

半卷红旗临易水

摘要

南华商品指数第三季度的上涨既有宏观因素也有基本面的原因。宏观方面，去年至今年初第一季度的货币供应量的上升能够解释大宗商品市场上涨的部分原因，同时，相比于一二季度，三季度实体经济整体有所改善，也助力了大宗商品市场的上涨。微观方面，大宗商品的上涨更多的是因为供给层面的收缩，解释了南华商品指数上涨的大部分原因。

对于大宗商品第四季度来说，宏观货币供给在二三季度逐渐减少给了大宗商品下跌的压力，而实体经济的改善前半程由政府发力，后半程就需要看实体企业能否跟上，如果实体企业能够打开局面，则第四季度宏观对于南华商品指数的影响就会弱化。在此基础上，南华商品指数的走势会更多地取决于微观层面具体品种的影响，原油方面 OPEC+ 成员今年的减产计划导致第四季度原油供应方面依然偏紧，油价或维持高位；纯碱新增产能的逐渐兑现，对于当前纯碱的价格会形成压力；焦炭和铁矿石在第四季度终端需求逐渐减少的情况下可能会价格回落；豆粕方面由于养殖亏损且经历了三季度的上涨后，可能会出现行情回落。

综合来看，由宏微观共同作用的大宗商品第三季度的上涨行情，突破了历史高位，但后续行情缺乏强力的基本面支撑，经济处于逐步恢复的状态，大宗商品市场在第四季度更可能会以震荡行情为主。

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：

货币供应量减少、实体经济复苏疲弱、能化和黑色板块供给增加

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

请务必阅读正文之后的免责条款部分

目录

章节

1 引言	1
2 商品市场运行概况	2
3 南华商品指数的宏观经济环境	16
4 南华商品指数的微观支撑	22
5 南华商品指数的四季度展望	29

目录

图表

表 2.1.1: 南华商品指数系列权重 1	2
表 2.1.1: 南华商品指数系列权重 2	3
图 2.1.1: 南华综合指数中各板块权重占比	5
图 2.1.2: 南华综合和南华迷你综合指数三季度走势	6
图 2.2.3: 综合指数及分类指数第三季度走势	7
图 2.2.4: 综合指数及分类指数历史走势	7
图 2.2.5: 综合指数及分类指数第三季度波动率	错误!未定义书签。
图 2.2.6: 综合指数及分类指数历史波动率	8
图 2.2.7: 综合指数及分类指数第三季度持仓额和历史持仓额 (单位: 亿元)	9
图 2.2.8: 主要单品种指数第三季度涨跌幅	10
图 2.2.9: 活跃品种涨跌幅离散度	10
图 2.3.1: 南华商品指数与几大国际商品指数	12
表 2.3.1: 南华商品指数与国际商品指数的板块贡献度	12
图 2.3.2: 国内外黄金、白银期货指数	错误!未定义书签。
表 2.3.2: 南华商品指数与国际商品指数的板块贡献度	13
图 2.3.3: 国内外棉花指数走势对比	14
图 2.3.4: 国内外豆油、豆粕指数走势对比	错误!未定义书签。
图 3.1.1: 南华商品指数与 M1、PPI	17
图 3.1.2: 国内外黄金价格走势	18
图 3.2.1: 国内 PMI 和出口金额走势	19
图 3.2.2: 工业增加值、社零和固定资产投资	20
图 3.2.3: 社融和城投债	21
图 4.1: 工业产成品库存与南华工业品指数	22
表 4.1: 南华综合指数和分类指数中各品种的贡献度	22

图 4.2：原油供需基本面数据	23
图 4.3：纯碱供需基本面数据	24
图 4.4：焦炭供需基本面数据	25
图 4.5：铁矿石供需基本面数据	26
图 4.6：豆粕供需基本面数据	27

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9月30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、农产品、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 商品市场运行概况

2.1 最新权重

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,新增了八个分类指数,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 2.1.1: 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 2.1.1：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

Source: Nanhua Research

表 2.1.1：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 2.1.1：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%					

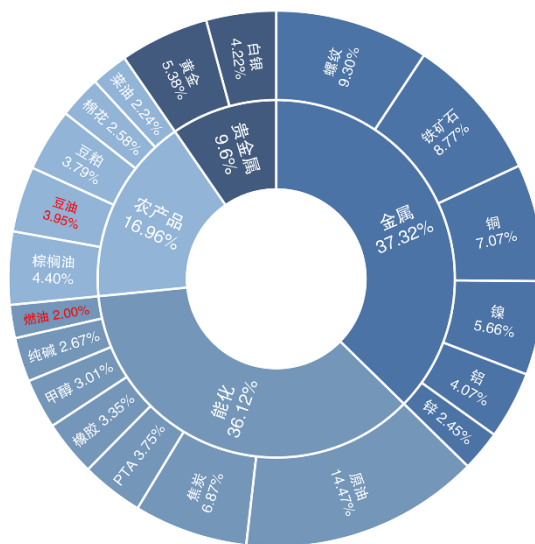
表 2.1.1: 南华商品指数系列权重 2

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

Source: Nanhua Research

图 2.1.1: 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

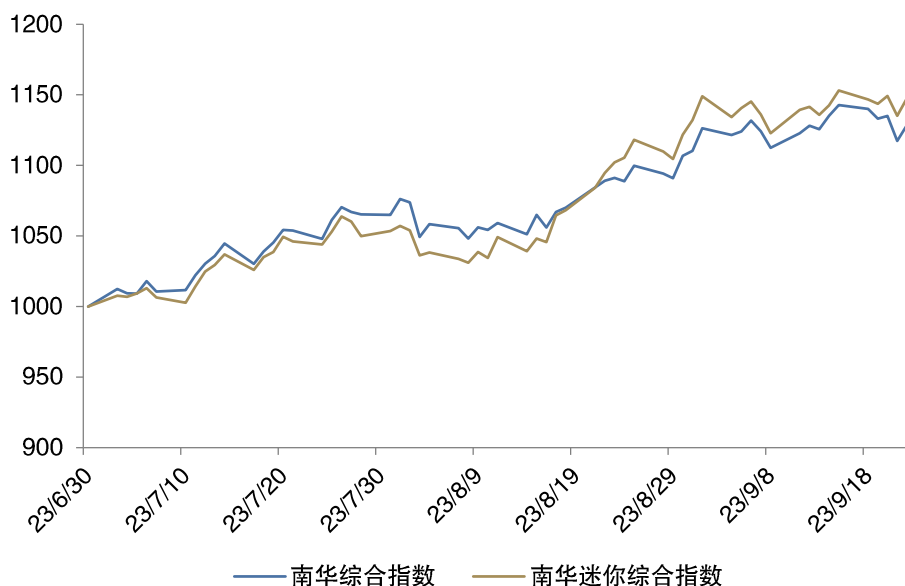
今年南华商品指数系列比较突出的特点是：1、油脂油料的相关性较往年低，综合指数和农产品类指数的油脂油料权重都有所提高；2、焦煤焦炭之间的相关性有所提高，导致焦煤从综合指数和工业品类指数中剔除。

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品种，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 2.1.2：南华综合和南华迷你综合指数三季度走势



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、农产品等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用了更少的品种却能够紧跟南华综合指数，从投资的角度来说资金的使用效率是较高的。

2.2 三季度商品指数市场概况

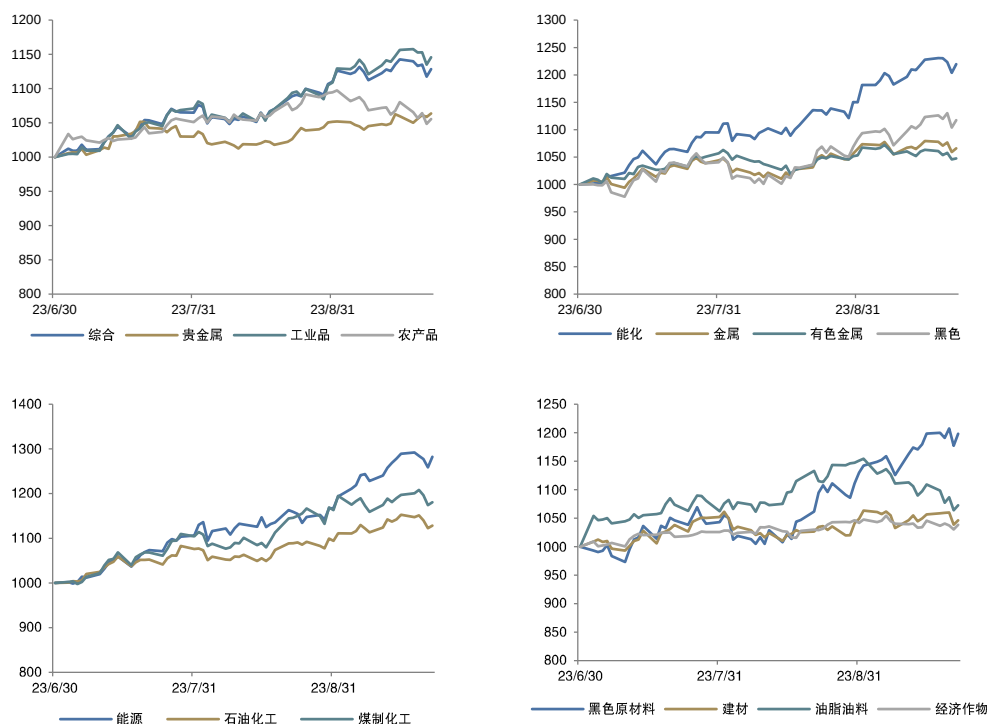
2023年第三季度，综合指数和一级分类指数都呈现出不同程度的上涨趋势，其中工

业品板块涨势最为明显，此次综合指数的涨势也主要是由工业品板块贡献，而贵金属板块和农产品板块整体还是以震荡为主。

从二级分类指数来看，工业品中能源板块、石油化工板块和黑色原材料板块涨势最为突出，其中能源板块和石油化工板块在整个三季度涨势稳定，而黑色原材料板块则明显分为两个阶段，在7、8月份黑色原材料板块是震荡行情，而9月份涨势突出。农产品中经济作物板块波动较小，在整个第三季度没有明显的涨幅，而油脂油料板块在7、8月份震荡上涨，在9月份又迅速下跌，整体波动较大。

