

转载：金钟浪子订阅号

链接：<https://mp.weixin.qq.com/s/SAROOga1TKRA-UYUoSztdA>

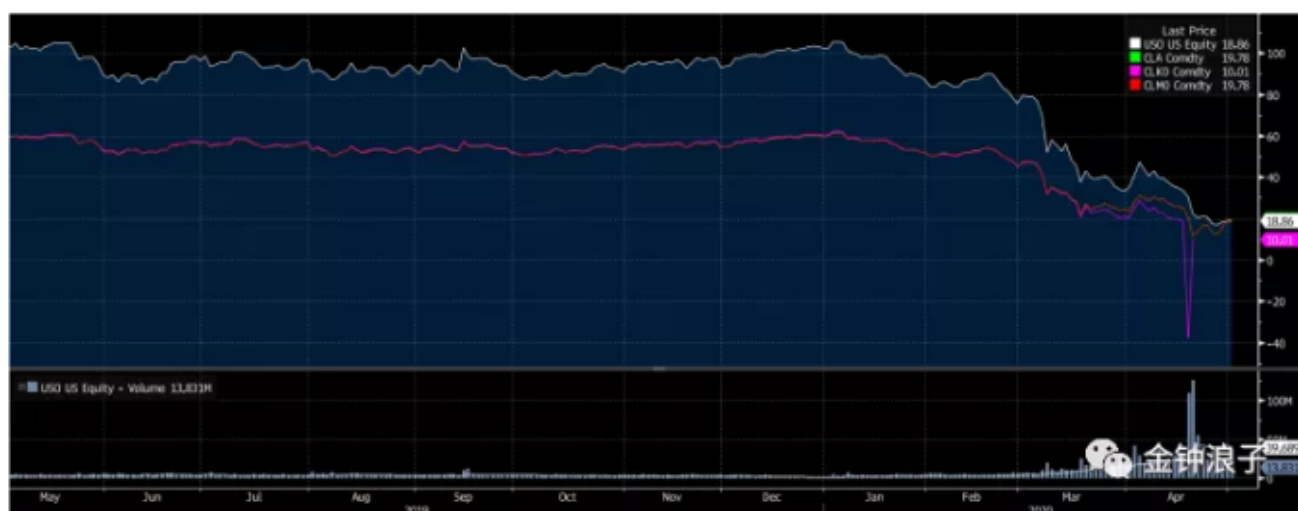
聊聊商品ETF基金的正价差（Contango）和负价差（Backwardation）

金钟浪子 金钟浪子 4天前

这事儿还得从负油价说起，自从WTI原油出了负油价后，所谓是众说纷纭。当然回头瞅，预测最准的还是3月中一举爆红圈内的吃面大叔，吃着小面，一句轻描淡写的“现在抄底石油，我觉得不行”，深藏了多少功与名。

