



华泰期货
HUATAI FUTURES

期货研究报告|量化专题报告 2025-03-14

期指基差缘何大贴水

研究院 量化组

研究员

高天越

☎ 0755-23887993

✉ gaotianyue@htfc.com

从业资格号: F3055799

投资咨询号: Z0016156

李逸资

☎ 0755-23887993

✉ liyizi@htfc.com

从业资格号: F03105861

投资咨询号: Z0021365

李光庭

☎ 0755-23887993

✉ liguangting@htfc.com

从业资格号: F03108562

投资咨询号: Z0021506

联系人

黄煦然

☎ 0755-23887993

✉ huangxuran@htfc.com

从业资格号: F03130959

投资咨询业务资格:

证监许可【2011】1289号

摘要

今年以来,中小盘股走出了一波长达2个半月的上涨行情,而在本轮行情中,IM贴水却持续走扩,历史分位数攀升至98%。报告聚焦期指大贴水现象,以IM为主要研究对象,从对冲需求、投机程度、多空力量以及交易者群体的角度,对影响IM贴水走扩的因素进行了分析。本报告认为在本轮中小盘上涨行情中,对冲需求的增加以及投机方的回调预期为推动贴水走扩的主要因素,结构化期权敲出影响有限。

核心观点

- 1) 中证1000超额处于较高水平,更多的对冲需求推动IM贴水扩大。
- 2) 中小盘市场投机活跃程度较高,从持仓数据来看,空头增加的力量大于多头平仓的力量,投机方回调预期进一步推动IM贴水扩大。

目录

摘要.....

核心观点.....

期指基差缘何大贴水.....

■ 近期股指期货基差表现.....

■ IM 贴水扩大影响因素分析.....

■ 总结.....

■ 风险提示.....

1

1

4

4

4

11

11

请仔细阅读本报告最后一页的免责声明

图表

图 1：股指期货基差（分红调整） | 单位：点4

图 2：股指期货年化基差率（分红调整） | 单位：%.....4

图 3：中小盘指数走势 | 单位：点5

图 4：部分中证 1000 指增产品走势 | 单位：%.....5

图 5：公募中性基金 24 年报 IM 持仓占比 | 单位：%5

图 6：IM 年化基差率与超额走势 | 单位：% 6

图 7：年化基差率与超额滚动相关系数 | 单位：无.....6

图 8：指数滚动年化波动率 | 单位：%7

图 9：股指期货成交持仓比 | 单位：无.....7

图 10：当季合约前 20 多空持仓比 | 单位：无7

图 11：当季合约前 20 净持仓 | 单位：手.....7

图 12：IM 当季前 20 多头持仓多年对比 | 单位：手 8

图 13：IM 当季前 20 空头持仓多年对比 | 单位：手..... 8

图 14：IM 当月总持仓多年对比 | 单位：手 9

图 15：IM 当月前 20 多空持仓 | 单位：手..... 9

表 1：IM 当月席位持仓变化统计 | 单位：无 10

表 2：IM 当季席位持仓变化统计 | 单位：无..... 11

期指基差缘何大贴水

■ 近期股指期货基差表现

自2月中旬以来，股指期货各品种基差都呈现了不同程度的走扩趋势，尤其是IM，当季合约分红调整后的年化贴水率由7%攀升至13%，达到98%历史百分位。影响股指期货基差的因素多种多样，在《华泰期货量化专题报告 20240802：基于多因子体系的基差预测模型》等报告中我们进行了详细的讨论。本篇报告中，我们将从对冲需求、投机程度、多空力量以及交易者群体的角度，对影响本轮IM贴水走扩的因素进行分析。

