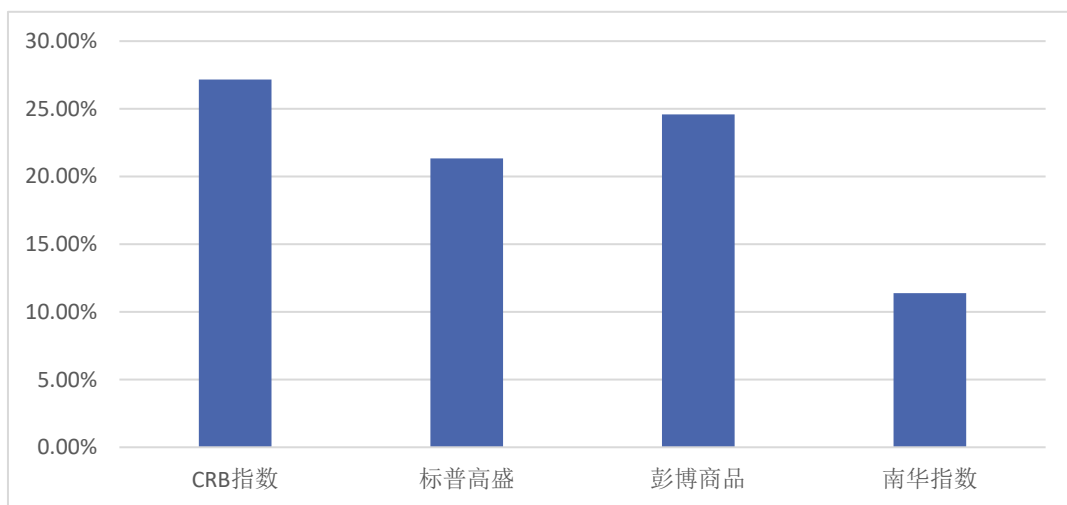
图 2.3.1：南华商品指数与主要国际商品指数走势



资料来源：南华研究 数据截止 2022 年 8 月 23 日

从今年上半年几大商品指数走势看，四大商品周四走势基本一致，只是上涨和下跌的幅度有一些差异。3 月份俄乌冲突推动原油大幅上涨，标普高盛在这个阶段表现最为突出，走势最为强劲，涨幅远远大于其它商品指数，这主要得益于标普高盛指数成分中原油比重占比最大。总体来看，南华商品指数一直处于四大指数的下方，主要原因在于南华商品指数中有很多中国独有的商品，比如能化板块中的 PVC、TA 等，黑色板块中的玻璃等等，这些都有的品种使得南华商品指数与其它商品指数走势不一致；另外，今年由于国外依然受疫情拖累，叠加俄乌冲突导致能源成本大幅提升，外围品种供应端受到影响，推高了相关品种的价格，相比之下，国内所受影响则小得多，国内上涨动力也大幅减弱。

图 2.3.2：主要商品指数前三季度收益率



资料来源：南华研究 数据截止 2022 年 8 月 23 日

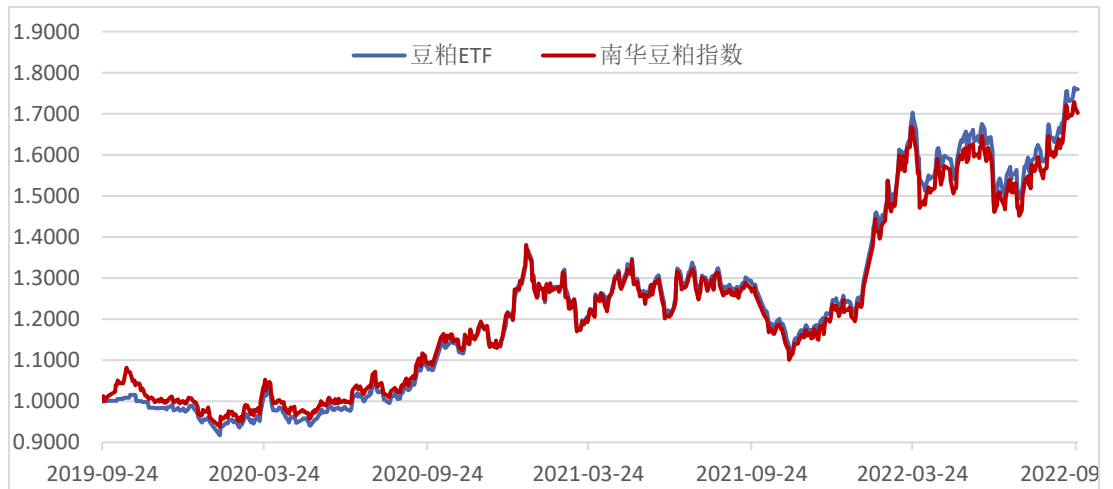
截止 6 月 16 日，四大商品指数今年收益率都非常亮眼，普遍收益率在 20% 以上，这在大类资产配置中也是表现非常不错的。最高的标普高盛商品指数收益率达到 38.72%，最少的南华商品指数收益率也达到 22%，再一次展现了大宗商品配置的重要性。

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 2022 年 9 月 26 日，豆粕 ETF 净值为 1.7597，南华豆粕指数折算点位为 1.7018。

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 2022 年 9 月 26 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 26 日，有色 ETF 净值为 1.4602，南华有色金属指数折算为 1.5268。

