

研究报告

深度专题

IC基差走势回顾及影响因素分析

广州期货 研究中心

联系电话：020-22836116

摘要：股指期货基差影响因素按照期限长度划分：1) 机构投资者长期稳定的多空仓位博弈，其中包括雪球对冲多头、指增产品裸多头以及量化中性产品的对冲空头；2) 短期的市场情绪与雪球对冲调仓；3) 季节性的分红影响。除此之外，交易制度的更迭对市场流动性有较大影响，并进一步影响至基差水平。

自2018年下半年开始，中金所松绑股指期货交易政策后，IC整体持仓量、成交量呈现爆发式增长，截至2023年6月，IC总持仓维持30万手量级运行，是股指期货中最受欢迎的标的，容纳了更多的市场策略。因此本文将着重讨论中证500股指期货的基差变动，以更好反映各时段里对基差变动的影响因素及逻辑。

回顾IC基差走势，2015年4月16日至2018年11月30日，经历2015年牛转熊的大波动之后，监管层收紧股指期货交易制度，市场流动性低迷，以存量持仓运行为主，基差贴水较深，基差运行趋势受市场行情主导。2018年12月3日至今，中金所逐步松绑交易制度，股指期货市场迎来增量阶段，基差变动受市场情绪、机构交易行为、监管制度等因素共同影响。

去年年底至今，IC长期基差贴水收敛的主要原因有：1) 历经近一年熊市后，指数处于相对低位，市场悲观预期计价较为充分，空头套保需求较低；2) 年末收益互换新规过渡期到期以及中性策略的弱化，空头力量相对削弱；3) 雪球、指增产品规模的逐步扩容使得多头力量相对变强。

短期看，基差的长期高位难以为继，收益互换新规过渡期已过，伴随市场情绪的恢复，中性策略、雪球对冲等常态化影响因子将继续成为影响基差的主要力量。1) 当前仍处于分红季，基差存在季节性走弱特性；2) 基差的贴水收敛甚至升水，无疑降低了中性策略的成本，待后续Alpha表现有所修复时将增强空方力量；3) 现货做空机制与难度较高，衍生品端对于产品有一定交易、规模限制，如雪球等产品多头增长力量有限；市场空头需求强于多头。

长期看，股指期货基差或将呈现螺旋式周期波动，逐步收敛。一方面，长期的多空仓位博弈，指增、雪球对冲方与量化中性实际互为多空对手盘，或将引导基差运行呈现螺旋式的周期波动规律。另一方面，随着《期货与衍生品法》的出台，金融衍生品市场有望得到进一步发展，若后续对交易制度及对冲工具做进一步的丰富将减轻股指期货空头压力，基差贴水或逐渐收敛。

投资咨询业务资格：

证监许可【2012】1497号

联系信息

分析师 王荆杰

期货从业资格：F3084112

投资咨询资格：Z0016329

邮箱：wang.jingjie@gzf2010.com.cn

联系人 陈蕾

期货从业资格：F03088273

邮箱：chen.lei5@gzf2010.com.cn

相关报告

2023.04.14 《广州期货-深度专题-20230414-股指-2023年分红对股指期货的影响分析》

2023.03.08 《广州期货-深度专题-20230308-股指-全面注册制改革对资本市场的影响》

目录

一、股指期货基差的影响因素	1
(一) 交易制度对基差的影响	2
(二) A 股分红的季节性对基差的影响	3
(三) 市场利率对基差的影响	5
(四) 市场情绪对基差的影响	5
(五) 机构交易行为对基差的影响	6
二、IC 基差走势回顾	8
(一) 股灾后，期指存量持仓运行	8
(二) 政策松绑，市场进入增量阶段	10
三、基差走势展望	15
免责声明	16
研究中心简介	16
广州期货业务单元一览	17

图表目录

图表 1: 基差影响因素	2
图表 2: 2015 年股灾前，IF 基差大部分时间处于升水状态	2
图表 3: 上市以来，IF、IH、IC、IM 当季合约基差水平	3
图表 4: IF 各合约基差的月份分布特点	4
图表 5: IH 各合约基差的月份分布特点	4
图表 6: IC 各合约基差的月份分布特点	4
图表 7: IM 各合约基差的月份分布特点	4
图表 8: IF 各合约剔除分红后基差月份分布特点	4
图表 9: IH 各合约剔除分红后基差月份分布特点	4
图表 10: IC 各合约剔除分红后基差月份分布特点	5
图表 11: IM 各合约剔除分红后基差月份分布特点	5
图表 12: 股指期货当季合约年化基差率与市场利率的关系	5
图表 13: 市场超跌时，基差脉冲变化	6
图表 14: 当现货指数下跌幅度超过 5% 时，股指期货往往超跌	6
图表 15: IC 与 IM 当季合约年化基差率对比	7
图表 16: IC 不同合约年化基差率水平	7
图表 17: 雪球敲入敲出仓位变化	7
图表 18: 公募指数增强产品平均年化超额收益	7
图表 19: 阶段一：IC 基差与指数走势	8
图表 20: 阶段一：IC 持仓量与指数走势	8
图表 21: 阶段一：IC 成交持仓比与指数走势	8
图表 22: 阶段二：IC 基差与指数走势	9
图表 23: 阶段二：IC 持仓量与指数走势	9
图表 24: 阶段二：IC 成交持仓比与指数走势	9
图表 25: 阶段三：IC 基差与指数走势	10
图表 26: 阶段三：IC 持仓量与成交持仓比	10
图表 27: 阶段三：IC 前 20 净持仓与指数走势	10

图表 28: 阶段四: IC 基差与指数走势.....	11
图表 29: 阶段四: 量化中性策略新增数量.....	11
图表 30: 阶段四: IC 持仓量与成交持仓比.....	11
图表 31: 阶段四: IC 前 20 净持仓与指数走势.....	11
图表 32: 阶段五: IC 基差与指数走势.....	12
图表 33: 阶段五: 雪球存续规模及变动情况.....	12
图表 34: 阶段五: IC 持仓量与指数走势.....	12
图表 35: 阶段五: IC 前 20 机构持仓情况.....	12
图表 36: 阶段六: IC 当季年化基差率与指数走势.....	13
图表 37: 阶段六: IC 基差水平与指数涨跌幅表现.....	13
图表 38: 阶段七: IC 基差与指数走势.....	13
图表 39: 阶段七: IC 前 20 机构持仓情况.....	13
图表 40: 阶段八: IC 基差与指数走势.....	14
图表 41: 阶段八: IC 总持仓与指数走势.....	14
图表 42: 阶段八: IC 前 20 机构持仓情况.....	14

一、股指期货基差的影响因素

我国现有四种股指期货：IF、IH、IC和IM，分别挂钩沪深300、上证50、中证500和中证1000指数，其中IM在2022年7月22日上市交易。基差是股指于某一特定时间点的现货价格与期货价格之差，能较好的体现期货与现货之间的联动关系，若期货价格高于现货价格，称之为期货升水，若期货价格低于现货价格，称之为期货贴水。

股指期货是一种场内标准化的金融衍生品，基差作为股指期货与相应指数价格的价格差长期存在于国内市场，既反映了投资者对股票市场未来的预期，也是当前市场情绪的观测指标，对期现套利和套期保值均有较大的影响。股指期货策略包括期现策略、价差策略和跨品种策略三大类，而这些策略基本都是围绕基差的博弈展开。

基差=期货价格-现货价格

年化基差率=(期货价格-现货价格)/现货价格×365/期货剩余天数

谈及期货定价，最被广泛运用的模型是基于经典的持有成本模型展开，它是由Cornell与French最早提出来的，该模型假设在完全市场下，不考虑税收和交易费用，没有卖空限制，无风险借贷利率固定且相等，而且股息连续支付且股息率固定是以连续复利的形式得到的股指期货定价方程。

股指期货的理论价格可表示为：

$$F_t = S_t e^{(r-d)(T-t)}$$

其中， F_t 为 t 时刻期货的理论价格， S_t 为 t 时刻的现货价格， r 为无风险利率， d 为指数分红率， T 为期货合约到期日。

股指基差=股指期货市场价格-股指现货市场价格

= (股指期货市场价格-股指期货理论价格) + (股指期货理论价格-股指现货市场价格)

= (股指期货市场价格-股指期货理论价格) + $S_t(1 - e^{(r-d)(T-t)})$

由此，我们可以将基差的影响因素分为两部分，前一部分源于投资者对股指期货价格的高估或低估，主要受市场情绪与机构投资者交易行为引导；后一部分则为理论基差，主要影响因素包括无风险利率、合约内分红、合约距离到期的时间，其中时间主要指基差到期收敛的特性，分红主要是对股指期货基差在4-8月份存在周期性影响。从经验上来看，前一部分对股指期货基差的影响更大。如果将以上股指期货基差的影响因素按照影响期限长度划分：长期稳定的多空仓位博弈，其中包括雪球对冲多头、指增产品裸多头以及量化中性产品的对冲空头，短期的市场情绪与雪球对冲调仓，周期性的分红影响。除此之外，股指期货交易制度的更迭对市场流动性有较大影响，并进一步影响至基差水平。

在后文基差趋势复盘，为了尽可能减少第二部分理论基差对实际基差带来的影响，对于单个股指期货品种，我们将各合约剔除分红后的基差进行持仓量加权，以消除时间与分红对于基差水平观测的影响，更便于观测市场交易情绪，将处理得到后的指标命名为“综合基差”；同时，为便于观察，我们对该指标做了五日平均处理，使基差变化趋势更为平滑。

