

砥砺前行，不畏艰难

摘要

2023 年南华综合指数的走势主要分为三个阶段，第一个阶段是上半年的下跌行情，一方面国内疫情放开后，经济向好的预期未能完全兑现，经济指标表现乏力，同时地产风险依然高悬，市场信心不足；另一方面国外银行相继暴雷，避险情绪攀升，美联储超预期释放鹰派信号，市场对经济修复的担忧加深。第二个阶段是 6 月份至 9 月中旬，国内以销定产、低库存降低了风险，为黑色价格提供支撑，同时受海外影响较大的铁矿和焦煤出现了趋势性行情，带动了南华综合指数出现了一段上涨行情。第三个阶段是 9 月下旬至年末的震荡行情，黑色板块与能化、有色的分化：国内黑色板块在交易来年的预期，但国外巴以冲突爆发，有色市场快速下跌，并且市场对于石油产出国减产执行力度的担忧催生空头情绪。

国内，国家出于控制金融风险的角度，来年依然会给房地产行业政策支持，而基建方面，2023 年的政府债券和城投债券发债量都多于往年。这些债务扩张所能推动的实物工作量是巨大的，来年会形成规模不小的需求量。国外，美国加息已经尾声，降息会逐渐成为主流，经济实现“软着陆”的概率较大；伴随欧洲通胀回落，生产成本压力缓解，消费信心改善，欧洲经济会有所好转。但全球主要经济体的贸易地位近几年也发生了较大的变化，中国贸易规模虽仍居首位，但在美欧日韩等主要贸易伙伴中的贸易地位有所下降，贸易增长依然面临挑战。

国内新的经济增长点尚需扶持培育，国外出口结构的变化也面临挑战。解决这些都需要经济结构完成转型，政府接下来的目标更多的是为经济结构的成功转型腾挪时间和空间，房地产和基建更多的是在经济转型过程中稳定经济的手段而不再像以前是经济发展的支柱和重点。可以预见 2024 年的南华综合指数更多的会以震荡行情为主，稳定的趋势性行情可能依然不会存在。

风险提示：文章内容及观点仅供参考，不构成任何投资建议

风险点：

房地产走出颓势、基建需求如期实现、国外经济平稳落地

南华研究院
投资咨询业务资格：
证监许可【2011】1290 号

曹扬慧
投资咨询证号：Z0000505

赵搏
期货从业证号：F03103098

王怡琳
期货从业证号：F03118352

请务必阅读正文之后的免责条款部分



南华期货
NANHUA FUTURES

博观约取 奋楫笃行

南华期货 2024 跨年策略会

2023.12.31-2024.1.1 中国·杭州

2024



扫码预约直播



南华期货APP



南华期货公众号

投资有风险 入市需谨慎

目录

章节

1	引言	1
2	商品市场分化：贵金属上涨，多指数震荡	2
2.1	最新权重：综指纳入豆油、燃料油，剔除白糖、苹果	2
2.2	2023 年商品指数市场概况	6
2.3	南华综合指数相较其他国际商品指数：波动更大，涨幅更大	11
3	南华商品指数涨跌分析	13
3.1	2023 年商品市场主逻辑是美联储加息、经济预期的变化与库存的去化	13
3.2	贡献度：有色、黑色、化工对南华综合指数贡献更大	13
3.3	各板块分析	15
3.3.1	贵金属板块：黄金带动，持续上涨	15
3.3.2	有色金属板块：需求不足，震荡下跌	16
3.3.3	能源板块：冲突利多，难掩经济疲弱	18
3.3.4	农产品板块：表现分化，概因品种差异	19
3.3.5	黑色板块：以销定产，化解风险	21
3.3.6	化工板块：纯碱上行，概因供给扰动	22
4	南华商品指数 2024 年多为震荡	24
4.1	2024 商品市场主逻辑：美联储降息与需求预期的好转	24
4.2	板块展望	24
4.2.1	贵金属板块：通胀与降息，经济与情绪	24
4.2.2	有色板块：供给看海外，需求待扩大	26
4.2.3	能源板块：减产是否执行，需求能否增长	27
4.2.4	农产品板块：生猪去化缓慢，未来可能供少需增	28
4.2.5	黑色板块：供给仍需修复	29
4.2.6	化工板块：各品种情况各异	30
5	结论	33

目录

图表

表 2.1：南华商品指数系列权重 1	2
表 2.1：南华商品指数系列权重 2	3
图 2.1：南华综合指数中各板块权重占比	5
图 2.2：南华综合和南华迷你综合指数 2023 年走势	6
图 2.3：综合指数及主题指数 2023 年走势	7
图 2.4：综合指数及主题指数历史走势	7
图 2.5：综合指数及主题指数 2023 年波动率	8
图 2.6：综合指数及主题指数历史波动率	8
图 2.7：综合指数及主题指数 2023 年持仓额和历史持仓额	9
图 2.8：主要单品种指数 2023 年涨跌幅	10
图 2.9：活跃品种涨跌幅离散度	10
图 2.10：南华商品指数与几大国际商品指数	12
表 3.1：南华综合指数与国际商品指数的板块贡献度	13
表 3.2：南华商品指数的品种贡献度	13
图 3.1：贵金属板块	16
图 3.2：南华有色金属指数及相关品种全年走势	17
图 3.3：南华能源类单品种指数及相关品种全年走势	18
表 3.3：各指数农产品板块权重	19
图 3.4：农产品板块	20
图 3.5：黑色板块	21
图 3.6：纯碱基本面	23
图 4.1：贵金属板块	25
图 4.2：有色金属板块	26
图 4.3：EIA 预测全球石油供需（百万桶/天）	28
图 4.4：农产品板块	29
图 4.5：黑色板块	30
图 4.6：化工板块	31

1 引言

南华商品指数由南华研究院研发，从2004年6月1日编制开始，截止2023年12月31日，已经走过了近20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等特点，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。

南华商品指数选择四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，涵盖贵金属、能源化工、金属以及农产品等大类，此外，整个指数系列还包括单个商品指数、主题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真实收益的目的，单个商品指数主要是以收益率来计算，又称收益率指数。南华综合指数和各主题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。南华综合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。

南华综合指数综合反映了宏观经济运行形势和生产资料价格走势。从2004年至今接近二十年的运行中，南华综合指数与中国GDP不变价季度走势基本同步。通过分析南华综合指数的运行规律，可以对未来中国宏观经济走势提前进行预判，指导实体企业的生产与经营。而在两者走势偶尔背离之时，南华综合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？我们尝试从数据层面对这些问题进行解答。

国内很多品种存在非主力合约活跃度不高的现象，导致主力合约换月时容易出现跳空行情，干扰分析师和投资者对行情的研究与分析。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，南华商品系列指数的折线图是一条连续优美的曲线。这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分析更加便利。

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，农产品可以细分为农业、林业、畜牧业、渔业等等，而畜牧业又可细分为生猪、活鸡等。根据市场的实际需要，可以针对细分行业编制出生猪养殖指数，活鸡养殖指数等，为相关企业或行业控制经营成本、提高企业利润提供助力。

2 商品市场分化：贵金属上涨，多指数震荡

2.1 最新权重：综指纳入豆油、燃料油，剔除白糖、苹果

2023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。同时,新增了七个主题指数和一个策略指数,分别为南华能源指数、南华石油化工指数、南华煤制化工指数、南华黑色原材料指数、南华建材指数、南华油脂油料指数、南华经济作物指数和南华迷你综合指数。南华商品指数目前权重分布如下:

表 2.1：南华商品指数系列权重 1

品种名称	南华综合指数	南华工业品指数	南华能化指数	南华金属指数	南华农产品指数	南华贵金属指数	南华能源指数	南华石油化工指数
代码	NHCI	NHII	NHECI	NHMI	NHAI	NHPMI	NHEI	NHPCI
豆一					2.33%			
白银	4.22%					39.98%		
铝	4.07%	4.49%		9.50%				
苹果					6.84%			
黄金	5.38%					60.02%		
沥青		2.00%	3.54%					13.12%
玉米					8.86%			
棉花	2.58%				7.78%			
铜	7.07%	8.11%		16.83%				
苯乙烯			2.28%					8.89%
乙二醇		2.00%	3.37%					12.22%
玻璃		2.00%	3.30%					
燃料油	2.00%	2.43%	4.41%				11.61%	
热卷								
铁矿石	8.77%	10.03%		20.85%				
焦炭	6.87%	7.53%	12.82%				26.28%	
鸡蛋					4.08%			
生猪					16.01%			
豆粕	3.79%				11.30%			
甲醇	3.01%	3.57%	6.38%					
镍	5.66%	6.90%		13.93%				

表 2.1：南华商品指数系列权重 1

品种名称	南华综合 指数	南华工业 品指数	南华能化 指数	南华金属 指数	南华农产 品指数	南华贵金 属指数	南华能源 指数	南华石油 化工指数
代码	NHCI	NHII	NHECI	NHMI	NHAI	NHPMI	NHEI	NHPCI
菜籽油	2.24%				6.87%			
棕榈油	4.40%				13.82%			
液化气			4.20%				8.79%	
聚丙烯		3.08%	5.42%					21.18%
螺纹钢	9.30%	10.88%		22.38%				
早籼稻								
菜籽粕					4.16%			
天然橡胶	3.35%	4.11%	7.49%					
纯碱	2.67%	3.28%	5.98%					
原油	14.47%	15.75%	25.00%				53.32%	
硅铁				2.00%				
工业硅								
锰硅				2.00%				
锡		2.00%		2.75%				
纸浆		2.19%	3.80%					
白糖					5.82%			
不锈钢				3.81%				
PTA	3.75%	4.45%	7.95%					29.24%
聚氯乙烯		2.28%	4.06%					15.35%
豆油	3.95%				12.13%			
锌	2.45%	2.92%		5.95%				

资料来源：南华研究院

表 2.1：南华商品指数系列权重 2

品种名称	南华煤制 化工指数	南华有色 金属指数	南华黑色 产业指数	南华黑色 原材料指 数	南华建材 指数	南华油脂 油料指数	南华经济 作物指数	南华迷你 综合指数
代码	NHCCI	NHNFI	NHFI	NHFMI	NHBMI	NHOOI	NHAECI	NHCIMI
豆一						5.20%		

表 2.1：南华商品指数系列权重 2

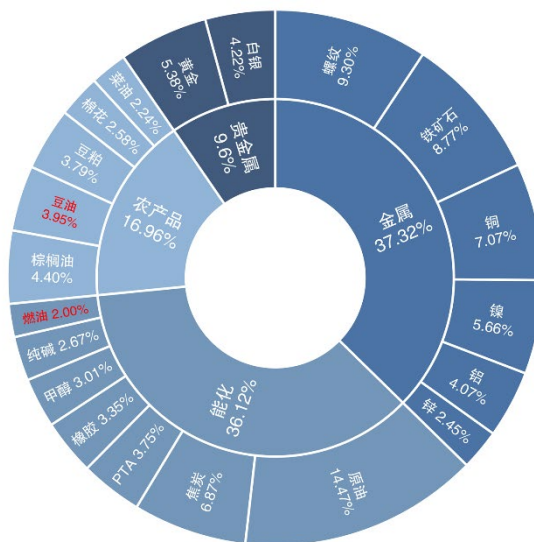
品种名称	南华煤制 化工指数	南华有色 金属指数	南华黑色 产业指数	南华黑色 原材料指 数	南华建材 指数	南华油脂 油料指数	南华经济 作物指数	南华迷你 综合指数
代码	NHCCI	NHNFI	NHFI	NHFMI	NHBMI	NHOOI	NHAECI	NHCIMI
铝		19.26%						13.87%
苹果							29.53%	
黄金								17.34%
豆二						13.19%		
棉花							31.80%	8.28%
红枣							4.22%	
铜		33.53%						
苯乙烯	6.60%							
乙二醇	8.90%							
玻璃					11.83%			
铁矿石			31.74%	54.03%				29.19%
焦炭			22.80%	37.51%				
豆粕						21.56%		12.30%
甲醇	17.17%							
镍		26.94%						
菜籽油						11.63%		
棕榈油						21.22%		
铅		3.35%						
花生							10.75%	
聚丙烯	15.73%							
螺纹钢			35.18%		72.93%			
菜籽粕						6.73%		
天然橡胶								10.59%
纯碱	14.36%							8.43%
硅铁			2.38%	4.16%				
锰硅			2.51%	4.30%				
锡		5.30%						
白糖							23.70%	
不锈钢			5.39%					

表 2.1：南华商品指数系列权重 2

品种名称	南华煤制 化工指数	南华有色 金属指数	南华黑色 产业指数	南华黑色 原材料指 数	南华建材 指数	南华油脂 油料指数	南华经济 作物指数	南华迷你 综合指数
代码	NHCCI	NHNFI	NHFI	NHFMI	NHBMi	NHOOI	NHAECI	NHCIMi
PTA	21.39%							
尿素	4.54%							
聚氯乙烯	11.31%				15.24%			
豆油						20.47%		
锌		11.62%						

资料来源：南华研究院

图 2.1：南华综合指数中各板块权重占比



资料来源：南华研究院

今年南华商品指数系列比较突出的特点是：1、油脂油料的相关性较往年低，综合指数和农产品类指数的油脂油料权重都有所提高；2、焦煤焦炭之间的相关性有所提高，导致焦煤从综合指数和工业品类指数中剔除。