图 1：股指期货基差（分红调整） | 单位：点

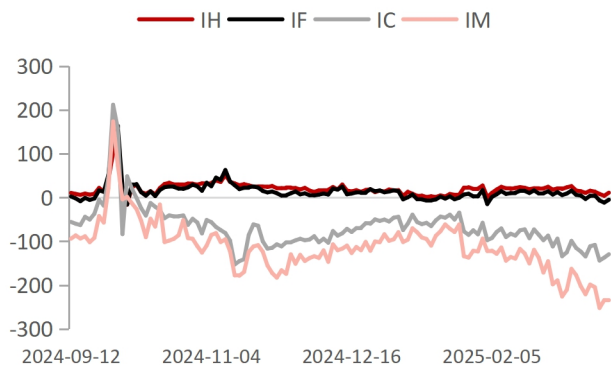
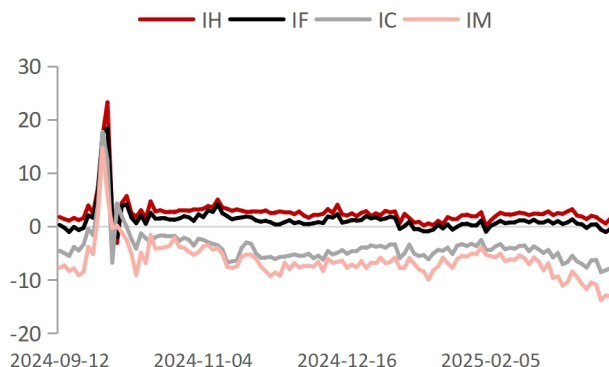


图 2：股指期货年化基差率（分红调整） | 单位：%



数据来源：同花顺 Wind 华泰期货研究院

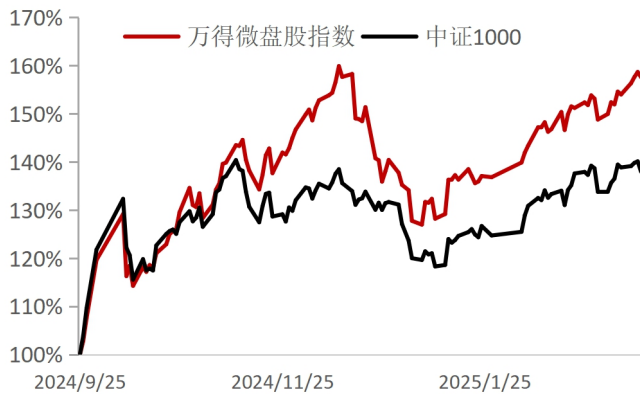
数据来源：同花顺 Wind 华泰期货研究院

■ IM 贴水扩大影响因素分析

对冲需求

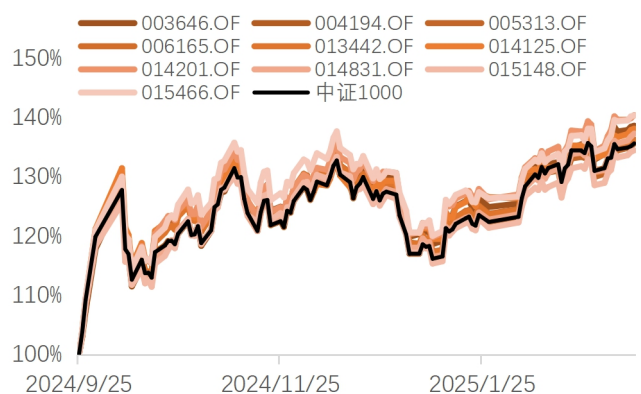
股指期货对冲需求与基差水平相互影响制约。我们以超额水平作为衡量市场对冲需求的量化指标之一，当管理人超额收益上升时，一方面会吸引资金进入使得产品规模扩大，增加股指期货的对冲需求，另一方面为防范行情反转带来的净值下跌，对冲需求也会相应上升，从而引起基差的贴水走扩。近期小微盘股表现强劲，万得小微盘股指数自年初以来从 31.33 万上涨至 36.81 万，涨幅达 17.48%，中证 1000 指数从 5797.09 涨至 6466.85，涨幅达 11.55%。

