

大宗商品牛市中的商品配置与投资

张超 S0260514070002

广发证券金融工程

zhangchao@gf.com.cn

2016年7月

01

I

概述

>

02

II

投资机会

>

03

III

交易策略

>

04

IV

总结

>



01

| 概述 |

>

大宗商品投资渠道



现货
公募基金

配置层面



商品期货
券商资管产品
私募基金

绝对收益层面

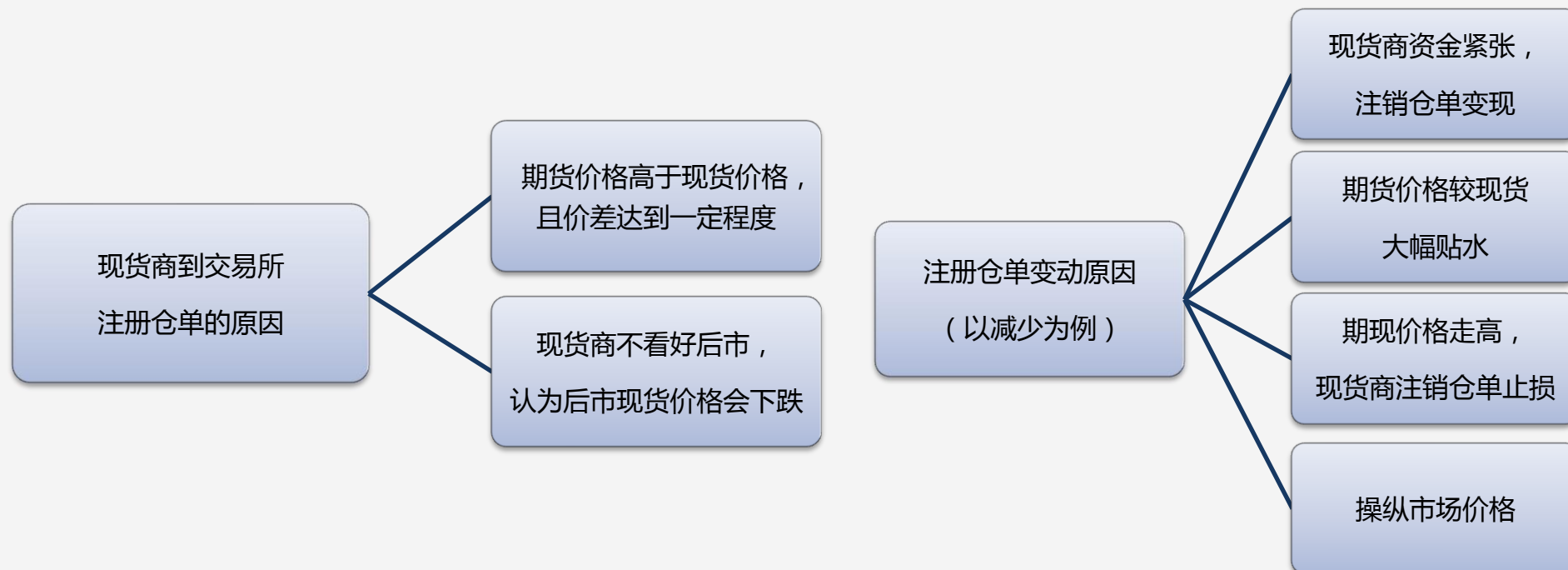
现货投资：持有现货或仓单交易

注册仓单：现货商把符合交割标准的货物交到交易所的交割仓库，交割库检验合格后，给货物持有人开具标准仓单，货物持有人可以拿着标准仓单到交易所的交割部办理注册手续。

流程：交割预报 → 商品入库 → 商品验收质检 → 生成仓单

举例：假设某现货商看空LLDPE后市，想通过期货交割出货。假设此现货商在LLDPE在期货价格为10000的时候做空，并同时完成注册仓单。到交割的时候，LLDPE的交割价格为9000，则此贸易商的现金流是：在期货上因为做空获得了1000的收益，同时以9000的价格出售了LLDPE，故总的为10000，实现了通过期货出货保值的目的。

仓单交易：期货交易所、现货交易所、贸易商



商品型公募产品：相关政策

2013.01 证监会《黄金交易型开放式证券投资基金暂行规定》

黄金ETF可以投资于上海黄金交易所挂牌交易的黄金现货合约，以及中国证监会允许基金投资的其他品种。其中，持有的黄金现货合约的价值不得低于基金资产的90%。

2013.07 基金业协会《黄金交易型开放式证券投资基金及联接基金会计核算和估值业务指引（试行）》

2013.07 上交所《上海证券交易所黄金交易型开放式证券投资基金业务指引》、《上海证券交易所交易型开放式指数基金业务实施细则》

2014.06 证监会《关于大力推进证券投资基金行业创新发展的意见》

研究推出商品期货基金、不动产投资基金、基金的基金（FOF）品种。支持公募基金依法参与融资融券、转融通业务及衍生品等投资，鼓励公募基金在投资范围等方面大胆创新。

2014.12 证监会《公开募集证券投资基金运作指引第1号——商品期货交易型开放式基金指引》

持有所有商品期货合约的价值合计不低于基金资产净值的90%、不高于基金资产净值的110%。

2016.06 证监会《公开募集证券投资基金运作指引第2号——基金中基金指引（征求意见稿）》

基金中基金(FOF)是指将80%以上的基金资产投资于经中国证监会依法核准或注册的基金份额的基金。

商品型公募基金：黄金ETF

基金代码	基金名称	基金类型	投资标的	产品状态
159934.OF	易方达黄金ETF	黄金ETF	投资范围为黄金现货合约(包括现货实盘合约、现货延期交收合约等)、债券、资产支持证券、债券回购、银行存款、货币市场工具。 基金的投资组合比例为：本基金投资于黄金现货合约的资产不低于基金资产净值的95%。	运行
159937.OF	博时黄金ETF	黄金ETF	本基金主要投资于黄金交易所的黄金现货合约，包括：黄金现货实盘合约、黄金现货延期交收合约及其他在上海黄金交易所上市的、经中国人民银行批准的合约。 建仓完成后，本基金投资于黄金现货合约的比例不低于基金资产的90%，其他金融工具的投资比例依照法律法规或监管机构的规定执行。	运行
518800.OF	国泰黄金ETF	黄金ETF	投资于在上海黄金交易所挂牌交易的黄金现货合约、债券、回购、货币市场工具及法律法规或中国证监会允许基金投资的其他金融工具。本基金持有的黄金现货合约的价值不低于基金资产的90%。	运行
518880.OF	华安黄金ETF	黄金ETF	本基金的投资范围包括：上海黄金交易所挂牌交易的黄金现货合约等黄金品种、货币市场工具以及法律法规或中国证监会允许基金投资的其他品种。 本基金投资于黄金现货合约的比例不低于基金资产的90%。	运行
-	众多联接基金	黄金ETF联接	目标黄金ETF	运行

