

我国股指期货市场运行情况及功能发挥

研究所 金融期货研究部

2020年3月

目 录

1

股指期货基差变化规律

2

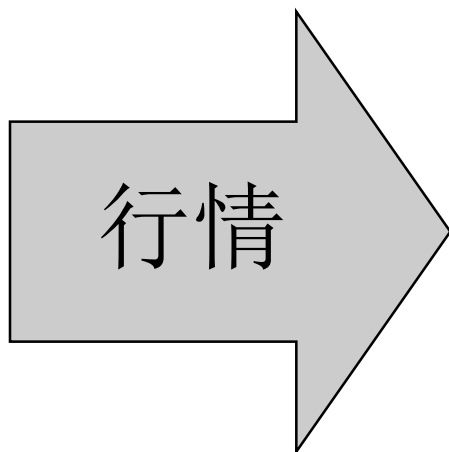
股指期货成交持仓情况

3

股指期货套保效率分析

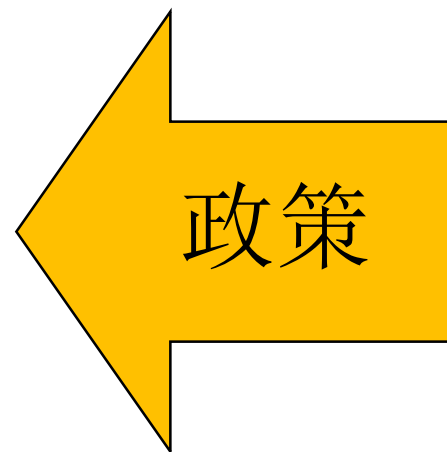
升贴水变化主要受到行情和政策影响

理论上，根据期货定价公式，股指期货应该呈现升水状态，但现实中并不一定和理论一致。



若市场对后市悲观，那么期货价格很可能会呈现贴水状态。我国目前股指期货大部分时间处于贴水状态。

股指期货限制政策曾一度造成价格扭曲，即长时间的大幅度贴水。



2015年股指期货被限制开仓后，打压了大量投机参与者，导致期货套期保值参与者在卖出股指期货合约时缺少对手方，即缺少多单，从而扭曲了股指期货的价格，造成了长时间大幅度贴水的局面。

股指期货自2015年受限以来已有4次松绑

股指期货交易规则变化

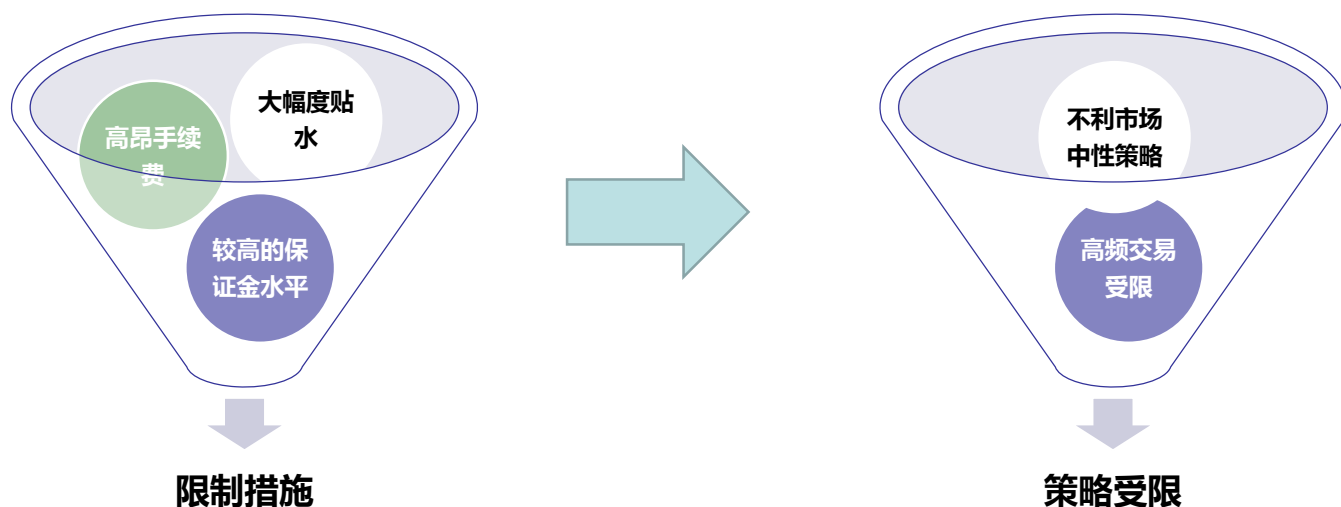
日内开仓手数	2015.4.16- 2015.7.7	2015.9.7- 2017.2.16	2017.2.17- 2017.9.17	2017.9.18- 2018.12.2	2018.12.2-2019.4.21	2019.4.22-至今
IH	无限制	单个品种10手	单个品种20手	单个品种20手	单个合约50手, 单个品种200手	单个合约500手, 单个品种2000手
IF	无限制	单个品种10手	单个品种20手	单个品种20手	单个合约50手, 单个品种200手	单个合约500手, 单个品种2000手
IC	无限制	单个品种10手	单个品种20手	单个品种20手	单个合约50手, 单个品种200手	单个合约500手, 单个品种2000手
保证金 (非套保)	2015.4.16- 2015.9.6	2015.9.7- 2017.2.16	2017.2.17- 2017.9.17	2017.9.18- 2018.12.2	2018.12.2-2019.4.21	2019.4.22-至今
交易规则规定: 保证金最低为成交金额的8%。						
IH	10%	40%	20%	15%	10%	10%
IF	10%	40%	20%	15%	10%	10%
IC	10%	40%	30%	30%	15%	12%
保证金 (套保)	2015.4.16- 2015.9.6	2015.9.7- 2017.2.16	2017.2.17- 2017.9.17	2017.9.18- 2018.12.2	2018.12.2-2019.4.21	2019.4.22-至今
IH	10%	20%	20%	15%	10%	10%
IF	10%	20%	20%	15%	10%	10%
IC	10%	20%	20%	20%	15%	12%
平今仓手续费	2015.4.16- 2015.9.6	2015.9.7- 2017.2.16	2017.2.17- 2017.5.17	2017.5.18- 2018.12.2	2018.12.2-2019.4.21	2019.4.22-至今
交易规则规定: 手续费以交易所规定为准 (之前规定手续费不高于成交金额的万分之0.50)						
IH	万分之0.25	万分之23	万分之9.2	万分之6.9	万分之4.6	万分之3.45
IF	万分之0.25	万分之23	万分之9.2	万分之6.9	万分之4.6	万分之3.45
IC	万分之0.25	万分之23	万分之9.2	万分之6.9	万分之4.6	万分之3.45
单个合约投机单边持仓限额	2015.4.16- 2015.9.6	2015.9.7- 2017.2.16	2017.2.17- 2017.5.17	2017.5.18- 2018.12.2	2018.12.2-2019.4.21	2019.4.22-至今
IH	1200手	1200手	1200手	1200手	1200手	1200手
IF	5000手	5000手	5000手	5000手	5000手	5000手
IC	1200手	1200手	1200手	1200手	1200手	1200手

