

# 极度高涨情绪下股指打开期现套利窗口



报告日期: 2020年7月7日

### ★ 近期股市情绪高涨，羊群效应显现之后行情是否会将持续

自7月以来金融地产的异动上涨带动整个市场情绪偏多，更令人意外的是近一周连续的上涨，使得不少投资者感叹市场已经步入“牛市”，资金情绪上的羊群效应又反过来推升指数继续走强。

市场风格快速从创业板切换至权重股，主要体现在：1.注册制对存量股票的改革预期是推动资金从不再具有成长性的垃圾股往成长性的龙头股、绩优股上面转移；2.疫情冲击影响逐步减弱，但伴随的是经济基本面在稳步回升，这是今年以来股市表现冠绝全球的原因之一；3.在流动性宽松环境下，资金会长期继续推动资产价格上涨，而国内利率政策限制资金无法大规模涌入房地产，股市成为避风港；4.海外金融资产波动风险更大，海外资金更偏向于配置更有确定性的A股权重股。

### ★ 关注极端行情下股指期货高度升水带来的期现正向套利投资机会

受市场情绪快速好转的影响，国内常年贴水的股指期货比较罕见地在“分红季”中出现升水的局面，今天上证50股指期货IH甚至出现涨停，当月合约升水1.95%。但是历史上类似今天的行情确实不多，而且多数大涨之后的市场会趋于稳定，那么股指期货就将不再维持如此高的升水。根据我们的测算结果，以IH为例，情绪因素主导的校正基差在四个合约上分别为91.37、92.35、86.88、79.48。然而IH当月合约(2007)的无风险套利区间对应的基差大概在-21点至-28点之间，次月(2008)在-46.7点-17.8点之间，当季(2009)在-53点至-6.5点之间，下季(2012)在-73.1点至30.6点之间。因为预计IH成分股的分红会在最近两个月内就基本实施完毕，所以我们认为若假设情绪减弱，股指期货会修复至理论区间，那么当月合约正向套利是确定性较高的策略。

### ★ 风险提示

股指期货基差出现极度偏离无风险套利区间上边界；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](mailto:xiaohui.li@orientfutures.com)

## 目录

1、 近期股市情绪高涨，羊群效应显现之后行情是否会持续 .....	3
2、 关注极端行情下股指期货高度升水带来的期现正向套利投资机会 .....	4
3、 风险提示 .....	7

## 1、近期股市情绪高涨，羊群效应显现之后行情是否会持续

- 自7月以来金融地产的异动上涨带动整个市场情绪偏多，更令人意外的是近一周连续的上涨，使得不少投资者感叹市场已经步入“牛市”，而这种极度的变化已引发投资者情绪及资金面的羊群效应，反过来又推升指数继续走强。
- 市场风格快速从创业板切换至权重股，主要体现在：1.注册制对存量股票的改革预期是推动资金从不再具有成长性的垃圾股往成长性的龙头股、绩优股上面转移；2.疫情冲击影响逐步减弱，但伴随的是经济基本面在稳步回升，这是今年以来股市表现冠绝全球的原因之一；3.在流动性宽松环境下，资金会长期继续推动资产价格上涨，而国内利率政策限制资金无法大规模涌入房地产，股市成为避风港；4.海外金融资产波动风险更大，海外资金更偏向于配置更有确定性的A股权重股。

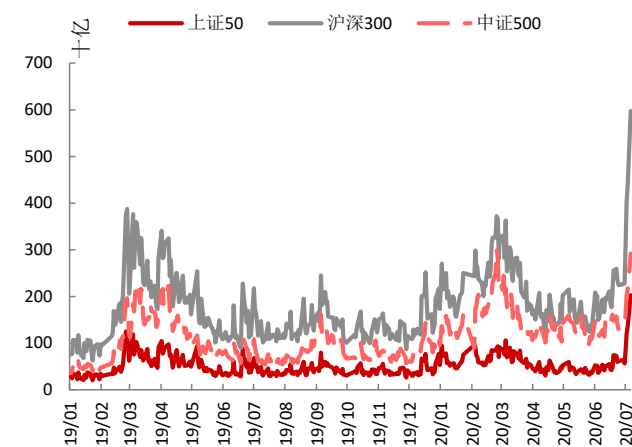
上半年受疫情冲击影响较小的科技和医药板块，具备成长型潜力的中小股和创业板一度强于权重股的表现，但是进入7月以来此前一直处于震荡区间的金融地产板块发力，使得A股风格快速切换，指数连续上涨又引发外部增量资金迅速入场，形成一定“羊群效应”。我们认为背后的原因可能有（1）创业板注册制改革实施落地，对存量市场的改革形成一定示范效应，由于制度上“优胜劣汰”，资金有从高溢价、高估值的中小票抽离并转到业绩更明确、成长性更突出的权重股上面；（2）从4月到6月，不管是PMI还是金融数据，国内宏观经济一直在边际好转，市场还普遍认为二季度经济增长数据会超预期，所以经济基本面的逐步复苏支撑投资者对A股的长期看多；（3）另外，在全球低市场利率的环境下，不仅国内可利用的资金较多，而且海外增量资金也在积极寻找优质的配置标的，鉴于上半年A股的优异表现，国内和国外的资金有望继续推升A股。但是我们也应注意风险，一是情绪和资金推起来的牛市是否来得快去的也快，二是一些可预见的风险事件，部分地区暴雨洪涝灾害或许会对上游行业的需求产生压制，另外考虑到未来可能迎来的高温天气，洪涝灾害后可能比较容易滋生病毒细菌，所以看疫情在国内的发展虽然局限在可控的小范围，但未来秋冬季有可能还会再次爆发。

