

如何选择合适的商品 ETF 品种

报告摘要:

■ 国内商品 ETF 品种较少，结构不同带来表现差异

目前国内已上市的商品 ETF 仅有 4 支黄金现货 ETF 以及 1 支白银期货 LOF 产品。4 支黄金现货 ETF 主要投资于黄金现货合约，累计收益率与上金所 AU99.99 累计收益率基本一致。

白银期货 LOF 产品主要投资于上期所白银期货合约，由于期货合约移仓换月时，远月升贴水会造成损益。上期所白银期货长期处于远月升水的结构，所以白银期货 LOF 的累计收益率要远低于白银期货的累计收益率。

■ 国内商品期货品种特点各异，商品 ETF 产品有所不同

目前国内三大商品期货交易所对期货品种都有限仓要求，不同品种的限仓标准，会影响商品期货 ETF 的最大规模。

有色金属及原油期货由于换月较频繁，临近交割月限仓较严，会导致商品 ETF 最大规模受到较大限制，铜 ETF 的限仓规模在 7 亿左右，原油 ETF 的限仓规模在 2 亿左右。农产品及工业品期货，主力合约之间月份相隔较远，受临近交割月限仓制度的影响较小，商品 ETF 规模相对较平稳，铁矿石 ETF 规模平均在 17 亿以上，豆粕规模平均在 10 亿以上。

不同期货品种的远月升贴水结构会给商品期货 ETF 投资带来移仓换月损益，从国内几个重要品种的历史远月升贴水结构来看。黄金期货多数时间处于远月升水结构，移仓换月时会带来损失；铁矿石期货多数时间处于远月贴水结构，移仓换月时会带来收益；豆粕、铜以及原油期货升贴水结构互现，可以通过选择合适的换月时间来尽量避免远月升水带来的损失，获取远月贴水带来的收益。

投资咨询业务资格:

证监许可【2012】669 号

量化组

刘宾

0755-83212741

liubin@citicsf.com

从业资格号 F0231268

投资咨询号 Z0000038

王炳瑜

021-60812989

wangbingyu@citicsf.com

从业资格号 F3018918

投资咨询号 Z0013483

陈舜尧

0755-83217712

chenshunyao@citicsf.com

从业资格号 F3029712

投资咨询号 Z0014219

联系人:

邹天舒

021-60812993

zoutianshu@citicsf.com

从业资格号 F3027249

肖璋瑜

0755-82723054

xiaozhangyu@citicsf.com

从业资格号 F3034888

目 录

报告摘要:	1
一、国内商品 ETF 现状	3
(一) 国内已上市黄金现货 ETF 运行情况	3
1.1.1 国内黄金 ETF 市场情况	3
1.1.2 现货黄金 ETF 表现优于期货黄金 ETF	4
(二) 国内已上市白银期货 LOF 运行情况	6
1.2.1 国内白银 LOF 市场情况	6
1.2.1 白银期货长期远月升水, 白银期货 LOF 表现较差	7
二、国内商品 ETF 发展前景	8
(一) 国内主要商品期货品种 ETF 基金规模容量	8
(二) 国内主要商品期货品种升贴水	10
(三) 国内商品 ETF 发展正当时	11
免责声明	13

图表目录

图 1: 国内已上市黄金 ETF 规模 (单位: 亿元人民币)	3
图 2: 国内黄金 ETF 持有人结构	4
图 3: 国内黄金 ETF 与上金所 AU99.99 累计收益率	5
图 4: DGL 与黄金现货及期货累计收益率	5
图 5: 白银期货 LOF 规模 (单位: 亿元人民币)	6
图 6: 白银期货 LOF 持有人结构	7
图 7: 白银期货 LOF 与白银期货累计收益率	7
图 8: 主要商品期货 ETF 最大规模测算 (亿元)	9
图 9: 铜期货升贴水 (远月次主力-近月主力)	10
图 10: 黄金期货升贴水 (远月次主力-近月主力)	10
图 11: 铁矿石及豆粕期货升贴水 (远月次主力-近月主力)	10
图 12: 原油期货升贴水 (远月次主力-近月主力)	10
表 1: 国内已上市的黄金 ETF	3
表 2: 国内重要商品期货品种限仓标准 (手)	8
表 3: 国内申报中的商品基金产品	11

一、国内商品 ETF 现状

目前，国内共有 4 支黄金现货 ETF 在沪深交易所上市交易，分别是博时黄金 ETF、国泰黄金 ETF、华安黄金 ETF 以及易方达黄金 ETF，同时还有一只白银期货 LOF：国投瑞银白银期货 LOF。

