



2022 年 09 月 06 日

# 因子与指数投资揭秘系列九： 国内商品指数现状梳理

✍ 虞堪 投资咨询从业资格号：Z0002804

✉ [yukan010359@qtias.com](mailto:yukan010359@qtias.com)

✍ 严辰博（联系人） 从业资格号：F03091681

✉ [yanchenbo025077@qtias.com](mailto:yanchenbo025077@qtias.com)

## 【报告导读】

- 本文主要梳理了国内商品指数的现状，报告中介绍了目前国内商品指数体系，并分别介绍了交易所商品指数、期货公司商品指数、第三方机构商品指数与资讯平台商品指数的情况。本报告与该系列报告第五篇与第六篇一起，为投资者梳理了海内外商品指数及相关 ETF 的发展与现状。
- （1）交易所商品指数方面，目前国内商品期货交易所构建了许多种类的商品指数，但指数的成分品种或跟踪品种均只包含在本交易所上市的期货品种，无法代表国内商品市场整体的走势。但在未来，广州期货交易所将上市包括中证商品指数、能源化工、饲料养殖、钢厂利润等商品指数类创新型品种，会填补国内跨交易所商品指数及相关衍生品的空白。
- （2）期货公司商品指数方面，国内有数家期货公司编制了相关的商品指数，例如传统的综合商品指数、商品板块指数及单商品指数，以及商品策略指数，对应第三代商品指数，即通过进一步融入商品策略，指数可以捕捉到商品市场的风险溢价。
- （3）第三方机构商品指数方面，本文主要介绍了中证指数公司与监控中心编制的商品指数。中证指数公司商品指数主要包括综合商品指数、板块指数和商品策略指数；监控中心商品指数则包括综合商品指数和板块指数。
- （4）资讯平台商品指数方面，本文介绍了文华、Wind、同花顺等平台的指数情况，它们主要涵盖了商品指数、板块指数和单品种指数。
- （5）参考海外商品指数的发展路径，我们认为在将来国内需要推出权威的跨市场商品指数，以供投资者参考、相关金融产品挂钩；除此之外，也应加紧第二代、第三代商品指数的研发与推出。

## 目录

1. 商品指数简介.....	3
1.1 商品指数发展历程.....	3
1.2 商品指数点位计算方式.....	3
2. 国内商品指数体系.....	3
3. 交易所商品指数.....	4
3.1 上海期货交易所有色金属期货价格指数.....	4
3.2 大连商品交易所农产品期货价格综合指数.....	6
3.3 易盛郑商所能源化工指数 A.....	7
4. 期货公司商品指数.....	8
4.1 国君期货商品因子指数.....	8
5. 第三方机构商品指数.....	9
5.1 中证商品期货成分指数.....	10
5.2 监控中心中国商品综合指数.....	10
6. 资讯平台商品指数.....	11
6.1 文华商品指数.....	11
6.2 Wind 商品指数.....	11
6.3 同花顺商品指数.....	12
7. 总结.....	12
7.1 国内商品指数构建方式.....	12
7.2 国内商品指数未来发展方向.....	12

## 【正文】

### 1. 商品指数简介

#### 1.1 商品指数发展历程

配置商品的一个较为简单的方式就是跟踪指数，这样就能获得在商品市场中的暴露，并且相对于直接投资单个品种而言，投资指数大致有以下几个优点：（1）无需关注合约的展期问题；（2）无需担心保证金的问题；（3）无需参与较为复杂的期货交易流程。海外商品市场发展较为成熟，已经涌现了一批商品指数产品，其中商品指数大致可分为三代，如下图所示。

图表 1：商品指数分类

商品指数类别	说明	举例
第一代商品指数	仅做多 不关注成分品种的期限结构	BOCM, S&P GSCI
第二代商品指数	仅做多 尝试减少负展期收益的损失，同时获取正展期收益	UBS Bloomberg CMCI Index
第三代商品指数	多空组合 融入商品相关的策略，如期限结构、动量等	Morningstar Long/Short Commodity Index

资料来源：国泰君安期货研究

#### 1.2 商品指数点位计算方式

商品指数在点位计算方面可分为三类：价格指数、超额收益指数和全收益指数，如下图所示。

图表 2：商品指数点位计算方式

商品指数类别	说明
价格指数	仅展示成分品种价格的变动，不考虑期货展期的收益与损失 例如沪深 300 指数在成分股分红后点位自动回落 不可跟踪
超额收益指数	同时考虑了成分品种价格变动和展期收益 可跟踪
全收益指数	考虑保证金占用之外的资金无风险收益率 即考虑了价格收益、展期收益和闲置资金收益 可跟踪