商品型公募基金：QDII

基金代码	基金名称	基金类型	投资标的	产品状态
160216.OF	国泰大宗商品	QDII	包括公募基金(包括ETF)、债券、银行存款、货币市场工具等。 本基金的投资组合比例为：持有现金或到期日在一年以内的政府债券的比例不低于基金资产净值的5%；投资于基金(含ETF)的资产不低于基金资产的60%，其中不低于80%投资于商品类基金。 商品类基金包括跟踪综合商品指数、大类商品指数或单个商品价格指数的ETF。	运行
160719.OF	嘉实黄金	QDII	本基金主要投资于全球证券市场上依法可投资的公募基金(包括 E T F)、固定收益债券、货币市场工具、及中国证监会允许本基金投资的其他金融工具。 本基金的投资组合比例范围：在拟投资对象资产数量和资产规模允许的条件下，投资于跟踪黄金价格或黄金价格指数的公募基金的比例不低于本基金资产净值的80%，其中投资于有实物黄金支持的交易所交易基金的比例不低于上述黄金基金投资资产的80%；现金或者到期日在一年以内的政府债券的投资比例合计不低于本基金资产净值的5%。黄金基金指黄金 E T F、黄金股票指数 E T F	运行
161116.OF	易方达黄金主题	QDII	本基金投资范围包括全球市场上依法可投资的公募基金(ETF)、股票、固定收益证券、货币市场工具、金融衍生产品。投资组合比例为：投资于基金的资产合计不低于本基金基金资产净值的60%，投资于基金的资产中不低于80%投资于黄金基金；现金或者到期日在一年以内的政府债券的投资比例合计不低于本基金基金资产净值的5%。	运行
164701.OF	汇添富黄金及贵金属	QDII	本基金投资于有实物黄金或其他实物贵金属支持的交易所交易基金(E T F)的比例不低于基金资产的90%；基金保留的现金或投资于到期日在一年以内的政府债券的比例合计不低于基金资产净值的5%。	运行
165513.OF	信诚全球商品主题	QDII	采用FOF方式，投资于公募基金的比例不低于基金资产的60%。 本基金以商品主题投资为主，投资于商品类基金的比例不低于本基金非固定收益类资产的80%。 商品主要指能源、贵金属、基础金属及农产品等大宗商品。本基金持有现金或到期日在一年以内的政府债券的比例不低于基金资产净值的5%。	运行
320013.OF	诺安全球黄金	QDII	公募基金中有实物黄金支持的黄金交易所交易基金、货币市场工具。 实物黄金支持的黄金 E T F 是指以标准化的实物黄金为基础资产，并可以用实物黄金申购赎回基金份额的黄金 E T F。 本基金投资于有实物黄金支持的黄金 E T F 不低于基金资产的 8 0 %；现金或者到期日不超过一年的政府债券的投资比例不低于基金资产净值的 5 %。	运行
501018.OF	南方原油	QDII	采用FOF方式，投资全球范围内的原油基金（包括ETF）及公司股票，其中投资于公募基金的比例不低于基金资产的80%	运行

商品型公募基金：LOF及ETF

基金代码	基金名称	基金类型	投资标的	产品状态
161226.OF	国投瑞银 白银期货基金(LOF)	商品型	交易所挂牌交易的白银期货合约、债券、货币市场工具、权证等，持有白银期货合约价值合计不低于基金净值的90%、不高于基金资产净值的110%，被动管理，无杠杆	运行
-	国投瑞银 有色金属期货指数基金(LOF)	商品型	有色金属期货合约	证监会受理
-	银河基金 金银宝贵金属期货基金（LOF）	商品型	贵金属期货合约	证监会受理
-	大成基金 铁矿石期货基金(LOF)	商品型	铁矿石期货合约	证监会受理
-	华宝兴业 铜期货基金（LOF）	商品型	铜期货合约	证监会受理
-	华泰柏瑞东证大商所农产品 交易型开放式指数基金	商品型	农产品期货合约	证监会受理
-	博时基金有色金属期货 交易型开放式指数基金	商品型	有色金属期货合约	证监会受理
-	华夏黄金 交易型开放式基金	商品型	黄金期货合约	证监会受理

表 1: 测算中选用的期货品种以及对应的保证金比率

品种	上市时间	最低交易保证金(%)
白银	2012/05/10	13
铝	2000/01/04	9
黄金	2008/01/09	11
铜	2000/01/04	12
燃料油	2004/08/25	11
铅	2011/03/24	9
螺纹钢	2009/03/27	9
天然橡胶	2000/01/04	12
线材	2009/03/27	10
锌	2007/03/26	9
黄大豆 1 号	2000/01/04	8
黄大豆 2 号	2004/12/22	8
玉米	2004/09/22	8
焦炭	2011/04/15	9
豆粕	2000/07/17	9
棕榈油	2007/10/29	9
PVC	2009/05/25	8
豆油	2006/01/09	9
棉花	2006/01/06	9
玻璃	2012/12/03	10
甲醇	2011/10/28	9
菜籽油	2012/07/16	8
晋麦	2012/01/17	8
早稻麦	2012/07/24	8
菜籽粕	2012/12/28	9
菜油籽	2012/12/28	8
白糖	2006/01/06	9
PTA	2006/12/18	10
强麦	2012/07/24	8

