

交易咨询资格号：
证监许可[2012]112

商品指数
专题报告

2024 年 10 月 17 日

分析师

分析师：杨旻

期货从业资格：F03096114

交易咨询资格：Z0020184

分析师：时翔宇

期货从业资格：F03104321

交易咨询资格：Z0019649

联系人：李开来

期货从业资格号：F03124866

联系电话：021-61625026

邮箱：ztqh_sh@163.com

客服电话：400-618-6767

报告概述

- 商品指数期货市场的发展有利于提升期货市场整体运行质量、为投资者提供对冲商品期货市场系统性风险的管理工具、拓展期货服务实体经济的深度和广度，以及促进期货市场发挥在大宗商品全球产业链重构中的功能作用。发展板块商品期货指数合约，可以将很多无法标准化或实物交割的商品纳入到使用现金交割方式套期保值的范围中来，大大拓展了期货市场在国民经济发挥作用的范围。
- **风险提示：**基于历史经验研究总结的相关规律未来可能存在失效的风险。

中泰期货研究所



中泰期货服务号



板块商品指数期货研究发展的意义

——商品指数专题报告

一、理论意义

（一）宏观意义

- 从 1957 年第一个商品指数——路透商品研究局指数诞生之日起，商品指数在全球范围内的研发和投资都取得了飞速发展。目前，全球已建立以标普高盛商品指数、罗杰斯商品指数、瑞银彭博固定期限商品指数、道琼斯瑞银商品指数、德意志银行流通商品指数等重要指数为标的的成熟指数期货市场。商品指数期货市场的发展有利于提升期货市场整体运行质量、为投资者提供对冲商品期货市场系统性风险的管理工具、拓展期货服务实体经济的深度和广度，以及促进期货市场发挥在大宗商品全球产业链升级中的功能作用。
- 2024 年 9 月 30 日，证监会联合多部门发布《关于加强监管防范风险促进期货市场高质量发展的意见》，意见指出我国期货市场发展成效显著，有力支持了国民经济平稳健康发展，但与中国式现代化和金融强国建设需要相比，还存在服务实体经济质效和价格影响力不强、监管规则和风险防控体系适应性不足等问题。在提升价格影响力方面，意见多次提到“围绕提升大宗商品价格影响力”、“市场深度和定价能力进一步提高”、“大宗商品价格影响力和市场竞争力显著增强”、“增强大宗商品价格的影响力和竞争力”等，体现进一步提升期货价格影响力的必要性。
- 发展商品指数是提升期货价格影响力的途径之一。近年来，我国商品期货市场快速发展，商品期货市场上品种已初具规模，商品种类相对齐全，我国已经具备推出期货价格指数的基础和条件。对我国期货价格指数进行研究不仅可以为全球商品市场提供重要的参考指标，而且可以为价格指数产品开发打下坚实的基础，更为重要的是可以扩大我国在全球商品市场上的影响力，从而有利于我国争取国际商品定价的话语权。

（二）微观意义

- 现有理论研究成果普遍认为商品指数交易对大宗商品市场有增强流动性、

提升定价效率和改善投资者结构的影响。Rossi (2011) 研究认为，活跃的商品指数交易活动促进了期货市场价格发现和流动性，从而提高了这些市场套期保值功能的有效性。他指出 CFTC 所向市场提供的大宗商品指数交易头寸持仓报告 (COT)，对提升大宗商品市场交易透明度、流动性和信息效率具有积极意义。Haigh 等 (2007) 在原油市场实证研究显示，对大宗商品指数交易头寸进行限制，往往会阻碍商品指数交易对大宗商品期货市场带来的流动性改善和价格发现等有利影响。Rossi (2011) 研究还指出，商品指数投资降低了技术门槛和成本限制，为养老基金等机构投资者提供了进入期货市场的机会。

- 从实际应用层面考虑：一是提升大宗商品国际定价权，**商品期货指数合约**可以将很多无法标准化或实物交割的商品纳入到使用现金交割方式套期保值的范围中来，大大拓展了期货市场在国民经济发挥作用的范围。开发建立商品指数期货以及板块商品指数期货，能够更好地发挥期货市场功能，以市场化方式提升大宗商品的国际定价权。二是发挥经济预警功能，与股票价格指数类似，政府部门监管、企业投资需能够全面综合反映商品期货市场发展的商品期货价格指数，以利于监督管理、投资指导和理论研究，商品指数及期货发展或将承担上述职责 (胡志强, 2006)。