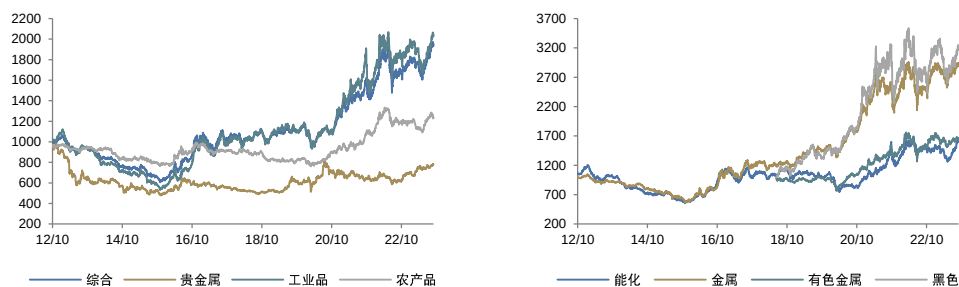
从综合指数和分类指数的历史走势来看，南华综合指数在9月份突破历史高点，工业品指数也触及历史高点，其余各指数还处在历史震荡区间的上沿。新增的板块指数由于上线时间较短，历史走势与三季度走势基本一致。

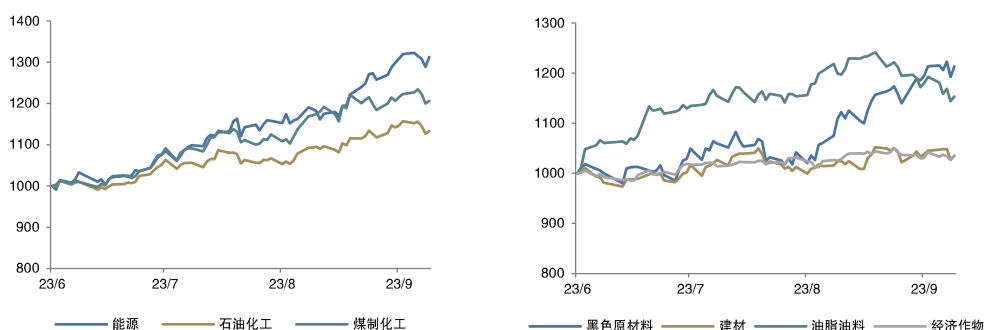
图 2.2.3：综合指数及分类指数第三季度走势



资料来源：南华研究院

图 2.2.4：综合指数及分类指数历史走势

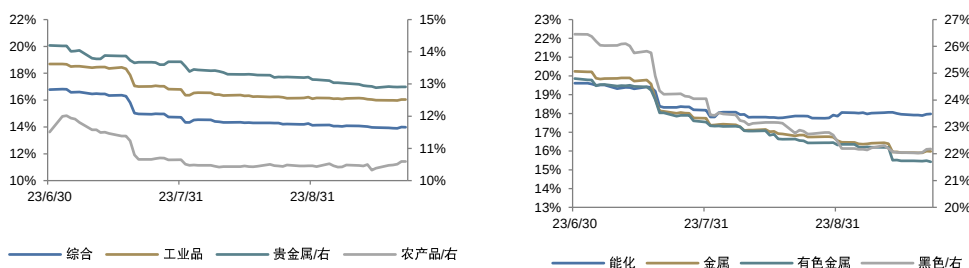




资料来源：南华研究院

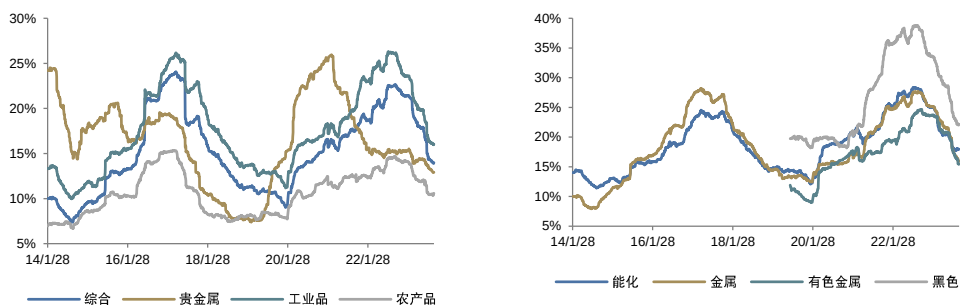
从历史波动率来看，综合指数和各分类指数的波动率都处于历史的低位。2023年第三季度各指数的波动率依然延续了第二季度的下降趋势，而且从历史走势来看指数在第三季度的下降趋势并没有减缓的迹象，其中有色金属指数的波动率下降程度最为明显。高波动率表明市场参与者观点分歧较大，反之则说明市场观点分歧较小。鉴于第三季度有色金属板块的震荡行情，当前波动率的下降说明市场参与者对于有色金属整体观点都很模糊，对于市场行情的未来走向把握不准，没有明确的观点分歧；农产品板块的波动率有所减缓，这和农产品板块中油脂油料和经济作物走势分化且油脂油料波动性较大有关。与第一、二季度波动率下降原因不同的是，第三季度综合指数和分类指数市场整体看涨情绪明显，观点较为一致，这才造成波动率的降低。

图 2.2.5：综合指数及分类指数第三季度波动率



资料来源：南华研究院

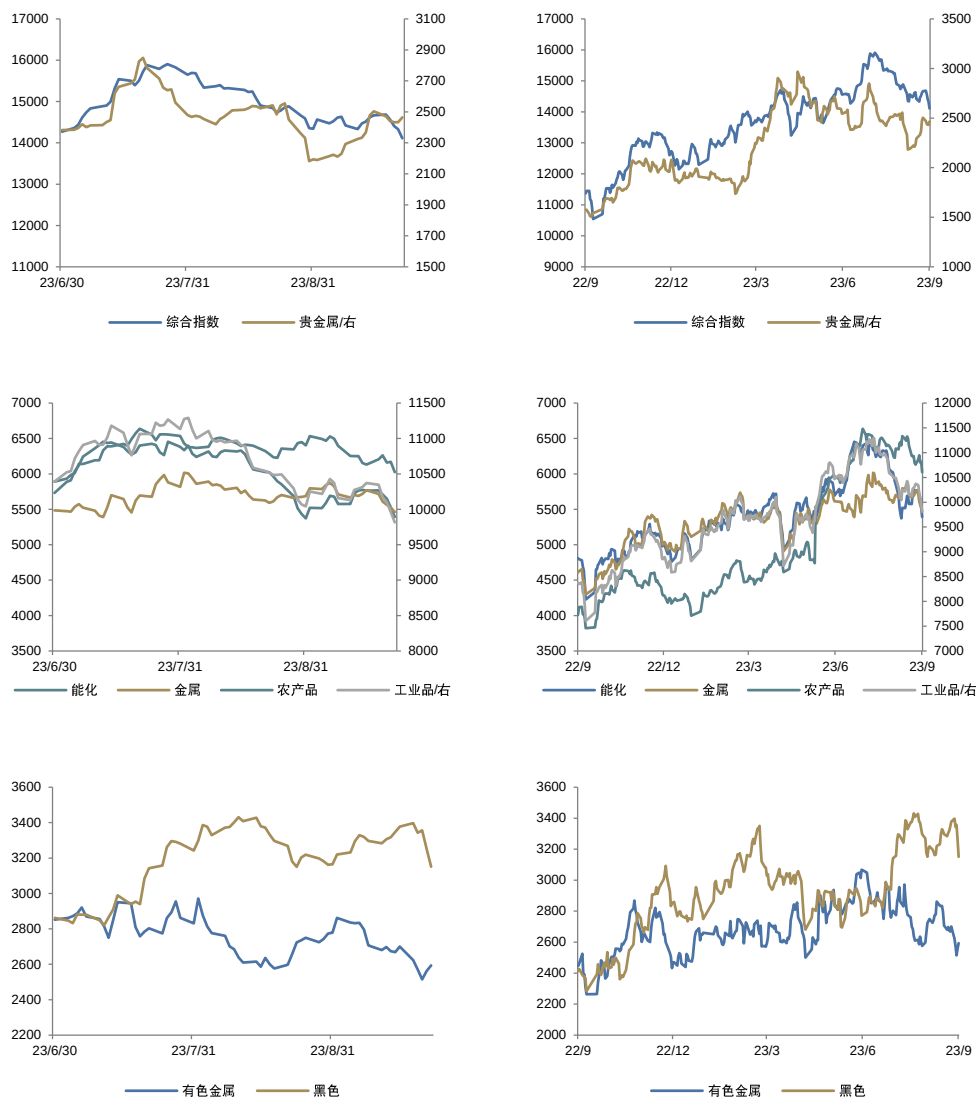
图 2.2.6：综合指数及分类指数历史波动率



资料来源：南华研究院

从2023年第三季度南华综合指数和各分类指数的持仓额来看，南华综合指数和贵金属指数在7月份持仓额逐渐上升，而在8、9月份持仓额呈现出下降趋势；有色金属指数在七月初至8月中旬持仓额逐渐上升，8月下旬至9月末处于震荡阶段；工业品、农产品、能化和金属指数持仓额在第三季度整体表现为震荡；有色金属指数持仓额在第三季度呈现出下降趋势，这也和前文所说的有色金属板块观点模糊，市场参与度下降的结论相符。