**日内开仓交易量是指客户单日在单个产品所有合约上的买开仓数量与卖开仓数量之和。

**进行套期保值交易和套利交易的持仓按照交易所有关规定执行。

**套期保值交易开仓数量不受日内开仓手数限制。

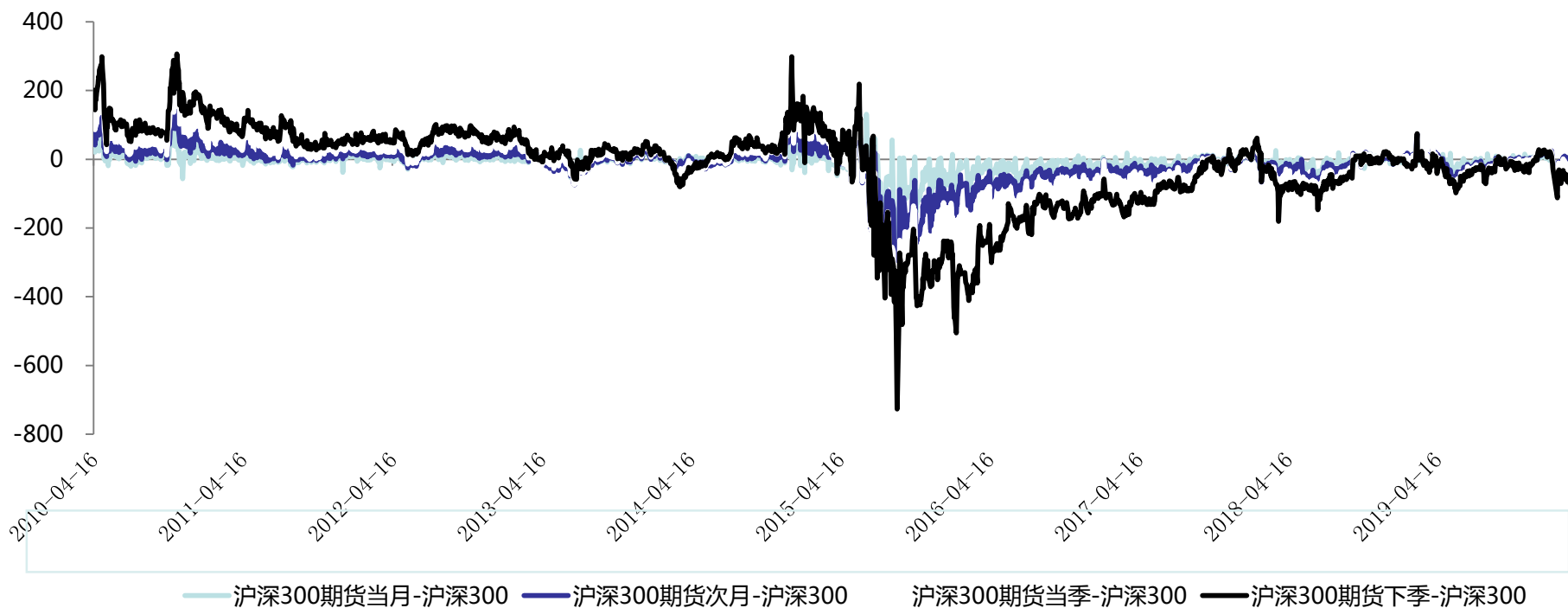
股指期货限制措施使得很多量化策略受限



- 市场中性/套利策略利用买入股票、卖出股指期货进行套利，大幅贴水会带来负收益。
- 日内平仓手续费提高使得高频交易无法覆盖交易成本。
- 高昂的日内平仓手续费都会导致各个交易策略的交易成本提高。

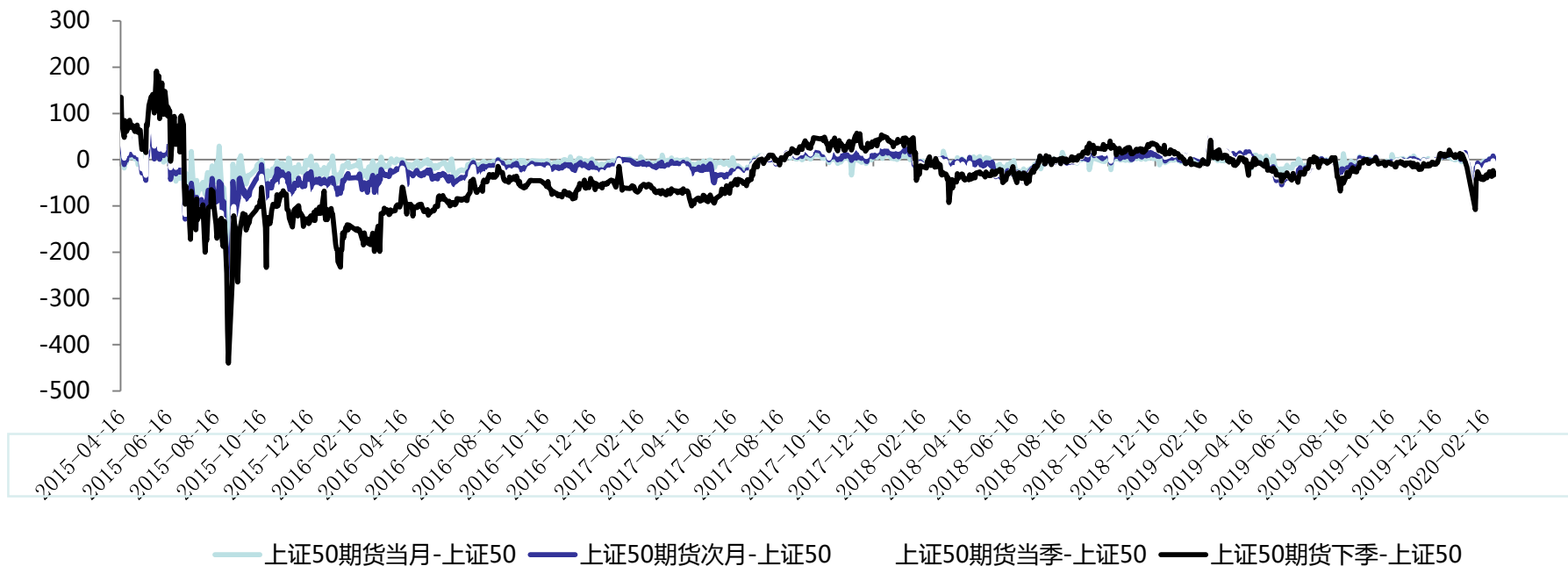
IF期货合约基差表现较为中性

- 2015年IF当月合约贴水一度高达200-400点，远月合约的贴水幅度就更大了。
- 2017年2月股指期货第一次松绑以来，股指期货远月合约大幅贴水的情况也已经明显好转。
- 2017年2月第一次松绑前贴水高达200点以上，2017年9月二次松绑前减至100点以内，2018年以来已经逐渐恢复至小幅贴水状态。
- 随着沪深300股指期货保证金下降至10%以及市场行情的好转，IC合约预计主要呈现**平水状态**。



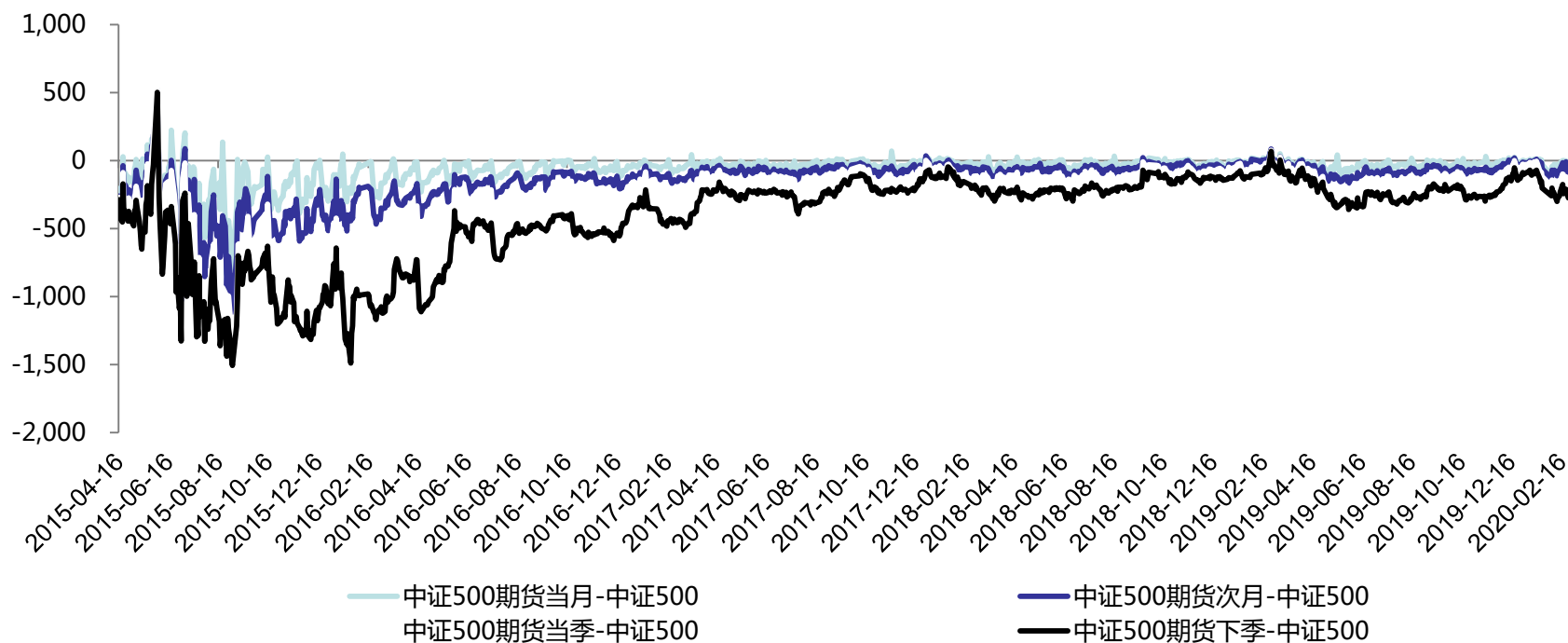
IH期货合约大部分时间处于升水状态

- 2015年IH当月合约贴水一度高达100-200点，远月合约的贴水幅度就更大了。
- 2017年第一次股指期货松绑以来，股指期货远月合约大幅贴水的情况也已经明显好转。
- 2017年9月二次松绑前减至50点以内，2018年以来已经逐渐恢复至升水状态。
- 随着上证50股指期货保证金下降至10%以及市场行情的好转，IH合约预计主要以**升水为主**，有助于更好发挥股指期货的套期保值功能。



