

【宏观专题】

全球大宗指数都怎么编？怎么看？

——大类资产配置框架系列九

证监会近期“点名”加快大宗商品指数上市与相关产品开发。大宗商品指数是什么？我国上市商品指数将如何呈现，编制过程又将遵循哪些思路？从国际经验看，商品指数投资早已成为商品期货投资的主要途径。本文对六种主要大宗商品指数的编制进行了梳理，并得出对我国上市商品指数编制的启示。

❖ 一、什么是大宗商品指数？

大宗商品指数是基于选定大宗商品现货或期货价格的一篮子指数，其设计初衷是反映大宗商品整体资产类别或能源、金属等特定大宗商品分类的表现。

大宗商品指数如何投资？投资者可以通过总收益互换或大宗商品指数基金来被动投资于大宗商品价格指数。投资大宗商品指数的优势主要在于原材料的抗通胀属性、独特的风险收益特征以及与股票、债券等其他大类资产的负相关性。投资大宗商品指数的劣势来自于部分商品升水导致的负展期收益等，可以通过缩减特定商品权重等主动管理手段解决。因此，指数的合理编制与科学管理显得尤为重要。

大宗商品指数如何编制？我国还没有上市商品指数期货产品，指数编制需要学习国际经验。国际商品指数一般都涵盖能源、工业金属、贵金属、农产品、畜产品等几大类大宗商品，并可通过编制目标与原则、品种选择、权重选择、合约选取与计算方法加以区分。目前，国际主要大宗商品指数包括：路透 CRB 指数、标普-高盛商品指数(S&P GSCI)、彭博商品指数(BCOM)、罗杰斯国际商品指数(RICI)与德意志银行流动商品指数(DBLCI)。国内大宗商品指数起步较晚，其中南华商品指数较具代表性。

❖ 二、历史最悠久——路透 CRB 指数

路透 CRB 指数由商品研究局在 1958 年正式推出，是全球历史最悠久的商品指数。2005 年，路透集团对 CRB 指数进行第 10 次调整，框架沿用至今。

从编制目标与原则看，路透 CRB 指数的编制考量较为均衡，且更偏重经济意义，对全球宏观经济景气程度、尤其是通胀水平有着良好领先性，同时兼顾可投资性。从品种和权重选择看，指数目前包含 19 种大宗商品，按商品性质分类，能源类占 39%，农产品类占 34%，金属类占 20%，畜产品占 7%。**以流动性排名，**将 19 种商品分为四大组别。**从单个商品权重来看，**在 2005 年指数第 10 次调整以前，所有商品在路透 CRB 指数中权重相等。目前，WTI 原油占比 23% 列第一。**合约选取方面，从交易所选取来看，**各大期货交易所在长期交易实践中形成了独特的优势品种，对于包括路透 CRB 在内的大宗商品指数而言“择优录取”即可。**从月份选取来看，**近月到期合约通常最为活跃，也成为各大商品指数的主流选择。路透 CRB 指数由 2005 年起也改为选择近月合约，必要时随极端市场情形调整。

从计算原理上看，路透 CRB 和其他大宗商品指数的计算方法总体可分为两步，第一步是计算出指数中每个商品的表现，第二步是将每个商品的表现整合为指数的表现。**从计算方法来看，**通常分为算术平均法与几何平均法。算术平均法对单个商品上涨更为敏感，从领先指标意义上更为合适，且当单个商品下跌时，算术平均法的指数下降幅度比指数平均法更小，为指数提供了更好的下行保护。目前，包括路透 CRB 在内的各大商品指数均采用算术平均法进行计算。

❖ 三、为投资而生——标普-高盛商品指数 (S&P GSCI)

标普-高盛商品指数是第一个“可投资”的商品指数，目前在国际市场上资金跟踪量最大，也被广泛认为是衡量大宗商品走势的代表性指标。

从编制目标与原则看，标普-高盛商品指数将可投资性作为编制指数的第一目标，完全按照商品在全球范围内的产量分配指数权重，通过商品期货交易量进行调整，最终目标是成为全球大宗商品市场的‘beta’，同时强调通过与其他资产类别的低相关性分散风险：2019 年 9 月-2020 年 9 月期间，标普-高盛商品指数与标普 500 指数呈现了 0.35 的低相关性。**从品种选择看，**标普-高盛商品指数目前包括 6 种能源产品，5 种工业金属，8 种农产品，3 种畜产品与 2

华创证券研究所

证券分析师：张瑜

电话：010-66500918

邮箱：zhangyu3@hcyjs.com

执业编号：S0360518090001

联系人：高拓

电话：010-66500987

邮箱：gaotuo1@hcyjs.com

相关研究报告

《【华创宏观】资产的大选效应真的存在吗？——2020 美国大选·系列一》

2020-08-06

《【华创宏观】中美关系的一致预期在哪？——基于 300 位基金经理调研&2020 美国大选·系列二》

2020-08-13

《【华创宏观】周期股从涨到赢，号角正当时——从宏观利润分配角度看周期边界》

2020-08-24

《【华创宏观】个人黄金投资万字教程：从 0 到入门——大类资产配置框架系列八》

2020-08-28

《【华创宏观】从 LIBOR 到 SOFR：美元国际基准利率转换背后的二三事——全球利率图谱·系列一》

2020-09-14

种贵金属，保证了指数投资的分散性，同时启用“流动性筛选”，只有全球交易最活跃的商品合约才可能入选。从权重选择看，指数认为商品的影响力应该体现在它们对世界经济的相对重要程度，进而取决于该商品以美元总产值衡量的全球产量，因此能源类占比超60%。远高于在其他主要商品指数中的占比。

标普-高盛商品指数的计算分为三步：第一步，确定世界生产总值(WPQ)，第二步，确认世界平均产值(WPA)，第三步，确定合约产值权重(CPW)，并进行动态调整。各商品权重也按季度复盘，以保证指数的流动性与可交易性。

❖ 四、兼容并包——彭博商品指数 (BCOM)

彭博商品指数的编制目标与标普-高盛商品指数类似，同样强调高流动性与可投资性，由此成为国际市场资金跟踪量第二的商品指数，同时也兼具了路透CRB指数对宏观经济指导意义的重视，是对两者兼容并包的平衡版本。

彭博商品指数的四大编制原则可归纳为：重要性、多样性、动态性、流动性。从权重分配结果看，彭博商品指数包含23种商品，权重分配在三大指数中最为均衡：路透CRB指数号称全面，但对能源与农产品仍有所侧重，标普-高盛商品指数60%以上权重归属能源，而彭博商品指数各细分品类之间的权重差距最小，对两大指数配置极低的贵金属也赋予了接近20%权重，在今年的贵金属涨势中获益较大。从权重分配方式看，一方面与标普-高盛指数“和而不同”，以流动性与总产值2:1的比例赋予目标商品权重。另一方面学习路透CRB指数引入了一系列多样化要求与权重限制。

彭博商品指数的计算步骤与标普-高盛商品指数的计算过程类似，但由于指数编制2/3参考交易量，1/3参考全球总产值，彭博商品指数需要分别计算交易量与总产值权重，再进行指数合成。

❖ 五、特色鲜明——罗杰斯国际商品指数&德意志银行流动商品指数

罗杰斯国际商品指数(RICI)的编制目标是成为国际大宗商品投资的通用工具，目前覆盖了4种货币计价、9家交易所上市的38种商品，覆盖广和国际化是其最鲜明标签，有时会带给投资者意想不到的收获（如年内的CME木材）。

德意志银行流动商品指数(DBLCI)的编制目标是成为全球最具流动性的商品指数。指数仅包含6种商品，以成交量而非总产值作为权重分配依据，能源类占比过半。合约选择上，指数选择流动性最佳合约，而非锁定近月合约。

❖ 六、国内翘楚——南华商品指数

南华商品指数兼具宏观经济预警与行业发展先行指标作用，从我国三大商品期货交易所选择品种进行编制，并积极吸收国际主流商品指数的编制方法。

从编制目标与原则看，兼顾代表性和流动性，流动性较差或经济代表意义不强的品种无法纳入，具体可归纳为流动性、类别代表性、市场稳定性、避免品种的过度关联性四大原则。品种选择上，南华商品指数仅限从国内三大商品期货交易所选择上市商品品种，权重分配上，主要考虑商品的国民经济影响力以及期货市场地位。目前指数共包含20种商品，其中原油权重最大(17.86%)。