今年南华综合指数各板块之间的权重变化不大，由于豆油与棕榈油、燃料油与原油在过去一年的相关度略微下降，导致今年豆油和燃料油都纳入了综合指数的计算，同时白糖和苹果从综合指数中剔除。

今年南华工业品指数在品种上加入了燃料油、聚氯乙烯（PVC）、沪锡三个品种，同时剔除了去年的液化石油气（LPG）和焦煤，焦煤的剔除主要是因为去年焦煤和焦炭的相关度较高，此次就选取了焦炭作为代表品种。能化指数加入了燃料油，剔除了去年的焦煤，理由同工业品指数一致。金属指数在品种上没有变动，除了沪锌，其余品种的权重也没有出现大的变动，沪锌由于流动性的降低导致权重从 7.57% 降到 5.95%。农产品指数把豆油和菜籽粕纳入了权重计算，同时剔除了淀粉和红枣，此次农产品指数比较突出的特点是油脂油料整体的权重比 2022 年高，三大油脂、豆粕和菜粕都纳入了权重计算，主要的原因是去年油脂油粕的相关性略有降低。有色金属指数在品种上没有变动，只是沪锌的权重降低较明显，而沪锡的权重

有所提高。黑色产业指数中剔除了焦煤，导致其余各品种的权重变化较为明显。

新增指数的初衷是考虑到目前板块指数中个别板块具有较强的相关性，不够多元化，为了满足更多不同的需求，我们推出更细分的指数。以后我们还会推出更多不同主题的商品指数。南华能源指数由中国期货市场交易最活跃以及中国消费金额排名居前的一系列能源品种构成，与南华能化指数、南华石油化工指数相比，本指数囊括煤炭类能源品种，剔除了化工类期货品种。南华石油化工指数由已上市的石油及其产业链下游的化工期货品种构成，反映了石油化工板块总体期货价格的运行趋势。南华煤制化工指数由已上市的煤制化工品种构成，反映了总体煤制化工板块期货价格运行趋势。南华黑色原材料指数由黑色原材料的相关期货品种构成，反映了整体黑色原材料的期货价格运行趋势。南华建材指数由建材产业链相关的期货品种构成，能够反映与建材行业相关的大宗商品期货品种的整体价格运行趋势。南华油脂油料指数由油脂油料相关的期货品种构成，反映了油脂油料板块整体的期货价格运行趋势。南华经济作物指数由部分经济作物的期货品种构成。此处的经济作物为排除了油脂油料、玉米等粮食作物的农产品，指数的候选品种包含棉花、苹果、白糖等。反映了除油脂油料及粮食作物的经济作物品种的期货价格运行趋势。

考虑到目前各板块指数中个别板块具有较强的相关性，不够多元化，为了满足更多不同的需求，我们推出更细分的指数。以后我们还会推出更多不同主题的商品指数。

图 2.2：南华综合和南华迷你综合指数 2023 年走势



注：指数数据都进行归一化

资料来源：南华研究院

南华迷你综合指数是基于南华综合指数的20个成分品种，从贵金属、能源化工、金属和农产品板块中分别选出个别品种构建出的指数。当然由于其品种涵盖只有七个，所以在风险上也会更大一些。通过图2.1.2也能够看出，南华迷你综合指数2023年期间用了更少的品种取得了超过南华综合指数的收益，从投资的角度来说资金的使用效率是较高的。

2.2 2023 年商品指数市场概况

2023年，综合指数的走势主要分为三个阶段：1月至5月份之间综合指数呈震荡下跌的趋势，6月至9月中旬之间综合指数呈快速上升的趋势，9月下旬至年末之

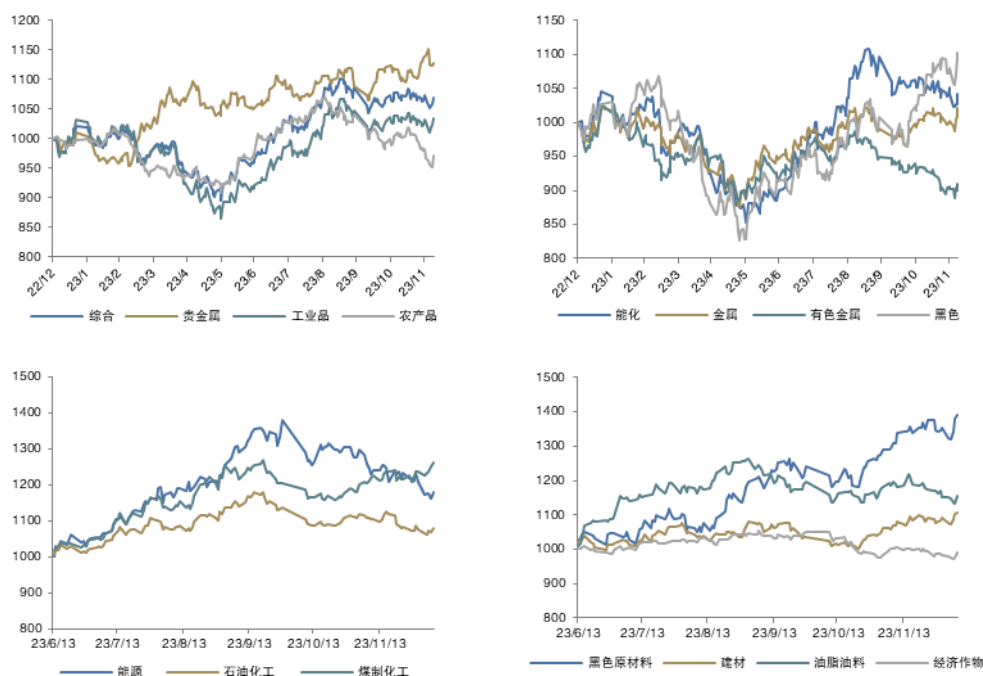
间综合指数处于震荡行情。与综合指数不同，南华贵金属指数在2023年间整体呈震荡上升的趋势。

工业品指数、能化指数、金属指数2023年的走势也分为明显的三个阶段，其中工业品指数和金属指数的走势与综合指数相似，而能化指数在第三个阶段是快速的下跌行情。通过观察有色金属指数和黑色指数的走势，能够发现金属板块在第三阶段走势分化严重，其中有色金属在第三阶段快速下跌，而黑色指数在第三阶段经历短暂下跌后就快速突破前高。通过建材指数和黑色原材料指数，能够发现黑色指数在2023年的快速上涨行情主要来自于原材料，而建材指数只有在10月至年末这段时间才开始上涨。能化板块在在第三阶段也出现分化的情形，能源指数在第三阶段成快速下跌行情，而石油化工指数和煤制化工指数第三阶段是震荡行情。

农产品指数2023年的走势也分三个阶段，前两个阶段与综合指数类似，第三个阶段也表现出快速的下跌趋势。油脂油料指数和经济作物指数的走势在6月中旬至8月末走势截然不同，油脂油料呈快速上涨，而经济作物指数波动很小，一直在震荡，而在9月至年末，两者走势一致，整体都表现出下跌趋势。

从2022年至今，除了南华贵金属指数，其它南华商品指数都处于震荡行情中，而当前各指数正处于震荡行情的上沿。南华贵金属指数在2020年9月达到高点后就进入了长达一年多的下跌区间，而今年由于贵金属指数的上涨，已经逐渐接近前期高点。

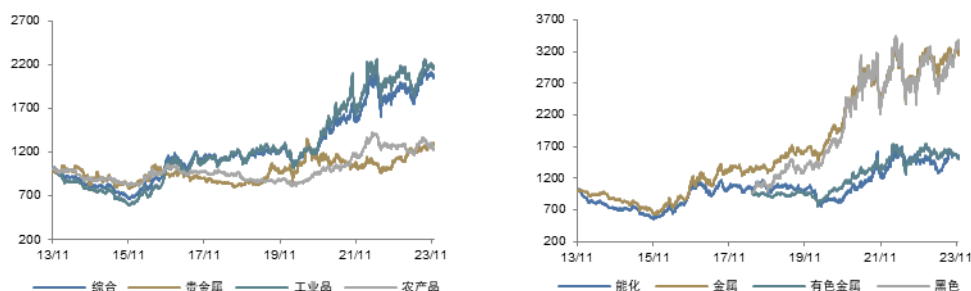
图 2.3：综合指数及主题指数 2023 年走势



注：指数数据都进行归一化

资料来源：南华研究院

图 2.4：综合指数及主题指数历史走势

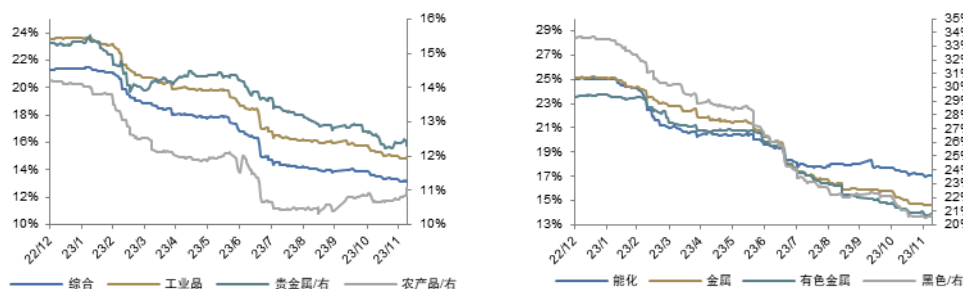


注：指数数据都进行归一化

资料来源：南华研究院

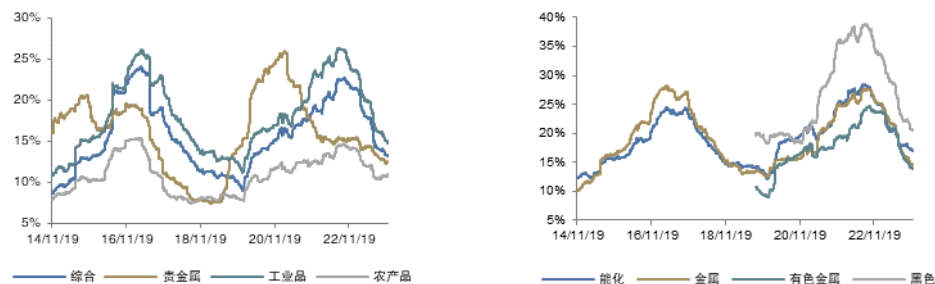
从历史波动率来看，综合指数和各主题指数的波动率都处于历史的低位。2023 年各指数的波动率处于持续的下降趋势，其中，只有农产品指数的波动率在下半年不再下降。高波动率表明市场参与者观点分歧较大，反之则说明市场观点分歧较小。农产品板块的波动率不再下降，这和农产品板块中油脂油料和经济作物走势分化且油脂油料波动性较大有关。

图 2.5：综合指数及主题指数 2023 年波动率



资料来源：南华研究院

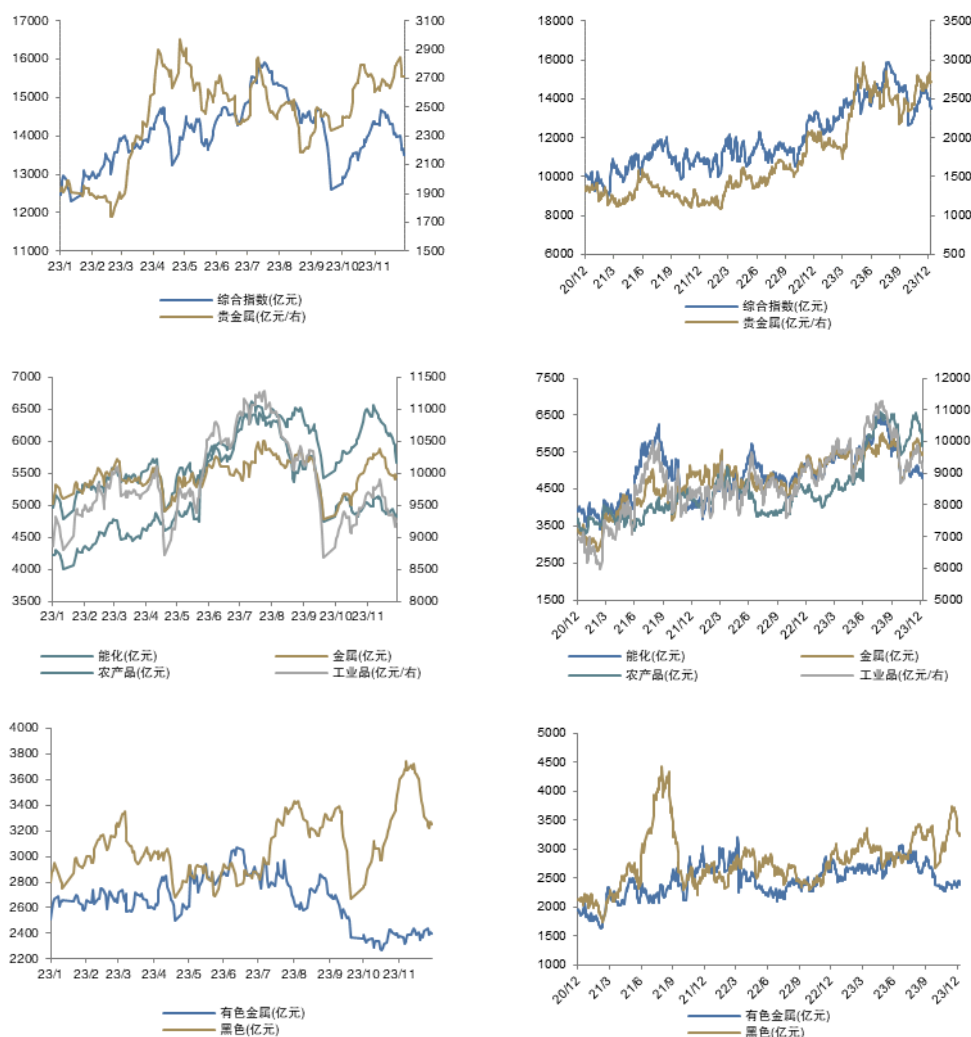
图 2.6：综合指数及主题指数历史波动率



资料来源：南华研究院

2023 年中，综合指数、贵金属指数、工业品指数和农产品指数的持仓额都在震荡上升。在工业品板块中，能化指数的持仓额上半年快速上升，而在下半年又快速下跌，整体呈震荡表现，而金属指数的持仓额在 2023 年间整体略有上升，其中有色金属的持仓额一直在震荡中，而黑色指数在 10 月份之前也是如此，只是在 10 月至年末期间持仓额又快速上升。