图表 1：基差影响因素

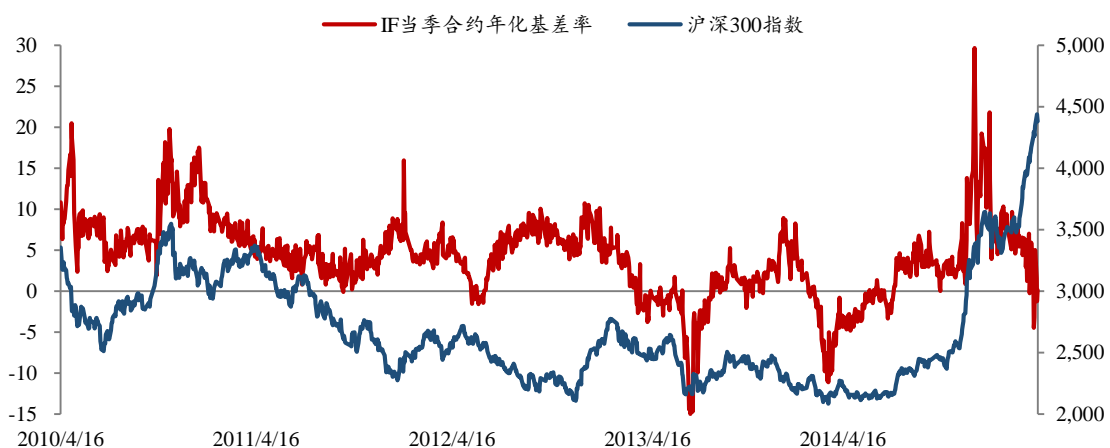


数据来源：Wind 广州期货研究中心

（一）交易制度对基差的影响

抛开客观因素，不得不提到的是，我国场内金融衍生品发展的曲折之路。2015年A股市场经历了巨大的牛熊转换，由此也带来了交易制度的被迫收紧。IF是中金所于2010年4月16日推出第一个金融衍生品品种，在2015年“水牛”之前，股指期货作为可对冲市场风险的风险管理工具却并未出现大幅贴水的情况，尽管同期标的指数震荡下行，但实际上IF在超过60%的交易日都是升水的。这段时间股指期货升水的原因是投资者结构造成的，由于上市初期，专业的机构投资者参与股指期货的程度不足，导致了股指期货存在长时间的无风险套利机会。

图表 2：2015年股灾前，IF基差大部分时间处于升水状态

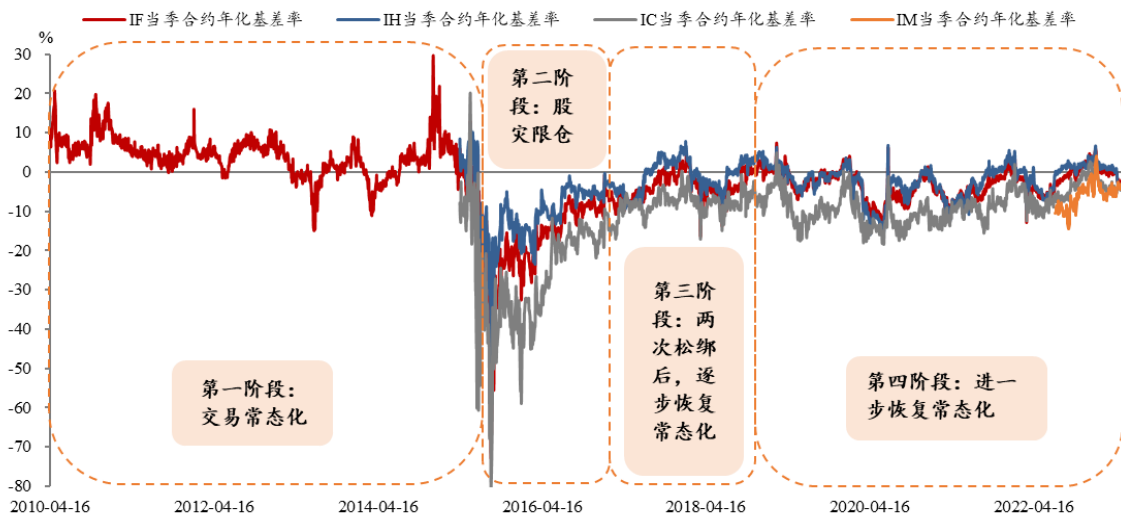


数据来源：Wind 广州期货研究中心

2015年4月16日，IH、IC面世，恰好处于2015年牛市中后程，经历牛熊交替的大幅波动之后，为提供稳定的交易环境，股指期货交易限制趋严，流动性萎缩，市场活跃度极低，导致基差大幅贴水，我们可以看到股指期货上市至今，贴水最深、时间最长的是2016年。随着2017年交易

制度的逐渐松绑后，基差从深度贴水逐渐收敛，但此后贴水也成为了常态，其中 IC 的贴水情况较为严重，贴水时间占比明显高于其他品种而且贴水幅度也明显更深。

图表 3：上市以来，IF、IH、IC、IM 当季合约基差水平



数据来源：Wind 广州期货研究中心

（二）A 股分红的季节性对基差的影响

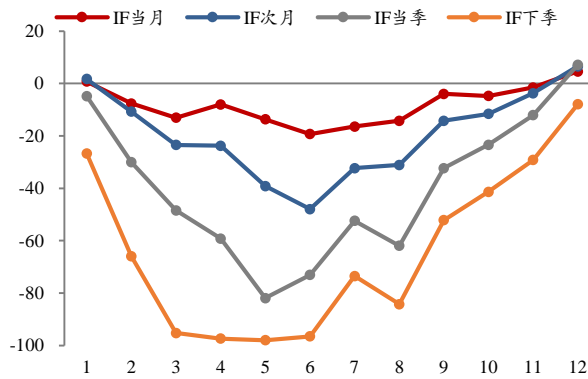
在指数编制过程中，通常有价格指数和全收益指数两种，二者的主要区别在于对成分股分红除息的不同处理。当有样本股分红派息时，价格指数在除息日不予修正，任其自然回落；而全收益指数在样本除息日前按照除息参考价予以修正，还考虑了分红再投资收益。

对于 A 股股指期货合约而言，其跟踪的标的为价格指数，当指数除息后自由回落，而投资者用股指期货多头头寸替代一揽子组合现货时，是无法得到其成分股现金分红的收益的。在分红实际发生之前，处于分红月份的期货合约价格便包含了存续期内分红的信息，但现货价格暂未剔除未来分红金额，也就是说分红预期会降低期货价格从而加剧期货贴水压力。

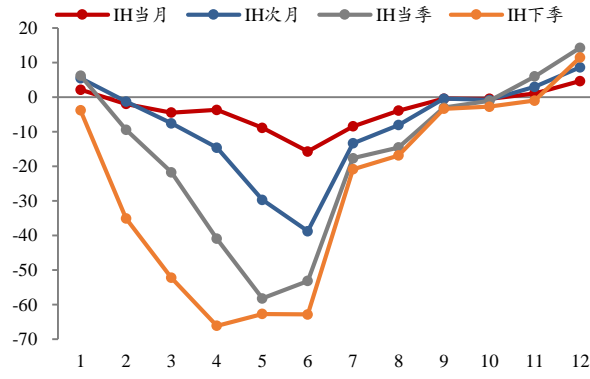
我们统计了 2017 年至今各股指期货合约的月平均基差水平，可以观察到，各合约基差趋势存在着明显的季节性规律，尽管基差斜率并不稳定，但二三季度贴水相对更深，一四季度贴水程度明显变小：IF 在 5-8 月的月平均基差贴水幅度最大，而后逐渐收敛，在 10 月至次年的 1 月贴水幅度最低，甚至升水；IH 基差贴水时间多分布在 5-7 月，8 月及以后多出现升水的情况；IC 基差的月度分布特点并无 IF、IH 明显，各月份相差不大，但 5-8 月的月平均基差贴水幅度仍相对最大；IM 于 2022 年 7 月 22 日上市，基本处于分红末期，且上市时间不足一年，但我们仍能看到基差在分红季后逐步收敛的情形。

这样的季节性规律与 A 股年报集中分红有关，由于每年 3 月和 4 月是上市公司披露年报的高峰期，大多数上市公司的年报分红预案随着上市公司的年报一起披露，一般每年的 4 月开始有成分股进行分红，主要集中在 5 月到 8 月，基本于 9 月之前全部完成。（具体可见我们在 2023.04.14 发布的《广州期货-深度专题-20230414-股指-2023 年分红对股指期货的影响分析》一文）

