

当前处于深度负基差的股指期货有套利机会吗？



报告日期：2020 年 6 月 17 日

★股指期货基差位于 17 年以来的极低水平，但是因为经济基本面的改善预计负基差更差的情况不会持续太久

自 4 月份中旬开始，三大股指期货的基差就持续弱于同月份合约的历史同期水平，以基差周度平均值来计的话，除已临近到期的当月合约之外，几乎都已创下 2017 年以来的极低水平。基差呈现弱势的原因主要体现在两个方面：一是基差会因为指数成分股的分红预期而出现合理性的贴水，二是基差还一定程度上反映了投资者对未来更差的悲观预期，今年新冠疫情冲击下经济前景存在不确定性，故而远月基差贴水幅度更大。但这种弱势状态应该不会持续太久，主要原因是目前分红方案已基本披露完毕，5 月经济数据持续好转，政策端利好也开始显现，近期股市小幅反弹使得悲观预期在减弱。

★指数成分股分红造成的基差贴水主要影响近月合约，目前整体进度不到 30%，分红或继续影响基差结构

2019 年年报分红方案已基本披露完毕，但目前整体实施的进度却只进行不足 30%。预计影响 IH、IF 和 IC 的剩余分红点数分别为 65.75 点、68.58 点和 45.65 点。分红因素对 IH、IF 当月、次月合约基差的影响占比较高，而且预计会逐步提升。根据对分红实施日期的预估结果，6-7 月将会迎来较为集中的分红除息。

★考虑分红及交易成本因素后，目前股指整体上定价都落在无风险套利区间，而跨期套利空间显现，但实际获利难度较大

股指期货的定价基本上都落在无风险套利区间范围内，使得期现套利几无利润。值得注意的是，在 3 月初时市场情绪仍偏多时，股指定价偏近于无风险套利区间的上边界，而当情绪转弱后至今，股指定价则都贴近下边界。目前 IH、IF 的 06-09 合约价差已明显走阔，并跨出无风险套利区间，若此时考虑反向套利的话还能获得 20 点左右利润，但获利前提是价差止跌反转，投资者可关注相关机会。不过，风险点在于二者价差看不到趋势反向的可能性，而且 06 合约即将到期。

★风险提示

经济恢复或政策宽松不如预期，中美贸易摩擦升级等因素造成股指期货基差贴水升级；指数成分股分红进度安排不如预期。

李晓辉 资深分析师(金融工程)
从业资格号 F3022611
投资咨询号 Z0013904
Tel: 8621-63325888-1585
Email: xiaohui.li@orientfutures.com

