



重要提示：本报告中发布的观点和信息仅供中信期货的专业投资者参考。若您并非中信期货客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消订阅、接收或使用本报告的任何信息。本报告难以设置访问权限，若给您造成不便，敬请谅解。我司不会因为关注、收到或阅读本报告内容而视相关人员为客户；市场有风险，投资需谨慎。

关于基差的一些思考

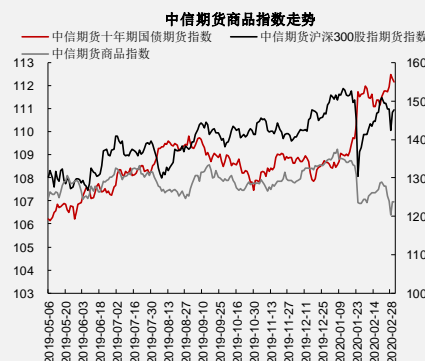
专题摘要

IC下季年化折溢价率跌破-10%：上周股指基差并未跟随行情而反弹，IC下季年化折溢价率甚至跌破10%，三大股指较宽基指数的折价幅度不同程度扩大。

贴水扩大释放了什么样的信号：计算IC下季相对于IC当季的折溢价率与中证500指数的相关系数，历史上只要相关系数逼近-0.5区域，通常意味着市场拐点即将到来，如2018年4月、2018年10月、2019年4月。原理在于IC下季相对于IC当季的折溢价率可以反映IC当季移仓至IC下季的成本，成本较高时通常是市场畏高或是看空时。于是折溢价率与中证500指数呈现负相关一般意味着期现市场对于后市看法不同。而历史数据显示，折溢价率与中证500指数方向不同时，折溢价率释放的信号更为值得关注。当前，折溢价率持续向下，可能暗示投资者担忧海外疫情以及科技股估值虚高，其中蕴含对于中证500的谨慎看法。

基差中枢能否快速收敛：基差快速收敛要么是多方入市，要么是空方离场。对于多方，参照IF、IC近期总持仓下降，多方主导基差回归的概率偏低。对于空方，海外疫情拐点未现，同时波动市下Alpha策略可能具有较高的超额收益，于是短期内也没有看到空方离场的可能。于是本轮基差回归可能和2016年之后的情形类似，是一个逐步回归的过程。

如何应对：对于配置盘，可关注期货买入替代机会。无杠杆假设下，以3月6日价格为基准，持有IF2009、IC2009相对于持有指数的年化超额收益分别为3.45%、11.76%。对于套利盘，鉴于IC下季IC当季的价差以及两者的折溢价率已经进入历史极端区域，长线角度可考虑做多IC下季做空IC当季。同时假设IC当季与IC下季价差可以收敛至2019年中位数，以3月6日价格为基准，目前约有48点的收敛空间。



投资咨询业务资格：
证监许可【2012】669号
金融期货：

研究员：
张革
021-60812988
zhangge@citicsf.com
从业资格号 F3004355
投资咨询号 Z0010982

姜沁
021-60812986
jiangqin@citicsf.com
从业资格号 F3005640
投资咨询号 Z0012407

方晨
021-60812981
fangchen@citicsf.com
从业资格号 F3014596
投资咨询号 Z0013127

目 录

专题摘要.....	1
一、 事件：IC 年化折价率突破 10%.....	3
二、 贴水扩大释放了什么样的信号.....	3
三、 基差中枢短时能否回归.....	4
四、 如何应对.....	5
免责声明.....	7

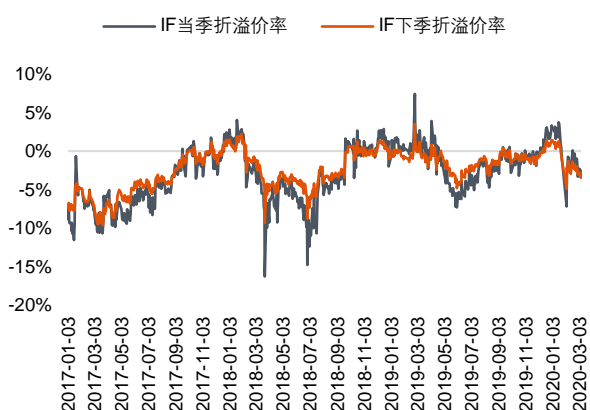
图目录

图 1: IF 当季、下季年化折溢价率.....	3
图 2: IC 当季、下季年化折溢价率.....	3
图 3: IC 下季相对于 IC 当季的折溢价率与中证 500 指数的相关系数.....	3
图 4: IF 总持仓.....	4
图 5: IC 总持仓.....	4
图 6: IF 买入替代超额收益.....	5
图 7: C 买入替代超额收益.....	5
图 8: IF03-IF02 与 IF 下季年化折溢价率.....	6
图 9: IC03-IC02 与 IC 下季年化折溢价率.....	6

一、事件：IC 年化折价率突破 10%

上周股指期货基差（期货-现货）并未跟随行情反弹而收敛，反而愈加扩大。截至 3 月 6 日。IF 当季、IF 下季年化折溢价率接近-3.5%，而 IC 当季、IC 下季年化折溢价率超过-10%，尤其是 IC 远月合约的折价幅度已经逼近 2017 年之后的极端位置。