国内上市的黄金 ETF 均为实物支持商品 ETF，直接持有黄金现货合约；国投瑞银白银期货 LOF 属于非实物支持的商品 ETF，持有的是白银期货合约。

(一) 国内已上市黄金现货 ETF 运行情况

1.1.1 国内黄金 ETF 市场情况

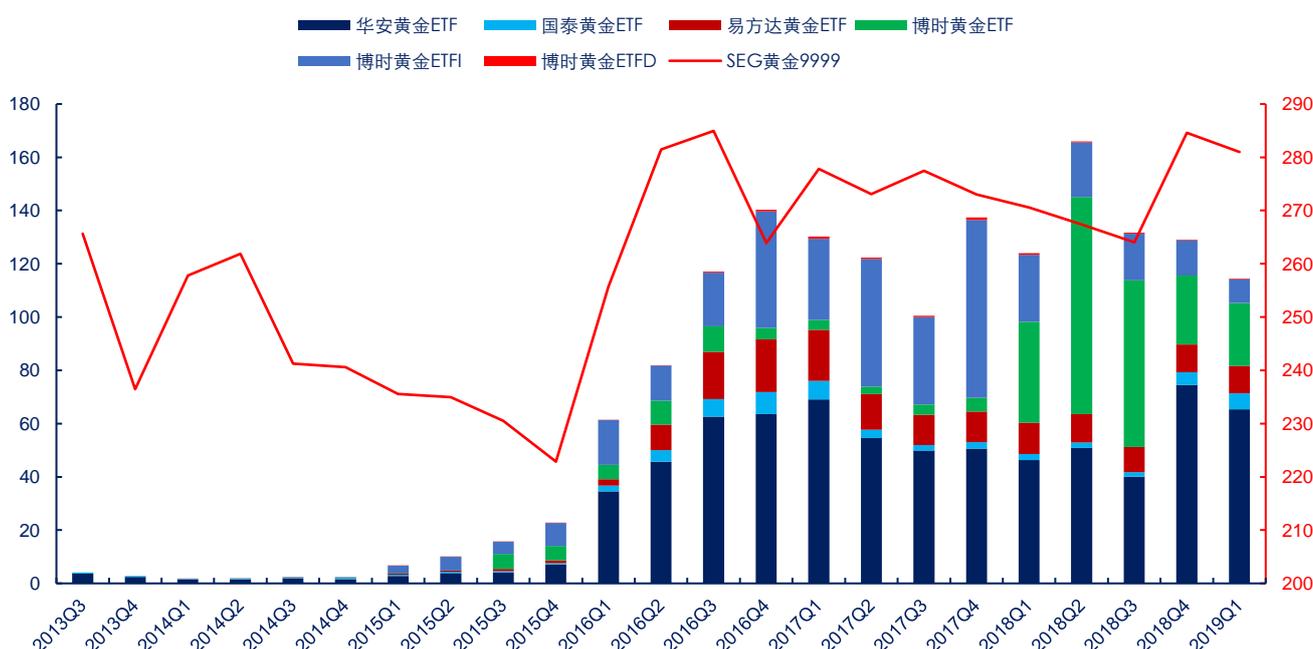
国内已上市的 4 支黄金 ETF 成立时间均在 2013 年-2014 年间，到目前为止均已运行了 5 年左右的时间，市场正逐渐趋于成熟，规模逐渐稳定。

表 1: 国内已上市黄金 ETF

基金公司	品种	成立时间	最新规模 (亿元人民币)
博时基金	博时黄金 ETF	2014/8/13	23.62
博时基金	博时黄金 ETF D	2014/12/18	0.19
博时基金	博时黄金 ETF I	2014/12/18	8.91
国泰基金	国泰黄金 ETF	2013/7/18	6.04
华安基金	华安黄金 ETF	2013/7/18	65.38
易方达基金	易方达黄金 ETF	2013/11/29	10.24

数据来源：各基金公司网站 中信期货研究部（截至 2019-03-31）

图 1: 国内已上市黄金 ETF 规模 (单位: 亿元人民币)

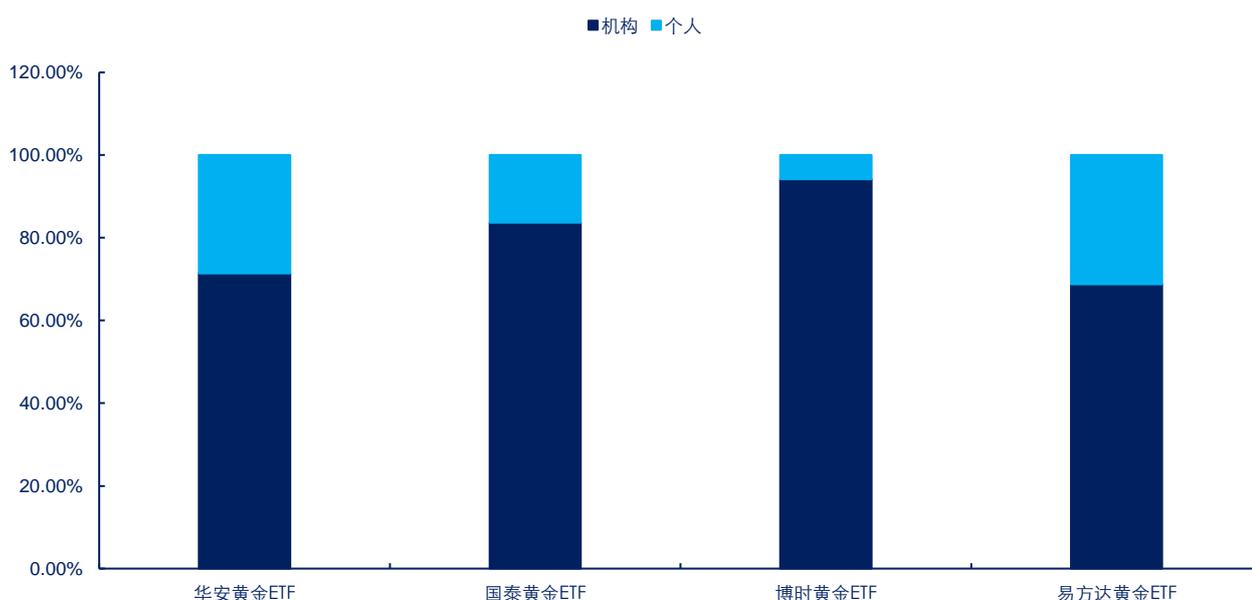


数据来源：各基金公司网站 中信期货研究部（截至 2019-03-31）

从图 1 可以看到,国内黄金 ETF 市场规模的变化与黄金价格的走势大体一致,投资黄金 ETF 与投资黄金现货基本类似,黄金价格的走势也影响着投资者对黄金 ETF 的投资者热度。2015 年-2016 年黄金价格大幅上涨,国内黄金 ETF 市场规模也随之急剧增加。2016 年后,黄金价格维持震荡,国内黄金 ETF 市场规模也逐渐稳定。目前国内黄金 ETF 规模最大为华安黄金 ETF,截至 2019 年 3 月 31 日最新规模为 65.38 亿元。