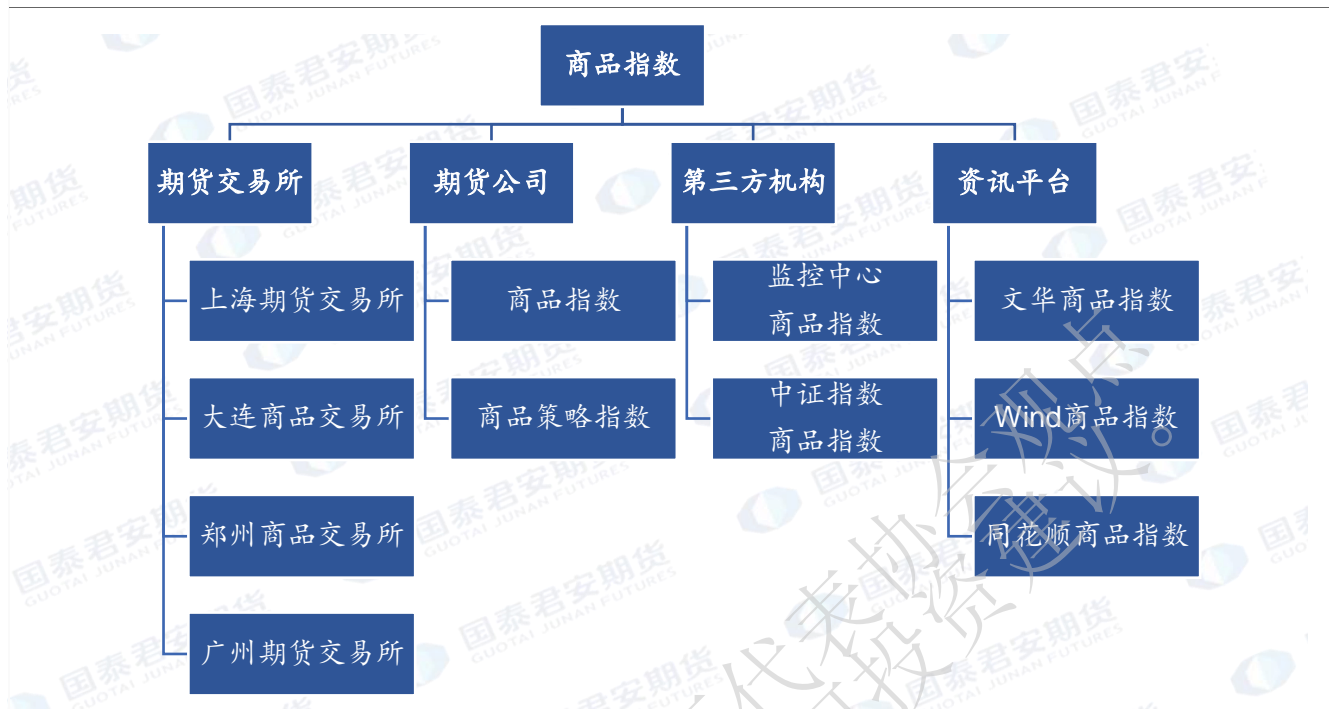
资料来源：国泰君安期货研究

### 2. 国内商品指数体系

相较于国外的商品指数体系，我国商品期货指数的发展起步较晚，当前国内市场中较为熟知的商品指数来源大致可分为：（1）交易所；（2）期货公司；（3）第三方机构；（4）资讯平台四种，如下所示。



图表 3：国内商品指数体系构成



资料来源：国泰君安期货研究

### 3. 交易所商品指数

目前，交易所层面主要包括上海期货交易所、郑州商品交易所以及大连商品交易所的商品指数。上期所商品指数系列由商品综合指数、板块指数、单商品指数三大类共同组成，每个大类包括两种指数：期货价格指数和超额收益指数，具体包括 2 个综合指数、6 个板块指数（工业金属、贵金属、能源化工）、24 个单商品指数（铜、铝、锌、铅、锡、镍、螺纹钢、热轧卷板、黄金、白银、石油沥青、天然橡胶）以及更早期发布的上期有色金属期货价格指数、上期白银期货价格指数、白银超额收益指数。大商所商品期货指数主要包括多商品指数、单商品指数以及定制指数。多商品指数包括农产品与工业品综合指数、成分指数及主题指数；单商品指数中包含农产品与工业品期货价格指数和主力合约指数；定制指数中包含大商所猪饲料成本指数、大商所玉米淀粉加工利润指数、大商所蛋鸡养殖利润指数以及大商所蛋鸡饲料成本指数。此外，大商所下属子公司还编制了飞创商品期货指数。郑商所编制的指数主要包括郑商所农期系列、郑商所农基系列以及定制系列指数。其中郑商所农期系列及农基均包含综合、板块及单品种相关指数；定制系列指数中亦包含综合及单品种指数。总的来说，目前国内商品期货交易所构建了许多种类的商品指数，但指数的成分品种或跟踪品种均只包含在本交易所上市的期货品种，无法代表国内商品市场整体的走势。但在未来，广州期货交易所将上市包括中证商品指数、能源化工、饲料养殖、钢厂利润等商品指数类创新型品种，会填补国内跨交易所商品指数及相关衍生品的空白。后文中我们介绍了部分交易所指数的编制规则。

