

大宗商品通权达变之策

**Jim Wiederhold**

大宗商品与实物资产副总监

本文最初于 2021 年 6 月 9 日在 Indexology® 博客上发布。

[标普高盛商品动态展期指数 \(S&P GSCI® Dynamic Roll Index\)](#) 推出距今已有逾十年，是大型指数提供商编制的第一个动态展期类的商品期货指数。什么是动态展期？图表 1 详细描述了该过程。标普高盛商品动态展期指数采用灵活的月合约展期策略，以期降低期货溢价的负面影响以及潜在限制因商品市场变化而带来的波动，同时为投资者提供高流动性的宽基商品指数。尽管投资大宗商品具有对抗通胀、分散投资等好处，但市场参与者却往往对大宗商品退避三舍，其最主要原因是期货溢价(即期货价格升水)和波动。标普高盛商品动态展期指数或许有助于缓解投资者的担忧。

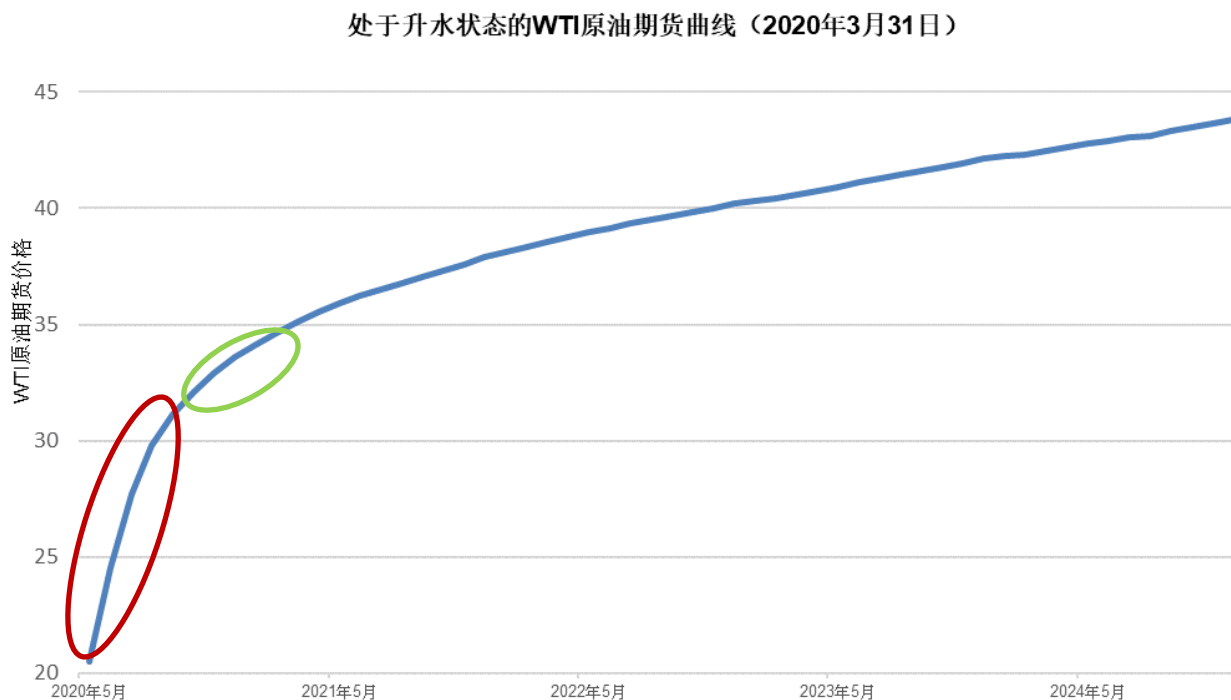
图表 1：标普高盛商品动态展期指数编制方法构建

方面	描述
股票池	每年根据标普高盛商品指数的规则挑选大宗商品。截至 2021 年，标普高盛商品指数由 24 个实物大宗商品期货组成，分属能源、农业、禽畜、工业金属和贵金属五大板块。
权重	采用标普高盛商品指数的相同规则确定权重。指数中的每种商品都会根据全球产量进行加权处理，并根据期货交易量进行调整。
滚转	该指数按照标普高盛商品指数的相同规则，在每个月的第 5 个至第 9 个营业日进行滚转。
动态滚转矩阵	一种商品的动态滚转矩阵是指该大宗商品的所有符合条件的合约月份列表，每月一次。根据未平仓量和成交量衡量的流动性状况来确定合约月份是否符合条件，每年核验一次。