从计算方法来看，南华商品指数与彭博商品指数类似，同样采用了2/3参考流动性（交易量），剩余1/3参考消费金额（总产值）的编制思路，分别计算出商品的流动性权重和消费金额比重，再进行指数合成。此外，多样化原则与权重限制对南华商品指数同样适用。

❖ 七、对我国上市商品指数编制的启示

从商品市场广度看，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位（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）；从商品市场深度看，加大期货市场对外开放将进一步改善流动性环境，创造商品指数投资价值；从商品指数的可投资性看，制度设计仍有提升空间；从商品指数编制的原则和权重分配看，国内商品指数已具雏形；从商品指数实际编制的技术阻碍看，交易数据资源仍有待整合：未来上市商品指数编制要突破数据屏障，一方面可通过出台明确政策来促成交易所之间的数据共享，另一方面可通过设立专业化商品指数公司来专门解决。

❖ 风险提示：

大宗商品价格大幅波动，商品指数编制规则调整。

报告主题

报告亮点

证监会近期“点名”加快大宗商品指数上市与相关产品开发。由于我国还没有上市商品指数期货产品，指数编制需要学习国际经验，而市场上尚未见对全球大宗商品指数的系统性梳理。报告对六种主要大宗商品指数的编制进行了梳理，并得出对我国上市商品指数编制的启示。

报告逻辑

首先明确大宗商品指数的定义、投资方法与优劣势，再通过五大维度（编制目标与原则、品种选择、权重选择、合约选取与计算方法）逐一梳理全球五大主要商品指数：路透 CRB 指数、标普-高盛商品指数(S&P GSCI)、彭博商品指数(BCOM)、罗杰斯国际商品指数(RICI)、德意志银行流动商品指数(DBLCI)和国内较具代表性的南华商品指数，并得出对国内上市商品指数编制的五点启示。

目录

一、什么是大宗商品指数？	6
二、历史最悠久——路透 CRB 指数	6
(一) 指数介绍	6
(二) 编制目标与原则	7
(三) 品种选择	7
(四) 权重选择	8
(五) 合约选取	8
(六) 计算方法	9
三、为投资而生——标普-高盛商品指数 (S&P GSCI)	10
(一) 指数介绍	10
(二) 编制目标与原则	10
(三) 品种选择	11
(四) 权重选择	11
(五) 合约选取	12
(六) 计算方法	12
四、兼容并包——彭博商品指数 (BCOM)	13
(一) 指数介绍	13
(二) 编制目标与原则	13
(三) 品种选择	13
(四) 权重选择	14
(五) 合约选取	15
(六) 计算方法	15
五、特色鲜明——罗杰斯国际商品指数(RICI)&德意志银行流动商品指数(DBLCI).....	15
六、国内翘楚——南华商品指数.....	16
(一) 指数介绍	16
(二) 编制目标与原则	16
(三) 品种选择	17
(四) 权重选择	17
(五) 合约选取	18
(六) 计算方法	19
七、对我国上市商品指数编制的启示.....	19
八、风险提示.....	19

图表目录

图表 1	贴水结构下多头展期有正收益，指数乐见.....	6
图表 2	升水结构下多头展期有负收益，需要管理.....	6
图表 3	路透 CRB 指数历次调整一览.....	7
图表 4	路透 CRB 指数按商品性质的分类权重.....	8
图表 5	路透 CRB 指数组别划分、权重分配、合约月份和交易所选择.....	9
图表 6	路透 CRB 指数选择近月合约，必要时随极端市场情形调整（以石油产品为例）.....	9
图表 7	标普-高盛商品指数与股票、债券、房价的收益率走势迥异.....	10
图表 8	标普-高盛商品指数以能源为主.....	11
图表 9	标普-高盛商品权重取决于其全球产量，以美元总产值衡量.....	12
图表 10	彭博商品指数分类权重在三大商品指数中最为均衡.....	13
图表 11	彭博商品指数品种权重受价格波动可能偏离目标，并允许阶段性超过指数限制.....	14
图表 12	罗杰斯国际商品指数覆盖 4 种货币计价、9 家交易所上市的 38 种商品.....	16
图表 13	南华商品指数和一级指数品种权重分配.....	18

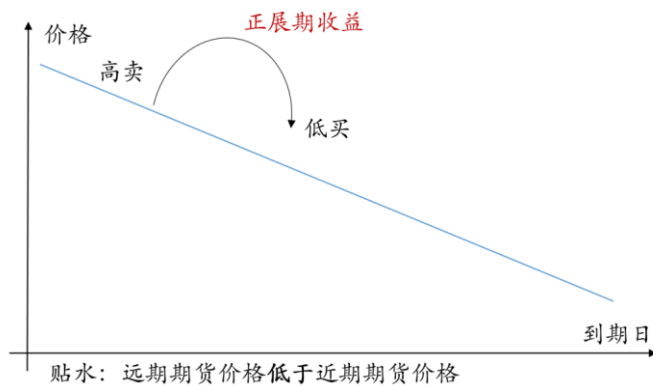
证监会近期“点名”加快大宗商品指数上市与相关投资产品开发：8月22日，证监会副主席方星海表示要“继续完善期货品种体系建设，加快商品指数和更多商品期货期权品种研发和上市。支持相关机构开发更多商品指数基金、商品指数ETF等投资产品”，并鼓励机构投资者进行商品配置，同时指出当前商品投资在居民财富管理存在不足：“我国还没有上市商品指数期货产品”、“商品指数基金和商品指数ETF市场发展刚刚起步”。大宗商品指数是什么？我国上市商品指数将如何呈现，编制过程又将遵循哪些思路？从国际经验看，商品指数投资早已成为商品期货投资的主要途径。本文对六种主要大宗商品指数的编制进行了梳理，并得出对我国上市商品指数编制的启示。

一、什么是大宗商品指数？

大宗商品指数(commodity price index)是基于选定大宗商品现货或期货价格的一篮子指数，其设计初衷是反映大宗商品整体资产类别或能源、金属等特定大宗商品分类的表现。大部分大宗商品指数可在交易所进行交易，以使投资者在不进入期货市场的情况下接触大宗商品。大宗商品指数的价值取决于其所基于的一篮子大宗商品的价格变化，其在交易所进行交易的方式与股票指数类似。

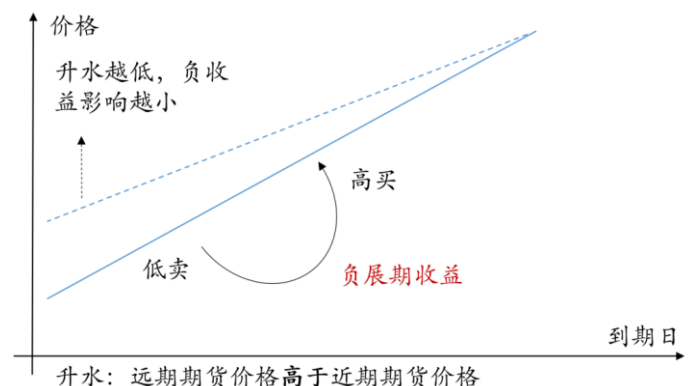
大宗商品指数如何投资？投资者可以通过总收益互换(total return swap)或大宗商品指数基金(commodity index fund)来被动投资于大宗商品价格指数。投资大宗商品指数的优势主要在于原材料的抗通胀属性、独特的风险收益特征(经典“60%股票+40%债券”投资组合收益率往往肥尾、左偏，而商品指数收益率右偏概率更高)以及与股票、债券等其他大类资产的负相关性(优化投资组合)。投资大宗商品指数的劣势来自于部分商品升水(contango)导致的负展期收益(negative roll yield)等，可以通过缩减特定商品权重等主动管理手段解决。因此，指数的合理编制与科学管理显得尤为重要。