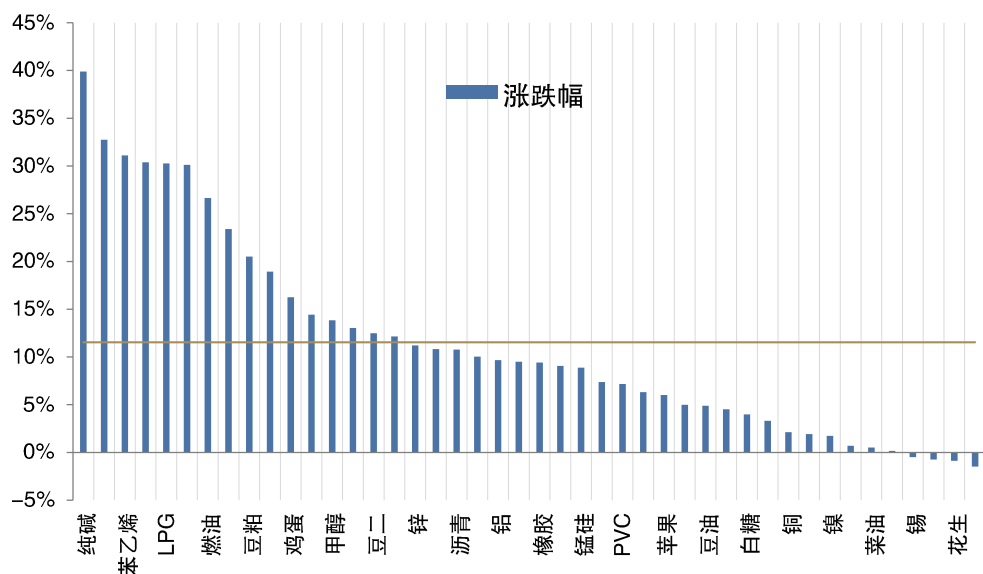
图 2.2.7：综合指数及分类指数第三季度持仓额和历史持仓额（单位：亿元）



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年第三季度，40个品种收益率为正，4个品种收益率为负，本季度平均收益率为11.54%。第三季度收益率占据前三位的分别是纯碱（39.88%）、尿素（32.75%）和苯乙烯（31.11%）。第三季度收益率后三位为棕榈油（-1.49%）、花生（-0.88%）和豆一（-0.74%）。

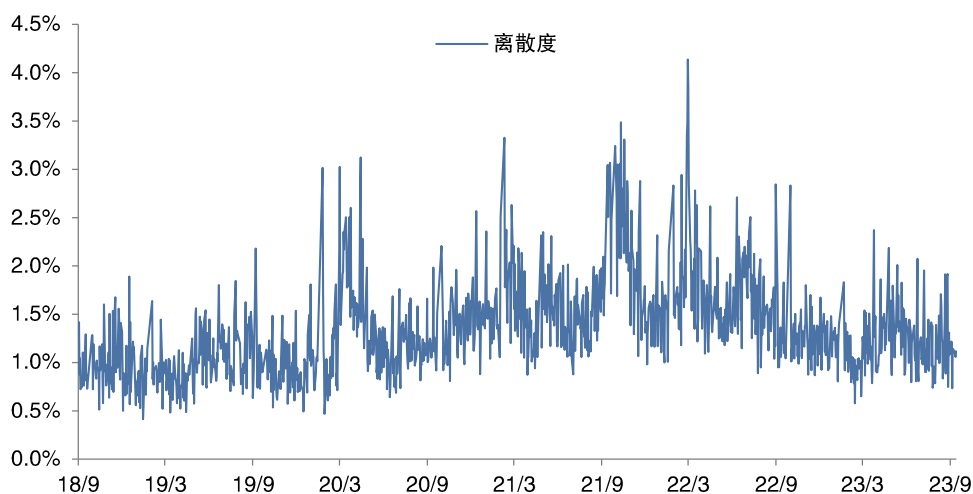
图 2.2.8：主要单品种指数第三季度涨跌幅



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年第三季度的离散度处于历史低位，结合各指数走势和各单品种指数收益来看，说明当前投资者对市场的走势的观点一致性高，看涨情绪较高，进而说明擅长采用看涨趋势策略的投资者在第三季度的投资机会较多，获利空间较大。

图 2.2.9：活跃品种涨跌幅离散度



资料来源：南华研究院

2.3 南华综合指数与国际指数对比

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%。

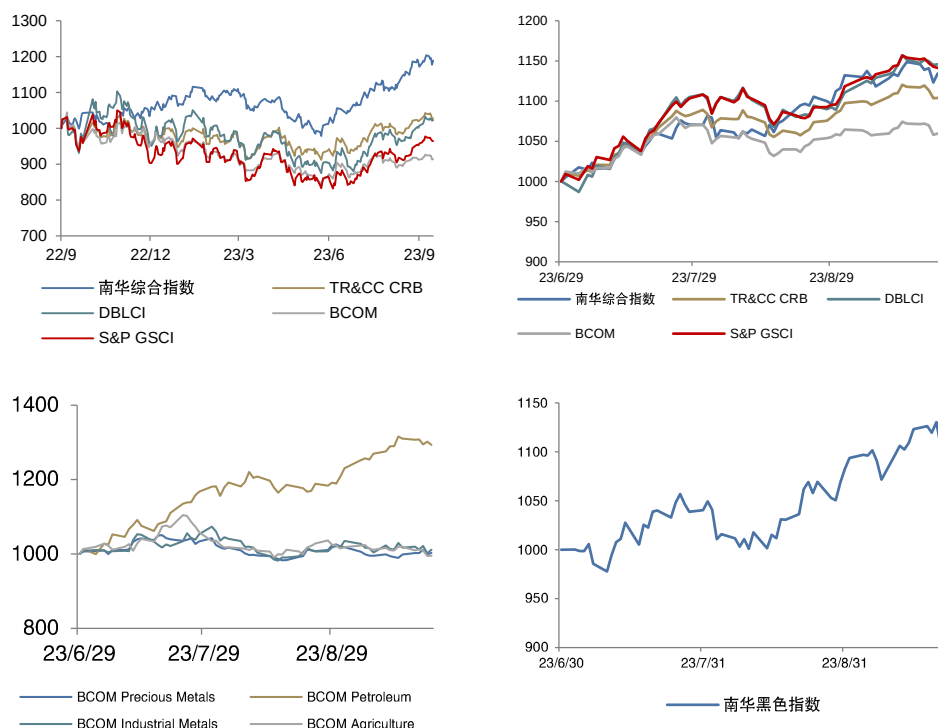
南华商品指数 (NHCI)，由20种商品期货组成。包括能化类：原油、天然橡胶、焦炭等，权重占比约36.12%；工业品贵金属类：螺纹钢、铜、黄金等，权重占比约46.92%；农产品类：豆油、豆粕、白糖等，权重占比约16.96%。

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。

在第三季度中，南华商品指数、S&P_GSCI和DBLCI的表现较好，其中南华商品指数除了在7月中旬至8月中旬期间走势与后两者差异较大，其余时间走势都高度一致。之所以出现差异主要是因为在此期间，国际石油价格持续上涨，S&P_GSCI和DBLCI的能源权重很高，而南华商品指数配置权重较高的黑色板块震荡下跌。在后期南华黑色板块出现了一波较大的上涨行情，与能源板块共同发力，使得南华商品

指数与S&P_GSCI和DBLCI的走势趋于一致。

图 2.3.1：南华商品指数与几大国际商品指数



资料来源：Wind, 南华研究院

从表2.2.1各板块对指数的贡献度也能够看出，各个国际指数在第三季度的贡献度排行，能源板块的贡献度皆在90%以上，而国内能源板块在南华商品指数中的贡献度为38.43%，远低于国际指数。由于南华商品指数权重配比较为分散，会涉及到黑色和化工板块，这是中国大宗商品指数的特色板块，会比国际商品指数拥有更强的风险抵抗能力，从近一年的各大指数走势也能看出，南华商品指数遥遥领先于国际商品指数。

表 2.3.1：南华商品指数与国际商品指数的板块贡献度

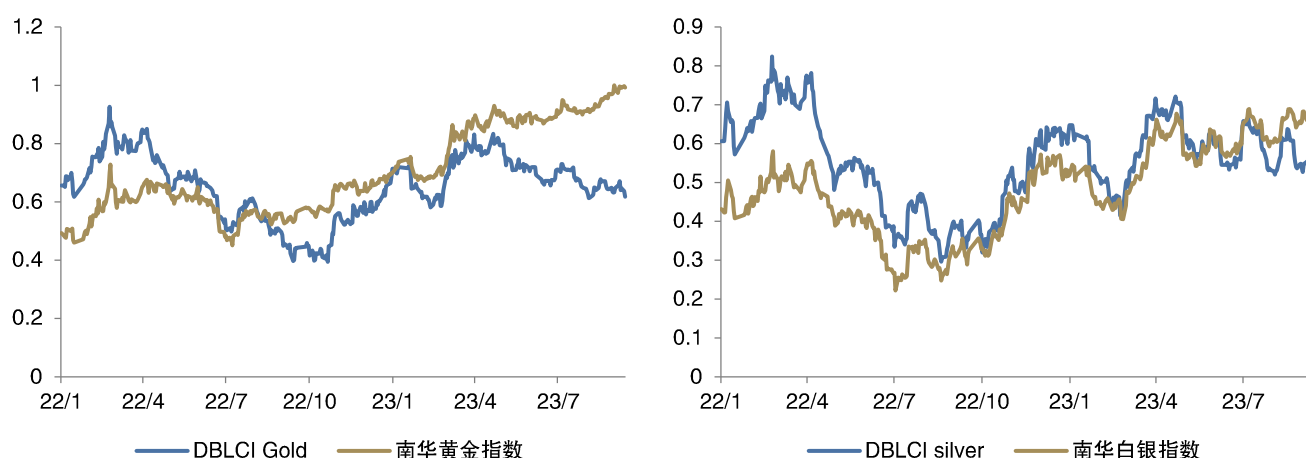
板块	南华商品指数	TR&CC CRB	BCOM	S&P GSCI	DBLCI
贵金属	5.05%	-0.25%	-0.88%	-0.10%	-0.29%
有色金属	7.56%	0.35%	0.55%	0.19%	0.23%
黑色	24.19%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
能源	38.43%	93.12%	91.75%	97.29%	97.69%
化工	16.99%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
农产品	7.78%	-6.28%	-6.82%	-2.42%	-1.79%