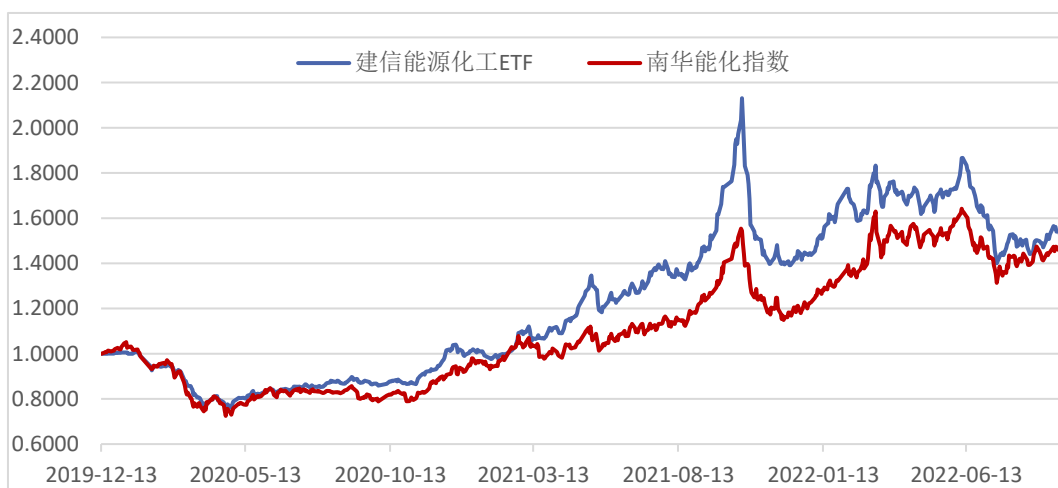
图 2.4.2：南华有色金属指数与有色 ETF



资料来源：南华研究 数据截止 2022 年 9 月 26 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 26 日，能化 ETF 净值为 1.5320，南华能化指数折算为 1.4697。

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 2022 年 9 月 26 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 南华商品指数急跌后反弹

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。2020 年一季度，疫情爆发，南华商品指数大幅回调至均线附近。二季度，中国对疫情的有力管控，复产复工全面铺开，大宗商品需求出现恢复性增长；与此同时，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 2022 年一季度，南华商品指数也是创出了 2552 点的高点。二季度，市场处于拉锯战之中，弱现实与强预期相碰撞，南华商品指数也呈现高位震荡格局，尽管后期南华商品指数创出新高 2577.23，但也未能持续太久。涨的越高，跌的更猛。预期一旦落空，市场踩踏出现，短短一个月的时间，南华商品指数直接从 2577.23 下跌至 1964.02，连续大幅度的下跌 613.21 点，跌幅 23.79%。本轮跌幅基本抹去 2022 年上半年涨幅，商品指数回归到年初的位置。本轮跌幅超过 20%，从技术上看，已经进入熊市，尽管 7 月份南华商品指数出现一波上涨，最高上涨至 2270 附近，但毫无疑问，本轮上涨仅是反弹而已，大宗商品的下跌之旅已经开启，熊途漫漫。

图 3.1.1.1：南华商品指数与均值



资料来源：南华研究 数据截止 2022 年 9 月 26 日

今年上半年，南华商品指数走势稳健，开年就一路走高，基本没有低于年初开盘点位。2 月底 3 月初，随着俄乌冲突的爆发，南华商品指数有过一波凌厉的上涨行情，南华商品指数直接从 2200 上涨至超过 2500 点，这波上涨的主要原因在于俄乌冲突引发的市场担心。俄乌两国都是资源大国，地大物博，俄罗斯盛产能源、金属等，乌克兰则是世界粮仓。冲突爆发推动能源、有色金属、农产品出现暴涨行情，推动南华商品指数走高。3 月份之后，市场行情风格有所转换，趋势性走势转变为高位震荡，俄乌冲突进展牵动着商品指数的神经，商品指数的走势也就跟随俄乌冲突局势的发展而起伏。二季度的整理行情基本消化了俄乌冲突带来的供应端扰动，市场静待下游消费强预期的启动。但是，消费迟迟未能到来，等来的确实美联储加息 75 个基点，市场多头如泄闸之洪水，一涌而下，相互踩踏之下，南华商品指数大幅下挫，抹去年初以来的所有涨幅。