二、商品指数期货标的推出及意义

- 中证商品指数公司已于 2022 年 12 月 28 日正式发布中证商品期货指数系列，该系列是中证商品指数公司编制发布的综合类期货指数，以境内期货交易所上市运行的全部商品期货品种为样本范围，综合考察期货品种合约流动性和现货商品在国民经济中的重要价值，筛选具有足够代表性和流动性的合约纳入指数计算。
- 中证商品期货指数系列的样本品种覆盖能源化工、有色金属、黑色、农产品、林产品、畜产品和贵金属等多个板块，品种多样性突出。依据各板块的品种范围，按照相对独立的品种筛选条件和权重设置规则，可形成系列子指数。中证商品期货指数系列包括**中证商品期货价格指数**和**中证商品期货指数**，两个指数的编制逻辑除计算公式外均保持一致。
- 中证商品期货指数系列可直观反映境内商品期货品种的整体价格走势，

为分析研判市场形势提供基础工具，可反映商品期货投资的收益走势，为投资者提供评价收益的基准，也可为商品指数化产品创新提供基础标的，满足指数化产品创新需求。

三、板块商品指数期货标的推出的意义与现实需求

- 现有学术文献关于我国板块商品指数期货的讨论总体较少，实务中已有多种板块商品指数发布，本研究认为推出以板块商品指数为标的的期货品种其意义在于，可以为很多无法标准化、无法实物交割的商品提供套期保值工具，从而更好地发挥商品期货市场服务实体经济功能。
- 张恒（2014）指出，在国际需求放缓和国内经济转型的背景下我国资源需求形成新格局，资源类大宗商品战略配置重要性凸显。吴剑（2006）提出编制我国粮食期货价格指数的设想，指出粮食期货价格指数作为未来粮食整体供求关系的指导价格可在一定程度上监测粮食现货价格、抑制通货膨胀、提高农民收入、完善我国粮食价格体系。吴剑（2006）利用编制的粮食期货价格指数建立了一种新的粮食价格预警模型，作为粮食期货价格指数标尺性功能在粮食安全预警方面的一项应用。现有研究聚焦的关于板块商品指数研究主要还是从其意义、价值、指数编制层面开展的研究，往往缺乏针对运用板块商品指数开展风险管理的研究。
- 从现实角度看，主营业务所涉品种并非交易所标准化期货品种的实体企业往往也有较大的风险管理需求，而且这部分对冲需求在实体经济中广泛存在，例如，某汽油贸易公司与中泰期货联络提出有对冲汽油价格波动风险的需求，由于目前场内没有汽油品种标的，所以在风险管理方案研究设计中需要采用与汽油基本面特性和量价表现相近的品种进行对冲，而仅采用一种品种作为替代品对冲时，对冲效果往往并非具有稳定性，故若将油化工上下游品种进行一定的组合构建板块商品指数，研究发现其对冲汽油价格波动风险的绩效优于仅通过原油开展对冲的绩效。期货品种仅占经济流通领域全部品种的较小部分，大多数经济流通领域品种并无场内对应品种进行对冲，因此研究推出涵盖上下游品种价格信息的板块商品指数期货其现实需求较大。

四、商品指数期货对成分商品期货的影响预研

- 2021年5月，广州期货交易所两年期品种计划获中国证监会批准，其中明确将中证商品指数期货交由广州期货交易所研发上市，未来我国首个商品指数期货上市可期。结合中证商品指数公司（负责设计、编制及维护包括单交易所、跨交易所期货指数等相关产品）已发布中证商品期货指数系列的背景，本文就商品指数期货对成分商品期货的影响进行预研。
- **一是增加成分商品期货市场容量和流动性。**宏观上看，推出商品指数期货对于完善商品期货市场系统性风险对冲渠道、降低产业投资者套保成本、吸引机构投资者入市等具有重要积极意义，有助于提高成分商品期货市场总体规模。微观上看，商品指数期货与一揽子成分商品期货间存在无套利均衡关系，受均衡关系牵引，跨市场套保、套利等交易行为有助于减小成分商品期货市场价差，增加市场深度。
- 当前我国期货市场规模体量持续增长，中国期货业协会数据显示，截至2022年12月底，我国期货市场保证金规模近1.70万亿元，同比增长23.05%。中证商品指数期货品种推出后，产业投资者和机构投资者套保套利工具得到丰富，其入市意愿增强，跨市场套保和套利等交易行为增多，共同促进成分商品期货交易量和持仓量提升，带动期货市场整体保证金规模进一步提升，增强我国期货市场国际竞争力。
- **二是发挥平抑成分商品期货波动的功能。**一方面，商品指数期货是投资者管理系统性风险和进行投资组合配置的重要工具，具有稳定投资者持仓、保持组合中性的功能，能够有效降低因投资者频繁调仓带来的市场波动。另一方面，商品指数期货具有异常波动纠偏功能，如单一商品炒作导致价格短期大幅上涨，或错单交易导致价格异动，商品指数期货可以发挥价格信号功能，当其与一揽子成分商品期货组合的价格差异超过一定比例时，跨市场套利行为将有助于平抑波动。
- **三是有望提升成分商品期货市场定价效率。**商品指数是表征系统性风险水平的重要指标，推出商品指数期货，可以使系统性风险作为可交易型定价因子纳入成分商品期货定价体系，有利于完善其价格形成机制。同时，成分商品期货价格主要受自身基本面决定，不同品种间定价逻辑不相同，价格走势相关程度具有差异性，因此引入商品指数期货后，其对