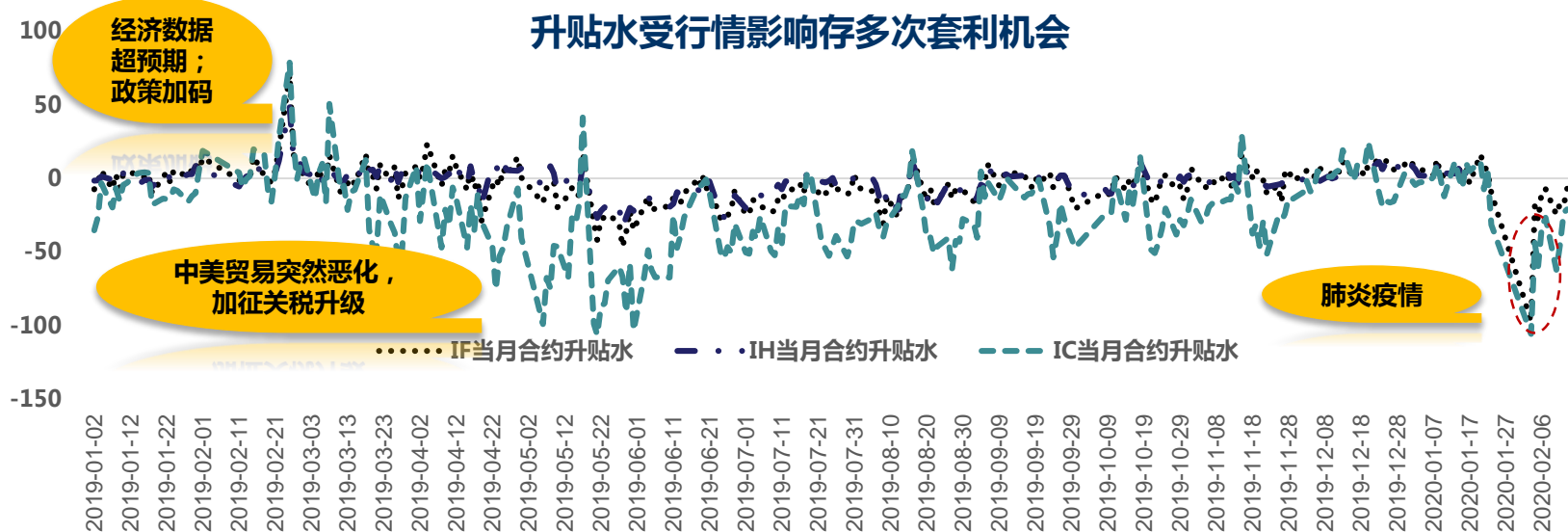
IC期货合约大部分时间处于贴水状态

- 2015年IC当月合约贴水一度高达500多点，远月合约的贴水幅度就更大了。
- 2017年2月第一次松绑前贴水高达400点以上，2017年9月二次松绑前减至250点以内，2018年以来贴水已经收窄至150点以内。
- 随着中证500股指期货保证金下降至12%以及市场行情地好转，远月基差将进一步收窄，有助于更好发挥股指期货的套期保值功能。当前大部分时间依然处于**贴水状态**。



临近到期都有比较明显的基差回归规律

- 1) 升贴水大幅波动下存期现、跨期套利机会；2) 临近到期都有比较明显的基差回归规律。
- 2019年有多次确定性较高的期现套利机会。
- 2019年2月25日，IF、IH、IC相对现货升水幅度达到今年以来最高，分别是70点、48点、79点，月基差率为-1.90%、-1.73%、-1.56%。
- 例如自2019年7月29日IC当月合约大幅贴水，随着当月合约临近到期，至2019年8月15日当月合约变为小幅贴水，基差收敛明显。
- 2019年5月21日，IC相对现货贴水幅度达到今年以来最高，是106.27点，月基差率为2.84%。
- 2020年2月3日，受肺炎疫情影响，股指大幅下跌，IC合约当日贴水幅度达到100多点，月基差率约3%。



目 录

1

股指期货基差变化规律

2

股指期货成交持仓情况

3

股指期货套保效率分析

2018年我国四大期货交易所占全球成交量的6.7%

全球衍生品（期货+期权）交易情况

排名	交易所	2018年成交量	2018年各交易所成交占比（%）	2017年成交量	同比变化（%）	2018年底持仓	2018年各交易所持仓占比（%）	2017年底持仓	同比变化（%）
1	芝加哥商业交易所集团	4,844,856,880	10.72%	4,089,345,897	18.48%	115,669,164	10.84%	108,252,648	6.85%
2	印度国家证券交易所	3,790,090,142	8.39%	2,465,333,505	53.74%	8,173,058	0.77%	7,879,488	3.73%
3	巴西圣保罗证券交易所	2,574,073,178	5.70%	1,809,358,955	42.26%	68,050,800	6.38%	78,403,768	-13.20%
4	洲际交易所	2,474,223,217	5.47%	2,125,404,062	16.41%	70,888,571	6.64%	65,945,516	7.50%
5	芝加哥期权交易所控股公司	2,050,884,142	4.54%	1,810,195,197	13.30%	378,388	0.04%	566,140	-33.16%
6	欧洲期货交易所	1,951,763,081	4.32%	1,675,898,310	16.46%	120,467,829	11.29%	102,070,266	18.02%
7	纳斯达克交易所	1,894,713,045	4.19%	1,676,626,292	13.01%	10,880,386	1.02%	10,525,874	3.37%
8	莫斯科交易所	1,500,375,257	3.32%	1,584,632,965	-5.32%	7,898,052	0.74%	11,598,208	-31.90%
9	韩国交易所	1,408,257,756	3.12%	1,015,335,674	38.70%	7,961,478	0.75%	6,859,564	16.06%
10	上海期货交易所	1,201,898,093	2.66%	1,364,243,528	-11.90%	4,220,319	0.40%	4,061,895	3.90%
11	孟买证券交易所	1,032,693,325	2.28%	609,215,973	69.51%	857,171	0.08%	1,266,942	-32.34%
12	大连商品交易所	981,927,369	2.17%	1,101,280,152	-10.84%	4,556,829	0.43%	5,189,141	-12.19%
13	郑州商品交易所	817,969,982	1.81%	586,070,148	39.57%	2,967,130	0.28%	2,730,510	8.67%
14	香港交易所	480,966,627	1.06%	372,186,941	29.23%	12,842,839	1.20%	13,911,308	-7.68%
15	迈阿密国际控股公司	421,320,501	0.93%	232,223,967	81.43%	n/a	n/a	n/a	n/a
16	日本交易所	388,302,535	0.86%	322,408,620	20.44%	4,635,383	0.43%	4,354,739	6.44%
17	台湾期货交易所	308,083,576	0.68%	265,705,669	15.95%	872,723	0.08%	1,568,135	-44.35%
18	澳洲证券交易所	248,003,922	0.55%	248,449,405	-0.18%	11,739,823	1.10%	12,347,527	-4.92%
19	伊斯坦布尔交易所	236,393,421	0.52%	146,122,348	61.78%	2,982,894	0.28%	3,076,249	-3.03%
20	印度商品交易所	230,339,630	0.51%	198,614,562	15.97%	338,314	0.03%	325,354	3.98%
21	多伦多证券交易所	218,987,586	0.48%	183,171,887	19.55%	6,788,471	0.64%	6,648,966	2.10%
22	新加坡交易所	217,387,520	0.48%	178,374,785	21.87%	5,216,096	0.49%	4,670,754	11.68%
23	罗萨里奥期货交易所	192,340,218	0.43%	150,138,251	28.11%	2,820,364	0.26%	3,224,670	-12.54%
24	约翰尼斯堡证券交易所	190,696,069	0.42%	382,944,302	-50.20%	17,067,660	1.60%	28,700,612	-40.53%
25	泛欧交易所	149,254,141	0.33%	140,276,927	6.40%	14,645,289	1.37%	14,713,256	-0.46%
26	泰国期货交易所	104,422,200	0.23%	78,990,574	32.20%	2,440,223	0.23%	2,813,036	-13.25%
27	特拉维夫证券交易所	48,107,098	0.11%	46,641,131	3.14%	656,712	0.06%	890,939	-26.29%
28	伦敦证券交易所集团	46,105,494	0.10%	42,437,707	8.64%	5,355,326	0.50%	5,405,761	-0.93%
29	西班牙衍生品交易所	43,502,213	0.10%	44,576,977	-2.41%	8,305,963	0.78%	8,067,257	2.96%
30	东京金融交易所	38,833,350	0.09%	38,478,945	0.92%	1,995,290	0.19%	1,889,468	5.60%
31	中国金融期货交易所	27,210,053	0.06%	24,595,938	10.63%	258,685	0.02%	195,115	32.58%
	总计	45,197,150,126	100.00%	37,952,388,754	19.09%	1,067,210,208	100.00%	1,068,232,799	-0.10%

