

商品指数期货与商品期货ETF情况介绍

Commodity Index Futures and Commodity Futures ETF

□ 上海期货交易所衍生品部 朱洪海



上海期货交易所（下简称“上期所”）在商品指数衍生品创新的最新进展，可分成三个部分：第一部分是商品指数市场基本情况；第二部分是上海期货交易所所有有色金属指数和指数期货合约情况；第三部分是商品期货ETF产品创新情况。

一、国内外商品指数市场基本情况

首先，我们来看商品指数市场过去十几年的发展情况。商品投资主要通过指数化投资来实现。例如，美国市场2000年左右的时候，商品指数投资只有区区60亿美元，但是现在已经迅速增长到了3000、4000亿美元的规模。2000年的时候，美国高科技股市泡沫的破灭，导致投资者寻找新的投资方向，而那个时候不少投资者选择了房地产和商品。那么为什么商品会成

为投资者青睐的新领域？这主要基于商品三个比较突出的特征，我将其概括为“DIF”。第一个“D”意味着投资组合的多元化，因为商品和股票、债券的相关性比较低，起到分散风险、优化组合的作用。第二个“I”意味着抗通货膨胀，因为商品的价格和CPI、PPI等宏观经济指标相关，可以起到很好的对冲通胀风险的作用。第三个“F”意味着“肥尾效应”，即对冲“黑天鹅”一类的风险。例如，某个地方发生巨大灾害等“黑天鹅”事件的时候，股票市场通常面临下行压力，而商品市场通常出现价格上升的现象。

国际商品投资市场以机构投资者为主。以美国商品市场为例，大约70%的资金来自机构投资者，大约25%的资金来自个人投资者。从商品指数发展历程来看，最早的是美国商品研究局1957年推出的CRB指数，目前最大的两条商品指数是标普-高盛商品指数和彭博商品指数。

我国的商品指数市场尚处于启动阶段。国务院于2014年颁布了“新国九

条”，明确提出了发展商品指数等交易工具。发展商品指数的必要性在于：（1）商品指数是机构投资者和期货市场之间的桥梁，满足期货投资者抗通货膨胀、组合多元化等需求；（2）机构投资者通过商品指数相关衍生品的投资和交易，为市场注入长期、稳定、多头的资金，提高市场的流动性和深度，从而有利于实体企业套期保值；（3）商品是有效的价格信号和投资指引，一般领先于PPI、CPI等宏观经济指标3-6个月，能够很好地对冲相关行业的风险。

我们对国内商品指数潜在的市场规模做了初步的估算。截至去年年底，国内银行理财、保险、基金、券商资管等5大类资管机构资产规模大约在53万亿左右。国际上常见的商品投资配置比例约为整个投资组合的5%，按这一比例来估算，大概是2.65万亿左右。这是目前上期所有色金属期货品种持仓金额的近10倍。结合前面专家提到的镍和锡的供需周期性的波动，如果有那么大的资金进来，可以有效地平滑供需周期，使得实体企业做生产规划的时候更加游刃有余。

二、上海期货交易所有色金属指数和指数期货合约情况

上海期货交易所2004年开始推动商品指数的研发工作；2010年最终完成了编制，并于当年8月份进入试运行阶段；2012年12月26日正式对外发布了上期有色金属指数。指数的基期是2002年，基点是1000点。指数发布以后运行正常，表现良好，而且市场的反响非常积极。2014年5月19日正式启动了指数期货的仿真交易。

下面来简单介绍一下商品指数编制过

程中的三个核心步骤。

第一个核心步骤是品种的选择。我们从上市的有色金属品种中选择了4个，即铜、铝、锌、铅。目前正在考虑选择合适的机会把锡和镍纳入到指数，最终将是6个品种。

第二个核心步骤是权重的设置。目前权重计算的依据是各个品种过去五年的平均持仓金额，权重上限是80%，下限是5%，超过上限或不足下限的品种权重将重新调整。指数在每年1月份的第4个交易日收盘后进行权重年度调整。下面是过去几年四个品种的权重基本情况：铜占到70%左右，铝10%左右，锌14%左右，铅5%。我们在市场调研中，也了解到一些投资者认为铜的比重偏大的观点。我们正在对这个问题进行深入研究。由于我们的指数是2010年完成方案设计的，在过去五年中有色金属市场，特别是有色金属期货市场发生了比较多的变化，我们会考虑对权重进行进一步的优化，使得它更符合市场需求。

第三个核心步骤是合约选择和滚动方式。为了避免指数受到操纵，我们倾向于选择流动性较好的合约。从有色金属期货历史上的交易及持仓情况来看，通常第三个月比较活跃，即我们通常所说的连续三月合约，因此我们选择基于连续三月期货合约的价格进行指数计算。同时，由于期货合约有一个到期期限，因此我们需要定期对指数进行展期。展期的方式为每月15日前后两个交易日，一共五个交易日进行展期。在展期窗口期间，每天展入的新合约滚动量是20%，展出的旧合约也是20%。经过五天的展期，新合约完全替代了旧合约。

