



华泰期货  
HUATAI FUTURES

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

联系人

李光庭

☎ 0755-23887993

✉ liguangting@htfc.com

从业资格号：F03108562

李逸资

☎ 0755-23887993

✉ liyizi@htfc.com

从业资格号：F03105861

麦锐聪

☎ 0755-23887993

✉ mairuicong@htfc.com

从业资格号：F03130381

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

## 期指升水对 alpha 策略影响探讨

### 摘要

2024年9月27日，受到多重因素影响，A股市场大涨。与此同时，中性对冲型公募基金普遍出现大幅下跌，其中跌幅最小的为0.9%，跌幅最大的为3.2%，平均跌幅达到2%。

中性对冲产品大幅暴跌的主要原因是股指期货的突变升水带来了股指期货对冲端IH（2%）、IF（2.5%）、IC（3%）、IM（3%）左右的超额损失。同时，股票端在一天内不太可能做出以上水平的超额收益，因此呈现出了中性对冲产品平均2%的单日跌幅。

历史上股指期货也出现过多次突变升水。例如2019年2月与2020年7月和2024年2月：

从期限结构来看，2019年2月IC由back结构转向contango结构，而2020年7月和2024年2月IC均由深度back结构逆时针旋转（远月合约上涨幅度大于近月合约）。

但是，本次股指期货结构基本没有发生大幅扭转，仅仅是截距上出现了整体上移，各合约上涨幅度十分接近。这使得4种股指期货均出现大幅溢价，但从期限结构来看，仍然呈现出近高远低的曲线。

我们认为本次的异常主要原因是上交所的交易拥堵，使得种个股指期货对应股票指数均发生了非常规的折价（上证50、沪深300、中证500、中证1000均有大量的沪市股票）。即期货端的溢价并不完全由于期货端的定价所导致，更是因为现货价格异常。

除现货指数价格异常的原因外，股指期货升水还受到中性对冲产品被迫平仓的影响。由于上交所的交易拥堵，中性产品的股票端涨幅不足，产品实时净值出现大幅回撤，触发了产品下调仓位的指令，股指期货对冲端的集中平仓，进一步推动了股指期货的升水。

结合上文分析，我们认为对于中性产品而言，本次暴涨带来的基差损失与2019年2月以及2020年7月、2024年2月带来的基差损失不同。由于基差结构并未扭转，因此等待周一开盘后的股票补涨或者期货回落均可，并不会遇到上述三次行情中由于基差结构扭转带来的无法挽回的损失。

另外，由于本次升水主要受到上交所交易拥堵的影响，使得ETF同样出现普遍溢价，买入ETF+抛出血指期货的套利空间较小。而买入成分股+抛出血指期货也由于交易拥堵无法实现。