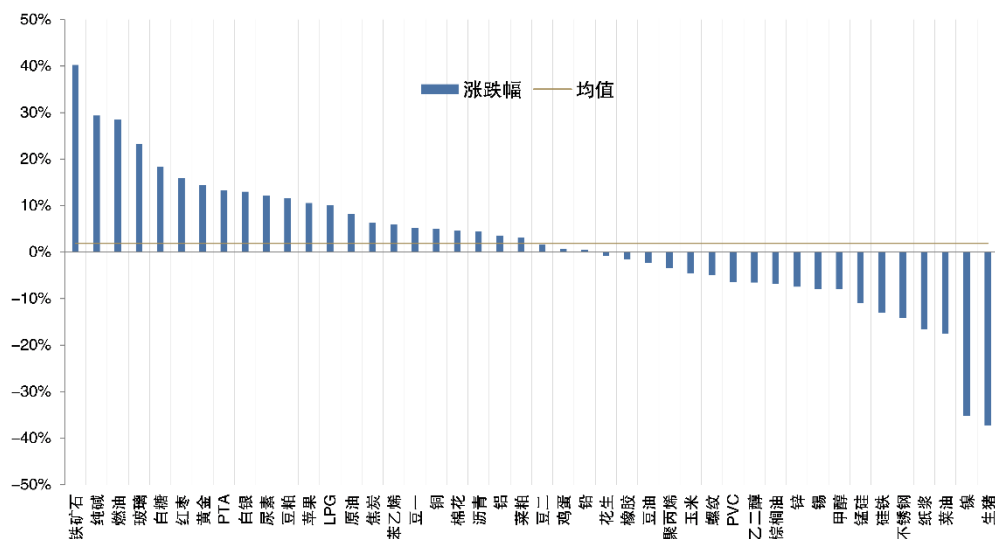
图 2.7：综合指数及主题指数 2023 年持仓额和历史持仓额



资料来源：南华研究院

从统计的相对活跃的44个南华单品种指数来看，在2023年，25个品种收益率为正，19个品种收益率为负，本年平均收益率为1.91%。2023年收益率占据前三位的分别是铁矿石（40.23%）、纯碱（29.36%）和燃料油（28.57%）。2023年收益率后三位为生猪（-37.30%）、镍（-35.25%）和菜油（-17.53%）。

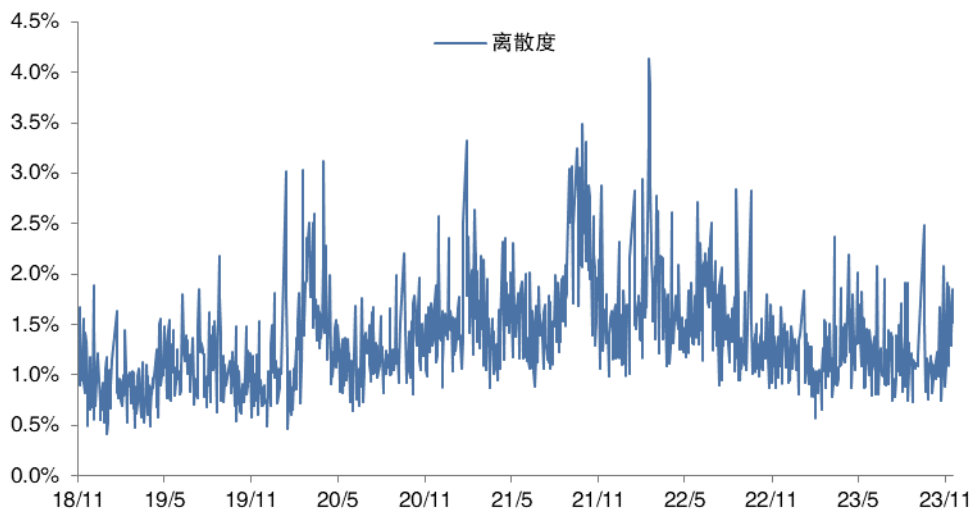
图 2.8：主要单品种指数 2023 年涨跌幅



资料来源：南华研究院

离散度是 44 个单品种指数收益率的截面标准差，为日度数据。离散度越低说明整个市场的涨跌表现一致性较高，而离散度越高说明市场分化程度高。换言之，当所有品种普遍同涨（同跌）并涨幅（跌幅）相近时，离散度较低。当涨幅（跌幅）差别较大，或涨跌不一时，离散度较大。离散度是通过比较单个资产表现与市场平均表现的差异，来直接衡量多样性，其经常被视为是衡量市场机遇的方法。离散度高说明，具备识别单一资产投资机会知识和技能的投资者拥有获得正收益的投资条件。而 2023 年从年初到 6 月份，离散度逐渐上升，而 7 月至 10 月份，离散度逐渐下降，最后 11 月份至 12 月份，离散度又再次上升。在离散度上升的时候，趋势类投资策略获利的可能性就会不断下降，而价差间套利的策略获利的可能性就会上升，在离散度下跌的时候又恰恰相反。

图 2.9：活跃品种涨跌幅离散度



资料来源：南华研究院

2.3 南华综合指数相较其他国际商品指数：波动更大，涨幅更大

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。

路孚特/核心商品CRB指数 (TR&CC_CRB)，指数涵盖19种期货合约品种。包括能源化工类：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、铝、铜和镍，权重占比20%。农产品类：玉米、大豆、活牛、糖、棉花、可可、咖啡、小麦、瘦猪肉和冰冻浓缩橙汁，权重占比为41%。

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：天然气、WTI原油、布伦特原油、汽油、取暖油、低硫柴油权重占比为29.93%；工业品贵金属类：铝、铜、锌、镍、黄金、白银，权重占比为34.87%；农产品类：小麦、玉米、大豆、豆油、豆粕、糖、棉花、咖啡，权重占比为29.4%；畜产品类：活牛、瘦猪肉，权重占比5.8%。

标普-高盛商品指数 (S&P_GSCI)，指数包含24种商品，包括能源类：WTI原油、取暖油、汽油、布伦特原油、柴油和天然气，权重占比61.47%；工业金属类：铜、铝、铅、锌和镍，权重占比10.57%；贵金属类：白银和黄金，权重占比4.13%；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17.97%；畜产品类：活牛、肥牛和瘦猪，权重占比5.86%。

德意志银行流动性商品指数 (DBLCI)，由6中商品期货组成。包括能源类：轻质原油、取暖油，权重占比50.25%；工业品贵金属类：铝和黄金，权重占比27.47%；农产品类：玉米和小麦，权重占比22.28%。

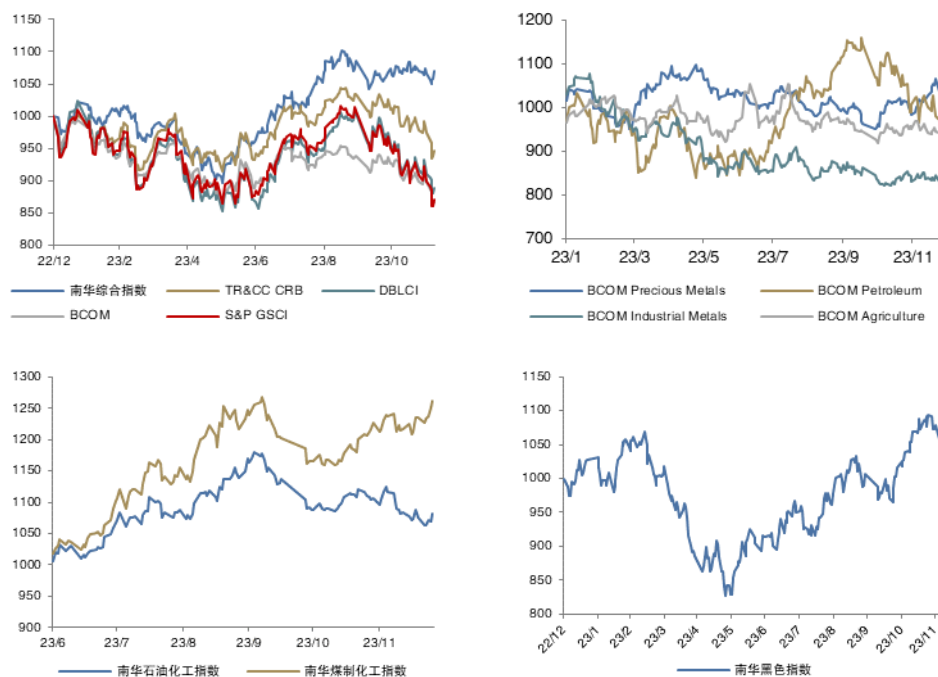
南华商品指数 (NHCI)，由20种商品期货组成。包括能化类：原油、天然橡胶、焦炭等，权重占比约36.12%；工业品贵金属类：螺纹钢、铜、黄金等，权重占比约46.92%；农产品类：苹果、豆粕、白糖等，权重占比约16.96%。

通过对比可以发现，四种国际商品指数的品种构成都涉及到能源、工业金属、贵金属和农产品。其中TR&CC_CRB、BCOM和S&P_GSCI三个指数还涉及到畜产品，而DBLCI由于所选品种只有六个而且常年不变，所以没有畜产品。同时，四个指数在油品期货的比重都比较大，S&P_GSCI和DBLCI的油品期货都已经超过了50%，这使得指数受国际原油的价格影响比较大。而南华商品指数的能源类期货主要是原油、燃油和焦炭，三者合计占比23.34%，其中焦炭主要受国内市场影响较大。并且南华商品指数也含有化工类期货和苹果等具有国内特色的品种，因此南华商品指数既与国际商品有一定的相关性，也具有自身独特的地方。

今年年初至10月中旬，南华综合指数和国际商品指数的走势高度相关，主要都是受国际市场上的原油价格所影响，这一点可以从BCOM Petroleum指数与各商品指数的走势一致看出。而10月下旬至年末，南华综合指数保持震荡行情，国际商品指数则受原油价格影响，快速下跌。南华综合指数之所以在10月中旬之前在国际商品指数之上运行，之后在国际商品指数快速下跌的时候又保持震荡，关键原因是南

华综合指数中所涵盖的化工系品种以及黑色系品种是中国特有的期货品种，从图 2.3.1 能够看到南华煤制化工指数和南华黑色指数在 10 月下旬至年末期间呈上涨行情。

图 2.10：南华商品指数与几大国际商品指数



注：指数数据都进行归一化

资料来源：Wind, 南华研究院

3 南华商品指数涨跌分析

3.1 2023 年商品市场主逻辑是美联储加息、经济预期的变化与库存的去化

1、美联储不断加息，美元指数的高企对大宗商品形成压制。上半年美联储进行了三次加息，共加息75个基点。同时硅谷银行破巴以冲突等风险事件的发生也使得美元指数持续维持在100以上的高位，对整个大宗商品市场形成了较强的压制。

2、疫情放开后，年初市场对于经济复苏的强烈预期与后期经济数据的疲弱预期的落空形成对比，房地产市场持续表现惨淡，工业企业利润同比降至历史低位，居民消费不振，商品市场需求端未能出现亮点。

3、进入下半年之后，企业的库存持续去化，多数商品库存进入到了非常低的位置，再加上经济在低位逐步企稳，另外美联储加息步伐放缓，大宗商品市场的压力得到了比较充分的释放。

3.2 贡献度：有色、黑色、化工对南华综合指数贡献更大

从表3.1能够看出，南华综合指数贡献度突出的主要是有色金属板块、黑色板块和化工板块，而国际商品指数贡献度突出的主要是有色金属板块、能源板块和农产品板块。

表 3.1：南华综合指数与国际商品指数的板块贡献度

板块	南华综合指数	TR&CC CRB	BCOM	S&P GSCI	DBLCI
贵金属	16.06%	1.02%	2.94%	0.63%	1.85%
有色金属	-22.95%	-31.37%	-39.99%	-26.95%	-32.62%
黑色	33.92%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
能源	0.49%	-29.40%	-23.47%	-48.95%	-48.41%
化工	20.28%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
农产品	-6.30%	-38.22%	-33.60%	-23.47%	-17.12%