图 3.1.1.2 南华商品指数年内走势

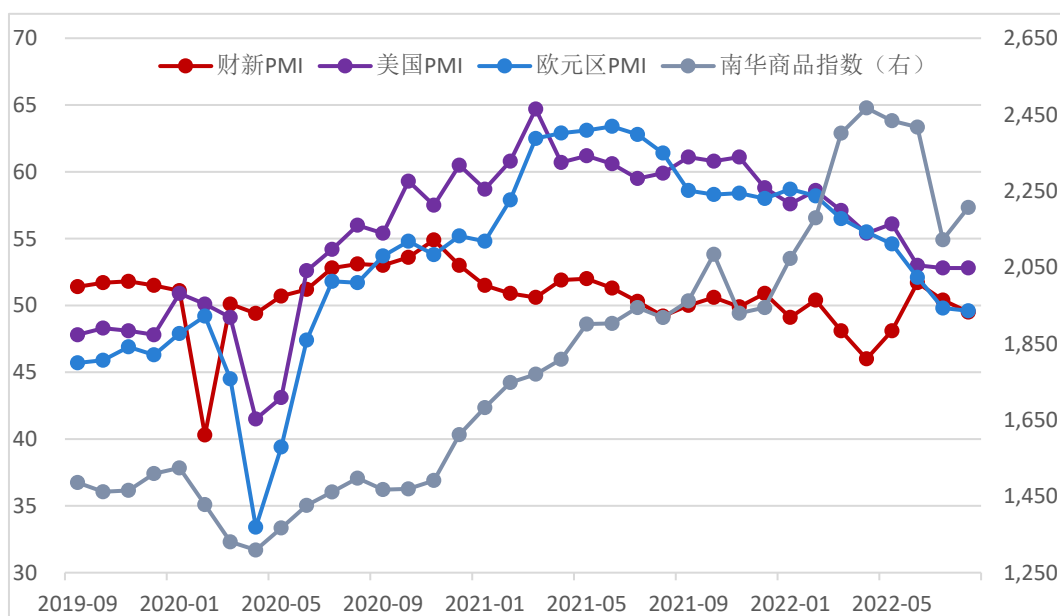


资料来源：南华研究 数据截止 2022 年 9 月 26 日

3.1.2 经济下行 商品下跌

南华商品综合指数本轮牛市可以看成是 2016 年牛市的延续，自 2016 年年初开始，至 2022 年二季度，经历了 6 年多的时间，南华商品指数从最低 830 点上涨至最高 2577 点，上涨幅度 210%。毫无疑问，是自 2004 年以来南华商品指数上涨幅度最大的一次。这次的上涨可以分为三段，第一段是 2016 年至 2020 年，供给侧改革叠加市场出清带来的消费引发的上涨；第二段是 2020 年至 2022 年 2 月，疫情之后，各国量化宽松叠加供给端受限，共同推动商品上涨；最后一段是 2022 年 2 月至 2022 年 6 月，俄乌冲突的突然爆发，引发市场对于部分商品尤其能源担忧引发的恐慌性上涨，商品指数加速冲顶。

图 3.1.2.1 主要经济体 PMI 与南华商品指数



资料来源：WIND 数据截止 2022 年 8 月

最后一次冲顶，尽管创出新高，但是并未能稳住。回头来看，这次的上涨更像是一次诱多，多头最后的疯狂，疯狂之后迎来暴跌。经过了一个月的下跌之后，南华商品指数最终在 2000 之后获得企稳，抹去年初以来的涨幅，此次跌幅超过 20%，从技术面上看，已经进入熊市，从基本面上看，是否也是如此？

主要经济体经济持续走弱

中国财新 PMI 在 2020 年 11 月份达到最高 55，之后一路下行，在 2021 年 8 月份首次跌破 50 荣枯线，后面几个月一直处于 50 附近横盘，没有连续走低，这种形势一直持续到今年 3 月份，连续两个月走弱，4 月份下滑至 46.5 月在国家一系列救市政策措施之下，才勉强回升至 48.1，6 月份继续攀升至 51.7 的高位，但是，这种走势未能持续，7、8 月份又转头向下，8 月份的 PMI 更是跌至 49.5，再次回到荣枯线之下。5、6 月份 PMI 的走高有明显的国内救市政策的刺激影响，但是进入到四季度之后，能出的救市政策已经尽出，后面不太可能会有更多的刺激政策出台，托底的经济政策终难托住。

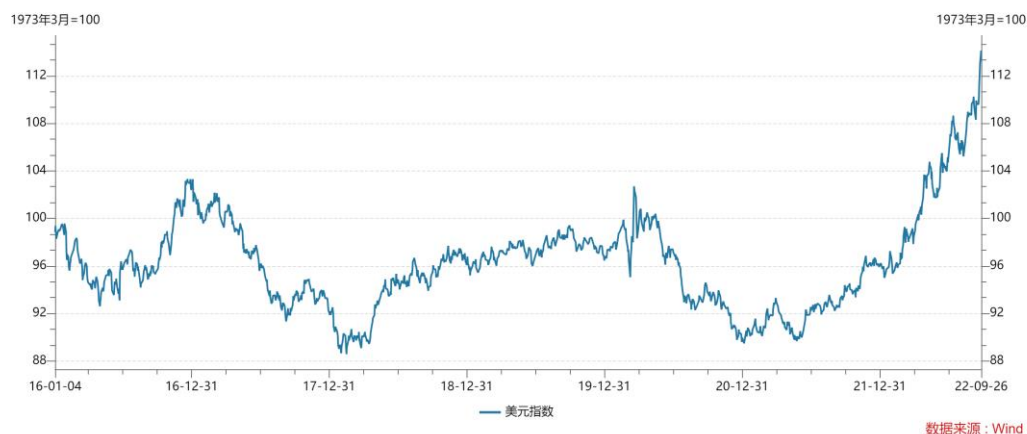
由于疫情的控制措施不同，欧美 PMI 高点出现明显较中国晚，欧元区高点下滑出现在 2021 年 8 月

份，美国高点下滑出现在 2021 年 11 月份，比中国晚大概一年左右的时间。自今年 3 月份开始，两者 PMI 也是快速下滑，美国 PMI 从 58.6 跌至 52.8，欧元区从 58.7 跌至 49.6，与中国 PMI 下滑形成同步效应，欧元区已经跌至荣枯线之下，下跌趋势仍未见低。美国 PMI 依然处于 50 荣枯线以上的水平，但是从历史经验来看，其 PMI 走弱要晚于中国，但是趋势确实不会改变

美联储加息 美元指数大涨

疫情发生之时，各国为了避免经济衰退，毫无例外的启用了货币宽松的政策。宽松的货币政策在防止经济衰退的同时，也引发了史无前例的通货膨胀。2021 年 4 月份，美国 CPI 达到 4.2%，2022 年 5 月份，美国 CPI 同比达到 8.6%；欧元区也不遑多让，紧步美国后尘，2022 年 5 月份 CPI 也达到 8.1%。从下图可知，当前美国和欧元区 CPI 已经创出了自 2000 年以来的新高，而且涨幅非常可怕。温和通胀有利于经济发展，而高通胀则会带来许许多多的问题，美联储目标之一在于控制通胀在 2% 以内，而当前通胀的情况显然已经脱离了他们的控制范围。