注：焦煤焦炭划分为黑色板块

资料来源：南华研究院

值得注意的是，国内贵金属板块和农产品板块对指数均有正的贡献率，反观国外四个商品指数，这两个板块的贡献度均为负值，无一例外。贵金属方面，国内外黄金期货指数与白银期货指数都出现了不同程度的背离，主要是受汇率因素及进口限制影响。外盘方面，首先从估值分析，美指及美债收益率维持高位震荡，对外盘贵金属价格形成一定压制。从经济环境方面分析，美联储年内加息预期总体趋弱，但24年降息预期亦延后，周内公布的美8月零售销售、工业产出及初请失业金人数，皆预示美经济及就业保持一定韧性；核心CPI环比虽超预期，但仍显示通胀下降大趋势。因此外盘避险需求较弱。反观国内，近期人民币汇率承压及黄金进口受限导致供应趋紧，需求面国内黄金饰品及工艺品的消费需求旺盛，且因黄金的投资及避险属性，黄金投资需求亦增加，由此带来了贵金属板块国内外走势的不同。

图 2.3.2：国内外黄金、白银期货指数趋势对比



资料来源：DBIQ, 南华研究院

农产品板块贡献度的差异一方面来自品种方面的不同，国内外商品指数中纳入的期货品种都有较强的本地区特色，如国外多将咖啡、活牛、可可、小麦作为农产品板块的配置品种，国内商品指数也倾向于将我国的活跃品种如棕榈油、菜籽油纳入指数，我国小麦相关的期货品种虽上市已久，但因其较低的流动性，很少有国内商品综合指数将其纳入。另外出于对白糖、生猪、玉米的流动性及与其他品种的相关性方面考虑，南华综合指数本年度并未将上述品种纳入。

表 2.3.2：南华商品指数与国际商品指数的板块贡献度

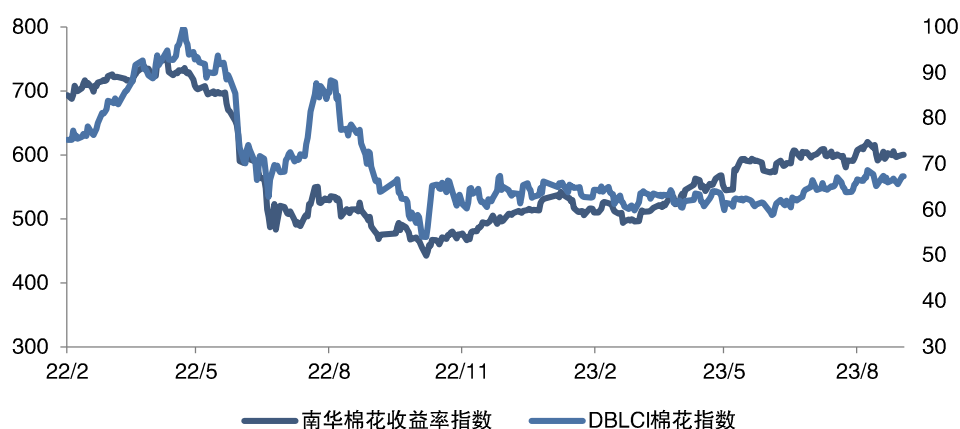
指数名称	指数所含农产品品种
BCOM	白糖、咖啡、棉花、活牛、生猪、大豆、豆油、豆粕
TR&CC CRB	白糖、咖啡、棉花、活牛、生猪、可可、小麦、橙汁
S&P GSCI	白糖、咖啡、棉花、活牛、生猪、可可、小麦、玉米
DBLCl	小麦、玉米
南华商品指数	棉花、豆粕、菜籽油、棕榈油、豆油

资料来源：南华研究院、萝卜投资

对于各自的差异化品种来说，流动性会严重影响其配置的比重，并且农产品相较于其他版块品种来说权重比例普遍较低，因此此类品种并非造成三季度农产品板块贡献度差异的原因，主要因素还是国内外存在联动的品种走势分化导致的。

指数中国内外存在联动的品种包含棉花、豆油、豆粕等，其中国内外棉花与豆油的走势相近。棉花方面，外棉签约销售量不及往期，加之全球性需求不足与欧美经济衰退预期，随然存在美棉作物优良率处历史偏低水平、印棉种植面积减小的负面因素，但外盘棉花价格仍旧跟随宏观情绪震荡运行，没有趋势性行情。国内棉花种植方面情况与历史进度持平，库存方面商业库存较少，抛储及进口补充供给，加上下游需求旺季不旺，基本面驱动不明，由此导致近期宽幅震荡。

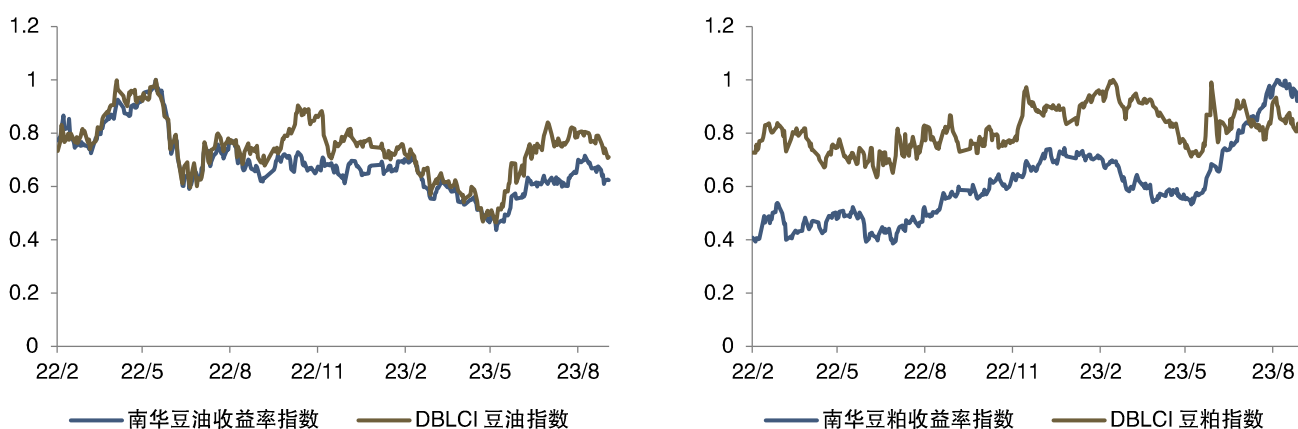
图 2.3.3: 国内外棉花指数走势对比



资料来源: DBIQ, 南华研究院

豆油方面，国际油脂油料市场经历过5月开始的一轮上涨后跌势暂稳，主要是因为美豆收获进度较快，出口不及预期带来的下跌。国内供给端由于压榨的开启豆油供给较好，消费端由于天气的转冷，消费渐长，因此跌势小于国外豆油。

图 2.3.4: 国内外豆油、豆粕指数走势对比



注: 各指数均做归一化处理。

资料来源: DBIQ, 南华研究院

内外农产品板块贡献度的差异主要来自豆粕涨势的差异，国外豆粕自三季度以来一直处于宽幅震荡的行情，国内豆粕价格走势是大幅上涨后转小幅回调的态势。国内豆粕保持相对强势的原因可以分为宏观面与供需基本面，宏观方面人民币走低带来进口成本的增加。供需方面油厂开机率较低带来趋弱，下游饲料需求的季节性增长亦支撑豆粕价格坚挺。国外豆粕产量长期以来均保持充足状态，并且出口与压榨双双下调导致与国内豆粕价格呈现分化态势。