图表 4: IF 各合约基差的月份分布特点

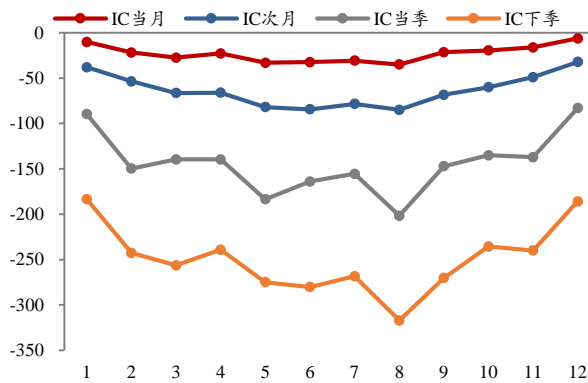


图表 5: IH 各合约基差的月份分布特点

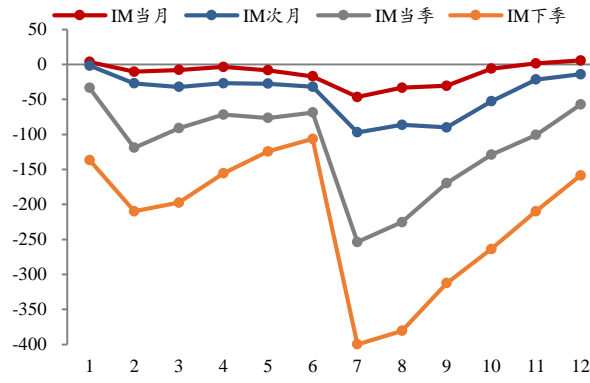


数据来源: Wind 广州期货研究中心

图表 6: IC 各合约基差的月份分布特点



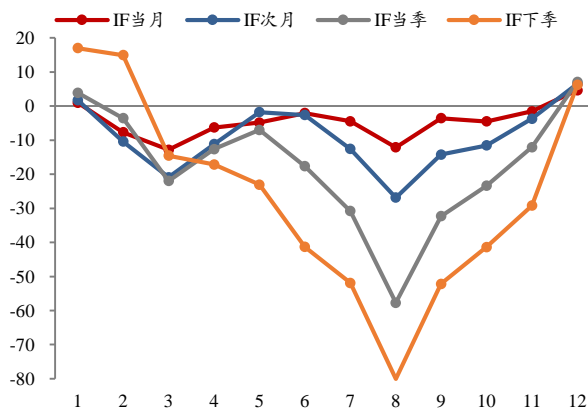
图表 7: IM 各合约基差的月份分布特点



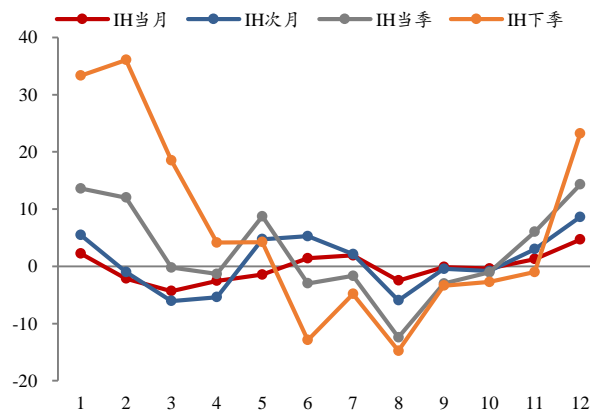
数据来源: Wind 广州期货研究中心

而我们发现,根据实际分红数据得出的剔除分红后基差仍有明显的季节性。IF 和 IC 的基差由 1-8 月贴水逐渐加深,8-12 月贴水逐渐收敛甚至转为升水。这或是由于市场对于分红预期不确定性的定价。对于某一合约存续期内的分红点位,市场上彼此预测方式皆有差异,故这种不确定性也可能被定价为负基差。

图表 8: IF 各合约剔除分红后基差月份分布特点

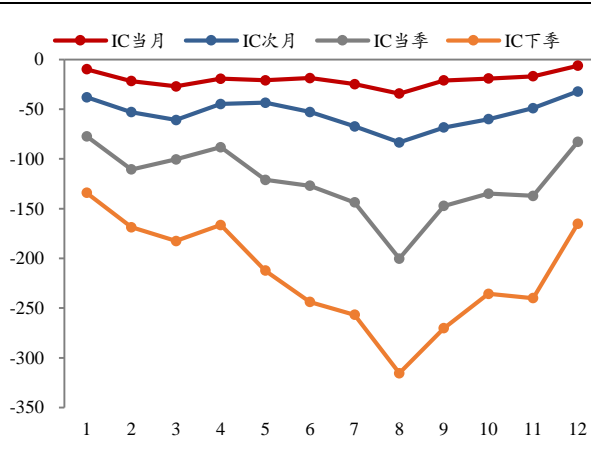


图表 9: IH 各合约剔除分红后基差月份分布特点

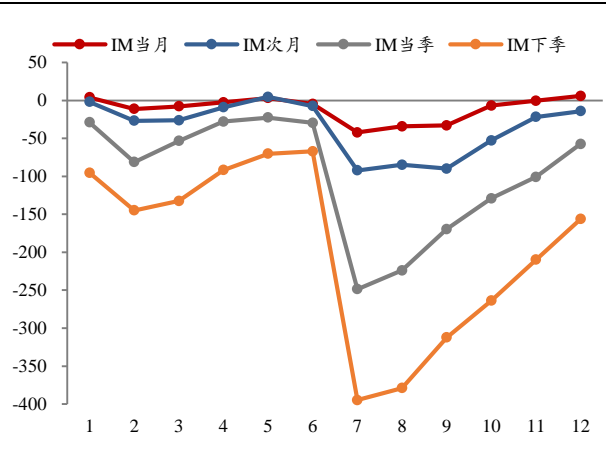


数据来源: Wind 广州期货研究中心

图表 10: IC 各合约剔除分红后基差月份分布特点



图表 11: IM 各合约剔除分红后基差月份分布特点



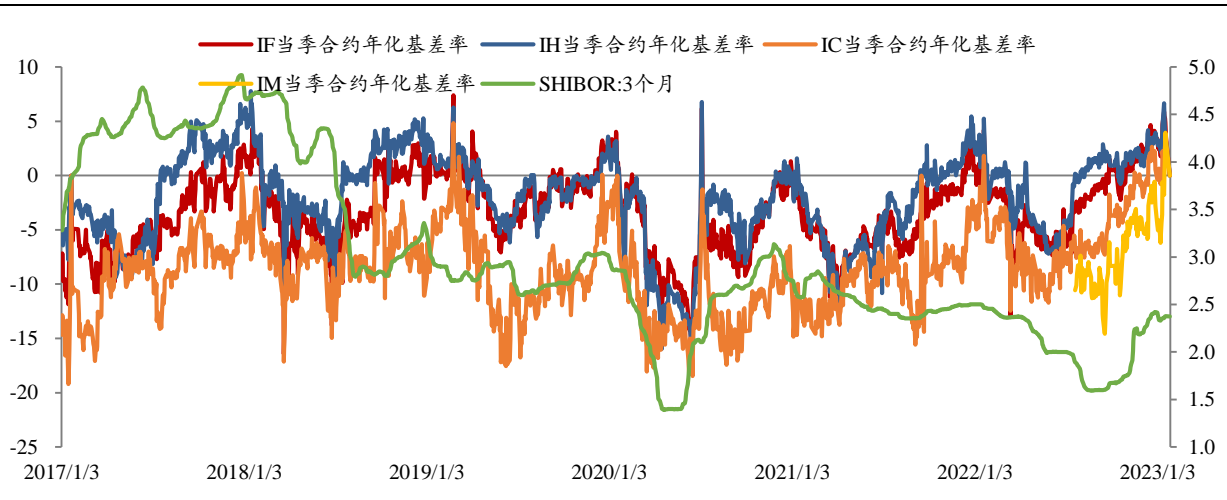
数据来源: Wind 广州期货研究中心

(三) 市场利率对基差的影响

现货和期货有几个主要区别: 1) 资金占用率不同: 股指期货交易采用保证金制度, 具备杠杆特征, 即持有同等市值的标的指数现货, 利用股指期货进行多头替代所耗费的资金较直接购买现货指数 ETF 或一揽子股票标的更少; 2) 是否有分红: 投资者持有股票现货时, 拥有分红权, 持有股指期货是没有分红权的; 3) 期货存在做空机制。

因此, 当无风险利率较高, 意味着资金占用率的优势相对更大, 投资者更倾向于利用股指期货进行仓位替代。当无风险利率大于分红利率时, 可以选择买入股指期货, 卖出股指现货, 实现期现套利。故我们可以看到, 利率越高时, 基差波动更剧烈; 但长期来看, 利率对股指基差的影响趋弱。

图表 12: 股指期货当季合约年化基差率与市场利率的关系



数据来源: Wind 广州期货研究中心

(四) 市场情绪对基差的影响

在分析国内股指期货基差时, 除了需要考虑周期性的分红因素以及资金成本变动外, 还需要综合市场情绪变动。一般说来, 预期悲观时基差贴水更严重, 而在预期较乐观时基差较小甚至升水。由于市场做空机制的缺失, 若非市场处于“牛市”行情, 一般而言, 投资者

对未来的不确定性定价更趋向于悲观。当市场情绪极端时，股指期货交易出现超涨或超跌的情况。由于历史上市场涨幅超过5%的情况主要集中在2015年，参考性不大，故我们仅筛选出跌幅超过5%的情况。在现货指数下跌超过5%情况下，期货价格较现货价格超跌，基差明显走阔，而后大概率回归。

图表 13：市场超跌时，基差脉冲变化



数据来源：Wind 广州期货研究中心

图表 14：当现货指数下跌幅度超过5%时，股指期货往往超跌

日期	现货	现货指数 收益率	股指期货-现货指数收益率(bp)			
			当月合约	下月合约	当季合约	下季合约
2022/3/15	5965.0	-5.70%	-82	-138	-153	-192
2020/7/24	6284.0	-5.10%	-18	-32	-52	-45
2020/2/28	5451.3	-5.30%	-47	-58	-69	-85
2020/2/3	4910.9	-8.70%	-144	-138	-127	-145
2019/5/6	4908.8	-7.50%	-117	-149	-175	-175
2018/10/11	4307.4	-7.00%	-125	-106	-140	-109
2018/6/19	5141.7	-6.20%	-73		-101	-160
2018/3/23	5787.2	-5.10%	-101	-58	-136	-95