数据来源：广发期货、国信期货

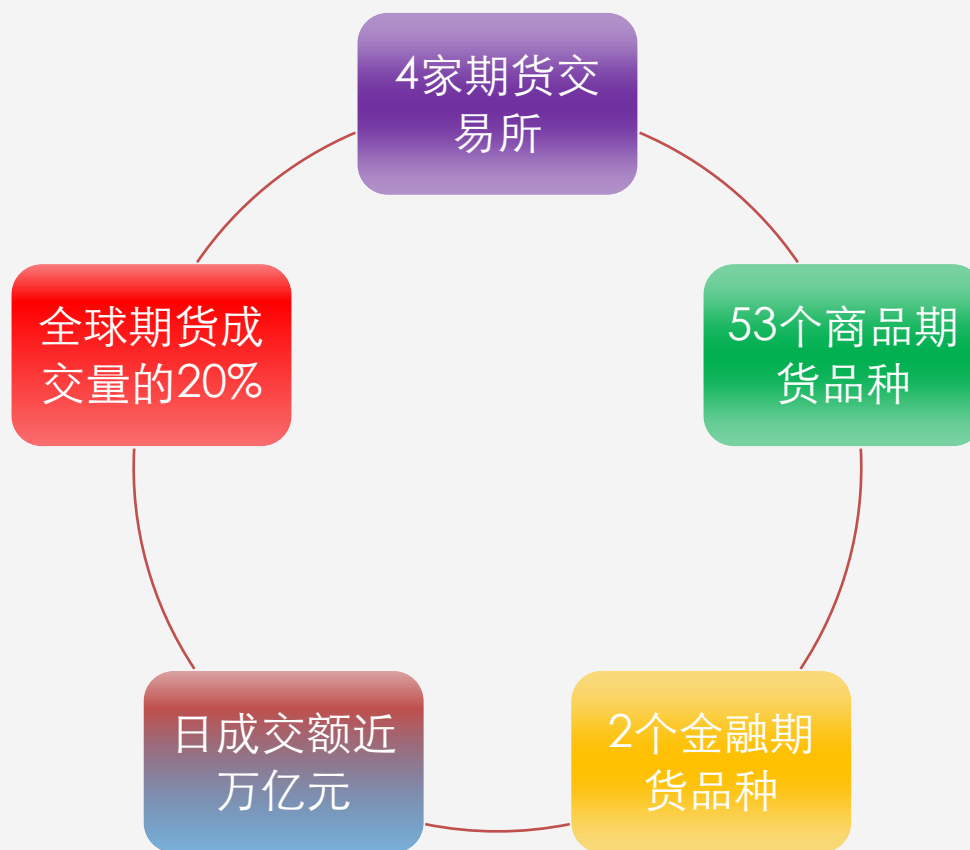
三大商品期货交易所，48个品种

上海期货交易所：贵金属、工业金属等

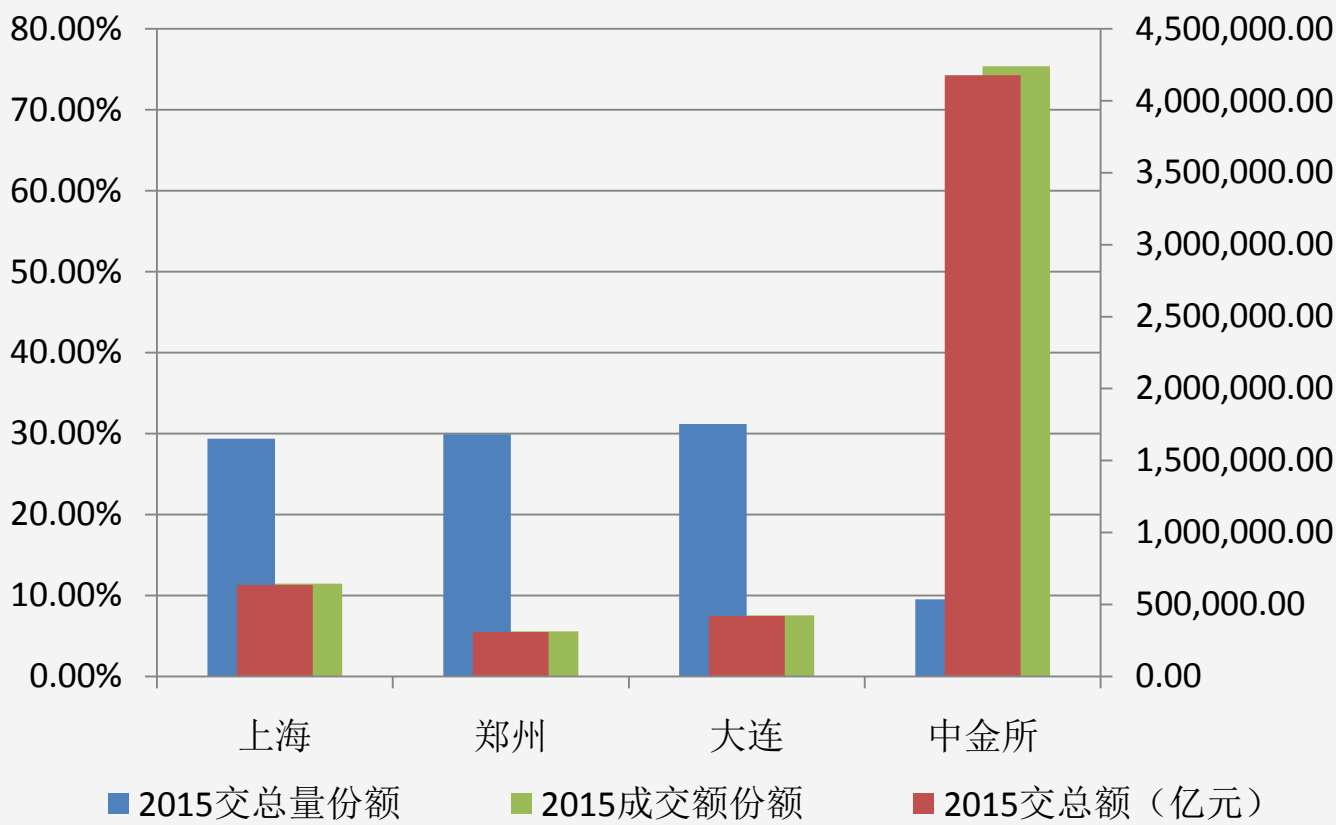
大连商品交易所：大豆、油脂、工业原料等

郑州商品交易所：农产品等

我国的商品期货交易量连续多年居全球首位

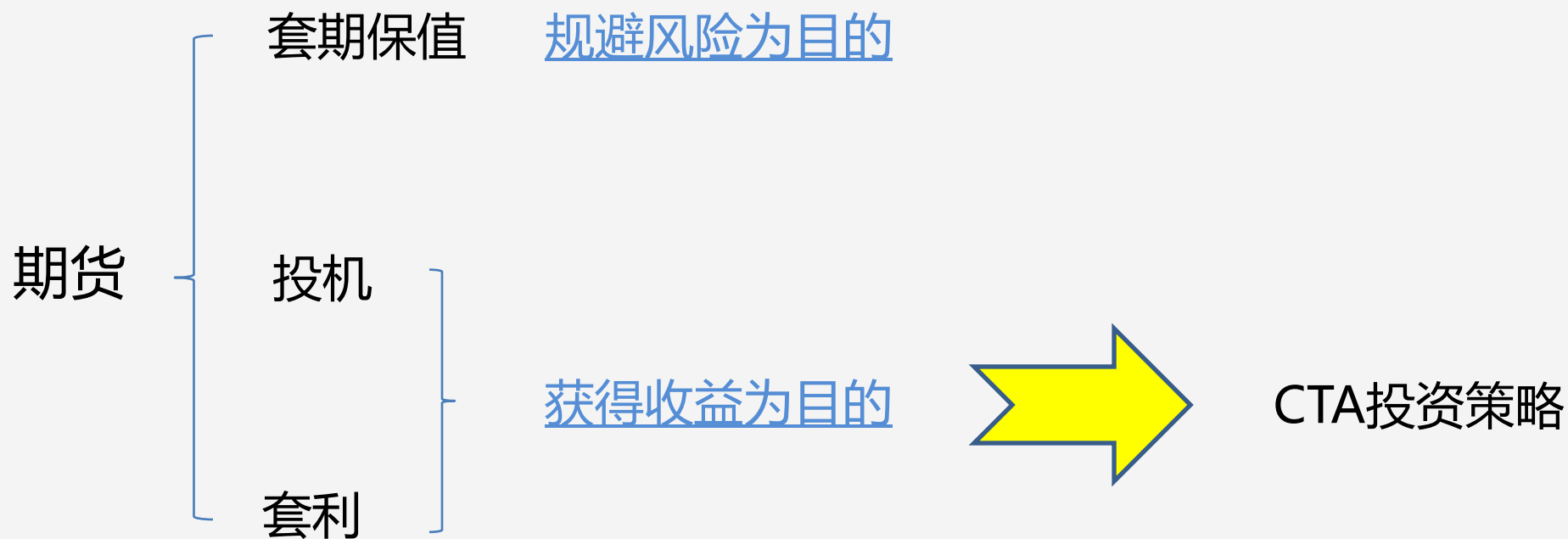


国内四大期货交易所成交总额及占比



CTA (Commodity Trading Advisors)

