商品期货型 ETF/LOF—原油投资的便捷渠道

原油专题报告 **2017-12-5**

主要内容：

- 本文首先从 ETF/LOF 的传统定义出发，详细解读了两者的区别与联系，并以当前我国的市场概况为例，说明了两者在我国当前的发展；
- 其次，以 ETF 与 LOF 的跟踪误差阈值作对比，说明了为何投资于商品期货的基金误差一般要高于 ETF；
- 第二部分则详细回顾了从 2014 年底证监会《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》的发布，到第一支国内商品期货 LOF—国投瑞银白银 LOF 的成立，再到目前等待审批的 35 支商品期货基金的状况，并将 ETF 与 LOF 进行了实例比对；
- 随后则列举出了当前我国期货市场所存在的一些问题，以及等待审批的商品期货基金为何“难产”，最后则提出了一些新的视角，希望能为机构提供一些参考。

兴业期货研究部

能化组

贾舒畅

021-80220213

jiasc@cifutures.com.cn

更多资讯内容

请关注本司网站

http://www.cifutures.com.cn/

正文目录

1、 ETF/LOF 基金概述 5

1.1、ETF 市场概览 5

1.2、LOF 市场概览 5

1.3、跟踪误差 6

2、国内的商品期货型基金的发展 7

2.1、指引：证监会相关法律法规的发布 7

2.2、破冰：国内第一支商品期货型基金的发行 8

2.3、启航：多支商品期货基金审批中 8

2.4、求变：基金选择+期货市场进化 10

图表目录

图 1 沪深两市 ETF 分类概况.....5

图 3 ETF&LOF 之区别.....6

图 7 LOF 基金分类.....6

图 8 投资于商品的国际 LOF 基金.....6

图 7 LOF 跟踪误差年化阈值比较标准.....7

图 8 ETF 跟踪误差年化阈值比较标准.....7

图 7 美国 ETF 分类.....8

图 9 白银 LOF 净值表现.....8

图 10 基金份额.....8

图 11 等待核准的商品期货基金.....9

图 12 等待核准的商品期货基金.....9

图 7 现有商品 ETF 与 LOF 对比.....10

图 11 确认主力合约换月周期.....11

图 12 三日移仓举例.....11

图 7 移仓间收益率计算.....11

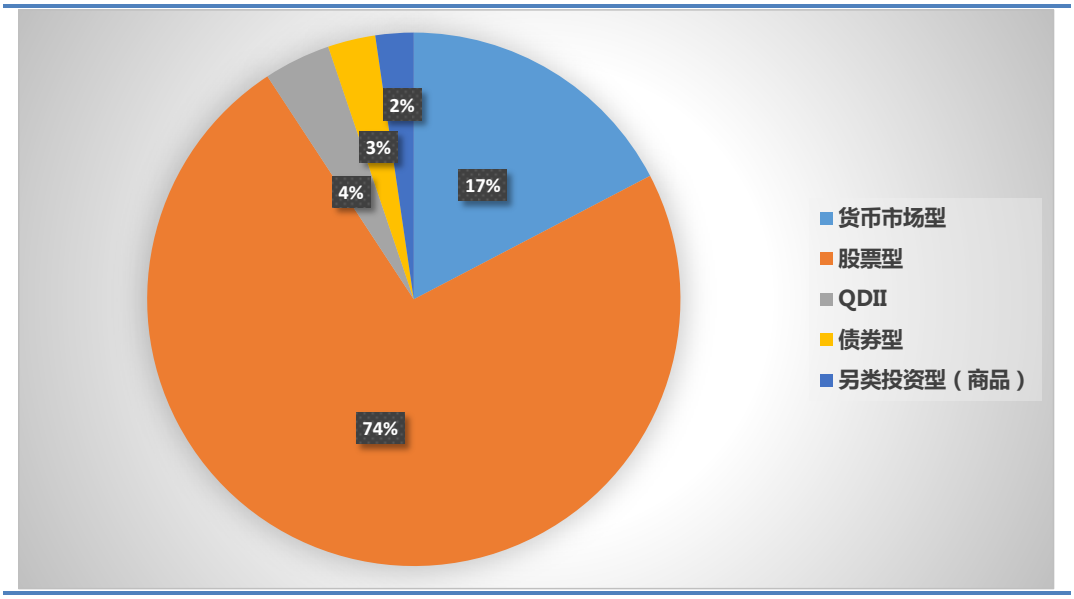
1、ETF/LOF 基金概述

1.1、ETF 市场概览