图表 1：主要指数在近期快速走高并超越疫情时高点



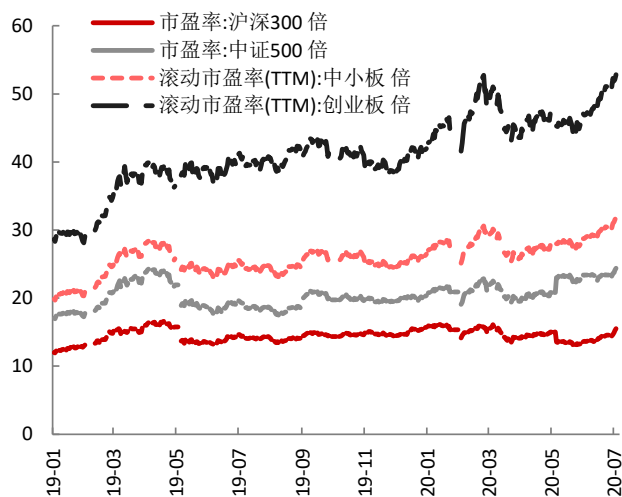
资料来源：Wind，东证衍生品研究院

图表 2：主要指数成交额快速上涨超过19年初小牛市



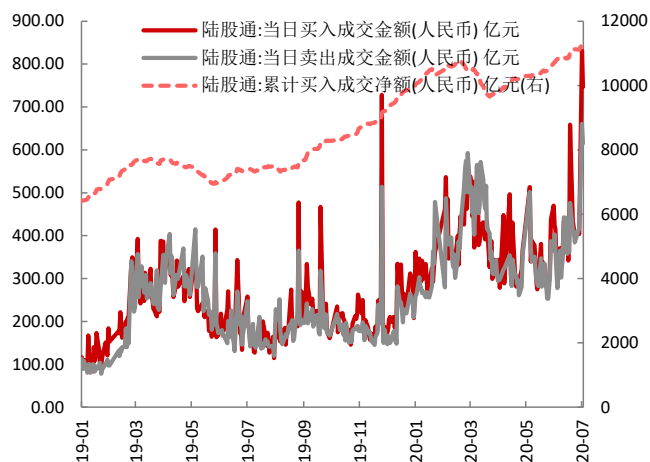
资料来源：Wind，东证衍生品研究院

图表 3: 主要指数的估值水平也水涨船高



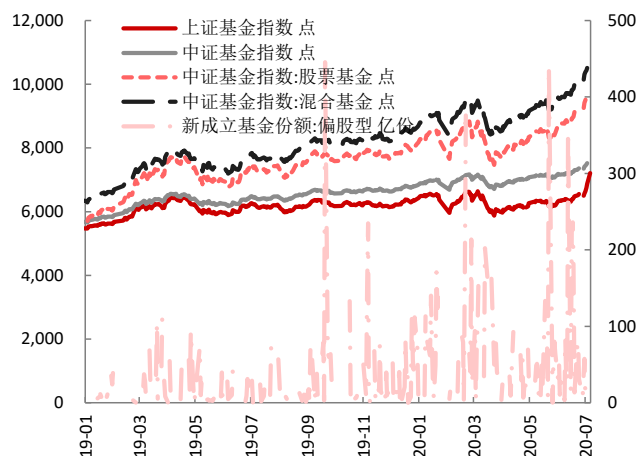
资料来源: Wind, 东证衍生品研究院

图表 5: 陆股通资金活跃度增强且累积净买入走高



资料来源: Wind, 东证衍生品研究院

图表 4: 今年疫情之后公募基金收益创新高



资料来源: Wind, 东证衍生品研究院

图表 6: 两融余额逐步往前期高点前进



资料来源: Wind, 东证衍生品研究院

## 2、关注极端行情下股指期货高度升水带来的期现正向套利投资机会

- 受市场情绪快速好转的影响,国内常年贴水的股指期货比较罕见地在“分红季”中出现升水的局面,今天上证 50 股指期货 IH 甚至出现涨停,当月合约升水 1.95%。
- 但是基差因分红的预期而产生负基差,所以由实际基差减去分红导致的基差点数,便得到由情绪因素产生的基差。一般情况下,这部分由情绪导致的基差大多数时间为负值,但近期市场多头情绪较重,使得股指期货基差也由负转正。

IH 如此高的升水实属罕见，根据我们的测算，截止今天收盘时 IH 在 2007、2008、2009、2012 合约上的预期分红点数分别为 25.51、36.49、36.61、36.61，考虑到实际基差分别为 65.86、55.86、50.26、42.86，那么由情绪因素主导的校正基差为 91.37、92.35、86.88、79.48。然而我们测算的在无风险套利区间的 IH 当月合约（2007）的基差大概在-21 点至-28 点之间，次月（2008）在-46.7 点-17.8 点之间，当季（2009）在-53 点至-6.5 点之间，下季（2012）在-73.1 点至 30.6 点之间。因为预计 IH 成分股的分红会在最近两个月内就基本实施完毕，所以我们认为若假设情绪减弱，股指期货会修复至理论区间，那么当月合约正向套利是确定性较高的策略。

图表 7：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	无套利上界	无套利下界