注：焦煤焦炭划分为黑色板块

资料来源：南华研究院

从表3.2能够看出，南华综合指数和南华工业品指数贡献度突出的主要是铁矿石、镍和纯碱，而南华农产品指数贡献度突出的主要是油脂油料和生猪。

表 3.2：南华商品指数的品种贡献度

品种	南华综合指数	南华工业品指数	南华农产品指数
豆一	/	/	0.35%
白银	3.21%	/	/

铝	0.89%	0.96%	/
苹果	/	/	5.23%
黄金	5.81%	/	/
沥青	/	0.61%	/
玉米	/	/	-3.04%
棉花	1.41%	/	4.09%
铜	2.44%	2.73%	/
乙二醇	/	-1.11%	/
玻璃	/	4.62%	/
燃油	2.83%	3.36%	/
铁矿石	31.22%	34.82%	/
焦炭	4.15%	4.43%	/
鸡蛋	/	/	-0.37%
生猪	/	/	-43.86%
豆粕	3.85%	/	11.04%
甲醇	-2.35%	-2.72%	/
镍	-14.51%	-17.25%	/
菜油	-3.49%	/	-10.30%
棕榈油	-3.47%	/	-10.50%
聚丙烯	/	-0.83%	/
螺纹	-1.88%	-2.14%	/
菜粕	/	/	1.21%
橡胶	-0.75%	-0.90%	/
纯碱	11.16%	13.37%	/
原油	0.24%	0.26%	/
锡	/	-0.38%	/
纸浆	/	-2.47%	/
白糖	/	/	6.08%
PTA	3.55%	4.10%	/
PVC	/	-1.25%	/
豆油	-1.33%	/	-3.94%
锌	-1.45%	-1.69%	/

资料来源：南华研究院

3.3 各板块分析

下面我们将分板块对2023年走势进行回顾，并进行国内外板块贡献度的对比与分析。

3.3.1 贵金属板块：黄金带动，持续上涨

对于普通的大宗商品，其需求主要还是来自于实体产业，大宗商品价格的走势既要考虑产业上游的供给因素，也要考虑产业下游的需求情况，这就是大宗商品的属性。而贵金属这类大宗商品则不同，它们的价格表现与某一产业的发展关系不大，它的主要价格扰动项来源于全球经济的发展，其中全球主要经济体的影响是最为直接的，比如美国、欧盟、日本、中国等，这就是贵金属特有的金融属性。美国作为全球唯一的超级大国，其经济表现又格外受到关注，成为贵金属走势分析中最重要的一环。在贵金属中，白银是商品属性和金融属性并重的品种，而黄金则几乎完全受到金融属性影响，所以贵金属分析的重点还是在黄金上。

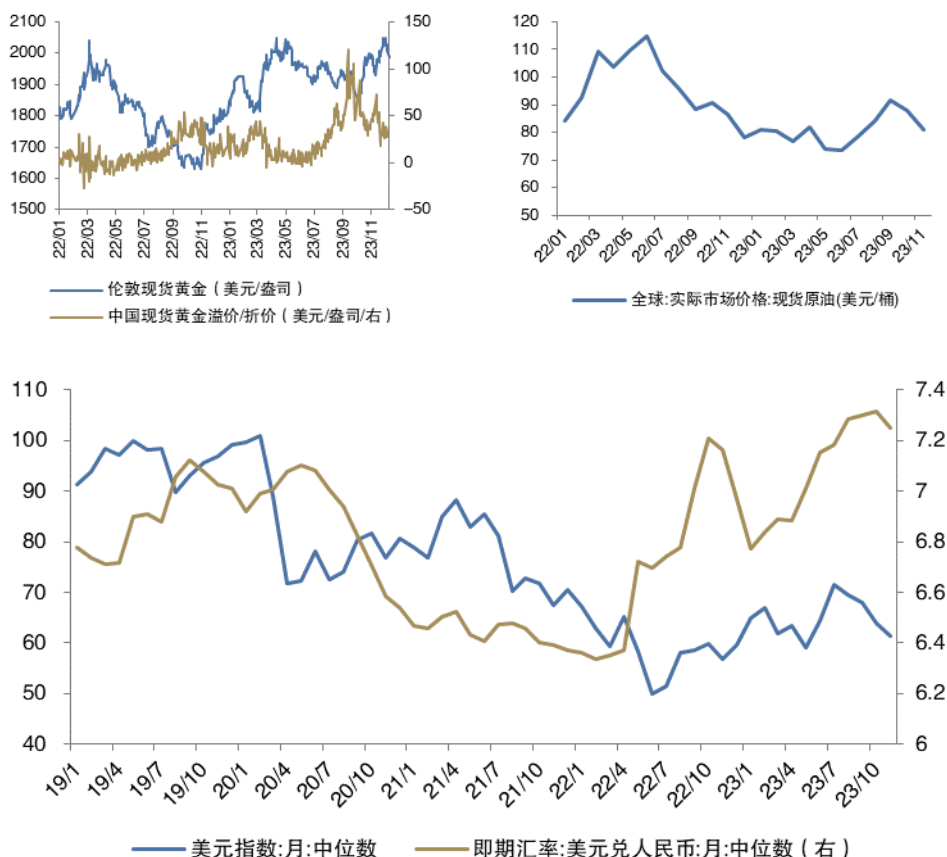
从2022年11月份至今年2月份，黄金价格有了一个明显的上升趋势，主要是受美国经济数据走弱，市场交易美国衰退预期以及原油价格下跌的影响。

从今年2月初至3月初，受美国各项经济数据表现超预期以及美联储进一步加息的现实，黄金出现了一轮较大的下跌。1月美国通胀数据、非农数据、零售数据等项均超预期，使市场重新交易美国经济韧性上来。经济数据反弹的主要原因来自于拜登政府对于美国居民个人税收的调整和贷款减免，积极财政政策开始发挥作用。

从3月至11月末，市场反复受美国衰退预期和经济数据强劲两方面来回切换，走出了一段宽幅震荡的行情。3月份，美国硅谷银行被挤兑破产，进而引发了市场对于系统性金融风险的担忧，黄金接连上涨。5月份，随着美国通胀韧性的抬头和经济数据的走强，黄金价格出现了长达几个月的调整震荡。10月中下旬后，美债利率大幅上行，同时伴随着通胀数据回落，中美关系改善，美债利率和美元指数下行，贵金属重归上升通道。

黄金现货的国内外价差在8月份之后出现剧烈波动，价差迅速走扩之后又迅速收敛，这一段时间国内金价的溢价水平达到了两年新高。背离的主要原因或来自国内外汇波动压力下，贵金属的进口配额出现约束。外汇市场在此期间由于央行的调控，人民币没法对美元贬值到位，但在相对黄金时，人民币却贬出了更多的幅度，反映了市场中人民币的潜在贬值压力。

图 3.1：贵金属板块

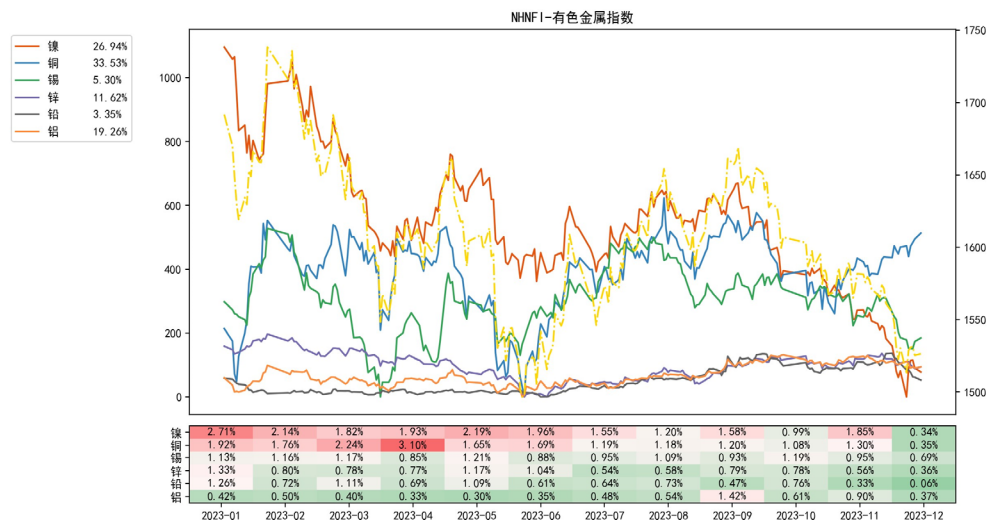


资料来源：Wind, 南华研究院, 国际黄金协会

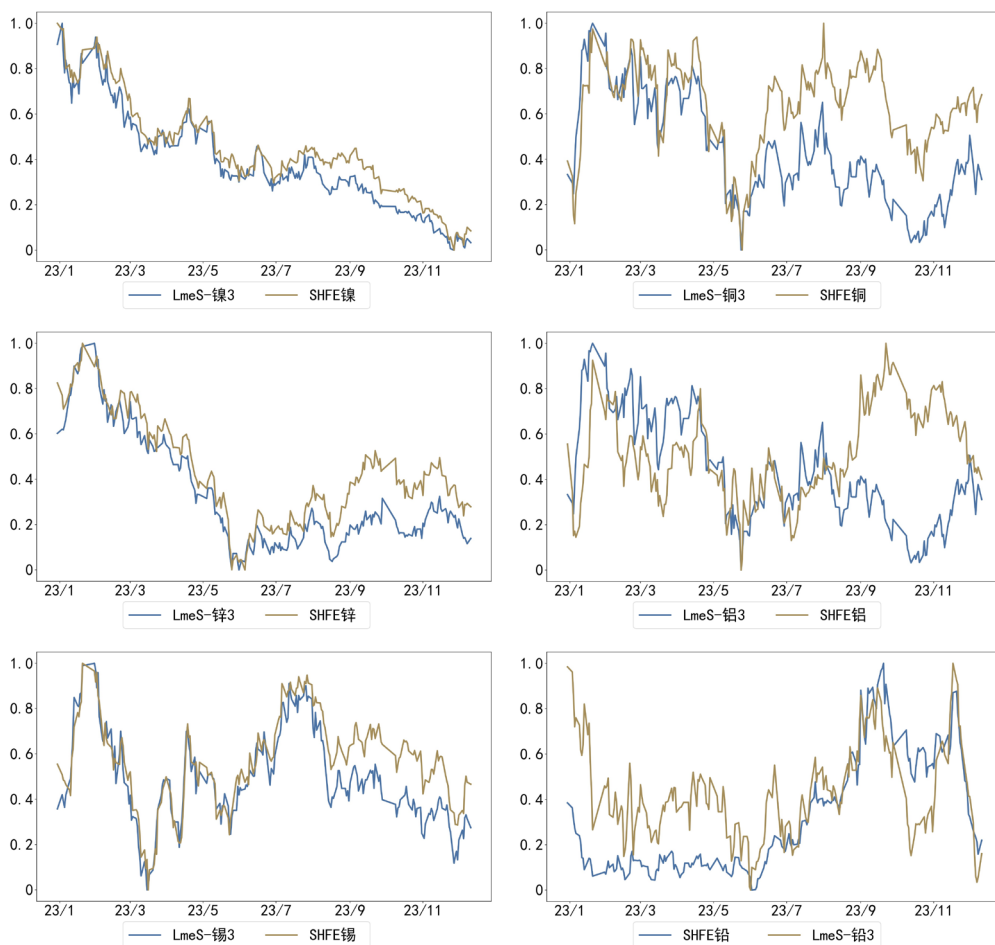
3.3.2 有色金属板块：需求不足，震荡下跌

南华有色金属指数全年震荡下行，一季度除2月初有明显回升外，跌幅斜率为全年最高。主要是因为疫情逐渐散去，国内经济以预期复苏为主旋律，带动指数上行；后续国内复苏弱兑现，加之海外银行相继暴雷，避险情绪攀升；此后二季度初触底反弹一段时间后，伴随国内一系列数据表现欠佳，指数创下年度新低后有小幅回调修正，但中枢并未回升，盘面底部宽幅震荡运行；下半年以来一系列积极政策陆续出台，经济回升预期有所提振；海外超预期释放鹰派信号，美元单边上涨；四季度巴以冲突爆发，市场对经济修复的担忧加深，指数打破了三季度震荡横盘的趋势，转而走跌。