Exchange Traded Funds，简称 ETF，即交易所-交易型-基金，其交易方式有两种，一是一级市场的交易，可以通过现货申赎，也可以通过现金申赎，以国内的主流，股票 ETF 为例，既可以在一级市场以股票份额申赎，也可以以现金申赎；

而 ETF 基金同样可以在交易所的二级市场交易，与其余基金一样，使用现金交易，国内多数 ETF 以指数为标的，例如华夏的上证 50ETF，该基金通过复制一揽子股票等方式，以最小化误差跟踪上证 50 指数走势，为普通投资者提供了门槛较低的投资上证 50 的机会。

图 1 沪深两市 ETF 分类概况



数据来源：Wind、兴业期货研究咨询部

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；

而纵览沪深两市交易的 ETF 基金类型，发现从投资类型的一级分类看，目前 ETF 共分为货币市场型、股票型、国际股票型（QDII）、债券型一级另类投资型；

截止 12 月 5 日，沪深两市共有 ETF 基金 166 只，规模共计 3722.026 亿元，其中商品型 ETF 基金总规模为 67.1368 亿元；

股票型的 ETF 在国内仍旧占据主导地位，目前仅有易方达、博时、国泰及华安易富四支投资于黄金的商品型 ETF。

1.2、LOF 市场概览

Listed Open-ended Funds，又名上市开放式基金，投资者既可以在交易所场内申赎份额，也可在场外的销售机构申赎，与 ETF 的申赎方式基本类似，不同于 ETF 在一级市场

T+0 的申赎机制，LOF 为 T+2，二级市场则为 T+1，与 ETF 相同，一二级市场间的交易也不同于 ETF 的 T+0，为 T+2，效率低于 ETF；

LOF 不支持以实物申赎，仅能以现金对基金份额进行申赎，与大多的被动投资型的 ETF 不同，LOF 基金结合了主动型与被动型的投资方式，门槛也较 ETF 低，适合中小投资者，但费率较高。

图 2 ETF&LOF 之区别

	ETF	LOF
投资分类	被动指数型	被动指数型+主动管理型
申赎	份额+实物	仅现金
最低申赎份额	100万份	1000份
托管费+管理费	0.60%	1.25%
申购费	0	1.50%
赎回费	0	0.50%
信息披露	组合每日公布，净值实时公布	每日公布一次净值，半年公布一次组合

数据来源：上交所、兴业期货研究咨询部

目前上市交易的 LOF 基金中，混合型基金共 71 支，股票型基金 89 支，QDII 共 35 支，债券型基金 68 支，而跟踪国内商品走势的仅有国投瑞银的白银 LOF 一支；