数据来源：Wind 广州期货研究中心

（五）机构交易行为对基差的影响

由于交易政策限制等因素，形成股指期货市场空头力量强于多头力量的天然局面。也正因如此，股指期货市场的长期仓位主要集中在中性策略、指数增强策略以及雪球等交易者手中。

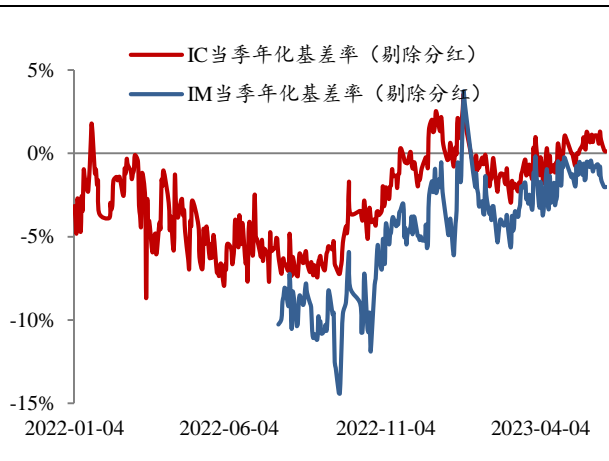
1. 中性策略

自市场从2015年的大幅波动逐渐走出后，量化中性策略快速发展率先打开股指期货贴水局面的开端。投资者构建市场中性策略，持有股票多头组合并利用股指期货空头对冲β风险，期望在任何市场环境下均能获得稳定的α收益。2017年来，中性策略由于其稳定的收益获得市场青睐，使得中性策略数量和规模快速上涨，这也是造成股指期货长期贴水的主要原因。此外，由于中小盘股的因子有效性相对更高，α

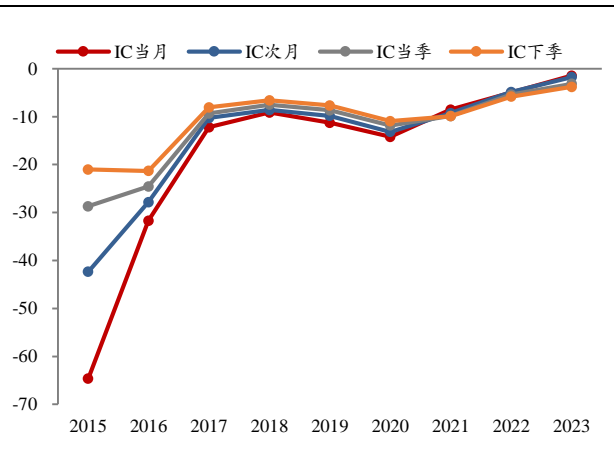
更为丰富，故中性策略主要集中在 IC 上，因此绝大多数时期 IC 贴水较 IF、IH 更深。自 2022 年 7 月中证 1000 股指期货上市后，我们也可以观察到，其贴水率迅速放大，并在之后均稳定低于 IC 贴水率。

自 2022 年以来，量化中性策略表现也相较前几年逐渐乏力，造成中性策略产品新增放缓。股指期货基差率相较往年大幅收敛。

图表 15: IC 与 IM 当季合约年化基差率对比



图表 16: IC 不同合约年化基差率水平



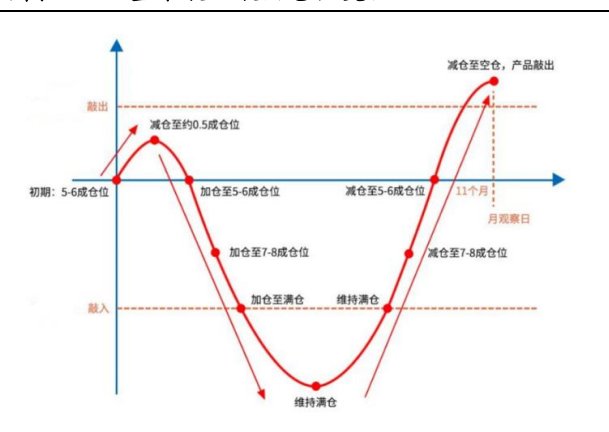
数据来源: Wind 广州期货研究中心

2.雪球对冲

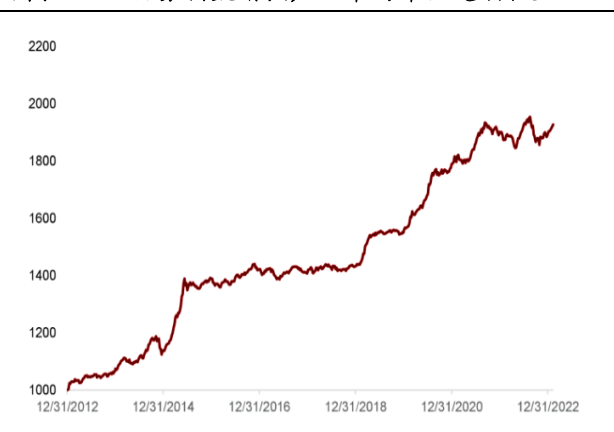
雪球可视为投资者卖出看跌期权获得期权费，券商买入看跌期权同时进行低买高卖的 Delta 中性对冲，标的价格的变动会使得 Delta 不停发生变化，为达到 Delta 中性对冲，做市商会根据标的价格不停增减标的仓位。

当雪球未达到敲入敲出线时，做市商的对冲操作为“高抛低吸”，有利于平抑市场波动。市场上涨，delta 敞口绝对值减小，需要减少多头对冲头寸；市场下跌，delta 敞口绝对值增大，需要增加多头对冲头寸。一旦标的资产敲入，做市商需要立刻平掉大量多头仓位，保持仓位名义本金与规模相符，如果不通过新老产品进行平滑，则基差面临较强的下行压力。

图表 17: 雪球敲入敲出仓位变化



图表 18: 公募指数增强产品平均年化超额收益



数据来源: 朝阳永续 广州期货研究中心

3.指数增强

由于 A 股市场做空机制缺失，市场对冲需求较大且融券成本较高，市场正向套利相对于反向套利更为便利，使得国内的股指期货在过去很长一段时间都存在深度贴水的现象。故利用股指期货合约到期基差自动收敛的特点，使用股指期货合约多头构造指数增强产品一方面天然挂钩指数表现，

另一方面长期的负基差可为产品提供较为稳定、可观的超额收益，这部分收益率与股指期货当季合约年化基差率有较高相关性。

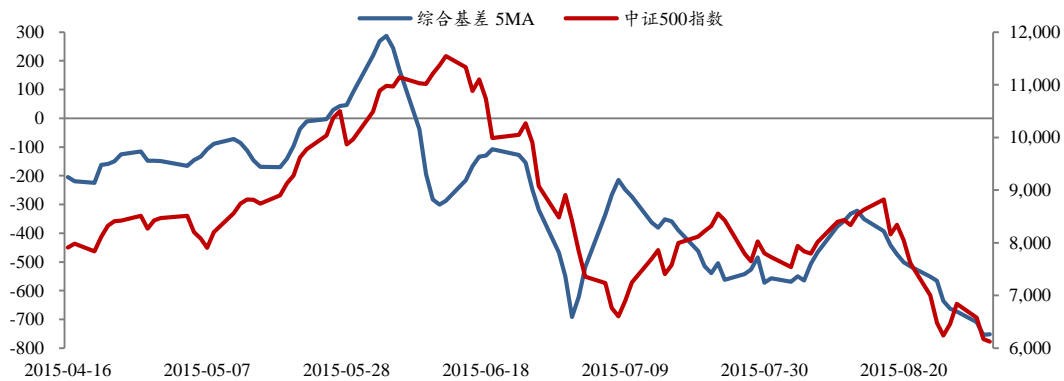
二、IC 基差走势回顾

自 2018 年下半年开始，中金所松绑股指期货交易政策后，IC 整体持仓量、成交量呈现爆发式增长，IC 总持仓量由限仓前的 6 万手峰值上涨至 2022 年 6 月中旬的 37 万手后有小幅回落，截至 2023 年 6 月，IC 总持仓维持 30 万手量级运行，是四个股指期货中最受欢迎的标的。此外，相较 IF 与 IH，IC 标的指数中证 500 以及 IC 各合约基差的变动幅度与绝对水平也往往较大，容纳了更多的市场策略。因此本文将着重讨论中证 500 股指期货的基差变动，以更好反映各时段里对基差变动的影响因素及逻辑。

（一）股灾后，期指存量持仓运行

阶段一：2015 年 4 月 16 日~2015 年 9 月 2 日，市场情绪主导基差变动。此阶段 IC 基差水平与标的指数整体正相关。IC 上市初期恰为 2015 年牛市中后段，场外做多情绪持续发酵，在此期间 IC 持仓量、成交量、基差均出现大幅上涨。6 月初，IC 基差、持仓量率先回落，反映出期货市场多头已逐步离场；至 6 月中旬 A 股市场见顶快速下杀，迫使多头加快离场，日内 T+0 交易持续增加，整体持仓量以及基差贴水继续走阔，而成交量持续放大。