从持有者结构来看,目前国内黄金 ETF 主要还是机构持有,但华安黄金 ETF 与易方达黄金 ETF 的个人持有比例也较高。黄金本身是具有避险属性的资产,在进行投资的时候,它能够帮助资产组合进一步稳定和避免相应的风险。相比于实物黄金,黄金 ETF 具有流动性好、低成本、低门槛以及可以进行溢价套利操作等特点,所以越来越受到机构及个人投资者的喜爱。

图 2: 国内黄金 ETF 持有人结构



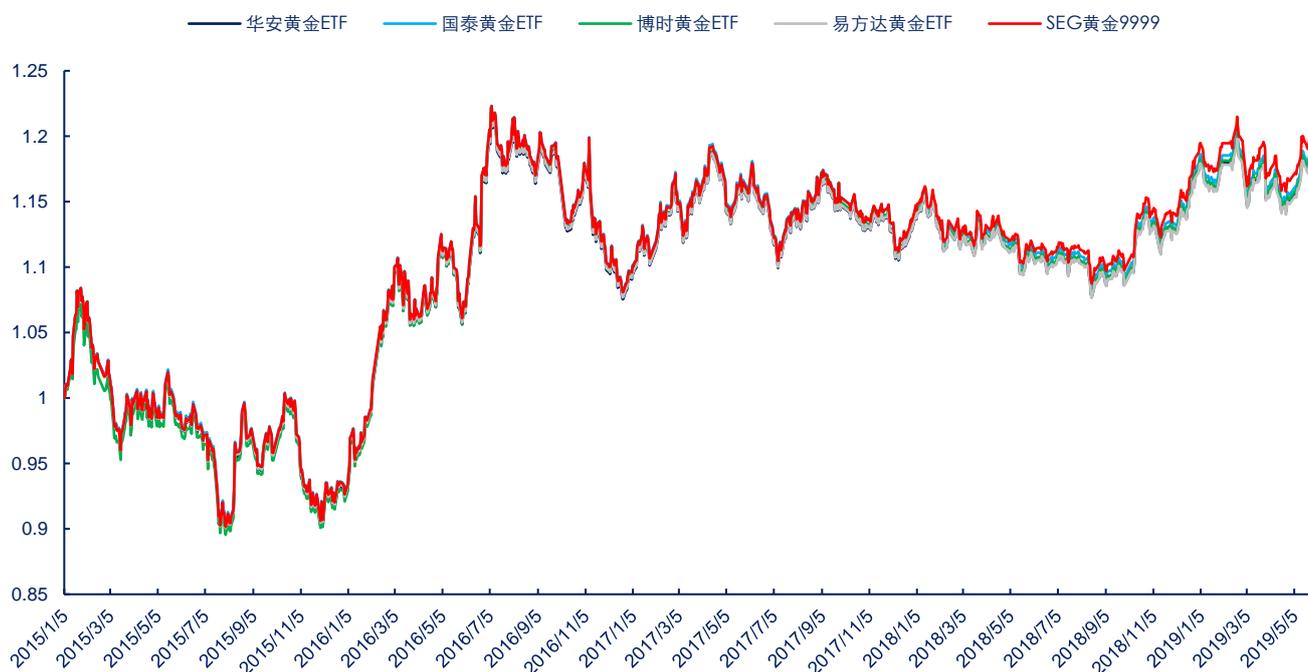
数据来源: Wind 中信期货研究部

1.1.2 现货黄金 ETF 表现优于期货黄金 ETF

国内黄金 ETF 均为实物支持商品 ETF,90%以上的资产均投资于上海黄金交易所的 AU99.99 合约,所以理论上来看,黄金 ETF 累计收益应该与黄金现货一致。对比国内上市的黄金 ETF 与上海黄金交易所 AU99.99 的累计收益率,可以看到两者的走势基本完全一致,跟踪误差较小。但由于 ETF 存在管理费、交易成本的相关费用,长期来看,黄金 ETF 的累计收益率要略低于黄金现货合约。

投资黄金 ETF 能获得和投资于黄金现货基本一致的收益情况,但黄金 ETF 相比黄金现货,投资门槛更低,投资更加便利,流动性更好,可以作为个人及机构投资者投资黄金的重要工具。