图 3：中小盘指数走势 | 单位：%



数据来源：同花顺 Wind 华泰期货研究院

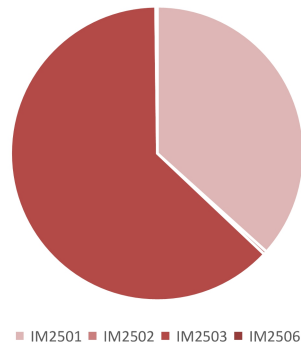
图 4：部分中证 1000 指增产品走势 | 单位：%



数据来源：同花顺 Wind 华泰期货研究院

当季合约由于其移仓换月频率低，年化对冲成本波动较小，流动性较好，许多中性管理人在进行对冲合约选择时更偏好使用当季合约。

图 5：公募中性基金 24 年报 IM 持仓占比 | 单位：%

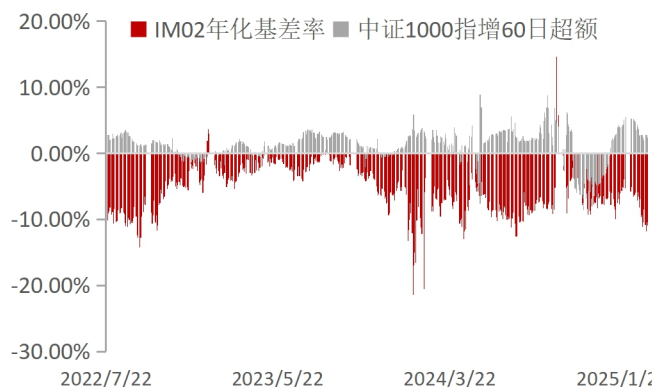


数据来源：同花顺 Wind 华泰期货研究院

我们以公募指增产品的 60 日累计超额均值作为衡量超额水平的指标，计算其与股指期货当季连续合约年化基差率的滚动一年相关系数，我们发现**相关系数大部分时间为负，即超额扩大时，基差贴水走扩**。由于中小盘的超额比起大盘蓝筹更易实现，对冲需求也相对更高，这样的现象在 IC 与 IM 上比 IH 与 IF 上更加明显。从中证 1000 指增超额水平与 IM 年化基差率的走势图中也可观察到，**超额水平高时，IM 贴水往往较深**。2 月中证 1000 指增 60 日超额月度均值约为 3.85%，达到 96.97%历史分位数，处于较高水平，表示市场目前小微盘对冲需求较高，推动 IM 贴水扩大。近期

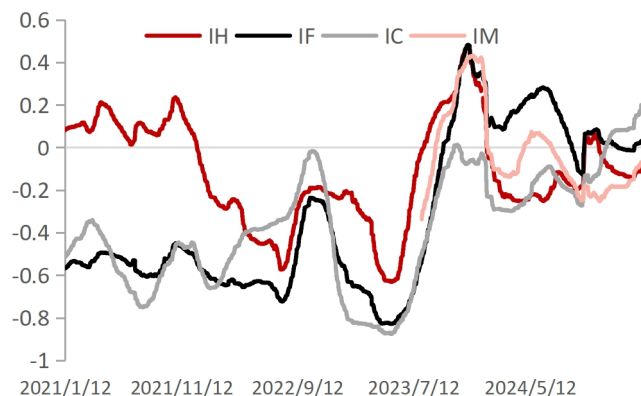
我们可以观察到超额水平有所下降，而 IM 贴水仍在持续扩大，因此除对冲需求外还存在其它影响股指期货贴水的重要因素，其中，市场的投机行为可能为推动贴水扩大的主要原因之一。

