新闻

一文看懂原油ETF

一文看懂原油ETF 5-31 11:13:49

摘要

ETF是一种在交易所上市交易的、基金份额可变动的开放式基金,主要跟踪市场指数,以缩小跟踪误差以及降低交易成本为目的;

商品ETF的核心要素有运作模式、组织架构、投资模式、交易机制、产品费率及杠杆率;

我国目前有8支原油类ETF,主要投资海外上市油企及其ETF或原油期货ETF,基于我国原油期货的ETF的推出,有助于提升中国在世界原油定价中的影响力,能切实丰富投资渠道与工具选择,有利于投资者优化投资组合;

商品类ETF一大核心问题是减小跟踪误差,期货标的的ETF仍存在两大核心问题,其一,仓位问题,需充分利用期货市场的杠杆;其二,商品期货合约存在到期移仓会造成损失,针对这一问题,目前市场上主要有4大类展期策略,即标准展期策略、增强展期策略、跨越曲线展期策略及动态展期策略, 以当前INE原油的市场容量和流动性来看,增强展期策略以及动态展期策略虽然展期效果较好,但面临远端合约流动性不足的问题,相较之下,标准展期策略适用性较高,但存在展期成本较高、跟踪误差较大的不足。

一、商品ETF概述

ETF(Exchange Traded Fund,交易型开放式指数基金)是一种在交易所上市交易的、基金份额可变动的开放式基金,主要跟踪市场指数,以缩小跟踪误差以及降低交易成本为目的,具有透明度高、管理成本低、折溢价率低、交易便利、流动性好等优点;

一般ETF基金分为主动型与被动型,被动型一般跟踪股票、指数、债券与商品,主动型则有货币基金型。

而原油ETF是指以原油为基础资产,追踪价格波动的金融衍生品。相较于原油期货以及期权类投资产品,ETF杠杆率低,成为低风险偏好投资者们更容易的选择。



2014年12月16日,证监会正式发布《公开募集证券投资基金运作指引第一号:商品期货交易型开放式基金指引》规定了商品期货ETF的定义、投资范围以及披露制度、申赎规定、风险管理、监管要求等其余法规。

2015年8月6日,我国第一支商品期货交易型公募基金,国投瑞银的白银LOF正式成立,该基金投资于上期所的白银期货,其持有的白银期货的合约价值不低于基金资产净值的90%,不高于110%,并根据合约的期现、流动性等状况合理地进行优化。

根据证监会披露的基金募集申请核准进度公示表,截止至2019年5月,共有13支商品期货基金等待核准,涵盖品种从能源化工到有色金属,从贵金属到饲料、白糖等,范围广泛。

基金管理人	基金托管人	申请事项		
南方	工商银行	铜交易开放式指数基金		
工模時位	农业银行	黄金交局型开放式基金		
工银鸡佰	农业银行	黄金交易型开放式基金联接基金		
安傷	招商证券	白銀期货交易型开放式基金		
华夏	建设银行	饲料豆铂期货交配型开放式基金联接基金		
华夏	建设银行	饲料豆粕期货交易型开放式基金		
博时	建设银行	有色金尾期货交易型开放式指数基金		
华夏	农业银行	白禮關告交易型开放式证券投资资金联接基金		
华夏	农业银行	白糖期货交易型开放式基金		
建信	交通银行	黄金期货基金 (LOF)		
大成	农业银行	有色金属期货交易型开放式指数基金联接基金		
一 類信日报网	农业银行	有色金龍聯資交襲型开放式指數基金		
www.qhrb.com.cn	农业银行	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		

截止目前,我国有8支原油类ETF,其中3支投资海外上市油企,5支投资海外上市油企ETF或原油期货ETF,全部为无杠杆产品。

基金各称	基金代码	流運市值 (百万美元)	成立时间	投资标的
华宝油气	162411	155.6	2011/9/1	美国页岩油上市公司
国事商品	160216	10.88	2012/5/1	2015 年第一季度后调仓为重仓原油期货 ETF
南方原油	501018	9.28	2016/6/1	原油網货ETF
华安石油基金	160416	3.51	2012/3/1	全球大型油企、页岩油公司
易方达原油	161129	3.36	2016/11/1	原油網鎖ETF
直实原油	150723	1.87	2017/4/1	原油開货ETF
发道球斯美国原由	162719	1.28	2017/2/1	美国页岩油上市公司
一期 集日 www.ghrb	报网208	0.33	2011/9/1	大型油企、页岩油公司以及油服公司的原油类 ETF

