

## 境外股指期货专题（一）： 境外股指期货数据梳理与总结

光大期货研究所

宏观研究团队

叶燕武 韩颖朗

尚芳 谢钰

### 内容提要：

- 近十年境外股指期货市场日均成交量整体稳定，近三年间恒指、道指、纳指和日经 225（美元）等品种的期货成交量较指数现货成交量的活跃度明显提升；2010 至 2017 年境外股指期货日均持仓量保持低速稳定增长，但近两年日均持仓量逐步回落，其中美国三大股指期货持仓量回落明显，而 A50 期货持仓量保持稳定增长。
- 成交量、持仓量与成交持仓比变化方面，在指数大幅波动的年份，股指期货的日均成交量多数情况下会大幅增加，说明市场出现较大波动的阶段投资者更多地用股指期货作为对冲风险、延展现货市场流动性的标的，而日均持仓量变化对于市场波动的弹性较小，导致成交持仓比大幅上升，A50、恒指、道指、纳指与日经期货在 2001-2003、2008-2009、2015-2016、2018 年市场分别出现大幅波动的阶段成交持仓比均大幅提升。
- 各期合约成交占比方面，近年恒指期货近月合约（HI1）的成交占比基本稳定，但在指数大幅波动和期货成交量大幅增长的年份，近月合约成交占比会明显上升：1）2008、2018 年市场出现较大波动时投资者更愿意选近月合约作为对冲风险、延展流动性的标的；2）近月合约成交占比对于期货成交量变化的弹性较大，2016 年与 2018 年恒指期货的日均成交量增速超过 50%，HI1 成交占比明显的抬升。
- 各期合约持仓比方面，恒指与恒生国企指数期货近月（HI1/HC1）合约的持仓占比在近 15 年来持续下降，远月合约（HI3/4,HC3/4）的持仓占比不断上升，远期合约的持仓比重远高于国际上其他期货品种。而且，与成交占比不同，近月合约持仓占比变化对指数、成交量波动反应的弹性较小，2008、2015 和 2018 年市场大幅波动与期货成交量变化对恒指、恒生国企指数期货各期持仓占比的影响较小，远期合约持仓的稳定性持续增强。
- 基差波动方面，近十年境外股指期货近月合约的年均基差百分比由高到低的排序为日经 225（日元）>纳指>A50>恒生国企指数>恒指>日经 225（美元）>标普>道指。数据显示市场大幅波动和成交量大幅增加共同导致基差大幅回落，二者共同导致市场的负面预期过分地宣泄在期货价格的波动上，如果仅是市场出现大幅波动而成交量并未明显增加，基差并不一定会出现大幅回落，2000-2003、2007-2009、2015、2018 年市场大幅波动期间恒指、A50 与美指期货基差百分比的波动体现了这点。

期市有风险

入市需谨慎

## 境外股指期货专题（一）：数据梳理与总结

一、境外股指期货介绍.....	4
1. 香港、美国与日本股指期货合约介绍.....	4
2. 境外股指期货发展.....	5
二、成交量演变.....	6
1. 股指期货成交总量变化趋势.....	6
2. 各期合约成交占比变化趋势.....	8
三、持仓量演变.....	9
1. 股指期货持仓总量变化趋势.....	9
2. 各期合约持仓占比变化趋势.....	12
四、基差（升贴水）演变.....	13
五、主要结论.....	16

## 前言

自 2018 年 12 月与 2019 年 4 月中国金融期货交易所两次调整股指期货交易规则，国内三大股指期货的成交量与持仓量均出现了快速增长，同时基差水平较过去几年也有所回升，股指期货市场的活跃度明显提升，资金对于股指期货的配置意愿回暖。但从另一个角度看，国内股指期货市场发展历史较境外市场相对较短，本文将境外股指期货发展历程中的数据进行了梳理与总结，后续我们还将对境内外股指期货对比、股指期货在市场判断中的作用进行专题讨论，为使用股指期货的投资者提供参考。

数据方面我们选取了境外成交量较高和与 A 股关联相对密切的股指期货品种，分别为：1) 美国的三大股指期货；2) 香港的恒生指数、恒生国企指数期货与新加坡的 A50 期货；3) 分别以美元与日元计价的日经 225 期货。我们主要关注股指期货以下几方面的数据变化：1) 成交总量与各期合约成交占比；2) 持仓总量与各期合约持仓占比；3) 基差百分比。

## 一、境外股指期货介绍

### 1. 香港、日本与美国股指期货合约介绍及上市历史

图表 1：境外股指期货合约介绍及上市历史

名称	恒生指数期货	小型恒生指数期货	恒生中国企业指数期货	小型恒生国企指数期货	富时中国A50指数期货
合约标的	恒生指数	恒生指数	恒生中国企业指数	恒生中国企业指数	富时中国A50指数
上市时间	1986年5月	2000年10月9日	2003年12月8日	2013年	2006年9月
代码	HSI	MHI	HHI	MCH	CN
合约乘数	50港币	10港币	50港币	10港币	1美元
最小变动价格	1个指数点	1个指数点	1个指数点	1个指数点	2.5个指数点 (2.5美元)
合约月份	短期期货：现月、下月及之后两个季月 远期期货：在之后五个12月合约	现月，下月，及之后的两个季月	短期期货：现月、下月及之后两个季月 远期期货：在之后五个12月合约	现月，下月，及之后的两个季月	2个最近的连续月和1年周期中的3月、6月、9月和12月
交易时间	上午9时15分至中午12时正，下午1时正至下午4时30分及下午5时15分至凌晨3时正(到期合约月份在最后交易日收市时间为下午4时正)	上午9时15分至中午12时正，下午1时正至下午4时30分及下午5时15分至凌晨3时正(到期合约月份在最后交易日收市时间为下午4时正)	上午9时15分至中午12时正，下午1时正至下午4时30分及下午5时15分至凌晨3时正(到期合约月份在最后交易日收市时间为下午4时正)	上午9时15分至中午12时正，下午1时正至下午4时30分及下午5时15分至凌晨3时正(到期合约月份在最后交易日收市时间为下午5时正)	开市：T时段：上午9.00 - 下午4.30 T+1时段：下午5.00 - 次日凌晨4.45
最后交易日	该月最后第二个营业日	该月最后第二个营业日	该月最后第二个营业日	该月最后第二个营业日	合约月份的倒数第二个营业日
上市交易所	港交所	港交所	港交所	港交所	新交所
名称	E-mini Dow (\$5) Futures	E-mini S&P 500 Futures	E-mini Nasdaq-100 Futures	Nikkei/USD Futures	日经225期货
合约标的	道琼斯工业平均指数	标普500指数	纳斯达克100指数	日经225指数	日经225指数
上市时间	1997年	1997年	1997年	1990年9月	1988年9月3日
代码	YM	ES	NQ	NK	NX
合约乘数	5美元	50美元	20美元	5美元	1,000日元
最小变动价格	1指数点 (5美元/合约)	0.25指数点 (12.5美元/合约)	0.25指数点 (5美元/合约)	5.00指数点=25.00美元	10日元
合约月份	4个季月合约 (3月、6月、9月、12月)	5个季月合约 (3月、6月、9月、12月)	5个季月合约 (3月、6月、9月、12月)	以3月季度週期的四個月(3月、6月、9月、12月)	季度合约月份(最长8年) 6·12合约月份：最近16个合约月份
交易时间	CME Globex电子交易：周日至周五，下午6:00 - 下午5:00 (美东时间)，下午4:15-4:30 (美东时间) 暂停交易15分钟。 合约月份第三个周五的上午9:30 (美东时间) 交易终止	CME Globex电子交易：周日至周五，下午6:00 - 下午5:00 (美东时间)，下午4:15-4:30 (美东时间) 暂停交易15分钟。 合约月份第三个周五的上午9:30 (美东时间) 交易终止	CME Globex电子交易：周日至周五，下午6:00 - 下午5:00 (美东时间)，下午4:15-4:30 (美东时间) 暂停交易15分钟。 合约月份第三个周五的上午9:30 (美东时间) 交易终止	CME Globex：週日至週五，下午6:00至下午5:00 美东時間，下午4:15-4:30之間交易暫停	日间盘中交易(连续竞价)：8:45~15:10 晚间盘中交易(连续竞价)：16:30~次日5:25
最后交易日	合约月份第三个周五的上午9:30 (美东时间) 交易终止	合约月份第三个周五的上午9:30 (美东时间) 交易终止	合约月份第三个周五的上午9:30 (美东时间) 交易终止	合约月第2个周五之前的营业日美东時間17:00終止	各合约月份的第2星期五(如果是非交易日，则依次提前)前一个结束的交易日
上市交易所	芝商所	芝商所	芝商所	芝商所	大阪交易所/东京证券交易所