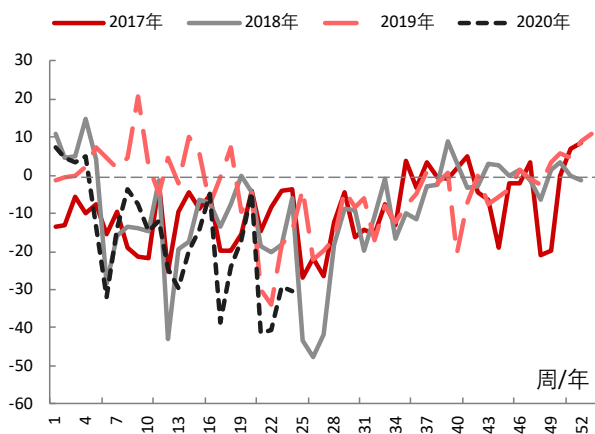
目录

1、 当前股指期货基差运行情况	3
2、 成分股分红对股指期货基差的影响	4
3、 期现套利的无风险区间	6
4、 跨期套利的无风险区间	7
5、 风险提示	9

1、当前股指期货基差运行情况

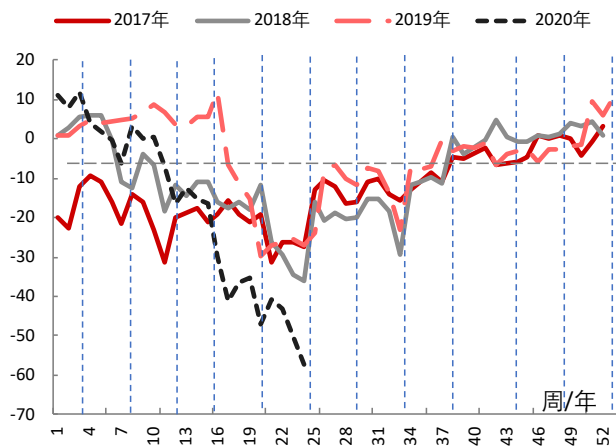
- 自4月份中旬开始，三大股指期货的基差就持续弱于同月份合约的历史同期水平，以基差周度平均值来计的话，除已临近到期的当月合约之外，几乎都已创下2017年以来的极低水平。
- 基差呈现弱势的原因主要体现在两个方面：一是基差会因为指数成分股的分红预期而出现合理性的贴水，二是基差还一定程度上反映了投资者对未来更差的悲观预期，今年新冠疫情冲击下经济前景存在不确定性，故而远月基差贴水幅度更大。
- 但这种弱势状态不会持续太久，目前分红方案已基本披露完毕，5月经济数据持续好转，政策端利好也开始显现，近期股市小幅反弹使得悲观预期在减弱。而且从历史基差收敛规律来看，在距到期日60天左右开始，基差就由弱转强、正常收敛。

