

金融衍生品专题

2024 年 1 月 21 日

研究员：孙锋

期货从业证号：

F0211891

投资咨询从业证号：

Z000567

☎:021-65789277

✉:sunfeng@chinastock.com.cn

当前贴水加大下的股指期货投资机会

1 月 19 日，市场大幅震荡，股指期货成交放大、贴水加大，但从历史角度看，贴水情况并未达到历史极值，交易机会也较为有限。

1. 贴水加大 但并不是历史极值

回顾 2016 年以来的市场行情，观察股指期货 IF 和 IC 的基差情况和贴水比率，近期的情况都未排名居前。自 16 年以来 1959 个交易日的贴水绝对值，IF、IC 和 IH 当月合约分别排名 310、498 和 339；贴水率排名分别为 202、400 和 268；16 年有大量深度贴水的情况。2022 年以后，场外衍生品的对冲盘进入股指期货，使市场基差明显上升，市场环境产生变化。但统计 2022 年以后的情况，在 498 个交易日中，IF、IC 和 IH 当月合约贴水绝对值分别排名 25、30 和 87；贴水率排名分别为 12、19 和 44。可见，虽然近期贴水加大，但从历史上看，贴水仅在前 20% 上下的水平，即使是 2022 年基差明显收窄之后，目前的贴水，无论是绝对值还是与现货的比率都有 10 个交易日以上比目前更低。

表1：股指期货贴水和贴水率统计

	IF 当月	IF 下月	IF 季月	IC 当月	IC 下月	IC 季月	IH 当月	IH 下月	IH 季月	IM 当月	IM 下月	IM 季月
近一周最大贴水	-25.53	-39.73	-38.73	-43.74	-83.56	-123.94	-12.46	-18.86	-21.26	-42.72	-130.52	-186.52
近一周最大贴水率	-0.78%	-1.21%	-1.18%	-0.86%	-1.65%	-2.45%	-0.56%	-0.84%	-0.95%	-0.79%	-2.42%	-4.23%
16年以来贴水绝对排名	310	500	993	498	711	1134	339	552	868	155	25	223
16年以来贴水比率排名	202	358	891	400	552	956	268	454	774	78	16	53
22年以来贴水绝对排名	25	38	105	30	26	87	55	68	105	17	1	1
22年以来贴水比率排名	12	21	75	19	17	51	44	58	95	7	1	1
16年以来最大贴水	-100	-164	-347	-304	-517	-1,033	-78	-83	-161	-102	-163	-298

数据来源：Wind、银河期货 IM 统计为上市以来和 23 年以来两个时段

IM 于 2022 年 7 月 22 日上市，我们统计上市以来和 23 年以来两个时段，可以看到，上市初期贴水的情况比现在仍更严重。但 IM 下月和季月的贴水已达到 23 年以来的最低值。