后续基于国内原油期货的ETF的推出,首先有助于提升中国在世界原油定价中的影响力。中国是世界原油的主要消费国之一,但原油定价权仍掌握在欧美市场手中,而我国原油ETF的发展,将加快推动国内现货原油市场和期货原油市场的共同发展,提升中国在世界原油定价中的国际影响力。

其次,原油作为大众辨识度较高的商品,接受度更广泛,能切实丰富投资渠道与工具选择,有利于投资者优化投资组合,做好风险配置。

二、投资运作模式

分类

根据运作方式不同,商品ETF可分为实物支持ETF与非实物支持ETF两大类。 实物支持ETF直接持有实物资产或相关仓单,管理机制清晰透明,可以随时以基金份额兑换实物,如全球最大的SPDR黄金ETF、SLV白银ETF;

不持有实物资产,投资于与大宗商品相关的衍生品,以期货为主,间接复制商品的价格走势与变动,以最小化跟踪误差为目标,成立于2006年的USO是第一支跟踪原油的商品ETF,也是美国规模最大的原油商品ETF,其标的为WTI,目的为尽可能复制原油现货价格走势。

基本要素

1.组织架构

实物支持商品ETF与非实物支持商品ETF均主要以信托方式设立,但两者在监管上及组织架构上仍具有一点差异性。



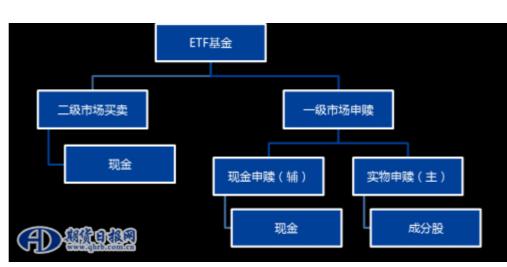
2.投资模式

实物支持商品ETF在投资管理模式上较为简单,采用完全被动式的管理方式,既不向外借贷支付运营开支,也不投资于其他流动性资产上,其日常经营活动也较为局限:1)存入实物,发行ETF份额;2)应对ETF份额赎回,取出实物;3)卖出实物,支付基金费用。

非实物支持商品ETF的投资管理过程较为复杂,对主动管理的要求较高。例如,由于商品期货合约存在着时效性,展期策略的选择至关重要,管理人需要选择合适的展期合约和展期时机,同时也需要对商品权重做出合理的调整。

3.交易机制

ETF基金既可以像封闭式基金一样在交易所的二级市场上使用现金进行交易,也可以在交易所内使用标的资产或现金对基金进行申购和赎回。



4.产品费率

产品费率上而言,实物支持商品ETF的平均费率明显低于非实物支持商品ETF的平均费率,反向及杠杆型ETF费率普遍高于传统ETF,能源类ETF的平均费率水平最高,而贵金属ETF最低。

一文看懂原油ETF

United States Brent Oil Fund, LP (BNO)
DB Oil Fund
美国USO原由ETF
Proshare U/S DI-UBS正可2倍做空原油
Proshare ULT正向2倍做空原油
美国DNO反向原油ETF
Proshare正向2倍白银ETF
Powershare DB农产品ETF
Powershare DB农产品ETF
Powershare DB基本金属ETF
SPDR黄金ETF
0.40%