IH2007	2020-07-17	3440	11	25.51	65.86	91.37	2.0%	38.7%	-21.4	3353.1	3346.2
IH2008	2020-08-21	3430	46	36.49	55.86	92.35	1.7%	65.3%	-19.4	3356.4	3327.5
IH2009	2020-09-18	3424.4	74	36.61	50.26	86.88	1.5%	72.8%	-9.1	3367.6	3321.1
IH2012	2020-12-18	3417	165	36.61	42.86	79.48	1.3%	85.4%	25.0	3404.7	3301.0

资料来源：Wind，东证衍生品研究院（截至 2020.7.6）

图表 8：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	无套利上界	无套利下界
IF2007	2020-07-17	4734	11	23.80	63.91	87.70	1.4%	37.2%	-18.2	4652.5	4642.9
IF2008	2020-08-21	4729.4	46	39.42	59.31	98.73	1.3%	66.5%	-15.8	4656.6	4616.6
IF2009	2020-09-18	4733.6	74	39.53	63.51	103.03	1.4%	62.2%	-1.5	4672.2	4607.9
IF2012	2020-12-18	4731	165	39.53	60.91	100.43	1.3%	64.9%	45.7	4723.6	4580.1

资料来源：Wind，东证衍生品研究院（截至 2020.7.6）

图表 9：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	无套利上界	无套利下界
IC2007	2020-07-17	6305.2	11	11.63	5.34	16.97	0.1%	217.8%	-4.0	6296.7	6275.9
IC2008	2020-08-21	6288.2	46	19.86	-11.66	8.20	-0.2%	170.3%	12.0	6315.6	6228.6
IC2009	2020-09-18	6268	74	20.61	-31.86	-11.25	-0.5%	64.7%	30.7	6336.5	6196.6
IC2012	2020-12-18	6165.2	165	20.61	-134.66	-114.05	-2.1%	15.3%	94.3	6407.1	6095.1