#### 3.1 上海期货交易所所有有色金属期货价格指数<sup>1</sup>

##### ● 基本信息

上海期货交易所所有有色金属期货价格指数简称“上期有色金属指数”，指数代码为 IMCI.SHF。该指数基期设定为 2002 年 1 月 7 日，基点定为 1000 点。

<sup>1</sup> 资料来源：上海期货交易所

指数样本空间为铜、铝、锌、铅、锡、镍六个期货品种，在合规性要求和流动性要求下进行新品种进入和旧品种退出操作。合规性要求是为了保证指数计算数据的可得性和可靠性；流动性要求是为了保证合约的交易活跃性，保证价格的可靠性和竞争性，增强指数的可复制性。

### ● 权重设置与调整

指数计算的权重设定方面，依据各品种历史五年的月均持仓金额确定权重，当部分品种上市未满足五年时，则采用实际上市期间的月均持仓金额确定该品种权重。为了保证指数的抗操纵性，对每个品种的权重设置了 60% 的上限和 8% 的下限，对超出限制的品种的权重按多样化准则进行调整。下图展示了该指数历年的权重数据。

图表 4：上期有色金属指数历年权重

调整日	铜	铝	锌	铅	锡	镍
20020107	0.8	0.2				
20030107	0.8	0.2				
20040107	0.8	0.2				
20050107	0.8	0.2				
20060109	0.8	0.2				
20070109	0.76118548	0.23881452				
20071008	0.62575207	0.20537991	0.16886802			
20080107	0.62993262	0.19982301	0.17024437			
20090108	0.62064401	0.20645162	0.17290437			
20100107	0.62986749	0.19964917	0.17048333			
20110107	0.61877336	0.18586700	0.19535964			
20111010	0.61571652	0.15588519	0.17839830	0.05		
20120109	0.63046763	0.14769467	0.17183772	0.05		
20130109	0.66295782	0.13062235	0.15641984	0.05		
20140107	0.69848389	0.108743	0.14277311	0.05		
20150109	0.71454861	0.10122370	0.13422769	0.05		
20150813	0.54241878	0.08141808	0.10193152	0.08	0.08	0.11423162
20160811	0.53834903	0.08660088	0.08904403	0.08	0.08	0.12600606
20170811	0.49591630	0.09482359	0.09952862	0.08	0.08	0.14973149
20180813	0.46466089	0.11145554	0.11108510	0.08	0.08	0.15279847
20190813	0.43600619	0.12637148	0.13086992	0.08	0.08	0.14675241
20200813	0.41146943	0.13811133	0.13379624	0.08	0.08	0.15662300
20210812	0.40946448	0.14264198	0.12877152	0.08	0.08	0.15912202
20220811	0.42496550	0.15544642	0.11285139	0.08	0.08	0.14673669

资料来源：上期所、国泰君安期货研究

### ● 合约选择与展期

合约选取方面，如无特殊情况，则指数各成分品种通过合约列表的方式进行展期，通常在每年八月初权重调整之前公布下一年的合约列表。2022 年 8 月至 2023 年 7 月的合约选择对照表如下图所示。

图表 5：上期有色金属指数合约选择对照表

品种	8月	9月	10月	11月	12月	1月	2月	3月	4月	5月	6月	7月
铜	十月	十一月	十二月	一月	二月	三月	四月	五月	六月	七月	八月	九月
铝	十月	十一月	十二月	一月	二月	三月	四月	五月	六月	七月	八月	九月
锌	十月	十一月	十二月	一月	二月	三月	四月	五月	六月	七月	八月	九月
铅	十月	十一月	十二月	一月	二月	三月	四月	五月	六月	七月	八月	九月
锡	十月	十一月	十二月	一月	二月	三月	四月	五月	六月	七月	八月	九月
镍	十月	十一月	十二月	一月	二月	三月	四月	五月	六月	七月	八月	九月

注：第 1 行月份是指对应月份的 15 日及之前；第 2 至最后一行月份是指对应月份月初第一天的合约

资料来源：上期所、国泰君安期货研究

展期安排方面，该指数将每月 15 日及前后各两个交易日，共 5 个交易日作为滚动窗口，按照等比例滚动规则，每日滚动 20%，旧合约逐步退出指数计算，新选择合约逐步进入指数计算。若遭遇异常情况导致无法展期，则逐步累计到后续无异常的交易日进行展期操作。

### 3.2 大连商品交易所农产品期货价格综合指数<sup>2</sup>

#### ● 基本信息

大商所农产品期货价格综合指数以 2013 年 1 月 4 日为基期，1000 点为基点。指数的备选品种为大商所上市的农产品品种。品种进入原则为需要上市满一年，若上市满半年但品种成交量和持仓量稳步增长，远超已入选品种，经讨论后可纳入指数；若品种退市则立即将其剔除，并重新计算权重。