期货投资基金

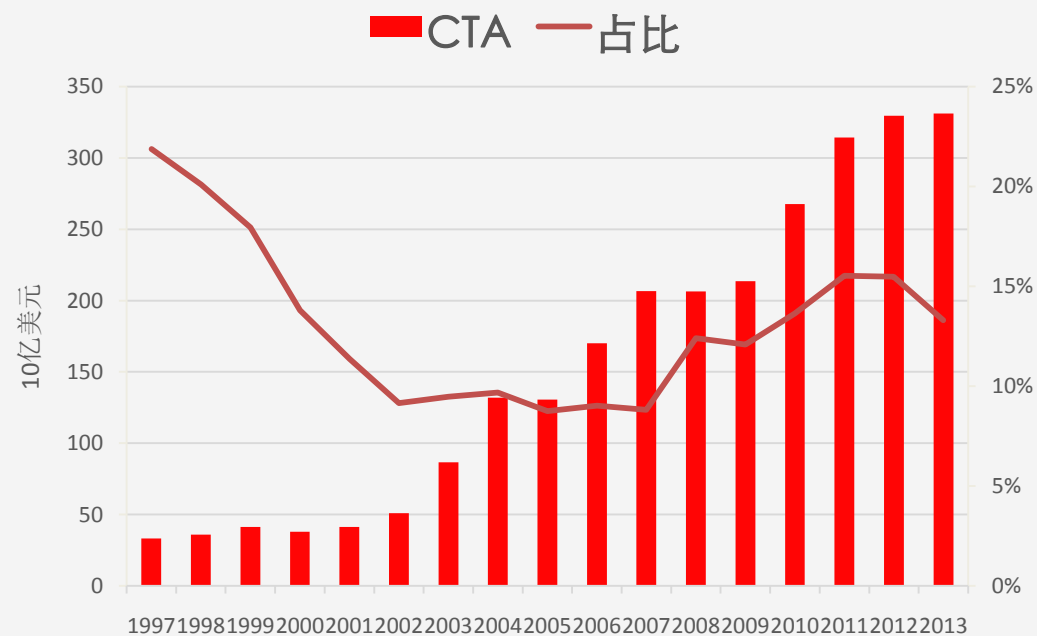


CTA策略分类方法



资金管理规模的发展

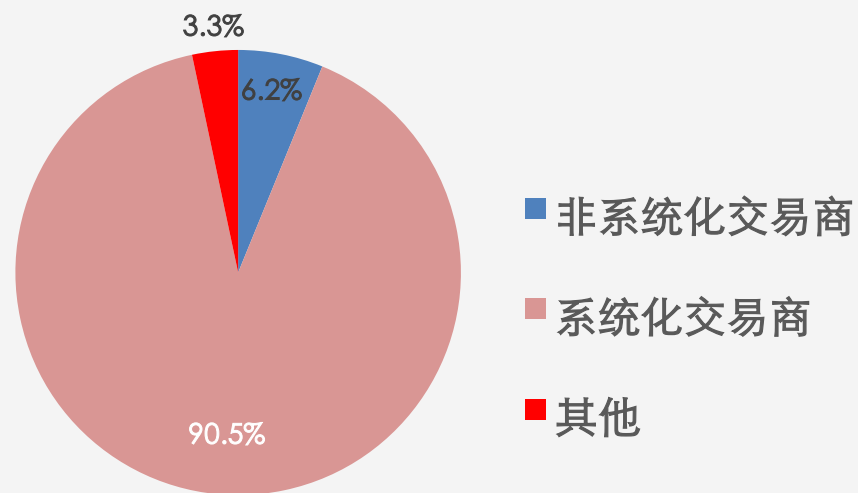
CTA的管理资金规模（左轴）及其在另类投资中的占比（右轴）



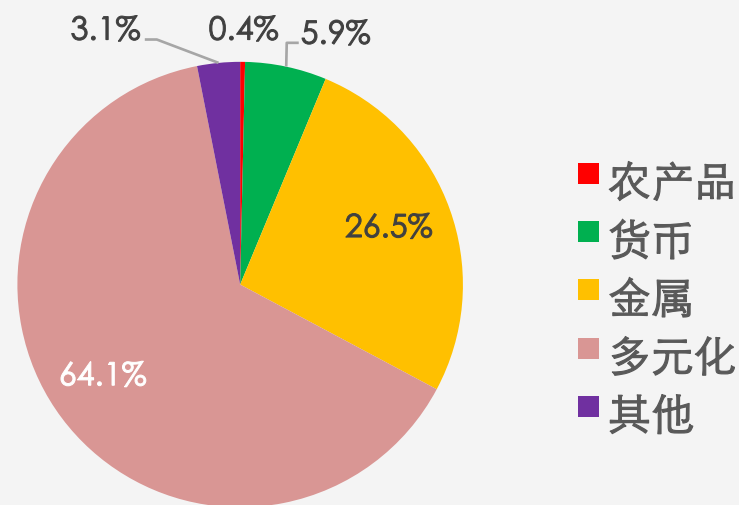
另类投资包括CTA和对冲基金

资金管理规模的分布

不同交易机制下CTA的管理资金额



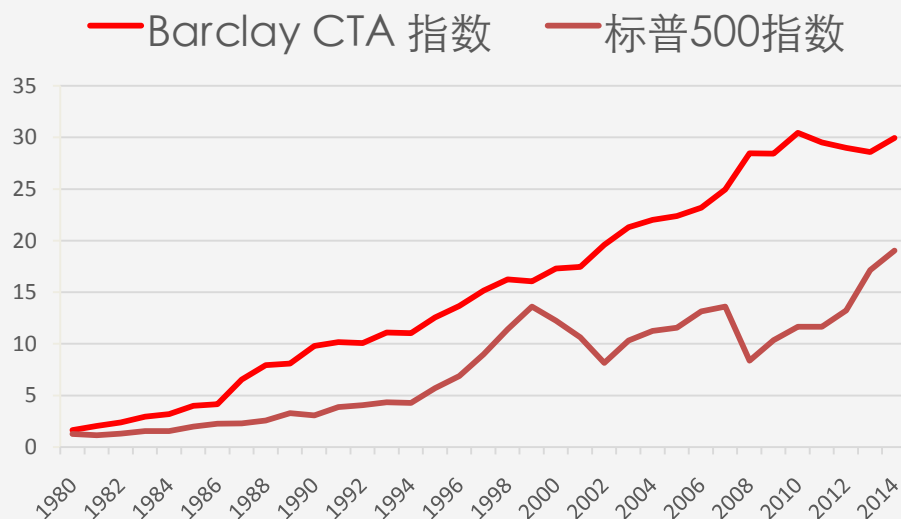
不同品种下CTA的管理资金额



Barclay CTA指数表现（1980年-2014年）

- 1980年以来，CTA指数的累计净值为29.9，而标普500为19.0。
- CTA指数与市场其他指数相关性很小。

净值曲线

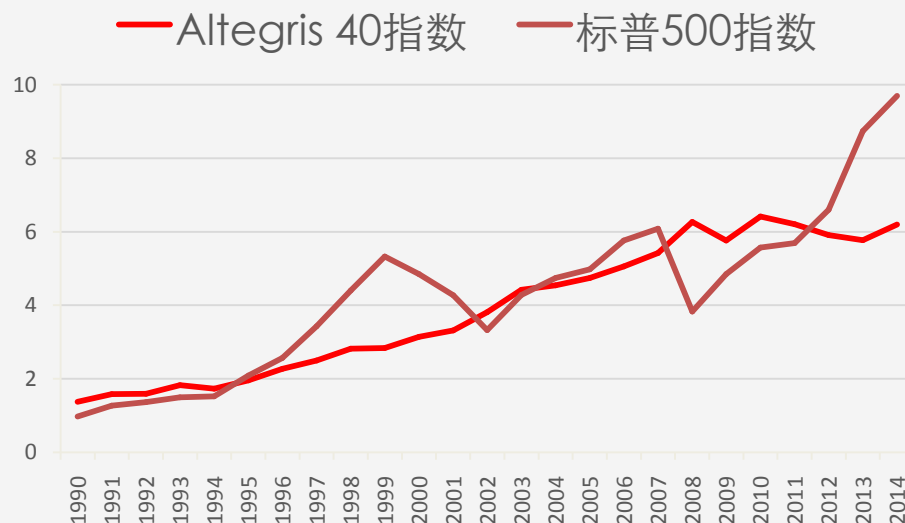


各项指标

年化收益率	10.27%
夏普比率	0.38
最大回撤	-15.66%
与标普500的相关性	0.01
与美国债券市场相关性	0.13
与国际债券市场相关性	0

Altegris 40指数与标普500指数的比较（1990年 - 2014年）

净值曲线



指标比较

	Altegris 40	SP500 TR
累积收益率	519.31%	893.01%
年化收益率	7.62%	9.65%
年化标准差	11.48%	14.64%
夏普比率	0.45	0.49
最大回撤	-15.74%	-50.95%

