

光期研究：IH 基差持续转强后可以观察什么

光大期货研究所

主要观点

宏观研究团队

分析师：韩颖朗

品种：股指期货

期市有风险

入市需谨慎

- **近期上证 50 指数基差、持仓表现：**1) 自八月中旬以来，IH 开始出现间歇性升水，从八月下旬开始，IH 基差开始呈现持续性升水，且基差升水水平出现突破；2) IH 持仓量出现持续回升，其持仓比例在三个品种中也达到历史高位水平。在此期间上证 50 指数与部分权重行业是市场上少数具有相对超额收益的指数，我们将历史上的类似现象进行梳理。
- **类似的历史表现与参考：**按照“基差持续偏强”为“在过去的 22 个交易日中，有超过十天基差为正，并且这种状态超过十天以上”的定义，近五年 A 股曾出现过五次类似的现象。我们建议投资者关注以下几个方面作为对于未来上证 50 指数表现的参考：
 - 1) 基差持续偏强的持续时间；
 - 2) 对应股指期货持仓变化；
 - 3) 基差偏强之前指数的涨跌状况；
 - 4) 基差偏强阶段指数的估值水平。
- 针对当前上证 50 指数表现，从前述表现我们认为上证 50 指数具备上涨的基本条件，但是基本条件并不构成指数上涨的主要逻辑，在此我们建议投资者关注几方面：1) 前述指标的持续性，以三个月以上为优，当前仅持续一月时间；2) 中美利差的变化，当前中美利差处于历史极值水平，中美利差出现趋势性翻转有望提振情绪；3) 上证 50 与中国香港市场主要指数的联动性较高，关注市场信心能否同步恢复；4) 以电力设备与新能源产业链上下游为代表的相关行业经历四年上涨后，指数与个股在前高位置出现了高位放量调整，建议投资者关注后期相关资金的后续流向。部分行业或将先于指数受资金青睐，体现赚钱效应并提振市场信心，进而带动宽基指数走势，使得赚钱效应与市场信心扩散。
- 以上的相关指标的变化需要季度甚至半年度以上的时间来验证，而非短期指标，且指标持续的时间越长，后期表现的确定性也相对较好，可以作为判断市场走势的参考。

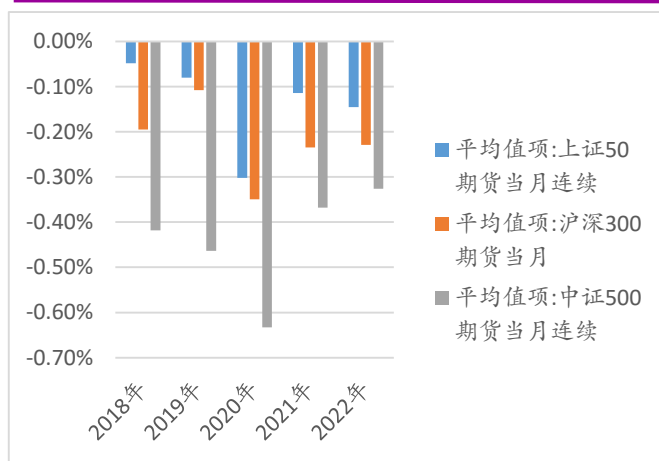
一、近一月IH基差、持仓表现

自八月中下旬以来，IH 股指期货较现货指数出现持续性升水，至今已持续近一个月，从近五年股指期货基差的历史表现来看，这种现象值得关注，本专题将近五年 IH 出现持续性升水的情况进行总结，并将这种现象发生前后市场涨跌的情况与观察点进行梳理，以供投资者参考。

首先，股指期货基差的历史表现来看，IH、IF 与 IC 在近五年的年均基差水平均为贴水状态，其中 IH 贴水幅度相对较低，IC 贴水幅度在三个品种中最大。从基差的升贴水的频率看，在近 1000 个交易日中，IH、IF 与 IC 出现贴水的频率分别为 62.7%、73%和 84%，整体来看三大品种大部分时间都是以贴水为主。