#### ● 权重设置与调整

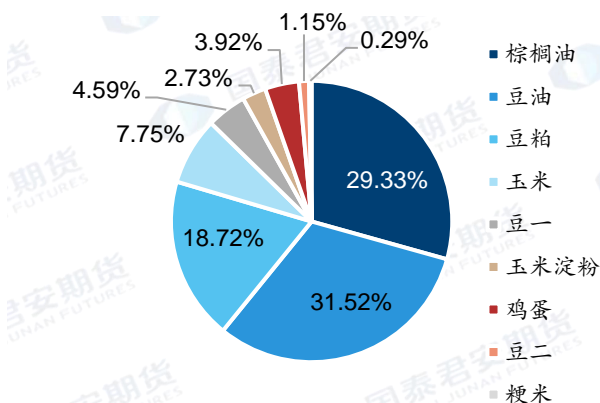
首先计算品种的真实权重，为过去两个半年中流动性指标的加权平均值（并做归一化处理），流动性指标选取半年内该品种所有合约日均成交额。真实权重上限设置为 60%，超过 60% 的部分按比例分配至其余品种。

成分品种权重固定每半年调整一次，调整日分别为每年 1 月的第一个交易日和每年 7 月的第一个交易日；除此之外，方案也设置了临时权重调整方法。指数成分调整权重与主力合约展期不同时进行。下图展示了最近一次权重调整的结果，整体而言权重占比较大的品种为棕榈油、豆油及豆粕，三者总权重在 80% 附近，基本主导了指数的走势。

<sup>2</sup> 资料来源：大连商品交易所

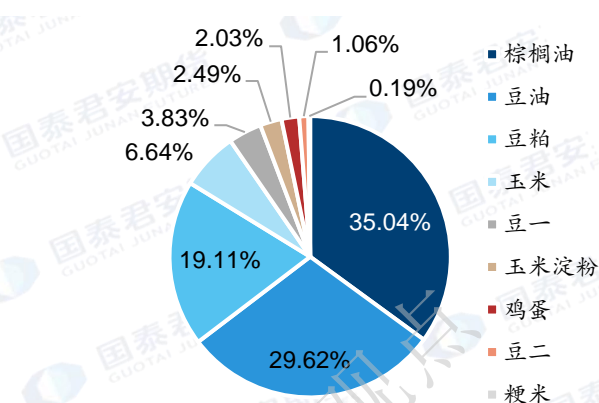


图表 6：指数成分旧权重



资料来源：大商所、国泰君安期货研究

图表 7：指数成分新权重



资料来源：大商所、国泰君安期货研究

### ● 合约选择与展期

当前玉米、玉米淀粉、豆一、豆粕、豆油、棕榈油、鸡蛋这七个品种主力合约变化规律显著，故采用主力合约平滑价格及主力合约平滑结算价进行指数计算。成分合约选取各品种的主力合约，即持仓量最大的合约，持仓量相同时选择成交量大的合约，成交量再相同则选择远月合约。展期方式中判断期X天，展期天数5天，在每日收盘后判断当日主力合约，若出现新合约，则下一交易日开始进行5日展期；此外方案也设置了强制展期方法。当前豆二、胶合板、纤维板三个品种主力合约变化无规律可循，故采用所有合约算数平均值进行指数计算。

## 3.3 易盛郑商所能源化工指数 A<sup>3</sup>

### ● 基本信息

易盛能化A的基期设定为2010年3月1日，基点定为1000点。指数样本空间为郑商所上市且经指数工作小组同意加入选样品种的能源化工品种。备选品种的选择主要会考虑品种上市时间、期货品种年度成交金额等因素。

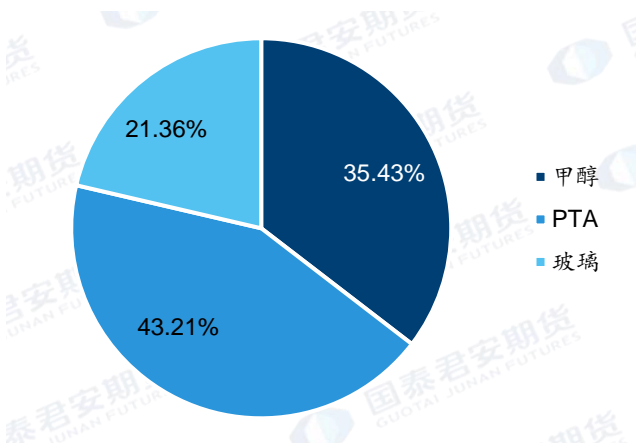
### ● 权重设置与调整

在计算备选品种的仓位比例时，以备选品种预期消费量ECA为基础，将其定义为合约消费量权重CCW，并利用流动性指标和资金占比上下限对CCW进行调整，剔除资金占比较低的产品，最终确定指数成分商品集合及各个商品的合约消费量权重CCW。成分品种资金占比上限不得超过60%，资金占比下限分两种情况：若商品调整前已是指数成分，资金占比不能小于0.5%；若商品调整前不是指数成分，资金占比不能小于1%。