图表 1 贴水结构下多头展期有正收益，指数乐观



资料来源：Understanding Commodities & the S&P GSCI，华创证券

图表 2 升水结构下多头展期有负收益，需要管理



资料来源：Understanding Commodities & the S&P GSCI，华创证券

大宗商品指数如何编制？我国还没有上市商品指数期货产品，指数编制需要学习国际经验。国际商品指数一般都涵盖能源、工业金属、贵金属、农产品、畜产品等几大类大宗商品，并可通过编制目标与原则、品种选择、权重选择、合约选取与计算方法加以区分。目前，国际主要大宗商品指数包括：路透 CRB 指数、标普-高盛商品指数(S&P GSCI)、彭博商品指数(BCOM, 原 DJ-AIG 与 DJ-UBS)、罗杰斯国际商品指数(RICI)与德意志银行流动商品指数(DBLCI)。国内大宗商品指数起步较晚，其中南华商品指数较具代表性。

二、历史最悠久——路透 CRB 指数

(一) 指数介绍

路透 CRB 指数由商品研究局(Commodity Research Bureau)在 1958 年正式推出，是全球历史最悠久的商品指数。指数最初由 28 种大宗商品构成，其中 26 种在美国与加拿大交易所上市，两种在现货市场上市。最初的基期被设定为

1947-1949 年，与劳工统计局现货市场指数(Bureau of Labor Statistics Spot Market Index)一致，目的是方便现货与期货指数之间的比较。2005 年，路透集团对 CRB 指数进行第 10 次调整，并更名为 TR/CC CRB (Thomson Reuters/Core Commodity CRB Index) 指数，框架沿用至今。

图表 3 路透 CRB 指数历次调整一览

	1957	1961	1967	1971	1973	1974	1983	1987	1992	1995	2005 (沿用至今)
期货市场品种	26	25	26	27	28	27	27	21	21	17	19
现货市场品种	2	2	2	2	0	0	0	0	0	0	0
合计	28	27	28	29	28	27	27	21	21	17	19
剔除品种		1	0	10	1	1	4	6	1	5	1
增加品种		0	1	9	2	0	4	0	1	1	3
价格选取 (月份平均)	12	12	12	12	12	12	12	9	9	6	近月合约
权重分配	←————— 等权重 —————→										四组不同权重
计算方法	←————— 几何平均法 —————→										算数平均法

资料来源: Thomson Reuters, 华创证券

(二) 编制目标与原则

路透 CRB 指数的编制初衷是以机制化、透明化的原则及时、准确地反映与代表种类多样化且分布均衡的一揽子大宗商品。对于指数中商品的移入与移出，CRB 指数有专门的监管委员进行定夺，主要考虑以下四大标准：

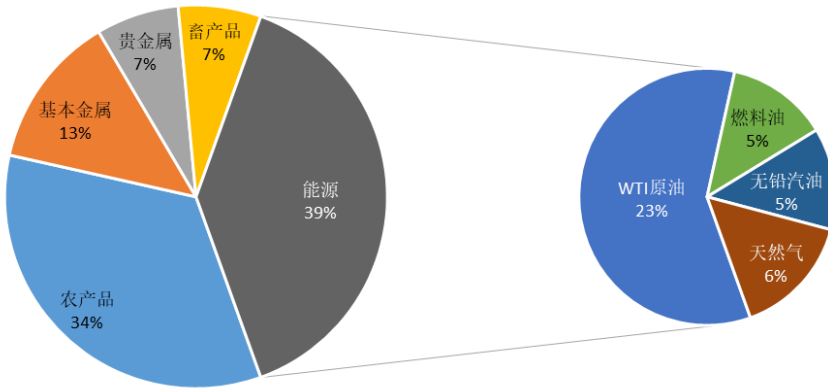
1. 必不可少的流动性。主要体现在合理的未平仓量、交易量与买卖价差；
2. 对于全球经济的重要性。主要体现在消费量、产量与发展趋势；
3. 与其他大宗商品的相关性（可替代性）；
4. 对大宗商品一般属性的贡献程度（抗通胀性、能多大程度分散传统金融资产风险等）。

路透 CRB 指数的编制考量较为均衡，且更偏重其经济意义，同时兼顾可投资性。因此对全球宏观经济景气程度、尤其是通胀水平有着良好领先性，早期就被美联储列入影响货币政策调整的通胀指标观测名单(Tanzy, 1987)。

(三) 品种选择

路透 CRB 指数从设立至今已经历 10 次调整，整体权重分布较为均衡。目前指数包含 19 种大宗商品，分别是：铝、可可、咖啡、铜、棉花、原油、黄金、燃料油、生猪、活牛、天然气、镍、橘子汁、白银、大豆、白糖、无铅汽油与小麦。按商品性质分类，能源类占 39%，农产品类占 34%，金属类占 20%，畜产品占 7%。

图表 4 路透 CRB 指数按商品性质的分类权重



资料来源: Thomson Reuters, 华创证券

(四) 权重选择

路透 CRB 指数以流动性排名, 将 19 种商品分为四大组别: 第一组为石油产品, 最低权重为 33%; 第二组为 7 种高流动性商品, 最低权重为 42% (每种平均分配 6%); 第三组为 4 种较具流动性商品, 最低权重为 20% (每种平均分配 5%); 第四组为 5 种剩余商品, 最低权重为 5% (每种平均分配 1%)。从单个商品权重来看, 在 2005 年指数第 10 次调整以前, 所有商品在路透 CRB 指数中权重相等。目前, WTI 原油占比 23% 列第一。每月第 6 个工作日盘后, 路透 CRB 指数将各品种再平衡至目标权重。

(五) 合约选取

一般来说, 大宗商品指数的合约选取可划分为交易所选取与月份选取两部分, 过程中需要综合考虑合约代表性、可交易性等诸多因素。

从交易所选取来看, 各大期货交易所在长期交易实践中形成了独特的优势品种, 对于大宗商品指数而言, “择优录取”即可: 如能源类一般选择 NYMEX、贵金属类一般选择 COMEX、工业金属类一般选择 LME、农产品类一般选择 CBOT、畜产品类一般选择 CME、软饮化工类一般选择 NYBOT。路透 CRB 指数的交易所选取也为“择优录取”。

图表 5 路透 CRB 指数组别划分、权重分配、合约月份和交易所选择

	商品	指数权重	合约月份	交易所
组I：石油产品	WTI原油	23%	1-12月	NYMEX
	燃料油	5%	1-12月	NYMEX
	无铅汽油	5%	1-12月	NYMEX
	合计	33%		
组II：7种高流动性商品	天然气	6%	1-12月	NYMEX
	玉米	6%	3、5、7、9、12月	CBOT
	大豆	6%	1、3、5、7、11月	CBOT
	活牛	6%	2、4、6、8、10、12月	CME
	黄金	6%	2、4、6、8、12月	COMEX
	铝	6%	3、6、9、12月	LME
	铜	6%	3、5、7、9、12月	COMEX
	合计	42%		
组III：4种较具流动性商品	白糖	5%	3、5、7、10月	NYBOT
	棉花	5%	3、5、7、12月	NYBOT
	咖啡	5%	3、5、7、9、12月	NYBOT
	可可	5%	3、5、7、9、12月	NYBOT
	合计	20%		
组IV：5种剩余商品	镍	1%	3、6、9、12月	LME
	小麦	1%	3、5、7、9、12月	CBOT
	生猪	1%	2、4、6、7、8、10、12月	CME
	橙汁	1%	1、3、5、7、9、11月	NYBOT
	白银	1%	3、5、7、9、12月	COMEX
	合计	5%		

资料来源：Thomson Reuters，华创证券

从月份选取来看，由于大宗商品、尤其是农畜产品的供求存在较强季节性，各类商品上市合约月份各有不同，且不同到期月份合约活跃程度差异较大。通常来说，近月到期合约最为活跃，也成为各大商品指数的主流选择。路透 CRB 指数由 2005 年起也改为选择近月合约（此前为 6-12 个月平均），必要时随极端市场情形调整。如 5 月 WTI“负油价后”，6-7 月份由选取近月合约改为选取 9 月合约。