我国境内已上市的权益类期货和期权未进入全球前40

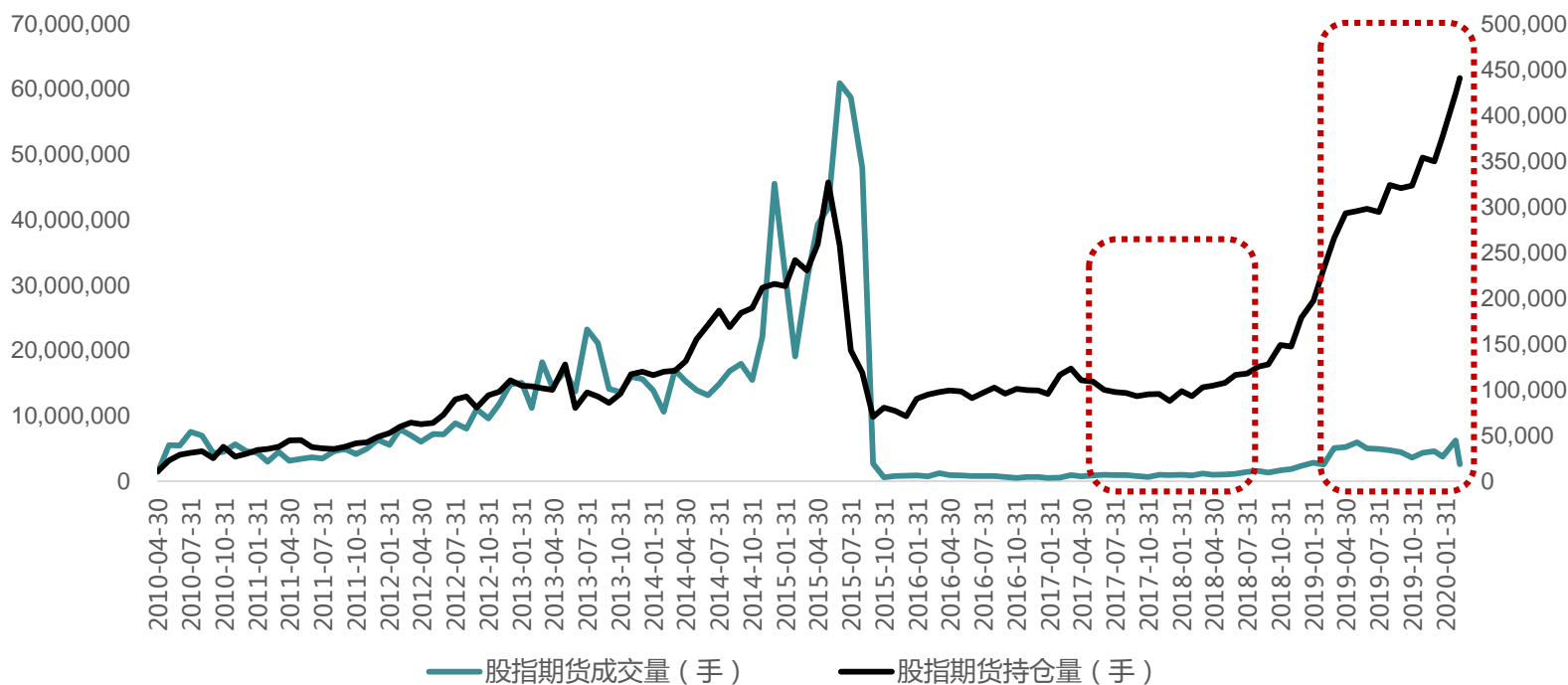
全球前30股指期货和期权合约

排名	衍生品合约	2018年成交量	2017年成交量	成交量同比变化(%)	2018年底持仓量	2017年底持仓量	持仓量同比变化(%)
1	银行指数期权, 印度国家证券交易所 (2018, #2)	1,587,426,222	800,401,601	98.33%	876,581	280,027	213.03%
2	SPDR标普500ETF期权	834,994,877	634,508,023	31.60%	21,073,952	22,442,302	-6.10%
3	迷你巴西指数期货, 巴西圣保罗证券交易所 (2018, #3)	706,224,217	290,827,570	142.83%	142,558	71,013	100.75%
4	韩国200股票指数期权, 韩国交易所 (2018, #9)	657,832,873	540,103,609	21.80%	2,685,934	2,583,267	3.97%
5	印度 CNX Nifty 指数期权, 印度国家证券交易所	622,118,790	562,315,794	10.64%	1,120,109	1,498,323	-25.24%
6	小型标普500期货, 芝加哥商业交易所	445,199,191	365,601,616	21.77%	2,694,397	3,014,101	-10.61%
7	标普500指数期权, 芝加哥期权交易所	371,345,596	292,029,953	27.16%	16,042,030	14,496,829	10.66%
8	欧洲斯托克50指数期货, 欧洲期货交易所	318,635,725	282,107,311	12.95%	3,747,864	3,454,398	8.50%
9	欧洲斯托克50指数期权, 欧洲期货交易所	273,634,066	263,152,091	3.98%	30,826,049	29,374,021	4.94%
10	小型日经225指数期货, 日本交易所	273,327,463	219,518,050	24.51%	1,279,710	683,633	87.19%
11	纳斯达克100指数ETF期权	249,302,751	160,178,790	55.64%	6,773,151	6,805,110	-0.47%
12	台湾加权指数期权, 台湾期货交易所	194,438,947	186,410,859	4.31%	565,920	1,191,910	-52.52%
13	CBOE恐慌指数期权, 芝加哥期权交易所	167,470,555	181,311,346	-7.63%	7,041,911	9,885,104	-28.76%
14	小型纳斯达克100指数期货, 芝加哥商业交易所	124,195,504	69,559,095	78.55%	208,461	280,720	-25.74%
15	俄罗斯交易系统指数, 莫斯科交易所	118,174,805	134,467,991	-12.12%	206,738	346,932	-40.41%
16	罗素2000指数ETF期权	116,080,195	127,378,520	-8.87%	4,193,390	6,566,819	-36.14%
17	MSCI新兴市场指数ETF期权	115,724,766	75,607,260	53.06%	8,375,129	7,163,584	16.91%
18	新华富时A50指数期货, 新加坡交易所	88,028,881	67,407,030	30.59%	878,618	699,621	25.58%
19	跟踪标普500恐慌指数的短期交易所买卖票据期权	80,171,824	76,890,416	4.27%	2,678,053	3,308,180	-19.05%
20	CBOE恐慌指数期货, 芝加哥期权交易所期货交易分所	74,318,415	73,858,885	0.62%	368,393	551,703	-33.23%
21	欧洲斯托克银行期货, 欧洲期货交易所	73,510,289	55,560,883	32.31%	1,875,799	1,455,666	28.86%
22	小型标普500指数期权, 芝加哥商业交易所	73,364,734	51,055,524	43.70%	1,551,300	1,436,232	8.01%
23	韩国综合200指数期货, 韩国交易所	64,338,721	48,617,581	32.34%	353,786	321,556	10.02%
24	小型道琼斯指数期货, 芝加哥商品交易所	60,324,164	32,866,342	83.54%	73,850	146,087	-49.45%
25	恒生指数期货, 香港交易所	57,668,346	31,486,965	83.15%	133,924	144,659	-7.42%
26	土耳其30指数期货, 伊斯坦布尔交易所	55,181,858	43,851,583	25.84%	409,899	449,750	-8.86%
27	台湾加权指数期货, 台湾期货交易所	46,946,307	34,014,500	38.02%	98,665	108,069	-8.70%
28	欧洲斯托克银行期权, 欧洲期货交易所	46,613,902	33,944,306	37.32%	7,154,637	2,468,541	189.83%
29	精选金融行业SPDR ETF期权	45,317,267	53,054,015	-14.58%	3,546,421	4,384,471	-19.11%
30	小型标普500指数期权, 芝加哥商业交易所	43,285,692	39,320,303	10.08%	1,099,896	1,319,864	-16.67%

股指期货所有品种成交依然仅为2015年高峰的10%

- 股指期货仍受限，但持仓量已经恢复到受限前水平。2015年5月，股指期货所有品种所有合约持仓量达到326,433张，截至2020年2月，该数量达到423,788张，已超过股指受限前水平。
- 受手续费影响，股指成交依然远不如受限前活跃。截至2015年6月，股指期货所有品种所有合约成交量达到60,884,551张，而2020年2月，该数量只有6,217,712张，仅为2015年6月时期的10%。