权重调整方面，采用了5日调整规则，用来保证品种退出或者权重调整时的平滑过渡，每年在3、6、9、12月第1个交易日进行权重调整，第11个交易日执行。下图展示了最近两次该指数成分资金占比情况。

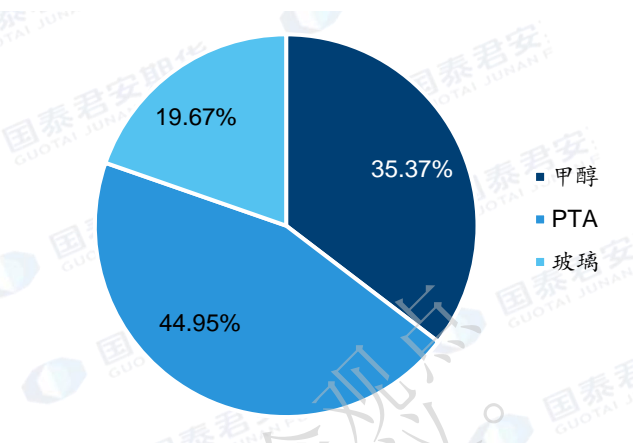
<sup>3</sup> 资料来源：易盛信息

图表 8：指数成分资金占比（2022.03）



资料来源：大商所、国泰君安期货研究

图表 9：指数成分资金占比（2022.06）



资料来源：大商所、国泰君安期货研究

### ● 合约选择与展期

该指数选取各品种主力合约进行指数计算，主力合约指连续五个交易日成交量最大的远月合约，在主力合约换月过程中，采用了五个交易日平滑过渡法。

## 4. 期货公司商品指数

国内有数家期货公司编制了相关的商品指数，例如传统的综合商品指数、商品板块指数及单商品指数，以及商品策略指数，对应第三代商品指数，即通过进一步融入商品策略，指数可以捕捉到商品市场的风险溢价，例如动量、期限结构、偏度、仓单、库存等等。事实上，常见的商品因子均可融入到商品指数的构建中，如下所示。

图表 10：常见商品期货因子



资料来源：国泰君安期货研究

### 4.1 国君期货商品因子指数

我们编制了不同种类的动量指数以及上述部分经典因子的指数（期限结构、仓单与偏度），下图展示了各因子指数今年以来的表现，可以看出，中周期截面动量表现不佳，今年以来损失接近 15%；中周期时请务必阅读正文之后的免责条款部分



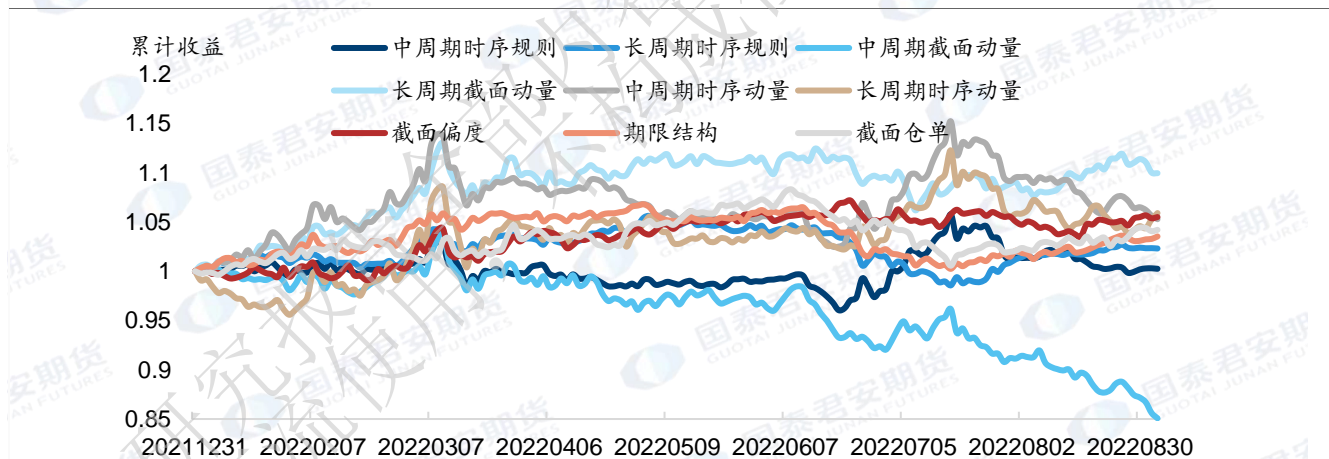
序规则动量今年以来年化收益微正，其余因子指数今年以来均取得了正收益。长周期截面动量收益率最高，约 9.95%；长周期截面动量因子的夏普比率最高，约为 1.32；截面偏度因子卡玛比率最高，为 2.29。