图表 1: IF 当月合约的基差走势



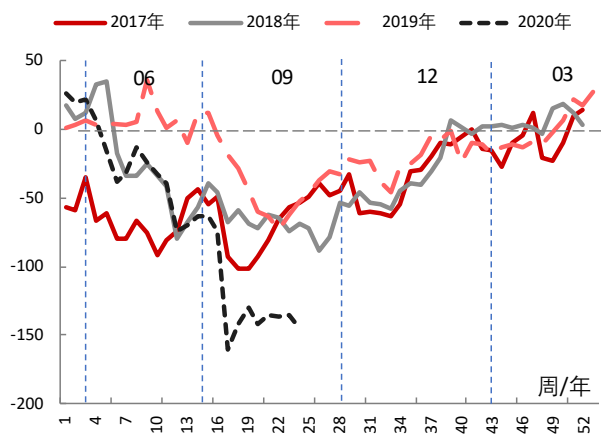
资料来源: Wind, 东证衍生品研究院

图表 3: IF 次月与当月合约的价差走势



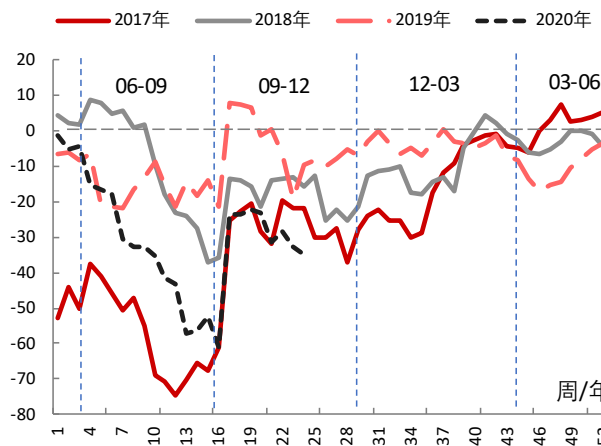
资料来源: Wind, 东证衍生品研究院

图表 2: IF 当季合约的基差走势



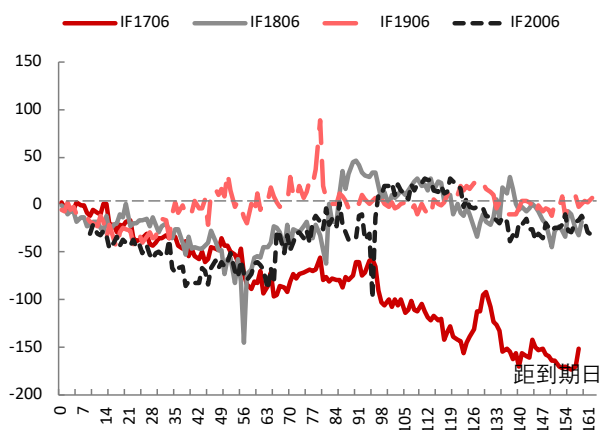
资料来源: Wind, 东证衍生品研究院

图表 4: IF 下季与当季合约的价差走势



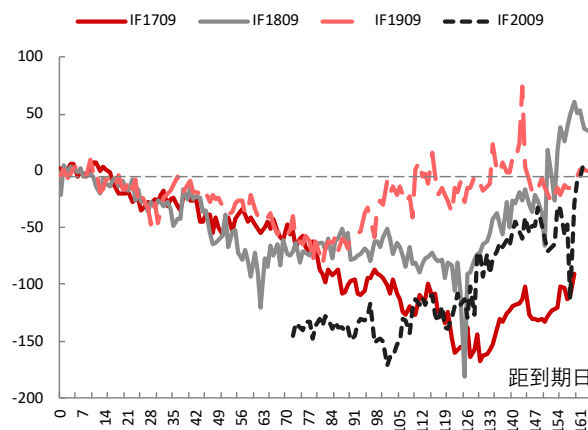
资料来源: Wind, 东证衍生品研究院

图表 5: IF2006 合约的基差收敛过程



资料来源: Wind, 东证衍生品研究院

图表 6: IF2009 合约的基差收敛过程



资料来源: Wind, 东证衍生品研究院

2、成分股分红对股指期货基差的影响

- 19 年年报分红方案已基本披露完毕, 但目前整体实施的进度却只进行不足 30%
- 预计影响 IH、IF 和 IC 的剩余分红点数分别为 65.75 点、68.58 点和 45.65 点
- 分红因素对 IH、IF 当月、次月合约基差的影响占比较高, 而且预计会逐步提升
- 根据对分红实施日期的预估结果, 6-7 月将会迎来较为集中的分红除息

图表 7: 目前三大指数成分股分红进度情况统计

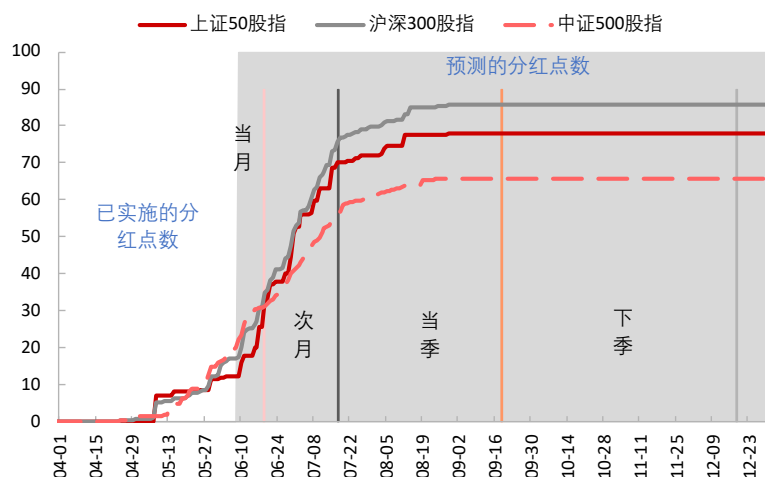
分红进度	上证 50 股指		沪深 300 股指		中证 500 股指	
	预期点数	家	预期点数	家	预期点数	家
已实施 (已造成的影响)	12.10	7	17.22	69	21.01	117
马上实施	7.86	4	8.48	24	5.79	31
董事会预案	49.54	26	38.78	83	10.65	62
股东大会通过	8.35	11	21.28	91	27.65	180
未公告	#N/A	#N/A	0.00	1	0.61	10
明确不分红	-	2	-	32	-	100
未实施合计 (剩余的影响)	65.75	41	68.53	199	44.70	283
总体进度	16%	15%	20%	26%	32%	29%