2. 贴水加大下的投资机会

贴水的加大会不会有投资机会？我们从方向性投资、期现套利和跨期套利三个角度考察。

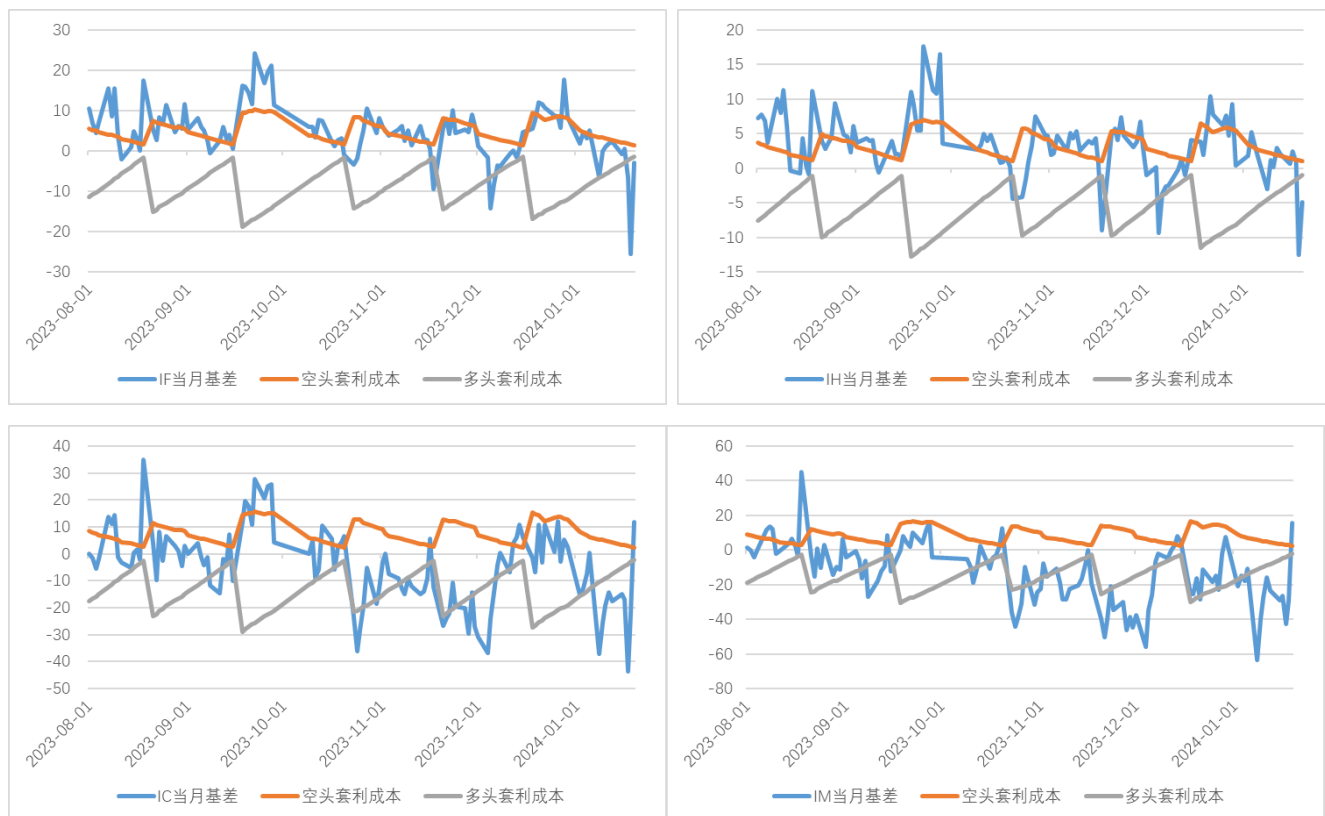
2.1 方向性投资需要控制风险

贴水加大之后，对于多头可以运用股指期货替代现货投资，“低价买入”从而降低投资成本。但是，股指期货保证金交易、逐日盯市、合约有期限的特点决定了投资者需要重视期货交易的风险。而且在极端行情下，短期方向并不明确，“低买”并不一定能保证赚钱。因此，方向性投资需要控制风险。

2.2 期现套利需要注意融券问题

既然单边投资有风险，那么对冲交易是不是可行？从期现套利测算看，当月合约近期都出现了多股指期货空现货的套利机会，但 IM 和 IC 近两个月来多次出现套利机会，本次套利空间并未大增。IF 和 IH 季月合约出现期现套利机会，为近一年来罕见；而 IC 和 IM 季月合约期现套利机会会有较大机会。