01

03

04

02

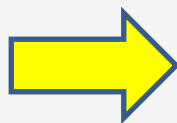
| 投资机会 |

>

2016年牛市三部曲

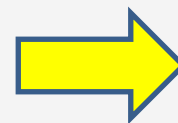
黑色系

1月-4月



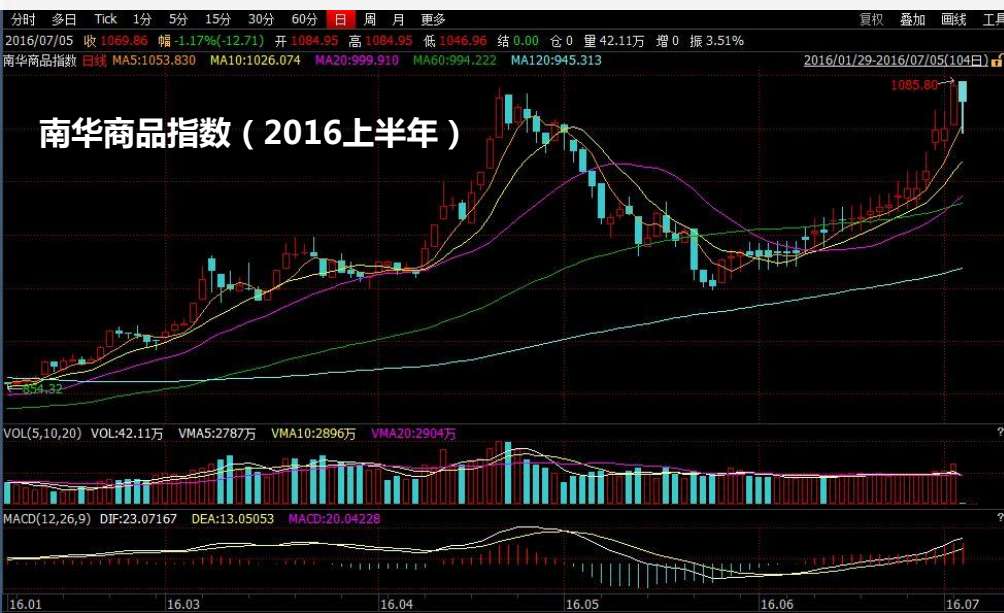
农产品

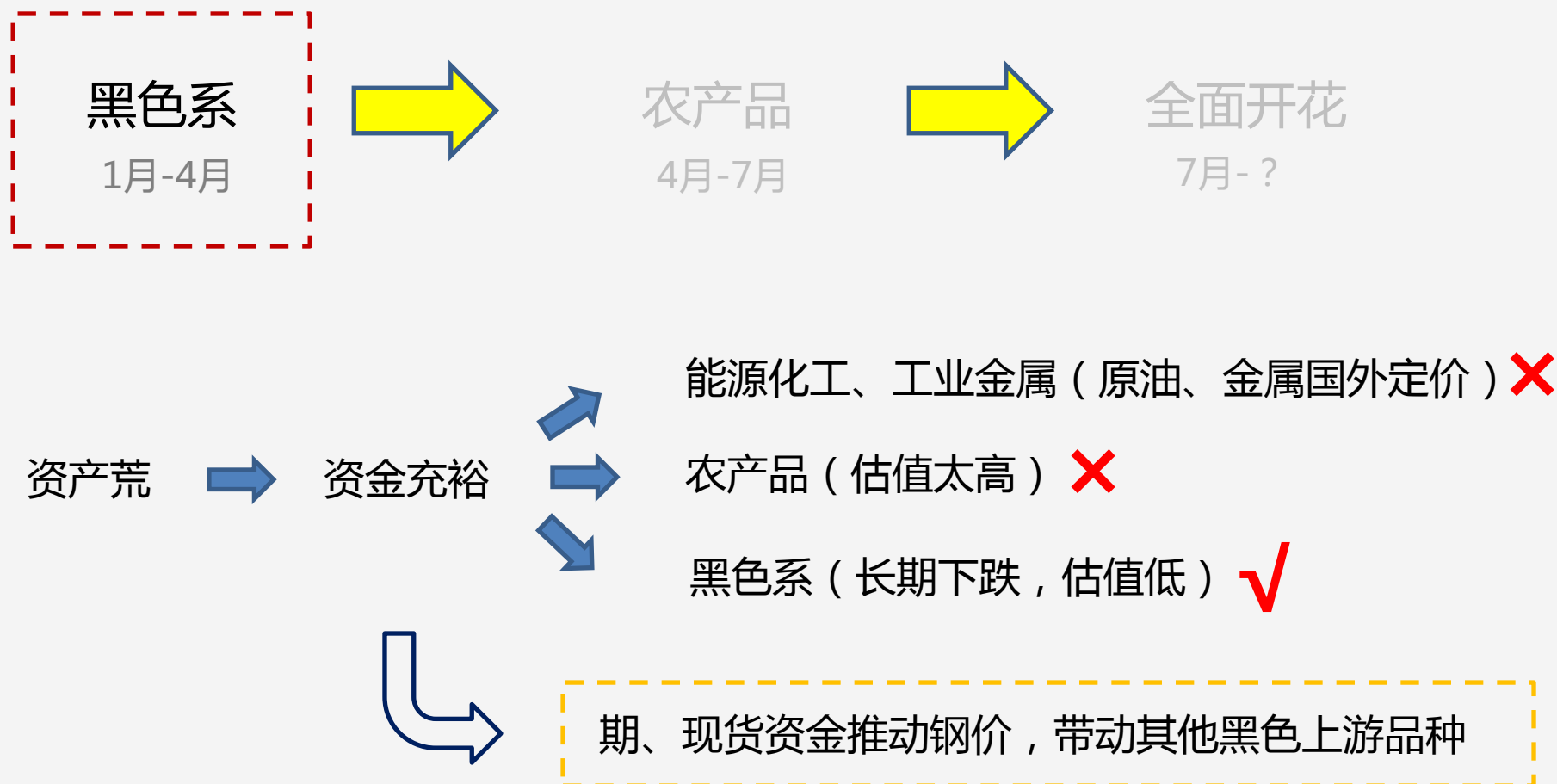
4月-7月

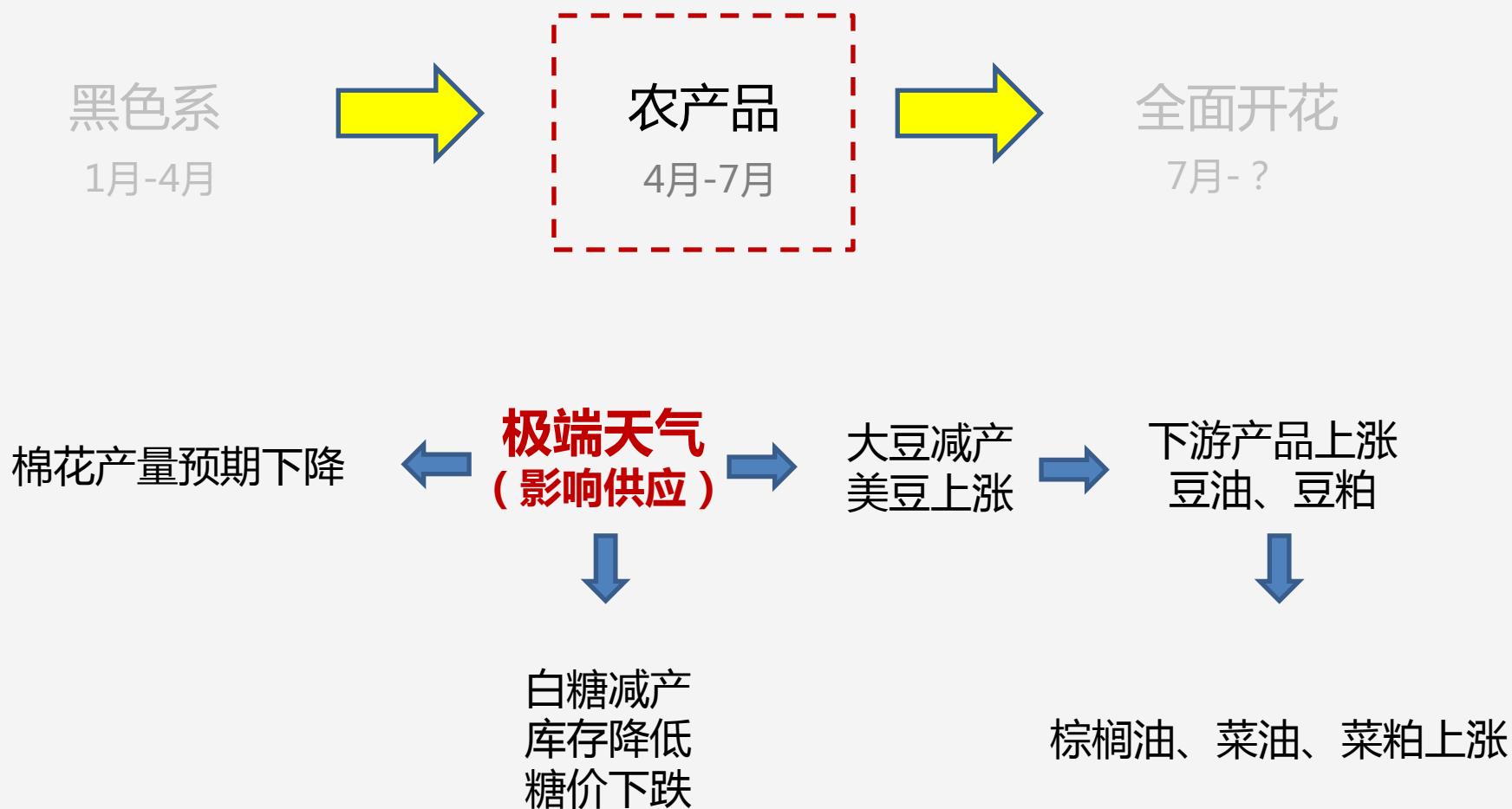


全面开花

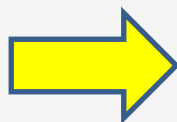
7月- ?