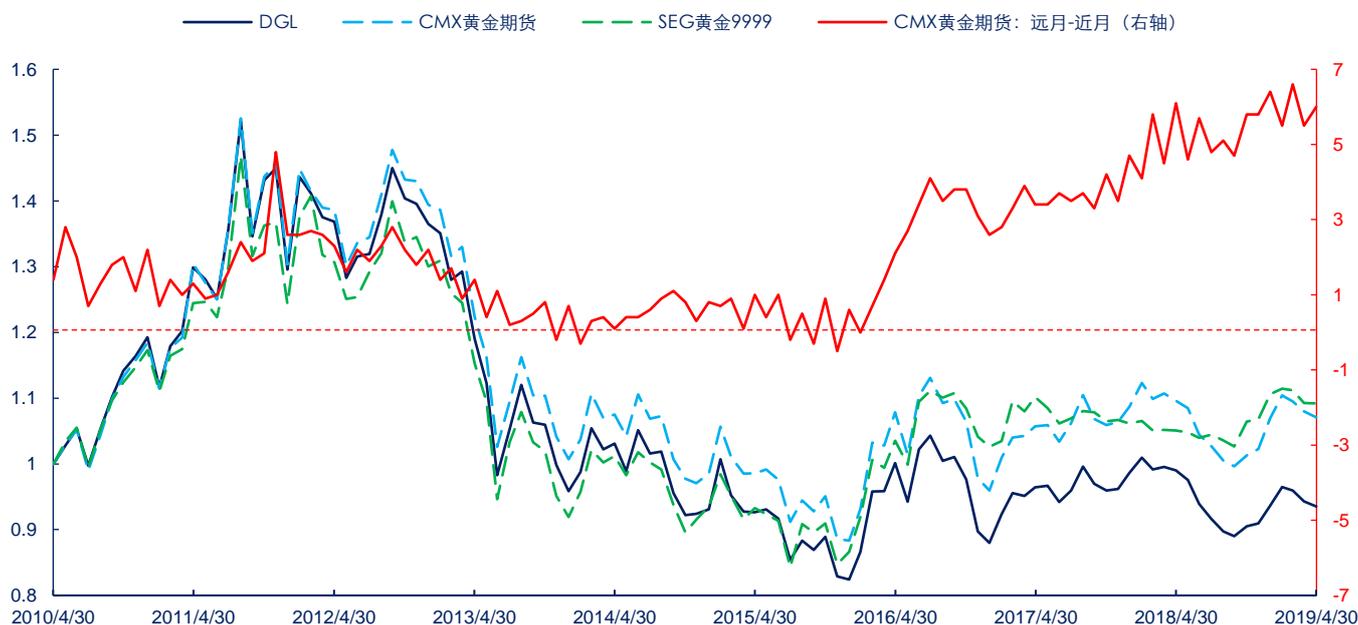
图 3: 国内黄金 ETF 与上金所 AU99.99 累计收益率



数据来源: Wind 中信期货研究部

国内已上市的黄金 ETF 都是现货黄金 ETF, 海外除了现货黄金 ETF 外, 还有期货黄金 ETF, 主要投资于黄金期货合约。因为期货合约需要移仓换月, 进行移仓换月时会产生升贴水损益, 所以期货 ETF 的表现会和现货 ETF 有所不同。海外目前规模最大的黄金期货 ETF 为 DGL, 最新规模为 1.02 亿美元, 主要投资于 CMX 黄金期货合约。

图 4: DGL 与黄金现货及期货累计收益率



数据来源: Bloomberg 中信期货研究部

从图 3 中可以看到，DGL 的累计收益率要明显低于黄金现货及期货的累计收益率。造成这样的原因是，CMX 黄金期货绝大多数时间为远期升水的结构，黄金期货 ETF 在进行换月移仓时，远期升水结构会带来亏损。所以长期来看，长期的远月升水使得黄金期货 ETF 的表现远远不及黄金现货及期货的表现。黄金的这种特性，也使得投资者更倾向于投资黄金现货 ETF，来获得与实物黄金相近的收益。

对于长期远月升水的品种，商品期货 ETF 的表现会较差，投资于商品现货 ETF，能更好的跟踪商品价格走势；对于长期远月贴水的品种，商品期货 ETF 的表现会更好，投资于商品期货 ETF 则能获得额外的超额收益。对于不同的品种，投资者需要选择不同的投资策略，以便获得更好的风险管理和收益。

(二) 国内已上市白银期货 LOF 运行情况

1.2.1 国内白银 LOF 市场情况

目前国内还有一只上市的白银期货 LOF 基金：国投瑞银白银期货 LOF。与国内上市的黄金 ETF 不同的是，白银期货 LOF 主要持有的期货合约，而不是现货合约。国投瑞银白银期货 LOF 通过主要持有上海期货交易所白银期货合约来达到追踪白银期货价格的目的。

图 5：白银期货 LOF 规模（单位：亿元人民币）

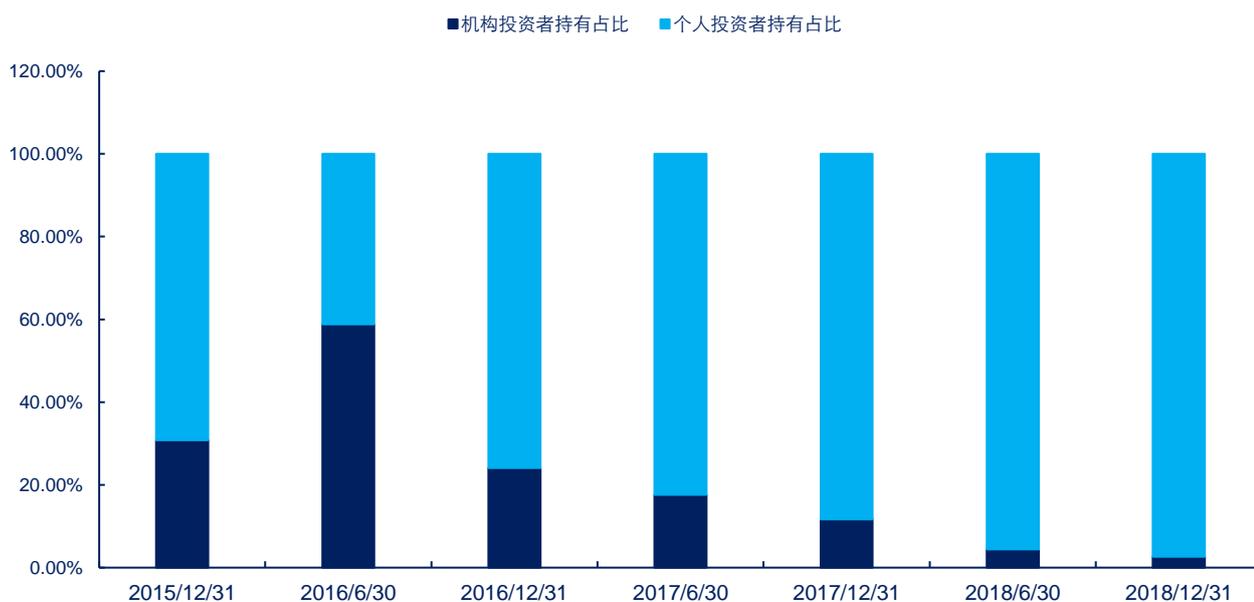


数据来源：Wind 中信期货研究部

与黄金现货 ETF 类似，白银期货 LOF 规模的变化也同白银期货价格的走势基本一致，2016 年 4 季度之后，白银期货价格持续下降，白银期货 LOF 基金的规模也持续回落。同时，从基金的持有者结构来看，白银期货 LOF 的持有者结构与黄