图表 6 路透 CRB 指数选择近月合约，必要时随极端市场情形调整（以石油产品为例）

商品	交易所	1月	2月	3月	4月	5月	6月	7月	8月	9月	10月	11月	12月
WTI原油	NYMEX	2月	3月	4月	5月	6月	7月	8月	9月	10月	11月	12月	1月
燃料油	NYMEX	2月	3月	4月	5月	6月	7月	8月	9月	10月	11月	12月	1月
无铅汽油	NYMEX	2月	3月	4月	5月	6月	7月	8月	9月	10月	11月	12月	1月
WTI原油 (2020年)	NYMEX	2月	3月	4月	5月	6月	9月	9月	9月	10月	11月	12月	1月

资料来源：Thomson Reuters，华创证券

此外，由于上市期货品种合约都有到期日，不可避免地存在近月合约的交割与滚动(rollover)问题（如价格因不同期限合约价差而产生大幅波动），出于对指数的连贯性考量，几大大宗商品指数都设计了合约的滚动窗口，以烫平合约滚动期间不必要的价格波动。在 2005 年第 10 次指数调整之后，路透 CRB 指数设定了 4 天的滚动窗口，开启日期为每月第 1 个交易日，截止日为每月第 4 个交易日（即每日滚动 25%）。

（六）计算方法

从计算原理上看，大宗商品指数的计算方法可分为两步，第一步是计算出指数中每个商品的表现，第二步是将每个

商品的表现整合为指数的表现。以路透 CRB 指数为例，第一步是计算单个商品的“商品表现系列”（Commodity Performance Series, CPS）与“百分比回报系列”（PR, Percent Return Series），第二步再将 19 种商品的百分比回报(PR) 加总，得到指数的当期回报。

从计算方法来看，通常分为算术平均法与几何平均法。只有当所有成份商品发生变化程度相同时，两种算法带来的指数变化才会一致，单个商品连续相等的变化在运用几何平均法计算的指数中呈现出相同的变化率，而在运用算术平均法计算的指数中，价格上涨时变化率增大，而价格下跌时变化率减小。因此，算术平均法对于单个的商品上涨更为敏感，从领先指标意义上更为合适，且当单个商品下跌时，算术平均法的指数下降幅度比指数平均法更小，为指数提供了更好的下行保护。目前，各大商品指数均采用算术平均法进行计算。路透 CRB 指数也在 2005 年第 10 次调整时将计算方法由几何平均法改为算术平均法。

三、为投资而生——标普-高盛商品指数（S&P GSCI）

（一）指数介绍

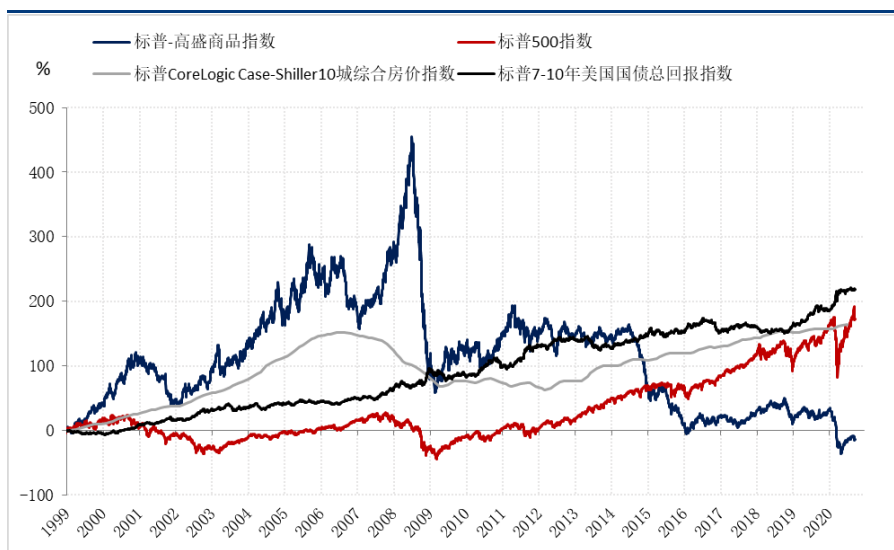
2005 年之前，更侧重宏观经济意义的路透 CRB 指数对商品权重进行平均分配，导致其可投资性相对有限。1991 年，高盛推出的 GSCI(Goldman Sachs Commodity Index)成为了第一个“可投资”（investable）的商品指数，自推出后广受全球养老金、保险公司等长期机构投资者青睐。2007 年，标普公司向高盛购买了 GSCI，同年标普终止了公司原有商品指数 SPCI，GSCI 指数自此更名为 S&P GSCI 指数。标普-高盛商品指数至今仍是国际市场上资金跟踪量最大的商品指数，也被广泛认为是衡量大宗商品走势的代表性指标。

（二）编制目标与原则

标普-高盛商品指数将可投资性、也即流动性作为编制指数的第一目标，完全按照商品在全球范围内的产量分配指数权重，并通过商品期货交易进行调整，最终目标是成为全球大宗商品市场的‘beta’。

标普-高盛商品指数强调通过与其他资产类别的低相关性分散风险——1999 年以来，标普-高盛商品指数与股票、债券、房价的收益率走势迥异；2019 年 9 月-2020 年 9 月期间，标普-高盛商品指数与标普 500 指数呈现了 0.35 的低相关性。

图表 7 标普-高盛商品指数与股票、债券、房价的收益率走势迥异



资料来源：Bloomberg, S&P GSCI, 华创证券

标普-高盛商品指数同样设有指数委员会对日常管理、指数编制与计算进行监管，至少每 12 个月全面检查一次指数现行原则，以确保其能够持续完成指数目标。标普-高盛商品指数包括但不限于以下六大编制原则：

1. 合约对象必须为物理商品(physical commodity)而非金融商品(如证券、货币等)；
2. 合约必须满足特定的条件：如必须规定到期日或物理交割方法，到期日五个月前必须可自由交易（或规定好交割时段），交易设施不得使市场参与者简单交易行为受限等；
3. 交易货币与地区要求：合约必须以美元计价，交易设施总部必须位于 OECD 国家；
4. 日度合约参考价的可得性：在合约被纳入指数之前，其日度合约参考价至少应有两年连续日度参考数据可查；
5. 合约交易量的可得性：合约的交易数据至少必须在纳入决定后的三个月内可见；
6. 以美元计价的权重要求：要继续留在指数中，单个商品以美元计价的总产值必须至少占指数全体商品美元总产值的 0.10%（否则将被剔除）；要被新纳入指数，单个商品在纳入决定时的美元总产值必须至少达到指数全体商品美元总产值的 1%。

（三）品种选择

标普-高盛商品指数目前包括 6 种能源产品，5 种工业金属，8 种农产品，3 种畜产品与 2 种贵金属，覆盖商品之广保证了指数投资的分散性。

从流动性目标出发，标普-高盛商品指数在选择品种时启用“流动性筛选” (liquidity filters)，只有全球交易最为活跃的商品合约才可能入选指数，这意味着在保证指数投资分散性的同时，标普-高盛商品指数将不会纳入一些地位可观、但交易不活跃的商品（如钢铁）。

（四）权重选择

标普-高盛商品指数认为商品的影响力应该体现在它们对世界经济的相对重要程度，而对世界经济的重要程度取决于该商品以美元总产值衡量的全球产量。如原油是全球范围内美元总产值最高的商品，原油期货同时也是全球最活跃的商品期货，因此原油在标普-高盛商品指数占据最高权重（58.47%）。

从商品分类角度看，2020 年能源类占标普-高盛商品权重超 60%，远高于在其他主要商品指数中的占比。而在非能源类中，农产品占比达 15.89%，工业金属占 10.65%，畜产品占 7.25%，贵金属仅占 4.50%。标普-高盛商品指数权重每年更新一次，由于各类商品的全球产量年度变化有限，2020 年指数权重较 2019 年仅有微调。