资料来源：Wind，东证衍生品研究院（截至 2020.7.6）

图表 10：目前三大指数成分股分红进度情况统计

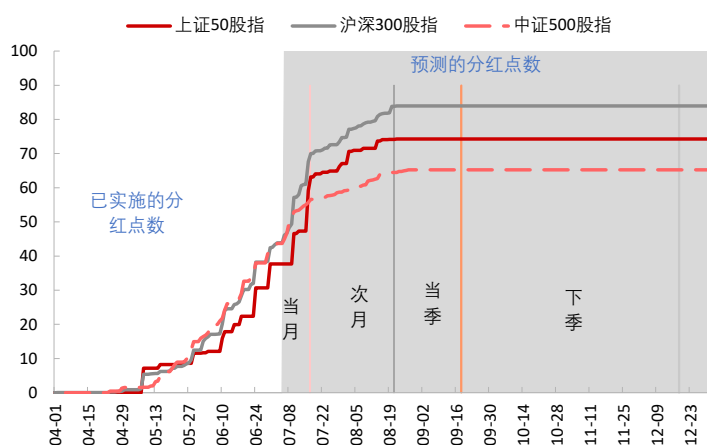
分红进度	上证 50 股指		沪深 300 股指		中证 500 股指	
	预期点数	家	预期点数	家	预期点数	家
已实施（已造成的影响）	37.67	26	46.15	153	44.92	260
马上实施	8.95	3	11.96	35	8.36	49
董事会预案	0.00	0	0.00	0	0.17	1
股东大会通过	27.66	19	28.15	83	13.16	93

未公告	0.00	0	0.00	0	0.00	0
明确不分红	-	2	-	29	-	97
未实施合计（剩余的影响）	36.61	22	40.11	118	21.70	143
总体进度	51%	54%	53%	56%	67%	65%

资料来源：Wind，东证衍生品研究院（截至 2020.7.6，“马上实施”指的是已经公告了分红时间安排的）

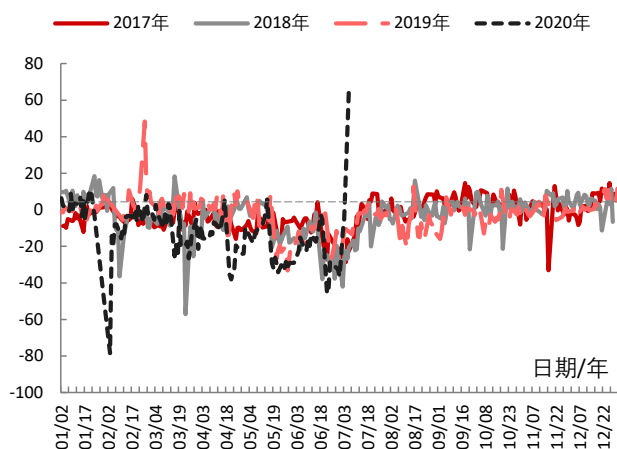
目前上证 50、沪深 300 和中证 500 分别已经实施了 26 家、153 家和 260 家成分股，对股指产生的影响分别为 37.67 点、46.15 点和 44.92 点。已经发布分红实施公告但还未实施的个股数量分别有 3 家、35 家和 49 家，预计将会在一周之内实施分红除息。绝大多数的成分股的分红进度还处在“董事会预案”或“股东大会通过”的状态。三大指数中还未公告的成分股已经没有了，因此我们的估算与实际存在差异的地方仅可能出现在对除息日期的预测上面。目前上证 50 预估还剩余的分红影响点数为 36.61 点，沪深 300 预估还剩余 40.11 点，中证 500 还剩余最少，仅 21.70 点。