图表 19：阶段一：IC 基差与指数走势

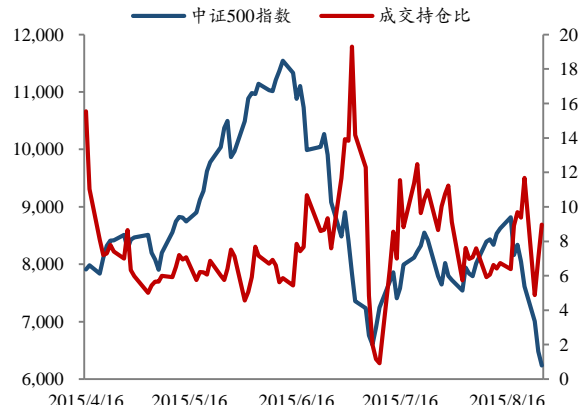


数据来源：Wind 广州期货研究中心

图表 20：阶段一：IC 持仓量与指数走势



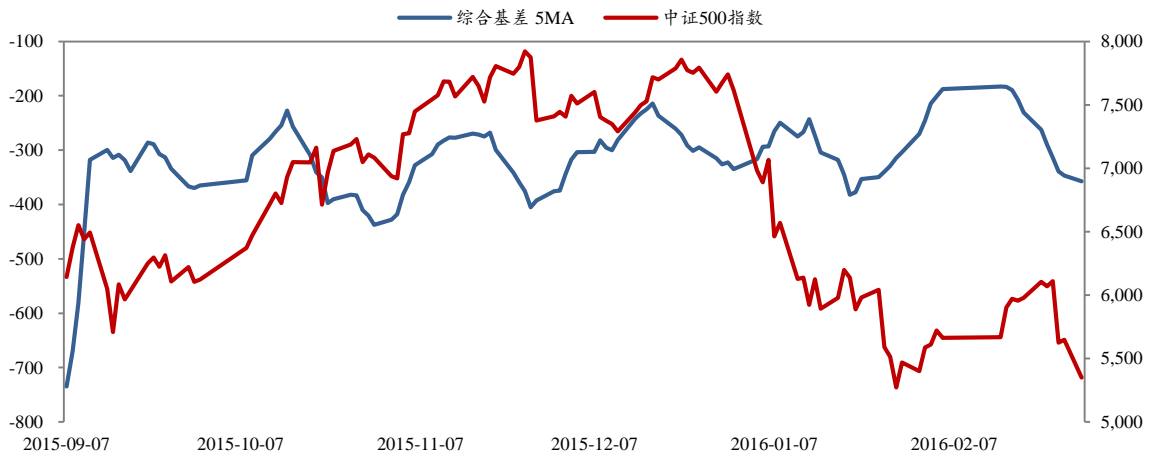
图表 21：阶段一：IC 成交持仓比与指数走势



数据来源：Wind 广州期货研究中心

阶段二：2015年9月7日~2016年2月29日，限仓政策挤压流动性，基差运行仍以市场情绪为主导。股灾后，为稳定市场交易环境，中金所开始出台限仓政策。9月7日，中金所将日内开仓额度由单品种100手进一步调低至单品种10手，平今仓手续费上调20倍至万分之23，非套保仓位保证金由30%进一步上调至40%。政策出台后短时间内，绝大多数空头仓位被迫离场，故可以看到基差贴水快速收敛，持仓量下行的情形。随后基差继续与现货指数维持正相关趋势运行，直到2016年初的熔断行情，基差一反常态，不降反升，持仓量在限仓环境下快速上行，反映出衍生品投资者的“超跌”观点。

图表 22：阶段二：IC 基差与指数走势

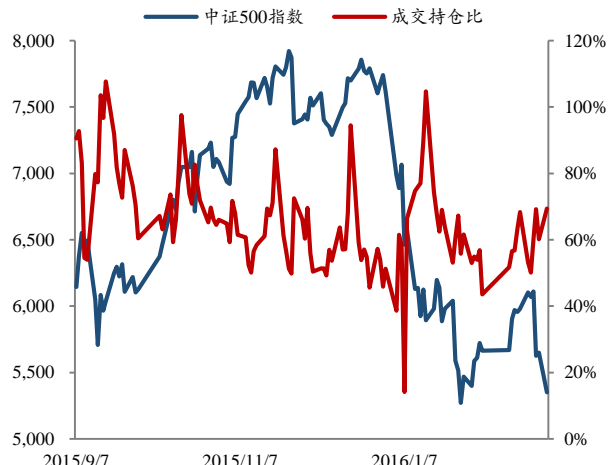


数据来源：Wind 广州期货研究中心

图表 23：阶段二：IC 持仓量与指数走势



图表 24：阶段二：IC 成交持仓比与指数走势

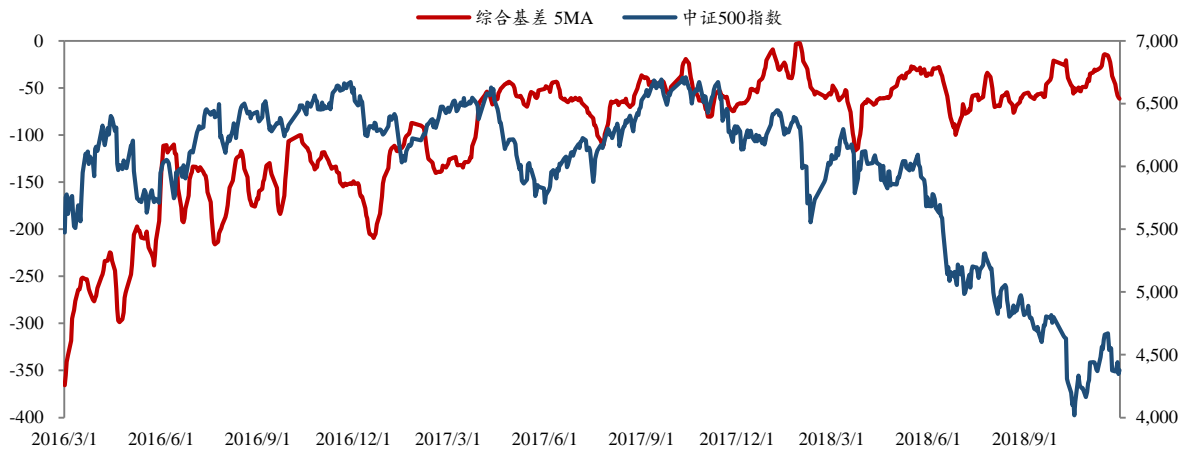


数据来源：Wind 广州期货研究中心

阶段三：2016年3月1日~2018年11月30日，此阶段，股指期货市场存量运行，基差以空头套保及多头吃贴水为主导运行。自股灾限仓后，股指期货市场交投环境较为低迷，2017年2月16日中金所开始逐步松绑股指交易制度，但由于前两次力度并不大，故市场反响较小，直至中金所第三次松绑前，IC总持仓仍未超过限仓前高点。在此阶段，基差贴水缓慢收敛，其节奏仍跟随市场行情运行，当市场大幅上行或下跌时，基差贴水短暂的快速收敛或扩大的特征较为明显。从机构前二十持仓看，以存量资

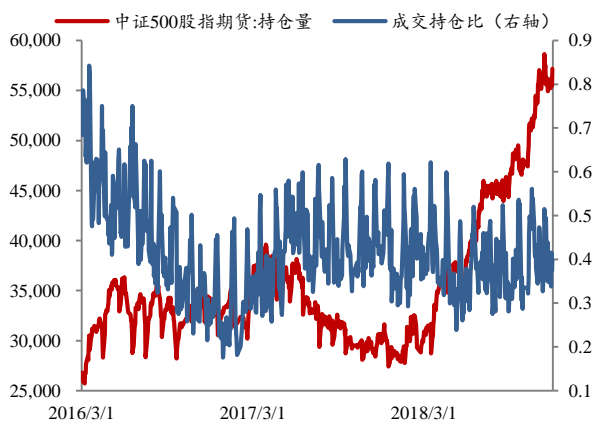
金空头套保以及多头“吃贴水”为主，基差也呈现出波浪形特征。

图表 25: 阶段三: IC 基差与指数走势

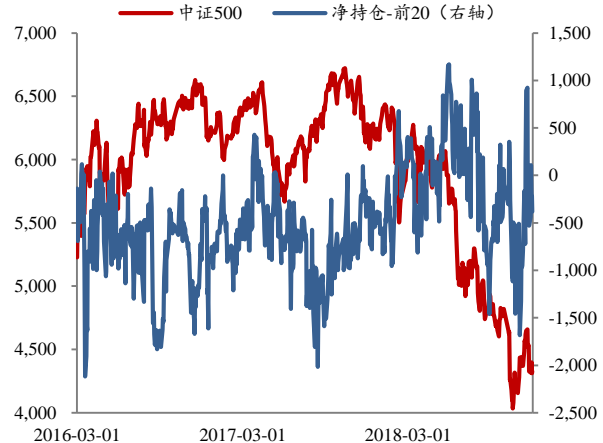


数据来源: Wind 广州期货研究中心

图表 26: 阶段三: IC 持仓量与成交持仓比



图表 27: 阶段三: IC 前 20 净持仓与指数走势



数据来源: Wind 广州期货研究中心

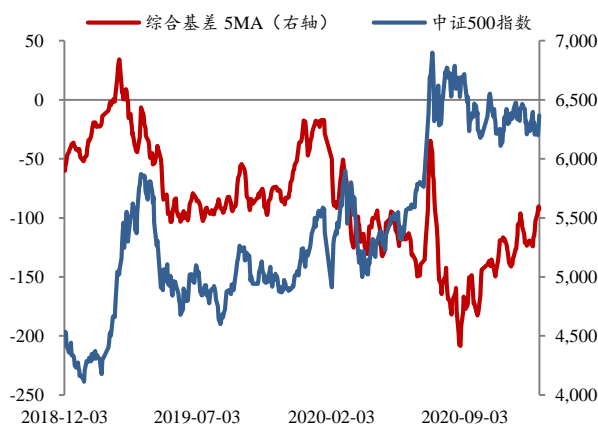
(二) 政策松绑，市场进入增量阶段

阶段四: 2018 年 12 月 3 日~2020 年 12 月 31 日，此阶段期指基差完全由新增持仓主导，量化中性策略带来空头需求激增。2018 年 12 月 3 日，中金所开启第三次松绑，平今手续费下调至万分之 4.6，IC 保证金自 30% 大幅下调至 15%。由此，IC 持仓量开始爆发式增长。