但实际上投资于商品的，共有 10 支，除了国投瑞银之外，还有投资于国外黄金、原油等商品的国际基金，值得一提的是，ETF 中仅有四支投资于国内黄金商品型基金；

图 3 LOF 基金分类

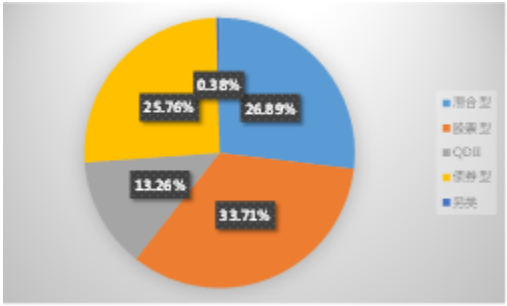


图 4 投资于商品的国际 LOF 基金

160216.SZ	国泰商品	国际(QDII)基金	国际(QDII)另类投资基金
160719.SZ	嘉实黄金	国际(QDII)基金	国际(QDII)另类投资基金
160723.SZ	嘉实原油	国际(QDII)基金	国际(QDII)另类投资基金
161116.SZ	易基黄金	国际(QDII)基金	国际(QDII)另类投资基金
161129.SZ	原油基金	国际(QDII)基金	国际(QDII)另类投资基金
161815.SZ	银华通胀	国际(QDII)基金	国际(QDII)另类投资基金
164701.SZ	添富贵金	国际(QDII)基金	国际(QDII)另类投资基金
165513.SZ	信诚商品	国际(QDII)基金	国际(QDII)另类投资基金
501018.SH	南方原油	国际(QDII)基金	国际(QDII)另类投资基金

数据来源：WIND、兴业期货研究咨询部

1.3、跟踪误差

多数投资者投资 ETF 或者 LOF 的目标很明确，一是投资一揽子股票组合获取超额收益，二是以更便捷的方式投资某种商品或某类指数；对于前者而言，ETF 或 LOF 的配置能力占据主导，对后者而言，尽可能复制标的走势，最小化跟踪误差能力占主导；

通过对比不难看出，LOF 的跟踪误差普遍高于 ETF，这是因为 LOF 还存在主动管理因

素，就国内的商品型基金而言，四支黄金 ETF 的年化跟踪误差标准限制在 2%-4%之内，而白银 LOF 则在 7%，造成如此巨大差异的原因在于前者投资于上海金交所的黄金现货，而后者投资于上期所的白银期货，涉及到移仓、开平仓费用等，且期货与现货之间也存在一定基差。

图 5 LOF 跟踪误差年化阈值比较标准

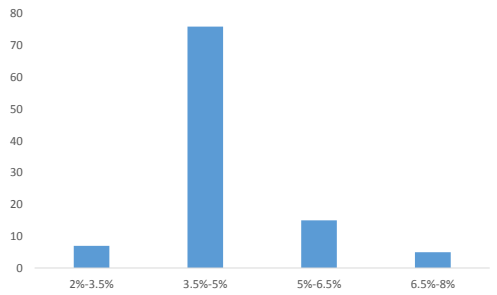
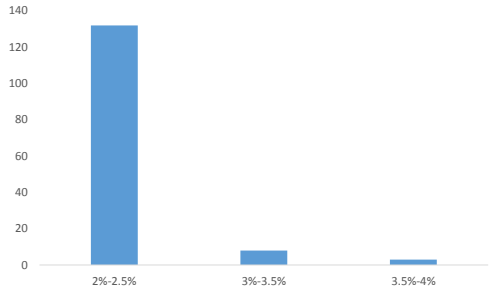


图 6 ETF 跟踪误差年化阈值比较标准



数据来源：WIND、兴业期货研究咨询部

2、国内的商品期货型基金的发展

2.1、指引：证监会相关法律法规的发布

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》，为商品期货基金的推出奠定了坚实的基础，是支持基金公司创新业务发展、引入机构投资者改善商品期货市场投资者结构、为广大中小投资者提供更便捷的投资期货的工具的三赢；