图 3.2：南华有色金属指数及相关品种全年走势



注：板块综合指数（虚线）坐标为右轴，且图中点位已减去月度内最低收盘点位。图例中标明成分品种权重，热力图为每月收益波动率。



注：各品种市场数据均经过归一化处理： $(P_t - \min) / (\max - \min)$

资料来源：南华研究院

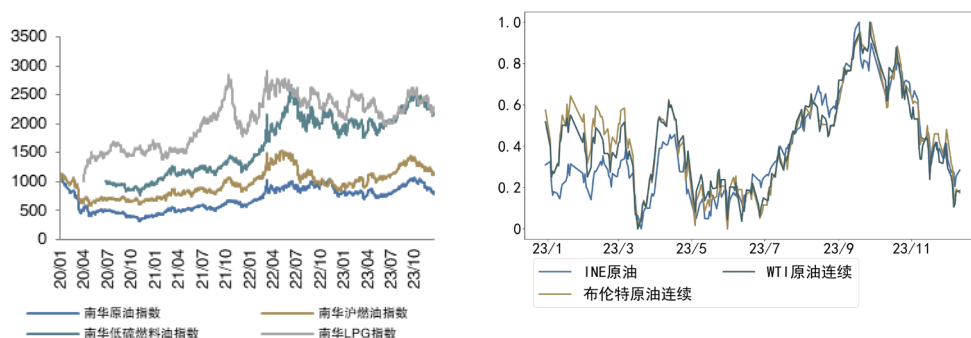
拆分指数的成分品种综合来看，镍、铜对指数的影响较大，锡因其权重限制影响有限。镍一路震荡下行，4-9月宽幅震荡，其余时间均处于下跌。23年供需结构整体呈现全面过剩，国内外产能陆续增加，消费方面不锈钢、三元锂电池对镍需求不足以覆盖产量的增加，库存持续增加。铜作为权重最大的成分品种，1月及6-8月有部分上涨行情，其余时间震荡运行。供给端产量稳定，进口量修复回升，整体供给稳中向好。需求端随着经济复苏，需求也在不断修复，传统基建和制造业较为稳定，新兴产业的需求虽然有增速放缓的趋势，但仍有增加。其价格的变化主要来自其金融属性，一季度随经济复苏的强预期与弱兑付上升后回调震荡，此后美债违约风险与加息呼声带领铜价大幅下跌后反弹上涨。进入四季度后，海外通胀的回落使欧美央行紧缩的预期降温，铜止跌进入震荡。锡一季度因产量过剩，有较为连续的下跌行情，其余时间均以震荡为主。

此外，权重大于10%的金属锌、铝的单品种指数在全年价格变动幅度较小，对有色板块指数贡献度较低。锌单品种贡献度一方面受其权重限制，另一方面是品种金融属性较弱并且上市时间早带来的单品种指数波幅较小。2023年锌主要是在二季度有走低行情，除去与上述品种相同的国内外宏观的影响外，主要因为国内产量达到高位，此外欧洲炼厂也复工复产，消费恢复又不及预期，导致明显下行。铝全年供给较为稳定，二季度西南减产叠加需求改善贡献一轮上行，三季度价格受到宏观提振，但四季度旺季不旺，消费始终承压。沪铅在三四季度有较大幅度的行情，究其原因还是下游需求拖累价格走低。

3.3.3 能源板块：冲突利多，难掩经济疲弱

2023年原油主力的走势大致分为两个阶段，上半年前期宽幅震荡，后续波幅收窄，下半年冲高回落。一季度油价中枢较2022年有所下移，波动幅度也有所减小，季度末期的下跌幅度较为明显，创下年度最低，但价格很快修复回升。二季度开始，油价有一波明显的上涨，但价格承压，并未突破布林带上轨。并且随着价格回落，中枢进一步下移。进入三季度，国内原油期货率先上涨，上涨趋势持续至9月底，创下疫情以来的新高。进入四季度，国内期货价格率先下跌，截止12月中，跌幅达到25.41%。

图 3.3：南华能源类单品种指数及相关品种全年走势



注：指数数据都进行归一化，右图中各成分品种市场数据均做归一化处理： $(P_t - \min) / (\max - \min)$

资料来源：南华研究院

由于我国世界原油第一进口大国、第二消费大国的地位。我国原油期货与国际原油价格关系紧密。但除去共振的部分外，汇率及国内消费、环保政策等因素也会促使国内油价走出差异来。2023开年以来，欧美央行的加息政策致使市场加剧需求方面的担忧，国际油价宽幅震荡；我国结束疫情管控，经济修复程度的不确定性加之炼厂加工量的上涨，油价在较低位置徘徊。季度末经济修复不及预期，油价大幅下跌。进入二季度，4月初沙特及OPEC+多国宣布减产，然随后由加息导致的多个欧美银行破产引发市场恐慌，国际油价大起大落，国内盘面随之起伏。三季度沙特自愿减产带动包括俄罗斯在内的多国减少供给，并且美国经济强韧的表现带动市场看涨的情绪，因此虽然美国产量不降反增，油价还是一路上涨。值得注意的是，三季度我国油价率先上涨，一方面因为美元兑人民币汇率的上升，另一方面是因为我国旺盛的出行消费需求带来我国炼油加工量的增加。因此国内表现较国外更为亮眼。四季度国内油价率先破位，国内外油价一路下跌。10月巴以冲突爆发，然冲突范围没有影响原油供应，油价回升又下跌，加之海外需求旺季之后，多个机构表现出了对2024年预期需求的下调，市场对于石油产出国减产执行力度的担忧催生空头情绪，11月份有增产迹象，美国放松对委内瑞拉制裁，巴西、圭亚那产量上升，供给端再生变数，成品油裂解低位，全球库存低位回升。我国宏观经济四季度阶段性回落，需求疲软加之产业链方面成本端抑制需求，成品油裂解差走弱，开工率下降，供需双弱开启下行通道。

3.3.4 农产品板块：表现分化，概因品种差异

对比国际商品指数，之所以南华综合指数的农产品板块贡献度明显较低，一方面是因为南华综合指数在农产板块的权重较国际商品指数低，另一方面是因为国外农产品板块与国内的差别较大，粮食作物在国内期货市场的流动性较差，而在国际市场上粮食作物占有很大的权重，咖啡、可可等经济作物也是国内没有的期货品种。从表3.3能够看出，CRB、BCOM和GSCI的农产品板块权重很高，而DBLCI虽然与南华综合指数的权重相似，但DBLCI的农产品是玉米和小麦，南华综合指数的农产品权重则以油脂油料和经济作物为主。2023年对于南华农产品指数影响最大的是生猪和油脂油料，农产品板块的分析也主要聚焦于它们。

表 3.3：各指数农产品板块权重

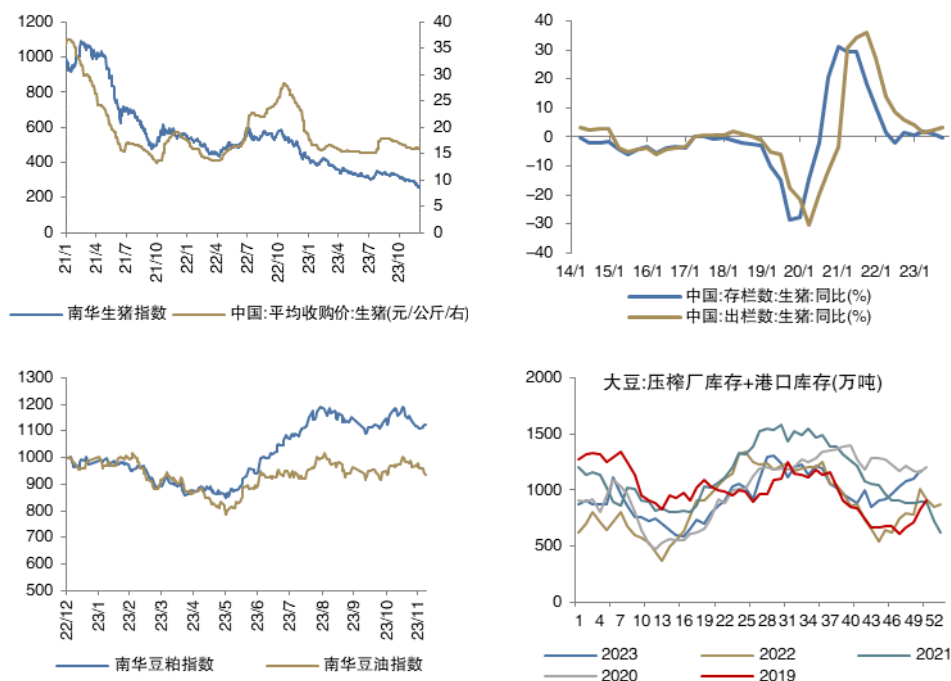
板块	南华综合指数	TR&CC CRB	BCOM	S&P GSCI	DBLCI
农产品	16.96%	41%	34.67%	23.83%	16.88%

资料来源：南华研究院

2023年初生猪价格跌破14元/公斤，抄底情绪渐起，在收储政策与2月产能兑现低点的刺激下，二次育肥行为反季节性进行，冻品也开始持续性分割入库低成本冻肉，摊销成本，以待价高出售，在种种行为的推动下，2月猪价反季节性上涨，一直到16元/公斤的价格，入库与二育动力开始减弱，3月下旬猪价随着这两种动作的减弱而迅速下跌。二季度整体来看延续下跌趋势，14元/公斤被产业链各方以及投资者视为价格的“底部”，每次跌破14，抗价情绪与抄底情绪就会带动价格向上运行，但供应压力的阴影下，高处不胜寒。7月产能有所缩量的事实开始在市场显现，规

模企业借机抬升价格重心，二育养殖户也顺着缺大猪之势而入，价格一度冲过17元/公斤，但反弹不是反转，随着价格冲过17，二育缺乏继续入场动力，8、9月份猪价受到供应压力缓慢震荡下行。10月底北方多地出现猪病导致市场恐慌性抛售现象增加导致价格由稳转跌；11月上旬市场承接10月猪病引发的产能积压状态，导致市场整体供应宽松，价格延续10月底的下跌，随着天气转凉，腌腊的开启价格企稳有所反弹，但11月底的猪病抛售和天气的回暖在供应和需求上同时对猪价承压，在12月初跌到今年最低价位。

图 3.4：农产品板块



注：指数数据都进行归一化

资料来源：南华研究院

回顾完生猪行情，接下来回顾一下油脂油料的行情，分开看油脂和油料各自走出了不同的行情，油脂端整体表现为承压区间震荡，而油料端继续呈现出与去年同样的创纪录行情。

油脂方面，上半年在供给好转的预期中和消费转弱的现实下出现了明显的震荡下跌。下半年前期随着欧洲菜油供给矛盾的解决，作为国际植物油价格洼地的地区，植物油的价格企稳令全球植物油价格同步企稳。而美国豆油的生物柴油预期消费增加则对国际植物油价格形成助力，帮助国际植物油价格在下半年初形成明显的反弹。国内植物油也由于人民币汇率走弱等因素造成进口利润迅速恶化而出现跟涨反弹。进入7月后至年底，油脂整体表现为区间震荡，随着原料端天气市炒作情绪逐渐降温，且生物能源价格不断受到宏观及原油价格的影响，在全球供应没有太大忧虑的背景下，油脂价格持续受到压制。国内消费端尽显疲态，整体供强需弱的格局下保持震荡偏弱的走势。

油料方面，本年度内外盘走势出现明显分化，国内蛋白受到汇率和大豆到港与

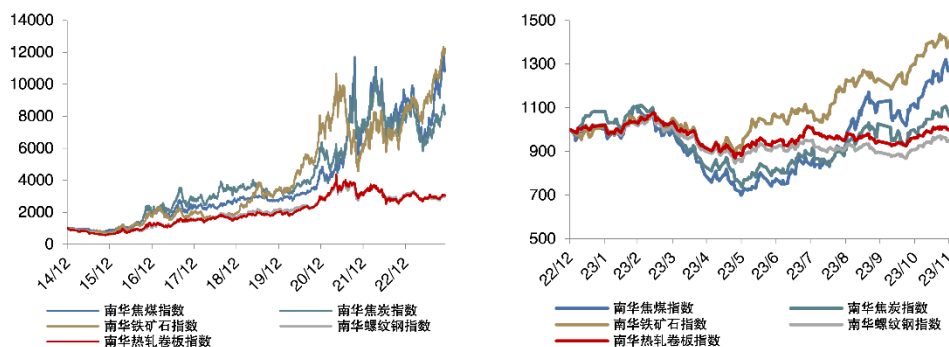
压榨节奏问题，走出过多次独立行情。上半年CBOT盘面表现为承压下行，主要是由于巴西的创纪录产量弥补了阿根廷的减产，且巴西因为仓储能力的限制而面临着销售压力，因此以巴西为主的国际大豆出口报价下跌带跌了全球大豆价格。而国内蛋白受到海关对大豆进口检疫政策趋严影响，始终处在预期之中无法兑现的压榨排产计划，都是支撑国内蛋白没有跟随国际美豆价格出现明显同步下行的原因。但国内蛋白消费端养殖利润亏损的延续及后续养殖外购成本的走高极大地打击了未来养殖的积极性，整体上供给好转和消费走弱同频的预期下也持续压制国内蛋白价格走势。6月底USDA公布的种植意向报告中将美豆种植面积超预期下调，以及人民币汇率的不断上涨导致进口成本持续抬升，市场由此给予国内蛋白盘面较多升水，大豆通关的延迟带来的阶段性供应趋紧以及下游养殖利润好转的形势下，国内蛋白三季度出现超出外盘的单边上涨行情。8月底后，内外盘利多出尽下蛋白盘面逐渐回归基本面，美豆由于运河水位问题销售进度偏慢，叠加南美创纪录产量持续压制盘面。进入巴西种植期后天气表现高温干旱，“天气市”炒作再起，但幅度有限，表现为区间低位震荡，人民币汇率逐渐回调下，内外盘走势趋于一致。