金 ETF 差别较大，最新数据显示，白银期货 LOF 的主要持有者为个人，机构持有占比不足 5%。期货 ETF 可以降低个人投资者参与期货市场的门槛，同时不需要关注保证金风险及期货合约的换月移仓，白银又是相对较重要的一类商品，所以白银期货 LOF 深受个人投资者的喜爱。

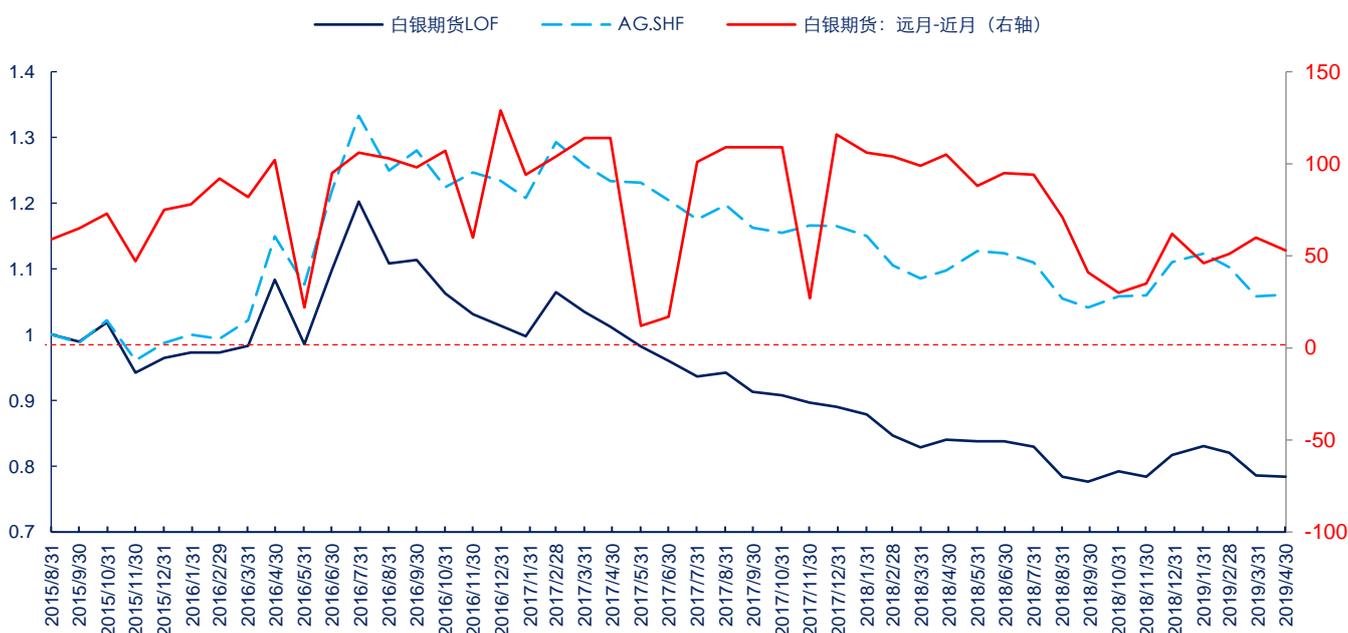
图 6：白银期货 LOF 持有人结构



数据来源：Wind 中信期货研究部

1.2.1 白银期货长期远月升水，白银期货 LOF 表现较差

图 7：白银期货 LOF 与白银期货累计收益率



数据来源：Wind 中信期货研究部

从白银期货 LOF 与白银期货累计收益率情况来看，因为白银期货长期处于远月升水的结构，所以白银期货 LOF 的累计收益率要远低于白银期货的累计收益率。白银期货的远月升水结构虽然会使得白银期货 LOF 产生换月移仓的损失，但个人投资者在参与期货交易时，也需要进行换月移仓，较难避免换月时升贴水带来的损益。同时，投资期货 ETF 不需要关注保证金风险，门槛较低，相较于直接参与期货市场而言，更适合普通个人投资者。

二、国内商品 ETF 发展前景

目前，国内各家公募基金都在积极筹备商品期货 ETF 的申报，据证监会网站公布的数据，截至 2019 年 5 月 17 日，共有 11 家机构，23 只商品 ETF 正在申报中，包含多个商品品种。

商品期货 ETF 主要是通过投资商品期货合约，来达到跟踪商品期货价格的目的。所以其规模、表现等会受到商品期货市场政策、商品期货品种特性、合约价差等因素的影响。本篇报告从商品期货品种限仓制度及品种升贴水情况出发，来分析重要品种的商品 ETF 基金最大规模容量以及超额收益情况。

(一) 国内主要商品期货品种 ETF 基金规模容量

目前国内三大商品期货交易所对期货品种都有限仓要求，商品期货 ETF 作为单一客户，所能持有的期货合约数量也收到限制，基金规模也因此受限。我们选取国内商品期货市场较为活跃，对经济影响较为重要的几个商品期货进行分析，计算当前限仓制度下，对应的商品期货 ETF 基金的最大规模。

