

研究通讯

投资咨询业务资格：
证监许可【2011】1292 号

境内外商品 ETF 产品的运作分析

广发期货发展研究中心

电 话：020-88830760

E-Mail: zhaoliang@gf.com.cn

联系信息



叶倩宁

期货从业资格：F03088416

投资咨询资格：Z0016628

电话：020-88818051

邮箱：yeqianning@gf.com.cn



陈俊州

期货从业资格：F3039003

投资咨询资格：Z0014862

电话：020-88818017

邮箱：chenjunzhou@gf.com.cn

目录

一、境外商品 ETF 简介	1
二、境内商品 ETF 运行情况	2
二、境内商品 ETF 产品的发展建议	4
免责声明	4

商品 ETF 是指以某一商品指数为基准，通过复制指数的方法直接持有一揽子商品组合，根据运作方式的不同，可进一步细分为实物支持 ETF 和非实物支持 ETF 两类。实物支持 ETF 是指通过持有实物资产或者仓单的方式进行运作，非实物支持的商品 ETF 主要是持有商品期货合约，并根据指数的成分和权重方案，执行调仓或合约换月等操作。相比实物支持的商品 ETF，商品期货 ETF 不直接持有实物资产，合约价值通常与基金净资产相当，因此基本没有杠杆属性，剩余资金可以投入货币市场工具获得超额收益。

一、境外商品ETF简介

商品指数作为商品 ETF 的跟踪标的，是基于选定大宗商品现货或期货价格合成得到的指数，综合反映大宗商品市场的价格走势。其中路透 CRB 指数最早于 1957 年推出，2005 年 6 月 20 日路透集团(Reuters)与 Jefferies 金融产品公司进行合作，调整该指数为 Reuters/Jefferies CRB Index，简称 RJ/CRB。目前 RJ/CRB 指数所涵盖的品种有 19 种，其中能源类占 39%，农产品类占 34%，金属类占 20%，畜产品占 7%，更偏重经济意义，反映全球宏观经济景气程度和通胀水平；标普高盛商品指数(S&P GSCI)最早于 1991 年 1 月 11 日推出，2007 年标准普尔公司从高盛公司手中购买了该指数，重新命名为标普高盛商品指数(S&P GSCI)，包括 24 种商品，能源类占 53.48%，农产品类占 20.48%，贵金属类占 5.97%，工业金属类占 12.71%，畜产品类占 7.36%，该指数是国际市场上资金跟踪量最大的商品指数，是全球包括养老基金、保险公司等长期投资者投资商品市场运用最多的指数；彭博商品指数(BCOM)前身为 AIG 商品指数于 1998 年 7 月 14 日开始编制并发布，样本商品期货涵盖 23 种，能源类占 29.83%，农产品类占 22.58%，贵金属类占 19.75%，工业金属类占 19.75%，畜产品类占 5.34%，软商品类占 7.03%。

World Gold Trust Service LLC 于 2004 年 1 月 18 日正式推出全球首只黄金 ETF——SPDR Gold Trust(GLD)。经过多年发展境外商品 ETF 市场迅速扩容，产品数量和规模不断提升，根据基础资产类别不同，目前境外市场已形成涵盖贵金属、农产品和能源为代表的 ETF 产品体系。从商品组成类型看，为满足投资者资产配置需求，境外商品期货 ETF 包括单商品型产品和多商品型产品，从规模分布来看，宽基指数和能源类占主导，其中能源商品 ETF 以原油为主要跟踪标的。

以跟踪 S&P GSCI 商品指数的 ETF 为例，其中最具代表性的是 iShares S&P GSCI Commodity-Indexed Trust。该 ETF 发行于 2006 年 6 月 10 日，在 NYSE 挂牌交易，复制并跟踪高盛商品全收益指数，发行量为 8620 万份。GSG 的近三月和近一月日均交易量分别为 163 万份和 186 万份，流动性充足。该 ETF 会给出与投资最相关的一些量化指标，比如第三季度 ETF 的运维报告中就给出目前的 ETF 相比于 S&P 500 指数的 Beta 值为 1.04，而近 3 年的波动率为 28.36%。

由于商品期货 ETF 底层资产配置以期货合约为主，期货合约保证金制度及多空灵活配置，使得 ETF 在整体配置中多数资产以现金/债券形式存在。近年来为了体现商品 ETF 的不同特点，杠杆类或做空类 ETF 受到基金公司青睐，能够较好地互补传统大类资产，管理人通过特定的投资策略