对于后续行情，我们认为需要重点关注期现回归后的整体期限结构，是否会在平移的基础上出现旋转。如若出现旋转，则中性对冲产品需要做好合约选择，详细策略可参考往期研报。

目录

摘要 ..... 1

中性对冲产品暴跌 ..... 3

    ■ 股指期货升贴水变化 ..... 3

    ■ 对比历史上的升水突变 ..... 5

基差变化预期以及应对方案 ..... 8

图表

图 1：公募基金中性对冲产品暴跌 | 单位：无 ..... 3

图 2：本次股指期货期限结构 | 单位：指数点 ..... 4

图 3：2019 年 2 月股指期货期限结构 | 单位：指数点 ..... 5

图 4：2020 年 7 月股指期货期限结构 | 单位：指数点 ..... 6

图 5：2024 年 2 月股指期货期限结构 | 单位：指数点 ..... 7

表 1：本次股指期货前后两日升贴水变化 | 单位：指数点 ..... 3

表 2：本次股指期货前后两日升贴水变化（预估分红调整） | 单位：指数点 ..... 4

表 3：2019 年 2 月股指期货前后两日升贴水变化（分红调整） | 单位：指数点 ..... 5

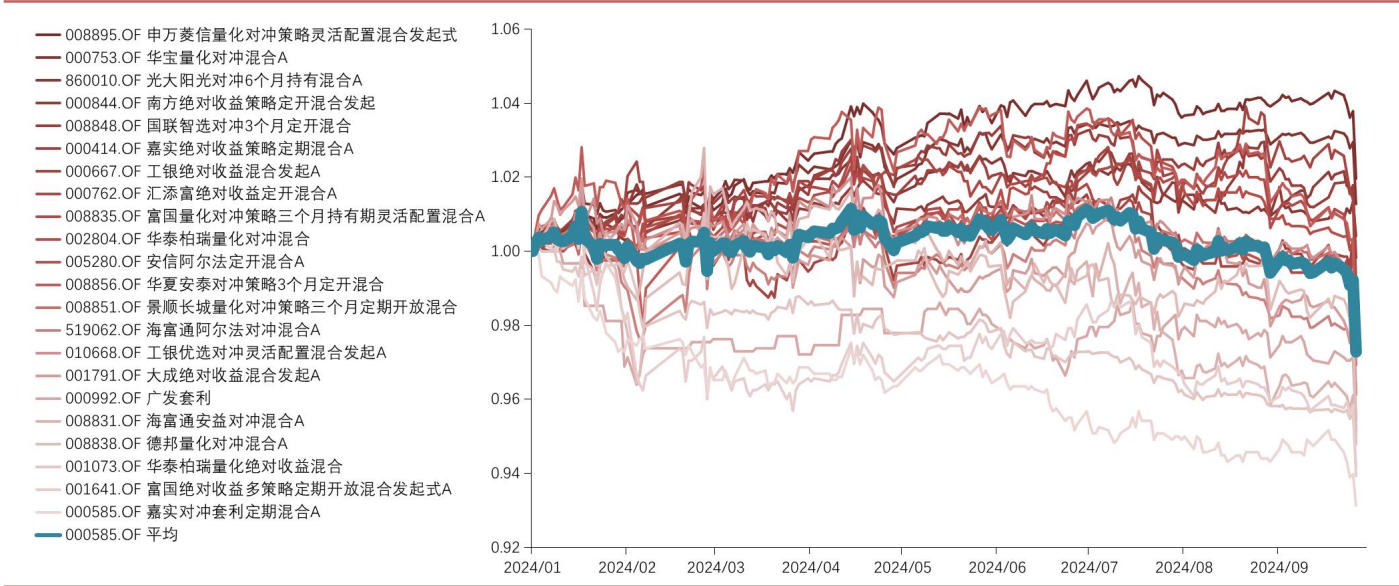
表 4：2020 年 7 月股指期货前后两日升贴水变化（分红调整） | 单位：指数点 ..... 6

表 5：2024 年 2 月股指期货前后两日升贴水变化（分红调整） | 单位：指数点 ..... 7

## 中性对冲产品暴跌

2024 年 9 月 27 日，受到多重因素影响，A 股市场大涨。与此同时，中性对冲型公募基金普遍出现大幅下跌，其中跌幅最小的为 0.9%，跌幅最大的为 3.2%，平均跌幅达到 2%。

图 1：公募基金中性对冲产品暴跌 | 单位：无



数据来源：天软 华泰期货研究院

### ■ 股指期货升贴水变化

中性对冲产品大幅暴跌的主要原因是股指期货的突变升水：

表 1：本次股指期货前后两日升贴水变化 | 单位：指数点

2024/9/26	IH	IF	IC	IM
2410	24.62	42.68	57.02	63.27
2411	29.82	34.68	49.82	27.67
2412	30.62	38.68	32.42	8.27
2503	35.82	31.68	-10.98	-70.33
2024/9/27	IH	IF	IC	IM
2410	82.52	124.12	228.53	225.76
2411	83.32	125.32	211.73	183.96
2412	88.92	135.92	199.73	160.76
2503	94.72	122.12	154.73	70.16