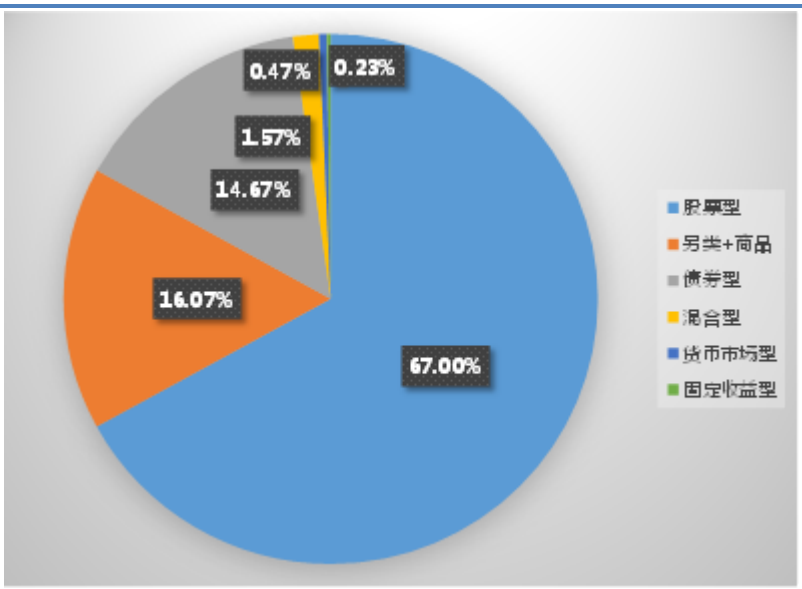
指引具体分为十条，规定了

- 商品期货 ETF 的定义：经过证监会批准设立的商品期货交易所挂牌交易的商品期货合约为主要策略，以跟踪商品期货价格或价格指数为目标，使用商品期货合约组合或基金合同约定的方式进行申赎，并在证券交易所上市交易的开放式基金；
- 投资范围：持有商品期货合约的价值合计（买入、卖出轧差计算）不得低于基金资产净值的 90%，不得高于基金资产净值的 110%，持有卖出商品期货合约应当用于风险管理或提高配置效率，投资于货币工具市场或证监会允许的其他金融工具不应少于 80%，并且为与实物与期货区分，规定不得办理实物商品的出入库业务；

以及披露制度、申赎规定、风险管理、监管要求等其余法规。

《指引》的推出具有重要的意义，国外商品型及另类投资型 ETF 基金发展迅速，为投资者提供了多样化、便捷的资产配置渠道，我国投资者目前仍以股票投资为主，对商品期货类重要的风险管理、资产配置、抗通胀、避险渠道仍缺乏重视，一是门槛较高，二是市场影响力不足，引入商品期货基金将在未来逐步地拓宽我国的资产配置渠道与投资者视野。

图 7 美国 ETF 分类



数据来源：wind、兴业期货研究咨询部

2.2、破冰：国内第一支商品期货型基金的发行

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；

截止 2017 年 9 月 30 日，最新披露显示，其总份额为 3.89 亿份，随白银价格呈现下降趋势；

其与白银期货本身走势差别主要来自于建仓成本、合约展期成本等因素。

图 8 白银 LOF 净值表现

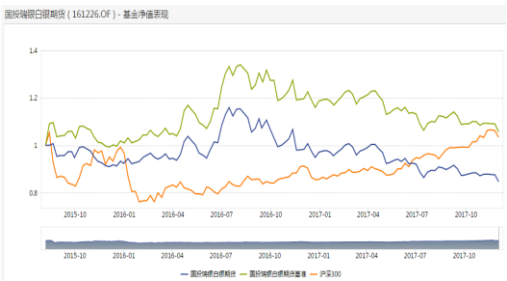


图 9 基金份额

数据来源：wind、兴业期货研究咨询部

2.3、启航：多支商品期货基金审批中

国投瑞银的白银 LOF 的发行不仅为广大投资者增加了一种门槛较低地投资期货的方式，也为其他公募基金公司揭示了另一种创新业务的可能性；

根据证监会披露的基金募集申请核准进度公示表，截止 11 月 24 日，共有 35 支商品期货基金等待核准，涵盖品种从农产品到有色金属，从铁矿石到贵金属再到饲料、农产品等，可谓无所不包：