1982年

• 美国堪萨斯交易所价值综合指数期货  
• 芝商所标准普尔500股指期货

1988年

• 大阪交易所日经225日元股指期货

1997年

• 芝商所E-mini纳指、道指与纳指股指期货

2003年

• 港交所恒生国企指数股指期货

2010年4月

• 中金所沪深300股指期货

2015年4月

• 中金所上证50、中证500股指期货

1986年

• 港交所恒生指数期货  
• 新交所日经225股指期货

1990年

• 芝商所日经225美元股指期货

2000年

• 港交所小型恒生指数股指期货

2006年

• 新交所A50股指期货

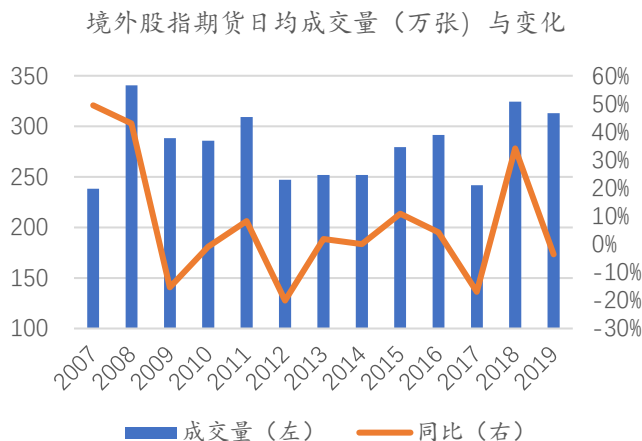
2013年1月

• 港交所小型恒生国企指数期货

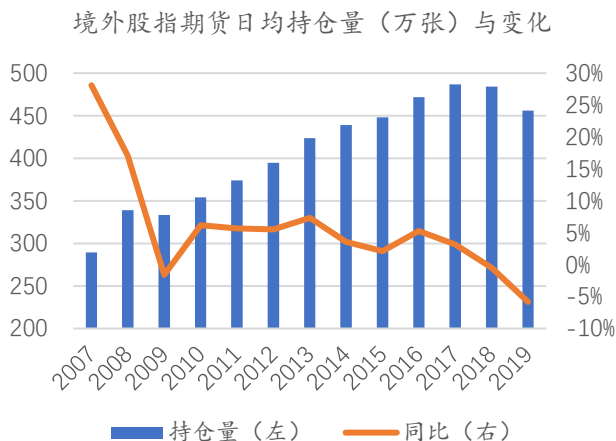
资料来源：港交所、芝商所、新交所、大阪/东京交易所、光大期货研究所

## 2. 境外股指期货发展

图表 2：近十年境外股指期货成交总量基本稳定



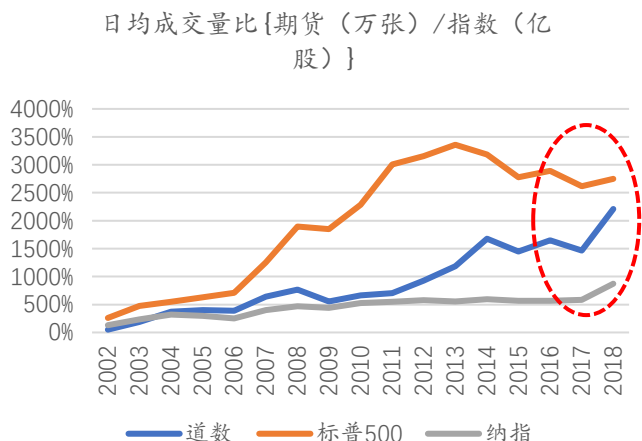
图表 3：近三年日均持仓量逐步回落



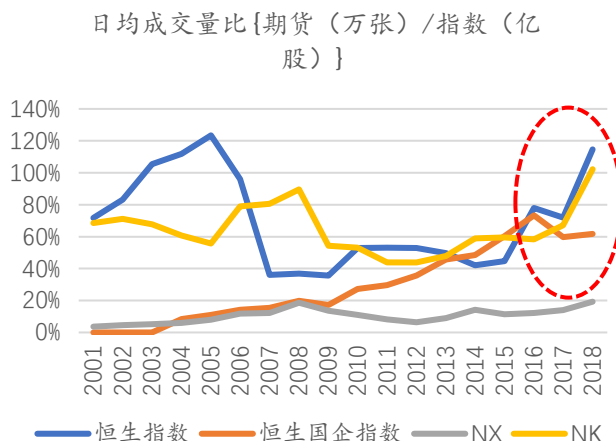
资料来源：Bloomberg 光大期货研究所

资料来源：Bloomberg 光大期货研究所

图表 4：2018 年美股指期货较指数成交量活跃度提高



图表 5：近几年亚洲期货品种成交活跃度持续回升



资料来源：Bloomberg 光大期货研究所

资料来源：Bloomberg 光大期货研究所

**境外期货日均成交总量基本稳定，期货较指数现货成交活跃度提升：**近十年境外股指期货市场成交量总量基本稳定，日均成交量在 280 万张左右，这里所说的境外品种包含美国的三大 E-mini 股指期货、香港的恒生指数、恒生国企指数期货、新加坡的 A50 期货以及分别以美元（芝商所）与日元（大阪交易所/东交所）计价的日经 225 期货。近三年间，恒指、道指与纳指期货成交量增长幅度较大，其他品种的成交量基本稳定。值得注意的是，亚洲股指期货成交量较指数现货成交量的活跃度在近 3 年间明显提升，同时近两年道指与纳指期货的成交量较指数成交量的活跃度也在回升。

**期货持仓量先增后减：**近十年间境外股指期货市场日均持仓总量先增后降，日均持仓量在 456 万张左右。2008 年全球经济危机后股指期货持仓量在 2009 年小幅回落，2010 至 2017 年日均持仓量保持低速稳定增长，但近两年日均持仓量逐步回落，其中，美国三大股指与日经 225 指数期货持仓量回落较为明显，而 A50 期货持仓量依然保持稳定增长，原因我们在后面会细说。