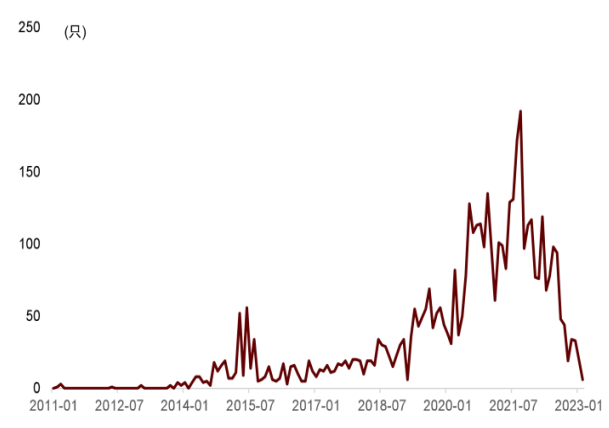
2019、2020 年 A 股市场收益可观，中证 500 指数由 2019 年 4071.69 低点上行至 2020 年 7 月 13 日高点 6899.62，涨幅高达 69.5%，但整体基差水平趋于下行，主因量化中性策略产品发行量逐渐增多，我们可以看到 2019 年后伴随持仓量的大幅增加，前 20 机构多空持仓比持续下行，基差（贴水）运行中枢跟随走阔。期间，牛市行情的出现，多头投机仓位带动基差脉冲式变化，期间，现货指数共出现三次快速上行，分别为 2019 年 1-3 月（中美关系缓和，经济数据企稳回升，央行降准）、2019 年 12 月（逆周期政策发力，央行多次降息）以及 2020 年 6-7 月（经济复苏，地产+财政政策宽信用，双循环，外资加速流入），三次指数上行均同步出现

了期指基差贴水的快速收敛，而后在行情稍有冷却时，均出现了持仓量的下降以及基差的迅速扩大。2020年下半年开始，雪球规模的逐步增加开始带来基差贴水的缓慢修复。

图表 28：阶段四：IC 基差与指数走势

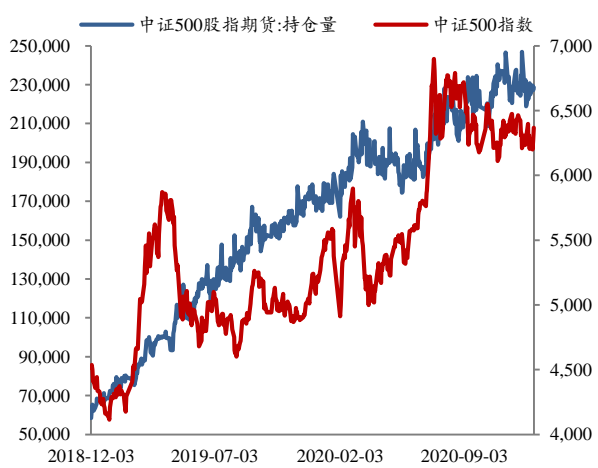


图表 29：阶段四：量化中性策略新增数量

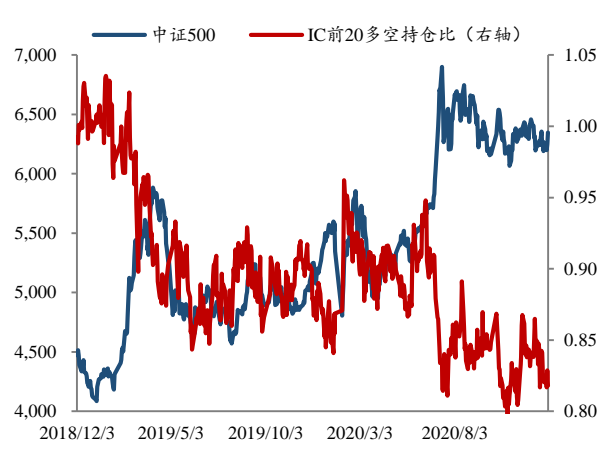


数据来源：Wind 朝阳永续 中金证券 广州期货研究中心

图表 30：阶段四：IC 持仓量与成交持仓比



图表 31：阶段四：IC 前 20 净持仓与指数走势



数据来源：Wind 广州期货研究中心

阶段五：2021 年 1 月 4 日~2022 年 1 月 28 日。本阶段以雪球对冲端“高抛低吸”、指增裸多头及中性策略对冲需求主导基差变动。

2021 年 Q1 市场整体阿尔法环境相对较差，对 α 策略构成一定调整。农历春节春节前夕，市场“二八分化”行情明显，中小盘相对大盘下跌更多，机构“空平”较为明显；春节过后，A 股结束了 2020 年由白马蓝筹股引领的牛市行情，随后在 2-3 月的春季回调中贴水走阔。在此期间，基差变动与现货指数表现呈现较为明显的负相关作用，由雪球对冲端为主导形成。

2021 年 Q2，中证 500 向震荡慢牛转变，先是由 3、4 月雪球增量带动基差贴水的收敛，而后随着 IC 在阿尔法行情的好转，机构“空开”有所回归，带来基差贴水的走阔。

2021 年 Q3，市场风格分化显著，中小盘表现强于大盘，对于中性策略而言，现货多头叠加卖出 IC 便可以获得较好的绝对收益；对于雪球对冲策略而言，需不断“高抛”保持 Δ 中性，直至雪球敲出。该阶段对于

IC 空头需求，加剧了 IC 基差贴水。而随着 9 月中旬市场风格的转变，指数筑顶回落，；由于部分选股因子失效，甚至出现负反馈；故前期中性策略开始“空平”，新增中性策略产品也较此前大幅减少，加剧基差贴水收敛。

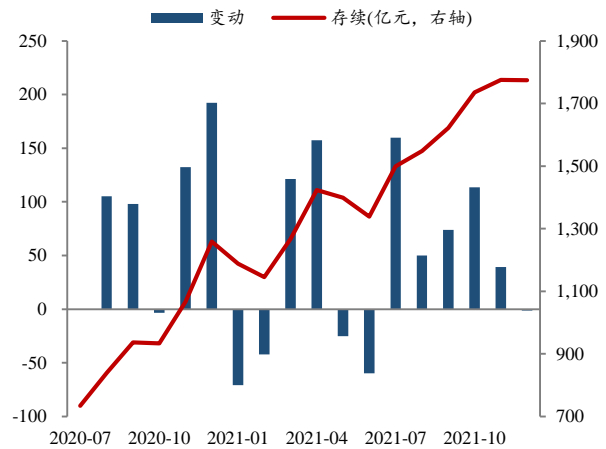
2021 年 Q4，“询价新规”实施后，打新收益快速下降，进一步加速中性策略的退出，而在 2021 年 9 月中旬前 500 增强产品亦普遍获得优秀的超额收益，使得 500 增强产品大幅扩容，推动基差贴水收敛。

进入 2022 年，基于经济基本面“三重压力”、稳增长力度不及预期以及海外通胀高企，进入货币紧缩阶段，中证 500 指数于第一个交易日筑顶回落，月 K 收为光头阴线。此阶段指数大幅走弱，基差贴水继续收敛，显然在雪球存量规模较高背景下，（经测算 2021 年 12 月占 IC 总持仓 14%），基差受雪球对冲“低吸”主导。