上面介绍的是上期有色金属指数的基本情况，下面我来简要介绍一下指数期货合约的设计。下面这张表格汇总了指数期货合约的设计要素（表1）。

合约标的	上海期货交易所有色金属期货价格指数
合约乘数	每点10元
报价单位	指数点
最小变动价位	0.2点
合约月份	当月、次月、第三月及随后两个季月
交易时间	上午9:00-11:30，下午13:30-15:15和交易所规定的其他交易时间
最后交易日交易时间	上午9:00-11:30，下午13:30-15:00和交易所规定的其他交易时间
每日价格最大波动限制	上一个交易日结算价的±3%
最低交易保证金	合约价值的4%
最后交易日	合约到期月份的倒数第五个交易日（春节所在月份可根据国家规定的放假安排进行调整）
交割日期	同最后交易日
交割方式	现金交割
交易代码	IM
上市交易所	上海期货交易所

表1 上海期货交易所有色金属期货价格指数
 期货合约文本

指数期货合约标的是上期有色金属指数。

合约的乘数为每个点10元。举个例子，如果今天的指数点位是2500点，把点位乘以10，就得到了合约面值25000元。合约的最小变动价位是0.2个指数点。

合约月份为当月、次月、第三个月以及随后两个季月。指数期货日常交易时间与指数成分品种基本一致，唯一区别在于指数期货下午收盘时间为3点15分，比一般期货品种晚15分钟收盘。这主要是考虑到指数期货的投资者有调仓的需要，通常会根据股票市场、债券市场的涨跌，对商品的风险暴露进行调整，所以这15分钟基本

可以满足投资者仓位调整的需要。

合约最后交易是每个月倒数第五个交易日，春节所在月份可根据国家规定的放假安排进行调整。

合约规定的每日价格最大波动限制（涨跌停板）是3%，最低交易保证金4%。未来指数期货上市以后，将根据市场实际的情况，进行涨跌停板以及保证金调整。

合约交割方式为现金交割。国内目前所有的商品期货都采用的是实物交割的方式。实物交割有它独特的作用，但是我们也想尝试一下现金交割方式。特别是考虑到多层次市场建设，需要机构投资者参与，而现金交割对许多机构投资者颇具吸引力。这是由于很多机构投资者不能开增值税发票，无法参与到实物交割环节。因此我们希望通过指数期货的现金交割的尝试，为期货市场的多层次建设开展有意义的探索。

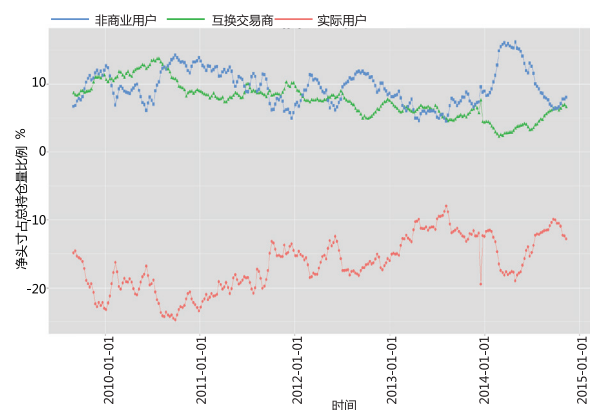
前面提到，“新国九条”明确提出商品指数是交易工具，那么这个新型的交易工具对我们实体企业以及其他的商品期货市场参与者会带来什么样的改变？或者现有的套期保值模式会有什么改变？要准确把握这些问题，我们首先来了解一下指数期货交易的特点。第一个特点是具有交易的隐蔽性，可以隐藏重要的交易信息。如果你直接进行铜的套保，别人很容易知道你的交易动机，但是你借助指数期货，通过合成铜的期货价格进行套保，别人无法轻易揣度你的交易动机。比如你想通过铜的1509合约套保卖出，可以通过指数期货卖出等量铜，同时买入相应比例的铝、锌、铅，这样的组合就形成了一个铜的合成期货价格。如果合成期货价格比单纯铜1509期货价格高，可以选择合成期货价格

卖出。这给传统的套保设计带来新的思路。第二个特点是目前有四个有色金属期货品种在指数里面，如果交易指数期货等同于直接交易四个期货品种，可以很方便地实现同步交易，降低价格滑动风险。