图 6：IM 年化基差率与超额走势 | 单位：%



数据来源：同花顺 Wind 华泰期货研究院

图 7：年化基差率与超额滚动相关系数 | 单位：无

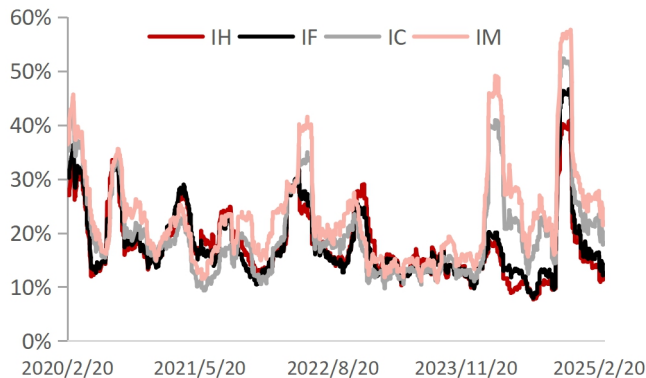


数据来源：同花顺 Wind 华泰期货研究院

投机程度

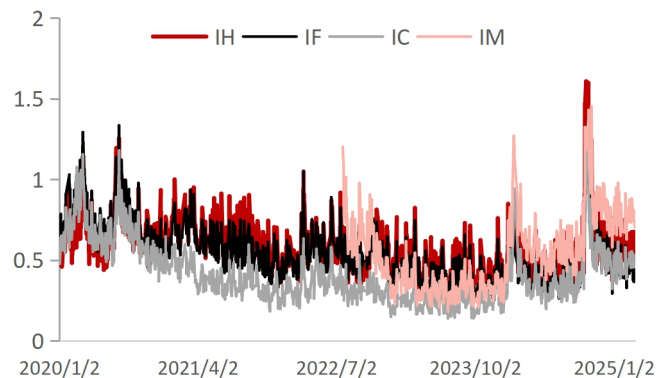
波动率以及成交持仓比能一定程度上反映当前市场的投机活跃程度，对基差的走势会产生一定影响。回顾历史，IM 成交较为活跃的几个时段主要集中在以下几个时期：22 年 7 月 IM 刚上市期间，24 年初结构化期权敲入与量化中性产品减仓叠加下的微盘股下跌行情，以及 24 年国庆前后政策助力下的上涨行情。在这些事件的推动下，中证 1000 指数波动率以及 IM 的成交持仓比都要显著高于其它的时段。就近期而言，IM 的市场交易活跃度处于一个较高的水平。年后由人工智能潮带动的科技股行情，利好信息技术板块占比较高的中证 1000 指数，进一步推动了 IM 的成交热情。成交持仓比方面，今年 2 月，IM 的总成交持仓比月度均值为 0.77，历史分位数达 84.85%；指数波动率方面，中证 1000 指数 2 月滚动 30 天年化波动率为 25.67%，历史分位数达 72.99%。与同期其它 3 大指数相比，IM 近期的投机活跃度相对较高。

图 8：指数滚动年化波动率 | 单位：%



数据来源：同花顺 Wind 华泰期货研究院

图 9：股指期货成交持仓比 | 单位：无

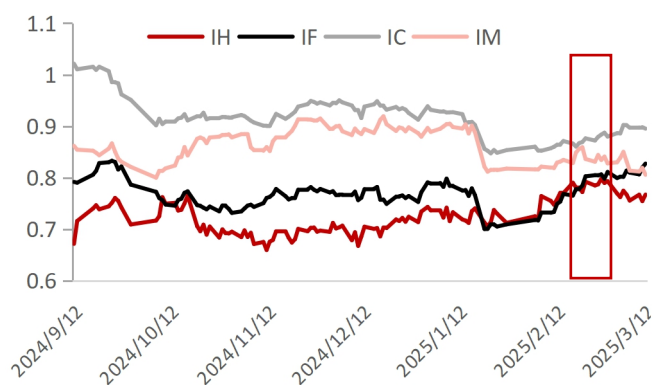


数据来源：同花顺 Wind 华泰期货研究院

多空力量

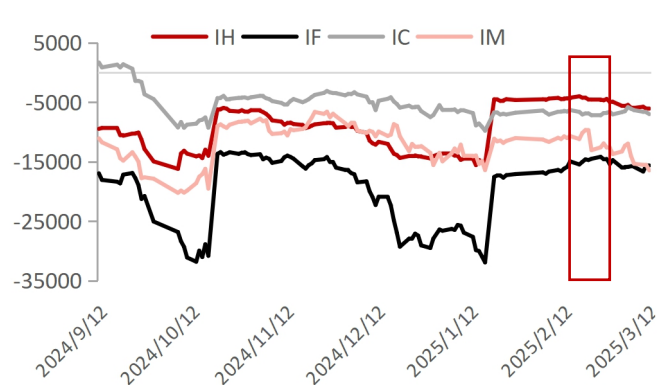
前面我们分析了近期 IM 总体上的市场投机活跃度，而促使 IM 贴水扩大的多空因素强弱则需要从多空持仓进行进一步观察。以 IM 当季合约 IM02 为例，我们用中金所每日公布的成交持仓前 20 席位数据，计算多空持仓比、净持仓作为衡量市场主要多空力量的指标。IM 当季在 1 月中旬进行合约切换后，多空持仓比和净持仓呈现先升后降的走势，多空持仓比与净持仓开始下降后贴水开始显著扩大。