图表 11：今年股指分红点数的累计影响情况



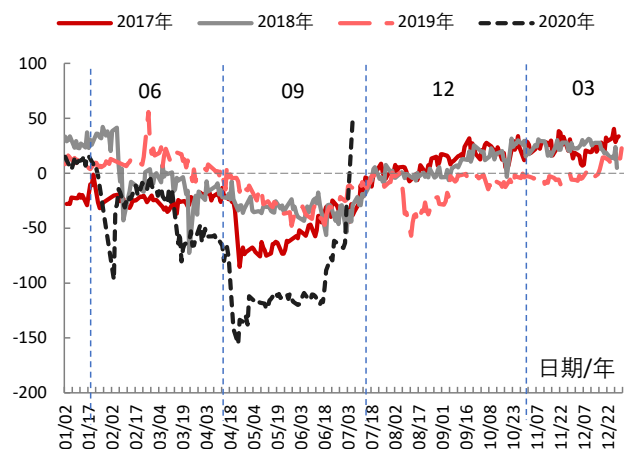
资料来源：Wind，东证衍生品研究院（截至 2020.7.6）

图表 12：IH 当月合约的基差走势



资料来源：Wind，东证衍生品研究院

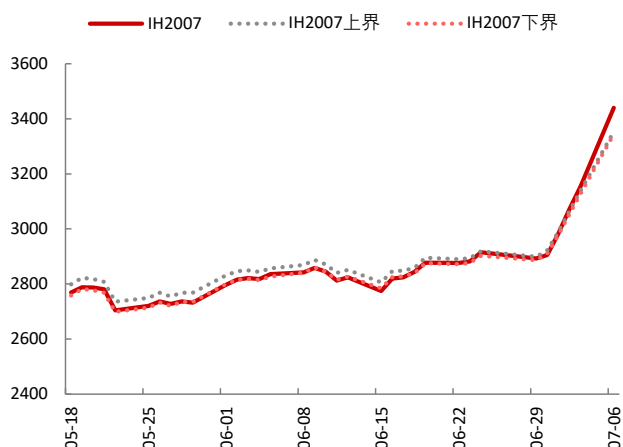
图表 13：IH 当季合约的基差走势



资料来源：Wind，东证衍生品研究院

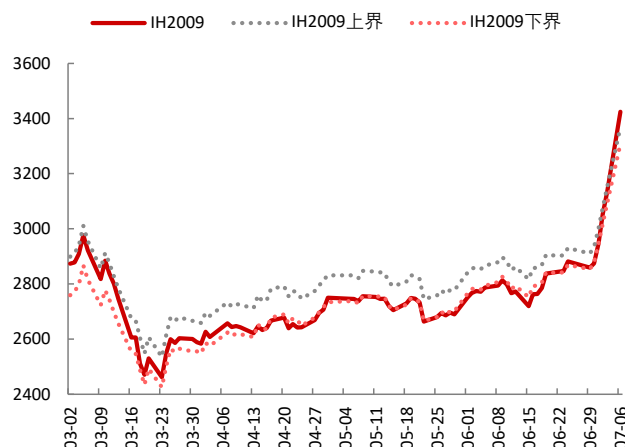


图表 14: IH2007 合约的无风险套利区间



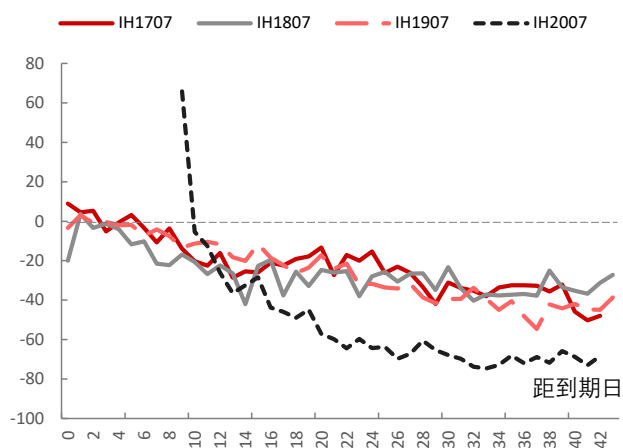
资料来源: Wind, 东证衍生品研究院

图表 15: IH2009 合约的无风险套利区间



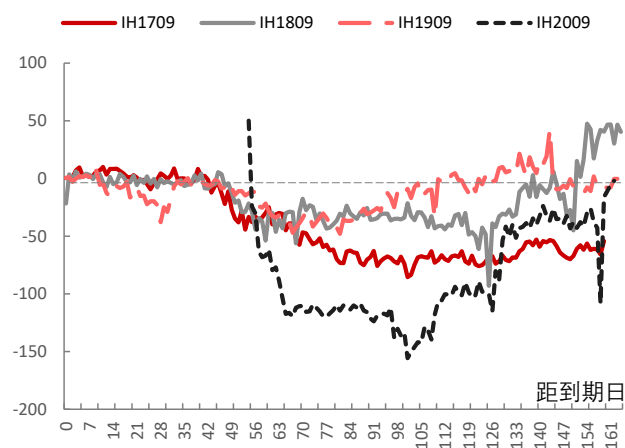
资料来源: Wind, 东证衍生品研究院

图表 16: IH2007 合约的基差收敛过程



资料来源: Wind, 东证衍生品研究院

图表 17: IH2009 合约的基差收敛过程



资料来源: Wind, 东证衍生品研究院

上面几张图是股指期货历史基差走势、无风险套利区间以及基差的收敛规律。IF 与 IC 在近期的特征与 IH 是类似的, 所以我们这里仅以 IH 的情况为例。一般来说, 因为股指期货的价格会逐步收敛至 0 值, 而且对于投资者而言, 正向套利 (做多现货、做空期货) 的策略更容易实现。我们测算了无风险套利区间, 当前合约价格也超过了无风险套利区间的上边界, 因此这样的机会实属难得。

### 3、风险提示

1. 股指期货基差出现极度偏离无风险套利区间上边界
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](http://www.orientfutures.com)

Email：[research@orientfutures.com](mailto:research@orientfutures.com)