图表 8 标普-高盛商品指数以能源为主

子指数	2019 指数权重*	2020 指数权重	包含商品
能源	62.63%	61.71%	原油（及相关合约）和天然气
原油	59.52%	58.47%	原油（及相关合约）
非能源	37.37%	38.29%	所有不在能源子指数下的商品
农业	15.41%	15.89%	小麦（芝加哥&堪萨斯城）、玉米、大豆、咖啡、白糖、可可、棉花
谷物	11.42%	12.12%	小麦（芝加哥&堪萨斯城）、玉米、大豆
畜产品	6.65%	7.25%	生猪、活牛、繁育母牛
工业金属	11.16%	10.65%	铝、铜、铅、镍、锌
贵金属	4.14%	4.50%	黄金、白银

资料来源：S&P GSCI，华创证券，*基于 2019 年度计算期的平均合约参考价格

图表 9 标普-高盛商品权重取决于其全球产量，以美元总产值衡量

商品	指数权重	2020年预计总产值 (10亿美元)	交易所
芝加哥小麦	2.85%	772.7	CBT
堪萨斯城小麦	1.25%	339.8	KBT
玉米	4.90%	2011.7	CBT
大豆	3.11%	2264	CBT
咖啡	0.65%	551.9	ICE - US
白糖	1.52%	512.6	ICE - US
可可	0.34%	264.7	ICE - US
棉花	1.26%	292.5	ICE - US
生猪	2.05%	422.9	CME
活牛	3.90%	783.5	CME
肥育母牛	1.30%	261.7	CME
WTI原油	25.31%	20523.6	NYM /ICE
燃料油	4.27%	3464.9	NYM
RBOB汽油	4.53%	3674.9	NYM
布伦特原油	18.41%	14928.4	ICE - UK
柴油	5.95%	4825.9	ICE - UK
天然气	3.24%	3776.5	NYM /ICE
铝	3.69%	3009.3	LME
铜	4.36%	5644	LME
镍	0.80%	1808	LME
铅	0.68%	606.4	LME
锌	1.12%	2007.3	LME
黄金	4.08%	10298.3	CMX
白银	0.42%	1769	CMX

资料来源: S&P GSCI, 华创证券

(五) 合约选取

标普-高盛商品指数的交易所选取为“择优录取”，月份选取也为近月合约。但与路透 CRB 指数有所不同，标普-高盛商品指数在进行合约展期的滚动窗口为 5 天而非 4 天，日期为每个月的第 5 至到第 9 个交易日（每日滚动比例为 20%），而非每月前 4 个交易日。

(六) 计算方法

如上文所述，为了反映商品对世界经济的相对重要程度，指数还必须对商品的美元总产值进行计算，计算步骤分为三步：

第一步，确定世界生产总值(WPQ)，每种商品的世界生产总值等于一个数据完整的五年期间全球对该商品的生产总量，报告数据通常延迟两年。

第二步，确认世界平均产值(WPA)，将 WPQ 除以 5 可得 WPA，也即该商品在过去五年期间平均每年的美元总产值。

第三步，确定合约产值权重(CPW)，每种商品的 WPA 被分配至能够提供最佳流动性的指定合约(Designated Contracts)，最终计算出该商品合约在指数中的所占权重。

最后，CPW 还需动态调整，各商品权重也按季度复盘，以保证指数的流动性与可交易性。标普-高盛商品指数的计算过程同样采用算术平均法。

四、兼容并包——彭博商品指数 (BCOM)

(一) 指数介绍

彭博商品指数(Bloomberg Commodity Index, BCOM)的前身为道琼斯 AIG 商品指数,由美国国际集团(AIG)创建于1998年,隶属道琼斯指数体系;2008年,AIG在金融危机中遭遇经营危机,不得已变卖资产,在2009年将商品指数业务出售给了瑞银(UBS),道琼斯AIG商品指数更名为道琼斯瑞银商品指数。2014年7月,瑞银结束了与道琼斯合作,转向与彭博进行战略合作,自此彭博开始负责瑞银旗下商品指数的治理、计算、发布和授权工作,“道琼斯-瑞银商品指数系列”(Dow Jones-UBS Commodity Index Family)整体更名为“彭博商品指数系列”(Bloomberg Commodity Index Family)。由于具有与标普-高盛指数相似的高流动性与可投资性,彭博商品指数自1998年面世以来便广受养老基金、保险公司等长期机构投资者青睐,是国际市场资金跟踪量第二的商品指数。

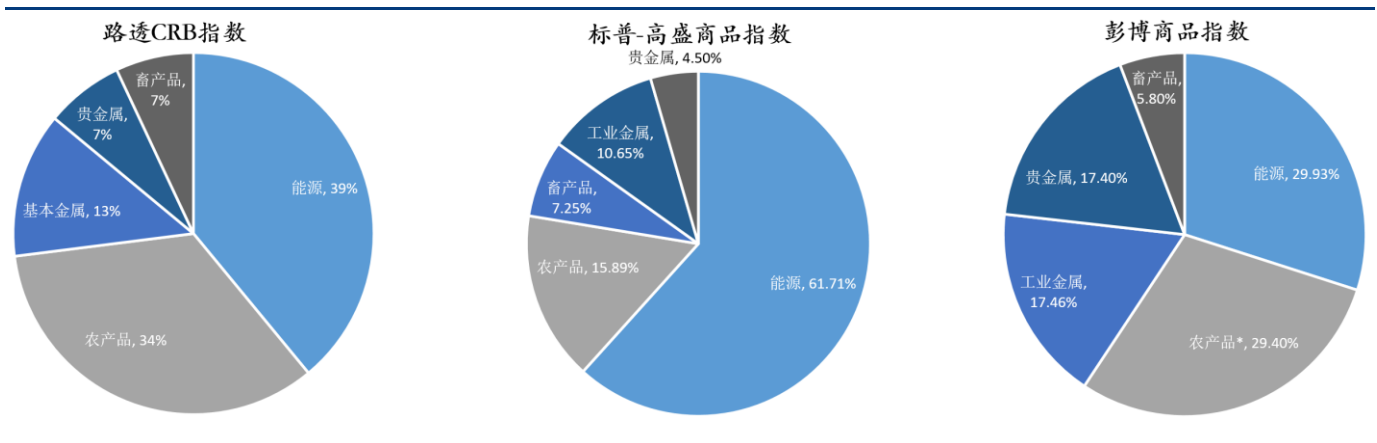
(二) 编制目标与原则

彭博商品指数的编制目标与标普-高盛商品指数类似,同样强调高流动性与可投资性,但同时也兼具了路透CRB指数对宏观经济指导意义的重视,是对两者兼容并包的平衡版本。其四大编制原则可归纳为:

1. **重要性原则:** 纳入编制的商品种类必须对全球经济起重要作用;
2. **多样性原则:** 商品种类尽量做到多样化,避免单个商品所占权重过大/过小;
3. **动态性原则:** 根据商品市场变化及时进行品种与权重调整;
4. **流动性原则:** 编制完成的商品指数具有较高的流动性与较强的可交易性。

彭博商品指数“兼容并包”的特点直观体现在权重分配上:三大指数中,路透CRB指数号称全面,但对能源与农产品仍有所侧重,标普-高盛商品指数60%以上权重归属能源,相比之下,彭博商品指数各细分品类之间的权重差距最小,对两大指数配置极低的贵金属也赋予了接近20%权重,整体分布最为均衡,在今年的贵金属涨势中也获益较大。

图表 10 彭博商品指数分类权重在三大商品指数中最为均衡



资料来源: Thomson Reuters, S&P GSCI, Bloomberg, 华创证券, 均为2020年目标权重,*彭博商品指数中的农产品包含软商品(7.21%)

(三) 品种选择

2019年,随着轻硫柴油(Low Sulphur Gas Oil)的加入,彭博商品指数包含品种扩容至23种,2020年仍为23种。从商品分类看,能源占比30%,仍是目标权重最大的商品分类,贵金属目标权重上升至17.4%。从单个商品来看,区

别于标普-高盛商品指数高达 25% 的 WTI 原油占比，彭博商品指数中黄金单项占比最高（13.6%），而 WTI 原油目标权重仅为 8%。

（四）权重选择

除了权重分配结果的直观比较之外，彭博商品指数的权重分配方式同样“兼容并包”：一方面与标普-高盛指数“和而不同”，以流动性与总产值 2: 1 的比例赋予目标商品权重。另一方面学习路透 CRB 指数引入了一系列多样化要求与权重限制，主要有以下三大维度：