图 10：当季合约前 20 多空持仓比 | 单位：无



数据来源：同花顺 Wind 华泰期货研究院

图 11：当季合约前 20 净持仓 | 单位：手

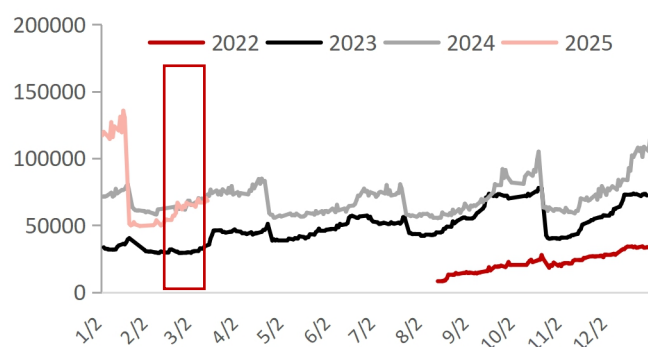


数据来源：同花顺 Wind 华泰期货研究院

同期 4 大指数都在不同程度上呈现上涨趋势，叠加 2 月下旬当月合约换月因素，部分持仓可能转移到当月合约上，而只有 IM 的多空持仓比和净持仓出现了显著下降。

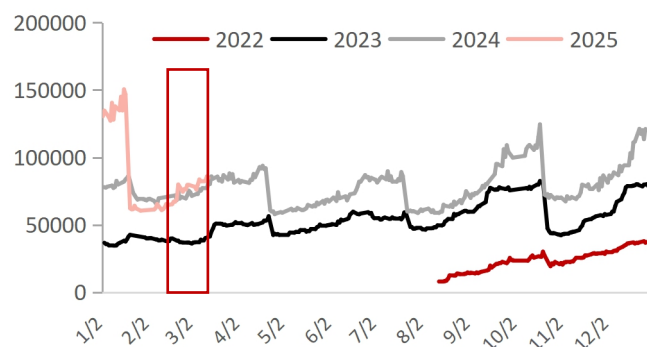
两个指标的下降可能来自于多头持仓的减小，空头持仓的增加，或者两者同时发生，所以接下来再对多空持仓分别进行观察。

图 12: IM 当季前 20 多头持仓多年对比 | 单位: 手



数据来源: 同花顺 Wind 华泰期货研究院

图 13: IM 当季前 20 空头持仓多年对比 | 单位: 手

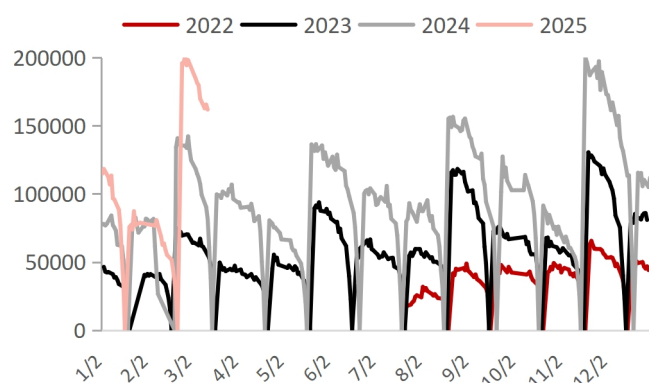


数据来源: 同花顺 Wind 华泰期货研究院

排名前 20 的多空总持仓都呈上升趋势，说明**多空持仓比的下降主要是因为空头持仓的增长幅度大于多头持仓增长的幅度**。与往年同期持仓水平相比，今年 2 月下旬开始空头持仓水平更高，多头持仓则持平，说明空头力量增强。前面提到当季合约是许多中性管理人偏好选择的对冲合约，因此我们可以从 2 月下旬当季合约空头持仓的增长幅度进一步推测**对冲需求的增加是推动 IM 贴水扩大的主要因素之一**。