图 3.1.2.2 美元指数走势



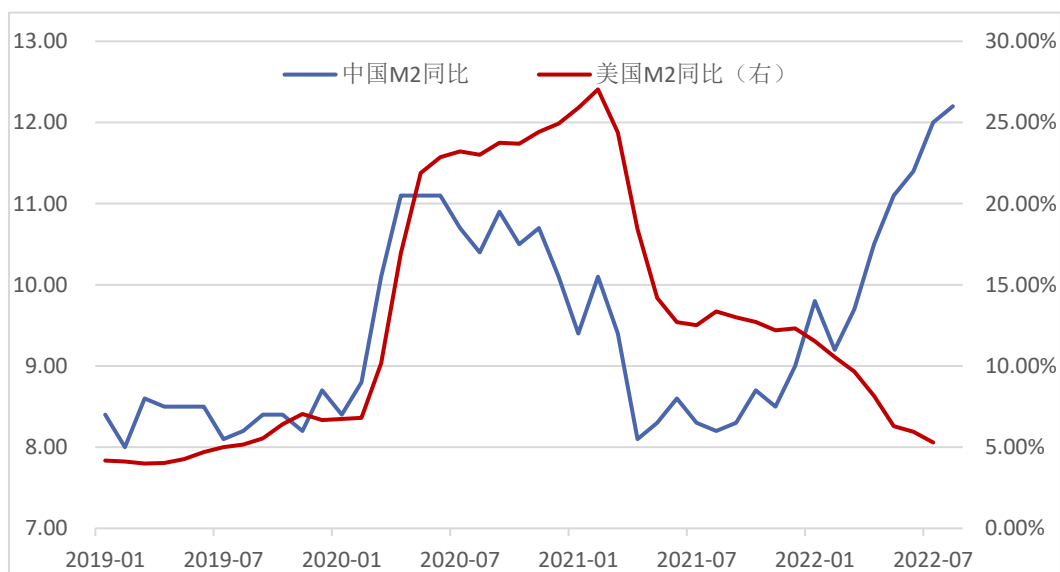
资料来源：WIND 数据截止 2022 年 5 月

为了遏制通胀，美联储今年已经开启了加息之旅，加息自 2022 年 3 月份开始，也即美联储年内第二次议息会议，截止 9 月 27 日，美联储已经加息 5 次，分别是三月 25 个 BP、五月 50BP、六月 75BP、七月 75BP、九月 75 个 BP，联邦基金利率的目标区间范围提高到 3%-3.25%，并预计继续提高利率区间。从 9 月份鲍威尔答记者问来看，美联储会保持紧缩直至通胀消弭。具体来说，为了将通胀降至 2% 以下，需要 1) 经济增长低于趋势，2) 劳动力市场供需平衡。前者已经达到，而后者仍需努力。因此需要将联邦基金利率提升至紧缩的水平。而对于关于停止加息的因素，鲍威尔回答，首先我们会跟踪经济增长是否在趋势之下，其次劳动力供给更加平衡，最后有切实证据表明通胀降低至 2%。关于降息，我们只有在通胀切实降低至 2% 后才会考虑。

美联储加息引发全球美元回流至美国，美元指数持续攀升，年初美元指数点位为 96.235，截止 9 月 26 日，美元指数最高已经上涨至 114.58，上涨 18.345 点，涨幅 19.06%。一方面，美元指数的上涨引起以美元为计价的大宗商品价格走弱，另一方面，美元指数的上涨得益于美债收益率的上升，资产配置也会引起大宗商品价格走弱。考虑到 2022 年四季度 11 月份和 12 月份，美联储仍有两次议息会议，从当前的美国 CPI 和美联储表态来看，四季度继续加息的可能性仍然非常高。