3 南华商品指数的宏观经济环境

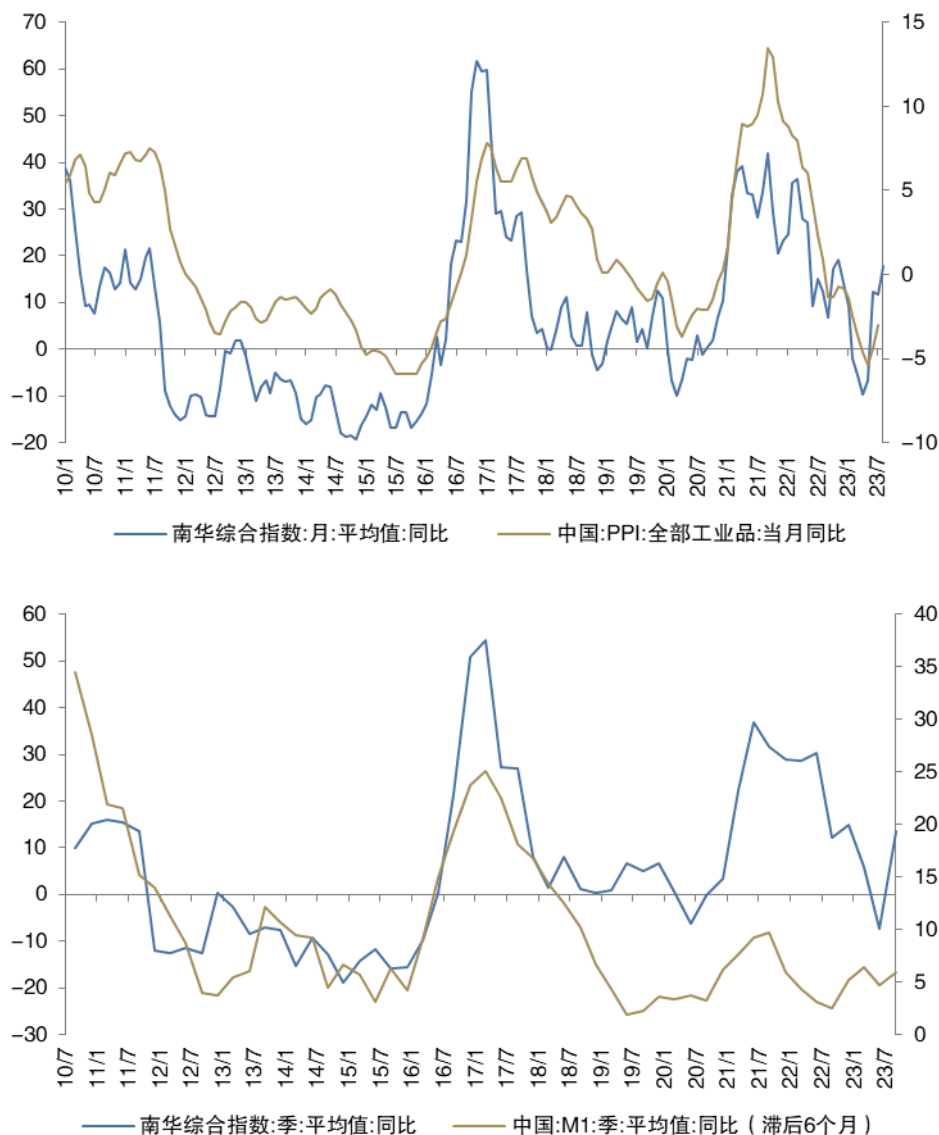
3.1 南华商品指数与通货膨胀

大宗商品作为各产业中广泛消耗的原材料，在其基础上构建出的大宗商品指数的涨跌对于通货膨胀具有强烈的表征作用。而通货膨胀又会受到货币供应量的作用，在货币供给超过了经济增长所需的时候，就会产生通货膨胀，进而表现在大宗商品指数上就会有一段时间的上涨。而在经济表现相对较弱的情况下，政府出于刺激经济的目的，常常会推出一系列的逆周期货币政策，所以大宗商品指数在经济表现不强的时候也有可能出现上涨的情形。

从PPI上来看，南华商品指数和PPI在第三季度都在上涨，其中南华商品指数从下跌到上涨的转折比PPI早了近一个月的时间。而从历史数据上来看，南华商品指数也对PPI有一定的领先作用，领先的时间也多为一个月左右。而且南华商品指数相对于PPI来说数据频率更高，而PPI的公布又比较滞后，所以南华商品指数对于预测当月和下月的PPI都具有较强的指导作用。而南华商品指数在第三季度的上涨除了各个大宗商品自身基本面的特性外，是否也有共同的宏观驱动因素，这也是所有市场参与者关心的问题。虽然对于南华商品指数的贡献度突出的是个别品种，但从整个大宗商品市场的联动程度（参考章节：三季度商品指数市场概况——离散度）来看，也必然是有共同的原因。

对于货币政策而言，通过各种利率指标更多地是用来判断货币当局对于货币政策的態度，但货币政策的执行效果，还是直接观察货币供应量更加准确。在我国，货币供应量主要有三个指标M0、M1和M2，虽然M2广泛地被人们使用，但从与宏观经济指标的相关性来看，M1表现更好。通过对M1分析，能够发现M1的季度同比与南华商品指数具有较高的相关性，这种相关性在M1指标滞后6个月的情况下，相关性更高。可以看到今年第一季度M1指标季度同比是上升，与第三季度南华商品指数的上涨形成了对应。也就是说第三季度大宗商品的行情可能有货币供给量季度同比上涨的因素。

图 3.1.1: 南华商品指数与 M1、PPI



资料来源: Wind, 南华研究院

前文从货币供应量的角度进行了分析，为了佐证上述观点，我们可以看一下国内金价。在当前信用货币体系下，虽然货币不再与黄金挂钩，但黄金作为稀有金属，依然会被人们作为应对通货膨胀和风险事件的重要流通手段。从下图中也能看出在绝大部分时间，国内国外的金价走势和幅度都高度相关，但今年第三季度就出现了国内国外走势迥异的局面。从国外 ETF 基金的持仓变化来看，国外投资机构对于国外的金价是持有偏空的态度，对于全球经济的悲观情绪不断降低，避险需求持续减少。再结合国内金价的上涨，可以判断前文中所说的货币供给增加在一定程度上确实是南华商品指数上涨的原因。只是考虑到相比于历史，当前的货币供给增幅并不算大，所以除却货币因素，南华商品指数的上涨一定存在基本面的原因。

图 3.1.2: 国内外黄金价格走势

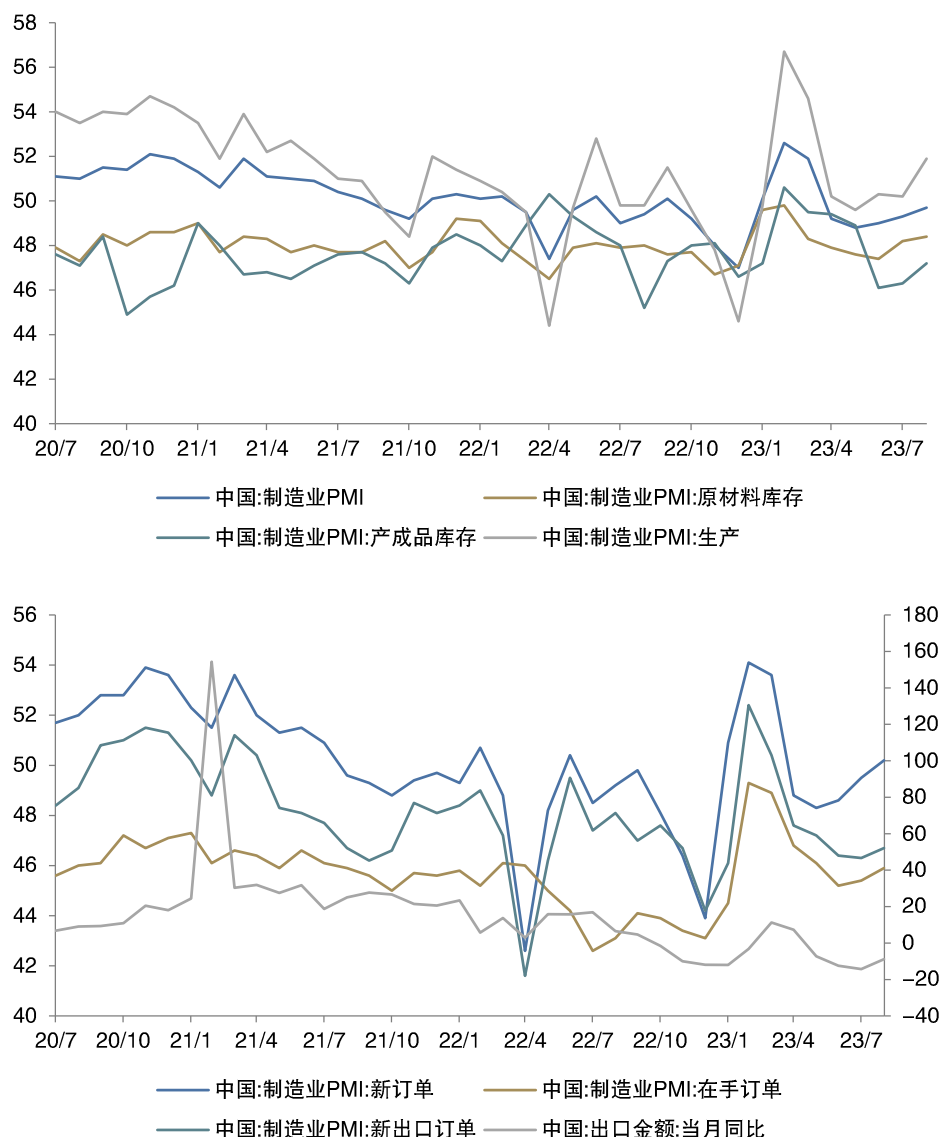


资料来源: Wind, 南华研究院

3.2 南华商品指数与实体经济

之前我们从货币的角度来分析南华指数表象下的内部原因, 现在我们从实体经济的角度看。从PMI来看, 国内PMI及各分项指标在第三季度都呈上升趋势, 但对外出口订单在第三季度涨幅较小, 再结合出口金额在去年低基数的基础上涨幅较小, 说明当前国内的经济主要还是由内需拉动。国内需求虽有起色, 而原材料库存在8月份涨势放缓且产成品库存在8月份涨势较猛, 累库明显, 说明内需增长在后续压力依然存在。