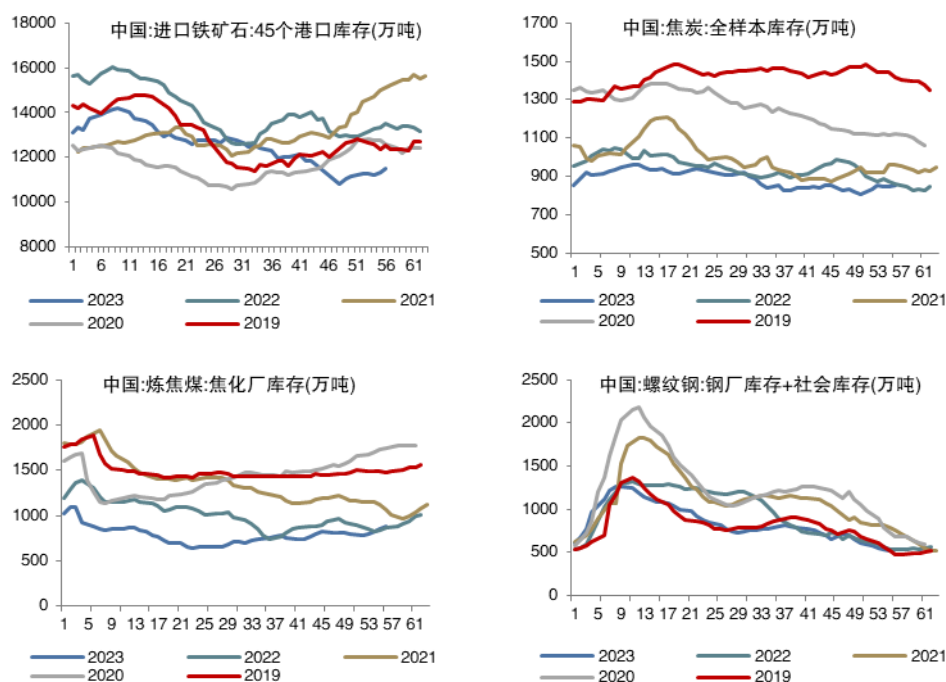
3.3.5 黑色板块：以销定产，化解风险

今年上半年，黑色系普遍出现下跌行情，其中铁矿石、螺纹钢和热卷跌幅较小，而焦煤焦炭跌幅较大，而下半年螺纹钢和热卷则处于窄幅震荡中，铁矿石、焦煤和焦炭则走出了一段稳定的上涨行情，其中由于铁矿石上半年的跌幅较小，所以整个2023年铁矿石是黑色系中涨幅最高的期货品种。

在海外紧货币，而国内托举经济，化解金融风险的背景下，钢厂选择采取以销定产、低库存的模式来降低风险，这是国内黑色系商品低库存的主要原因。同时，这种低库存也为预期交易提供了价格支撑，但这种支撑，面临未来供需现实能否如期实现的考验。目前价格上涨最明显的是受到海外影响较大的铁矿和焦煤，而下游的钢厂尽管有万亿国债政策的出台，依然处于低位震荡阶段，这说明实体经济的信心依然在等待需求的反馈，只有经济企稳，政策预期能够实现，黑色系的补库周期才能真正到来。

图 3.5：黑色板块





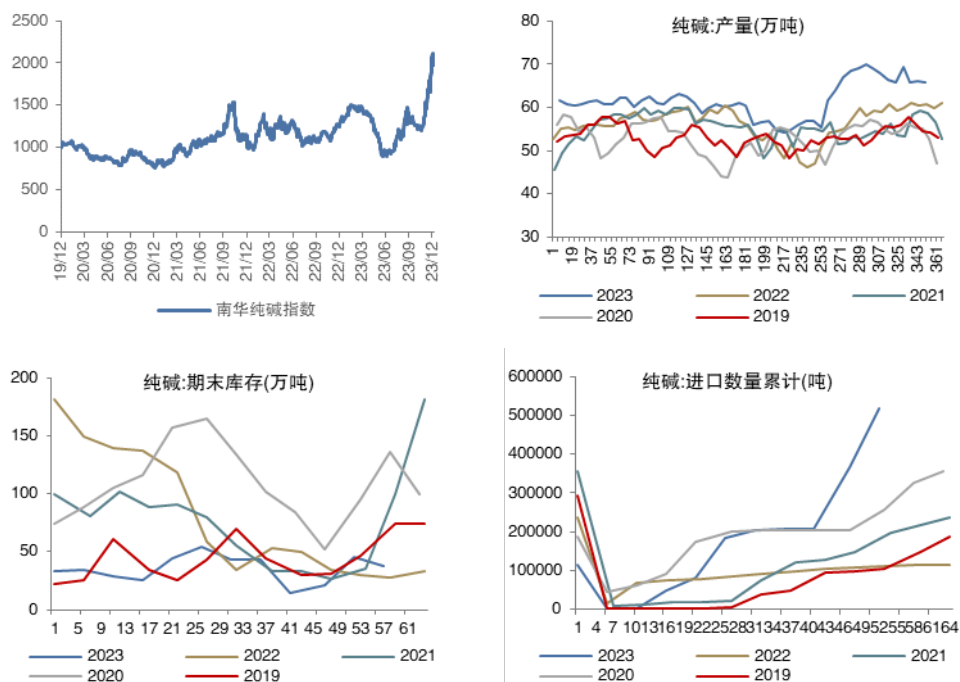
注：指数数据都进行归一化

资料来源：Wind, 南华研究院

3.3.6 化工板块：纯碱上行，概因供给扰动

今年，化工板块最为亮眼的莫过于纯碱，在南华综合指数和南华工业品指数中，纯碱的贡献度分别是11.16%和13.37%。2023年国内纯碱的巨大波动主要来自于供给端的扰动，其需求端还是比较稳定的。今年年初至3月份，纯碱供需紧平衡，期现价格高位震荡运行，期间国内纯碱周度产量在60-63万吨附近；4、5月份期间，市场交易逻辑转向远兴能源的新增产能投放预期，纯碱期货和现货价格跌幅近1000元/吨，期间产业博弈、现货负反馈是主要的下跌驱动，期间国内纯碱周度产量在59-63万吨区间内；6月份，纯碱市场驱动不足，价格低位震荡整理，期间周度产量持稳至60-61万吨；7月到8月份，市场转向交易已有装置的超预期检修和远兴能源新产能投放不及预期，纯碱价格大幅拉升，期间纯碱市场从供需平衡转成供过于求，周度产量在54-58万吨；9月至11月份，随着纯碱进口增加、远兴一二线顺利达产，纯碱市场供需关系逆转，期现价格大幅下跌。总的来说，2023年纯碱市场的行情就是预期产能与新增产能匹配、错位又匹配的结果。

图 3.6：纯碱基本面



注：指数数据都进行归一化

资料来源：Wind, 南华研究院

4 南华商品指数 2024 年多为震荡

4.1 2024 商品市场主逻辑：美联储降息与需求预期的好转

1、美联储何时降息？美国通胀数据虽然还没有达到2%的目标，但随着美国经济热度降低，就业市场所造成的通胀螺旋会逐渐结束，只需要维持较高的利率就能够实现最终的通胀目标，没有继续加息的必要。接下来所要考虑的则是降息多快到来，在本文看来，在美国的经济指标没有明显恶化的情况下，降息更可能发生在2024的下半年。

2、需求预期的好转：随着国外经济的复苏，国内的出口或有改观，但旧的出口结构终究难以持续，新的出口结构还没完全形成，所以不能抱有太大的期待。在2023年的政府债券和城投债的推动下，国内基建行业预计会有较大的实物工作量，同时预计来年也会有更多支持房地产行业的政策推出。预计2024年的需求会有一定起色，但难有爆发性需求。

3、中美的共振补库需求：从工业企业库存情况来看，目前中国和美国的库存都处于比较低的水平，前期经历了比较长一段的被动去库过程。而随着工业生产预期的好转，企业会进入主动补库阶段，给商品价格带来支撑动能。

当前，大宗商品市场已经在一定程度上交易了来年预期，因此2024年大宗市场更可能以震荡为主，难有稳定的趋势性行情。

4.2 板块展望

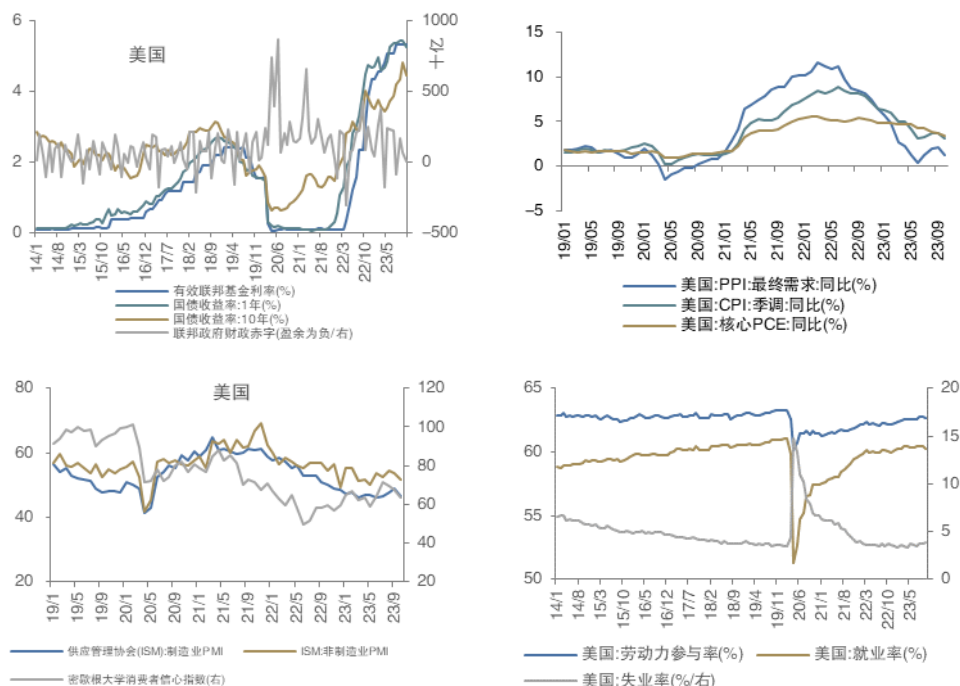
下面我们将分板块对2024年商品指数的走势进行展望。

4.2.1 贵金属板块：通胀与降息，经济与情绪

当前美国的联邦基金利率已经达到了5.3%的历史高位，而10月核心PCE也已经达到3.46%，离目标通胀率2%虽然还有距离，但考虑到失业率有所抬升，而宽财政下的财政负担逐渐增大，预计美联储的加息已经接近尾声，2024年上半年应该是以预期管理为主，暂停甚至不再加息。同时参考鲍威尔和其他票委的发言，可见美联储内部对于货币政策的意见并不统一，进一步佐证暂停加息的观点。

此次在美国紧货币政策下，美国经济数据表现依然韧性十足，和市场普遍的衰退预期不符，主要原因是紧货币下虽然企业紧信用，降杠杆，但政府却在宽信用，这么做的结果是大幅增加美国债务负担。这解释了为何美元指数扩张、美债利率上涨的条件下，但是贵金属价格仍呈现韧性，并在近期出现大幅反弹。美国2023财年已经结束，政府预算赤字从2022财年的1.38万亿美元增至1.70万亿美元，进一步扩张。而继2022财年利息支付增长34.9%之后，2023财年的利息支付增长了38.7%。美国新任众议长上台显示谨慎财政政策，10月美国财政支出逆差收缩，都显示美国政府慎重态度，24年财政支出或将收缩。

图 4.1：贵金属板块



资料来源：Wind, 南华研究院, 国际黄金协会

分析完了货币、财政情况，现在再来看一下实体经济的表现，2023年的通胀之所以如此顽固，有一个重要的原因就是经济表现强劲，市场需求旺盛。2024年如果经济需求能够有所减弱，也有利于通胀的下降，美联储停止加息甚至降息的时间点也会更快来临。

美国10月经济数据再度回落，显示经济仍受到货币政策及其他风险因素压制。美国10月制造业、非制造业PMI发生不同程度回落，制造业诸如电子、化工、机械、食品、非金属矿物等行业受访者一致表示当前经营活动出现放缓迹象，对未来乐观情绪有限。消费端看，美国消费者信心远未恢复至疫情前水平，消费景气度仍然低迷。根据美国消费者调查报告，美国消费者对价格非常敏感，正在回避可选消费，消费者对于自身财务状况感知恶化快速加深。

目前看，通胀已经处于回落趋势。风险在于经济数据是否反弹、罢工带来的不确定性和欧佩克是否进一步减产。但在中美关系缓和、油价回落的背景下，我们认为多头交易可以继续。从美国劳动力市场指标来看，1) 失业率保持历史低位；2) 劳动力参与率尚未恢复疫情前水平；3) 非劳动力人口中枢居高不下，显示美国在部分劳动力退出市场情况下，劳动力市场供需仍然失衡。而中美关系的改善带来的贸易恢复可能，对于劳动力永久缺失问题，预计也将形成缓解预期。

综上所述，尽管数据短期有波动，但美国通胀和需求已经在回落通道了，货币转向宽松也只是个时间问题，之前支撑美国经济的财政扩张预计退坡，中美关系缓和有助于供给端改善，降低后续收紧预期。我们预计贵金属板块24年上半年就将交易降息和通胀回落预期，价格开始走高，并且海外需求将进一步走弱并触底。下半