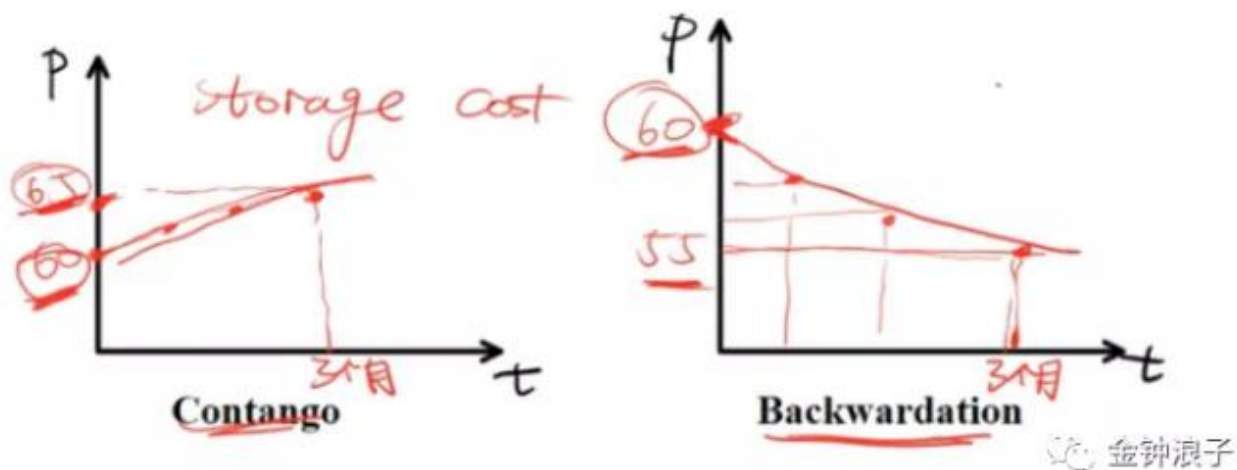
我的确也是吃面大叔的粉，顺便说一句。🐼

言归正传，准确的说，4月21日负的油价，并不是原油，而是WTI原油5月合约（瞅下图粉红色线），WTI原油6月合约其实还好好的交易在水面以上。



通常权益的小伙伴不是特别可以理解期货是有期限结构这事儿，债的小伙伴更好理解，因为其实和债的收益率曲线有点儿类似。

对，所谓的Contango（扛着探狗儿-🐼）就是比如3个月以后的油卖得比现在的油还贵，Backwardation（败我就对了-🐼）则是反之，现在的油卖得比3个月以后的还贵。由于期货合约是一期一期，以交割日区分。因此一个WTI原油合约，可以分出无数的分身，比如5月交割、6月交割等等，当然成交最活跃（持仓量最大的）我们就叫做主力合约。



为了让大家不至于在投资商品时每月都得在半夜设闹钟，不然忘了把5月合约卖了，转到6月合约搞成负油价或者真的收一船油，那都真不太合适😓，于是资管基金的ETF狗们贴心的设计了商品ETF，代大家持有和转仓期货合约。大家只要买一个ETF的代码即可啦。

但是，敲黑板，ETF狗们说，我们真的很努力，但是Contango是我们为了把ETF变成和大家内心中的期货之间，世界上最远的距离啊—因为每一次转仓，如果有着Contango，因为比如3个月以后的价格比现在贵，那么每次都会损耗一点点，就好像第一张图里的USO美国原油基金，每次转仓也会有略微的损耗。

为了节省下这点损耗，ETF狗们想尽了办法，比如：

“ 1: 持有一系列月份的期货合约

当ETF必须在期货到期前出售基本持仓时，如果当时是正价差的期货市场，会产生负值的滚动收益，所以，如果ETF所跟踪的商品期货市场，主力合约不断切换，那ETF会被迫频繁转仓，Contango的影响就会更大。

于是，一些ETF采用持有一系列期货合约月份的策略，将期货合约的持有量分散到多个月中。ETF每月仅需滚动其部分合约（如果是持仓则为近月合约），从而将滚动成本降至最低。采用这种策略的ETF可以通过在期货曲线上进一步持有合约来提供与现货价格不同的回报。这个策略的缺点是会减小ETF与现货价格的相关性。

2: 主动优化转仓策略

这种策略是最大化的主动获取Backwardation逆价差市场中的正转仓收益和主动规避Contango正价差市场中的负转仓收益，ETF管理人会主动地审查不同商品市场的期货合约，然后每次转仓时会综合考虑滚动收益来进行转仓以及调整持有合同的权重比例，但有研究表示，此策略只能增加收益0.5%。

3: 持有现货

消除Contango正价差影响的最简单和最有效的方法是对现货商品进行投资。由于实物支持的ETF的底层资产是实际商品，因此这些基金的资产净值应始终与现货市场价格同步变动。当然，问题在于，并非所有商品都适合持有现货作为ETF的底层资产，因为对于便宜而且很低重量比的商品，存储成本可能会变得很高。另外，对于农产品容易腐坏的特性，也让ETF持有现货变得不可能。由于这些限制，目前香港持有现货作为底层资产的ETF的只有黄金ETF。”

另外，还有最大的绝招就是：直接投资Backwardation的商品ETF，所谓败我就对了~

和Contango正价差恰恰相反，在Backwardation负价差的结构下，由于几个月以后的期货价格会比最近的价要便宜，因此在ETF狗们转仓的时候，看到这样的结构就很开心啦，这就意味着，不仅在转仓时，不会发生损耗，而且还有额外的转仓收益。

有这样的市场吗？有！比如铁矿石市场，就是一个很好的例子。

“在以下时段 [2015/01/05 ~ 2020/04/28] 期间，子基金（“铁矿石ETF”）(在以下时段 [2015/01/05 ~ 2020/03/26]子基金的模拟回报为大商所铁矿石期货价格指数(经当日人民币中间价美元折算)每日扣除全年经常性开支比例1.82计算)累计回报是 [2.8217]，铁矿石现货模拟价格累计回报是 [0.9896]，子基金回报表现优于铁矿石现货模拟价格回报 [1.8321]。”

从公开数据中，我们粗略的估计，由于铁矿石现货价格过去5年多微跌-1.04%，但由于大商所铁矿石期货时常出现backwardation的结构，因此ETF所跟踪指数竟然上涨了182.17%。额外的转仓收益的确可以带来惊喜。



除了这个惊喜，还有一个惊喜需要预告：对，这次正经完了，下集我们就转回美食旅游节目😂请大家放心。