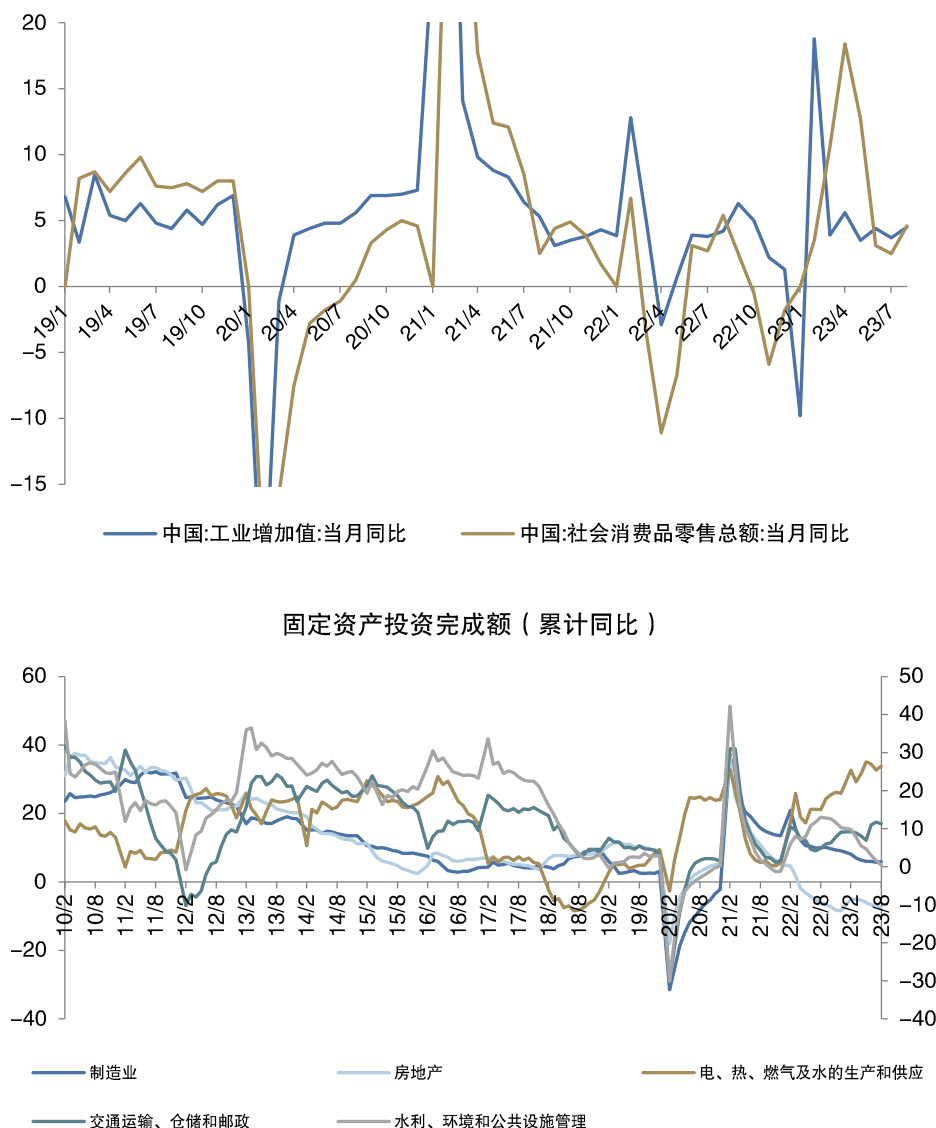
图 3.2.1: 国内 PMI 和出口金额走势



资料来源：Wind, 南华研究院

从下图各主要经济指标来看，无论是需求面的出口金额、固定资产投资金额、社会消费品零售金额以及供给层面的工业增加值在第三季度都有不同程度上的改善，扭转了过去一段时间持续下滑的趋势。从固定资产投资完成额的细分项来看，基础设施建设贡献比较突出，而制造业依然乏善可陈，房地产行业下降趋势延续。

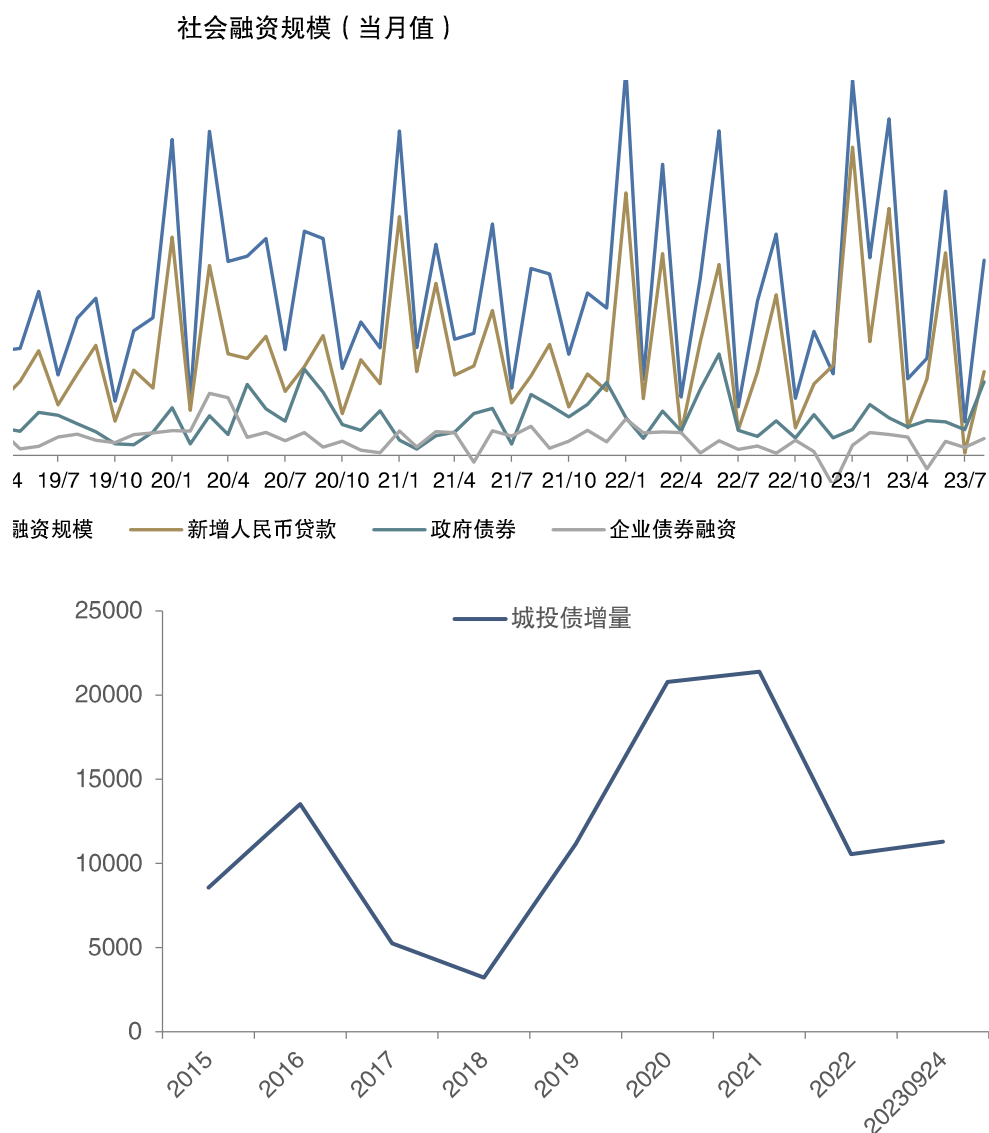
图 3.2.2: 工业增加值、社零和固定资产投资



资料来源: Wind, 南华研究院

社融在第三季度有所恢复，但从结构上来看贡献度突出的还是政府债券融资，这也反映出当前内需的改善主要还是来自于政府债券的支撑，体现了政府稳增长政策在经济中的托底作用。同时能够看到企业债券融资表现较弱，说明实体经济自发的融资需求相对低迷。城投债券余额今年截止到9月24日已经新增融资1.1万亿，超过了去年一年的新增融资量。

图 3.2.3: 社融和城投债

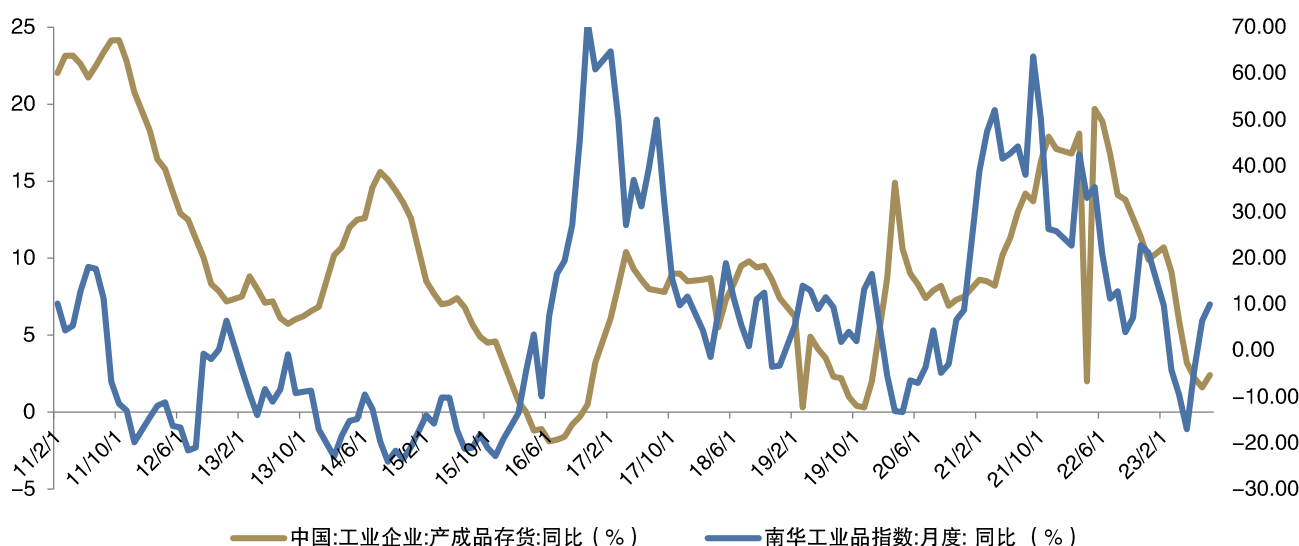


资料来源：Wind, 南华研究院

4 南华商品指数的微观支撑

了解过宏观面对指数的影响，接下来我们从商品供需面的数据对南华指数进行分析。结合各品种产业链上下游的供需数据，我们发现相较于上半年商品市场的供需状态，目前商品市场处于一个去库过程，下图为我国工业企业产成品库存的同比走势图，图中可以看出，自今年2月以来，南华工业品指数不断走低，即代表工业生产原料的期货价格不断下降，虽趋势上略有滞后，但工业产成品库存同比比例后续也走出了下降的趋势，并在8月有触底反弹的补库势头。了解到商品市场处于产成品去库并有补库势头的大背景后，我们将对重要品种的供需基本面数据进行逐个拆解。