排名次序	将对每种商品分配一个合约数目，代表其具有最高隐含展期收益率的最佳合约集。合约数目也被称为排名次序，它是基于业绩影响的历史检验，对象是持有指数中隐含展期收益率第二、第三或第四高的合约的商品，而不是总是持有隐含展期收益率最高的合约。
动态展期算法	在确定排名次序后，将每月运行一次动态展期算法，以确定新合约，具体过程分为两步。第一步根据流动性和最高隐含展期收益率确定哪个合约将构成最佳合约集。第二步检查当前合约是否已在最佳合约集之中。如果是，则指数保留其头寸；否则，动态展期算法将选出隐含展期收益率最高的合约。

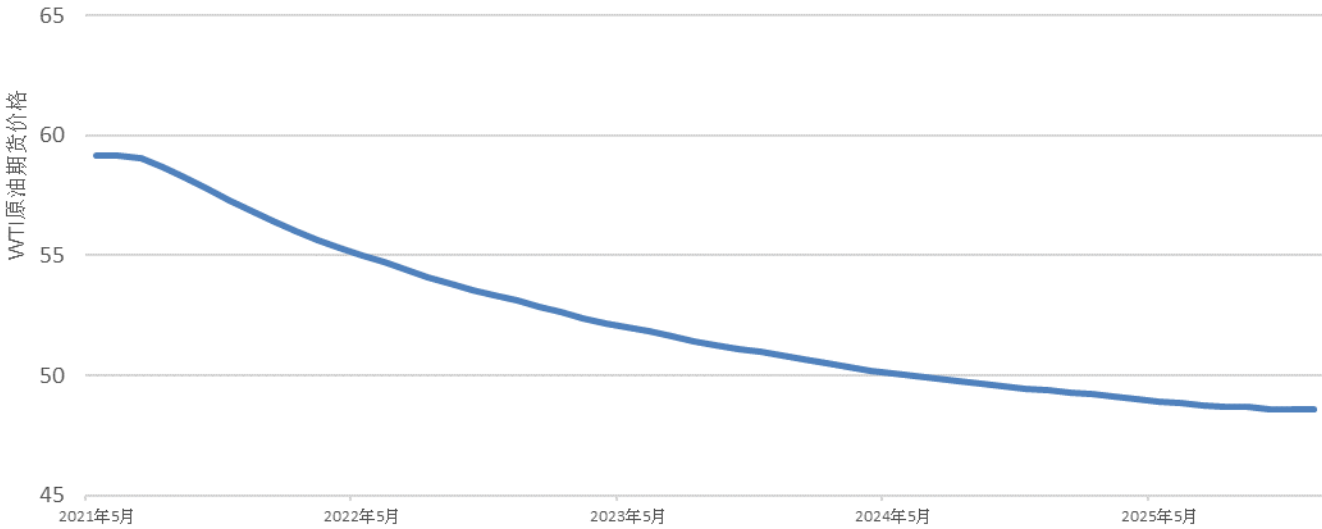
资料来源：标普道琼斯指数有限责任公司。截至 2021 年 6 月 10 日的数据。表格仅供说明用途。

展期收益率或利差可增加或减少大宗商品的回报。任何以大宗商品期货作为基础工具的大宗商品投资产品，须不断地将到期的较短期合约进行再投资或展期为较长期合约，以维持对有关大宗商品连续投资。倘期货曲线向上倾斜（处于期货溢价状态），展期收益率将为负数。倘期货曲线向下倾斜（处于现货溢价状态），展期收益率将为正数。当期货曲线处于升水状态时，应延长头寸持有时间至期货曲线较远端，此处曲线较平坦，每次头寸展期都会减少负利差，而不应停留在升水结构最陡峭的近月合约。图表 2 显示了在 2020 年疫情封锁之初出现的原油市场高额升水。标普高盛商品动态展期指数在曲线上的位置（黄色）较一般的近期投资（蓝色）靠后，该位点的升水结构最陡峭，从而降低了负展期收益率的影响。而当 2021 年 3 月原油市场处于现货溢价状态时，在期货曲线前端持仓对投资者有利。