略跟踪标的商品期货合约价格变动的倍数或与标的商品期货合约价格变动相反。以 ProShares UI 3x short crude oil ETF 为例,该产品同时具备 3 倍杠杆和卖空属性,除此之外,基金公司还发行了 Gold Shares Covered Call ETN、ProShares 做空 VIX 短期期货 ETF 等新型策略或标的 ETF。

表：境外主要商品 ETF 举例

指数类别	ETF 名称
宽基指数	Ishare S&P GSCI Commodity-Indexed Trust (GSG)
	Ipath Bloomberg Commodity Index Total Return (DJP)
	GS Connect S&P GSCI Enhanced Commodity
能源	PowerShares DB Oil Fund
	PowerShares DB Energy Fund
	MicroSectors US Big Oil -3X Ivs Lgd ETN
	ProShares UI 3x short crude oil ETF
金属	PowerShares DB Precious Metals Fund
	VlcyShrs 3x LS ETN It the S&P GSCI Slv
农产品	PowerShares DB Agriculture Fund
	iPath Bloomberg Grains Ttl Ret ETN

二、境内商品ETF运行情况

2019 年 12 月后,我国三只商品期货指数 ETF 陆续在深交所上市,分别为华夏饲料豆粕期货 ETF、建信易盛郑商所能源化工期货 ETF、大成有色金属期货 ETF,三只商品期货 ETF 均采用完全复制法投资于相应指数所包含的期货合约,按照标的指数成分期货合约组成及其权重构建投资组合,并根据标的指数成分期货合约及其权重的变动对投资组合进行相应调整。

从跟踪指数看,两只 ETF 跟踪行业板块指数,一只 ETF 跟踪单一商品指数。具体的,有色金属期货 ETF (以下简称有色 ETF)、建信易盛郑商所能源化工期货 ETF (以下简称能源化工 ETF) 跟踪指数分别为上期所有有色金属期货指数、易盛郑商所能源化工指数 A;华夏饲料豆粕期货 ETF (以下简称豆粕 ETF) 跟踪指数为大商所饲料豆粕期货指数。

表：我国三只商品期货指数 ETF 的运行情况（截至 2022 年 12 月 1 日）

基金简称	成立日期	最新规模 (亿元)	成立以来回报	跟踪标的
建信易盛郑商所能源 化工期货 ETF	2019/12/13	3.49	43.35%	易盛郑商所能源化工指数 A
大成有色金属期货 ETF	2019/10/24	2.15	55.44%	上海期货交易所所有色金 属 期货价格指数
华夏饲料豆粕期货 ETF	2019/9/24	3.90	85.56%	大连商品交易所豆粕期货 价格指数

商品期货 ETF 的收益特点主要有以下几方面：

首先,与其他大类资产的相关性低,长期来看商品的收益率与股票、债券等资产的收益率相关性较低,是资产配置中重要的一环,从三只商品

期货 ETF 与沪深 300 指数的历史表现可以看到，两类价格走势有明显差异；

其次，与业绩比较基准相比，三只商品期货 ETF 均有明显的超额收益，增强收益主要来源于未被期货保证金占用资金的利息收入，国内上市的商品期货 ETF 均为不带杠杆的正向产品，ETF 持有的商品期货合约均为保证金交易方式，一般只需要占用 10% 左右的保证金即可保证持有等额基金资产期货合约，剩余资金可以用来购买国债等固定收益资产，获得收益增强；

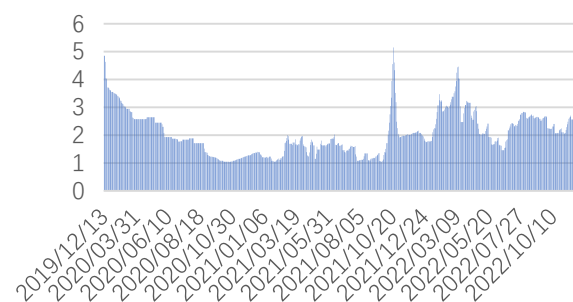
再次，远月合约贴水也将带来额外的展期收益，在 ETF 的实际管理中跟踪的是期货收益指数，在远月贴水时多买远月合约以获取展期收益。短期看，远月合约的升贴水结构会为商品期货 ETF 带来额外的收益或亏损，但长期看，大多数品种的升贴水结构并非固定不变，展期收益与亏损可忽略。