图 4.1：工业产成品库存与南华工业品指数



资料来源：Wind, 南华研究院

在“南华综合指数与国际指数对比”章节，我们已经知道，第三季度贡献度比较突出的板块主要是能化和黑色板块。通过表 4.1 可知，能化板块中原油和纯碱贡献度最高，而黑色板块中焦炭和铁矿石贡献度最高，农产品在南华商品指数的权重略小，但豆粕的表现依然可圈可点，贡献突出。

表 4.1：南华综合指数和分类指数中各品种的贡献度

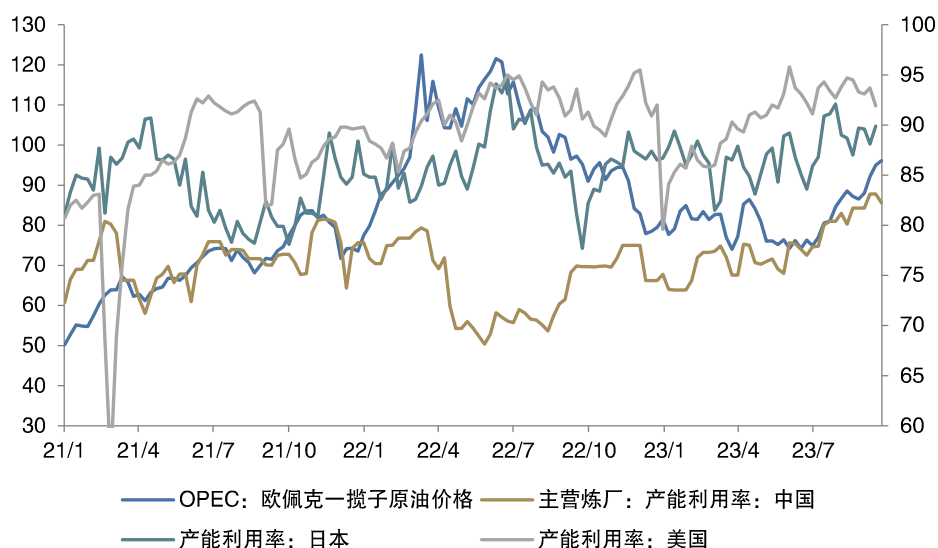
品种	南华综合指数	品种	南华工业品指数	品种	南华农产品指数
白银	2.91%	铝	2.95%	豆一	-0.29%
铝	2.99%	沥青	1.46%	苹果	6.99%
黄金	1.85%	铜	1.17%	玉米	1.07%
棉花	0.38%	乙二醇	0.86%	棉花	2.55%
铜	1.15%	玻璃	4.12%	鸡蛋	11.27%

表 4.1: 南华综合指数和分类指数中各品种的贡献度

燃油	4.05%	燃油	4.39%	生猪	13.56%
铁矿	12.63%	铁矿	12.89%	豆粕	39.41%
焦炭	12.22%	焦炭	11.96%	菜油	0.60%
豆粕	5.91%	甲醇	3.35%	棕油	-3.49%
甲醇	3.17%	镍	0.81%	菜粕	6.72%
镍	0.75%	聚丙烯	2.54%	白糖	3.94%
菜油	0.09%	螺纹	0.12%	豆油	10.10%
棕油	-0.50%	橡胶	2.63%		
纯碱	8.10%	纯碱	8.88%		
原油	33.13%	原油	32.18%		
螺纹	0.12%	锡	-0.07%		
橡胶	2.40%	短纤	1.94%		
PTA	4.11%	PTA	4.36%		
豆油	1.47%	PVC	1.11%		
锌	2.09%	锌	2.22%		

资料来源：南华研究院

图 4.2: 原油供需基本面数据



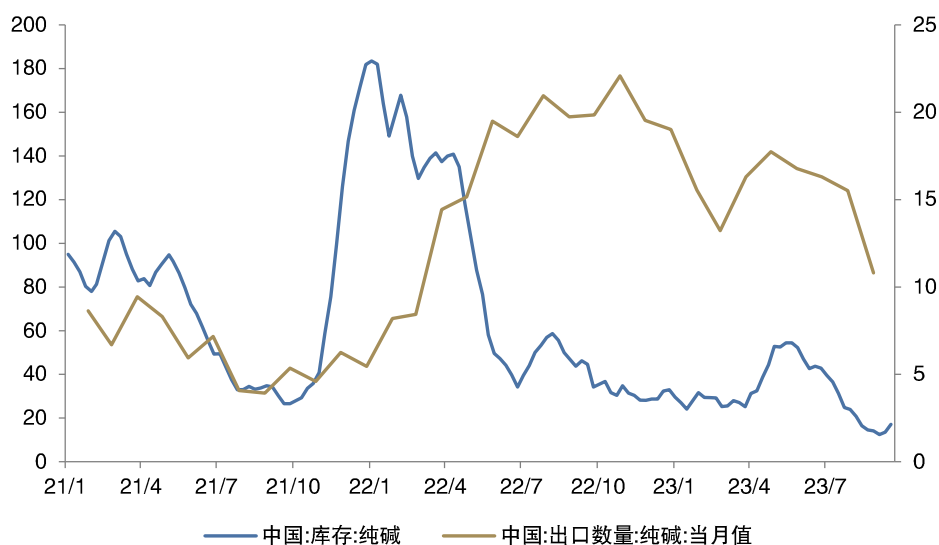


资料来源：Wind, 南华研究院

第三季度原油价格迅速上涨。从供应方面来看，沙特在7月5日宣布将每日石油减产100万桶的计划延长一个月，并表示可能会再延长到8月以后；俄罗斯也表示将在8月减少50万桶/天的石油出口。8月3日，沙特和俄罗斯宣布各自将延长供应削减至少到9月。沙特将继续自愿减产100万桶/日，使原油产量保持在900万桶的低位。俄罗斯表示将在9月减少30万桶/天的石油出口。最后，沙特和俄罗斯决定将减产计划延长至年底。从需求方面来看，中国和美国作为全球最大的原油消费国，经济数据逐渐好转，支撑了原油需求。中国炼油厂的产能利用率在第三季度持续增加，而美国需求端的产能利用率也保持在90%以上的高水平。此外，中国 and 美国的库存量也持续减少，这反映了在供应减少需求增加的情况下，原油价格上涨的内在原因。