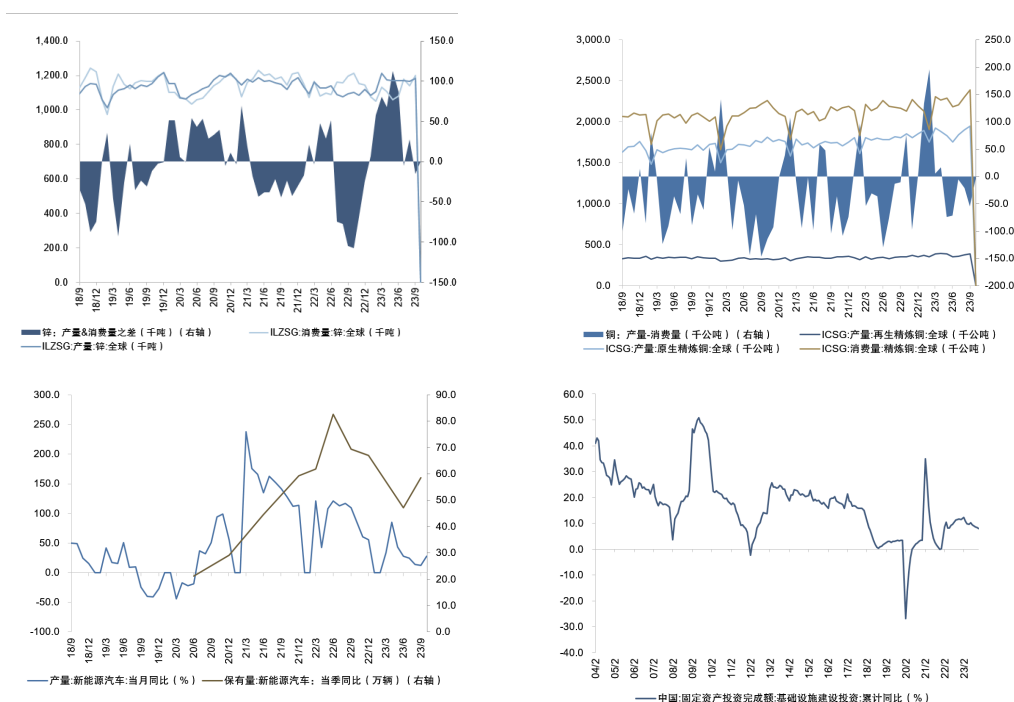
年，随着市场对利率高点时间不确定，以及经济供给端的约束，使得价格或维持高位震荡。总结起来，尽管数据短期内有波动，但美国通胀和需求正在回落，货币政策也将转向宽松。此外，之前支撑美国经济的财政扩张预计将减弱，中美关系缓和有助于改善供给端，降低后续收紧的预期。基于这些因素，我们预计贵金属板块在2024年上半年将受益于降息和通胀回落预期，价格将开始上涨。同时，海外需求将进一步减弱并触底。下半年，由于市场对利率高点时间的不确定性以及经济供给端的限制，价格可能会维持在高位并出现震荡。

4.2.2 有色板块：供给看海外，需求待扩大

我国在有色金属方面的消费力毋庸置疑，其中，镍对应的不锈钢、三元锂电池，铜对应的电力、光伏，锌、铝对应的地产、交通、电力等，或是新能源发展的主流方向，或是全球经济脱碳的热门板块，或是在国家发展中具有战略性、基础性的部分。

最近的中央经济工作会议指出，明年坚持稳中求进、以进促稳、先立后破，多出有利于稳预期、稳增长、稳就业的政策，在转方式、调结构、提质量、增效益上积极进取，不断巩固稳中向好的基础。“先立后破”的先后顺序尤为重要，适用于新旧动能转换，也适用于防范化解重大风险。继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策，精准有力实施宏观调控，加强各类政策协调配合，扎实推动经济高质量发展。增强宏观政策取向一致性。加强财政、货币、就业、产业、区域、科技、环保等政策协调配合，把非经济性政策纳入宏观政策取向一致性评估，强化政策统筹，确保同向发力、形成合力。

图 4.2：有色金属板块



资料来源：Wind、南华研究院

地产方面，化解风险，促进市场平稳健康，加快构建地产发展新模式等理念均意指以多措并举的方式帮助地产行业恢复、发展。另外会议还指出，“扩大有效需求，拓展有效投资空间”、“稳定和扩大传统消费，提振新能源汽车、电子产品等大宗消费”。展现出新能源汽车消费对于中国经济的发展的重要作用。光伏方面，工信部最新数据显示，今年前十个月，我国光伏新增装机容量同比增长144.78%，存在一定阶段性和结构性过剩风险，但根据工信部此前召开的光伏产业链座谈会，当前我国光伏行业总体属于行业发展正常范围。需求仍处缓慢恢复的阶段，产能的过剩会随国内外经济的修复、落后产能的退出而逐渐消化。

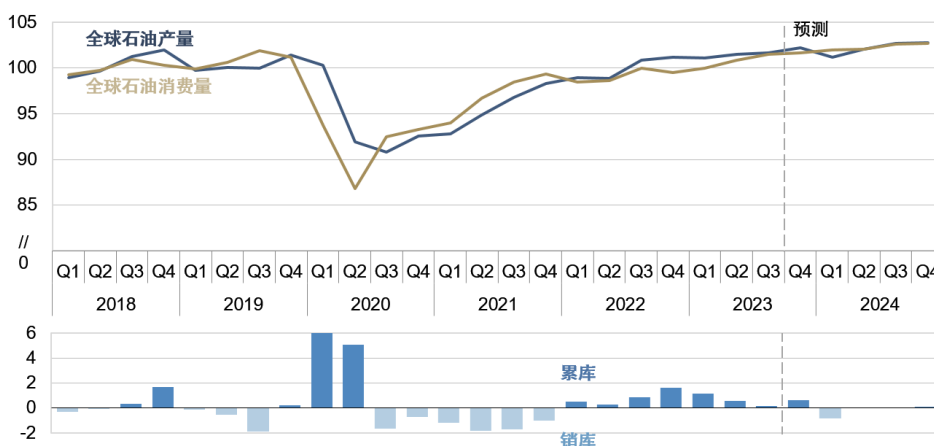
在国内经济借助宏观调控持续发力的东风下不断恢复的基础上，镍、铜、锌、铝较高的对外依存度受到海外市场、国际地缘风险和我国贸易关系等因素的影响。12月的美联储议息会议表示通胀在过去一年中有所缓解，并维持利率不变。市场预测会议暗示未来美国货币紧缩政策放松，市场预计明年将降息125个基点，具体时点猜测不一，但美利率不会上行，利好我国进口。当前铝、镍均有过剩，未来走势大概率由需求决定。铜近年进口量稳步增加，炼厂新产能投放，需求增速放缓，但总体较为强韧。锌供应端矿产供给预期下调，国外炼厂产能因需求疲弱可能下调，国内新投产带来的产能增加可能挤压加工利润，需求端关注汽车、家电方面的增量表现。

4.2.3 能源板块：减产是否执行，需求能否增长

但从美国现阶段的基本面来看，美国10月CPI同比上涨3.2%，为今年7月来新低，低于预期的3.3%，前值为3.7%；核心CPI同比上涨4%，为2021年9月以来新低，预期为持平于4.1%，整体经济强韧，因此过早降息可能导致通胀反复，我们认为暂不支持美联储在明年上半年选择开启降息模式。欧洲央行管委维勒鲁瓦：除非出现意外情况，否则欧洲央行不会再次提高利率。

当前俄罗斯和沙特均践行了自愿减产：11月份沙特原油产量897万桶/天，俄罗斯951万桶/天，除伊拉克超出减产计划的10万桶/天的产量外，其它国家均严格执行减产计划。不参加减产的国家中，利比亚、委内瑞拉、伊朗产量环比9月增加4万桶/天。非OPEC减产成员国，11月份环比减少5万桶/天，OPEC+整体产量稳定。但美国、巴西、墨西哥、加拿大可能会增产，使2024年全球石油供应将会增加57万桶/天，至10219万桶/天。

图 4.3：EIA 预测全球石油供需（百万桶/天）



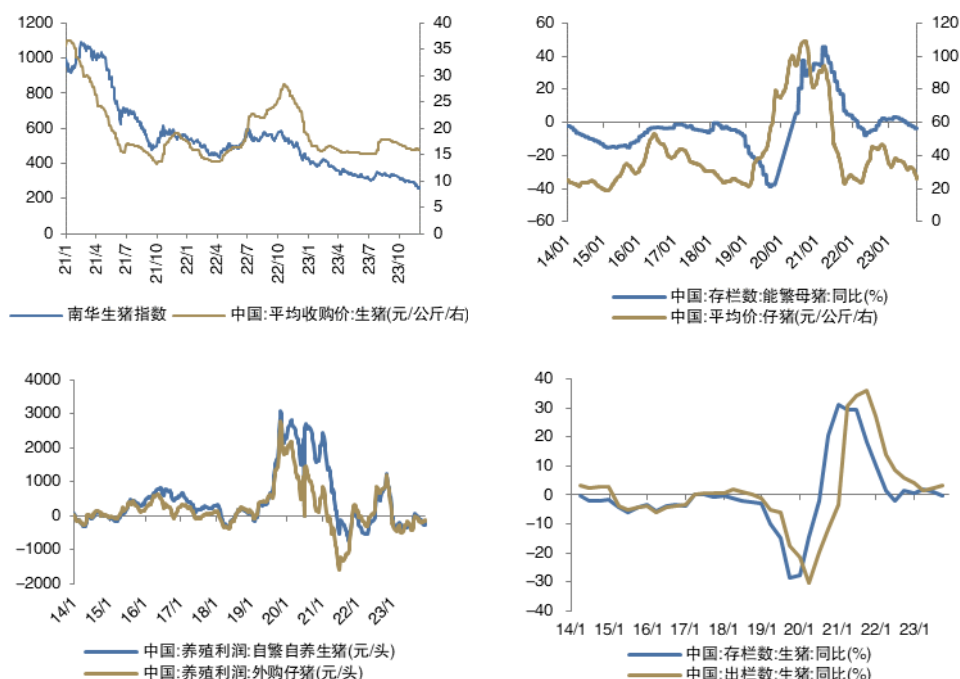
资料来源：EIA、南华研究院

需求方面，我国2023年前10个月中原油进口量较去年同期增加了超145万桶/日，国际能源署认为中国市场贡献了全球原油需求增量的70%，但EIA预测2024中国消费增长将会减缓至32万桶/天。四季度国内汽油消费旺季已过，短期提振有限，柴油需求延续疲软，未来国内经济在逆周期货币工具和稳健财政政策托底经济企稳回升的情况下，持续关注需求端情况。国际需求方面，国际货币基金组织（IMF）前副总裁朱民11月22日演讲时表示，从2024年开始，在今后的五年，全球经济可能进入低增长的阶段，关注海外系列经济政策下的复苏进程，及地缘政治等风险因素。

4.2.4 农产品板块：生猪去化缓慢，未来可能供少需增

从南华生猪指数来看，除了7月下旬生猪期货价格走高外，2023年的其余时间，指数都呈下降趋势。猪肉市场需求不及预期，利润是驱动能繁母猪产能变动的核心驱动，2023年的生猪养殖利润一直处于负区间。自年初以来，能繁母猪上半年去化不明显，下半年去化程度略有增加。而能繁母猪的产能会在10至12个月后兑现为生猪出栏，2023年上半年母猪产能去化缓慢，这会给明年一、二季度带来供给压力。仔猪价格今年以来呈现出持续下降的趋势，反映了行业的补栏积极性不断变弱，对应的则是明年一、二季度后供给压力的缓解。