图 10 等待核准的商品期货基金

华泰柏瑞	中国银行	东证大商所农产品交易型开放式指数基金
前海开源	建设银行	金雅黄金交易型开放式基金及其联接基金
华宝兴业	中国银行	铜期货基金
国投瑞银	中国银行	有色金属期货指数基金（LOF）
华泰柏瑞	建设银行	易盛郑商所农产品交易型开放式指数基金
大成	中国银行	铁矿石期货基金（LOF）
华夏	建设银行	黄金交易型开放式基金
华夏	建设银行	黄金交易型开放式基金联接基金
银河	建设银行	金银宝贵金属期货基金（LOF）
海富通	中国银行	黄金期货投资基金（LOF）
华宝兴业	建设银行	上期白银交易型开放式指数基金
前海开源	中国银行	上期白银交易型开放式指数基金联接基金
前海开源	中国银行	上期白银交易型开放式指数基金
大成	农业银行	有色金属期货指数基金（LOF）
南方	工商银行	铜交易开放式指数基金
工银瑞信	农业银行	黄金交易型开放式基金

图 11 等待核准的商品期货基金

工银瑞信	农业银行	黄金交易型开放式基金联接基金
华安	建设银行	白银期货交易型开放式基金
大成	工商银行	白银期货基金（LOF）
广发	工商银行	东证大商所农产品指数基金（LOF）
海富通	工商银行	铜期货基金（LOF）
安信	招商证券	白银期货交易型开放式基金
前海开源	建设银行	上期铜交易型开放式指数基金
华夏	建设银行	饲料豆粕期货交易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
嘉实	中国银行	工业金属期货交易型开放式指数基金
博时	建设银行	有色金属期货交易型开放式指数基金
华夏	农业银行	白糖期货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
富国	建设银行	有色金属期货指数（LOF）
建信	交通银行	黄金期货基金（LOF）
嘉实	建设银行	农产品期货指数基金（LOF）
交银施罗德	建设银行	大商所农产品期货指数型基金（LOF）

数据来源：证监会、兴业期货研究咨询部

为何多数商品期货基金或商品期货指数基金均以 LOF 形式发行？此前有传闻称 LOF 一般只投资于单个商品期货，ETF 则主要投资于指数，此种说法较为片面，因 LOF 既可以与 ETF 一样被动跟踪指数或期货，也可以主动管理；

我们认为，除了 LOF 定义上的灵活性以外，费率高、场内场外均可申赎、最小申赎单位门槛低等才是基金青睐 LOF 的主要因素，虽其申赎效率不及 ETF，但场内外均可操作，门槛低必将吸引更多客户，且基金的管理费收入也较高，同时无需每日公布持仓细节、运作相对简便（上交所 ETF 栏下条目众多，而 LOF 栏下较少）也大大节约了诸多运营成本；