图表 32：阶段五：IC 基差与指数走势

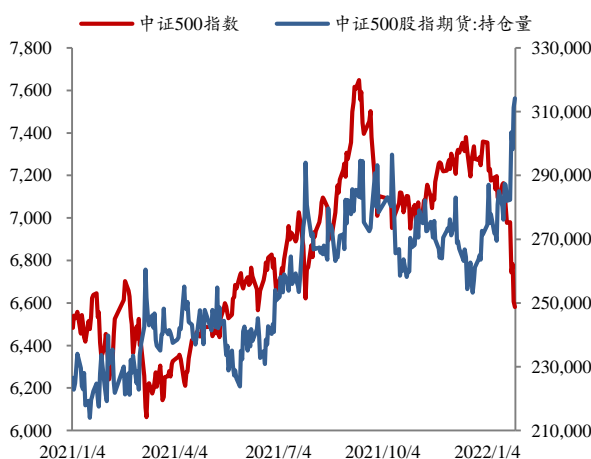


图表 33：阶段五：雪球存续规模及变动情况

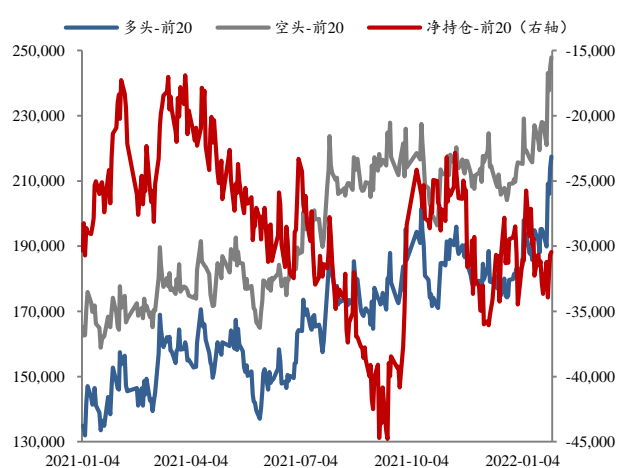


数据来源：Wind 中国证监会业协会 广州期货研究中心

图表 34：阶段五：IC 持仓量与指数走势



图表 35：阶段五：IC 前 20 机构持仓情况



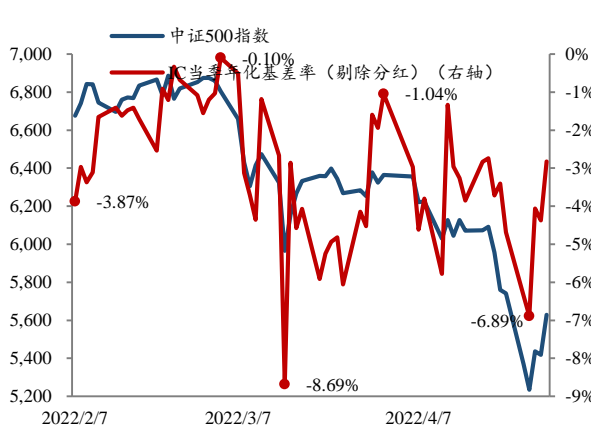
数据来源：Wind 广州期货研究中心

阶段六：2022 年 2 月 1 日至 2022 年 4 月 29 日。本阶段行情大幅波动，投资者博弈情绪主导基差变动，尤其是跌幅较大的日期市场基差贴水更是迅速走阔。经历 1 月的大幅下跌后，2 月市场整体呈现技术性的小幅反弹，一方面是市场对春节行情有预期；另一方面，监管层对 A 股做出呵

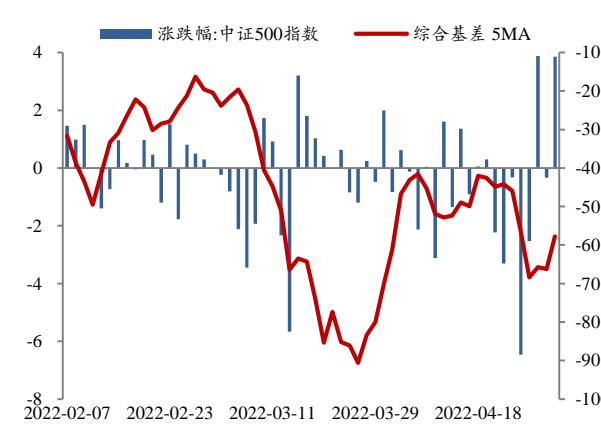
护，证券日报号召挺起 A 股脊梁，呼吁机构担起责任，公募基金纷纷自购基金份额表态。此外，2 月 24 日地缘冲突爆发引发数字人民币概念的发酵以及资源股的大幅上涨。但好景不长，3 月、4 月负面因素聚集，市场再度大幅下行。海外方面，美联储确认于 3 月进入加息周期，地缘冲突朝不利方向发展；国内方面，主要城市疫情爆发。尽管 3 月中旬，管理层对市场做出“护盘行为”，市场也仅在短暂上行后继续下探，指数跌超 1000 点。

对应至基差表现，IC 当季合约基差（剔除分红）贴水也是由 1 月 28 日的 -3.87% 收敛至 3 月 4 日的 -0.10%，再大幅走阔至 3 月 15 日 -8.69%。3 月中旬前后，由于前期大量雪球接近敲入临界线，delta 迅速扩大，多头需求增大，随着大量雪球敲入，机构被迫平掉多于多头仓位，在此期间基差波动较大，于是基差贴水再次快速收敛至 4 月 1 日的 -1.04%，但总的来说，在机构新老仓位平滑之下，整体影响并不大。受行情进一步下挫影响，基差贴水大幅走阔至 4 月 26 日的 -6.89%。

图表 36: 阶段六: IC 当季年化基差率与指数走势



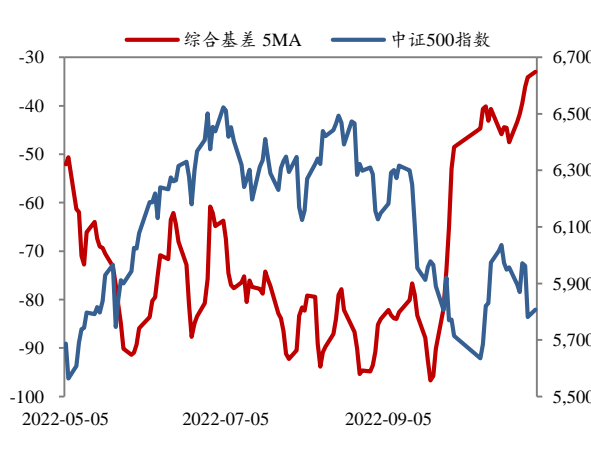
图表 37: 阶段六: IC 基差水平与指数涨跌幅表现



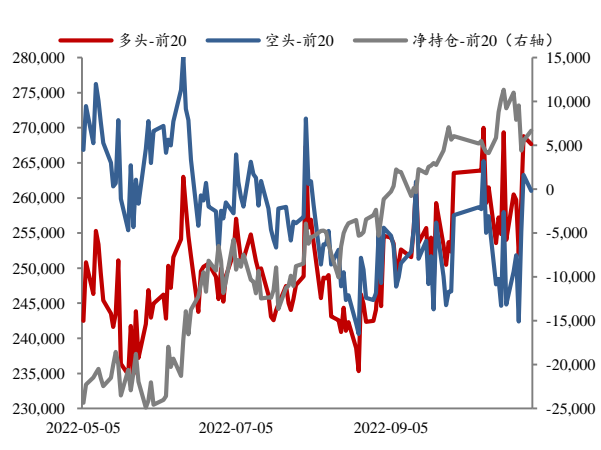
数据来源: Wind 广州期货研究中心

阶段七: 2022 年 5 月 5 日至 2022 年 10 月 31 日。本阶段雪球扩容及市场做多情绪为基差变动的主导因素。4 月底政治局会议的召开以及上海解封，提振市场情绪，作为博反弹工具的雪球扩容，多头涌入。而后，基差随着雪球对冲盘的操作而变化：雪球对冲端在市场下跌时会买入 IC 对冲，反之卖出 IC 对冲，使得基差走势与行情再次呈现负相关。

图表 38: 阶段七: IC 基差与指数走势



图表 39: 阶段七: IC 前 20 机构持仓情况

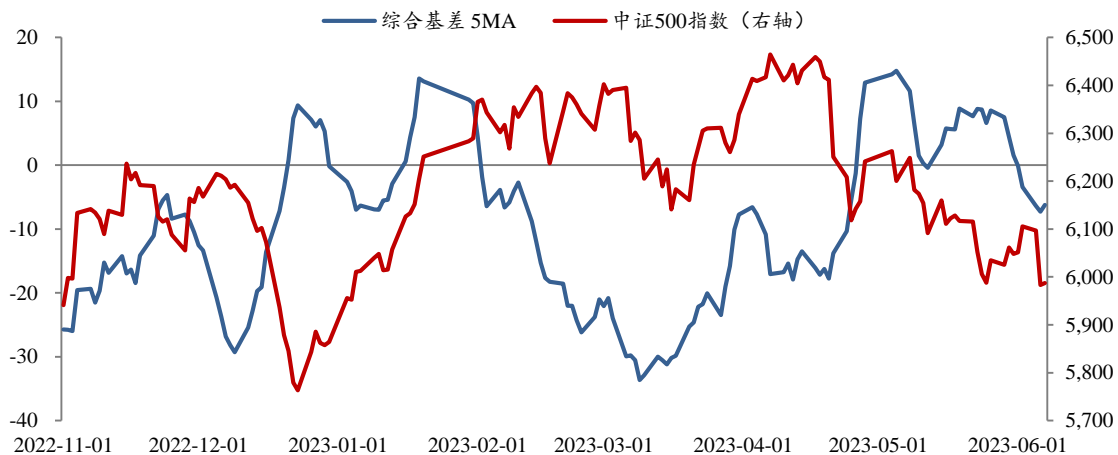


数据来源: Wind 广州期货研究中心

阶段八：2022年11月1日至2023年6月。本阶段由监管政策、机构交易行为、市场情绪共同主导基差运行。从去年10月中旬开始，经历过较大幅度下跌后，二十大报告对未来工作重点做出定调。疫情防控政策优化落地，至11月底彻底放开，地产三支箭亦在11月密集发出，前期较为悲观的市场情绪开始转变，叠加春季躁动效应，市场对指数预期收益正向，期指端做多力量增强，基差贴水收敛加速。政策刺激下，市场风格从小盘切换至大盘，中性策略受累于权重股拉升，2022年11月开始出现回撤，对冲端减仓同步拉高基差。此外，2021年12月3日监管机构针对收益互换发布的新规于1年过渡期结束，此后产品不得挂钩私募基金及资管计划等私募产品、场外衍生品，由于收益互换结构多为半年或一年期，大量产品于2022年Q4开始清算退出，大量期指仓位需买入平仓，与之对应，2022年9至12月份在IC基差收敛的同时，IC总持仓量持续大幅下行。