目前三只商品期货 ETF 以机构持有为主，其中联接基金是最大的持有方。上市初期主要持有人为推广合作机构，保障了产品的顺利发行，此后原机构方资金已逐步退出，与此同时联接基金的持有规模逐步上升，截至 2022 年 12 月最新数据，有色 ETF、能源化工 ETF、豆粕 ETF 的联接基金份额分别占基金总份额的 63.69%、63.81%、54.36%；行情波动容易对基金规模产生明显影响，上涨将吸引资金积极申购，下跌则带来赎回。市场阶段性价格顶点、底点与 ETF 折价、溢价有明显的对应关系，价格的上涨往往会驱动市场看涨情绪，ETF 买入交投活跃导致溢价，而价格下跌对应着投资者的悲观情绪，ETF 被过度抛售导致折价。

图：能源化工ETF净值



图3：能源化工ETF份额（亿）

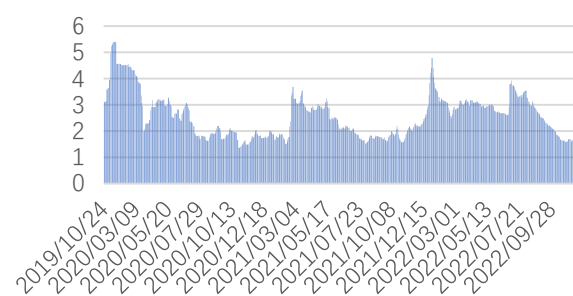


数据来源：wind 广发期货发展研究中心

图：有色ETF净值



图3：有色ETF份额（亿）

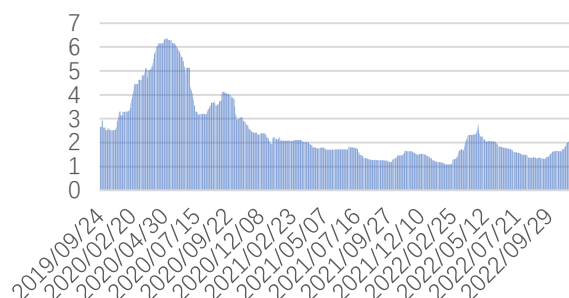


数据来源：wind 广发期货发展研究中心

图：豆粕ETF净值



图3：豆粕ETF份额（亿）



数据来源：wind 广发期货发展研究中心

二、境内商品ETF产品的发展建议

从目前境内商品期货市场来看，虽然已上市品种数量初具规模，但品种结构有待优化：一方面上市商品类别仍有重要缺口（如畜产品），另一方面特定商品类别中仍缺乏代表性商品（如天然气），期货市场的成熟稳定是商品ETF发展壮大的重要前提。

从商品ETF的基准指数来看，国内商品指数已具雏形但是更多采用简单的、偏同质化的权重配比及展期策略，且更偏向于分类指数，缺少权威性综合指数管理、多合约指数及主动管理策略，从而影响商品指数ETF整体容量及可投资性。应尽快推动相关指数的上市，满足更多样化的投资与风险管理需求，以综合类指数为基准的ETF，多品种配置可以提升产品容量、降低产品波动性，更全面反应商品市场综合情况，降低商品市场季节性波动对ETF业绩的影响，提升产品长期投资价值。

从商品ETF投资方式来看，可以适时发行卖空期货指数的ETF，发挥期货市场多空交易特性，为投资者提供不同经济周期下的可选投资产品。加强市场波动性和展期策略的研究，丰富商品ETF产品的超额收益来源。

此外，加强期货ETF对期货市场的影响评估，商品期货ETF规模增减与期货行情涨跌相关度高，未来规模进一步扩大后，可能对期货行情产生一定影响，加大基金管理难度需要做好期货ETF对期货市场的影响评估，加强市场培育引导投资者理性参与期货ETF市场。

免责声明

本报告中的信息均来源于被广发期货有限公司认为可靠的已公开资料，但广发期货对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。

本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发期货或其附属机构的立场。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

在任何情况下，报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达的意见并不构成所述品种买卖的出价或询价，投资者据此投资，风险自担。

本报告旨在发送给广发期货特定客户及其他专业人士，版权归广发期货所有，未经广发期货书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“广发期货”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。

广发期货有限公司提醒广大投资者：期市有风险 入市需谨慎！

相关信息

广发期货发展研究中心

<http://www.gfqh.cn>

电话：020-88800000

地址：广州市天河区天河北路 183-187 号大都会广场 41 楼

邮政编码：510620