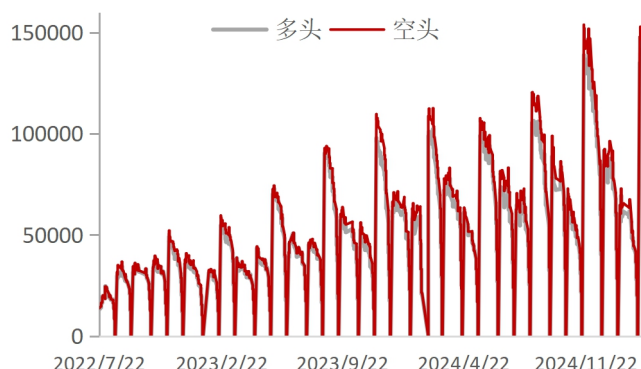
除当季合约以外，股指期货另一流动性较好的合约当月合约，由于其到期时间短，相比远月合约不确定性更小，成交更加活跃，通常被视为有更高交易频率需求的资金的偏好合约，例如利用股指期货进行高抛低吸的结构化期权交易平台。若因指数上涨导致结构化期权集中敲出是本轮 IM 贴水扩大的主要因素之一，IM 当月持仓量的下降速率可能显著加快，但是并没有观察到这样的现象，且前 20 席位当月合约持仓量仍处于较高水平，因此推测**结构化期权敲出或到期可能并不是推动此次 IM 贴水扩大的主要因素**。

图 14：IM 当月总持仓多年对比 | 单位：手



数据来源：同花顺 Wind 华泰期货研究院

图 15：IM 当月前 20 多空持仓 | 单位：手



数据来源：同花顺 Wind 华泰期货研究院

交易者群体

不同席位背后可能代表着具有不同交易目的的投资主体，例如以投机为主的，或是以对冲为主的资金等。我们通过对中金所公布的前 20 席位进行进一步分析，识别本次 IM 贴水扩大行情中发挥主要影响的席位，并对这些席位背后的资金性质进行探究。下表统计了 2 月 17 日至 3 月 12 日上榜席位在当月合约以及当季合约上的多头持仓、空头持仓、以及净持仓的累计变化，并用空头累计变化从高到低进行排序。我们还根据该时间段各席位在该合约上的成交持仓情况统计了成交持仓比、净持仓均值、多空排名差波动、以及净持仓与中证 1000 指数的相关系数作为观察席位特征指标，如持仓或成交未上榜则当作 0 进行计算。在上榜席位中，即使是**增加空头**的行为，席位的特征却存在较大差异，我们在这段时间内空头持仓增加的席位中将挑选几个具有代表性的进行分析。

A 期货的成交持仓比中等偏上，多空排名差波动较低，代表其日间持仓波动相对其他席位较小；当月合约空头增量远大于当季合约，但当季合约的净持仓绝对值更大，且当季合约的指数相关性远大于当月合约，推测**除在当月合约上成交较活跃的投机型资金外**还有部分以对冲为目的的资金，在超额水平上升时增加远月合约对冲寸。

B 期货仅在当季合约排名榜上出现，它的成交持仓比不高，从净持仓偏与多空增量来看多空力量较均衡，多空排名差波动中等，指数相关性较弱，推测其**空头增加部分以对冲目的为主**。

C 期货的成交持仓比较高，多空排名差波动中等，代表该席位资金日内交易活跃；净持仓上都偏空头，当月合约空头持仓明显多于当季合约；净持仓与指数相关性上都呈负相关，当月合约的相关性要高于当季合约，推测为**偏多空投机**的资金，在**中小盘上涨行情中**加仓以防范回调风险。

D 期货从上榜持仓来看，净持仓偏空头，在近远月上均有头寸分布，多头仅在近月上有分布。其日内成交持仓比较低，当月合约多空排名差波动较大，在空头增加的同时减少了多头头寸，指数相关性为强负相关，推测其资金以**日度观察的投机**为主。

在其他部分席位上可以观察到当月合约上净持仓变化为正，当季合约上净持仓为负的现象，推测可能为在贴水扩大推动下的近远月价差扩大行情下，部分资金进行**多近空远的正向套利**。