附表 2: WTI 原油市场期货曲线



处于贴水状态的WTI原油期货曲线（2021年3月31日）

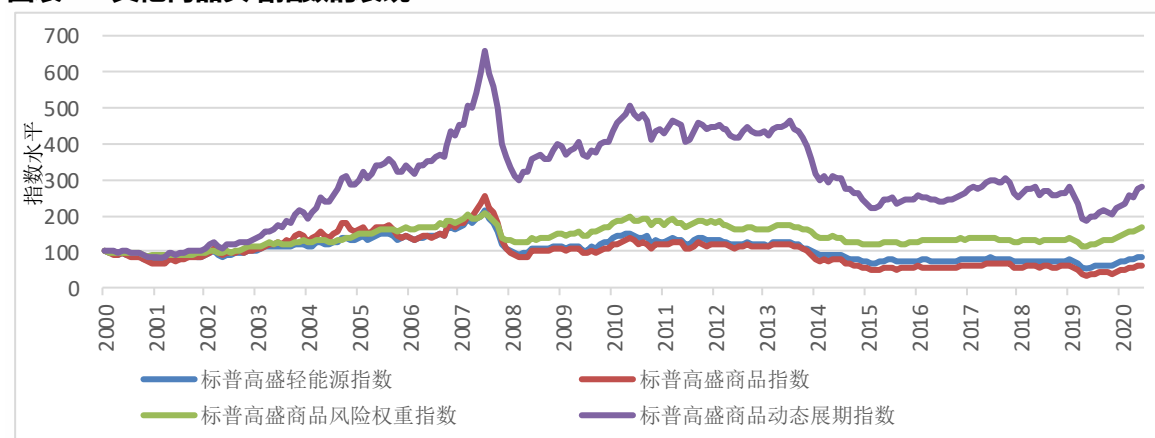


资料来源：标普道琼斯指数有限责任公司和 Refinitiv。第一个图表的数据截至 2020 年 3 月 31 日，第二个图表的数据截至 2021 年 3 月 31 日。过往表现不保证未来投资结果。图表仅作说明用途。

2021 年，在标普高盛商品指数的 24 个大宗商品成分合约中，处于现货溢价状态的不在少数，正展期收益率带来的积极吸引力是当前市场关注大宗商品投资的原因之一。在展期收益率持续多年为负之后，大宗商品投资正在为投资者带来回报。标普高盛商品动态展期指数旨在期货曲线前端持有头寸，从而从期货溢价中获利。

在解释期货溢价情况之后，下文将讨论商品的波动性。正如我们之前几篇博文所述¹，大宗商品通常是最不稳定的资产类别，导致一些风险厌恶型市场参与者敬而远之。标普高盛商品动态展期指数的目的是为了能够将头寸持有期延续至期货曲线远端较平坦处，限制对波动性更高、近期或现货价的投资。图表 3 显示了标普高盛商品动态展期指数与标普高盛商品指数和其他常见商品贝塔指数的历史表现比较。

图表 3：其他商品贝塔指数的表现



指数	年化收益率 (%)			年化波幅 (%)			风险调整后收益		
	1年	3年	5年	1年	3年	5年	1年	3年	5年
标普高盛商品动态展期指数	42.1	-2.1	2.6	14.1	20.2	16.6	3.0	-0.1	0.2
标普高盛轻能源指数	50.5	1.2	2.5	11.5	17.3	14.2	4.4	0.1	0.2
标普高盛商品风险权重指数	43.7	6.6	6.2	8.0	11.7	9.8	5.4	0.6	0.6
标普高盛商品指数	58.6	-3.6	0.9	17.7	23.5	23.5	3.3	-0.1	0.0