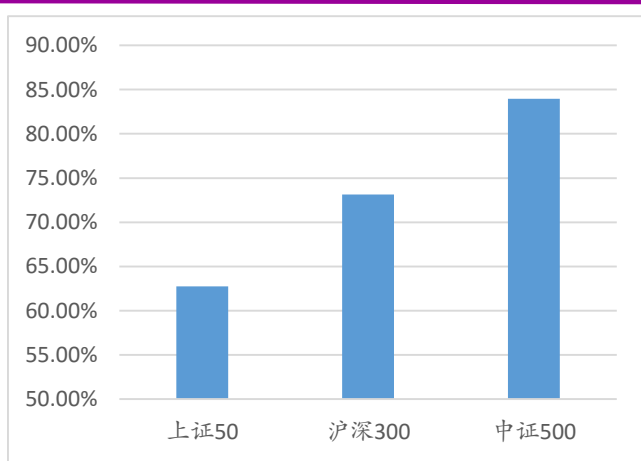
自八月中旬以来，IH 开始出现间歇性升水，从八月下旬开始，IH 基差开始呈现持续性升水，且基差升水水平出现突破，与此同时，除了基差价格方面的表现外，IH 的持仓量也出现了持续回升，且其持仓比在三个品种中也达到历史高位水平。近期市场走势偏弱，在此期间上证 50 指数是市场上少数具有超额收益甚至绝对收益的指数，我们认为八月份期货市场上 IH 基差与持仓的变化存在一定关系，因此我们将历史上的类似现象进行梳理。

图表1：股指期货基差年度均值（单位：%）



资料来源：Wind、光大期货研究所

图表2：股指期货基差贴水频率（单位：%）



资料来源：Wind、光大期货研究所

二、历史上类似表现情况梳理

从历史上看，IH 基差持续偏强在近四年中曾经出现过五次，这里我们将“基差持续偏强”定义为“在过去的 22 个交易日中，有超过十天基差为正，并且这种状态超过十天以上”。这五次分别是 2018 年 9 月至 2019 年 5 月、2019 年 12 月至 2020 年 2 月、2020 年 12 月至 2021 年 2 月、2021 年 9 月至 2022 年 3 月以及 2022 年 4 月至 2022 年 5 月。

从历次的**基差偏强的持续周期**看，持续时间最短的为 27 个交易日，最长的为 257 个交易日。比较可以发现，基差走强持续的时间越长，后期指数上涨表现的持续性相对较好，2018 年三季度至 2019 年二季度持续的升水对应了后期持续较长时间的上涨。而此次自 8 月 26 日出现的 IH 基差持续偏强至今仅维持了不足一月时间，属于相对较短的时间，其表现持续性与对指数涨跌的影响有待进一步观察。

图表 3：IH 基差偏强历史情况

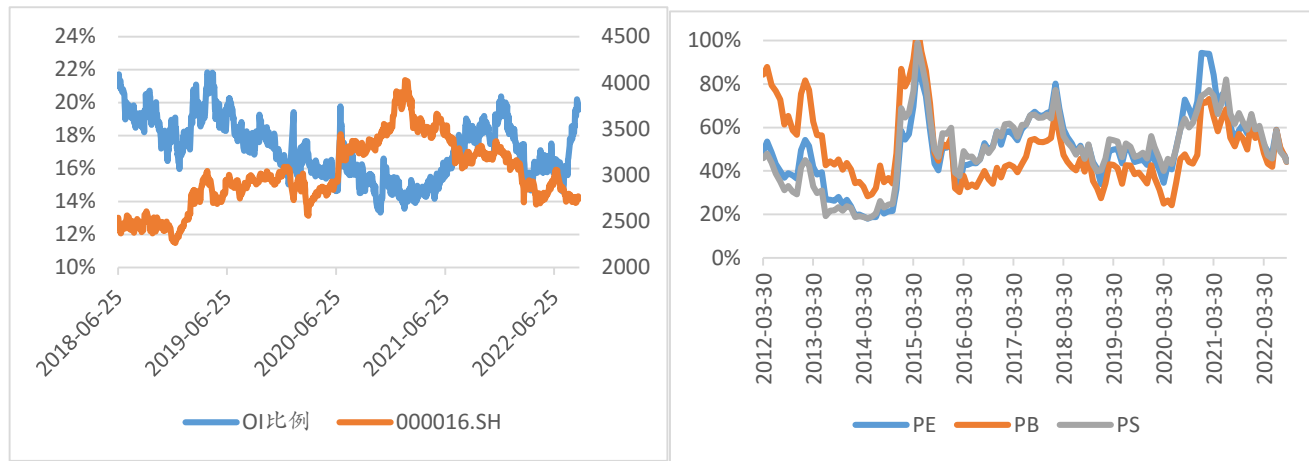
次数	基差持续转正起始日期	基差持续转正终止日期	基差持续转正天数	持仓比例是否高位
1	2018-09-12	2019-05-27	257	是
2	2019-12-11	2020-02-12	63	否
3	2020-12-07	2021-02-02	57	否
4	2021-09-29	2022-03-24	176	是
5	2022-04-21	2022-05-16	27	否
6	2022-08-26		16	是