资料来源: Wind, 东证衍生品研究院 (截至 2020.6.9, “马上实施”指的是已经公告了分红时间安排的)

目前上证 50、沪深 300 和中证 500 分别已经实施了 7 家、69 家和 117 家成分股, 对股指产生的影响分别为 12.10 点、17.22 点和 21.01 点。已经发布分红实施公告但还未实施的个股数量分别有 4 家、24 家和 31 家, 预计将会在一周之内实施分红除息。绝大多数的成分股的分红进度还处在“董事会预案”或“股东大会通过”的状态。而还有部分成分股至今还未公告的, 沪深 300 中仅有一家, 中证 500 有 10 家, 但这些个股所预估出来的分红点数影响很小。所以除去已经实施的和明确公告不分红的情况, 目前上证 50

预估还剩余的分红影响点数为 65.75 点，沪深 300 预估还剩余 68.53 点，中证 500 还剩余最少，仅 44.70 点。

图表 8：今年股指分红点数的累计影响情况



资料来源：Wind，东证衍生品研究院（截至 2020.6.9）

图表 9：上证 50 股指期货各合约中分红因素的影响情况

合约	最后交易日	当前收盘	距到期天数	预测分红	实际基差	校正基差	基差率	分红占比	理论基差
IH2006	2020-06-19	2906	9	20.23	-22.30	-2.07	-0.8%	90.7%	-17.3
IH2007	2020-07-17	2858.6	27	57.92	-69.70	-11.79	-2.4%	83.1%	-49.2
IH2009	2020-09-18	2812.8	72	65.75	-115.50	-49.75	-3.9%	56.9%	-42.6
IH2012	2020-12-18	2788	131	65.75	-140.30	-74.55	-4.8%	46.9%	-23.4

资料来源：Wind，东证衍生品研究院（截至 2020.6.9）

图表 10：沪深 300 股指期货各合约中分红因素的影响情况

合约	最后交易日	当前收盘	距到期天数	预测分红	实际基差	校正基差	基差率	分红占比	理论基差
IF2006	2020-06-19	4014.8	9	17.66	-32.23	-14.57	-0.8%	54.8%	-13.7
IF2007	2020-07-17	3954.4	27	58.46	-92.63	-34.17	-2.3%	63.1%	-46.5
IF2009	2020-09-18	3894.4	72	68.58	-152.63	-84.05	-3.8%	44.9%	-36.5
IF2012	2020-12-18	3856.4	131	68.58	-190.63	-122.05	-4.7%	36.0%	-10.1

资料来源：Wind，东证衍生品研究院（截至 2020.6.9）

图表 11：中证 500 股指期货各合约中分红因素的影响情况

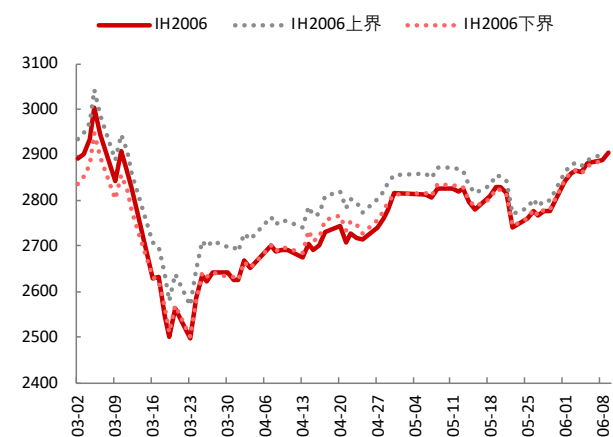
合约	最后交易日	当前收盘	距到期天数	预测分红	实际基差	校正基差	基差率	分红占比	理论基差
IC2006	2020-06-19	5559.2	9	10.08	-51.18	-41.09	-0.9%	19.7%	-4.5
IC2007	2020-07-17	5474	27	35.46	-136.38	-100.92	-2.4%	26.0%	-18.8
IC2009	2020-09-18	5335.2	72	45.65	-275.18	-229.53	-4.9%	16.6%	-1.2
IC2012	2020-12-18	5176.8	131	45.65	-433.58	-387.93	-7.7%	10.5%	35.5