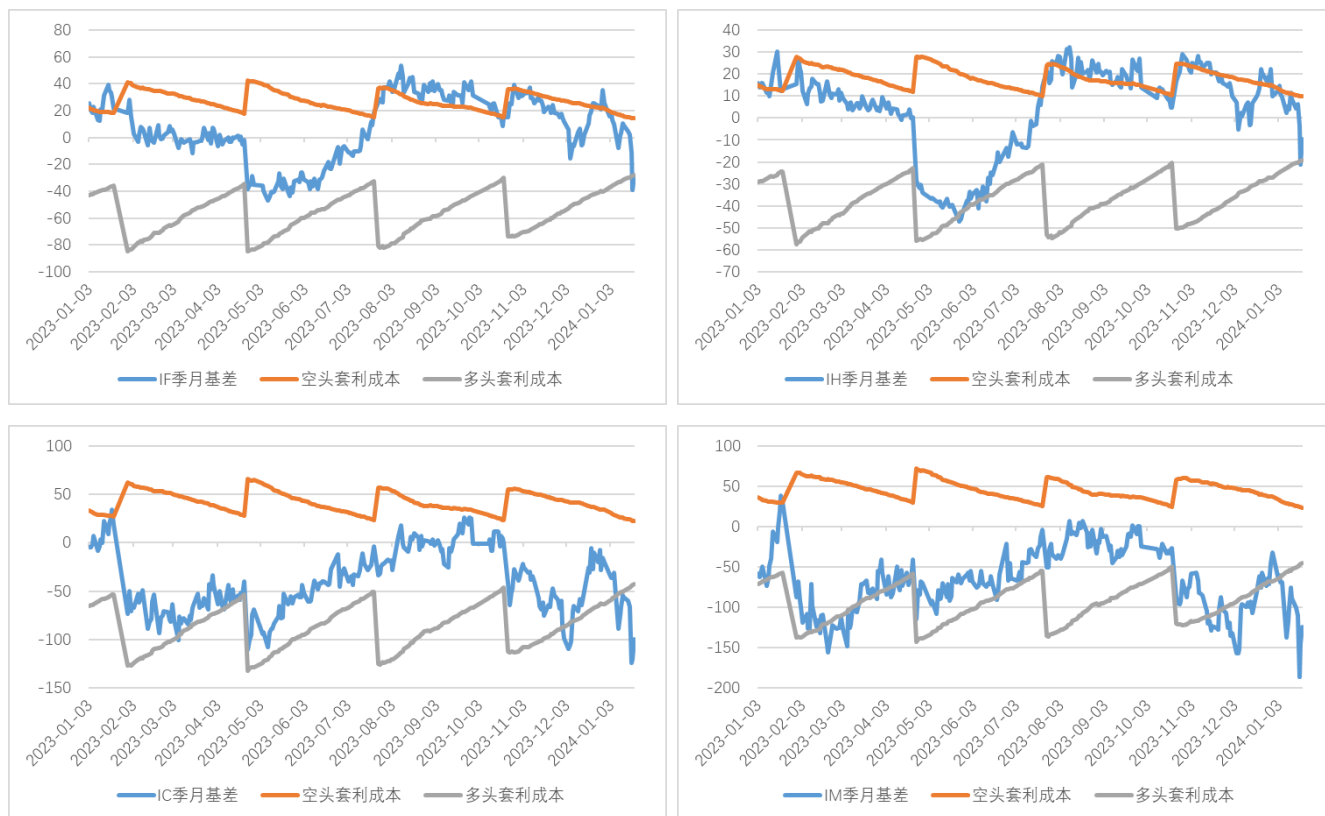
图1-4：各品种当月合约期现套利成本



数据来源：Wind、银河期货

在期现套利的操作中，多运用 ETF 替代一篮子股票，但无论股票融券还是 ETF 融券的难度都在增加，这是影响期现套利的重要因素。

图5-8：各品种季月合约期现套利成本



数据来源：Wind、银河期货

2.3 跨期套利不确定性高

跨期套利，由于两合约没有理论收敛支撑，且合约到期日不同，存在一定不确定性。作为统计套利，我们观察了2022年以来的数据，发现仅IC、IM空下月多下季和空当季多下季的组合与均值有一定的空间，其他组合跨期套利空间有限。