10.40%
10.40%
10.40%
10.40%
10.40%
10.40%
10.40%
10.40%
10.40%
10.40%
10.40%
10.40%
10.40%
10.40%
10.40%
10.40%
10.40%
10.40%
10.40%
10.40%
10.40%
10.40%
10.40%
10.40%
10.40%
10.40%
10.40%
10.40%
10.40%
10.40%
10.40%
10.40%
10.40%
10.40%
10.40%
10.40%
10.40%
10.40%
10.40%
10.40%
10.40%
10.40%
10.40%
10.40%
10.40%
10.40%
10.40%
10.40%
10.40%
10.40%
10.40%
10.40%
10.40%
10.40%
10.40%
10.40%
10.40%
10.40%
10.40%
10.40%
10.40%
10.40%
10.40%
10.40%
10.40%
10.40%
10.40%
10.40%
10.40%
10.40%
10.40%
10.40%
10.40%
10.40%
10.40%
10.40%
10.40%
10.40%
10.40%
10.40%
10.40%
10.40%
10.40%
10.40%
10.40%
10.40%
10.40%
10.40%
10.40%
10.40%
10.40%
10.40%
10.40%
10.40%
10.40%
10.40%
10.40%
10.40%
10.40%
10.40%
10.40%
10.40%
10.40%
10.40%
10.40%
10.40%
10.40%
10.40%
10.40%
10.40%
10.40%
10.40%
10.40%
10.40%
10.40%
10.40%
10.40%
10.40%
10.40%
10.40%
10.40%
10.40%
10.40%
10.40%
10.40%
10.40%
10.40%
10.40%
10.40%
10.40%
10.40%
10.40%
10.40%
10.40%
10.40%
10.40%
10.40%
10.40%
10.40%
10.40%
10.40%
10.40%
10.40%
10.40%
10.40%
10.40%
10.40%
10.40%
10.40%
10.40%
10.40%
10.40%
10.40%
10.40%
10.40%
10.40%
10.40%
10.40%
10.40%
10.40%
10.40%
10.40%
10.40%
10.40%
10.40%
10.40%
10.40%
10.40%
10.40%
10.40%
10.40%
10.40%
10.40%
10.40%
10.40%
10.40%
10.40%
10.40%
10.40%
10.40%
10.40%
10.40%
10.40%
10.40%
10.40%
10.40%
10.40%
10.40%
10.40%
10.40%
10.40%
10.40%
10.40%
10.40%
10.40%
10.40%
10.40%
10.40%
10.40%
10.40%
10.40%
10.40%
10.40%
10.40%
10.40%
10.40%
10.40%
10.40%
10.40%
10.40%
10.40%
10.40%
10.40%
10.40%
10.40%
10.40%
10.40%
10.40%
10.40%
10.40%
10.40%
10.40%
10.40%
10.40%
10.40%
10.40%
10.40%
10.40%
10.40%
10.40%
10.40%
10.40%
10.40%
10.40%
10.40%
10.40%
10.40%
10.40%
10.40%
10.40%
10.40%
10.40%
10.40%
10.40%
10.40%
10.40%
10.40%
10.40%
10.40%
10.40%
10.40%
10.40%
10.40%
10.40%
10.40%
10.40%
10.40%
10.40%
10.40%
10.40%
10.40

5.杠杆率

杠杆ETF一般是通过运用股指期货、互换合约等杠杆投资方法,来实现每日追踪目标指数收益的正反向一定倍数(一般±1至±3倍)。

	反向 ETF	双倍做多	双倍做空	三倍做多	三倍做空
大型股	SH/DOG	SSO/DDM	SDS/DXD	UPRO/UDOW	SPXU/SDOW
能源行业	DDG	DIG	DUG	ERX	ERY
黄金矿产行业	-	9.	546	NUGT	DUST
中国股票	YXI	ХРР	FXP	2	
石油	DNO	uco	sco	-	
黄金	DGZ	DGP/UGL	DZZ/GLL		4
一型 期货日报网 www.qhrb.com.cn/FXE		AGQ	ZSL		-
		EUO	ULE		- 2

三、核心风险及应对策略

商品类ETF一大核心问题是减小跟踪误差,一般而言,直接选择期货为标的的商品ETF追踪现货价格的误差会明显优于以相关股票为标的的ETF。

但期货标的的ETF仍存在两大核心问题。其一,仓位问题,一般而言商品ETF基金仓位并不会全部投资于期货合约,会部分投资于债券或货币类产品,以应对流动性需求。而该问题的主要应对方式即充分利用期货市场的杠杆。

其二,商品期货合约存在有效期限制,需更换合约,而和月间价格的错位会导致移仓换月时产生额外的费用及损失。针对这一问题,目前市场上主要有4大类展期策略,即标准展期策略、增强展期策略、跨越曲线展期策略及动态展期策略。

标准展期策略

标准展期策略主要投资于单一期货合约,展期计划固定。

国外商品期货合约多为连续活跃合约,其商品ETF通常选用近月合约或次近月合约作为展入合约,同时为避免展期期间价格跳跃情况,通常进行平滑处理,即等持仓量或者等持仓金额分X个交易日(一般为3-5日)进行展期,早期海外商品ETF大多展期时间和频率固定,减少了复杂的计算程序,但频 繁展期会增加展期成本以及跟踪误差,拉低投资收益。