图表 11：商品期货因子指数今年以来表现

指数名称	总收益率	年化收益率	年化波动率	最大回撤率	夏普比率	卡玛比率
中周期时序规则	0.24%	0.37%	9.36%	-6.87%	0.04	0.05
长周期时序规则	2.30%	3.51%	6.37%	-7.04%	0.55	0.50
中周期截面动量	-14.93%	-22.76%	11.24%	-19.10%	-2.02	-1.19
长周期截面动量	9.95%	15.17%	11.51%	-6.80%	1.32	2.23
中周期时序动量	5.27%	8.04%	14.29%	-11.39%	0.56	0.71
长周期时序动量	5.90%	8.99%	15.33%	-8.41%	0.59	1.07
截面偏度	5.49%	8.38%	7.55%	-3.66%	1.11	2.29
期限结构	3.53%	5.38%	6.39%	-6.55%	0.84	0.82
截面仓单	4.20%	6.40%	7.72%	-7.75%	0.83	0.83

资料来源：国泰君安期货研究

图表 12：商品期货因子指数今年以来走势



资料来源：国泰君安期货研究

## 5. 第三方机构商品指数

本部分主要介绍了中证指数公司与监控中心编制的商品指数。中证指数公司商品指数主要包括综合商品指数、板块指数和商品策略指数，如：中证商品期货成分指数、中证能源期货成分指数与中证商品期货动量策略指数等。监控中心商品指数则包括综合商品指数和板块指数，如：监控中心商品综合指数、监控中心钢铁期货指数等。

## 5.1 中证商品期货成分指数<sup>4</sup>

### ● 基本信息

中证商品期货成分指数以 2009 年 3 月 31 日为基日，以 100 点为基点。指数成分由在中国内地期货交易所上市交易的最具代表性的 15 种商品期货组成，以综合反映内地商品期货市场的整体表现。

指数样本空间的期货品种需要满足以下条件：（1）在中国内地期货交易所上市交易；（2）上市时间满一年；（3）过去一年没有出现标准合约重大修改或相关实施细则影响可投资性等特殊事件。

选样步骤如下：（1）将样本空间中的期货品种按过去一年日均未平仓合约价值（单边）由高到低进行排名；（2）分别从农产品、工业金属、贵金属和能源化工等四大类中选取排名第一的品种；（3）在剩余品种中选取前 11 名的品种；（4）由以上 15 种商品期货组成指数样本。

### ● 权重设置与调整

指数采用定期调样前一年各品种主力合约的日均持仓规模（单边）作为权数，并引入权重调整因子以保证：指数样本中大类权重不高于 40%，不低于 10%；各品种权重不高于 20%，不低于 2%；单品种及其衍生品权重不高于 25%。

中证商品期货成分指数样本每年调整一次，调整生效时间为每年四月第一个交易日。权重调整因子随样本定期调整而调整，调整时间与指数样本定期调整实施时间相同。除此之外，当指数样本出现中止交易等特殊情况下，将对样本及权重进行临时调整。

### ● 合约选择与展期

指数计算中使用的为各品种的主力合约，其定义为持仓规模（持仓量乘以交易单位）最大的合约；当多个合约持仓规模相同时，选取成交规模（成交量乘以交易单位）最大的合约；当成交规模及持仓规模均相同时，选取距到期期限更久的合约。

展期方面，当品种 X 远月合约的持仓规模连续两天超过指数持有近月合约持仓规模的特定比例时，品种 X 进入展期周期。展期周期为随后的第一个交易日至第四个交易日。前三个交易日收盘后近月合约的持仓比例依次为 2/3、1/3、0；远月合约的持仓比例依次为 1/3、2/3、1。第四个交易日收盘后，原远月合约正式成为指数持有的近月合约，原近月合约于指数中剔除。

## 5.2 监控中心中国商品综合指数

### ● 基本信息

监控中心中国商品综合指数以 2008 年 7 月 1 日为基期，基点为 100 点。编制目的在于贴近国民经济消费结构，反映国内大宗商品市场的整体价格态势。样本选择方面，该指数依据大宗商品在国民经济中的实际影响力，选取了重要的大宗商品，对重复或相近的品种进行合并，并且剔除无消费量统计数据的品种，从而形成备选商品池，此外，该指数以最近 3 年的现货消费金额为依据，对代表性品种进行排序，剔除消费金额占比过低的品种。

<sup>4</sup> 资料来源：中证指数有限公司



## ● 权重设置与调整

以最近三年权威部门发布的现货消费量为依据，不设定单个品种或单个子指数的权重上下限。权重在每年7月的第1个交易日进行更新，直至下一年度6月的最后一个交易日均保持不变。

## ● 合约选择与展期

在相应的期货品种上市满1年，同时过去一年的日均成交量超过1万手时，采用期货主力合约的收盘价作为该品种的代表价格。否则，选择权威部门发布的价格或者有代表性的现货价格作为代表价格。主力合约定义方面，选择持仓量最大的合约作为主力合约，当连续3个交易日远月合约持仓量超过样本合约时，从下一交易日开始展期，展期周期为5个交易日，每日展期20%。