三、商品期货ETF产品创新情况

最后一部分的内容是关于商品期货ETF产品创新方面的情况。2014年12月，证监会公布了商品期货ETF的相关指引。市场普遍认可开放商品期货基金有积极意义，打通证券和商品两个市场，引入机构投资者参与商品期货投资，提高商品期货的流动性。过去基金等大型机构投资者在进行资产配置时，可选择的投资标的比较有限，最多也只是做到行业配置，远没有到大类资产配置这一层次，商品期货ETF有助于满足投资者多样化的资产配置需求。商品作为重要的资产类别，可以提供不依赖于技术的内在回报，可以分散风险，也可以抵抗通货膨胀，也可以对冲“肥尾”风险。投资商品期货的收益来源有五类，即风险溢价、组合调整、国库券收益、便利收益、期望方差等。其中，投资商品期货的长期收益主要是来自实体企业为规避价格不确定性而支付的风险溢价。关于这一点，我们可以从理论、实践、市场这三个层面来理解。从理论层面，凯恩斯（20世纪最伟大的经济学家之一）提出了“正常逆价”（“Normal Backwardation”）理论、希克斯（诺贝尔经济学奖获得者）提出了“先天性缺陷”（“Congenital Weakness”）理论，其结论是生产商卖出套保需求要高于消费者买入套保需求。从实践层面，对于铜生产

商，铜价下降10%对整个公司的营业收入及利润都有很大的影响，开展铜期货套保的意愿高。然而，对于下游的铜消费企业，通常拥有自由选择商品替代品和商品购买时点的优势，况且商品只是其综合成本的一部分，开展套保的需求并不是那么强烈。例如，海尔冰箱会用到铜管，但是铜管占整台冰箱的成本不是那么高，因此套保意愿不强。从市场层面，生产企业卖出套保需求旺盛并愿意支付交易对手方一定的风险溢价这个特点，可以从美国期货市场参与者持仓分析看到端倪。下面图1给出了过去几年美国期货市场各类参与者净头寸占总持仓量比例的情况。接近负20%的线代表的是实体企业持仓的情况，揭示了实体企业总体以卖出持仓为主；上面的两条线分别代表了机构投资者等非商业用户和互换交易商，揭示了这两类参与者总体以买入持仓为主。



资料来源：CFTC, Bloomberg, SG Cross Asset Research.

* 实际用户（Physical Users）包括生产商、贸易商、加工、终端用户。

** 非商业用户（Non-commercials）包括管理基金及其他需报告的用户。互换交易商（Swap Dealers）为流动性提供者。

图1 2010-2015美国期货市场各类参与者净头寸占总持仓量比例

目前中国期货市场上，实体企业卖出套保需求也同样旺盛，但是机构投资者与互换交易商的实力较弱。我们希望通过商品指数期货ETF等产品的发展，使商品指数生态更加平衡，市场流动性进一步提高，价格发现过程更加平稳。在改善实体企业套期保值环境的同时，投资者通过实体企业支付的风险溢价，获得一个长期收益。商品期货ETF创新需要基金公司、期货公司等机构与证券、期货交易所联合推进，共同开拓期货市场服务国民经济的新领域。从交易所角度，我们主要致力于推动指数期货的上市交易，也支持商品期货ETF在证券交易所上市。同时，我们支持各类场外指数衍生品的开发，如指数互换、指数结构化产品等。指数期货、商品期货ETF等场内产品，能满足市场对标准化产品的需求。但市场也需要各种个性化的场外衍生品。例如，实体企业需要与其运营风险相匹配的产品；机构投资者需要符合其投资风格的产品。这些个性化需求，通过金融机构的创新，形成条款灵活、形式多样的场外衍生品，构成多层次的市场体系，方便不同的投资者各取所需地选择合适的衍生品。在这些场内、场外指数产品的创新过程中，我们交易所将努力做好相关工作，例如提供商品指数定制化服务。我们希望通过合理的指数设计及后续的产品开发，把机构投资者的需求引入到商品期货市场中来，让实体企业的需求更好地与

市场以及机构投资者的需求对接起来。

最后用三个英文的“I”字母来总结今天的发言。第一个“I”代表创新（Innovative），我们不仅希望做到产品和服务的创新，也希望做到风险管理的创新。对于衍生品来说最核心的就是风险管理创新。第二个“I”代表可投资性（Investable），我们希望做出来的指数是可以投资的指数，可以成为机构投资者做资产配置的首选，也可以拓宽中小投资者的投资渠道。第三个“I”代表影响力（Influential），我们希望指数有影响力。影响力一方面体现在提升中国价格的影响力。现在国家提出了“一带一路”的概念，希望过剩产能通过“一带一路”投资和建设转移出去，但是同时也希望保留定价权，成为有影响力的定价中心，指数相关衍生品的发展有助于实现这一目标。影响力另一方面体现在丰富实体企业套期保值工具与思路，进一步提升期货市场对实体经济与国民经济的正面影响。希望通过发展指数期货等衍生品，能够丰富实体企业套期保值的选择。特别是对于很多中小企业，由于没有基础的条件，无法直接参与商品期货的套保，但是指数衍生品的发展，能够让更多的中小企业的风险管理需求理性地进入到我们商品期货市场中来。

（责任编辑：徐 乾）