资料来源：Wind，东证衍生品研究院（截至 2020.6.9）

3、期现套利的无风险区间

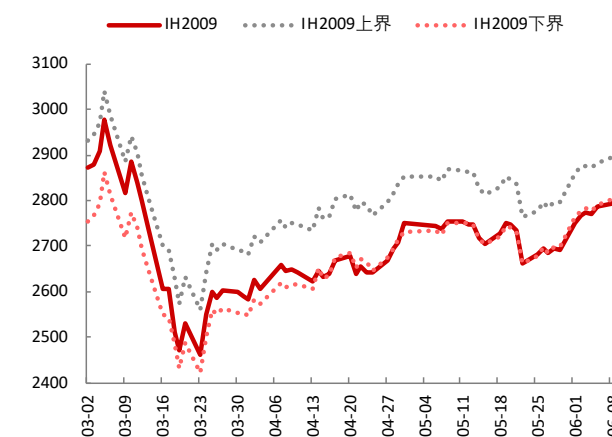
- 股指期货期现之间的正向套利决定无风险区间的上界，而下界由反向套利决定
- 股指期货的定价基本上都落在无风险套利区间范围内，使得期现套利几无利润
- 无风险套利边界主要反映交易成本、冲击成本、现金及时间成本，在距到期日较远时期货价格存在较大不确定性，因此区间范围也较大，而随着到期日临近，不确定性减弱，该区间也会随着收窄。
- 值得注意的是，在 3 月初时市场情绪仍偏多时，股指定价偏近于无风险套利区间的上边界，而当情绪转弱后至今，股指定价则都贴近下边界。