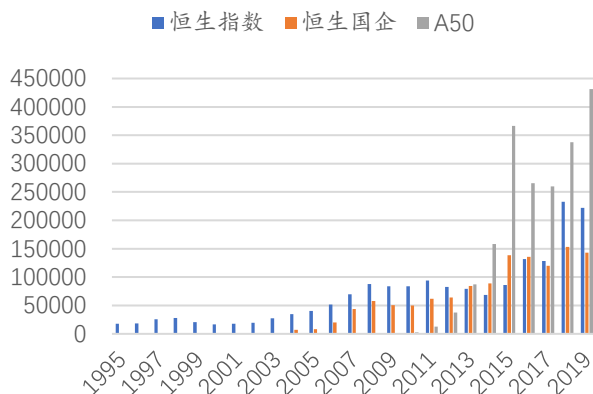
## 二、成交量演变

### 1. 股指期货成交总量变化趋势

#### a) 香港与新加坡

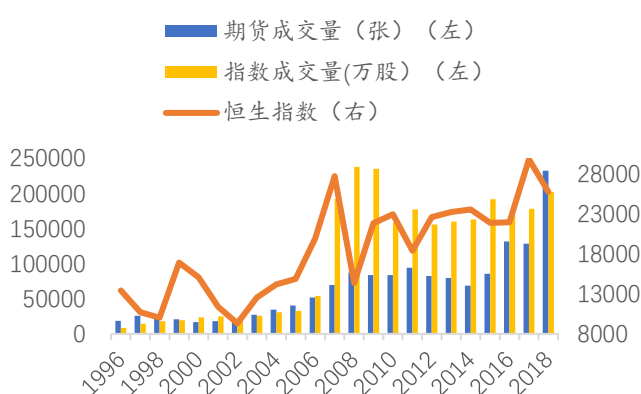
图表 6：2015 年 A50 成交量爆发式增长

香港、新加坡股指期货日均成交量（张）



图表 7：近两年恒生指数期货成交活跃度高于指数

恒生指数与期货日均成交量



资料来源：Bloomberg 光大期货研究所

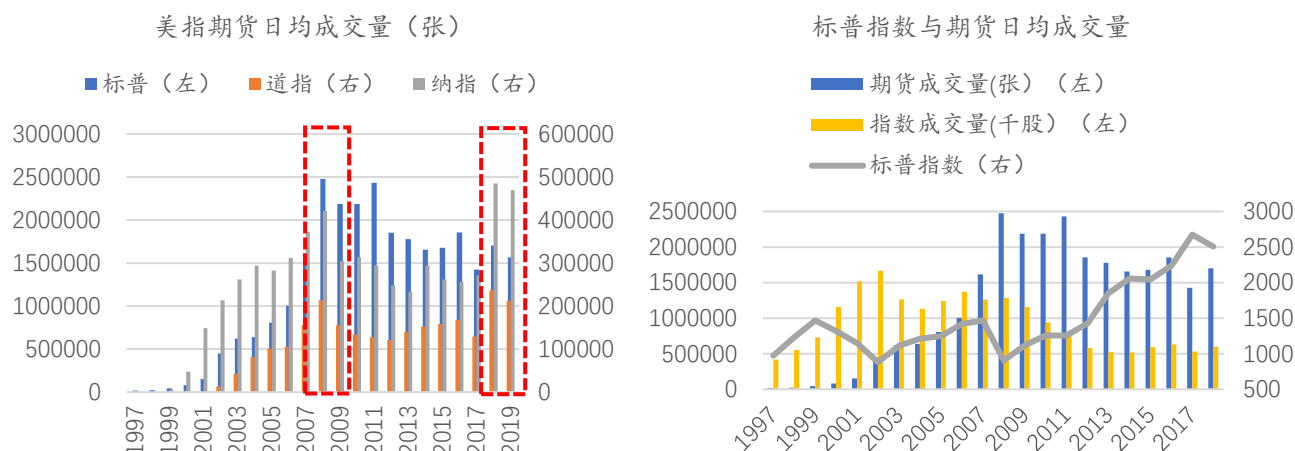
资料来源：Bloomberg 光大期货研究所

**A50 成交量持续快速增长，2018 年市场波动恒指数期货成交大幅增加：**纵观各类股指期货品种，新上品种在上市前三年成交量波动较大，恒生国企指数与 A50 期货在上市的前三年均成交量均出现了较大波动。在近十年间，恒指、恒生国企指数期货成交量除了在 2006-2007 年（上市后的第二年和第三年）与 2015、2018 年（市场大幅波动、沪股通开放）期间成交量出现了超过 50% 增长外，恒生与恒生国企指数成交量增速基本稳定。而 A50 期货的日均成交量增速在 2010-2015 年间始终维持在 100% 以上，并在 2014 年超越恒生指数与恒生国企指数期货，近两年增速有所放缓，但依然高于恒指、恒生国企指数期货。恒指、恒生国企指数与 A50 期货近五年的日均成交量分别为 12.9 万、12.7 万和 27.7 万张，2018 年恒指期货成交量大幅增加，这与当时市场大幅波动有关，2018 年 10 月份中美贸易摩擦升级后恒指出现了超过 25% 的调整，在此期间期货成交量大幅增加，这一点与 2018 年下半年美国纳期货的表现也一致。

**恒指、恒生国企指数期货与 A50 期货存在跷跷板效应：**由于恒指、恒生国企指数与 A50 指数的成分股均涉及中国企业，且标的成分股存在重合，在港交所交易的两个期货品种与 A50 之间有一定的跷跷板效应，2010-2015 年间 A50 期货成交量爆发式增长，在此期间恒指期货成交量连续负增长，说明 A50 分流了一部分对于恒指期货的需求。原因可以从几个方面理解：1) 新交所的 A50 期货为美元结算，而港交所的股指期货为港币结算，国际投资者更倾向于美元结算的合约；2) 单张 A50 期货的合约价值远小于恒指、恒生国企指数期货的价值，因此交易的灵活度更高。而从另一个角度看，因为当时中国国内仅有沪深 300 单一股指期货品种正式交易，且向境外投资者开放的程度有限，所以恒生与 A50 均是境外投资者可选的对冲 A 股市场风险的标的，而从沪深 300 与两个品种的相关性数据看，2009-2014 年间 A50 与沪深 300 日度涨跌幅的相关系数为 93.31%，远高于恒生指数的 52.23%，这也或是 A50 期货成交量快速超越恒指的原因之一。

## b) 美国

图表 8：2018 年道指、股指期货成交大幅上升超过 08 年水平 图表 9：近十年标普指数期货成交活跃度远超指数



资料来源：Bloomberg 光大期货研究所

资料来源：Bloomberg 光大期货研究所

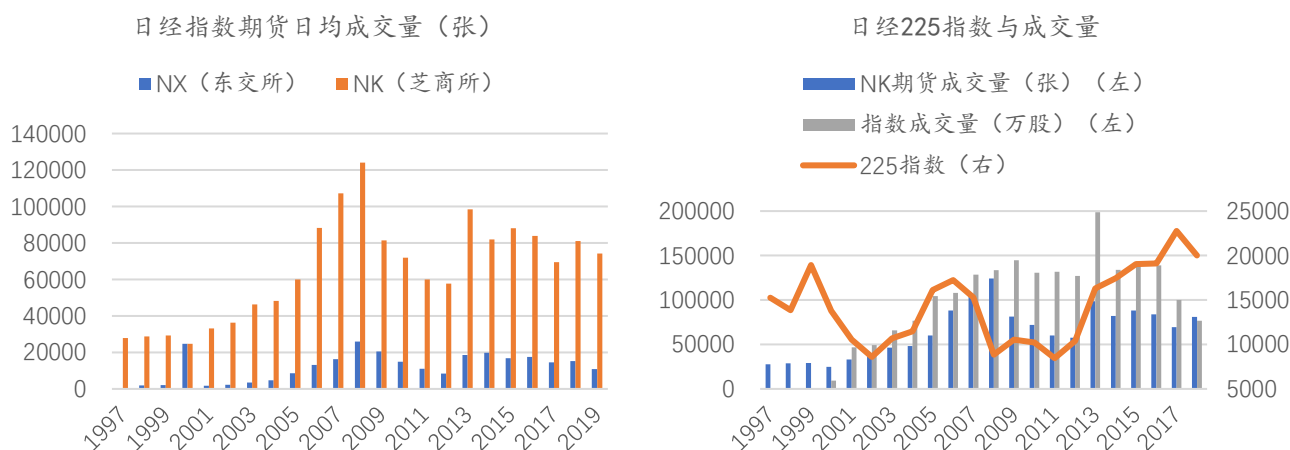
**标普指数期货成交量远高于其他品种，近年成交趋于稳定：**标普、道指与纳指期货近五年的日均成交量分别为 166.3 万、16.9 万和 31.4 万张，由于标普 500 指数具有采样面广、代表性强、精确度高、连续性好等特点，标普指数期货自上市以来一直是全球成交、持仓量最大的期货品种。从股指期货与现货指数的对比看，近十年间标普指数期货成交活跃度持续优于指数现货，这与指数现货成交整体回落有关，如前图 4 所示。