图 4.4：农产品板块



注：指数数据都进行归一化

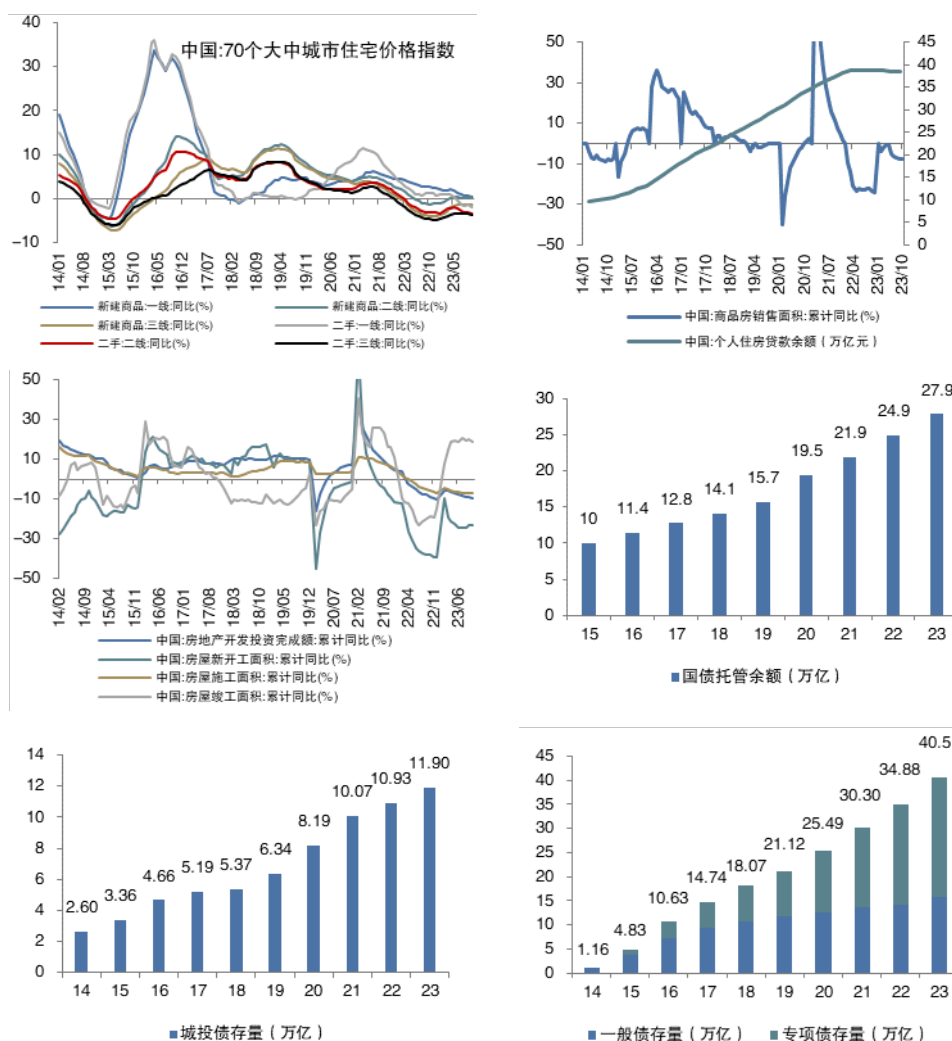
资料来源：Wind, 南华研究院

预计2024年的下半年，生猪价格会迎来一个拐点。因为2023年下半年能繁母猪的去化得到加强，这决定了2024年生猪出栏量的下降，同时消费端也不如旺季，供少需增的情况下，生猪的价格或会走强，养殖利润也可能会转负为正。而2024年上半年或依然会延续今年的走势，生猪价格呈现缓跌趋势。

4.2.5 黑色板块：供给仍需修复

从地产行业来看，国家统计局公布的70个大中城市住宅价格指数中，除了一二线城市新建商品住宅价格指数较2022年末略微上涨外，其余指数数据都不同程度的下降了。从商品房销售面积来看，截止到2023年10月份，全国商品房销售面积累计同比下降7.8%。从个人住房贷款余额来看，截止到2023年第三季度，我国个人住房贷款余额为38.4万亿元，站全部信贷余额的比例下降至16.4%。从余额增速来看，个人住房贷款余额同比增速从2017年第二季度开始就已经呈现持续的下降态势。大规模提前还贷的出现是2023年前三季度个人住房贷款余额负增长的主要原因。从商品住宅的投资数据来看，截止到2023年10月份，全国开发投资完成额累计同比下降了9.3%，住宅新开工面积累计同比下降23.2%，住宅施工面积累计同比下降7.3%，住宅竣工面积累计同比19.8%。总体来看，房企的住宅投资意愿、投资能力均显不足，商品住宅开发投资完成额、新开工面积和施工面积累计同比下降，房地产市场的供给端仍处于修复调整阶段。但在“保交楼”专项借款、“保交楼”贷款支持计划的支持下，住宅竣工面积同比大幅增长，“保交楼”政策的效果显著。

图 4.5：黑色板块



资料来源：Wind, 南华研究院

从基建行业来看，无论是从国债、地方政府债还是城投债，今年的发债量都明显多于往年，国债托管余额增加了3万亿，地方政府债务存量增加了5.63万亿，城投债务存量也增加了0.97万亿。这些债务扩张所能推动的实物工作量是巨大的，来年会形成规模不小的需求量。

我们认为年内黑色板块的上涨主要来自于终端需求强于预期，且交易基建端托底实际需求和地产预期边际向好的预期。但黑色多头依然存在不确定性，还需要等待4、5月份消费旺季对需求预期的验证。

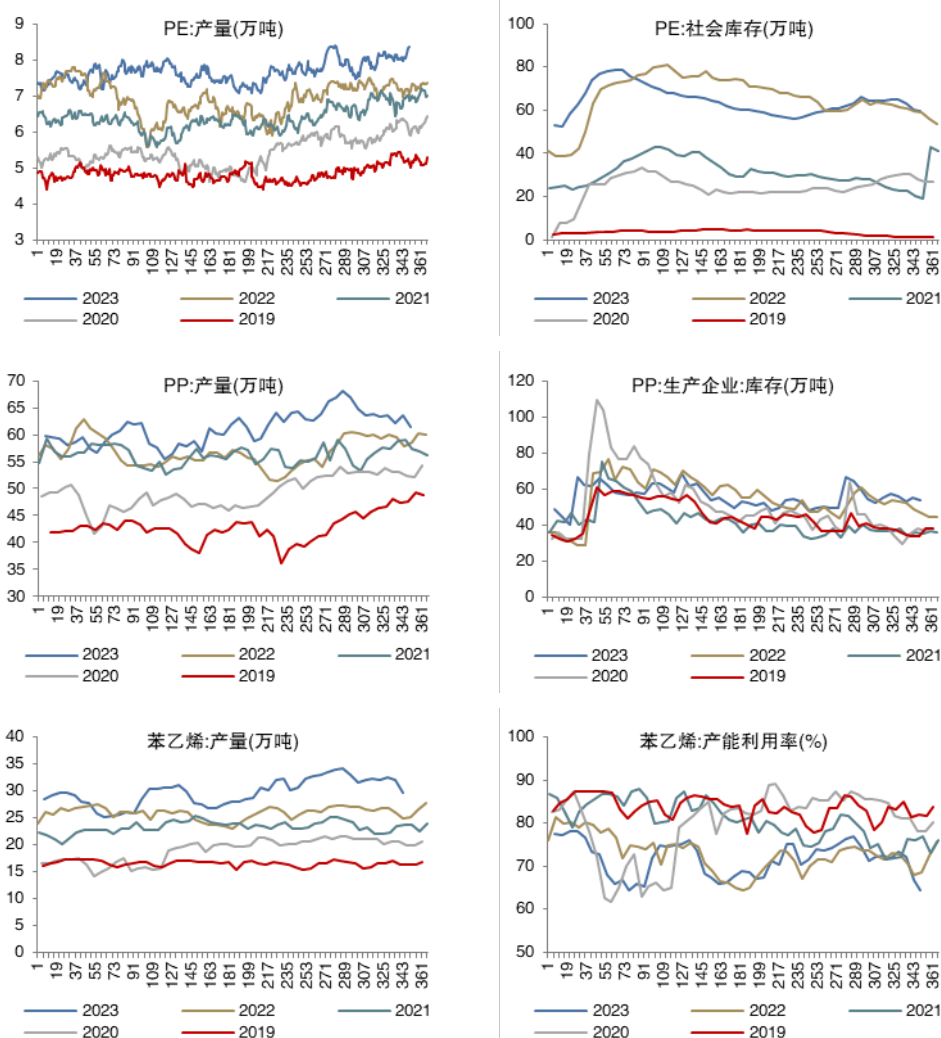
4.2.6 化工板块：各品种情况各异

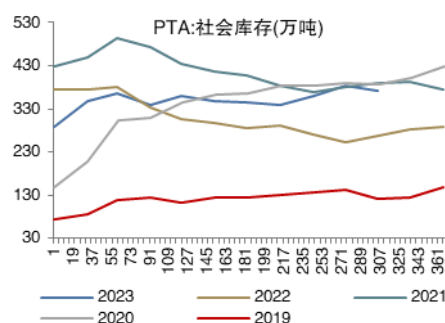
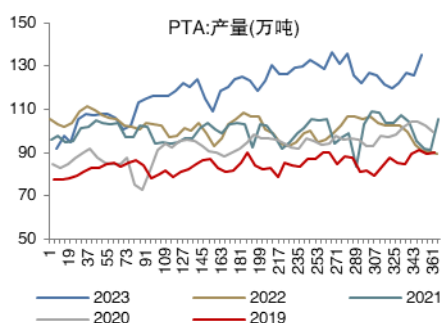
从供给端来看，远兴的一、二线都已经投入生产，同时，碱厂检修的高峰期也已经过去，预计来年产量会逐渐增加。在此背景下，玻璃的生产成本会被压低，高

利润下玻璃产量仍有增量空间。虽然，现在纯碱的基本面供给依然过剩，但更多的过剩出现在轻碱端，重碱端在限产下还是存在缺口，若后续环保限产延续且金山远兴投产不能如期兑现，则重碱累库预期可能会出现动摇。总之，展望2024年，随着供给增多的现实不断兑现，市场的预期也会逐渐稳定，供需走阔会成为必然的事实。

自2020年起，国内乙烯市场面临着供需矛盾的严重问题。这是因为新投产装置的产能集中导致供应过剩，而下游制品行业则面临着原料价格的僵持以及制品订单的减少，零售端也难以加价。同时，生产企业方面，供应规模化已经成为供应发展的定局，同质化生产带来的供应问题将持续相当长的时间。

图 4.6：化工板块





资料来源：Wind, 南华研究院

到2024年，聚丙烯的产能将会增加，这是因为炼化一体化项目的投产将带来更多的产能释放。同时，由于这些项目能够提供完整的产业链产品，其对市场的影响力将更快、辐射面更广。这种新型扩能时代所带来的供应格局变化将对国内传统供应市场产生明显的冲击

苯乙烯产业链的投产进程主要由行业领军企业主导，从上到下进行。在过去的五年中，苯乙烯的投产力度大于上下游，导致上下游在话语权上的增强，从而使得苯乙烯的利润损失严重。预计在未来的五年中，下游的投产力度将大于苯乙烯，而苯乙烯的投产力度将大于纯苯，因此产业链的利润可能会继续保持在上游端。从区域的角度来看，未来北方地区的产能增加较多，且上游产能的增加力度大于下游，这将导致北方地区未来的竞争压力继续增加。

对于2024年的PTA走势，我们持相对乐观的态度。一方面，PTA市场的结构具有较强的抗风险能力。国内PTA行业的产业集中度较高，中国的前八大PTA企业占据了该行业产能的约75%。经过多年的发展，我国培育出了一批具有竞争实力的本土企业，这些企业在国际市场上具有话语权。国内厂家对供给端的把握较为准确，企业的抗风险能力较强，可以逆周期调节市场供给，避免因产能过剩而引发的市场混乱。另一方面，亚洲对PTA的需求占全球总需求的81%，而中国的需求占58%。在国内PTA产能供需逐渐平衡的情况下，许多大厂选择增加出口来寻求增长。

5 结论

1、2023年南华综合指数的走势主要分为三个阶段，第一个阶段是上半年的下跌行情，一方面国内疫情放开后，经济向好的预期未能完全兑现，经济指标表现依然乏力，同时地产风险依然高悬，市场信心不足；另一方面国外银行相继暴雷，避险情绪攀升，美联储超预期释放鹰派信号，市场对经济修复的担忧加深。第二个阶段是6月份至9月中旬，国内以销定产、低库存降低了风险，为黑色价格提供支撑，同时受海外影响较大的铁矿和焦煤出现了趋势性行情，带动了南华综合指数出现了一段上涨行情。第三个阶段是9月下旬至年末的震荡行情，黑色板块与能化、有色的分化行情导致震荡行情的产生，国内黑色板块在交易来年的预期，但国外巴以冲突爆发，有色市场快速下跌，并且市场对于石油产出国减产执行力度的担忧催生空头情绪。

2、国内，国家出于控制金融风险的角度，来年依然会给房地产行业政策支持，而基建方面，2023年的政府债券和城投债券发债量都多于往年。这些债务扩张所能推动的实物工作量是巨大的，来年会形成规模不小的需求量。国外，美国加息已经尾声，降息会逐渐成为主流，经济实现“软着陆”的概率较大；伴随欧洲通胀回落，生产成本压力缓解，消费信心改善，欧洲经济会有所好转。但全球主要经济体的贸易地位近几年也发生了较大的变化，中国贸易规模虽仍居首位，但在美欧日韩等主要贸易伙伴中的贸易地位有所下降，贸易增长依然面临挑战。

3、国内新的经济增长点尚需扶持培育，国外出口结构的变化也面临挑战。解决这些都需要经济结构完成转型，政府接下来的目标更多的是为经济结构的成功转型腾挪时间和空间，房地产和基建更多的是在经济转型过程中稳定经济的手段而不再像以前是经济发展的支柱和重点。可以预见2024年的南华综合指数更多的会以震荡行情为主，稳定的趋势性行情可能依然不会存在。

免责声明

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布的机构或人员，也并非意图发送、发布给因可得到、使用本报告的行为而使本公司违反或受制于当地法律或监管规则的机构或人员。

本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，本报告所载资料、意见及推测仅反映在本报告载明的日期的判断，期货市场存在潜在市场变化及交易风险，本报告观点可能随时根据该等变化及风险产生变化。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。在任何情况下，本报告中的信息和所表达的意见和建议以及所载的数据、工具及材料均不应作为您进行相关交易的依据。本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。

本公司的销售人员或其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、涉及相应业务内容的子公司可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。投资者应当考虑到本公司可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。

未经本公司允许，不得以任何方式传送、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。经过本公司同意的转发应遵循原文本意并注明出处“南华期货股份有限公司”。未经授权的转载本公司不承担任何责任。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

公司总部地址：浙江省杭州市上城区富春路 136 号横店大厦
邮编：310008
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



扫码下载南华期货 app