在疫情逐步获得控制之后，中美两国都经历了货币回笼的过程，只是行动时间有些差别。中国在

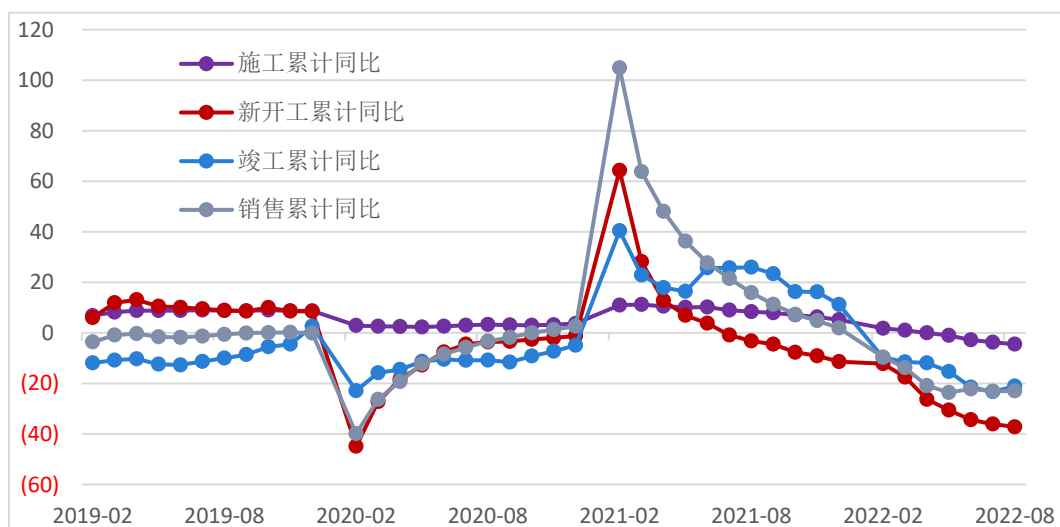
图 3.1.2.3 中国和美国 M2



资料来源：WIND 数据截止 2022 年 7 月

2021 年一季度之后就开始采取稳健的货币政策，美国相较于中国而言，推迟了差不多一年的时间，这正好与中美两国疫情控制的时间相对应。进入 2022 年，由于中国散点疫情有所发展，部分地区采取管控措施，叠加中国 CPI 一直处于低位，为稳住经济基本盘，中国货币政策相对宽松。从 4 月份开始，中国 M2 同比已经超过 10%，之后连续上扬，7、8 月份更是站上了 12% 和 12.2% 的高位。如此高的 M2 增长已经超过了疫情期间的增长幅度，也表明当前货币处于较为宽松的环境之中，这种宽松还能一直持续下去吗？从美国 M2 来看，当前已经回到疫情之前的水平，后期将继续走低。

图 3.1.2.4 中国房地产数据低迷

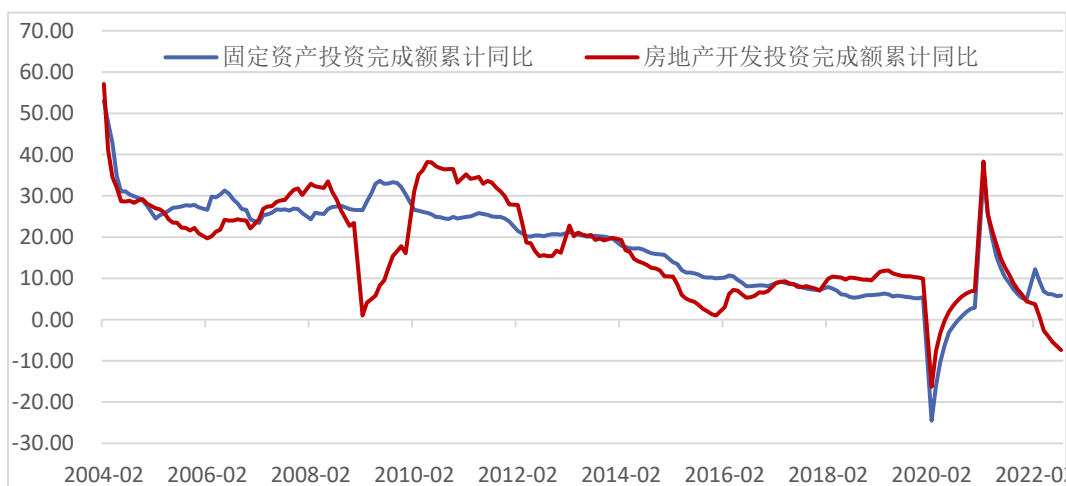


资料来源：WIND 数据截止 2022 年 8 月

中国房地产市场在经历了疫情之后的疯狂之后，2021 年 3 季度之后，基本进入“躺平”状态，施

工面积、新开工面积、竣工面积和销售面积累计同比等都持续性走低，一方面是国家大的政策所主导“坚持房子是用来住的，不是炒的”的定位，以及人口周期发展的大环境；另一方面是各房地产商高歌猛进，债台高筑，在地产市场进入低迷之后，导致现金流短缺，违约潮一波接一波，引发市场恐慌，市场买涨不买跌。在今年二季度，市场仍对房地产市场有所期待，当时“弱现实，强预期”一直支撑着商品市场维持高位震荡，后来，在预期无法兑现的背景下，商品市场出现杀跌。当前，为了激活低迷的房地产市场，许多城市采取的放松政策的办法，这些办法的实施对于销售还是有一定的效果，可以看到销售累计同比没有继续下滑，出现了横盘企稳之势。但是新开工累计同比和施工累计同比并未出现大的改善，依然维持震荡下行走势。

图 3.1.2.5 中国房地产投资完成额累计同比下滑

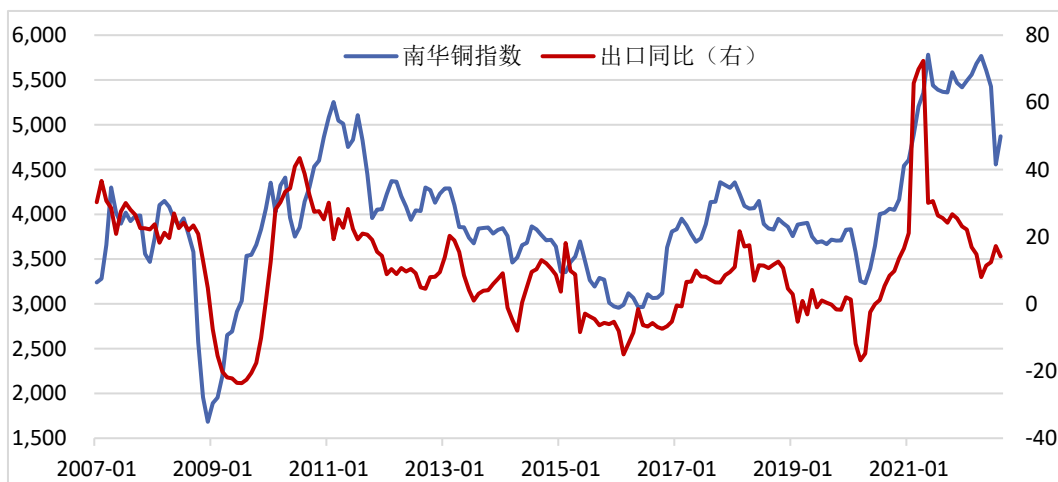


资料来源：WIND 数据截止 2022 年 8 月

房地产是一个资金密集型行业，资金是否到位是保证商品房能完成交楼的基本条件。今年上半年固定资产投资完成额累计同比出现反弹，但是房地产投资完成额累计同比则是继续快速下滑，未能跟随固定资产投资完成额累计同比走势。这表明，当前房地产行业仍然处于资金较为紧张的状态，行业运行偏弱的局面并没有改善。