图表 12：IH2006 合约的无风险套利区间



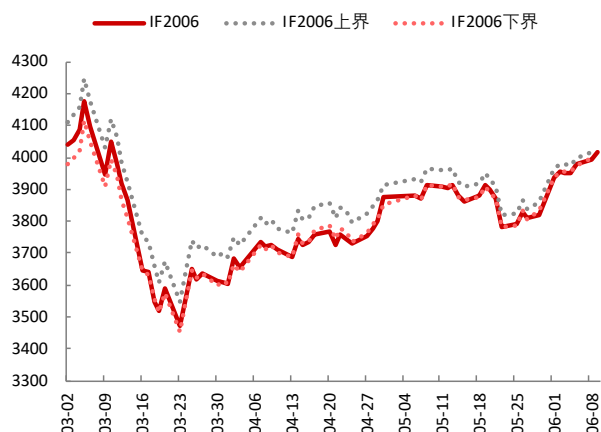
资料来源：Wind，东证衍生品研究院

图表 13：IH2009 合约的无风险套利区间



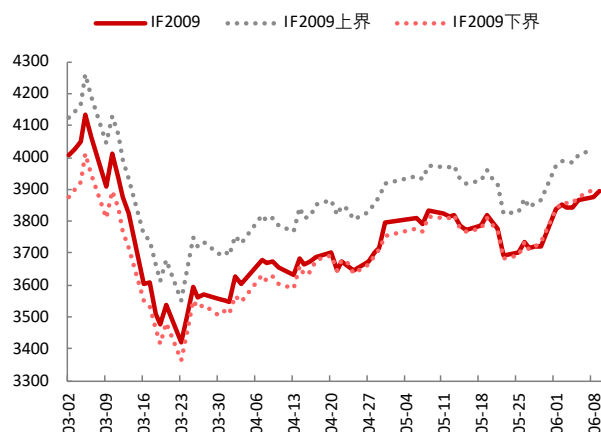
资料来源：Wind，东证衍生品研究院

图表 14: IF2006 合约的无风险套利区间



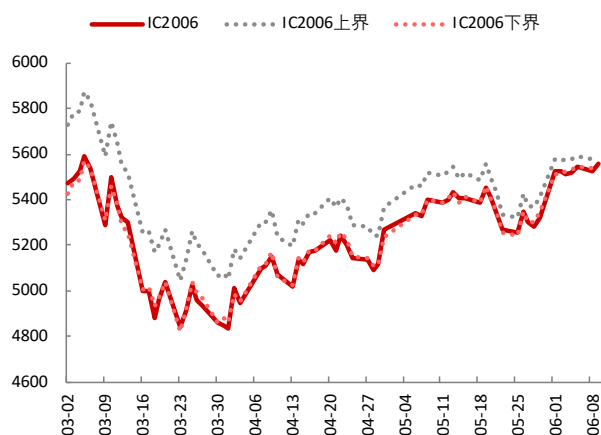
资料来源: Wind, 东证衍生品研究院

图表 15: IF2009 合约的无风险套利区间



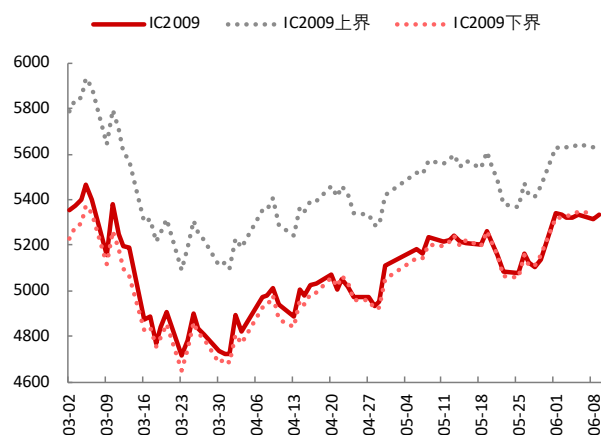
资料来源: Wind, 东证衍生品研究院

图表 16: IC2006 合约的无风险套利区间



资料来源: Wind, 东证衍生品研究院

图表 17: IC2009 合约的无风险套利区间

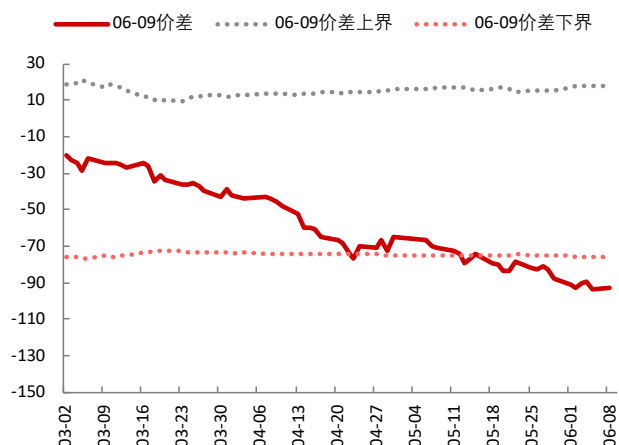


资料来源: Wind, 东证衍生品研究院

4、跨期套利的无风险区间

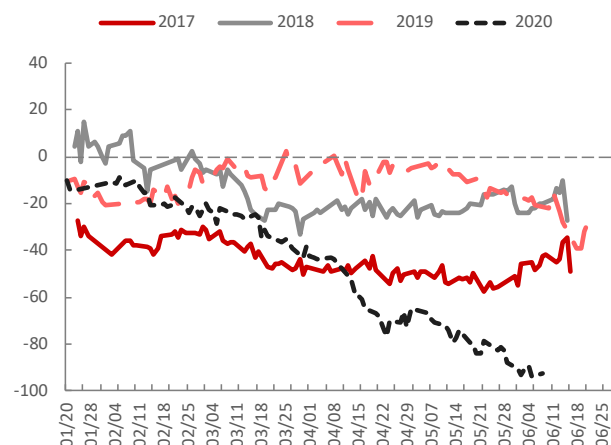
- 由于 06-09 合约共同运行时间范围在每年 6 月以前, 而该区间正好受分红等因素影响而使得贴水结构不断加深, 所以 06-09 价差近年来都成一定的下降趋势。
- 目前 IH、IF 的 06-09 合约价差已明显走阔, 并跨出无风险套利区间, 若此时考虑反向套利的话还能获得 20 点左右利润, 但获利前提是价差止跌反转, 投资者可关注相关机会。不过, 风险点在于二者价差看不到趋势反向的可能性, 而且 06 合约即将到期。