股指期货全品种成交量和持仓量变化

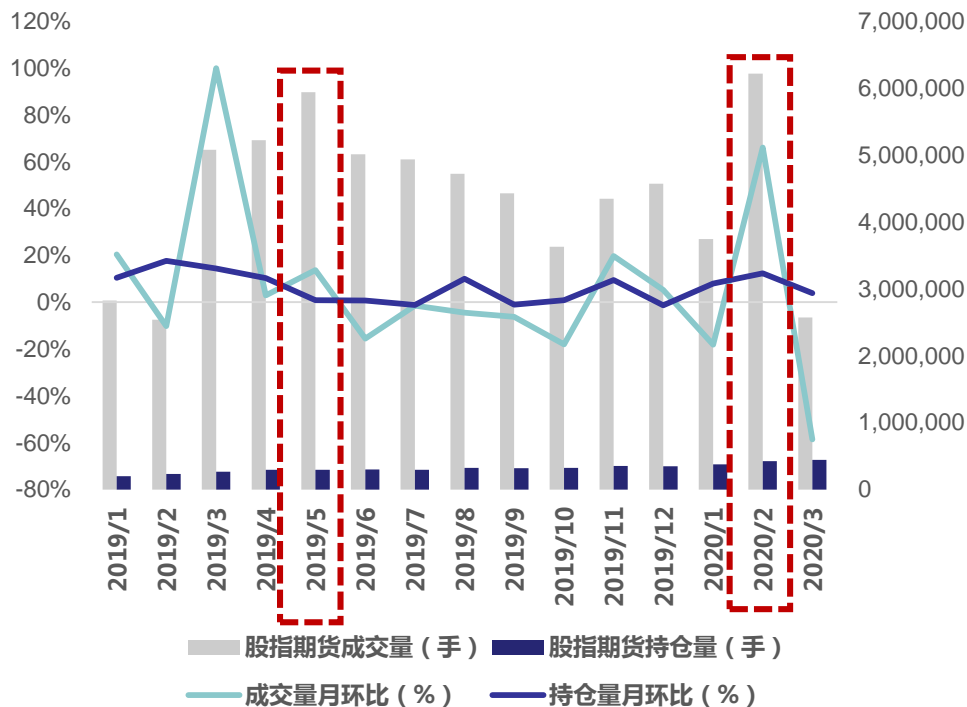


股指期货成交量主要受到市场行情影响

- 市场行情出现波动时股指期货成交量更容易上来，而相比之下市场行情下跌时更能刺激股指期货交易。
- 2019年成交量增速最快发生在3月份，市场情绪被行情带动起来，投资者纷纷做多。2019年5月中美贸易谈判再次出现变故，股指期货成交量也有所上升。
- 2020年2月成交量也有一个明显的上升，2月3日股市大幅下跌，市场纷纷转向股指期货寻找风险管理工具。

日期	成交量（手）	持仓量（手）
2019-01-31	2,826,176	197,219
2019-02-28	2,538,326	232,041
2019-03-29	5,077,708	265,536
2019-04-30	5,223,711	292,913
2019-05-31	5,938,834	295,364
2019-06-28	5,012,876	297,686
2019-07-31	4,937,849	294,161
2019-08-30	4,718,581	323,546
2019-09-30	4,427,087	320,196
2019-10-31	3,631,532	323,018
2019-11-29	4,346,495	353,713
2019-12-31	4,572,136	349,263
2020-01-23	3,742,323	377,054
2020-02-28	6,217,712	423,788

股指期货全品种成交量和持仓量月度变化



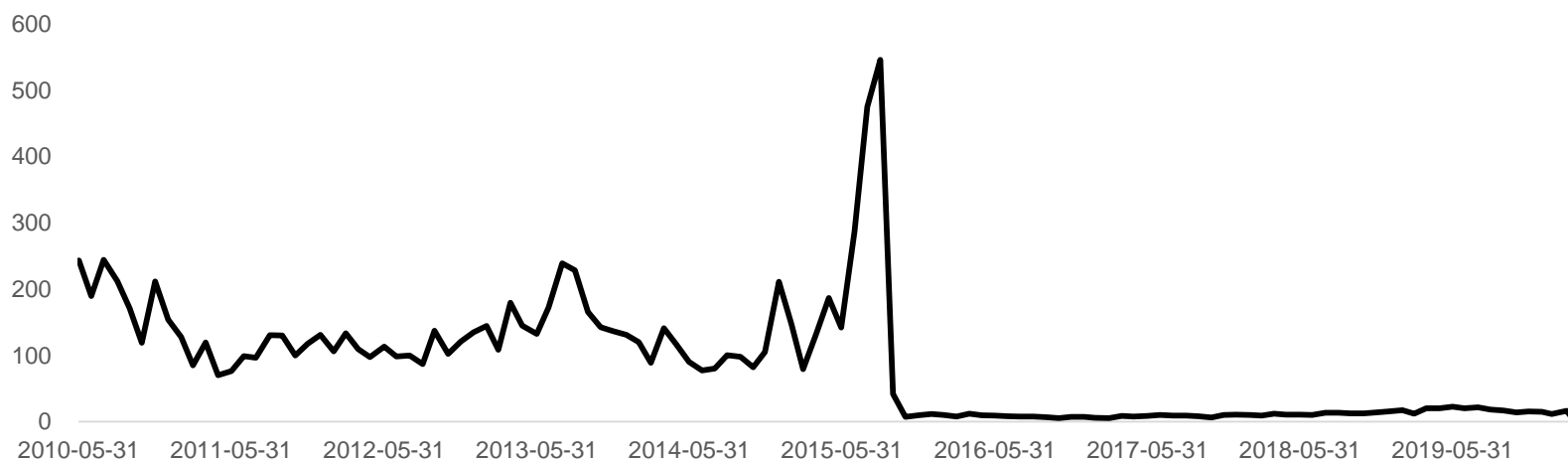
正确认识股指期货成交持仓比大的现象

股指期货平均每户日交易量远大于股票现货市场。但是股指期货成交量大不等于过度投机，而且股指期货成交量大是必然的。

一般来讲，国际市场上股指期货成交量大于股指现货市场成交量**5倍或7倍**都是正常的。由于股指期货市场是T+0 交易的机制，很多投资者在市场上做T+0，必然成交量大。

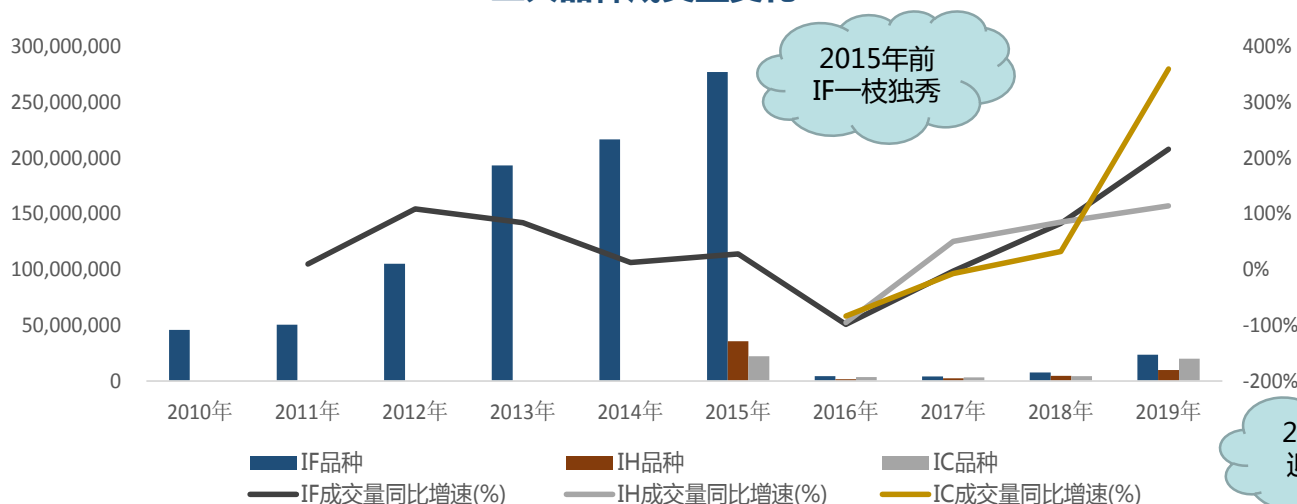
另外，成交量大表明交投活跃，交易充分，市场承接力强。而在市场健康稳定发展的情况下，股指期货的成交量越大，就越有利于股指期货市场套期保值功能和价格发现功能的实现。要正确判断交易量的问题，关键要看市场上投机者多不多、过度投机的行为多不多。