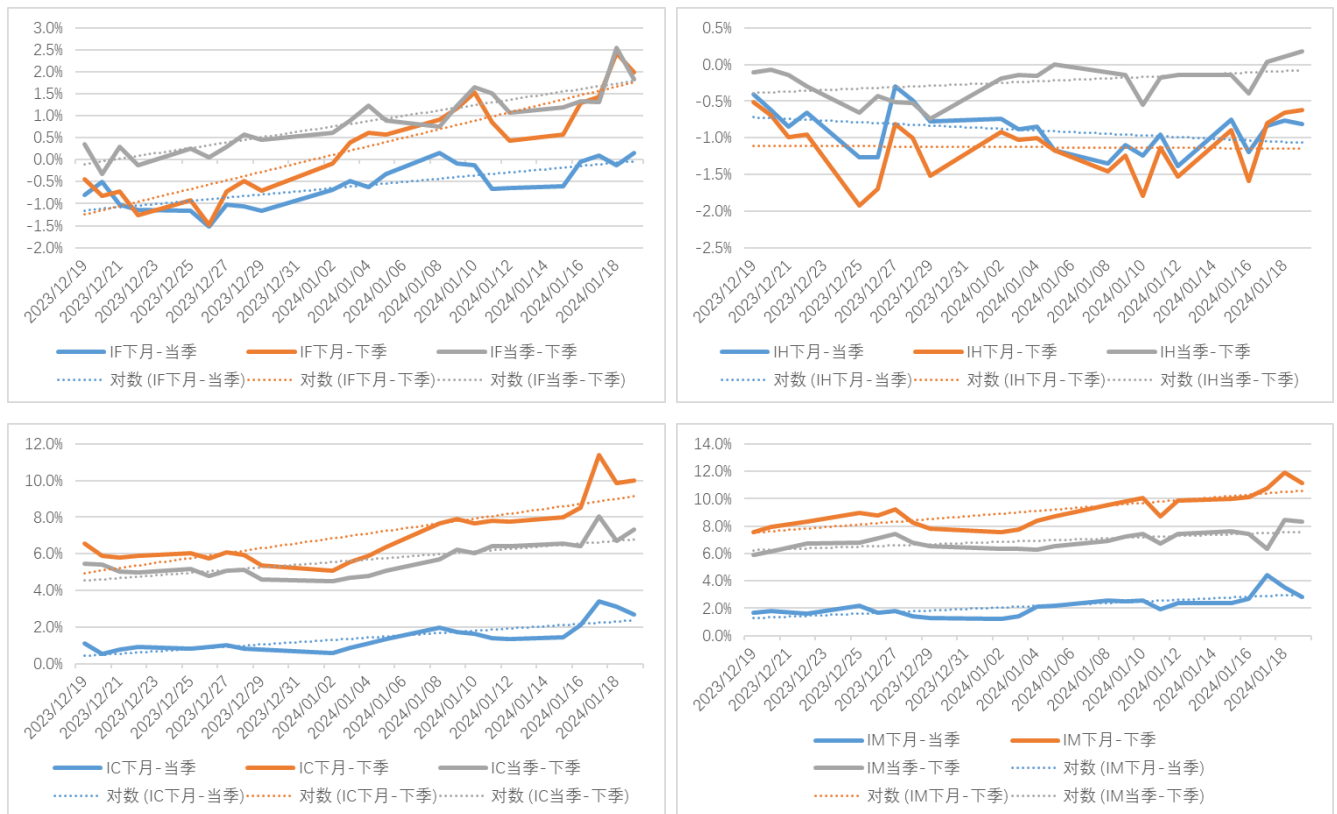
表2：跨期套利统计

	IF下月-当季	IF下月-下季	IF当季-下季	IC下月-当季	IC下月-下季	IC当季-下季	IM下月-当季	IM下月-下季	IM当季-下季	IH下月-当季	IH下月-下季	IH当季-下季
2024/01/17	0.10%	1.43%	1.32%	3.40%	11.42%	8.03%	4.5%	10.8%	6.3%	0.38%	-0.08%	-0.46%
2024/01/18	-0.13%	2.43%	2.56%	3.14%	9.86%	6.73%	3.5%	11.9%	8.4%	0.45%	0.83%	0.38%
2024/01/19	0.15%	1.98%	1.83%	2.70%	10.02%	7.31%	2.8%	11.2%	8.4%	-0.15%	0.75%	0.90%
平均值	-0.19%	0.55%	0.74%	2.25%	6.52%	4.28%	3.43%	8.92%	5.49%	-0.75%	-1.06%	-0.31%
最大值	6.73%	11.93%	6.76%	10.27%	17.76%	9.15%	10.03%	19.35%	10.58%	5.99%	8.52%	5.80%
最小值	-3.22%	-5.66%	-3.10%	-1.11%	0.13%	0.01%	0.11%	0.52%	0.25%	-3.21%	-7.07%	-4.75%

数据来源：Wind、银河期货

需要说明的是，本次统计于1月21日，当月合约到期，因此未将当月合约与其他合约的组合考察在内。

图9-12: 各品种跨期套利情况



数据来源: Wind、银河期货

综上所述, 股指期货各品种突然贴水加大, 但无论是2016年以来还是2022年场外对冲入市后都并不是极端情况。无论是单边投资、期现对冲还是跨期套利都有一些局限和困扰, 在政策法规指导不变、市场环境稳定的情况下, 较大的贴水可以为雪球结构设计提供较大的机会, 但受舆情影响、收益受挫后的投资者能否接受雪球结构产品需要观察。

作者承诺

本人具有中国期货业协会授予的期货从业资格证书，本人承诺以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收到任何形式的报酬。

免责声明

本报告由银河期货有限公司（以下简称银河期货，投资咨询业务许可证号 30220000）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河期货。未经银河期货事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议。银河期货认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告所载内容反映的是银河期货在最初发表本报告日期当日的判断，银河期货可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河期货没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河期货不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

银河期货不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。银河期货建议客户独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

银河期货版权所有并保留一切权利。

联系方式

银河期货有限公司 金融衍生品研究所

北京：北京市朝阳区建国门外大街 8 号楼 31 层

上海：上海市虹口区东大名路 501 号上海白玉兰广场 28 楼

网址：www.yhqh.com.cn

电话：400-886-7799