从外贸数据来看，国内工业品价格与出口增速高度相关，旺盛的出口有助于推动商品价格上涨。从下图来看，2021 年一季度，得益于出口的快速增长，南华铜指数出现一波快速拉升，并创出新高，后期随着出口增速的下滑，南华铜指数上涨动力减弱，维持高位震荡格局。进入 2022 年 2 月份之后，出口增速未能延续 2021 年的高增长态势，出现快速回落，增速回落到个位数增长区间，这种状况一直延续到 4 月份。尽管 5 月份之后增速再次回升到两位数的水平，南华铜指数也出现了一波小幅反弹，南华商品指数甚至创出新高，但是，独木难支。国内疫情的多点爆发，叠加房地产市场的疲软，三驾马车缺少了两驾马车的现实下，南华商品指数终于抵挡不住，高位跳水。8 月份，出口增速再次回落到个位数的水平，此次的回落也再次说明高增速的出口不会再现，外围需求逐步萎缩，前期依靠出口支撑的大宗商品后期可能面临更大的压力。

图 3.1.2.6 出口同比快速下滑



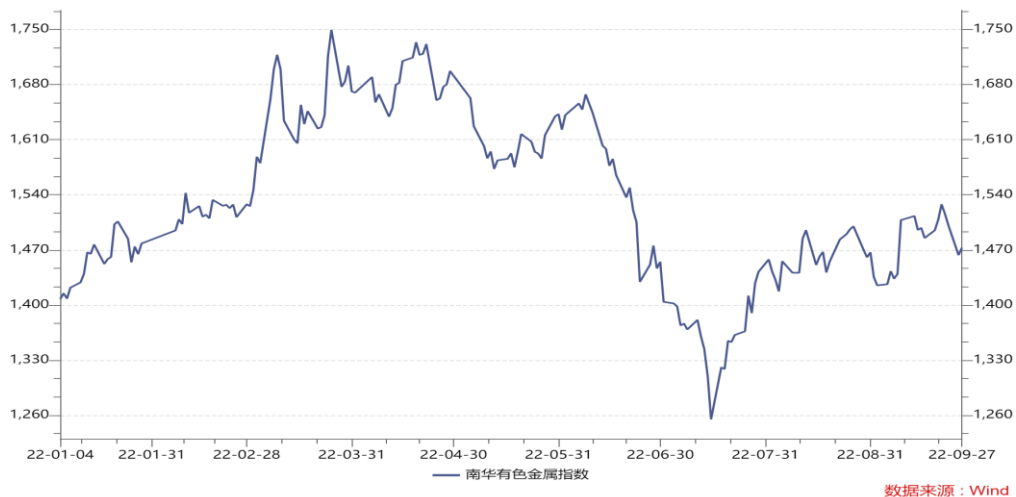
资料来源：WIND 数据截止 2022 年 8 月

3.2 南华商品各板块下半年走势展望

3.2.1 有色金属板块——低库存难敌弱需求

南华有色金属指数今年前三季度走势是很明显的四段，1-3 月份单边上涨，4 月份属于高位震荡，进入 5 月份就是单边下跌，7 月份之后的反弹行情。1-3 月份的单边上涨有点类似于最后一波的加速上扬，主要驱动力来自于内外共振，国内对于房地产市场放松的预期延续，国外俄乌冲突引发的对于有色供应端的担忧。这其中，表现最为激烈的品种就是镍，出现了连续两天涨幅超过 100% 的走势，后面 LME 认为后一天走势无效，惊艳了世界。LME 这种走势是典型的脱离基本面的逼仓行情，被逼仓的还是国内企业。这种人为的逼仓行情，来的快去的也快。经过一段时间的整理震荡之后，有色金属就开启了