1. 商品：单个商品权重不可超过 15%；
2. 系列：单个商品及其衍生产品系列合计比重不得超过 25%（例如 WTI 原油与布伦特原油、ULS 柴油、RBOB 汽油、轻硫柴油等合计），这条限制直接导致了原油及其衍生系列在彭博商品指数中无法占据主导；
3. 分类：没有任何一个商品分类权重可以超过 33%（如能源类、贵金属类）。

此外，彭博商品指数每年会基于价格-百分比基础对指数进行再平衡与权重再分配，再平衡的参考依据 2/3 来自交易量，1/3 来自全球总产值，同时受包括以上三条在内的多样化要求与权重限制。品种权重受价格波动可能偏离目标权重较多，并允许阶段性超过指数限制。如今年能源表现不佳而贵金属涨势较好，反映在截至今年 8 月 31 日的彭博商品指数中，能源类权重 25.19%，已低于目标权重近 5 个百分点，而贵金属类权重 22.87% 已高于目标权重 5.5 个百分点，其中黄金的单个商品权重（17.03%）已超过 15% 的单个商品权重限制。

图表 11 彭博商品指数品种权重受价格波动可能偏离目标，并允许阶段性超过指数限制

	商品	2020年8月权重	2020年目标权重	2019年目标权重	交易所
能源	WTI原油	5.45%	7.99%	7.66%	NYMEX
	天然气	10.74%	7.96%	8.26%	NYMEX
	布伦特原油	4.62%	7.01%	7.34%	ICE - EU
	低硫柴油	1.56%	2.60%	2.62%	ICE - EU
	RBOB汽油	1.54%	2.26%	2.29%	NYMEX
	ULS柴油	1.28%	2.11%	2.16%	NYMEX
	合计	25.19%	29.93%	30.34%	
农产品	玉米	5.40%	5.83%	5.89%	CBOT
	大豆	5.66%	5.64%	6.03%	CBOT
	豆粕	3.40%	3.30%	3.44%	CBOT
	芝加哥小麦	3.04%	3.04%	3.14%	CBOT
	豆油	2.73%	2.90%	3.10%	CBOT
	堪萨斯城小麦	1.48%	1.49%	1.29%	CBOT
	合计	21.71%	22.19%	22.90%	
工业金属	铜	7.59%	6.96%	7.32%	COMEX
	铝	4.27%	4.33%	4.41%	LME
	锌	3.64%	3.43%	3.21%	LME
	镍	3.02%	2.75%	2.71%	LME
	合计	18.52%	17.46%	17.65%	
贵金属	黄金	17.03%	13.62%	12.24%	COMEX
	白银	5.84%	3.78%	3.89%	COMEX
	合计	22.87%	17.40%	16.13%	
软商品	白糖	2.79%	3.01%	3.15%	ICE - US
	咖啡	2.84%	2.71%	2.48%	ICE - US
	棉花	1.38%	1.49%	1.42%	ICE - US
	合计	7.01%	7.21%	7.05%	
畜产品	活牛	3.33%	4.02%	4.09%	CME
	生猪	1.37%	1.78%	1.85%	CME
	合计	4.70%	5.80%	5.94%	

资料来源：Bloomberg，华创证券

（五）合约选取

合约选取层面，彭博商品指数的交易所选取也为“择优录取”，月份选取也为近月合约。彭博商品指数在进行合约展期的滚动窗口与标普-高盛商品指数同为5天，但日期不同，为每个月的第6到第10个交易日（每日滚动20%）。

（六）计算方法

彭博商品指数的计算步骤与标普-高盛商品指数的计算过程类似，但由于指数编制2/3参考交易量，1/3参考全球总产值，彭博商品指数需要分别计算交易量与总产值权重，再进行指数合成。

第一步：计算商品的流动性权重(CLP)，以指定合约前5年的平均交易额为依据，报告数据通常延迟两年。交易额数据来自于美国期货业协会(FIA)；

第二步：计算商品的总产值权重(CPP)，与计算标普-高盛指数的合约产值权重(CPW)类似，以指定合约前5年的平均总产值为依据，报告数据通常延迟四年；

第三步：计算衍生商品的产量权重，也即商品系列权重。首先按流动性权重确定原生商品与衍生商品的分配比例(CSAP)，再将总产值权重(CPP)按比例在原生商品与衍生商品中进行分配，最终确定各自的产量权重。如原油产量权重(CPP)=原油初始 CPP×原油 CSAP，汽油产量权重(CPP)=原油初始 CPP×汽油 CSAP，燃油产量权重(CPP)=原油初始 CPP×燃油 CSAP，同时原油 CSAP+汽油 CSAP+燃油 CSAP=1；

第四步：商品指数权重合成。首先计算临时商品指数权重(ICIP)=2/3×商品的流动性权重(CLP)+1/3×商品的产量权重(CPP)，再根据多样化要求与权重限制进行调整。

五、特色鲜明——罗杰斯国际商品指数(RICI)&德意志银行流动商品指数(DBLCI)

主要国际大宗商品指数中，相较于以权威性著称的路透CRB指数以及以可投资性闻名的标普-高盛与彭博商品指数，罗杰斯国际商品指数(RICI)与德意志银行流动商品指数(DBLCI)特色较为鲜明。

罗杰斯国际商品指数由“商品大王”Jim Rogers在上世纪90年代末创立，编制目标是成为国际大宗商品投资的通用工具（而非仅限于美国）。品种层面，该指数基于38种上市商品期货构成，覆盖商品数目为主要大宗商品指数中最多。权重层面，该指数力求平衡发达国家与发展中国家商品消费习惯，并兼顾合约流动性。目前38种上市商品期货以4种货币计价，在4个国家的9家交易所上市，覆盖广和国际化成为指数最鲜明的标签，有时会带给投资者意想不到的收获：如今年CME木材期货由4月低点260美元/千板英尺上涨至9月初的928美元/千板英尺，期间涨幅高达260%，主要商品期货指数中仅罗杰斯国际商品指数将其纳入。

图表 12 罗杰斯国际商品指数覆盖 4 种货币计价、9 家交易所上市的 38 种商品

商品	指数权重	交易所	交易币种	商品	指数权重	交易所	交易币种
铝	4.00%	LME	USD	燕麦	0.50%	CBOT	USD
布伦特原油	13.00%	ICE - EU	USD	橙汁	0.60%	ICE - US	USD
可可	1.00%	ICE - EU	GBP	钯金	0.30%	NYMEX	USD
咖啡	2.00%	ICE - EU	USD	铂金	1.80%	NYMEX	USD
铜	4.00%	LME	USD	菜油	1.00%	EURONEXT	EUR
玉米	4.75%	CBOT	USD	RBOB汽油	3.00%	NYMEX	USD
棉花	4.20%	ICE - US	USD	大米	0.75%	CBOT	USD
WTI原油	15.00%	NYMEX	USD	橡胶	1.00%	TOCOM	JPY
柴油	1.20%	ICE - EU	USD	白银	4.00%	COMEX	USD
黄金	5.00%	COMEX	USD	豆粕	0.75%	CBOT	USD
燃料油	1.80%	NYMEX	USD	豆油	2.00%	CBOT	USD
铅	2.00%	LME	USD	大豆	3.50%	CBOT	USD
生猪	1.00%	CME	USD	白糖	1.00%	ICE - US	USD
活牛	2.00%	CME	USD	锡	1.00%	LME	USD
木材	0.90%	CME	USD	芝加哥小麦	2.75%	CBOT	USD
牛奶(级别III)	0.20%	CME	USD	堪萨斯城小麦	1.00%	CME	USD
小麦粉	2.00%	EURONEXT	EUR	明尼阿波利斯小麦	1.00%	MGEX	USD
天然气	6.00%	NYMEX	USD	精制糖	1.00%	ICE - EU	USD
镍	1.00%	LME	USD	锌	2.00%	LME	USD