与国外不同的是,国内受制于流动性限制通常选用期货品种主力合约,由于主力合约是持仓量最大合约,导致主力合约无法提前预知,因而采取非固定频率展期策略:

- 1) 实时判断是否需要展期,展期日期和展入合约不确定;
- 2) 展入合约单一,根据连续m天判断n天的累计持仓量或累计成交量最大来判断:

如果存在新的合约连续m天n天累计持仓量超过当前主力合约,则展入新主力合约;若存在多个合约累计持仓量相同,则选择成交量最大的合约展入;若多个合约累计持仓量与成交量均相同,则选择交割月份最近的合约展入

- 3)与固定频率类似,等持仓量或者等持仓金额分X个交易日进行展期,以维持ETF表现的平稳性、连续性
- 4)保证了商品指数的连续性,但由于无法提前预知下一展入合约,展期收益较低,拉低总收益率
- 由于上市初期SC成交量与持仓量均较低,故选取2019年以来SC的历次换月进行测评,策略参照白银LOF,为自换主力合约第一日起开始分3日移仓:

2019年以来各移仓策略损益对比如下,3日移仓表现较好,但值得注意的是当前SC换主力时点较晚,故换主力后第四日开始移仓或导致无法再最后交易日前完全移完仓,且由于上市不久样本较少,未来可能仍需继续跟踪策略表现。

		SC1901-SC1903	501903-501904	SC1904-SC190S	SC1905-SC1906	SC1906-SC1906
3日移仓	換主力尼第一日开始移仓	-3.20%	-0.92%	1.72%	4.47%	-7.29%
	换主力后第四日开始移仓	2.38%	-3.10%	-0.05%	-2.55%	-
4日移位	換主力后第一日开始移仓	-5.23%	-0.95%	-0.09%	4.90%	-7.66%
1日移仓		-2.75%	-1.55%	1.01%	-0.49%	-0.14%

增强展期策略

增强展期策略与标准展期策略相似,展期计划都是事先确定的;

增强展期策略展入单一期货合约,展期频率固定,一般在临近到期时根据商品品种特点,展入中端至远端的流动性相对较强合约,例如,2019年3月末展入2020年4月到期的合约;

由于该策略展入合约为剩余期限较长合约,可以避免因频繁展期造成展期损失,从而降低指数跟踪成本,但局限性在于要求远端合约流动性较强,同时长时间持有同一份合约风险较高;

当前国内原油期货远端合约流动性较差,制约了该策略的适用性。

跨越曲线展期策略

基于增强展期策略的一个演化史跨越曲线展期策略,即等权重的持有多个期货合约到目标到期日相当于做了一个历史平滑处理,展期损失会相应减少,但是同时展期收益也会随之减少;

USL采用等权重的方法将仓位平均分布在12个原油合约上,在每月的近月合约临近到期时,USL卖出近月合约并买入距离此时约有12个月到期的远月合约,只将全部投资组合的十二分之一进行移仓换月。



若把该策略转嫁到国内INE原油上,基于流动性考虑,可持有近端两个合约,每次向隔月合约展期。

动态展期策略

动态展期策略以特定的标准选择展入的合约,如以最大隐含展期收益率的合约作为展入合约。商品ETF中的DB Oil Fund、DBLCI Optimum Yield Indices指数均采用该方法。

以DBO为例,该ETF以未来13个月的合约未选择范围,选择在当前市场情况下隐含展期收益最大的合约作为展入合约,如果隐含展期收益相同,则选择交割月最近的合约展入,其中最佳"隐含展期收益率"基于每个合格商品期货合约的收盘价来计算。

对于当前国内原油市场而言,动态展期策略展期理论效果最佳,但同样由于远端合约流动性不足,面临较大的滑点风险,可操作空间较小。

综合考虑,以当前INE原油的市场容量和流动性来看,增强展期策略以及动态展期策略虽然展期效果较好,但面临远端合约流动性不足的问题,相较之下,标准展期策略适用性较高,但存在展期成本较高、跟踪误差较大的不足。(作者:陈雨桐)

Copyright © 2019 期货日报网. All Rights Reserved