表 2：国内重要商品期货品种限仓标准（手）

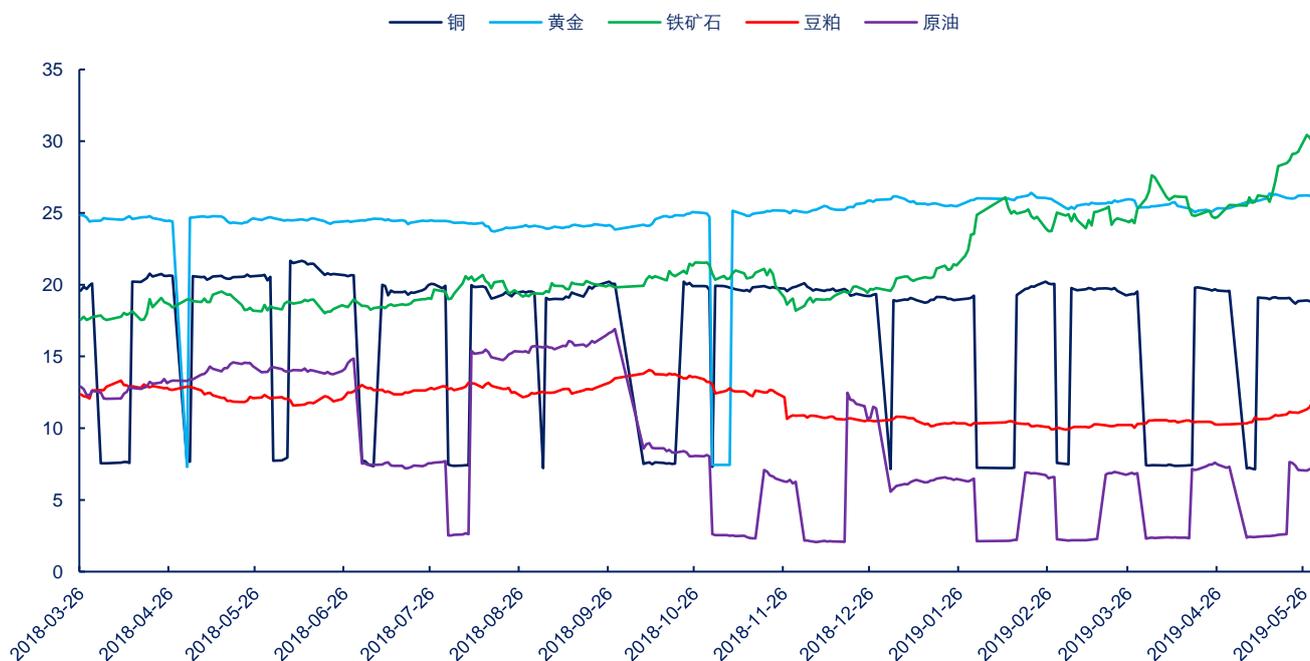
品种	某一期期货合约持仓量	合约挂牌至交割月前第二月最后一个交易日	合约交割月前一月第一个交易日起	合约交割月份第一个交易日起
铜	≥16 万手	10%	3000	1000
	< 16 万手	8000		
黄金	≥16 万手	9000	2700	900
铁矿石	> 40 万手	10%	6000（第十五个交易日起）	2000
	≤40 万手	40000		
豆粕	> 40 万手	10%	7500（第十五个交易日起）	2500
	≤40 万手	40000		
原油	/	3000（前第三个月）	1500（前第二个月）	500（前第一个月）

数据来源：各商品交易所 中信期货研究部

国内商品期货市场较为特殊，仅有主力合约的流动性较好，其他月份合约流动性均较差。假设商品期货 ETF 均主要投资于主力合约，设定持仓量最大的合约为

主力合约，当有新的合约持仓量超过现有主力合约时，则进行换月移仓。按照此类方法，可以计算几个重要商品期货 ETF 基金的最大规模容量，如图 8 所示。

图 8：主要商品期货 ETF 最大规模测算（亿元）



数据来源：Wind 中信期货研究部（按照百分比限仓的品种均采用最低限仓标准进行计算）

从基金最大规模测算可以看到：**1) 铁矿石及豆粕 ETF 规模较为稳定。**变化幅度不大，铁矿石 ETF 规模平均在 17 亿以上，豆粕规模平均在 10 亿以上；**2) 黄金 ETF 规模多数时间较稳定。**规模在 25 亿左右，但会出现主力合约临近到期前一个月还未进行换月，导致限仓降低，规模大幅下降，ETF 基金可以通过稍提前一点进行换月避免此类问题；**3) 铜及石油 ETF 规模出现大幅波动。**由于主力合约均为近月合约，换月较频繁，容易临近交割月导致限仓降低。铜 ETF 的限仓规模在 7 亿左右，原油 ETF 的限仓规模在 2 亿左右。

对于国内有色金属及原油期货，由于主力合约均为近月合约，且每月轮换，会导致在合约临近到期月份时还未进行换月。同时，目前国内交易所为了更好的管理市场风险，对临近交割月份的商品限仓较严格，会导致商品期货 ETF 基金规模受到较大限制。

而对于农产品，工业品期货这些合约换月周期较长，主力合约之间月份相隔较远的品种，在临近交割月之前基本都已完成换月，受限仓制度变化的影响较小，商品 ETF 规模相对较平稳。