资料来源: RICI Handbook (2020), 华创证券

德意志银行流动商品指数成立较晚(2003年),包含商品数量在主流大宗商品指数中最少(6个),编制目标是成为全球最具流动性的商品指数。合约选择上,德意志银行流动商品指数选择流动性最佳合约,而非锁定近月合约。权重设计上,德意志银行流动商品指数以成交量而非总产值作为分配依据。出于对流动性的极致追求,6种商品中能源类就占两席(WTI原油与热燃油),合计权重占比长期过半、并每月进行调整,其他四种商品均为每年调整一次,在最大程度上保证流动性与降低交易成本。

六、国内翘楚——南华商品指数

(一) 指数介绍

相比于国际市场,我国大宗商品市场起步较晚,但发展扩容较快。随着国内期货市场规模迅速增长,一批大宗商品指数随之涌现,但大多数指数仍存在编制不够透明、运行时间较短等问题。南华商品指数作为国内较具领先性与代表性的大宗商品指数,值得单列介绍。

作为国内研究历史较为悠久的商品指数,南华商品指数经历了从价格型指数到投资型指数的过渡,在作为投资工具的同时,兼具了宏观经济预警(尤其是通胀预警)与行业发展先行指标的作用。南华期货指数从我国三大商品期货交易场所选择较具代表性与流动性的商品品种进行指数编制,并积极吸收国际主流商品指数的编制方法,已经形成了我国大宗商品指数中最具代表性的指标之一。

此外,南华商品指数还编制了一级分类指数(按照大类板块分类)与二级分类指数(按照细分行业分类)。南华工业品指数、南华金属指数、南华能化指数与南华农产品指数属于一级分类指数,其中南华工业品指数由金属指数和能化指数的品种构成。其余分类指数属于二级分类指数,如贵金属指数、有色金属金属、黑色指数等。

(二) 编制目标与原则

南华商品指数的主要编制原则包括:

1. 及时反映期货市场真实变化、客观准确地为投资者呈现期货市场的整体运行态势，并提供真实有效的市场信息跟踪；
2. 能够成为衡量投资收益的参考指标和业绩基准；
3. 能够方便地被投资者所追踪，进而成为值得投资者信赖的有效保值工具和资产配置工具；
4. 能够为中国宏观经济运行状况提供启示。

（三）品种选择

选择原则上，南华商品指数兼顾代表性和流动性，流动性较差或经济代表意义不强的品种将无法纳入，具体分为流动性、类别代表性、市场稳定性、避免品种的过度关联性四大原则。选择范围上，南华商品指数仅限从国内三大商品期货交易所选择上市商品品种。

品种纳入原则主要包括三条：

1. 新品种上市至少满一年，才符合纳入指数的最基本条件。由于南华商品指数每年4月份开始计算单个商品所占权重，因此潜在纳入品种至少需在上一年3月份或以前上市；
2. 品种需具有类别代表性：主要针对我国期货种类相对不全而设，如果某代表性极强品种开始上市，并展现出较强流动性（如2018年上市的原油期货），则可以在不满足上市满一年原则下对其进行纳入；
3. 品种需要具有类别替代性：如果新品种上市后表现较好，但与已存在品种呈现较强相关性，将考虑是否有必要仍保留原相关品种。

相应的，品种退出（剔除）原则主要包括三条：

1. 品种类别代表性减弱，将可能将被更合适的上市新品种取代（对应第二条纳入原则）；
2. 品种权重降至过低（低于0.5%）的，应予以剔除；
3. 上市品种退市的，应予以立即剔除。

（四）权重选择

南华商品指数的权重分配主要考虑商品的国民经济影响力以及期货市场地位，从而实现现货市场与期货市场的连结，并保证商品指数编制的有效性。伴随我国商品期货市场规模迅速增长，南华商品指数的权重发生了极大变化。目前，南华商品指数共包含20种商品，其中单个商品权重最大的为原油(17.86%)。

图表 13 南华商品指数和一级指数品种权重分配

品种名称	南华商品指数	南华工业品指数	南华金属指数	南华能化指数	南华农产品指数
原油	17.86%	18.94%		25.00%	
螺纹钢	10.93%	12.66%	25.00%		
铁矿石	8.85%	10.16%	22.93%		
铜	8.09%	9.28%	20.95%		
焦炭	6.73%	7.37%		12.23%	
镍	5.00%	6.10%	12.58%		
黄金	4.51%				
天然橡胶	4.42%	5.41%		10.84%	
苹果	4.22%				16.39%
豆粕	4.01%				15.96%
锌	3.71%	4.43%	9.41%		
PTA	3.25%	3.77%		6.93%	
白糖	2.79%				11.25%
白银	2.60%				
甲醇	2.40%	2.80%		5.21%	
豆油	2.34%				9.34%
棕榈油	2.23%				9.11%
燃料油	2.00%	2.26%		4.30%	
一号棉	2.06%				8.14%
乙二醇	2.00%	2.15%		4.62%	
聚丙烯		2.58%		4.79%	
聚乙烯		2.80%		4.06%	
铝		3.57%	9.13%		
焦煤		3.72%		11.33%	
石油沥青		2.00%		5.55%	
菜籽油					4.83%
动力煤				2.83%	
纸浆				2.31%	
玉米					9.48%
黄大豆一号					8.12%
鸡蛋					5.38%
玻璃					
PVC					
玉米淀粉					2.00%
铅					

资料来源：南华期货，华创证券

权重调整主要分为固定时间调整与临时权重调整。其中固定时间调整定于每年6月份第1个交易日，并提前于5月份公布当年具体的权重设置方案。

临时权重调整必须在调整前一个月内对外发布调整公告，适用情形包括：

1. 构成品种发生退市时，按新品种个数重新计算权重，计算原则与固定时间调整相同；
2. 构成品种持仓量快速下滑，连续两个月的日均持仓金额（双边）低于10亿元人民币时，临时将其剔除出指数。剔除商品的权重由权重最小者（不包括权重被赋值为2%的商品）承担，若最小者存在权重相同的情况，则由权重第二小的商品承担，以此类推；
3. 品种上市时间满两个月、代表性较强，且日均交易金额占比超过指数备选品种的中位数的，可以考虑将其纳入指数备选品种之中，并按照权重计算原则重新计算权重。

（五）合约选取

不同于国际大宗商品指数对近月合约的一致青睐，南华商品指数选择所有上市合约中持仓量最大的合约作为主力合约，进行“动态换月”，主要有两方面考虑：一方面，由于指数仅能选取国内商品期货交易所上市的商品合约，需

要充分考虑我国商品期货市场的特殊国情:目前所有国内商品期货中,上期所大部分金属品种主力合约均为近月合约,而能化与农产品主力合约大多为 1、5、9 合约,滚动时往往“跳跃换月”,各品种每年度交易的主力合约也不一定相同,导致不能采取固定换月方式。另一方面,将单个商品最大持仓量合约定义为主力合约,能够最为真实地反映该商品的价格变动,而不活跃合约交易受大资金操纵,使价格信息失真。

合约展期方面,同样考虑到国内商品期货合约的主力合约稳定性的不足,为避免流动性出现不定期枯竭,南华商品指数没有选择月初固定日期展期方式,而是当单个商品主力合约转换到下一合约时(判断条件是下一合约连续三个交易日的持仓量最大),分 5 个交易日将持仓头寸平均转移至下一合约(每日滚动比例为 20%)。

(六) 计算方法

从计算方法来看,南华商品指数与彭博商品指数类似,同样采用了 2/3 参考流动性(交易量),剩余 1/3 参考消费金额(总产值)的编制思路,分别计算出商品的流动性权重和消费金额比重,再进行指数合成。此外,多样化原则与权重限制对南华商品指数同样适用:构成指数的单个商品权重不得高于 25%(备选商品个数小于 5 个时不考虑),也不得低于 2%。

七、对我国上市商品指数编制的启示

从商品市场广度看,品种数量初具规模,但品种结构有待优化。国际三大主流商品指数(路透 CRB、标普-高盛、彭博)均包含了 20 种以上商品,而罗杰斯国际商品指数包含了多达 38 种商品。虽然目前我国已上市的商品期货及期权品种合计达 78 个,基本覆盖了农产品、金属、能源、化工等国民经济重要领域,尤其是 2018 年原油期货的上市弥补了国内能源品种的重大空白。但在品种结构方面仍有不足,一方面,上市商品类别仍有重要缺位,如包括生猪期货在内的畜产品鲜有上市品种,另一方面,特定商品类别中仍缺乏代表性商品,如能源中的天然气期货仍未上市。