成交持仓比



市场优先选择IF品种进行交易

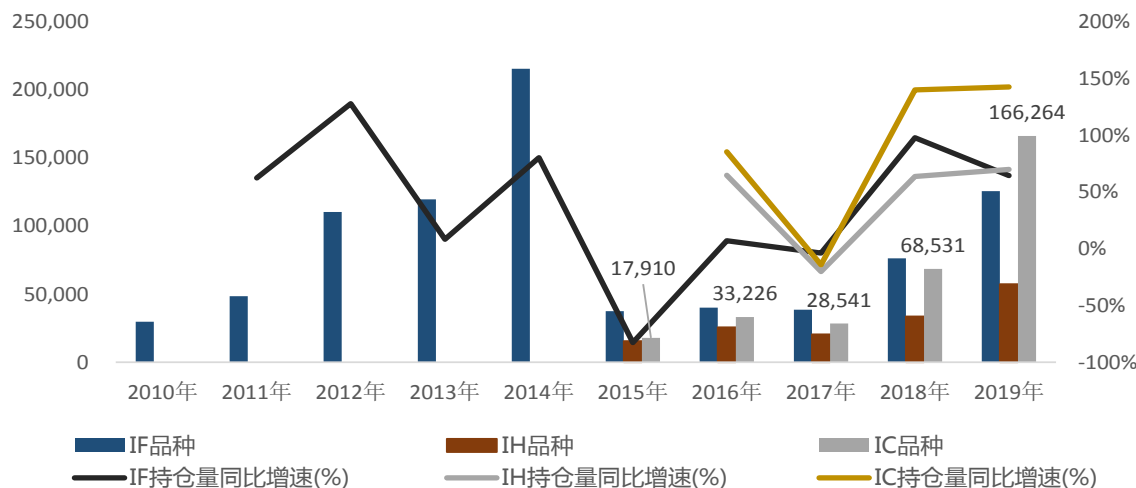
三大品种成交量变化



成交量(单位：张)	IF品种	IF成交量同比增速(%)	IH品种	IH成交量同比增速(%)	IC品种	IC成交量同比增速(%)	合计
2010年	45,873,295						45,873,295
2011年	50,411,860	9.89%					50,411,860
2012年	105,061,825	108.41%					105,061,826
2013年	193,220,516	83.91%					193,220,517
2014年	216,658,274	12.13%					216,658,274
2015年	277,101,989	27.90%	35,483,920		22,195,929		334,781,838
2016年	4,225,566	-98.48%	1,624,386	-95.42%	3,551,891	-84.00%	9,401,841
2017年	4,101,114	-2.95%	2,443,580	50.43%	3,280,929	-7.63%	9,825,623
2018年	7,486,825	82.56%	4,517,259	84.86%	4,340,243	32.29%	16,344,329
2019年	23,638,514	215.73%	9,668,996	114.05%	19,943,801	359.51%	53,251,314

IC品种持仓量在2019年首次超过IF品种

三大品种持仓量变化



持仓量(单位：张)	IF品种	IF持仓量同比增速(%)	IH品种	IH持仓量同比增速(%)	IC品种	IC持仓量同比增速(%)	合计
2010年	29,805						29,805
2011年	48,443	62.53%					48,444
2012年	110,386	127.87%					110,387
2013年	119,534	8.29%					119,534
2014年	215,437	80.23%					215,438
2015年	37,457	-82.61%	15,666		17,910		71,032
2016年	40,093	7.04%	25,808	64.74%	33,226	85.52%	99,128
2017年	38,548	-3.85%	20,623	-20.09%	28,541	-14.10%	87,712
2018年	76,320	97.99%	33,774	63.77%	68,531	140.11%	178,627
2019年	125,583	64.55%	57,416	70.00%	166,264	142.61%	349,264

IF期货品种主力合约成交量占64%

- IF当月合约占有所有合约交易量的64%，次月合约占有所有合约成交量的25.4%，季月合约占有所有合约成交量的8.8%，下季月合约占有所有合约成交量的1.9%。
- IF当月合约目前日均成交在77,668手，成交额约770亿元；次月合约日均成交在30,865手，成交额约300亿元；季月合约日均成交在10,647手，成交额约100亿元；下季月合约日均成交在2,233手，成交额约22亿元。
- 对于持仓，投资者除偏好当月合约外，也偏爱季月合约。当月合约当前月持仓量在104,326手左右，合约价值约1000亿元，持仓量排第二的是季度合约29,859手，合约价值约300亿元。

	IF品种											
	月成交量				月日均成交量				月持仓量			
	IF00	IF01	IF02	IF03	IF00	IF01	IF02	IF03	IF00	IF01	IF02	IF03
2019-01-31	988,337	228,341	152,919	22,424	45,264	9,947	6,926	1,010	36,098	32,627	9,537	2,671
2019-02-28	893,388	202,181	103,344	23,204	58,639	13,634	6,601	1,494	69,794	5,936	18,749	8,137
2019-03-29	1,689,061	260,115	311,580	54,230	80,167	11,974	14,592	2,560	68,182	4,701	28,494	13,529
2019-04-30	1,669,347	401,447	296,301	53,801	79,995	18,402	14,264	2,611	70,606	34,770	15,561	933
2019-05-31	2,071,099	475,876	176,288	19,150	102,741	23,439	8,544	931	92,603	4,975	20,652	3,597
2019-06-28	1,706,181	296,965	232,914	32,022	90,962	14,983	12,232	1,667	78,579	1,088	27,017	8,152
2019-07-31	1,735,246	289,566	203,072	26,768	75,928	12,094	8,874	1,174	64,906	30,562	9,784	1,064
2019-08-30	1,627,533	356,320	117,752	13,383	73,554	15,948	5,206	596	90,261	2,469	19,398	4,167
2019-09-30	1,386,607	190,482	206,088	27,571	70,248	9,159	10,184	1,366	69,224	1,081	31,210	7,601
2019-10-31	1,059,161	265,888	117,107	15,912	58,925	14,036	6,655	890	59,614	36,364	9,338	1,451
2019-11-29	1,380,970	314,859	87,319	16,786	65,325	14,827	4,017	791	95,475	4,014	16,172	4,080
2019-12-31	1,374,681	200,526	212,806	51,596	63,411	8,838	9,531	2,294	73,026	2,391	36,116	14,050
2020-01-23	1,009,291	225,745	199,450	50,748	63,112	13,363	12,394	3,186	62,931	43,879	21,615	3,271
2020-02-28	1,551,140	617,826	215,012	45,759	77,668	30,865	10,647	2,233	104,326	5,781	29,859	8,909

IH期货品种主力合约成交量占62%

- IH当月合约占有所有合约交易量的61.8%，次月合约占有所有合约成交量的24.7%，季月合约占有所有合约成交量的10.3%，下季月合约占有所有合约成交量的3.2%。
- IH当月合约目前日均成交在26,721手，成交额约200亿元；次月合约日均成交在10,676手，成交额约80亿元；季月合约日均成交在4,416手，成交额约30亿元；下季月合约日均成交在1,364手，成交额约8亿元。
- 对于持仓，投资者除偏好当月合约外，也偏爱季月合约。当月合约当前月持仓量在47,486手左右，合约价值约400亿元，持仓量排第二的是季度合约14,889手，合约价值约100亿元。

IH品种												
	月成交量				月日均成交量				月持仓量			
	IH00	IH01	IH02	IH03	IF00	IF01	IF02	IF03	IF00	IF01	IF02	IF03
2019-01-31	459,468	87,543	48,423	8,817	21,060	3,813	2,189	394	20,262	10,377	4,001	1,326
2019-02-28	420,958	80,457	41,839	11,453	27,715	5,393	2,673	749	30,089	2,377	7,509	3,476
2019-03-29	761,832	116,359	124,978	31,469	36,185	5,350	5,857	1,466	30,649	1,824	12,058	6,751
2019-04-30	745,231	175,808	128,288	32,292	35,604	8,054	6,136	1,560	32,213	20,321	7,833	670
2019-05-31	846,274	193,354	76,146	8,954	42,185	9,613	3,714	445	41,302	2,551	10,433	1,657
2019-06-28	663,111	115,143	96,984	11,084	35,145	5,826	5,022	572	38,046	635	16,288	3,121
2019-07-31	644,743	113,502	91,293	16,755	28,320	4,747	3,988	719	27,712	19,194	5,879	638
2019-08-30	608,432	139,868	58,563	12,167	27,601	6,330	2,592	539	39,642	947	12,195	4,415
2019-09-30	524,537	74,118	84,813	17,840	26,509	3,561	4,216	906	31,841	643	18,004	7,991
2019-10-31	441,732	112,860	62,610	11,603	24,600	5,969	3,510	663	26,142	20,835	9,629	655
2019-11-29	521,935	115,707	43,756	10,313	24,638	5,425	2,033	478	44,184	1,763	15,238	2,893
2019-12-31	481,008	75,412	93,635	25,529	22,410	3,333	4,227	1,144	27,232	1,215	22,262	6,707
2020-01-23	351,319	83,160	81,250	23,879	21,902	4,931	5,033	1,497	25,755	23,633	10,112	1,808
2020-02-28	534,159	213,196	88,831	27,662	26,721	10,676	4,416	1,364	47,486	2,593	14,889	6,672