数据来源：天软 华泰期货研究院

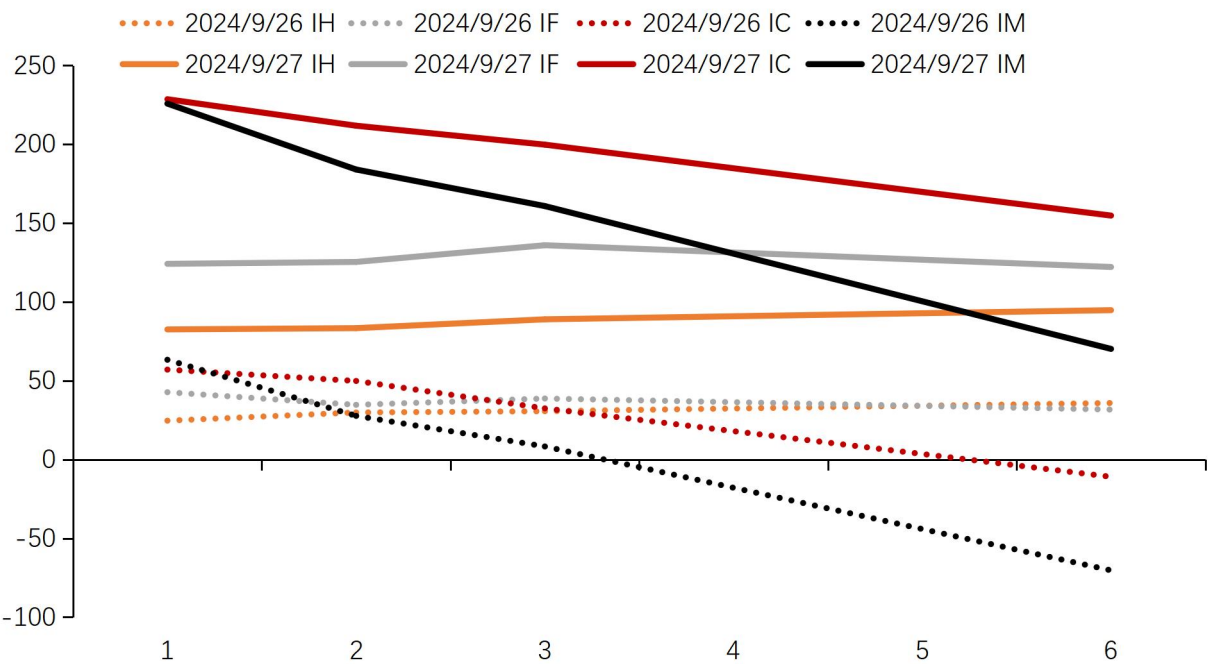
表 2: 本次股指期货前后两日升贴水变化（预估分红调整） | 单位：指数点

2024/9/26	IH	IF	IC	IM
2410	24.62	43.01	58.23	64.2
2411	33.61	37.57	51.82	29.17
2412	40.5	45.47	34.9	10.14
2503	45.7	38.47	-8.3	-67.28
2024/9/27				
2410	82.52	124.33	229.26	226.49
2411	87.11	128.09	213.25	185.26
2412	98.8	142.59	201.73	162.43
2503	104.6	128.79	156.93	73.01

数据来源：天软 华泰期货研究院

27 日基差的大幅升水，带来了股指期货对冲端 IH (2%)、IF (2.5%)、IC (3%)、IM (3%) 左右的超额损失。同时，股票端在一天内不太可能做出以上水平的超额收益，因此呈现出了中性对冲产品平均 2% 的单日跌幅。