从商品市场深度看,加大期货市场对外开放将进一步改善流动性环境,创造商品指数投资价值。按成交手数计,自 2009 年起,我国已成为全球最大的场内商品衍生品市场。今年前 7 个月,商品期货期权成交量累计达 30.24 亿手,同比增加 43.2%,日均持仓 2208 万手,同比增长 40.92%。而据美国期货业协会(FIA)统计,今年 7 月底全球其他商品市场持仓量较去年底仅增长 1.95%。未来随着我国期货国际化品种范围扩大、期货业双向开放水平提高、期货行业外资股比限制放宽政策落实,境外优质期货机构来华展业将进一步改善我国商品期货市场的流动性环境,为商品指数创造投资价值。

从商品指数的可投资性看,制度设计仍有提升空间。主要商品指数均采用与现货价格最为接近的近月合约价格,背后的隐含条件是近月合约必须是活跃合约。但考虑到我国能化与农产品主力合约大多为 1、5、9 合约,近月到期合约往往不是最活跃合约,合约选择“动态换月”(如南华商品指数)造成整体商品指数的可投资性受限,相关制度设计仍有提升空间。

从商品指数编制的原则和权重分配看,国内商品指数已具雏形。以南华商品指数为例,无论是经济代表意义和流动性的平衡、品种的纳入和剔除还是权重的分配和调整,都充分吸收了主要商品指数的编制经验,并针对国内商品期货市场特点进行了灵活调整,可作为我国上市商品指数编制的有效参考。

从商品指数实际编制的技术阻碍看,交易数据资源仍有待整合。商品交易数据是商品指数编制的核心资源,目前我国商品交易数据的知识产权属于各自所在的期货交易所,而各家交易所对交易数据的对外授权均较为审慎,造成跨市场、跨产品类别的交易数据难以整合。未来上市商品指数编制要突破数据屏障,一方面可通过出台明确政策来促成交易所之间的数据共享,另一方面可通过设立专业化商品指数公司来专门解决。

八、风险提示

大宗商品价格大幅波动,商品指数编制规则调整。

宏观组团队介绍

组长、首席分析师：张瑜

中国人民大学经济学硕士。曾任职于民生证券。2018 年加入华创证券研究所。2019 年新浪金麒麟宏观经济新锐分析师第一名，2019 年上证报最佳宏观经济分析师第五名，2019 年卖方分析师水晶球奖宏观经济入围。

研究员：杨轶婷

香港大学经济学硕士。2018 年加入华创证券研究所。2019 年新浪金麒麟宏观经济新锐分析师第一名团队成员，2019 年上证报最佳宏观经济分析师第五名团队成员，2019 年卖方分析师水晶球奖宏观经济入围团队成员。

分析师：陆银波

中国人民大学经济学硕士，CPA。曾任职于中信证券。2019 年加入华创证券研究所。2019 年新浪金麒麟宏观经济新锐分析师第一名团队成员，2019 年上证报最佳宏观经济分析师第五名团队成员，2019 年卖方分析师水晶球奖宏观经济入围团队成员。

研究员：高拓

加拿大麦克马斯特大学金融学硕士。2019 年加入华创证券研究所。2019 年新浪金麒麟宏观经济新锐分析师第一名团队成员，2019 年上证报最佳宏观经济分析师第五名团队成员，2019 年卖方分析师水晶球奖宏观经济入围团队成员。

研究员：殷雯卿

中国人民大学国际商务硕士，2019 年加入华创证券研究所。2019 年新浪金麒麟宏观经济新锐分析师第一名团队成员，2019 年上证报最佳宏观经济分析师第五名团队成员，2019 年卖方分析师水晶球奖宏观经济入围团队成员。

助理研究员：付春生

中国人民大学金融硕士，2020 年加入华创证券研究所。

华创证券机构销售通讯录

地区	姓名	职务	办公电话	企业邮箱
北京机构销售部	张昱洁	副总经理、北京机构销售总监	010-66500809	zhangyujie@hcyjs.com
	杜博雅	高级销售经理	010-66500827	duboya@hcyjs.com
	张菲菲	高级销售经理	010-66500817	zhangfeifei@hcyjs.com
	侯春钰	销售经理	010-63214670	houchunyu@hcyjs.com
	侯斌	销售经理	010-63214683	houbin@hcyjs.com
	过云龙	销售经理	010-63214683	guoyunlong@hcyjs.com
	刘懿	销售经理	010-66500867	liuyi@hcyjs.com
	达娜	销售助理	010-63214683	dana@hcyjs.com
	车一哲	销售交易员		cheyizhe@hcyjs.com
广深机构销售部	张娟	副总经理、广深机构销售总监	0755-82828570	zhangjuan@hcyjs.com
	汪丽燕	高级销售经理	0755-83715428	wangliyan@hcyjs.com
	段佳音	资深销售经理	0755-82756805	duanjiayin@hcyjs.com
	朱研	销售经理	0755-83024576	zhuyan@hcyjs.com
	包青青	销售助理	0755-82756805	baoqingqing@hcyjs.com
上海机构销售部	许彩霞	上海机构销售总监	021-20572536	xucaixia@hcyjs.com
	张佳妮	高级销售经理	021-20572585	zhangjiani@hcyjs.com
	何逸云	销售经理	021-20572591	heyiyun@hcyjs.com
	柯任	销售经理	021-20572590	keren@hcyjs.com
	蒋瑜	销售经理	021-20572509	jiangyu@hcyjs.com
	吴俊	高级销售经理	021-20572506	wujun1@hcyjs.com
	董昕竹	销售经理	021-20572582	dongxinzhu@hcyjs.com
	施嘉玮	销售经理	021-20572548	shijiawei@hcyjs.com
私募销售组	潘亚琪	高级销售经理	021-20572559	panyaqi@hcyjs.com
	汪子阳	销售经理	021-20572559	wangziyang@hcyjs.com

华创行业公司投资评级体系(基准指数沪深 300)

公司投资评级说明:

强推: 预期未来 6 个月内超越基准指数 20%以上;
推荐: 预期未来 6 个月内超越基准指数 10% - 20%;
中性: 预期未来 6 个月内相对基准指数变动幅度在-10% - 10%之间;
回避: 预期未来 6 个月内相对基准指数跌幅在 10% - 20%之间。

行业投资评级说明:

推荐: 预期未来 3-6 个月内该行业指数涨幅超过基准指数 5%以上;
中性: 预期未来 3-6 个月内该行业指数变动幅度相对基准指数-5% - 5%;
回避: 预期未来 3-6 个月内该行业指数跌幅超过基准指数 5%以上。

分析师声明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此作以下声明:

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断; 分析师对任何其他券商发布的所有可能存在雷同的研究报告不负有任何直接或者间接的可能责任。

免责声明

本报告仅供华创证券有限责任公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的, 但本公司不保证其准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断。在不同时期, 本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司在知晓范围内履行披露义务。

报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成本公司对具体证券买卖的出价或询价。本报告所载信息不构成对所涉及证券的个人投资建议, 也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况, 自主作出投资决策并自行承担投资风险, 任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的预期收入可能会波动。

本报告版权仅为本公司所有, 本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用本报告的任何部分。如征得本公司许可进行引用、刊发的, 需在允许的范围内使用, 并注明出处为“华创证券研究”, 且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

证券市场是一个风险无时不在的市场, 请您务必对盈亏风险有清醒的认识, 认真考虑是否进行证券交易。市场有风险, 投资需谨慎。

华创证券研究所

北京总部	广深分部	上海分部
地址: 北京市西城区锦什坊街 26 号 恒奥中心 C 座 3A 邮编: 100033 传真: 010-66500801 会议室: 010-66500900	地址: 深圳市福田区香梅路 1061 号 中投国际商务中心 A 座 19 楼 邮编: 518034 传真: 0755-82027731 会议室: 0755-82828562	地址: 上海浦东银城中路 200 号 中银大厦 3402 室 邮编: 200120 传真: 021-50581170 会议室: 021-20572500