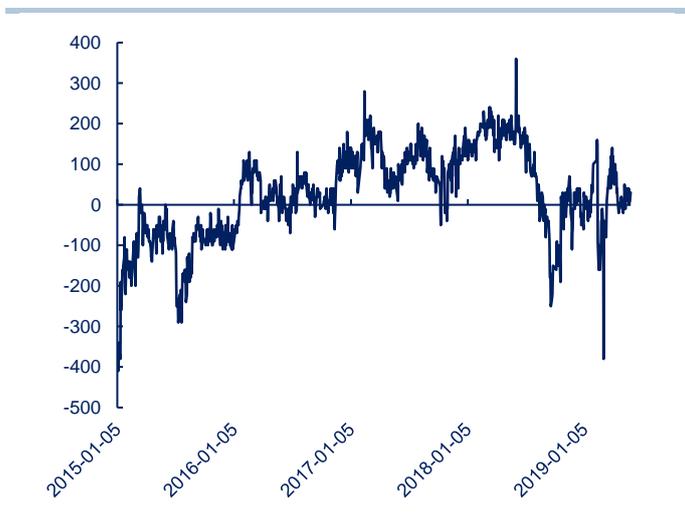
未来国内期货市场更加成熟，新的商品期货品种交易更加完善，交易所限仓标准逐渐放开之后。国内商品期货 ETF 基金可容纳的最大规模也会逐渐扩大，对于国内商品 ETF 市场的发展也会形成有力的支撑。

(二) 国内主要商品期货品种升贴水

商品期货 ETF 主要投资于商品期货合约，商品期货投资与现货投资的一个较重要的不同点在于，期货合约有到期时间，在到期时间之前需要将仓位转移到新的合约上面。不同期货合约之间的升贴水会给商品期货 ETF 带来损益，远月升水结构会给基金带来损失，远月贴水结构则会给基金带来收益。

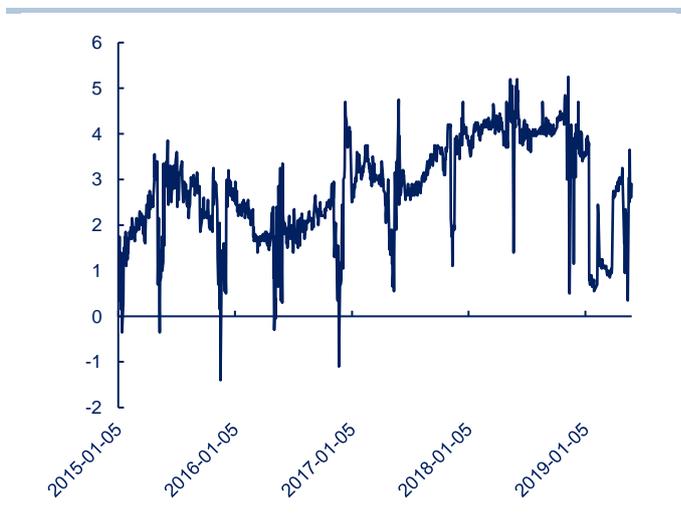
我们通过分析几个重要商品期货品种的历史远月升贴水情况，来探究哪些品种在进行商品期货 ETF 投资时，会给投资者带来超额收益。假定商品期货 ETF 均主要投资于商品期货主力合约，通过远月次主力合约与近月主力合约之间的价差来计算升贴水，如图 9 所示。

图 9：铜期货升贴水（远月次主力-近月主力）



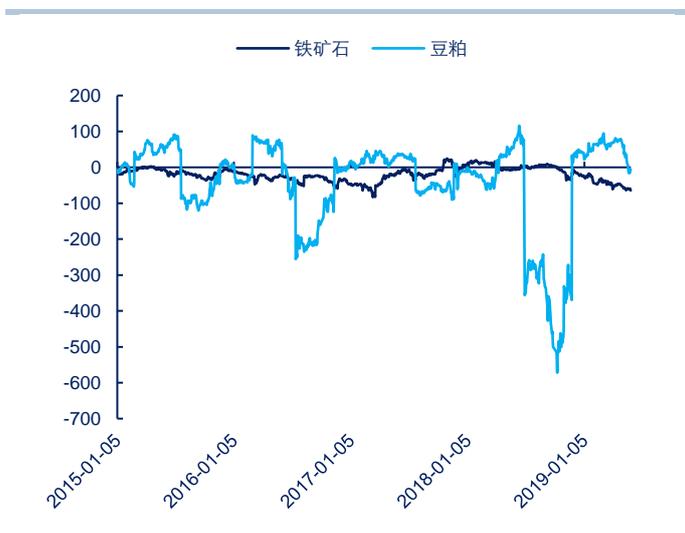
数据来源：Wind 中信期货研究部

图 10：黄金期货升贴水（远月次主力-近月主力）



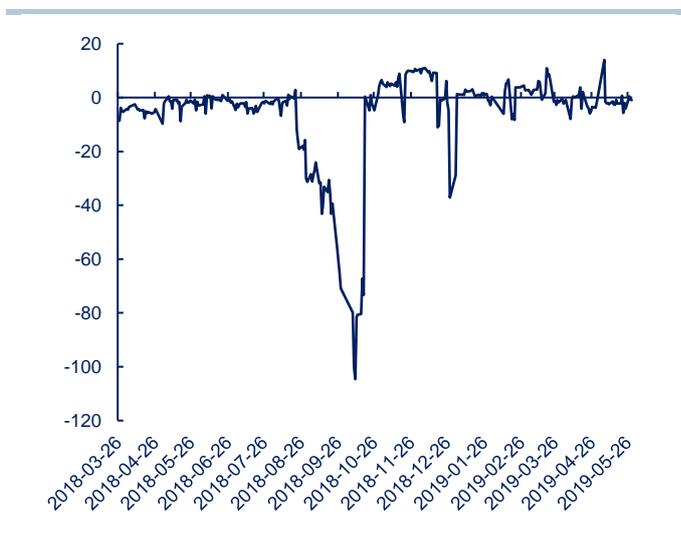
数据来源：Wind 中信期货研究部

图 11：铁矿石及豆粕期货升贴水（远月次主力-近月主力）



数据来源：Wind 中信期货研究部

图 12：原油期货升贴水（远月次主力-近月主力）



数据来源：Wind 中信期货研究部

从主要期货品种的历史升贴水情况来看：**1) 黄金期货多数时间处于远月升水结构。**对于期货 ETF 来说，移仓换月时会带来较大的换月损失；**2) 铁矿石期货多数时间处于远月贴水结构。**对于期货 ETF 来说，移仓换月时会带来较大的换月收益；**3) 豆粕、铜以及原油期货升贴水结构互现。**可以通过选择合适的换月时间来尽量避免远月升水结构带来的损失，获取远月贴水带来的移仓收益。