**2018 年道指、纳指期货成交量大幅增长：**美国三大股指期货发展的历史相对较长，2008 年之前成交量维持稳定增长，2008-2009 年金融市场大幅波动，成交量创新高之后回落，2010-2016 年成交总量基本稳定。2018 年道指、纳指期货成交量大幅增长，较 2017 年接近翻一番并超过 2008 年的水平，成交量增加与市场大幅波动有关，2018 年 10 月份中美贸易摩擦升级后美指出现了超过 20% 的调整，在此期间道指、纳指期货成交量大幅增加，这一点与 2018 年下半年恒指期货的表现一致。

## c) 日本

图表 10：芝商所与东交所 225 期货成交量变化一致

图表 11：日经指数期货成交未出现明显强于现货



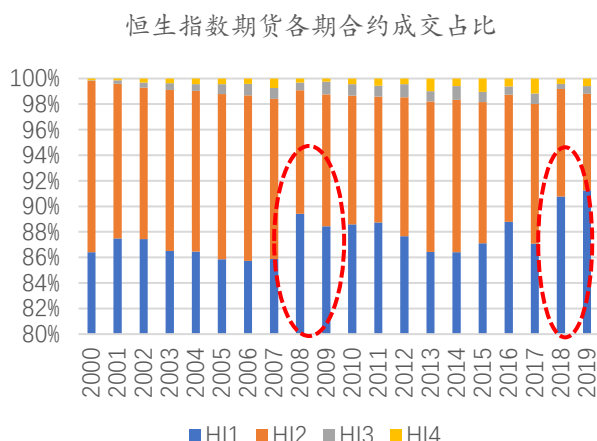
资料来源：Bloomberg 光大期货研究所

资料来源：Bloomberg 光大期货研究所

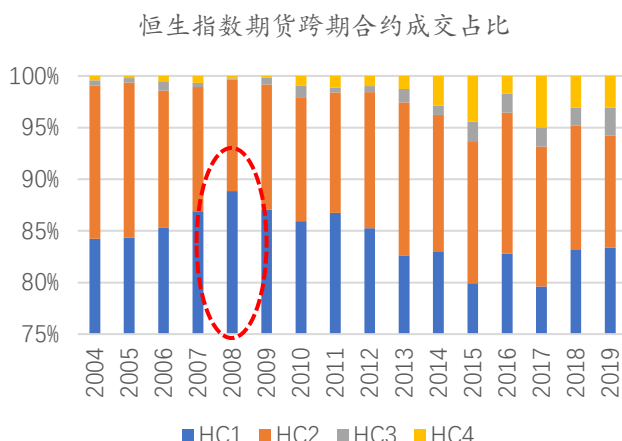
以日经 225 指数为标的的股指期货在芝商所、新交所与大阪交易所/东交所均有交易，我们这里只列举了在芝商所以美元结算的 Nikkei/USD Futures(NK)和在东京交易所以日元结算日经 225 期货(NX)两个品种的数据。2008 年以前日经 225 股指期货的成交量呈逐年稳定增长，2009-2018 年间增速持续回落，近五年间成交量基本稳定，NX 与 NK 期货近五年的日均成交量分别为 1.7 万和 8 万张。与美国三大股指期货品种类似的，日经股指期货，特别是芝商所美元结算的 NK 合约较现货指数的成交量活跃度在近几年明显走强，亦如图 5 所示。

## 2. 各期合约成交占比变化趋势

图表 12：恒指期货近月合约成交占比回升



图表 13：恒生国企指数期货远期合约成交占比上升



资料来源：Bloomberg 光大期货研究所

资料来源：Bloomberg 光大期货研究所

全球股指期货合约在合约月份方面的设计较为多样，大部分品种都有超过 4 个月份的存续合约，但从成交的活跃度看，仅港交所的恒生指数（HI）与恒生国企（HC）指数期货的远期（远月、次远月）合约成交相对活跃，这里的远期合约是指除了临近的两个月外的后续两个月的合约，我们对于远期合约成交相对活跃的定义是远期合约在临近的 4 个合约中的成交占比在 1% 以上，纳指、道指、标普、A50 与日经股指期货远期合约的成交占比均在 1% 以下，活跃度偏低，这里我们就不做参考，后面各期持仓占比部分的内容与此处一致。

**市场大幅波动下近月合约更受青睐：**2008 年之前，恒指、恒生国企指数近月合约 HI1、HC1 的成交占比基本稳定在 85% 的水平，2008 年指数出现大幅波动，当年股指期货成交量大幅增长，同时 HI1、HC1 合约的成交占比升至近 90%，2018 年指数大幅调整期间 HI1 的成交占比也大幅上升，由此可见在**市场出现较大波动的阶段，投资者更愿意选近月合约作为对冲风险、延展现货市场流动性的标的。**

**恒生指数期货近月合约成交占比回升，近月合约成交占比对成交量变化的弹性较大：**恒指期货近月合约 HI1 的成交占比自 2014 年起逐渐回升，在近两年均维持在 90% 以上。2016 年与 2018 年恒指期货的日均成交量增长超过 50%，这两年 HI1 的成交占比也出现了明显抬升，这说明近月合约成交占比对成交量变化的弹性较大。

**恒生国企指数期货近月合约成交占比相对较低，远期合约占比相对较高：**近几年恒生国企指数期货各期成交占比表现与恒生指数有所不同，自 2008 年以来 HC1 的成交占比连续回落，并在近三年维持在 81% 的水平，低于恒指的 90%。而 HC 远期（远月、次远月）合约的成交占比相对较高，近三年次近月合约 HC2 与远月合约 HC4 的成交占比分别为 13% 和 3.3%，相较而言高于 HI2 的 9.7% 和 0.73%。