2023年春节过后，经济数据修复不及预期，市场震荡整固，对前期乐观预期纠偏，由于宏观环境持续处于临界点，市场不确定性较大，情绪主导下，基差整体变动跟行情呈现出较强的正相关，基差贴水走阔。进入4月后，基差趋势与指数逐渐转为负相关，持仓变动亦较为明显，主要驱动因素为雪球对冲仓位。

图表 40：阶段八：IC 基差与指数走势

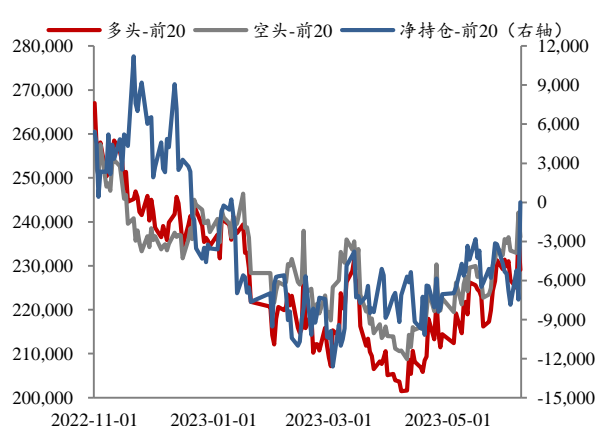


数据来源：Wind 广州期货研究中心

图表 41：阶段八：IC 总持仓与指数走势



图表 42：阶段八：IC 前 20 机构持仓情况



数据来源：Wind 广州期货研究中心

三、基差走势展望

去年年底至今，IC 长期基差贴水收敛的主要原因有：1) 历经近一年熊市后，指数处于相对低位，市场悲观预期计价较为充分，空头套保需求较低；2) 年末收益互换新规过渡期到期以及中性策略的弱化，空头力量相对削弱；3) 雪球、指增产品规模的逐步扩容使得多头力量相对变强。

短期看，基差的长期高位难以为继，收益互换新规过渡期已过，伴随市场情绪的恢复，中性策略、雪球对冲等常态化影响因子将继续成为影响基差的主要力量。1) 当前仍处于分红季，基差存在季节性走弱特性；2) 基差的贴水收敛甚至升水，无疑降低了中性策略的成本，待后续 Alpha 表现有所修复时将增强空方力量；3) 现货做空机制与难度较高，衍生品端对于产品有一定交易、规模限制，如雪球等产品多头增长力量有限；市场空头需求强于多头。

长期看，股指期货基差或将呈现螺旋式周期波动，逐步收敛。一方面，长期的多空仓位博弈，或将引导基差运行呈现螺旋式的周期波动规律。指增、雪球对冲方与量化中性实际互为多空对手盘，指增、雪球发行量变大→基差减小→量化中性成本降低→指增超额、雪球票息走低→指增、雪球发行量减少→基差扩大→量化中性成本变高→指增、雪球发行量增多；另一方面，随着《期货与衍生品法》的出台，金融衍生品市场有望得到进一步发展，若后续对交易制度及对冲工具做进一步的丰富将减轻股指期货空头压力，基差贴水或逐渐收敛。

免责声明

本报告由广州期货股份有限公司（以下简称“本公司”）编制，本公司具有中国证监会许可的期货公司投资咨询业务资格，本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，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，并不构成所述品种的操作依据，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。在任何情况下，本公司以及雇员不对任何人因使用本报告中的任何内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。

本报告版权归本公司所有，本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、引用或转载本报告的全部或部分内容，不得再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如引用、刊发，须注明出处为广州期货股份有限公司，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

广州期货股份有限公司提醒广大投资者：期市有风险，入市需谨慎！

研究中心简介

广州期货研究中心秉承公司“不断超越、更加优秀”的企业精神和“简单、用心、创新、拼搏”的团队文化，以“稳中求进、志存高远”为指导思想，在“合规、诚信、专业、图强”的经营方针下，试图将研究能力打造成引领公司业务发展的名片，让风险管理文化惠及衍生品投资者，回报客户、回报员工、回报股东、回报社会。

研究中心设立农产品研究团队、金属研究团队、化工能源研究团队、金融衍生品研究团队、创新研究团队等五个研究团队，覆盖了宏观、金融、金属、能化、农牧等全品种衍生工具的研究，拥有一批理论基础扎实、产业经验丰富、机构服务有效的分析师，以满足业务开发及机构、产业和个人投资者的需求。同时，研究中心形成了以早报、晨会、周报、月报、年报等定期报告和深度专题、行情分析、调研报告、数据时事点评、策略报告等不定期报告为主体的研究报告体系，通过纸质/电子报告、公司网站、公众号、媒体转载、电视台等方式推动给客户，力争为投资者提供全面、深入、及时的研究服务。此外，研究中心还会提供定制的套保套利方案、委托课题研究等，以满足客户的个性化、专业化需求。

研究中心在服务公司业务的同时，也积极地为期货市场发展建言献策。研究中心与监管部门、政府部门、行业协会、期货交易所、高校及各类研究机构都有着广泛的交流与合作，在期货行业发展、交易策略模式、风险管理控制、投资者行为等方面做了很多前瞻性研究。

未来，广州期货研究中心将依托股东越秀金控在研究中的资源优势，进一步搭建适合公司发展、适合期货市场现状的研究模式，更好服务公司业务、公司品牌和公司战略，成为公司的人才培养基地。

研究中心联系方式

金融衍生品研究团队：（020）22836116

金属研究团队：（020）22836117

化工能源研究团队：（020）22836104

创新研究团队：（020）22836114

农产品研究团队：（020）22836105

办公地址：广州市天河区临江大道1号寺右万科中心南塔6层

邮政编码：510627

广州期货业务单元一览

广州期货是大连商品交易所（会员号：0225）、郑州商品交易所（会员号：0225）、上海期货交易所（会员号：0338）、上海国际能源交易中心（会员号：8338）会员单位，中国金融期货交易所（会员号：0196）交易结算会员单位，可代理国内所有商品期货和期权、金融期货品种交易。除从事传统期货经纪业务外，公司可开展期货投资咨询、资产管理、银行间债券市场交易以及风险管理子公司业务。公司总部位于广州，业务范围覆盖全国，可为投资者提供一站式的金融服务。

广州期货主要业务单元联系方式

上海分公司	杭州城星路营业部	四川分公司	上海陆家嘴营业部
联系电话：021-68905325 办公地址：上海市浦东新区向城路69号1幢12层（电梯楼层15层）03室	联系电话：0571-89809624 办公地址：浙江省杭州市江干区城星路111号钱江国际时代广场2幢1301室	联系电话：028-83279757 办公地址：四川省成都市武侯区人民南路4段12号6栋802号	联系电话：021-50568018 办公地址：中国（上海）自由贸易试验区东方路899号1201-1202室
广东金融高新区分公司	深圳营业部	佛山分公司	东莞营业部
联系电话：0757-88772666 办公地址：广东省佛山市南海区海五路28号华南国际金融中心2幢2301、2302房	联系电话：0755-83533302 办公地址：广东省深圳市福田区梅林街道梅林路卓越梅林中心广场（南区）A座704A、705	联系电话：0757-88772888 办公地址：佛山市禅城区祖庙街道季华五路57号2座3006室	联系电话：0769-22900598 办公地址：广东省东莞市南城街道三元路2号粤丰大厦办公1501B
广州营业部	清远营业部	肇庆营业部	华南分公司
联系电话：020-31953184 办公地址：广州市海珠区新港西路105号大院2号1306房	联系电话：0763-3808515 办公地址：广东省清远市静福路25号金茂翰林院六号楼2层04、05、06号	联系电话：0758-2270761 办公地址：广东省肇庆市端州区信安五路2号华生商住中心商业办公楼1704、1705办公室	联系电话：020-61887585 办公地址：广州市南沙区海滨路171号南沙金融大厦第8层自编803B
北京分公司	湖北分公司	山东分公司	郑州营业部
联系电话：010-63360528 办公地址：北京市丰台区丽泽路24号院1号楼-5至32层101内12层1211	联系电话：027-59219121 办公地址：湖北省武汉市江汉区香港路193号中华城A写字楼14层1401-9号	联系电话：0531-66671202 办公地址：山东省济南市历下区泺源大街8号绿城金融中心B楼906	联系电话：0371-86533821 办公地址：河南自贸试验区郑州片区（郑东）普惠路80号1号楼2单元23层2301号
青岛分公司	机构业务部	机构事业一部	机构事业二部
联系电话：0532-88697833 办公地址：山东省青岛市崂山区秦岭路6号农商财富大厦8层801室	联系电话：020-22836158 办公地址：广州市天河区临江大道1号寺右万科中心南塔6层	联系电话：020-22836155 办公地址：广州市天河区临江大道1号寺右万科中心南塔6层	联系电话：020-22836182 办公地址：广州市天河区临江大道1号寺右万科中心南塔6层
机构事业三部	广期资本管理（上海）有限公司		
联系电话：020-22836185 办公地址：广州市天河区临江大道1号寺右万科中心南塔6层	联系电话：021-50390265 办公地址：上海市浦东新区福山路388号越秀大厦701室		