成分商品期货的价格形成影响有限。

- **四是整体承压时期可起到提供流动性和分流资金作用。**首先，整体承压时期商品指数期货提供宝贵的流动性。流动性是市场的生命力所在。整体承压时期，成分商品期货市场容易出现大量涨停或跌停合约，市场流动性严重不足。中证商品指数期货则可以在这种极端行情下为投资者提供宝贵的流动性，起到分流成分商品期货资金、分担压力的作用，满足市场避险需求。其次，推出商品指数期货，能够为商品现货市场和商品期货市场相同方向的持仓行为提供套保套利反向头寸，形成稳定市场的一股重要力量，有助于完善我国资本市场多层次风险管理体系。
- **五是有望改善成分商品期货市场参与者结构。**一方面，吸引机构投资者参与。商品指数期货的推出，可为我国商品期货市场引进和培育更多机构投资者，改善投资者结构，并充分发挥机构投资者“压舱石”作用，进而有利于提升期货市场接纳和服务产业客户套期保值的能力。另一方面，吸引长期资金入市。现阶段我国长期价值型投资者在使用期货进行对冲时，还面临投资策略单一、同质化等问题，投资者成熟度不高。同时，部分商品期货流动性不足、缺乏商品指数投资标的、机构转仓困难、交易冲击成本较大等使得长期资金投资期货存在难度。推出商品指数期货可为市场交易一揽子商品提供途径，有利于降低长期资金入市成本，增强其入市意愿，培育期货市场价值投资氛围。
- **风险提示：**基于历史经验研究总结的相关规律未来可能存在失效的风险。
- **参考文献：**

- [1] Haigh M S, Harris J H, Overdahl J A , et al. Market growth, trader participation and pricing in energy futures markets[R]. ResearchGate. 2007.
- [2] Rossi C V. Analysis of CFTC Proposed Position Limits on Commodity Index Fund Trading[R]. ResearchGate. 2011.
- [3] 部 慧, 李艺, 陈锐刚, 等. 商品期货指数的编制研究及功能检验[J]. 中国管理科学. 2007, 15(4): 1-8.
- [4] 徐国祥, 李文. 基于全球视角的中国商品期货价格指数编制及实证

检验[J]. 金融研究. 2014, 4: 47-62.

[5] 胡志强, 中国商品指数期货设计研究[D]. 华东师范大学. 2006.

[6] 张恒, 资源类大宗商品战略配置研究[D]. 中国地质大学. 2014.

[7] 吴剑, 我国粮食期货价格指数研究[D]. 中南大学. 2014.

免责声明：

中泰期货股份有限公司（以下简称本公司）具有中国证券监督管理委员会批准的期货交易咨询业务资格（证监许可〔2012〕112）。本报告仅限本公司客户使用。

本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。市场有风险，投资需谨慎。

本报告所载的资料、观点及预测均反映了本公司在最初发布该报告当日分析师的判断，是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可在不发出通知的情况下发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与本公司其他业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。本公司并不承担提示本报告的收件人注意该等材料的责任。

本报告的知识产权归本公司所有，未经本公司书面许可，任何机构和个人不得以任何方式进行复制、传播、改编、销售、出版、广播或用作其他商业目的。如引用、刊发、转载，需征得本公司同意，并注明出处为中泰期货，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。