资料来源：Wind、光大期货研究所

从**基差偏强期间的持仓表现**看，2018 年 9 月、2021 年 9 月与此次基差持续升水与 IH 期货品种持仓比例持续上升至相对高位的现象同时出现。2018 年以来，IH 持仓持续增加直至其持仓比例在三个品种中处于高位水平的情况出现过五次，分别为 2018 年下半年、2019 年 3 月至 7 月、2021 年 9 月、2021 年 12 月至 2022 年 1 月以及近期。从历史表现看，上证 50 股指期货持仓比例与其走势并不存在线性相关关系，但其持仓比例的持续回升往往有利于指数在持仓增加后期阶段

走强或止跌回升，从这个维度看此次 IH 持仓比例回升节奏与 2018 年颇为相似。

图表 4：IH 持仓比例与上证 50 走势（单位：%、点） 图表 5：上证 50 指数估值分位（单位：%）



资料来源：Wind、光大期货研究所

资料来源：Wind、光大期货研究所

图表 6：IH 基差偏强阶段对应指数估值分位（单位：%）

	PE	PB	PS
2022-09-14	45%	44%	44%
2022-03-31	52%	48%	53%
2021-09-30	59%	57%	67%
2020-11-30	72%	47%	68%
2019-11-29	43%	34%	46%
2018-08-31	46%	40%	46%

资料来源：Wind、光大期货研究所

从基差偏强期间指数的估值水平看，基差偏强的时间阶段往往与近五年指数估值水平相对较低的时间阶段重合，市盈率、市销率与市净率的估值水平均为近十年分位数的 40%-60% 区间内，股指期货基差回升的时间与指数估值的绝对低点并非对应，后期往往还会出现相对更低的估值，但往往位于指数估值相对偏低的区间内。我们的理解是基差回升是资金对于指数价格相对积极的一种态度，从侧面说明对于该位置指数估值水平的认可，也就是期货与基差价格对于所谓的“价值底”的认可。但这并不意味着市场底一定成立，这种现象更多反应期货与基差价格对于估值水

平的认可。

图表 7：IH 基差偏强前后涨跌表现

次数	基差转正前月涨跌幅	基差转正前季涨跌幅	基差转正前年涨跌幅	基差转正后月涨跌幅	基差转正后季涨跌幅	基差转正后年涨跌幅
1	-2.55%	-3.65%	-9.68%	2.63%	1.76%	21.92%
2	-0.93%	0.63%	19.53%	2.25%	-10.39%	14.33%
3	5.83%	4.20%	19.39%	2.15%	0.30%	-5.91%
4	3.50%	-8.20%	-1.10%	0.17%	-0.16%	N/A
5	0.27%	-12.38%	-15.22%	2.43%	-1.86%	N/A
6	-3.45%	-1.12%	-12.51%	N/A	N/A	N/A

资料来源：Wind、光大期货研究所

从基差偏强之前指数的涨跌幅表现看，历次基差持续偏强转升水之前指数往往会出现较大幅度或持续较长时间的下跌，而基差持续偏强转升水之后指数上涨的概率较大，但幅度表现不一。2018 年 11 月较为典型，2018 年在指数出现了从持续超过一年的大幅下跌后，指数在 2019 年出现了整体性上涨。从涨跌表现看，此次上证 50 的表现与 2018 年的就较为类似，上证 50 指数自 2021 年 1 月至今持续调整，且幅度也相对较大，在这个过程意味着指数经历了较为充分的换手，因此我们认为后期一旦上证 50 能够反转开启上涨，较其他下跌时间较短的指数而言，其上涨的持续性要更好。

三、参考与启示

基于近期股指期货基差持续偏强现象出现与其历史表现，我们建议投资者关注几个方面作为对于未来指数表现的参考：1) 基差持续偏强的持续时间；2) 对应股指期货持仓变换；3) 基差偏强之前指数的涨跌状况；4) 基差偏强阶段估值水平。具体来说：