## 6. 资讯平台商品指数

国内一些大型资讯软件也推出商品指数系列，如文华、Wind、同花顺等，主要涵盖了商品指数、板块指数和单品种指数。

### 6.1 文华商品指数<sup>5</sup>

文华商品指数主要包含品种加权指数以及商品分类指数。单品种加权指数是根据该品种的各个月份合约做加权平均而计算得到。板块指数与综合指数计算方面，不考虑各个品种的权重，对单品种指数采用算术平均方法计算而得。

文华商品指数（基期1994年9月12日，基点100点）共包含48个品种，下设工业品指数与农产品指数两个子指数，分别包含33和18个期货品种，此外还衍生出18条板块指数，包括“有色金属”、“煤炭”、“钢铁”、“建材”、“石油”、“化工”、“塑化链”、“聚酯链”、“煤化工”、“铁合金”、“黑链”、“谷物”、“软商品”、“饲料”、“油脂”、“油脂链”、“玉米链”、“生猪链”。

### 6.2 Wind 商品指数<sup>6</sup>

Wind 商品指数共有三大系列，分别是Wind 商品品种指数系列，Wind 商品大类指数系列，Wind 商品综合指数系列。Wind 商品品种指数系列的样本空间包含所有在国内期货交易所上市的品种的全部正在交易的合约，根据某品种的所有合约持仓额加权平均得到品种指数；以Wind 品种指数持仓额加权，可获得Wind 商品大类指数；最后，以Wind 商品大类指数持仓额加权，可获得Wind 商品综合指数。具体板块分类如下图所示。

图表 13: Wind 商品指数系列（板块+综合）

代码	名称	包含品种
CCFI.WI	Wind 商品指数	—
NFFI.WI	Wind 有色	铜、铝、铅、锌、镍、锡、国际铜
JJRI.WI	Wind 煤焦钢矿	焦煤、焦炭、铁矿石、螺纹钢、热卷、线材、硅铁、锰硅、不锈钢
ENFI.WI	Wind 能源	燃料油、动力煤、原油、LPG、低硫燃料油

<sup>5</sup> 资料来源：文华财经

<sup>6</sup> 资料来源：Wind



<b>CIFI.WI</b>	Wind 化工	橡胶、聚丙烯、PTA、甲醇、纸浆、沥青、塑料、乙二醇、20 号胶、尿素、短纤、纯碱、苯乙烯
<b>CRFI.WI</b>	Wind 谷物	玉米、早灿稻、粳稻、强麦、普麦、晚稻、粳米
<b>APFI.WI</b>	Wind 农副产品	鸡蛋、玉米淀粉、苹果、生猪、红枣
<b>SOFI.WI</b>	Wind 软商品	棉花、白糖、棉纱
<b>OOFI.WI</b>	Wind 油脂油料	豆一、豆二、豆粕、豆油、菜籽、菜粕、菜油、棕榈油
<b>NMFI.WI</b>	Wind 贵金属	黄金、白银
<b>NMBM.WI</b>	Wind 非金属建材	纤维板、胶合板、玻璃、PVC

资料来源：Wind，国泰君安期货研究

### 6.3 同花顺商品指数

同花顺 iFind 目前编制了国内商品市场的品种指数，根据某品种所有可交易合约的持仓量加权计算得到相应指数的价格，成交量、持仓量等数据为各合约相应指标之和。

## 7. 总结

### 7.1 国内商品指数构建方式

前文我们介绍了目前国内市场中较为常见的商品指数的现状与构建方式。

交易所编制指数方面，仅包含在本交易所上市的期货品种，无法代表国内商品市场整体的走势。指数构建方面，则是会通过一定的筛选方式确定样本品种及权重，指数计算中基本使用主力合约，在主力合约切换时会均匀分布至多个交易日进行以平滑指数波动。

三方机构商品指数方面，中证商品期货成分指数从全市场上市的品种中筛选出最具有代表性的 15 个期货品种，指数计算中也基本仅涉及主力合约，在主力合约变更时会分三个交易日均匀移仓至新合约。监控中心中国商品综合指数则是依据大宗商品在国民经济中的实际影响力，选取了重要的大宗商品，并不设置单品种权重上下限，且当成分品种流动性不足时，会选择权威部门发布的价格或者有代表性的现货价格作为代表价格。

资讯平台商品指数均是采用持仓量加权的方式获得单品种指数，再合成板块指数及综合指数，其中文华商品指数均为等权重计算，而 Wind 则是根据持仓量加权合成。

### 7.2 国内商品指数未来发展方向

#### ● 推出权威的跨市场商品指数

目前国内仍然缺乏跨市场的代表性综合性商品指数，广州期货交易所即将推出的中证商品期货综合指数则会填补这一块空白。相比之下，海外的此类指数已经发展了较长的时间，目前较具有代表性的为彭博大宗商品指数（BCOM）与标普高盛大宗商品指数（S&P GSCI），且它们的指数构建原则、品种筛选与品种权重计算方式兼顾了更多方面。以彭博大宗商品指数为例，它的构建原则包括以下四方面：