表 1：IM 当月席位持仓变化统计 | 单位：无

| | 多头累计变化 | 空头累计变化 | 净持仓(多-空)累计变化 | 成交持仓比 | 净持仓均值 | 多空排名波动 | 指数相关性 |
|------|--------|--------|--------------|-------|----------|--------|-------|
| 中信期货 | 15395 | 18824 | -3429 | 1.02 | -7618.94 | 0.46 | -0.44 |
| 国泰君安 | 15285 | 12595 | 2690 | 1.12 | 867.50 | 0.46 | -0.22 |
| 东证期货 | 5848 | 6874 | -1026 | 0.98 | -625.89 | 0.73 | -0.52 |
| 海通期货 | 2456 | 5912 | -3456 | 1.07 | -157.72 | 1.20 | -0.47 |
| 中信建投 | -1377 | 4063 | -5440 | 1.11 | -1008.56 | 5.56 | -0.41 |
| 银河期货 | 4188 | 3983 | 205 | 0.78 | 302.39 | 2.28 | 0.00 |
| 兴证期货 | 2249 | 3913 | -1664 | 0.14 | -227.33 | 5.37 | -0.29 |
| 国投期货 | 1249 | 3785 | -2536 | 0.22 | -1631.28 | 3.45 | -0.60 |
| 广发期货 | 2169 | 3270 | -1101 | 0.83 | -816.78 | 2.08 | -0.52 |
| 华泰期货 | 4560 | 3171 | 1389 | 0.61 | -1344.61 | 1.95 | 0.37 |
| 国富期货 | 1213 | 2435 | -1222 | 0.00 | 652.92 | 11.48 | -0.53 |
| 摩根大通 | -1011 | 2130 | -3141 | 0.19 | -1502.25 | 12.23 | -0.84 |
| 东海期货 | 2237 | 2090 | 147 | 1.32 | 880.65 | 13.47 | -0.22 |
| 中泰期货 | 4245 | 1860 | 2385 | 1.10 | 2050.56 | 5.40 | 0.44 |
| 国信期货 | 1462 | 1789 | -327 | 1.17 | -857.44 | 1.69 | -0.49 |
| 光大期货 | 1143 | 1737 | -594 | 1.05 | 435.11 | 2.30 | 0.02 |
| 华闻期货 | 1455 | 1579 | -124 | 1.65 | -323.44 | 1.97 | -0.33 |
| 永安期货 | 2035 | 1494 | 541 | 0.75 | 590.33 | 3.07 | 0.57 |
| 宏源期货 | 0 | 1464 | -1464 | 0.24 | -1876.60 | 0.94 | -0.48 |
| 申银万国 | 1502 | 1313 | 189 | 1.18 | 38.94 | 4.20 | -0.08 |
| 招商期货 | -883 | 1044 | -1927 | 0.38 | -1594.00 | 7.92 | -0.50 |
| 宁证期货 | -140 | 0 | -140 | 0.00 | 382.00 | 1.41 | -1.00 |
| 浙商期货 | 1884 | 0 | 1884 | 1.36 | 1967.40 | 7.66 | 0.18 |
| 方正中期 | -361 | 0 | -361 | 0.00 | 279.70 | 9.35 | -0.04 |
| 大地期货 | 1207 | 0 | 1207 | 0.00 | 962.00 | 7.49 | 0.61 |
| 中金财富 | 0 | -194 | 194 | 0.00 | -2049.25 | 1.50 | 0.36 |
| 国联期货 | 0 | -366 | 366 | 0.00 | -641.50 | 2.99 | -0.03 |
| 瑞达期货 | 1929 | -528 | 2457 | 2.61 | 281.59 | 11.85 | 0.47 |
| 东兴期货 | -543 | -625 | 82 | 1.68 | -39.00 | 2.52 | -0.04 |