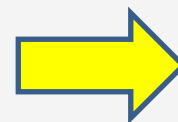




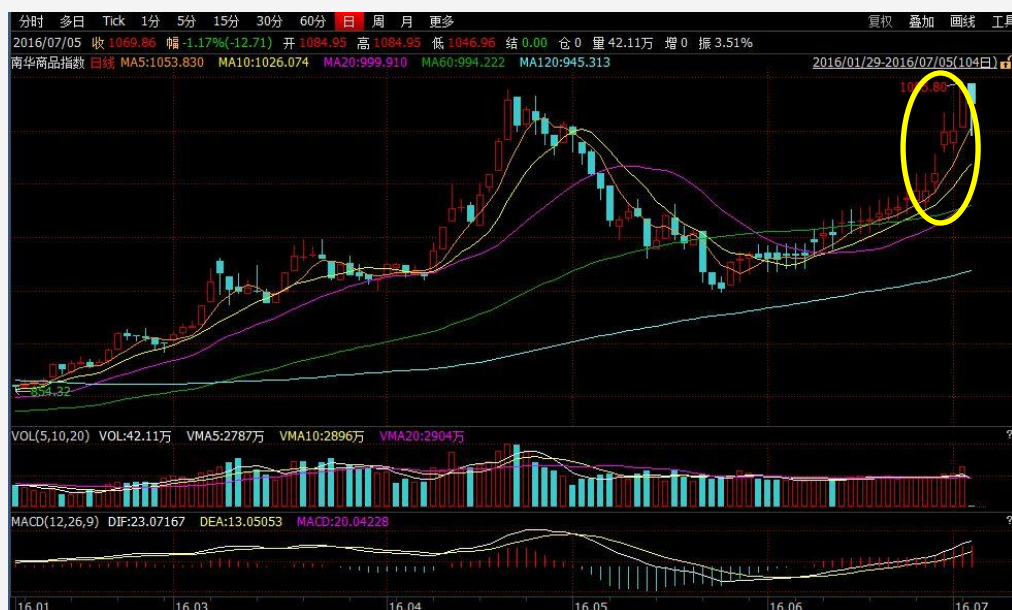
黑色系
1月-4月



农产品
4月-7月



全面开花
7月-?



2016-6-27至2016-7-1

商品指数单周上涨超7%

能源化工、工业金属、贵金属纷纷跟上

豆粕

- 拉尼娜预期并未缓解，极端天气情况不断发生
- 豆粕四年一次牛市，背后隐藏天气变化的周期性
- 每次牛市分两个波段完成，中期调整2-3个月



贵金属

- 美元升值，人民币贬值，趋势已形成
- 商品价格上涨，通胀预期



黄金指数



白银指数

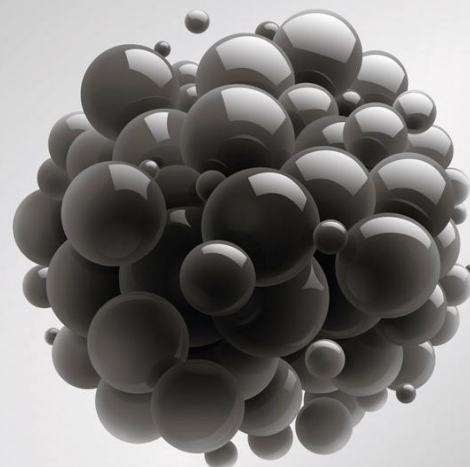
黑色系

需求：地产、基建规模萎缩，建材终端需求减小

供应：库存大，钢厂、焦化厂，上半年被迫开工，供应上升



与去产能政策相背离



abstract
DESIGN
eps10 vector

01

02

04

03

| 交易策略 |

>

商品绝对收益产品主要交易策略：

- 套利策略（期现、跨期、跨市场、跨品种）
- 中高频方向性策略
- 中长线趋势跟踪策略

套利策略——期现套利

- 期现套利必须交易大量的商品实物，这对国内大多数机构投资者并不合适



套利策略——跨期套利

- 技术流：对某一品种主力合约和次主力合约的**价差**做**统计**（一般是厚尾分布），然后选取恰当的分位数设定**阈值**，则可进行反转套利。
- 基本面流：以商品**持有成本**为核心进行基本面分析并套利