图 1：IF 当季、下季年化折溢价率



数据来源：Wind 中信期货研究部

图 2：IC 当季、下季年化折溢价率



数据来源：Wind 中信期货研究部

二、贴水扩大释放了什么样的信号

那么贴水扩大蕴含着什么样的信号，我们认为体现为期货投资者对于后市的谨慎态度。这里给出一个指标，我们计算了 IC 下季相对于 IC 当季的折溢价率与中证 500 指数的相关系数。历史上，只要相关系数位于-0.5 附近，则通常是指数的拐点位置，如 2018 年 4 月、2018 年 10 月、2019 年 4 月。

图 3：IC 下季相对于 IC 当季的折溢价率与中证 500 指数的相关系数



数据来源：Wind 中信期货研究部

之所以有上述负相关现象，我们认为可以如下解释。2016 年之后，投资者

发现 IC 远月合约的对冲成本低于 IC 近月合约，于是近年来 IC 远月合约持仓占比不断提升。而 IC 下季相对于 IC 当季的折溢价率一定程度上可以反映 IC 当季移仓至 IC 下季的移仓成本，折价率（注：非折溢价率）越高，则说明移仓成本越大。而移仓成本较高通常发生在投资者畏高或是看空的背景下，于是折价率越大，则说明期货投资者越谨慎。

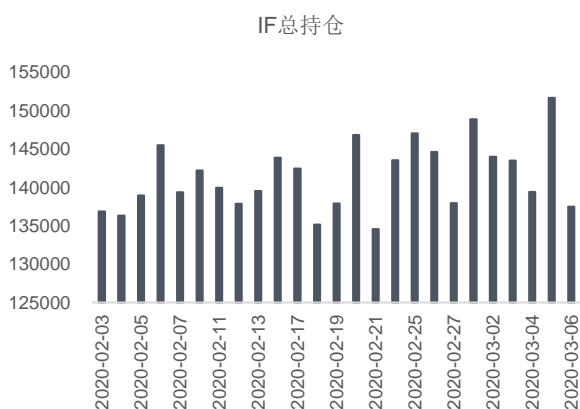
于是两者相关系数呈现负相关，则说明期现投资者对于后市走势开始出现分歧，折溢价率上升、指数下行说明期货投资者不再大幅看空，而现货市场依然谨慎，折溢价率下降、指数上行说明期货投资者不再大幅看多，而现货市场依然乐观。考虑到期货投资者尤其是对冲型投资者多为机构，其对于行情的灵敏度略高于现货投资者，于是相关系数为负一般指向期货投资者是正确的。

回到本轮行情，当前 IC 下季相对于 IC 当季的折溢价率持续下行，暗示期货投资者对于后市较为谨慎，尤其在 3 月 6 日当周。我们认为可能反映出投资者对于海外疫情以及科技股估值偏高的恐慌，不确定环境下，投资者倾向于对冲降低产品波动。

三、基差中枢短时能否回归

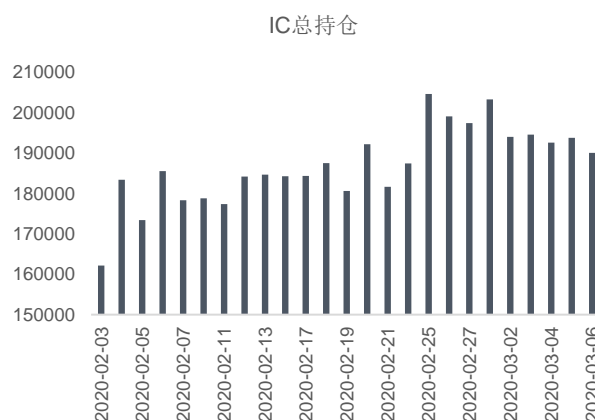
一般而言，基差回归要么是多方主导，要么是空方主导。对于股指多方，我们可以参考 IF 总持仓以及 IC 总持仓的数据，近期两者呈现减仓之势，数据显示多开力量有限，多方主导基差回归的概率偏低。对于股指空方，前文也提及海外疫情拐点迹象未现，同时波动市下 Alpha 策略可能具有较高的超额收益，于是短期内我们也没有看到空方离场的可能。于是本轮基差回归可能和 2016 年之后的情形类似，是一个逐步回归的过程，除非牛市突然启动。

图 4：IF 总持仓



数据来源：Wind 中信期货研究部

图 5：IC 总持仓



数据来源：Wind 中信期货研究部

四、 如何应对

对于配置型资金，短期可关注期货买入替代机会，即利用部分股指期货多单的仓位替代 ETF 仓位。原理在于交割日期现价差必然收敛，持有期货相对于持有 ETF 有额外一部分基差收敛的超额收益。从 2019 年的回溯效果来看，在没有计算杠杆的假设下，持有 IF 相对持有沪深 300 超额收益为 1.3%，而持有 IC 相对持有中证 500 超额收益为 9.8%。以 3 月 6 日价格为基准，目前持有 IF2009、IC2009 的年化超额收益分别为 3.45%、11.76%。