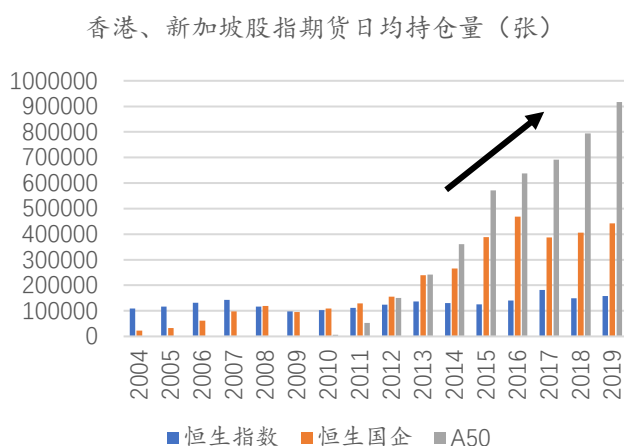


### 三、持仓量演变

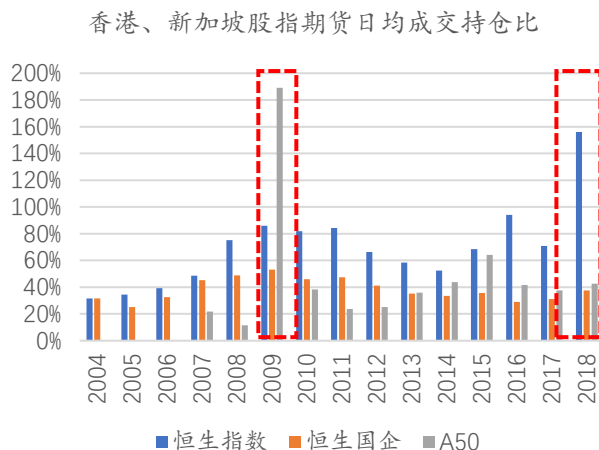
#### 1. 股指期货持仓总量变化趋势

##### a) 香港与新加坡

图表 14: A50 持仓量跟随成交量持续增长



图表 15: 恒指期货成交持仓比近年上升



资料来源: Bloomberg 光大期货研究所

资料来源: Bloomberg 光大期货研究所

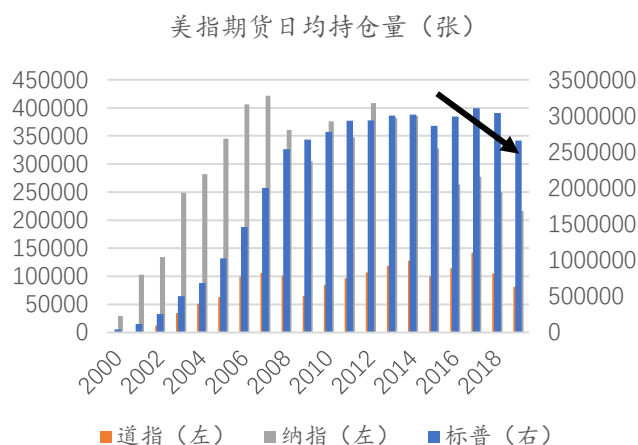
**A50 持仓量跟随成交量持续增长，恒指、恒生国企指数期货持仓量基本稳定：**A50 期货自上市以来日均持仓量持续快速增长，2013 年 A50 日均持仓量超越恒生国企指数期货，且近五年的平均增速依然接近 30%，近五年 A50 的日均持仓为 61.1 万张，这主要还是与 A50 成交量的增长有关。港交所的两个品种在近五年的日均持仓量基本稳定，恒指与恒生国企指数期货近五年的日均持仓量分别为 14.5 万和 38.3 万张，增速波动相对较小。

**恒指、恒生国企与 A50 期货成交持仓比整体低于美国，但高于日经 225，A50 与恒生国企指数期货成交持仓比基本稳定：**近五年以来，A50 与恒生国企指数的日均成交持仓占比一直相对稳定，近五年 A50 与恒生国企指数期货的日均成交持仓比分别为 33%和 46%，整体而言低于美国股指期货的水平，但高于日经 225 合约的成交持仓比水平。

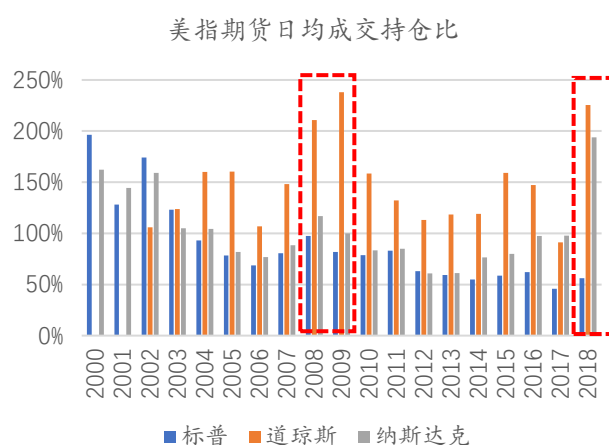
**恒指期货成交持仓比在 2018 年大幅上升超越 2008，市场大幅波动期间成交持仓比提升：**2015 年以来恒指期货在成交持仓比逐渐回升，2013-2017 年恒生指数的日均成交持仓比为 69%，虽然低于美指期货但远高于亚洲地区其他期货品种的成交持仓比水平。而 2018 年成交持仓比由 2017 年的 71%升至 156%，远高于之前 2008 年的水平，原因在于 2018 恒指期货日均成交量翻一翻，但持仓量不升反降。成交持仓比上升说明日内交易量增加、隔夜持仓下降，日内交易量放大反映了短线套保与延展流动的需求增加，但隔夜持仓量下降又体现了风险偏好下降，这种现象于 2008-2009 年在 A50、日经与道指期货上均发生过，与当时市场大幅波动有关，2018 年恒指跟随 A 股进行了持续时间较长、幅度较大的调整，这种现象在 2008、2015 年均出现过，与 2018 年纳指期货的表现也一致。

b) 美国

图表 16: 标普、道指期货持仓量稳定, 纳指回落



图表 17: 20018 年纳指、道指成交持仓比大幅上升



资料来源: Bloomberg 光大期货研究所

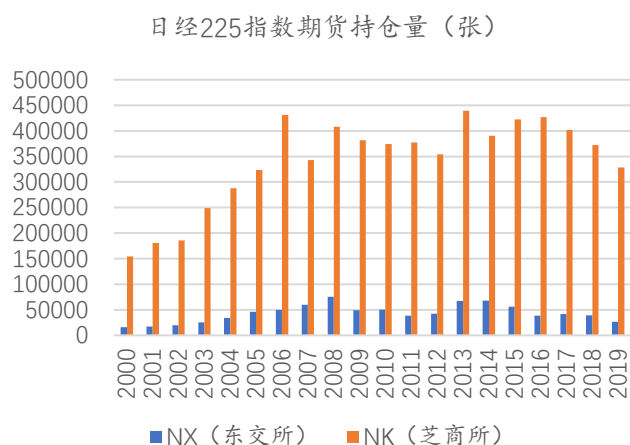
资料来源: Bloomberg 光大期货研究所

**纳指期货持仓量持续回落, 标普与道指期货持仓基本稳定:** 标普、道指与纳指期货近五年的日均持仓量分别为 300.3 万、11.8 万和 30.1 万张, 由于标普 500 指数具有采样面广、代表性强、精确度高、连续性好等特点, 标普指数期货自上市以来一直是全球持仓、成交量最大的期货品种。2008 年之后的五年间美指期货的日均持仓量小幅增长, 但自 2014 年以来纳指期货的持仓量持续回落, 近五年纳指日均持仓量以-7.6%的速度持续回落, 而道指与标普的持仓量基本稳定, 波动相对较小。

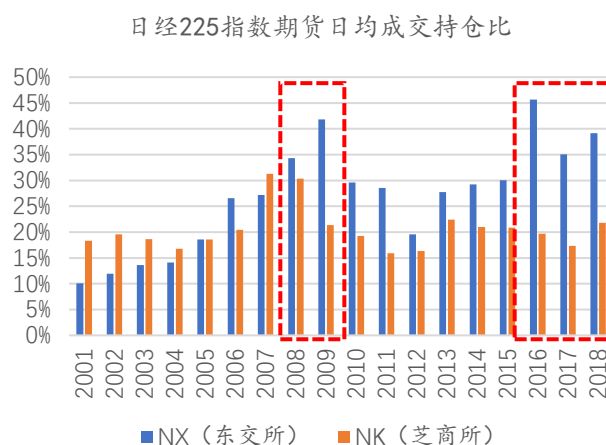
**2018 年道指、纳指日均成交持仓比升至 2008-2009 年水平, 标普基本稳定:** 标普、道指与纳指期货近五年的成交持仓比分别为 55.5%, 148.3%和 109.1%, 美国三大股指期货的成交持仓比相对全球其他期货品种较高, 体现美指期货在全球范围内的成交活跃度较高。纳指与道指成交持仓比在 2018 年大幅上升, 2018 年纳指的成交持仓比达到历史最高水平, 而道指的成交持仓比也达到 2008-2009 年的水平, 标普成交持仓比维持稳定, 这主要与道指、纳指持仓量下降有关。纳指期货持仓量的下降与其成交量回升形成反差, 这还与日内交易量增加、隔夜持仓下降有关, 日内交易量放大反映了短线延展流动与套保需求增加, 但隔夜持仓量下降又体现了风险偏好下降, 这种现象在 2008-2009 年在 A50、日经与道指期货上均发生过, 与当时市场大幅波动有关, 2018 年 10 月份中美贸易摩擦升级后美指出现了超过 20%的调整, 在此期间期货成交量大幅增加, 这一点与 2018 年下半年恒指期货的表现也一致。