套利策略——跨市场套利

- 对于同一种商品，交易所与原产地的距离会影响价格
- 套利的效果需考虑汇率的变动
- 交易所制度的不同（如涨跌停板制度、交易时间等）也会影响套利

套利策略——跨品种套利（基于等式平衡）

■ 螺纹钢与铁矿石、焦炭

钢铁生产中最重要的原料就是铁矿石，其次是焦炭。生产1吨生铁，大约需要1.5-2吨的铁矿石，0.4-0.6吨的焦炭。

■ 大豆与豆油、豆粕

压榨加工大豆，可以产出豆油并剩下豆粕

$100\% \text{大豆} = 18.5\% \text{豆油} + 80\% \text{豆粕} + 1.5\% \text{损耗}$

套利策略——跨品种套利（基于强相关性）

■ 焦煤与焦炭

焦煤是焦炭的上游产业，1.3吨焦煤可以产出1吨焦炭

■ 豆油、棕榈油与菜籽油

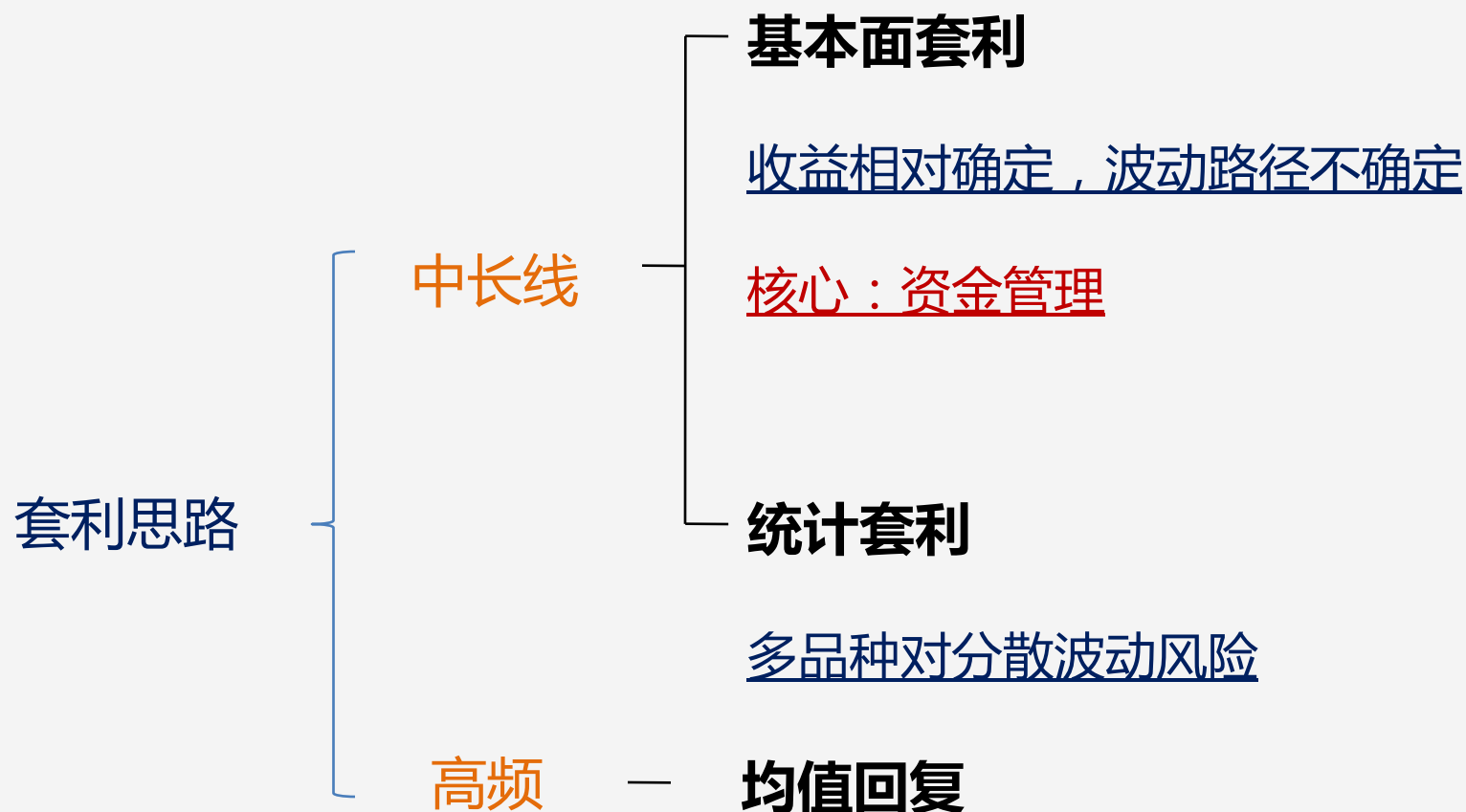
豆油、棕榈油与菜籽油均为食品添加剂，互为替代品

■ 热轧卷板与螺纹钢

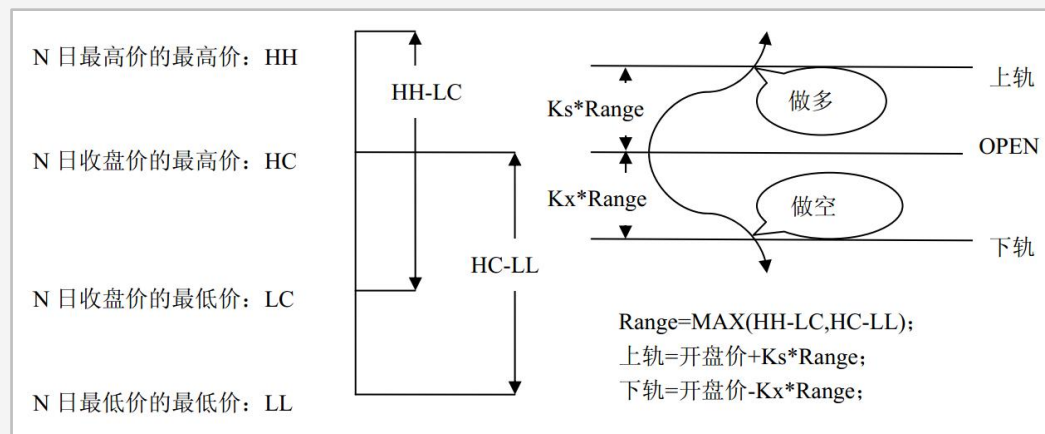
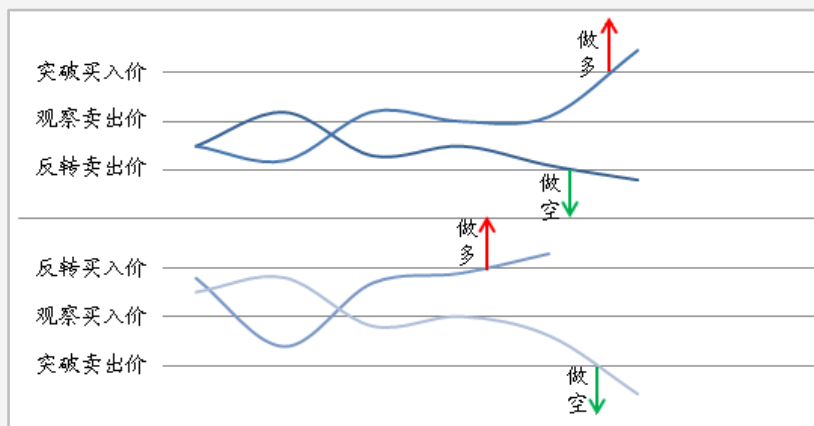
热轧卷板是一种钢板，以板坯为原料

热轧卷板与螺纹钢同为钢材，因此两者价格具有较好的相关性

套利策略——跨品种套利（基于强相关性）



短线投机策略：



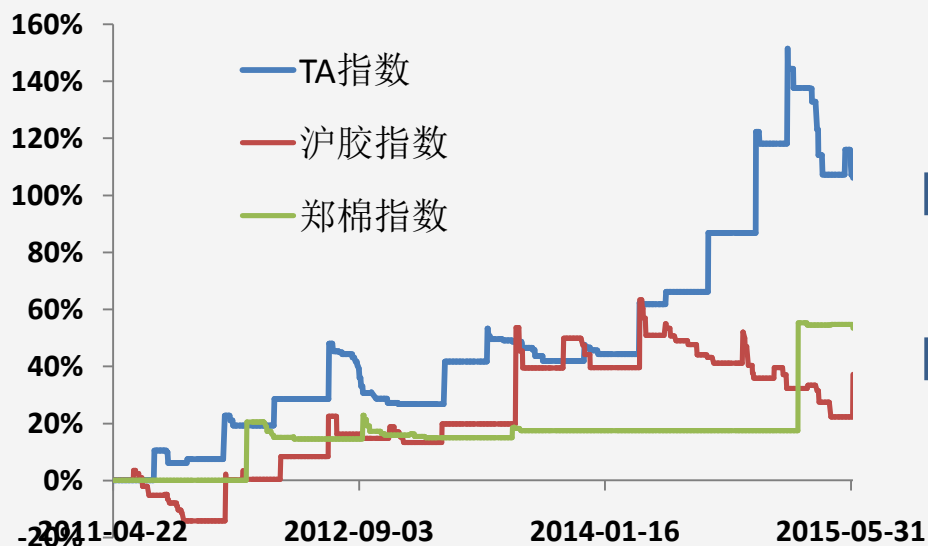
EMDT、SMT、SLM等在金融期货上表现良好的策略：**在商品上有效性大打折扣**

日内波动特征不同于金融期货

海外对冲基金主流思路：

中长线趋势追踪，多品种分散风险

资金分配：{ 等权分配
马克维茨均值-方差
风险平价



01

02

03

04

| 总结 |

>

现货

公募基金

商品期货

券商资管产品

私募基金

商品配置与投资渠道多样化

本文旨在对所研究问题的主要关注点进行分析，因此对市场及相关交易做了一些合理假设，但这样会导致建立的模型以及基于模型所得出的结论并不能完全准确地刻画现实环境。而且由于分析时采用的相关数据都是过去的时间序列，因此可能会与未来真实的情况出现偏差。本文内容并不是适合所有的投资者，客户在制定投资策略时，必须结合自身的环境和投资理念。

广发证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本报告只发送给广发证券重点客户，不对外公开发布。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券股份有限公司认为可靠，但广发证券不对其准确性或完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券或其附属机构的立场。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

本报告旨在发送给广发证券的特定客户及其它专业人士。未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。

THANKS - 谢谢



Thanks !
谢谢

地址: 广州市天河北路183号大都会广场 P.C.510075 电话: 020-87555888 传真: 020-87553600 WWW.GF.COM.CN