图 2: 本次股指期货期限结构 | 单位：指数点



数据来源：天软 华泰期货研究院

■ 对比历史上的升水突变

历史上股指期货也出现过多次突变升水。例如 2019 年 2 月与 2020 年 7 月和 2024 年 2 月：

1) 2019 年 2 月

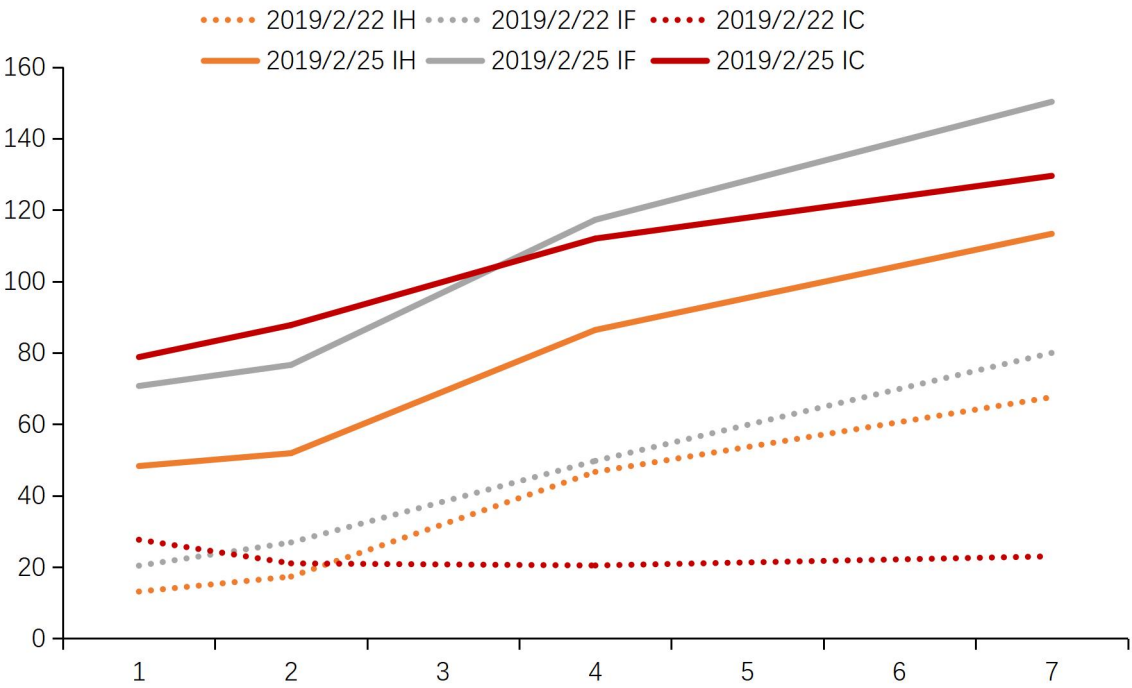
2019 年 2 月 25 日，沪深 300 指数单日上涨 5.95%。

表 3: 2019 年 2 月股指期货前后两日升贴水变化（分红调整） | 单位：指数点

	IH	IF	IC
2019/2/22			
1903	13.1464	20.4048	27.6664
1904	17.3464	26.9086	21.0371
1906	46.6578	49.7444	20.4553
1909	67.5849	79.9917	23.0153
2019/2/25			
1903	48.3	70.72	78.8164
1904	51.9	76.6238	87.7871
1906	86.4114	117.26	112.005
1909	113.339	150.307	129.565

数据来源：天软 华泰期货研究院

图 3: 2019 年 2 月股指期货期限结构 | 单位：指数点



数据来源：天软 华泰期货研究院

2) 2020 年 7 月

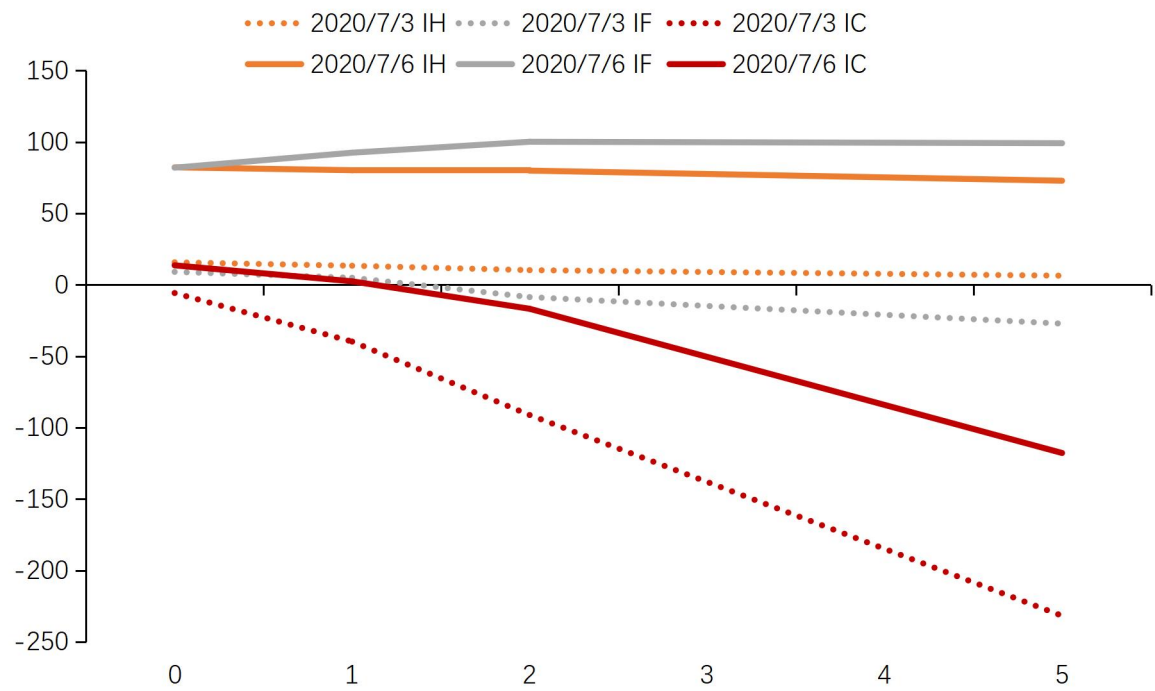
2020 年 7 月 6 日，沪深 300 指数单日上涨 5.67%。

表 4: 2020 年 7 月股指期货前后两日升贴水变化（分红调整） | 单位：指数点

2020/7/3	IH	IF	IC
2007	15.71	9.03	-5.79
2008	13.31	4.91	-39.77
2009	10.22	-8.64	-91.19
2012	6.35	-27.23	-231.76
2020/7/6	IH	IF	IC
2007	82.19	81.97	13.58
2008	80.19	92.45	2.40
2009	79.90	100.10	-16.82
2012	72.83	99.11	-117.79