资料来源：标普道琼斯指数有限责任公司。截至 2021 年 5 月 28 日的的数据，基准于 2000 年 12 月重新调整为 100。指数表现按美元计值的总回报计算。过往表现不保证未来投资结果。图表仅作说明用途。

标普高盛商品动态展期指数或许是 2021 年实现低波动、高收益大宗商品投资的良策。浏览我们的[全球指数领域页面](#)，了解更多关于我们指数和大宗商品的信息。

如欲阅读更多博客文章，请浏览英文网站 www.indexologyblog.com 并订阅我们最新发布的文章。

本博客中的文章仅为提供意见，并非建议。请阅读我们的[免责声明](#)

¹ <https://www.indexologyblog.com/category/commodities/#categories>

一般免责声明

版权©2021，标普道琼斯指数有限公司（S&P Global的分支机构）。版权所有。标普®及标普 500®是 Standard & Poor's Financial Services LLC（S&P Global的分支机构）（「标普」）的注册商标。Dow Jones®是 Dow Jones Trademark Holdings LLC（「道琼斯」）的注册商标。商标已授予标普道琼斯指数有限公司。未经书面许可，不得转发、复制及 / 或影印全部或部分有关内容。本档不构成标普道琼斯指数有限公司、道琼斯、标普或其各自附属公司（统称「标普道琼斯指数」）在未获所需牌照的司法管辖区内提供服务的要约。标普道琼斯指数提供的所有数据均为通用信息，未必满足任何人士、实体或人群的具体需要。标普道琼斯会就向第三方提供指数授权收取报酬。指数的过往数据并非未来表现的保证。

投资者不能直接投资于指数。对指数所代表的资产类别的投资，可通过基于该指数的可投资金融工具进行。标普道琼斯指数并未发起、认可、销售、推广或管理由第三方提供并旨在依据任何指数的表现提供投资回报的任何投资基金或其他投资工具。标普道琼斯指数不保证基于指数的投资产品会准确跟踪指数表现或提供正投资回报。标普道琼斯指数有限公司并非投资顾问，标普道琼斯指数不会对投资任何此类投资基金或其他投资工具的适当性作出任何陈述。投资者不应根据本档所载声明的任何内容，作出投资于任何此类投资基金或其他投资工具的决策。我们建议有意投资人士仅在仔细考虑投资此类基金的相关风险（详情载于投资基金或其他投资产品或工具的发行人或其代表编制的发行备忘录或类似档）后，才投资于任何此类投资基金或其他投资工具。指数纳入任何证券，并不表示标普道琼斯指数建议买入、卖出或持有该证券，也不应视为投资建议。标普道琼斯指数根据个别指数成分股（由其交易所厘订）之收市价，计算旗下美国基准指数的收市价。

以上数据根据一般公众可用信息及可靠来源，仅为提供数据而编制。以上数据所载的任何内容（包括指数资料、评级、信用相关分析和资料、研究、估值、模型、软件或其他应用程序或由此得出的内容）或其任何部分（「内容」），未经标普道琼斯指数的事先书面许可，不得以任何方式予以修改、反向工程、复制或分发，或储存于数据库或检索系统中。有关内容不得用作任何非法或未经授权用途。标普道琼斯指数及其第三方数据提供商及许可人（统称「标普道琼斯指数相关方」）概不保证有关内容的准确性、完整性、及时性或有效性。标普道琼斯指数相关方概不对使用有关内容所导致的任何错误或疏忽负责。有关内容「按原状」提供。标普道琼斯指数相关方不会作出任何或所有明示或暗示的保证，包括但不限于任何适销性、特定目的或用途的合适性、无错误或无瑕疵。标普道琼斯指数相关方概不对任何一方使用有关内容导致的任何直接、间接、附带、惩戒性、补偿性、惩罚性、特殊或相应而生的损害赔偿、成本、开支、法律费用或损失（包括但不限于收入损失或盈利损失及机会成本）承担法律责任，即使在已获悉可能发生该等损失情况下亦然。