图表 18: IH2006 与 IH2009 的无风险套利区间



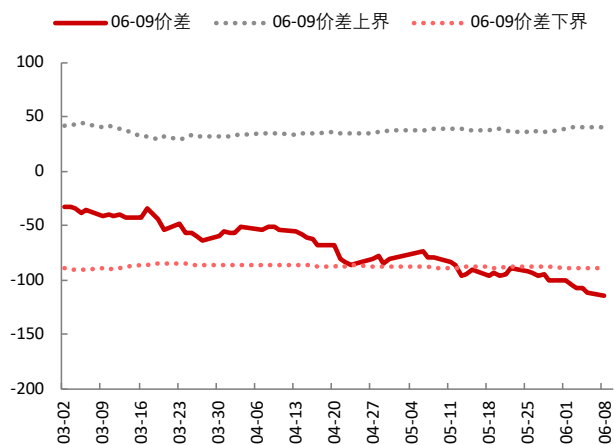
资料来源: Wind, 东证衍生品研究院

图表 19: IH 各年度 06-09 价差的走势



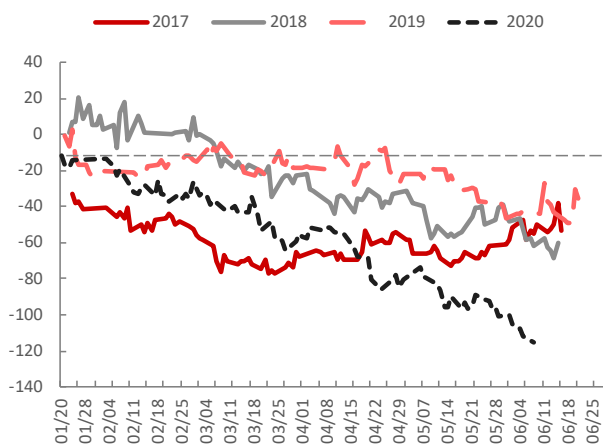
资料来源: Wind, 东证衍生品研究院

图表 20: IF2006 与 IF2009 的无风险套利区间



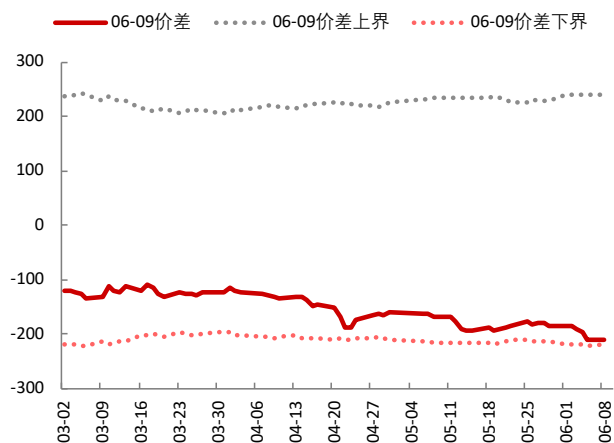
资料来源: Wind, 东证衍生品研究院

图表 21: IF 各年度 06-09 价差的走势



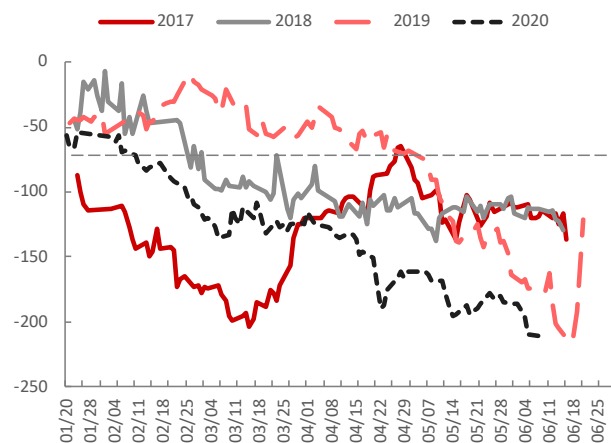
资料来源: Wind, 东证衍生品研究院

图表 22: IC2006 与 IC2009 的无风险套利区间



资料来源: Wind, 东证衍生品研究院

图表 23: IC 各年度 06-09 价差的走势



资料来源: Wind, 东证衍生品研究院

5、风险提示

- 1.经济恢复或政策宽松不如预期, 中美贸易摩擦升级等因素造成股指期货基差贴水升级
- 2.指数成分股分红进度安排不如预期

期货走势评级体系（以收盘价的变动幅度为判断标准）

走势评级	短期（1-3 个月）	中期（3-6 个月）	长期（6-12 个月）
强烈看涨	上涨 15%以上	上涨 15%以上	上涨 15%以上
看涨	上涨 5-15%	上涨 5-15%	上涨 5-15%
震荡	振幅-5%-+5%	振幅-5%-+5%	振幅-5%-+5%
看跌	下跌 5-15%	下跌 5-15%	下跌 5-15%
强烈看跌	下跌 15%以上	下跌 15%以上	下跌 15%以上

上海东证期货有限公司

上海东证期货有限公司成立于 2008 年，是一家经中国证券监督管理委员会批准的经营期货业务的综合性公司。东证期货是东方证券股份有限公司全资子公司，注册资本金 23 亿元人民币，员工近 600 人。公司主要从事商品期货经纪、金融期货经纪、期货投资咨询、资产管理、基金销售等业务，拥有上海期货交易所、大连商品交易所、郑州商品交易所和上海国际能源交易中心会员资格，是中国金融期货交易所全面结算会员。公司拥有东证润和资本管理有限公司，上海东祺投资管理有限公司和东证期货国际（新加坡）私人有限公司三家全资子公司。