图 3.2.1.1：南华有色金属指数走势



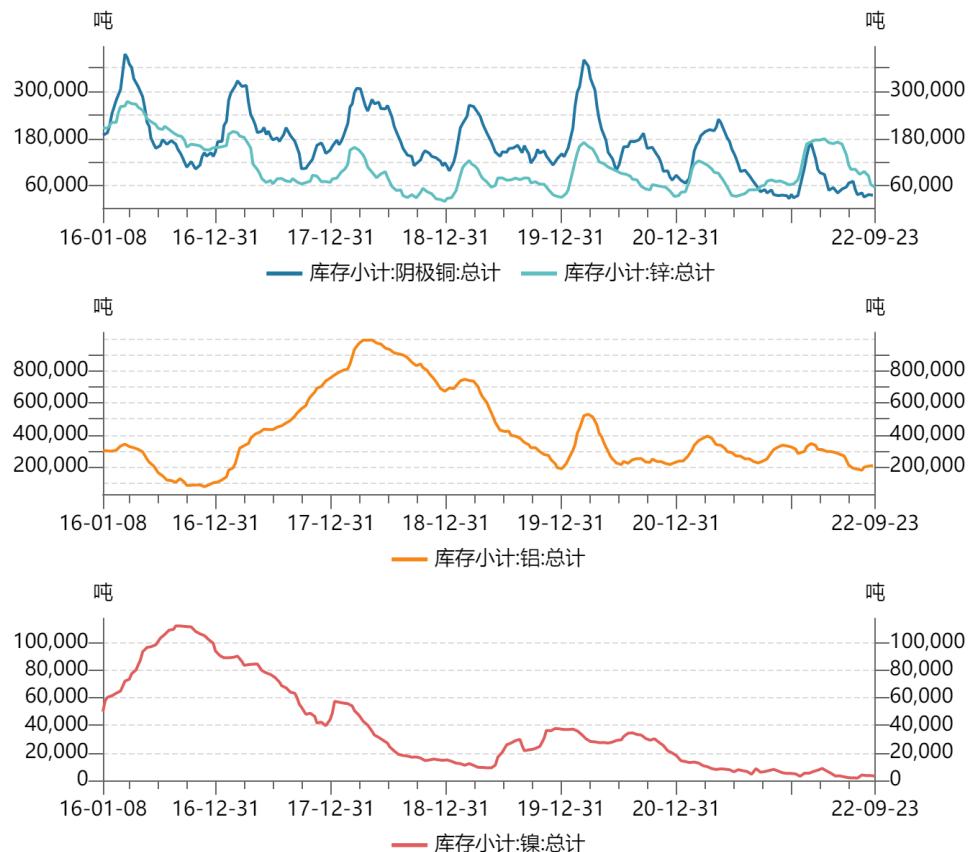
数据来源：Wind

资料来源：WIND 南华研究

下跌之路。这波下跌经过了较长时间的积蓄，多空双方长时间僵持之后多头选择了放弃，行情一泻千里，远远超出市场预期，连续大幅度下挫，直到 7 月中旬才出现企稳。国内疫情获得控制，前置政策逐步发挥作用，也支撑了本轮价格的反弹。

从有色金属供需面看，属于供需双弱。供应端收到矿石扰动的影响，产量一直保持稳定，产能释放并不明显，需求端有走弱的迹象，下游维持按需采购，总体库存都是维持在低位，这种低库存未来或将长期伴随，这也是支撑有色金属价格大幅下挫之后企稳反弹的主要因素。进入四季度，消费的弱势将再次来袭，或将对价格形成再次的压制。

图 3.2.1.2：有色金属交易所库存



资料来源：WIND 南华研究

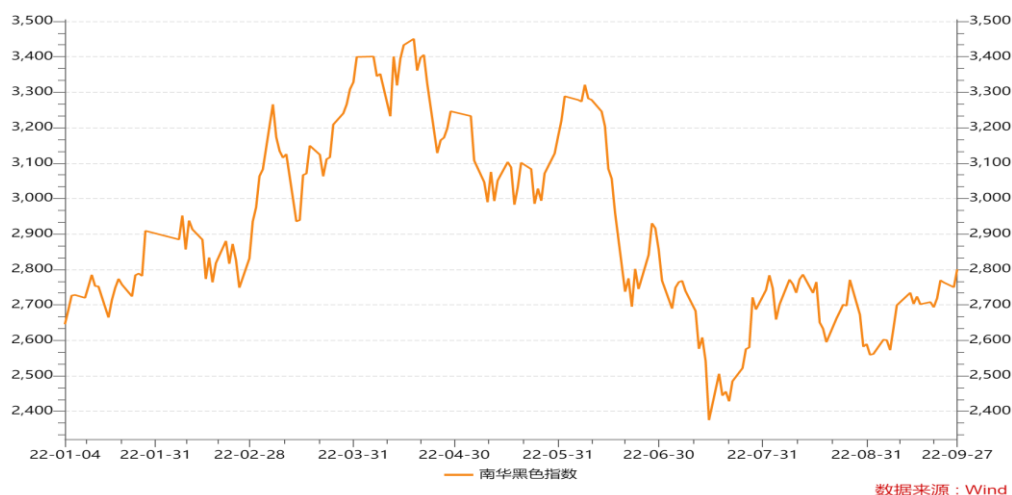
3.2.2 黑色金属板块——地产金九银十还有吗

南华黑色指数与南华有色指数走势差不多，也可以分为类似的四段，不同的是，中间的一段高位盘整，黑色指数坚持的时间比有色金属指数要短，黑色指数也没有出现镍这样的特殊品种出现。从基本面上看，黑色基本面完全寄希望于国内房地产放松预期，但是预期迟迟不能兑现，全国建材成交量长期处于低迷的状态，螺纹钢的库存也是像一根直线一样，横盘于高位，而这还是在钢厂出现减产的背景下。随着时间进入到 5 月份，市场对于需求的预期开始出现松动，得益于国家高层会议及时的稳定局面，才支撑了螺纹钢在 5 月没有直接跌下去。叠加上海疫情结束，对于上海城市放开带来的需求恢复

预期又引发了市场的一波希望。6 月份，最后的希望破灭之后，黑色快速跳水。

黑色需求下滑的主导因素在于房地产市场投资的下滑，尽管国家采取了一些稳定经济的政策，各个城市也出台了各种放松限购、限售、以及降低利率等政策，这些政策对于稳定房地产市场起到了一定的作用，但是无法改变市场“买涨不买跌”的心理预期。叠加当前人口增长减速，经济低迷，房地产市场最多就是反弹走势。当前，市场对于四季度的“金九银十”还是有一定的预期，高频数据也显示销售和成交有一些复苏迹象，但是只是延缓了下滑趋势，无法从根本上扭转市场走势，南华黑色金属后期仍将以偏弱运行为主。