IC期货品种主力合约成交量占59%

- IC当月合约占有所有合约交易量的59%，次月合约占有所有合约成交量的23.3%，季月合约占有所有合约成交量的12.9%，下季月合约占有所有合约成交量的4.5%。
- IC当月合约目前日均成交在86,968手，成交额约870亿元；次月合约日均成交在34,208手，成交额约340亿元；季月合约日均成交在18,910手，成交额约190亿元；下季月合约日均成交在6,405手，成交额约60亿元。
- 对于持仓，投资者除偏好当月合约外，也偏爱季月合约。当月合约当前月持仓量在126,883手左右，合约价值约1200亿元，持仓量排第二的是季度合约48,806手，合约价值约480亿元。

IH品种												
	月成交量				月日均成交量				月持仓量			
	IH00	IH01	IH02	IH03	IF00	IF01	IF02	IF03	IF00	IF01	IF02	IF03
2019-01-31	567,757	149,607	95,594	16,946	25,936	6,516	4,316	757	27,935	40,069	10,922	1,394
2019-02-28	529,489	132,767	81,767	17,479	34,760	9,028	5,259	1,118	55,860	5,852	19,455	4,807
2019-03-29	1,210,039	213,218	253,334	51,493	56,962	9,831	11,853	2,417	58,851	3,843	28,447	8,207
2019-04-30	1,211,237	263,738	204,190	42,031	58,047	12,102	9,948	2,064	61,840	34,791	11,872	1,503
2019-05-31	1,525,796	370,328	136,667	38,902	76,477	18,436	6,655	1,890	82,306	3,391	22,105	9,792
2019-06-28	1,336,566	273,074	189,195	59,637	70,989	13,765	9,904	3,105	73,139	1,125	30,695	19,801
2019-07-31	1,322,582	250,555	185,315	58,452	58,046	10,467	8,101	2,554	64,814	39,807	25,371	4,430
2019-08-30	1,282,822	309,638	150,937	41,166	57,919	13,849	6,713	1,856	98,180	5,460	32,620	13,792
2019-09-30	1,331,300	232,963	270,058	80,710	66,981	11,248	13,314	3,965	76,255	3,390	48,878	24,078
2019-10-31	1,046,510	288,048	164,250	45,851	58,403	15,245	9,290	2,610	68,963	58,039	27,103	4,885
2019-11-29	1,309,689	328,833	158,297	58,031	62,036	15,542	7,354	2,708	108,742	5,608	36,173	19,371
2019-12-31	1,346,311	246,974	287,166	176,492	61,758	10,872	12,935	7,868	73,075	3,306	54,707	35,176
2020-01-23	1,022,511	279,845	272,358	142,767	63,577	16,535	16,826	8,936	69,629	67,747	41,939	4,735
2020-02-28	1,735,208	681,664	376,157	131,098	86,968	34,208	18,910	6,405	126,883	7,266	48,806	20,318

公募基金股指期货持仓情况

- 公募基金可以使用股指期货进行套期保值，基金专户可以用来套期保值、套利和投机。

既持有国债期货又持有股指期货的基金

灵活配置型基金	持仓量(多头)	合约市值(万元)	持仓量(空头)	合约市值(万元)
T	0	0.00	0	0.00
国债期货合计	0	0.00	0	0.00
IF	34	4,193.80	-175	(21,595.63)
IH	58	5,342.84	-67	(6,183.96)
IC	276	(2,513.63)	-26	(2,718.26)
股指期货合计	368	7,023.01	-268	-30,497.85

仅持有股指期货的基金

被动指数型基金	持仓量(多头)	合约市值(万元)	持仓量(空头)	合约市值(万元)
IF	960	118,515.49	0	0.00
IH	162	14,965.67	0	0.00
IC	3235	338,699.01	0	0.00
股指期货合计	4357	472,180.17	0	0.00
股票多空	持仓量(多头)	合约市值(万元)	持仓量(空头)	合约市值(万元)
IF	0	0.00	-4515	(556,944.85)
IH	0	0.00	-952	(87,942.11)
IC	0	0.00	-1327	(139,036.04)
股指期货合计	0	0.00	-6794	-783,923.00
偏股混合型基金	持仓量(多头)	合约市值(万元)	持仓量(空头)	合约市值(万元)
IF	10	1,231.50	0	0.00
IH	43	3,961.07	0	0.00
IC	13	1,366.91	0	0.00
股指期货合计	66	6,559.49	0	0.00
普通股票型基金	持仓量(多头)	合约市值(万元)	持仓量(空头)	合约市值(万元)
IF	23	2,835.29	0	0.00
IH	0	0.00	0	0.00
IC	174	18,296.24	0	0.00
股指期货合计	197	21,131.53	0	0.00
增强指数型基金	持仓量(多头)	合约市值(万元)	持仓量(空头)	合约市值(万元)
IF	66	8,148.32	0	0.00
IH	0	0.00	0	0.00
IC	30	3,141.22	-2	(209.26)
股指期货合计	96	11,289.54	-2	-209.26

2019股指期货持仓情况

股指期货持仓	持仓量(多头)	合约市值(万元)	持仓量(空头)	合约市值(万元)
IF	1108	133,077.16	-4707	(580,634.03)
IH	293	22,051.12	-1024	(94,588.13)
IC	3735	359,723.58	-1355	(141,963.56)
合计	5136	514,851.85	-7086	(817,185.72)

**合约市值按2019年12月31日数据计算。

- 2019年，对于股指期货多头，IC占比最大，达到5136张；对于股指期货空头，IF占比较大，达到4707张，这里可能说明一方面机构主要运用IF合约进行卖出套保，另一方面机构可能进行了跨品种套利，策略是多IC空IF。
- 对于持有股指期货的机构，可以分为两类：1) 既持有国债期货又持有股指期货的基金；2) 仅持有股指期货的基金。
- 对于既持有国债期货又持有股指期货的基金，主要指灵活配置型基金。从2019年数据来看，并未持有国债期货，主要持有IC多头和IF空头。
- 对于仅持有股指期货的基金，又可以按策略分为：1) 被动指数型基金；2) 股票多空基金；3) 偏股混合型基金；4) 普通股票型基金；5) 增强指数型基金。

目 录

1

股指期货基差变化规律

2

股指期货成交持仓情况

3

股指期货套保效率分析

股指期货发展历程

尽管股指期货是金融期货中发展最快的品种之一，但它的发展历程并非一帆风顺。纵观股指期货的发展历程，可以分为**初生期**、**成长期**、**停滞期**和**繁荣期**四个阶段。

1.初生期(1982—1985年)

20世纪70年代，西方各国受石油危机的影响，经济发展十分不稳定，利率波动频繁，通货膨胀加剧，股票市场价格大幅波动，股票投资者迫切需要一种能够有效规避风险、实现资产保值的金融工具。于是，股票指数期货应运而生。

1982年2月，**美国堪萨斯期货交易所**开办了价值线指数期货合约，宣告了股指期货的诞生。随后，许多交易所都开始了股指期货的尝试和探索。同年4月，**芝加哥商品交易所**开办标准普尔500指数期货合约，1984年，**伦敦国际金融期货交易所**推出金融时报100指数期货合约。这一时期，无论交易所还是投资者，都对股指期货特性不甚了解，处于“边干边学”的状态之中，市场走势还不太平稳。

2.成长期(1986—1987年)

随着股指期货市场的不断发展，由于其买卖成本低、抗风险性强等优点，逐渐受到了投资者的追捧，股指期货的功能在这一时期内逐步被认同。美国股指期货交易的迅速发展，引起了其他国家和地区的竞相效仿，从而形成了世界性的股指期货交易的热潮。**悉尼、多伦多、伦敦以及香港、新加坡**等国家和地区也纷纷加入行列。股指期货交易在全球各大交易所如雨后春笋般地发展起来，其交易规模也不断放大。市场效率的提高，使得大部分股市投资者已开始参与股指期货交易，并熟练运用这一工具对冲风险和谋取价差。在这一时期，股指期货高速发展，期货市场的高流动性、高效率、低成本的特点得以完全显现，无风险套利行为由于市场的成熟而变得机会渺茫，但同时孕育出了更为复杂的动态交易模式。