- 1) 基差持续偏强的持续时间：基差持续偏强的时间越长，后期指数上涨的持续时间与涨幅相对更高，相较而言基差偏强持续时间较短，涨幅与上涨持续性表现相对较弱；
- 2) 对应股指期货持仓变化：从历史数据看，股指期货持仓持续性上升，特别是 IH 持仓占

整体股指期货持仓比例持续上升在历史上出现次数较少，在持仓比例上升后期，指数表现往往有相对较好的表现；

- 3) 基差偏强之前的指数涨跌情况：从历次基差偏强的情况看，前期指数下跌持续时间越长，换手更加充分，后期指数转强后表现持续性较好；
- 4) 基差偏强阶段指数的估值水平：基差转强与指数估值的绝对低点并不对应，但往往位于指数估值相对偏低的区间内。基差回升是资金对于指数价格相对积极的一种态度，体现期货与基差价格对于该位置指数估值水平的认可。

从此次基差偏强的时间看，自 8 月 26 日基差出现持续偏强至今有近一月时间，与此同时是上证 50 指数较其他指数表现相对强势，具有一定的相对超额收益，与此同时，我们也看到了多项前面提到的利于指数上涨的迹象，具体包括：1) IH 的整体持仓量与在所有品种当初中的持仓比例也出现持续性回升；2) 上证 50 指数自 2021 年 2 月之间持续调整，下跌幅度与持续时间均为历史上相对较大的幅度；3) 当前上证 50 指数的估值水平处于近五年以来偏低水平。

从以上几方面的因素来看，我们认为上证 50 指数具备上涨的基本条件，但是基本条件并不构成指数上涨的主要逻辑，在此我们提醒投资者关注四个方面：

首先，前面本专题提及的差偏强与持仓增加等现象能否在 IH 上长期持续，这种现象在持续超过三个月之后有利于指数出现较级别较大的趋势性上涨：

其次，国际宏观环境方面应关注中美利差的变化，当前中美利差处于历史极值水平，这种状态的变化很大程度上取决于海外利率水平的边际变化，从历史看美国利率顶部往往以平缓方式呈现，因此利率回落的过程或将持续较长时间，中美利差出现趋势性翻转有望提振权重行业长期走势；

第三，上证 50 作为 A 股市场重要的权重资产与中国香港市场主要指数的联动性较高，上证 50、恒生指数与恒生中国企业指数整体对于资金需求较高，当前流动性充足但市场信心依然不足，可从宏观数据与市场赚钱效应的维度去关注市场情绪的恢复；

最后，从市场行业热点的维度，以电力设备与新能源产业链上下游为代表的相关行业已经经历了持续四年的上涨，其中多个细分行业在 2020-2021 年经历了加速上涨，而自八月末以来这些行业指数与个股在前高位置出现了高位放量调整，而后持续下跌。我们建议投资者关注后期该类资金的表现以及相关资金的后续流向。部分行业或将先于指数受资金青睐，体现赚钱效应并提振市场信心，进而带动宽基指数走势，使得赚钱效应与市场信心扩散。

以上的相关指标的变化需要季度甚至半年度的时间来验证，而非短期指标，且这些指标持续的时间越长，后期表现的确定性也相对较大，可以作为判断市场走势的参考，在此我们将由 IH 基差持续走强所引申出的市场现象与后期观察点进行列举以供投资者参考。

研究员介绍

韩颖朗，FRM，现任光大期货金融期货分析师，负责股指期货品种研究，对全球主要期货品种有全面认识。中国农业大学管理学学士，马里兰大学理学学士，加州大学戴维斯分校理学硕士。

从业资格号：F3039791

投资咨询资格号：Z0015097

邮箱：hanyl@ebfcn.com.cn

联系方式：18017871693

免责声明

本报告的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性、可靠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。我们已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，并不构成任何具体产品、业务的推介以及相关品种的操作依据和建议，投资者据此作出的任何投资决策自负盈亏，与本公司和作者无关。

联系我们

公司地址：中国（上海）自由贸易试验区杨高南路 729 号陆家嘴世纪金融广场 1 号楼 6 楼

公司电话：021-80212222

传真：021-80212200

客服热线：400-700-7979

邮编：200122