图 4.3：纯碱供需基本面数据

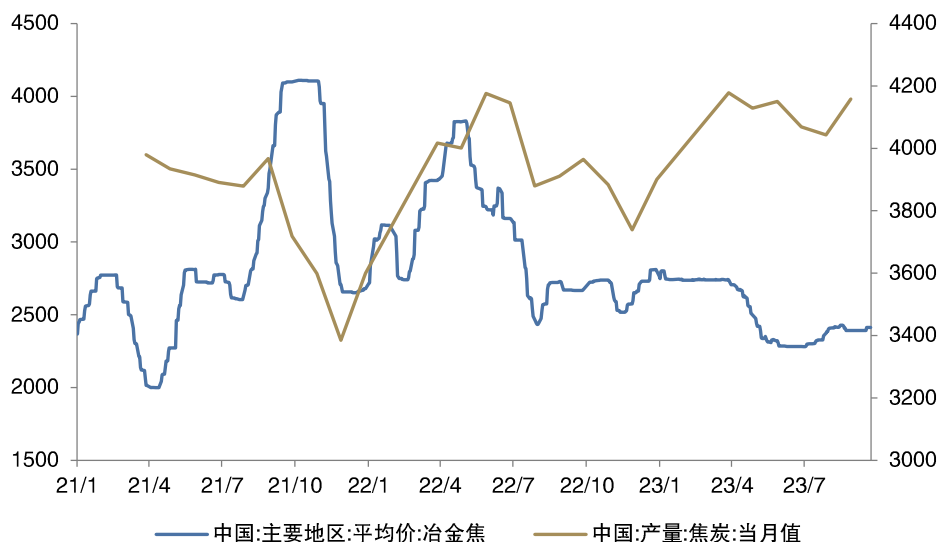


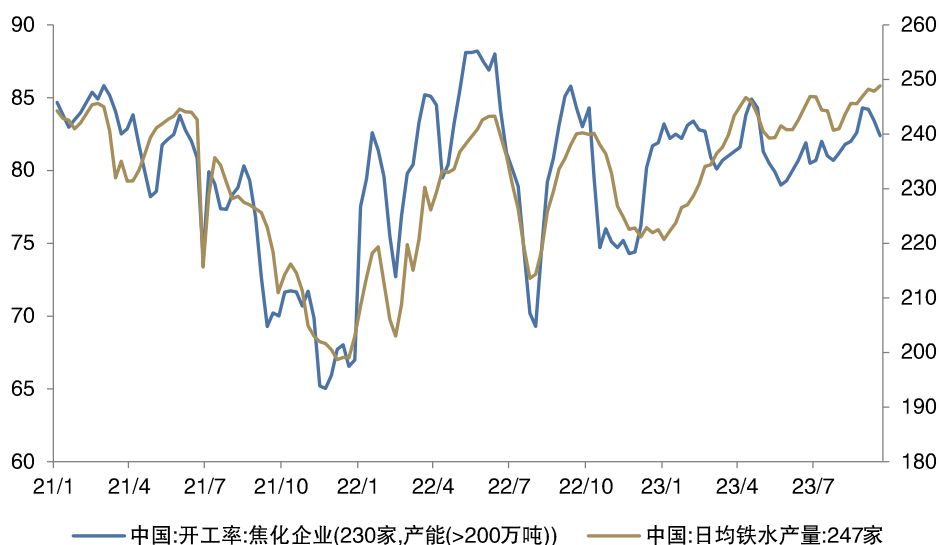


资料来源：Wind, 南华研究院

第三季度纯碱价格出现了一波上涨行情。从供给方面来看，首先在 6 月下旬，纯碱行业进入了检修季，检修减量导致供需紧张；其次，远兴投产进度不及预期，产线负荷提升速度缓慢，新增产能释放有限；另外，8 月中下旬发生了安徽德邦化工爆炸、青海两大碱厂因环保问题被迫停产限产等突发事件，进一步减少了供给量。从需求方面来看，随着需求改善，纯碱厂家开始持续消化库存，市场供应紧张，多方情绪明显高涨，期货和现货价格上涨。与此同时，由于国内外碱价差显著缩小，短期内国内纯碱出口量可能继续下降。

图 4.4: 焦炭供需基本面数据



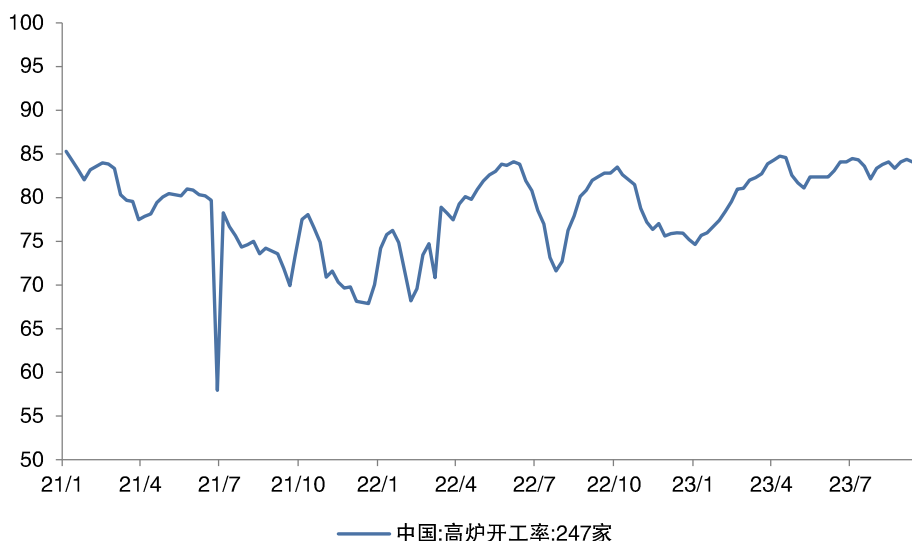


资料来源：Wind, 南华研究院

第三季度焦煤价格表现为偏强的震荡上涨趋势，低位反弹，并且重心逐渐上移。从供给方面来看，监管层面对煤矿安全生产监察加大力度，导致一些涉事煤矿不断停产整顿，并且复产情况不及预期，国内煤炭供应持续收紧。进口方面相对平稳。从需求方面来看，在焦化产能相对宽松的情况下，焦企会根据高炉需求调节生产开工，因此短期内焦煤的日耗量将保持在较高水平，中期需要关注山西省淘汰落后产能的推进情况。对于钢厂来说，短期内高铁建设对焦炭消耗量有一定的支撑作用。然而，在旺季结束后，终端压力逐渐显现，钢厂可能再次面临减产压力或粗钢产量限制的政策压力，从而导致原料需求出现下滑。

图 4.5: 铁矿石供需基本面数据



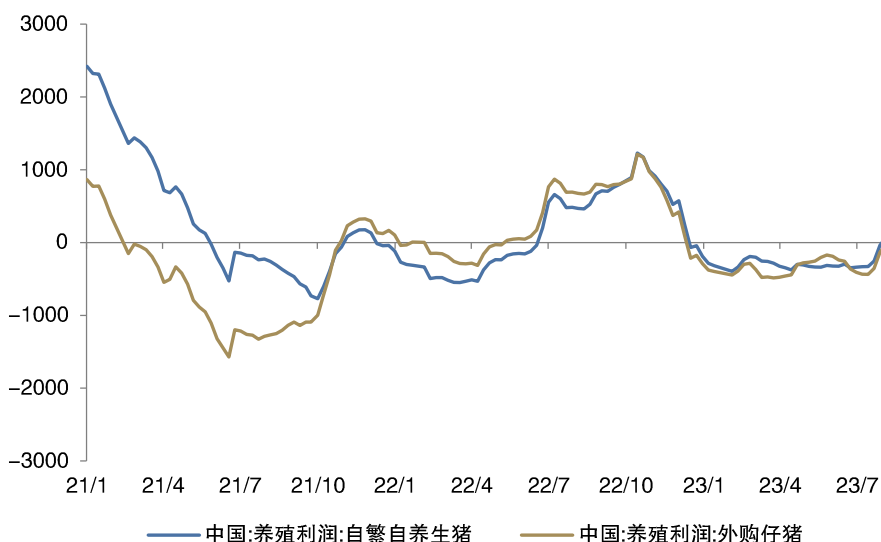


资料来源: Wind, 南华研究院

在2023年三季度，铁矿石的价格波动较大，整体呈现震荡上行的趋势。具体来说，铁矿石的行情可以分为上涨、下跌、再次上涨三个阶段。7月份，市场对逆周期政策寄予了很高的期望，铁水产量保持高位，铁矿石库存持续减少，加上基差较大，期货价格相对现货价格被低估，这些因素推动了期货价格的上涨。然而，7月底政治局会议召开后，政策刺激力度较强，但是在利好兑现后，盘面习惯性抢跑下跌。同时，云南地区发改委发布了粗钢平控政策，导致盘面出现了一轮下跌。但是，从8月中旬至今，市场发现粗钢及铁水产量并没有出现明显下滑，反而呈现上行态势。日均铁水产量已经上升至248万吨水平，铁矿石01合约从最低点709.5上涨至最高点881.5，创出了本轮反弹的新高。

图 4.6: 豆粕供需基本面数据





资料来源: Wind, 南华研究院

在2023年第三季度，国内进口CIQ证书的要求变得更加严格，导致大豆通关时间延迟。此前，油厂的榨利亏损使得9月和10月的到港量显著减少。在这种情况下，油厂为了保持高基差利润并扩大产能，调整了自身的压榨节奏，导致豆粕供应处于阶段性趋紧的状态。需求方面，豆粕库存偏低，下游提货积极，养殖存栏量大，今年二育预计启动早结束晚，刚性需求仍然存在，饲料产量预计继续上升。此外，三季度菜籽库存较低，替代品减少，且新作进口要在10月份之后到港。从8月底开始，市场开始高位震荡调整，内外盘利多出尽后，蛋白盘面逐渐回归基本面。

5 南华商品指数的四季度展望

我们经过前文的研究发现：

1、南华商品指数第三季度的上涨既有宏观因素也有基本面的原因。宏观方面，去年至今年第一季度的货币供应量的上升能够解释大宗商品市场上涨的部分原因，同时，相比于一二季度，三季度实体经济整体有所改善，也助力了大宗商品市场的上涨。微观方面，原油的供应减少需求增加，纯碱在之前大跌之后供给不及预期，焦炭进口平稳而国内供给减少又逢三季度需求改善，铁矿石盘面价格相对现货价格被低估推动盘面价格上涨，豆粕压榨利润的减少推动压榨厂减少豆粕供给，总之此次微观层面大宗商品的上涨更多的是因为供给层面的收缩，解释了南华商品指数上涨的大部分原因。

2、对于大宗商品第四季度来说，宏观货币供给在二三季度逐渐减少给了大宗商品下跌的压力，而实体经济的改善前半程由政府发力，后半程就需要看实体企业能否跟上，如果实体企业能够打开局面，则第四季度宏观对于南华商品指数的影响就会弱化。在此基础上，南华商品指数的走势会更更多地取决于微观层面具体品种的影响，原油方面OPEC+成员今年的减产计划导致第四季度原油供应方面依然偏紧，油价或维持高位；纯碱新增产能的逐渐兑现，对于当前纯碱的价格会形成压力；焦炭和铁矿石在第四季度终端需求逐渐减少的情况下可能会价格回落；豆粕方面由于养殖亏损且经历了三季度的上涨后，可能会出现行情回落。

综合来看，由宏微观共同作用的大宗商品三季度的上涨行情，突破了历史高位，但后续行情缺乏强力的基本面支撑，经济处于逐步恢复的状态，大宗商品市场在第四季度更可能会以震荡行情为主。

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



南华期货营业网点