c) 日本

图表 18: 日经指数期货持仓近年回落



图表 19: 日经 225 期货（日元）成交持仓比上升



资料来源: Bloomberg 光大期货研究所

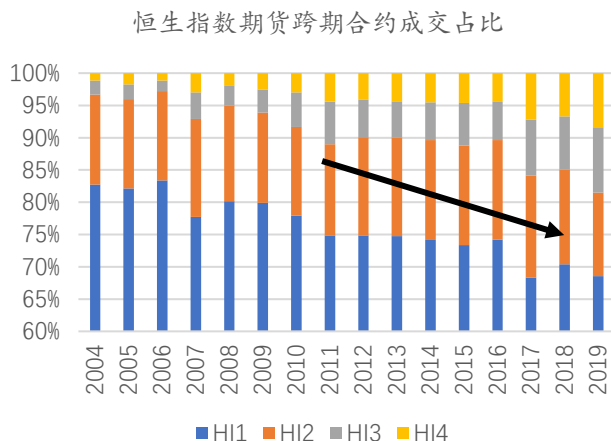
资料来源: Bloomberg 光大期货研究所

**日均持仓总量基本稳定，近两年小幅回落：**日经 225 指数期货 NX（日元）与 NK（美元）近五年的日均持仓量分别为 4.9 万和 40.3 万张。2000 年-2006 年日经 225 期货持仓量跟随成交量保持稳定增长，2007-2016 年持仓量基本稳定，近两年持仓量持续回落。

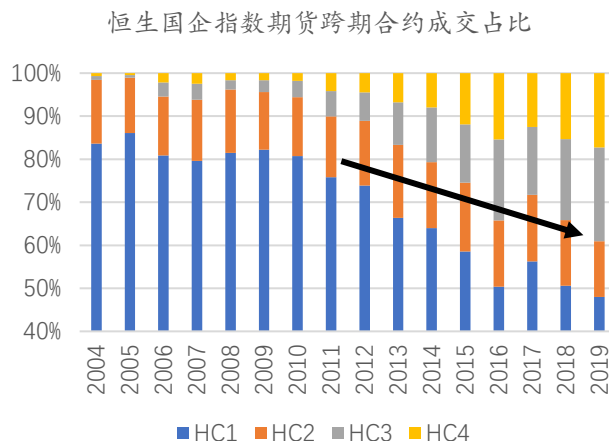
**近三年日均成交持仓比回升并超过 2008-2009 年水平：**NX（日元）与 NK（美元）期货近五年的成交持仓比分别为 35.8%和 20.1%。在我们所关注的所有境外股指期货品种中，日经 225 期货的成交持仓比是相对较低的，说明该品种的成交活跃度较恒指、美指与 A50 都相对较弱。值得关注的是，近三年 NX 的成交持仓比出现明显上升，并超过了市场在 2008-2009 年的水平，2016 年与 2018 年日经指数均出现了幅度较大的调整，这与前面的恒指、纳指在 2018 年的表现一致。

## 2. 各期合约持仓占比变化趋势

图表 20: 恒指远期合约持仓占比不断提升



图表 21: 恒生国企近月合约持仓占比回落至 50%



资料来源: Bloomberg 光大期货研究所

资料来源: Bloomberg 光大期货研究所

**恒指、恒生国企指数期货近月合约持仓占比持续下降, 次远月、远月合约持仓占比上升:** 恒指与恒生国企指数期货近月合约的持仓占比在近 15 年来持续下降, 近三年 HI1 与 HC1 的日均持仓占比分别为 71% 与 52.4%。与近月合约持仓占比回落相对应的, 远月合约 (HI3/4, HC3/4) 的持仓占比在不断上升, 近三年 HI3、HI4 与 HC3、HC4 的持仓占比分别为 7.6%、6.1% 与 17.8%、14.4%, 远期合约的持仓比重远高于国际上其他期货品种。这说明投资者对于隔夜持有头寸的信心越来越足, 一方面, 香港股指期货成交量稳定增长、期货配置需求客观存; 另一方面, 沪深港股开通后港股与 A 股的联动进一步强化, 这也刺激了对于远期期货合约的长期持有需求。

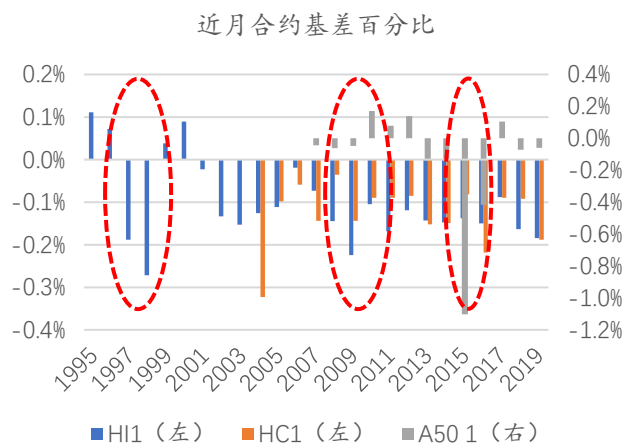
**近月合约持仓占比变化比对市场波动、成交量增长反应的弹性较小:** 2008-2009 年全球金融市场出现大幅波动, 前面我们已经提到在此期间 HI1、HC1 合约的成交占比升至近 90%, 但在此期间成交占比并未出现明显的波动, 说明各期持仓占比变化比对市场波动的弹性较小。另一方面, 恒指期货近月合约 HI1 的成交占比自 2014 年起逐渐回升, 在近两年均维持在 90% 以上。2016 年与 2018 年恒生指数期货的日均成交量均出现了超过 50% 的增长, 这两年 HI1 的成交占比也出现了较为明显的抬升, 这说明近月合约成交占比对于成交量变化的弹性相对较为明显, 但恒指期货各期持仓占比依然保持稳定, 说明各期持仓占比变化比对成交量波动的弹性较小。**总而言之, 市场波动与期货成交量变化对恒指、恒生国企指数期货各期持仓占比的影响均较小, 远期合约持仓的稳定性持续增强。**

## 四、基差（升贴水）演变

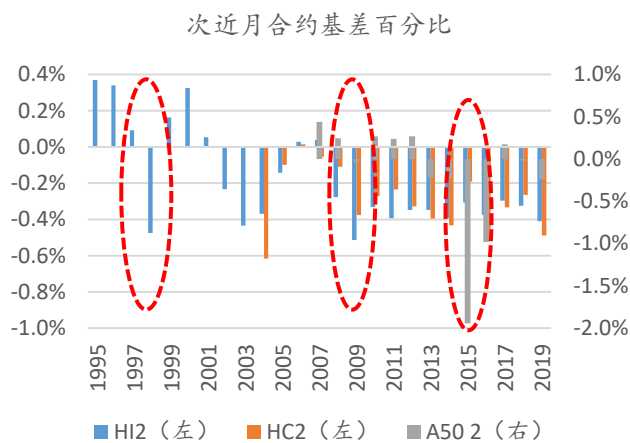
无论股指期货还是商品期货，基差都是反映市场预期的重要信息，在我国，三大股指期货上市之后基差长期处于贴水状态，给套利、套保操作带了一定的复杂性，但实际上这并非国内股指期货市场特有的现象，全球股指期货均存在长期处于贴水的状态。我们这里用基差百分比来衡量全球股指期货的贴水状态，采用的公式为  $\text{基差百分比} = (\text{期货价格} - \text{指数价格}) / \text{期货价格}$ 。前面我们已经提到在境外股指期货市场中，仅恒生指数与恒生国企指数期货的远期合约成交相对活跃（成交占比大于1%），因此我们只考虑这两个期货品种的远月、次远月合约升贴水，美指、日经225与A50期货品种我们只考虑近月、次近月合约的基差。