图 3.2.2.1：南华黑色金属指数走势



资料来源：WIND 南华研究

3.2.3 能化板块——冷冬 or 暖冬？

相对于南华有色指数和南华黑色指数，南华能化指数走势偏强，从年初到截止 9 月 26 日，南华能

图 3.2.3.1：南华能化指数走势



资料来源：WIND 南华研究

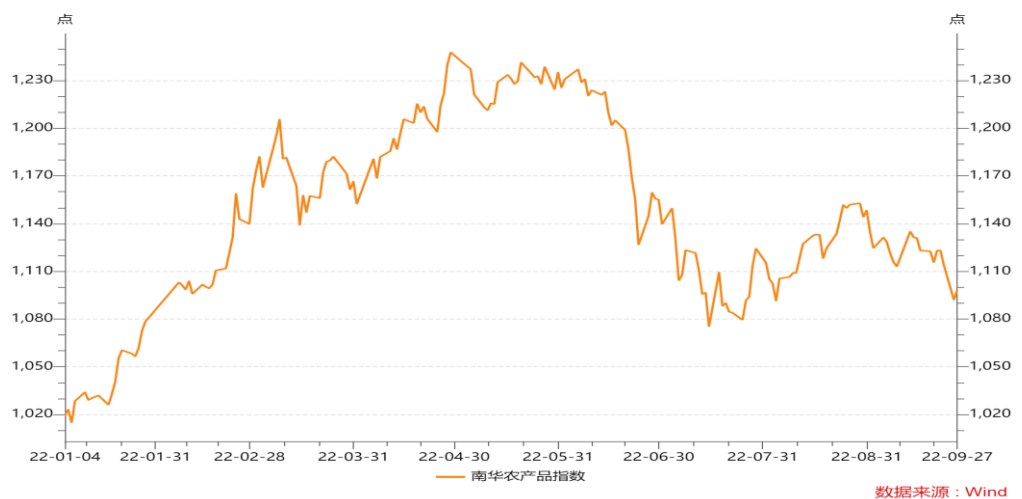
化指数一直保持正收益率，也即后期从来没有跌破过年初的水平，但是从品种内部来看，能化品种走势分化巨大，主要表现在原材料和下游化工品的分化。得益于俄乌冲突冲突，原油是本轮表现最强的品种，下游化工品呈现越靠近原材料的品种越强，越靠近消费端的品种越弱，也即沥青、液化气等表现较强，与中国消费连接越近的品种，跌幅就越大，比如 PVC、塑料、PP 等。在大宗商品 7 月反弹的过程中，尽管其它化工品出现反弹，但是由于前期原油跌幅较小，原油走势表现出高位震荡之势，后期还创出新高，使得本轮南华能化指数反弹力度最小。

四季度能化指数将怎么走？这个又需要将原油及化工品分开来说，化工品一方面受制于成本支撑，但是更主要的还是取决于消费，消费低迷将对价格形成压制；另一方面，原油的不确定性，四季度进入冬天，没有了俄罗斯的能源供应保证，欧洲的能源供应存在巨大不确定性，如果未来是个暖冬，则供应或许不会出现问题，而一旦出现冷冬，供应的巨大缺口可能推动能源价格再次暴涨，将再次推高与能源相关的大宗商品价格。

3.2.4 农产品板块——分别对待

今年上半年，农产品板块涨幅不是最大的，而是最平顺的，从年初开始，一直持续到 5 月初，任何时候加仓都能获得正收益。5 月份之后，才出现震荡回调，回调幅度相对于其它板块而言，则是最温和的。农产品指数走势如此温和，但是内部农产品的走势则是分化加大，涨跌幅波动剧烈。农产品指数品种间的相关性较小甚至部分产品之间的负相关性，使得农产品指数可以作为一个较好的投资标的——波动性小。同时，其内部品种的这种相关性特点，也使得仅仅依靠农产品内部，也是一样可以做出一些对冲套利策略，如豆棕策略、油粕比、养殖利润等等。

图 3.2.4.1：南华农产品指数上半年走势



资料来源：WIND 南华研究

俄乌冲突的时候农产品也获得空前的关注，市场借机炒作了一把，时间拉近到 7 月份之后的反弹，可以看到，本轮反弹农产品走势最弱，不同品种、不同月份上涨与下跌交织。以油脂为例，曾经最强势的棕榈油现在变成最弱的品种，反弹力度不仅最弱，甚至跌破了 7 月份的最低价，仍未看到企稳迹象；相比之下，菜油则呈现出另一幅景象，不仅未创出新高，在棕榈油大幅下跌之时，菜籽油还大幅上涨，近月 2211 合约更是创出新高，近月合约有明显的逼空嫌疑。从饲料类品种来看，粕类和玉

米走势也大幅分化，豆粕和菜粕不断创出新高，近月更是强势，也有逼空迹象；玉米则差了很多，从 2600 反弹至 2865 之后就快速下跌，再次回到 2750 左右，上涨幅度远远不及粕类。从油脂油料的分化可以看出，需要警惕市场供应端的影响和炒作，对于市场供应有扰动的品种，不宜做空。

对于国内特有的部分品种——苹果和生猪，四季度会如何走呢？苹果由于去年的大幅减产，价格基本处于 8000 之上，最高甚至超过 1 万元的水平，之前，市场一直炒作供应端的减产，使得苹果能够维持在 8300-9300 区间震荡，随着采摘季的临近，最近苹果出现大幅下跌，表明减产的故事不可持续，随着新季度苹果的上市，苹果有进一步下跌的风险。生猪是比较独特的品种，有着自身的独立周期，受大宗商品总体的影响较小，今年以来总体维持上涨趋势。在 8 月底，9 月初，生猪 2301 合约创出 23970 的新高，基本反映了市场对于未来生猪的旺盛需求，如此的高价也受到发改委的关注，在没有大面积的供应端扰动情况下，生猪价格大幅上涨的可能性不大，维持高位震荡走势。

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，但我们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