数据来源：同花顺 Wind 华泰期货研究院

表 2：IM 当季席位持仓变化统计 | 单位：无

| | 多头累计变化 | 空头累计变化 | 净持仓(多-空)累计变化 | 成交持仓比 | 净持仓均值 | 多空排名波动 | 指数相关性 |
|------|--------|--------|--------------|-------|-----------|--------|-------|
| 中信期货 | 3956 | 6395 | -2439 | 0.59 | -11312.56 | 0.38 | -0.72 |
| 国泰君安 | 1189 | 2726 | -1537 | 0.70 | 685.33 | 0.38 | -0.30 |
| 华泰期货 | 913 | 2104 | -1191 | 0.30 | 390.28 | 2.43 | -0.51 |
| 摩根大通 | 0 | 1255 | -1255 | 0.00 | -4520.00 | 0.47 | -0.60 |
| 国信期货 | 841 | 1151 | -310 | 0.77 | -537.44 | 2.18 | -0.22 |
| 东方财富 | 0 | 1149 | -1149 | 1.18 | -114.90 | 6.32 | -0.37 |
| 广发期货 | 169 | 1007 | -838 | 0.42 | -2320.11 | 7.77 | -0.22 |
| 银河期货 | 566 | 895 | -329 | 0.36 | 1087.72 | 1.53 | -0.39 |
| 永安期货 | -170 | 735 | -905 | 0.14 | 1087.06 | 2.98 | -0.50 |
| 东证期货 | 792 | 627 | 165 | 0.64 | -125.22 | 0.65 | 0.39 |
| 中信建投 | 1263 | 523 | 740 | 0.28 | -671.44 | 3.18 | 0.56 |
| 平安期货 | 331 | 480 | -149 | 0.08 | 272.22 | 8.74 | 0.01 |
| 招商期货 | 0 | 462 | -462 | 0.40 | -1416.11 | 0.67 | -0.64 |
| 国投期货 | 519 | 461 | 58 | 0.05 | 2875.44 | 0.78 | -0.36 |
| 华闻期货 | 0 | 349 | -349 | 1.34 | -3.67 | 5.80 | -0.10 |
| 申银万国 | 165 | 321 | -156 | 0.15 | -582.78 | 5.86 | -0.47 |
| 宁证期货 | 0 | 156 | -156 | 0.00 | -1155.75 | 0.67 | 0.14 |
| 海通期货 | 603 | 134 | 469 | 0.73 | -2319.67 | 0.65 | 0.06 |
| 南华期货 | -1230 | 0 | -1230 | 0.91 | 861.00 | 9.15 | -0.57 |
| 浙商期货 | 788 | 0 | 788 | 0.39 | 2324.89 | 0.88 | 0.44 |
| 方正中期 | -1062 | 0 | -1062 | 0.00 | 868.00 | 9.84 | -0.54 |
| 一德期货 | 129 | 0 | 129 | 0.00 | 1392.24 | 1.25 | 0.61 |
| 宝城期货 | 677 | 0 | 677 | 0.03 | 1973.50 | 8.69 | -0.20 |
| 国联期货 | 95 | 0 | 95 | 0.00 | 1427.71 | 1.27 | 0.72 |
| 兴证期货 | 1514 | 0 | 1514 | 0.08 | 927.71 | 8.82 | 0.51 |
| 创元期货 | 1312 | 0 | 1312 | 1.12 | 656.00 | 14.14 | 1.00 |
| 中银期货 | 0 | -70 | 70 | 0.00 | -1069.22 | 1.66 | 0.26 |
| 光大期货 | 1633 | -179 | 1812 | 0.65 | -673.89 | 8.14 | 0.48 |
| 瑞银期货 | 0 | -378 | 378 | 0.00 | -3023.50 | 1.45 | 0.45 |
| 中泰期货 | 92 | -892 | 984 | 0.79 | 986.33 | 9.81 | 0.30 |

数据来源：同花顺 Wind 华泰期货研究院

本次中小盘行情从年初开始持续两个半月之久，中证 1000 滚动市盈率历史分位数从 17% 上涨至 62%，处于估值较高的区间，对中小企业估值较高的不确定性使得许多资金增加空头以防范回调风险。从各席位多空持仓增减的数据来看，在本次 IM 贴水扩大行情中，空增的力量远大于平多，因此，以对冲与投机为代表的资金力量或为本次贴水扩大的主要因素。

■ 总结

本篇报告从对冲需求、投机程度、多空力量以及交易者群体的角度，对影响 IM 贴水走扩的因素进行了分析，认为在本轮中小盘上涨行情中，对冲需求的增加以及投机方的回调预期为推动贴水走扩的主要因素。在本轮贴水扩大行情中，近远月价差的扩大也为正向跨期套利带来了一定的机会，目前观察到价差已有缩窄趋势，应防范回调过程中远月基差大幅缩窄带来的亏损。同时，对冲端也需防范基差收敛风险。

■ 风险提示

指数回调风险，期指贴水收敛风险。

免责声明

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、结论及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，投资者并不能依靠本报告以取代行使独立判断。对投资者依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华泰期货研究院”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权力。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

华泰期货有限公司版权所有并保留一切权利。

公司总部

广州市天河区临江大道1号之一2101-2106单元 | 邮编：510000

电话：400-6280-888

网址：www.htfc.com