### a) 香港与新加坡

图表 22: HI/HC 近月合约维持稳定的小幅贴水状态



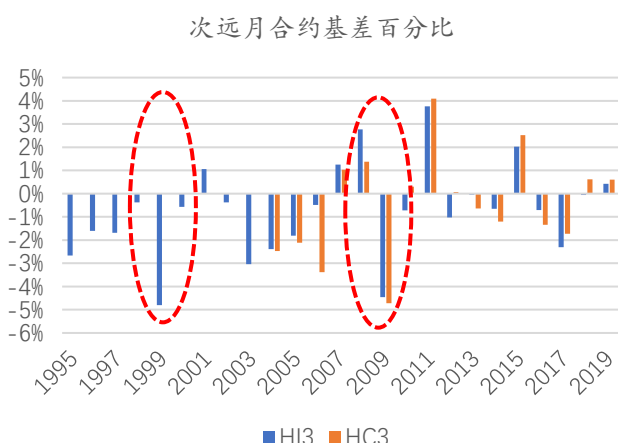
图表 23: 市场大幅波动年份基差回落



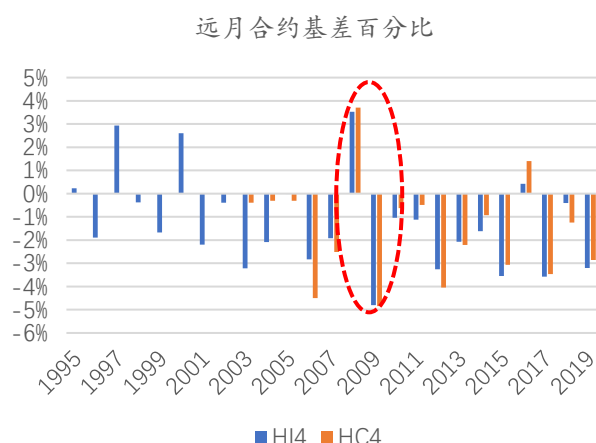
资料来源: Bloomberg 光大期货研究所

资料来源: Bloomberg 光大期货研究所

图表 24: 次远月合约基差百分比波动幅度较大



图表 25: 远月合约基差百分比波动幅度较大



资料来源: Bloomberg 光大期货研究所

资料来源: Bloomberg 光大期货研究所

恒指、恒生国企指数期货近月、次近月合约维持稳定的小幅贴水状态，A50 波动较大：就近月与次近月两个合约而言，恒指与恒生国企指数期货近月合约在 2009-2018 年的基差百分比均值分别为-0.14%和-0.12%，次



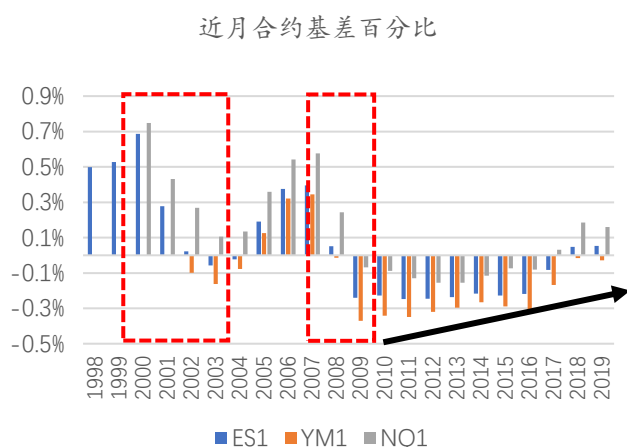
近月合约的基差百分比均值分别为-0.36%与-0.33%，HC 与 HI 基差的波动较为一致，且一直维持稳定的小幅贴水状态，整体而言表现稳定；相较而言 A50 期货的基差百分比波动较大，近月合约近十年的均值为-0.14%，次近月合约的均值为-0.25%，在近十年间升水与贴水的状态交替出现。

**远月、次远月合约基差波动较大：**较近月、次近月合约而言，远月与次远月合约的基差百分比波动明显增强，恒指与恒生国企指数期货次远月合约在 2009-2018 年的基差百分比均值分别为-0.42%和-0.2%，远月合约的基差百分比均值分别为 2.1%与 1.95%。

**1998、2008 年市场大幅波动期间基差回落明显，但 2015 年恒指基差未降反升：**过去 20 年间亚洲金融市场发生过几次较大的波动，分别在 1998 年、2008-2009 年和 2015 年，在这些年份，三个品种的期货近远月基差均出现了幅度较大的回落。1998-1999 和 2008-2009 年恒指与恒生国企指数期货近远月基差大幅回落；但 2015 年市场波动时，HI1/2/3 与 HC1/2/3 基差并没有回落反而微幅回升，仅远月合约基差回落明显，当年 A50 期货成交量爆发式增长对冲了一部分恒指期货的成交量；2018 年恒指期货日均成交量增长 80%，同时指数大幅调整，导致基差出现了较为明显的回落。综合来看，市场大幅波动和成交量大幅增加共同导致基差大幅回落，因为二者会导致市场的负面预期过分地宣泄在期货价格的波动上，如果仅是市场出现大幅波动而成交量维持稳定，基差并不一定会出现大幅回落。2015 年 A50 期货的基差出现了上市以来的最低值，当期市场出现大幅波动同时 A50 期货成交爆发式增长，市场过度的负面预期直接体现在了期货价格上。

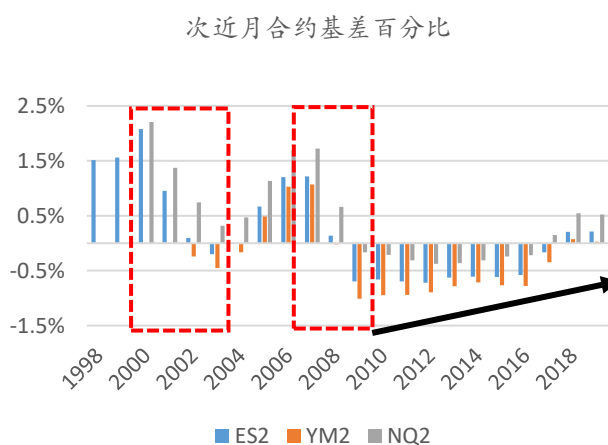
## b) 美国

图表 26：美指期货近两年贴水转升水



资料来源：Bloomberg 光大期货研究所

图表 27：美指期货品种间基差波动一致性较强



资料来源：Bloomberg 光大期货研究所

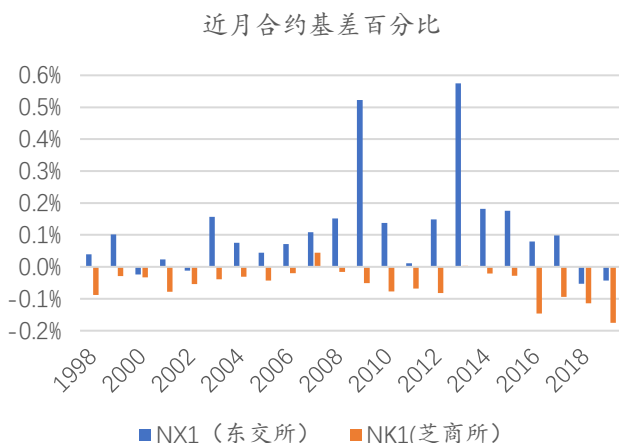
**2000-2003、2007-2009 年市场大幅波动期间基差大幅回落，2010 年以来逐步回升，近两年贴水转升水：**对于美国的三大股指期货我们只考虑近月与次近月两个合约，其次远月、远月合约成交活跃度较低不作考虑。在 2008 年之前美指整体是升水状态，2000-2003、2007-2009 年美指均出现了幅度超 50% 的调整，2000-2002 年与 2007-2008 年美指期货成交量保持高速增长，在此期间期货基差均出现了大幅回落，基差由升水转至贴水。2008 年之后十年基差一直维持贴水，在 2018 年基差由贴水转升水，并在 2019 年上半年延续升水。贴水转升水的原因在于美指在 2018 年 1 月和 9 月以及 2019 年连续创出新高，期货延展现货流动性，市场预期转强，基差百