事实上 ETF 或 LOF 性质基本类似，各基金公司应根据监管要求，审慎评估自身条件，选择更适合自身的类型，才可达到最高效率。

图 12 现有商品 ETF 与 LOF 对比

<table>
<tr><th></th><th>国泰黄金ETF</th><th>华安黄金易ETF</th><th>国投瑞银白银期货LOF</th></tr>
<tr><td>申购赎回条件</td><td>只限申赎授权参与人（做市商）可以参与申购赎回业务，同时为ETF提供流动性支持；一般投资者仅能参与二级市场买卖</td><td>投资者可以参与申赎，也可以参与二级市场交易，可以进行一二级市场套利</td><td rowspan="2">投资者可以现金申购，但须以份额赎回；
T日提交申赎申请，T+2日前往网点确认是否有效</td></tr>
<tr><td>申赎方式</td><td colspan="2">有上交所账户的投资者，可用一定额度的黄金现货合约申购，也可赎回黄金ETF份额换取现货合约；没有黄金现货合约的投资者可使用现金申赎，基金公司代客户买卖现货合</td></tr>
<tr><td>申赎效率</td><td>现货或现金申赎，ETF份额在T日申购，当日可卖出，不可赎回；而T日赎回，当日可卖出黄金现货合约</td><td>若采用现货申赎，T日申购份额，当日可卖出也可赎回；若采用现金申赎，T日申购份额，T+1日可卖出或赎回</td><td>投资人交付申购款项，登记机构确认基金份额后，申购生效；机构确认投资人的赎回生效后，基金管理人在T+7日（包括该日）将赎回款项划转</td></tr>
<tr><td rowspan="2">最小申赎单位</td><td colspan="2">一级市场：30万份--一级市场申赎适合机构投资者</td><td>申购：场内单笔申购最小金额为100元、场外单笔申购最低1元</td></tr>
<tr><td colspan="2">交易所申赎：100份--二级市场买卖适合中小投资者</td><td>赎回：场内与场外单笔赎回均不得少于500份基金份额，不足500份应一次性赎回</td></tr>
<tr><td rowspan="2">申赎费率</td><td rowspan="2">无</td><td rowspan="2">现金申赎时，不超过0.5%；
黄金现货合约申赎时，不超过0.1%</td><td>申购：申购金额<100万元，费率1%；100万≤申购金额<300万元，费率0.6%；申购金额≥300万元，每笔费率1000元</td></tr>
<tr><td>赎回：场内场外赎回费率均为固定的0.5%</td></tr>
<tr><td>业绩比较标准</td><td colspan="2">上海黄金交易所挂盘交易的AU99.99合约收益率</td><td>上期所白银期货主力合约收益率</td></tr>
<tr><td>收益分配方式</td><td colspan="2">现金方式（每年至多4次）</td><td>现金分红或红利再投资（每年至多4次）</td></tr>
<tr><td>收益分配条件</td><td colspan="2">基金净值增长率超过业绩比较基准同期增长率达到1%以上</td><td>每次收益分配不应少于可供分配利润的10%</td></tr>
<tr><td>管理费率（年）</td><td colspan="2">0.50%</td><td>前一日基金净额的1%年费率，每日计提，按月支付</td></tr>
<tr><td>托管费率（年）</td><td colspan="2">0.10%</td><td>前一日基金净额的0.2%年费率，每日计提，按月支付</td></tr>
<tr><td>风险管理目标</td><td>日均跟踪偏离度≤0.35%
年化跟踪误差≤4%</td><td>日均跟踪偏离度≤0.25%
年化跟踪误差≤3%</td><td>日均跟踪偏离度≤0.5%
年化跟踪误差≤7%</td></tr>
</table>

数据来源：公开资料、兴业期货研究咨询部

诚然，在公募基金持续布局大宗商品市场的同时，也应注意到商品期货市场的短板所在：

1. 其核心问题之一在于部分商品期货合约市场深度不足，无法承受类似公募基金的大规模机构投资者的冲击，易干扰市场；
2. 之二在于部分商品期货合约的投机度过高，如近年来成为“全民炒作”品种的黑色链品种，价格的大涨大跌对于被动投资者相当不利；
3. 之三在于因期货的移仓换月特性，产品容易出现与基准较大的偏离，再加上手续费等原因，跟踪误差扩大，不利于投资者的被动跟踪效果；
4. 之四在于交易所的限仓、强平等风险管理制度不利于公募基金的运作，多数时候公募基金发行此类产品时，要把极端情况考虑进去，一来增加资金成本，二来易导致整个产品被迫清盘。

2.4、求变：基金选择+期货市场进化

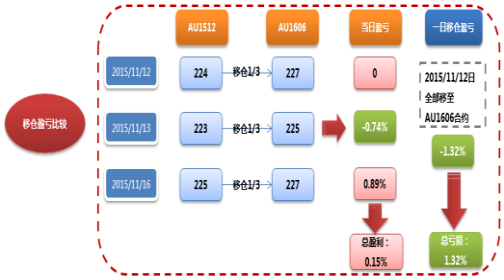
任何新事物的开端都有着重重阻力，但这不应成为阻止趋势发展的理由，针对上述问题，机构同样有解决办法：