不同的商品期货品种，由于其商品属性不同，基本面影响各异，远月升贴水的结构也会不同。在进行商品期货 ETF 投资时，除了关注商品期货的走势外，还需要注意商品远月升贴水结构带来的移仓换月损益。目前海外规模最大的商品期货 ETF 为 PDBC，主要投资于一篮子商品期货组合，这种分散化的投资方式，可以中和不同商品远月升贴水结构的影响，减少移仓换月损益。

除了分散化投资来避免升贴水影响外，还可以根据商品品种的升贴水结构以及基本面情况，来合适的时间进行换月移仓，尽量避免远月升水结构带来的损失，获取远月贴水带来的移仓收益。

(三) 国内商品 ETF 发展正当时

我国期货市场经过近 30 年的发展，到目前为止，已经是全球最大的期货市场之一。市场成熟度越来越高，品种越来越完善，发展越来越规范，新的法律法规不断推出。推出挂钩国内期货品种的商品 ETF 条件已经非常成熟。

相较于海外成熟市场来说，我国的商品 ETF 发展还较缓慢。到目前为止，仅有 4 支黄金现货 ETF 以及一支白银期货 LOF 产品。近几年，随着原油期货品种的上市，大宗商品市场的逐渐升温，各家机构也都在积极筹备商品指数基金。截至 2019 年 5 月份，国内正在申报中的商品 ETF 共 23 支，商品指数基金发展正当时。

表 3：国内申报中的商品基金产品

基金公司	品种	申请材料接收日	受理时间
前海开源	金雅黄金交易型开放式基金及其联接基金	2015/10/30	2015/11/6
大成	铁矿石期货基金 (LOF)	2016/4/20	2016/4/27
华夏	黄金交易型开放式基金	2016/5/3	2016/5/11
华夏	黄金交易型开放式基金联接基金	2016/5/3	2016/5/11
海富通	黄金期货投资基金 (LOF)	2016/7/5	2016/7/12
华宝兴业	上期白银交易型开放式指数基金	2016/7/11	2016/7/15
前海开源	上期白银交易型开放式指数基金联接基金	2016/7/11	2016/7/15
前海开源	上期白银交易型开放式指数基金	2016/7/11	2016/7/15
大成	有色金属期货指数基金 (LOF)	2016/7/14	2016/7/20
南方	铜交易开放式指数基金	2016/7/22	2016/7/29
工银瑞信	黄金交易型开放式基金	2016/8/18	2016/8/24

工银瑞信	黄金交易型开放式基金联接基金	2016/8/18	2016/8/24
华安	白银期货交易型开放式基金	2016/8/9	2016/11/1
安信	白银期货交易型开放式基金	2016/8/9	2016/11/1
华夏	饲料豆粕期货交易型开放式基金	2016/10/24	2016/11/25
华夏	饲料豆粕期货交易型开放式基金联接基金	2016/10/24	2016/11/25
博时	有色金属期货交易型开放式基金	2017/3/23	2017/3/29
华夏	白糖期货交易型开放式证券投资资金联接基金	2017/3/29	2017/4/6
华夏	白糖期货交易型开放式基金	2017/3/29	2017/4/6
建信	黄金期货基金 (LOF)	2017/1/3	2017/5/10
大成	有色金属期货交易型开放式指数基金联接基金	2019/4/18	2019/4/25
大成	有色金属期货交易型开放式指数基金	2019/4/18	2019/4/25
建信	易盛郑商所能源化工期货交易型开放式指数证券投资基金	2019/5/9	2019/5/14

数据来源：证监会网站 中信期货研究部 (2019.05.17)

免责声明

除非另有说明，本报告的著作权属中信期货有限公司。未经中信期货有限公司书面授权，任何人不得更改或以任何方式发送、复制或传播此报告的全部或部分材料、内容。除非另有说明，此报告中使用的所有商标、服务标记及标记均为中信期货有限公司的商标、服务标记及标记。中信期货有限公司不会故意或有针对性的将此报告提供给对研究报告传播有任何限制或有可能导致中信期货有限公司违法的任何国家、地区或其它法律管辖区域。

此报告所载的全部内容仅作参考之用。此报告的内容不构成对任何人的投资建议，且中信期货有限公司不因接收人收到此报告而视其为客户。

中信期货有限公司认为此报告所载资料的来源和观点的出处客观可靠，但中信期货有限公司不担保其准确性或完整性。中信期货有限公司不对因使用此报告及所载材料而造成的损失承担任何责任。此报告不应取代个人的独立判断。中信期货有限公司可提供与本报告所载资料不一致或有不同结论的报告。本报告和上述报告仅反映编写人的不同设想、见解及分析方法。本报告所载的观点并不代表中信期货有限公司或任何其附属或联营公司的立场。

此报告中所指的投资及服务可能不适合阁下，我们建议阁下如有任何疑问应咨询独立投资顾问。此报告不构成投资、法律、会计或税务建议，且不担保任何投资及策略适合阁下。此报告并不构成给予阁下的私人咨询建议。

中信期货有限公司2019版权所有并保留一切权利。

深圳总部

地址：深圳市福田区中心三路8号卓越时代广场（二期）北座13层1301-1305、14层

邮编：518048

电话：400-990-8826

传真：(0755)83241191

网址：<http://www.citicsf.com>