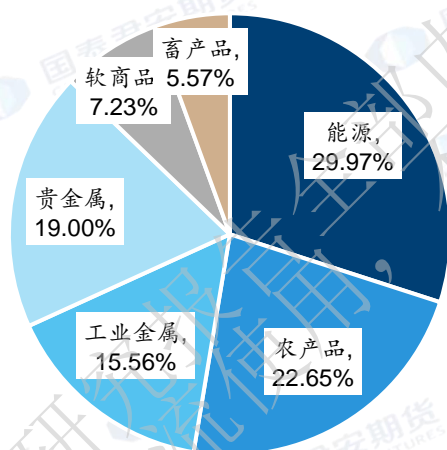
图表 14: BCOM 构建原则

原则	说明
<b>具有经济意义</b> <b>Economic Significance</b>	商品指数需要通过一揽子期货来反应经济运行状况
<b>多样性</b> <b>Diversification</b>	商品指数成分需要具有多样性，单商品权重不得低于 2%或高于 15%，同品种不同商品（例如 WTI 原油与 Brent 原油）总权重不得超过 25%，单板块总权重不得超过 33%
<b>连续性</b> <b>Continuity</b>	需要避免品种相关数据突变带来的不利影响，所以指数中计算品种流动性与生产等指标的数据都使用了 5 年平均值
<b>流动性</b> <b>Liquidity</b>	指数需要具有足够的流动性，适合机构投资者参与，能够适应大量资金流入

资料来源：Bloomberg，国泰君安期货研究

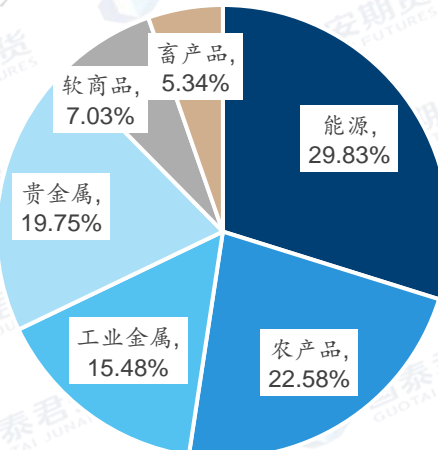
BCOM 的成分品种主要分布在六大板块：能源（Energy）、贵金属（Precious Metals）、工业金属（Industrial Metals）、畜产品（Livestock）、农产品（Grains）、软商品（Softs）。根据商品流动性指标（CLP）与生产性指标（CPP）可获得品种权重（CIP），下图展示了 BCOM 在 2021 和 2022 年的板块权重，整体而言变动不大，占比最高的为能源板块，接近 30%。

图表 15: 2021 年 BCOM 板块权重



资料来源：Bloomberg，国泰君安期货研究

图表 16: 2022 年 BCOM 板块权重



资料来源：Bloomberg，国泰君安期货研究

权威跨市场指数的推出不但能为投资者提供更高效率的商品市场表现衡量方式，也能推进相关金融产品的诞生，如挂钩商品指数的期货、期权，以及跟踪标的为商品指数的 ETF 等。目前国内公募基金参与商品期货市场规模较小，ETF 跟踪的指数也均为单品种或板块指数，缺乏跟踪整体商品市场表现的 ETF 产品，导致投资者配置商品时多有不便。海内外商品 ETF 市场相关状况具体可参考《因子与指数投资揭秘系列六：海内外商品期货 ETF 市场介绍》报告。

## ● 推出第二代、第三代商品指数

目前，国内的商品指数大多为第一代商品指数，即被动跟踪商品市场的表现，不对展期作过多处理。然而，在 contango 结构市场中进行展期会带来负展期收益，从而削弱指数表现。因此，海外涌现了第二代商品指数，其目的就在于减轻负展期收益对于指数收益的影响，优化方式主要包括：展期增强、连续到

期以及隐含展期收益等，较为有代表性的指数为瑞银—彭博连续到期商品指数（UBS Bloomberg CMCI Index），具体内容可见《因子与指数投资揭秘系列五：海外商品指数市场发展回顾》报告。



## 本公司具有中国证监会核准的期货投资咨询业务资格

本内容的观点和信息仅供国泰君安期货的专业投资者参考。本内容难以设置访问权限，若给您造成不便，敬请谅解。若您并非国泰君安期货客户中的专业投资者，请勿阅读、订阅或接收任何相关信息。本内容不构成具体业务或产品的推介，亦不应被视为相应金融衍生品的投资建议。请您根据自身的风险承受能力自行作出投资决定并自主承担投资风险，不应凭借本内容进行具体操作。

### 分析师声明

作者具有中国期货业协会授予的期货投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

### 免责声明

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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，本报告所指的期货标的的价格可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告中所指的研究服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为“国泰君安期货研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

#### 国泰君安期货产业服务研究所

上海市静安区新闻路 669 号博华大厦 30 楼 电话：021-33038635 传真：021-33038762

#### 国泰君安期货金融衍生品研究所

上海市静安区新闻路 669 号博华大厦 30 楼 电话：021-33038982 传真：021-33038937

#### 国泰君安期货客户服务电话 95521