图 6：IF 买入替代超额收益

IF 多头移仓收益	收益点数	收益百分比	收益点数小计	收益百分比小计
IF1901.CFE	-0.8	-0.03%		
IF1902.CFE	-9.4	-0.28%	-14.2	-0.42%
IF1903.CFE	-4	-0.11%		
IF1904.CFE	-4.4	-0.11%		
IF1905.CFE	29.8	0.80%	41.4	1.11%
IF1906.CFE	16	0.42%		
IF1907.CFE	14	0.37%		
IF1908.CFE	13.8	0.37%	31.8	0.84%
IF1909.CFE	4	0.10%		
IF1910.CFE	2.2	0.06%		
IF1911.CFE	4.6	0.12%	-9.6	-0.23%
IF1912.CFE	-16.4	-0.41%		
合计	49.4	1.30%	49.4	1.30%

数据来源：Wind 中信期货研究部

图 7：IC 买入替代超额收益

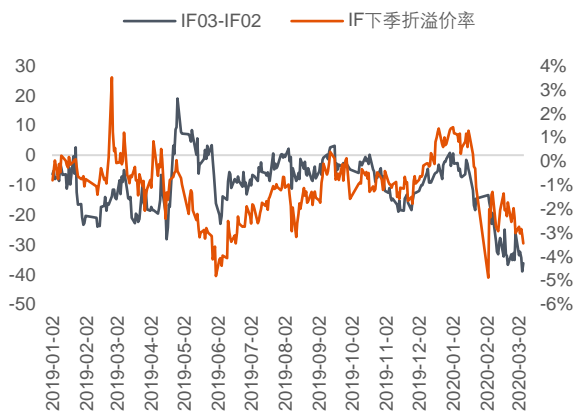
IC 多头移仓收益	收益点数	收益百分比	收益点数小计	收益百分比小计
IC1901.CFE	14	0.33%		
IC1902.CFE	-3.2	-0.07%	23.4	0.50%
IC1903.CFE	12.6	0.24%		
IC1904.CFE	52.2	0.97%		
IC1905.CFE	98.4	1.93%	203	3.96%
IC1906.CFE	52.4	1.06%		
IC1907.CFE	62.2	1.28%		
IC1908.CFE	49.2	1.05%	146.4	3.00%
IC1909.CFE	35	0.67%		
IC1910.CFE	55.2	1.10%		
IC1911.CFE	63.8	1.30%	118.6	2.39%
IC1912.CFE	-0.4	-0.01%		
合计	491.4	9.85%	491.4	9.85%

数据来源：Wind 中信期货研究部

此外对于套利型资金，可关注长期跨期价差收敛的可能。当前无论是 IC 下季与 IC 当季的绝对价差还是两者折溢价水平均位于绝对底部。从均值修复的角度出发，长期来看有收敛的必要性，可关注做多 IC 下季合约同时做空 IC 当季合约的可能。从回归空间来看，2019 年 IC 当季-IC 下季的中位数为 87.2 点，而 3

月 6 日两者差值为 135 点，跨期价差回归空间可能在 48 点附近。

图 8：IF03-IF02 与 IF 下季年化折溢价率



数据来源：Wind 中信期货研究部

图 9：IC03-IC02 与 IC 下季年化折溢价率



数据来源：Wind 中信期货研究部

免责声明

除非另有说明，本报告的著作权属中信期货有限公司。未经中信期货有限公司书面授权，任何人不得更改或以任何方式发送、复制或传播此报告的全部或部分材料、内容。除非另有说明，此报告中使用的所有商标、服务标记及标记均为中信期货有限公司的商标、服务标记及标记。中信期货有限公司不会故意或有针对性的将此报告提供给对研究报告传播有任何限制或有可能导致中信期货有限公司违法的任何国家、地区或其它法律管辖区域。

此报告所载的全部内容仅作参考之用。此报告的内容不构成对任何人的投资建议，且中信期货有限公司不因接收人收到此报告而视其为客户。

中信期货有限公司认为此报告所载资料的来源和观点的出处客观可靠，但中信期货有限公司不担保其准确性或完整性。中信期货有限公司不对因使用此报告及所载材料而造成的损失承担任何责任。此报告不应取代个人的独立判断。本报告和上述报告仅反映编写人的不同设想、见解及分析方法。本报告所载的观点并不代表中信期货有限公司或任何其附属或联营公司的立场。

此报告中所指的投资及服务可能不适合阁下，我们建议阁下如有任何疑问应咨询独立投资顾问。此报告不构成投资、法律、会计或税务建议，且不承担担保任何投资及策略适合阁下。此报告并不构成给予阁下的私人咨询建议。

中信期货有限公司2020版权所有并保留一切权利。

深圳总部

地址：深圳市福田区中心三路8号卓越时代广场（二期）北座13层1301-1305、14层

邮编：518048

电话：400-990-8826

传真：(0755)83241191

网址：<http://www.citicsf.com>