东证期货以上海为总部所在地，在大连、长沙、北京、上海、郑州、太原、常州、广州、青岛、宁波、深圳、杭州、西安、厦门、成都、东营、天津、哈尔滨、南宁、重庆、苏州、南通、泉州、汕头、沈阳、无锡、济南等地共设有 33 家营业部，并在北京、上海、广州、深圳多个经济发达地区拥有 134 个证券 IB 分支网点，未来东证期货将形成立足上海、辐射全国的经营网络。

自 2008 年成立以来，东证期货秉承稳健经营、创新发展的宗旨，坚持市场化、国际化、集团化的发展道路，打造以衍生品风险管理为核心，具有研究和技术两大核心竞争力，为客户提供综合财富管理平台的一流衍生品服务商。

分析师承诺

李晓辉

本人具有中国期货业协会授予的期货执业资格或相当的专业胜任能力，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

本报告由上海东证期货有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本研究报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本研究报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的报告之外，绝大多数研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买投资标的的邀请或向人作出邀请。

在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为东证衍生品研究院，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

东证衍生品研究院

地址：上海市中山南路318号东方国际金融广场2号楼21楼

联系人：梁爽

电话：8621-63325888-1592

传真：8621-33315862

网址：www.orientfutures.com

Email：research@orientfutures.com