分比大幅上升，但在 2018 年 10 月份之后中美贸易摩擦升级、指数大幅回调的阶段，并且在这个阶段成交量是大幅增加的，基差大幅回落、升水又转回贴水。

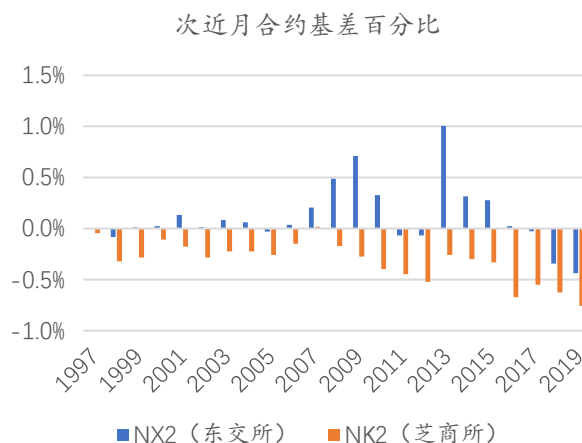
美国三大股指期货的升贴水变化较为一致，纳指是三个品种中贴水幅度最低、升水幅度最高的品种：2009-2018 年间，标普、道指与纳指期货近月合约的基差百分比均值分别为-0.19%、-0.27%和-0.07%，次近月合约的基差百分比均值分别为-0.52%、-0.71%与-0.15%。近十年间道指、标普期货基差的贴水幅度整体大于恒指期货，但纳指基差的贴水幅度小于恒指。从品种间的比较看，美国三大股指期货的升贴水变一致性较高，无论是升贴水的方向，还是基差百分比的波动幅度，变化的一致性都比较强；而纳指期货一直是三个品种中贴水比例最低、升水幅度最高的品种，2000-2003、2007-2009、2015 指数大幅波动期间纳指基差的贴水幅度始终是三个品种中最小的，而且纳指在 2017 年先于另外两个品种由贴水转升水。

### c) 日本

图表 28：东交所期货贴水，芝商所期货升水



图表 29：近两年升水均转为贴水



资料来源：Bloomberg 光大期货研究所

资料来源：Bloomberg 光大期货研究所

**NX 基差持续升水：**对于日经 225 指数股指期货我们同样只考虑近月与次近月两个合约，日经 225 指数期货与恒生、美指期货最大的不同在于在东京交易所与芝商所交易的期货的基差状态在 2018 年之前是反向的，在此之前，在此之前东京交易所期货为升水状态，而芝商所期货为贴水，2018、2019 年二者均转为贴水。近十年间，NX 与 NK 期货近月合约的基差百分比均值分别为 0.19%和-0.07%，次近月合约的基差百分比均值分别为 0.22%和-0.44%。在我们考虑的所有期货品种中，NX 是唯一一个自上市以来长期维持升水的品种，但 2018、2019 年二者均转为贴水。

## 五、主要结论

1. 近十年境外股指期货市场日均成交量整体稳定，近三年间部分品种的期货成交量较指数现货成交量的活跃度明显提升，这点在恒指、道指、纳指和日经 225（美元）几个品种体现较为明显；2010 至 2017 年境外股指期货日均持仓量保持低速稳定增长，但近两年日均持仓量逐步回落，其中美国三大股指期货持仓量回落明显，而 A50 期货持仓量保持稳定增长。
2. 成交量、持仓量与成交持仓比变化方面，在指数大幅波动的年份，股指期货的日均成交量多数情况下会大幅增加，说明市场出现较大波动的阶段投资者更愿意用股指期货作为对冲风险、延展现货市场流动性的标的，而日均持仓量变化对于市场波动的反应较小，导致成交持仓比大幅上升，A50、恒指、道指、纳指与日经期货在 2001-2003、2008-2009、2015-2016、2018 年市场分别出现大幅波动的阶段均出现了成交持仓比大幅提升。
3. 各期合约成交占比方面，近年恒指期货近月合约的成交占比基本稳定，但在指数大幅波动和期货成交量大幅增长的年份，近月合约成交占比会明显上升：1) 2008、2018 年市场出现较大波动时，投资者更愿意选近月合约作为延展现货流动性、对冲风险的标的；2) 近月合约成交占比对于期货成交量变化的弹性较大，2016 年与 2018 年恒指期货的日均成交量均出现了超过 50% 的增长，HI1 成交占比明显的抬升。
4. 各期合约持仓比方面，恒指与恒生国企指数期货近月合约的持仓占比在近 15 年来持续下降，远月合约（HI3/4, HC3/4）的持仓占比不断上升，远期合约的持仓比重远高于国际上其他期货品种。而且，与成交占比不同，近月合约持仓占比变化对指数、成交量波动的弹性较小，2008、2015 和 2018 年市场大幅波动与期货成交量变化对恒指、恒生国企指数期货各期持仓占比的影响较小，远期合约持仓的稳定性持续增强。
5. 基差波动方面，近十年境外股指期货近月合约的年均基差百分比由高到低的排序为日经 225（日元）> 纳指 > A50 > 恒生国企指数 > 恒指 > 日经 225（美元）> 标普 > 道指。数据显示，市场大幅波动和成交量大幅增加共同导致基差大幅回落，二者共同导致市场的负面预期过分地宣泄在期货价格的波动上，如果仅是市场出现大幅波动而成交量并未明显上升，基差并不一定会出现大幅回落，2000-2003、2007-2009、2015、2018 年市场大幅波动期间恒指、A50 与美指期货基差百分比的波动体现了这两点。

## 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，报告仅面向我公司客户中的专业投资者客户。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，报告中的信息或意见并不构成所述品种的操作依据，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

## 宏观研究团队

**叶燕武**，南开大学经济学硕士，现任光大期货研究所所长，历任混沌天成研究院院长，曾连续四年荣获上海期货交易所优秀宏观分析师。

从业资格号：F3059022

投资咨询资格号：Z0000247

E-mail: yeyw@ebfcn.com.cn

联系电话：021-80212280

**韩颖朗**，加州大学戴维斯分校理学硕士，现任光大期货研究所股指分析师。

从业资格号：F3039791

E-mail: hanyl@ebfcn.com.cn

联系电话：021-80213738

**尚芳**，厦门大学经济学硕士，现任光大期货研究所国债分析师。

从业资格号：F3058965

投资咨询资格号：Z0014281

E-mail: shangfang@ebfcn.com.cn

**谢钰**，香港中文大学金融学硕士，现任光大期货研究所助理宏观分析师。

从业资格：F3059490

E-mail: xieyu@ebfcn.com.cn

联系电话：021-80213748