1. 选择较为成熟活跃的品种，如有色金属的铜、铝、锌，贵金属中黄金、白银，蓄势待发的商品之王原油期货更是有一跃成为整个市场最为活跃、成熟的标的，当市场容量足够时，大型机构带来的冲击自然也被淡化，在交易所答辩中（上报商品类基金需先通过答辩得到交易所无异议函）才更具有说服力；
2. 灵活选择货币市场投资工具，确保当极端情况出现时，产品有足够的缓冲垫能够避免强行平仓等不利情形；

3. 避免一次性移仓，采用多日移仓法则，分散因移仓换月带来的损失，并应根据历史数据测算，选择最适宜移仓的时间周期：

图 13 确认主力合约换月周期

图 14 三日移仓举例



数据来源：wind、兴业期货研究咨询部

图 15 移仓间收益率计算

数据来源：wind、兴业期货研究咨询部

4. 上述是机构可以做到的优化，期货市场本身的发展，也将决定诸如商品期货基金类创新型事务的发展，原油期货已开始上线测试、铜期权、铁矿石期权提上日程、苹果期货也开始上市测试、红枣、生猪期货等也在积极筹备，期货市场的深度与广度将进一步加深，这也将为投资者提供更多另类资产投资渠道、丰富资产配置，也为基金等机构提供了更多创新业务的可能性。

免责条款

负责本研究报告内容的期货分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与，未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

本报告的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更，我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券或期货的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何形式的任何投资决策与本公司和作者无关。本报告版权仅为我公司所有，未经书面授权，任何机构和个人不得以任何形式翻版。复制发布。如引用、刊发，须注明出处为兴业期货，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

公司总部及分支机构

总部

地址：浙江省宁波市中山东路 796 号东航大厦 11 楼 邮编：315040

联系电话：0574-87716560

上海分公司

上海市浦电路 500 号上海期货大厦 1501A 室

联系电话：021—68401108

浙江分公司

宁波市中山东路 796 号东航大厦 11 楼

联系电话：0574-87703291

北京营业部

北京市朝阳区朝阳门北大街 20 号兴业银行大厦 25 层

联系电话：010-69000863

广州营业部

广州市天河区天河路 101 号兴业银行大厦 8 楼 801 自编 802 室

联系电话：020-38894240

杭州营业部

杭州市下城区庆春路 42 楼兴业银行大厦 1002 室

联系电话：0571-85828718

福州营业部

福州市鼓楼区五四路 137 号信和广场 25 层 2501 室

联系电话：0591—88507863

广州营业部

广州市天河区天河路 101 号兴业银行大厦 8 楼 801 自编 802 室

联系电话：020-38894240

济南营业部

济南市市中区纬二路 51 号山东商会大厦 A 座 23 层 2301-2 单元

联系电话：0531-86123800

台州营业部

台州市椒江区云西路 399 号金茂中心 24 楼

联系电话：0576-88210778

温州营业部

温州市汤家桥路大自然家园 1 幢 1504 室

联系电话：0577—88980635

成都营业部

成都市高新区世纪城路 936 号烟草兴业大厦 20 楼

联系电话：028-83225058

南京营业部

江苏省南京市长江路 2 号兴业银行大厦 10 楼

联系电话：025-84766990

天津营业部

天津市经济技术开发区第三大街金融服务西区 51 号 W5-C1-2 层

联系电话：022-65631658

郑州营业部

郑州市金水区未来路与纬四路交叉口未来大厦

联系电话：0371-58555668

深圳营业部

深圳市福田区深南大道 4013 号兴业银行大厦 3A 层

联系电话：0755—33320775