股指期货发展历程

3.停滞期（1988--1990年）

1987年10月19日，美国华尔街股市一天暴跌近25%，从而引发全球股市重挫的金融风暴，即著名的“黑色星期五”。股指期货市场在这个时期经历了重创，交易量不断下降。这次股灾也使市场管理者充分认识到股指期货得“双刃”作用，进一步加强了对股指期货交易的风险监管和制度规范，出台了许多防范股市大跌的应对措施。如纽约证券交易所规定道·琼斯30种工业指数涨跌50点以上时，即限制程式交易（Program Trading）的正式进行。期货交易所则制订出股票指数期货合约的涨跌停板限制，借以镇定市场发生剧烈波动时投资者的恐慌心理。这些措施在后来股指的小幅振荡中起到重要作用，保证了股指期货市场的持续平稳运行，为20世纪90年代股指期货的繁荣奠定了坚实的基础。

4.繁荣期（1990年至今）

进入20世纪90年代后，有关股指期货的争议逐渐消失，投资者的投资行为更为理智。股指期货经历了磨练的过程之后，开始了新一轮繁荣时期。发达国家和部分发展中国家相继推出股票指数期货交易，配合全球金融市场国际化程度的提高，股指期货的运用更为普遍。这一时期，全球股指期货的交易量成倍上升。国际清算银行（BIS）的统计数据表明：到2005年底，全球有40个国家和地区开设了近百种股指期货交易。股指期货的发展还引起了其他各种非股票指数期货品种的创新，如以消费者物价指数为标的的商品价格指数期货合约，以空中二氧化硫排放量为标的的大气污染期货合约，以及以电力价格为标的的电力期货合约等等。可以预见，随着金融期货的日益深入发展，这些非实物交收方式的指数类期货合约交易将有着更为广阔的发展前景。

股指期货和现货指数价格变化的相关性

期现价格相关性指期货价格与对应的现货价格之间的关系，可以较为直接地描绘期货市场和现货的相关程度，反映对于未来的预期在期货市场中的影响程度。**对进行套期保值的企业而言，期现相关度越高，企业进行套期保值的效果越佳，企业经营效益的确定性也就越高。**

相关性定义公式： $r(X,Y)=(Cov(X,Y))/\sqrt{Var(X)Var(Y)}$

其中，X为现货收益率，Y为期货收益率，Cov(X, Y)为期货与现货收益率的协方差，Var(X)为现货收益率方差，Var(Y)为期货收益率方差。

- 1、各个品种的期现相关性有一定差异。**沪深300、中证500、上证50在2019年相关性均达到了99%以上，能较好地实现期现对冲。
- 2、从相关性的稳定性来看，金融期货表现较好。**沪深300、中证500、上证50三个品种期现相关性最稳定，2017年以来均在99%以上。
- 3、从相关性的趋势来看，股指期货品种相关性在逐渐改善。**

品种	2017年	2018年	2019年以来
沪深300	99.9%	99.9%	99.9%
中证500	99.5%	99.9%	99.8%
上证50	99.9%	99.9%	99.9%

股指期货套保效率持续改善

实证分析结果表明，自2017年以来股指期货品种能够较好地发挥实体经济需要的套保功能，且这一作用在不断完善。

为了对套期保值的效果进行客观评价，我们使用最优套期保值比率下，套期保值前后资产组合收益率方差的下滑幅度作为衡量套期保值效率的量化指标。

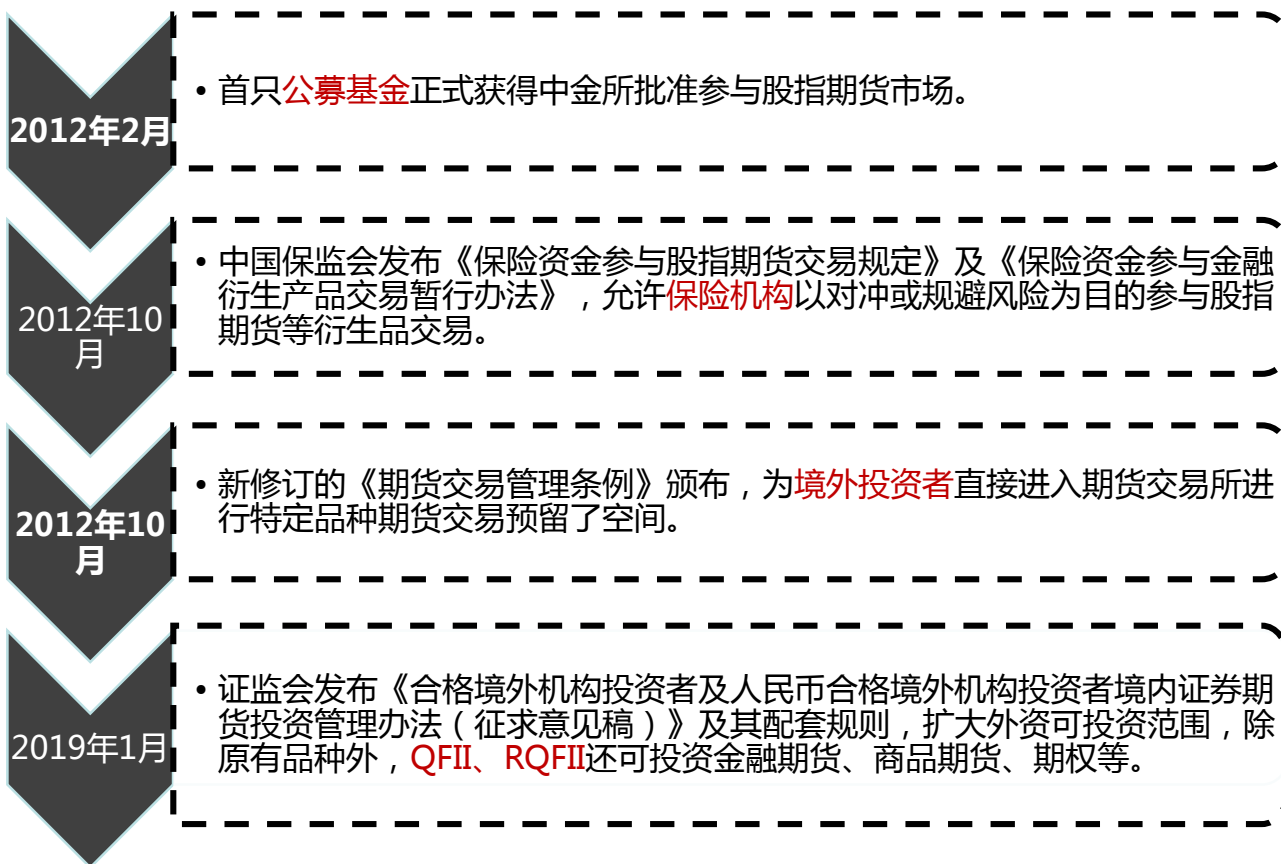
$$E = (\text{Var}(t_0) - \text{Var}(t_1)) / (\text{Var}(t_0))$$

其中，E为套期保值效率，Var(t₀)为套保前现货收益率方差，Var(t₁)为套保后在最优套期保值比率下期现组合的收益率方差。

- 1、大多数品种套期保值效率均在90%以上。沪深300、中证500、上证50套保效率最高，均达到99%以上。
- 2、大多数品种套期保值效率较为稳定。沪深300、中证500、上证50套保效率较为稳定，过去3年都能保持在95%以上。
- 3、各个品种间套保效率变化有一定分化。自2017年以来，沪深300和中证500套保效率有明显改善。

品种	2017年	2018年	2019年以来
沪深300	98.7%	99.2%	99.5%
中证500	97.8%	99.3%	99.4%
上证50	99.5%	99.1%	99.5%

逐步准入新投资者，完善期货市场定价



正确认识股指期货发挥的套期保值功能

- 真正意义的套期保值是**不以盈利为目的**的，并且也是不盈利的，在锁定风险的同时，也锁定了利润。商品期货套期保值是为了锁定价差风险，保障现货正常交易，为企业生产经营服务。企业追求的不是现货市场的差价，而是生产经营过程中的价值增值。
- 同样，我们建立股指期货市场的目的是为基金、保险公司等机构投资者提供有效的**避险工具**。从我国股指期货推出到现在，套期保值功能还没有完全体现出来。除了机构投资者的准入限制和市场中投机氛围较浓以外，股指期货市场对以博取现货差价为主的机构投资者的吸引力不大，因为这类投资者基本没有套期保值的需求。
- 如果股票市场成为一个以博取差价为主的投机型市场，股指期货市场的套期保值功能就没有意义了。要发挥股指期货套期保值功能，必须把股票现货市场培养成一个以追求利润分红为目的的投资型市场。同时，股指期货市场中**基础性制度建设、产品创新和市场监管**，都必须以有利于发挥套期保值功能为前提。

免责声明

本报告的信息均资料来源于公开资料，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品种的买卖出价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司无关。

本报告所涵括的信息仅供交流研讨，投资者应合理合法使用本报告所提供的信息、建议，不得用于未经允许的其他任何用途。如因投资者将本报告所提供的信息、建议用于非法目的，所产生的一切经济、法律责任均与本公司无关。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利，未经本公司书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为申银万国期货，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。