数据来源：天软 华泰期货研究院

图 4: 2020 年 7 月股指期货期限结构 | 单位：指数点



数据来源：天软 华泰期货研究院



3) 2024 年 2 月

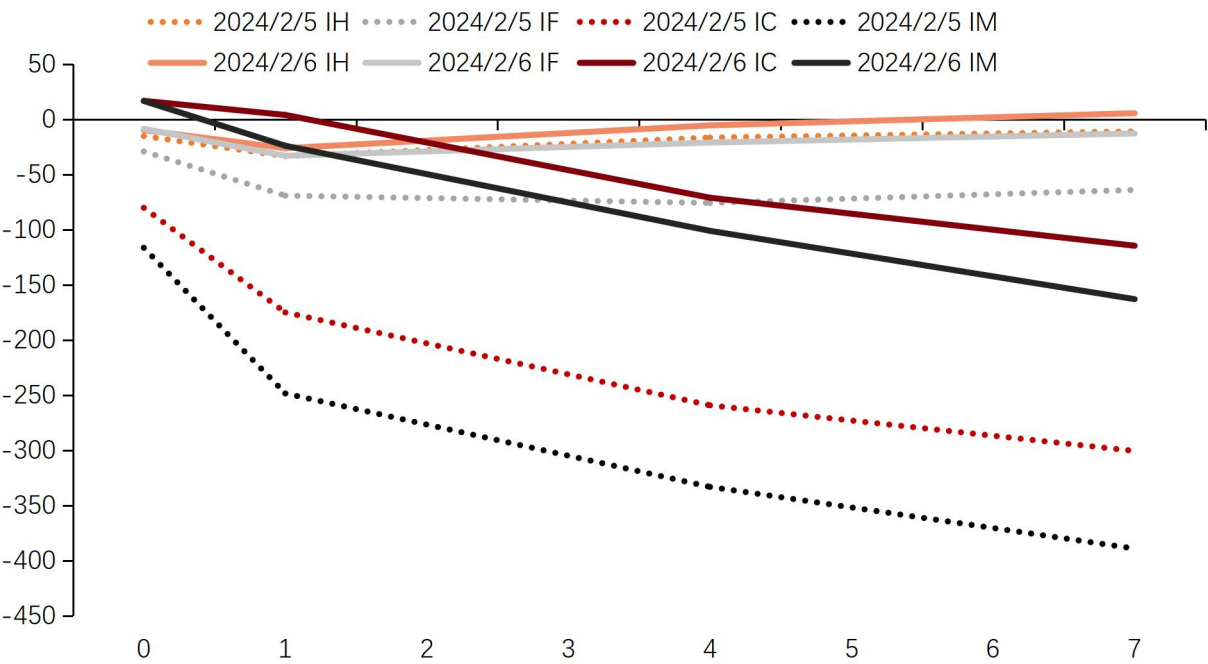
2024 年 2 月 6 日，沪深 300 指数单日上涨 3.48%。

表 5: 2024 年 2 月股指期货前后两日升贴水变化（分红调整） | 单位：指数点

2024/2/5	IH	IF	IC	IM
2402	-15.28	-29.22	-80.26	-116.47
2403	-33.48	-69.22	-175.06	-248.47
2406	-16.59	-75.85	-259.27	-333.17
2409	-10.99	-64.05	-300.59	-389.06
2024/2/6	IH	IF	IC	IM
2402	-9.84	-8.69	16.7	16.56
2403	-26.24	-33.09	3.9	-24.04
2406	-5.55	-21.12	-71.11	-101.14
2409	5.45	-12.92	-114.63	-163.03

数据来源：天软 华泰期货研究院

图 5: 2024 年 2 月股指期货期限结构 | 单位：指数点



数据来源：天软 华泰期货研究院

对比以上三次行情，均由市场大幅上涨带动股指期货升水。从期限结构来看，2019 年 2 月 IC 由 back 结构转向 contango 结构，而 2020 年 7 月和 2024 年 2 月 IC 均由深度 back 结构逆时针旋转（远月合约上涨幅度大于近月合约）。

但是，本次股指期货结构基本没有发生大幅扭转，仅仅是截距上出现了整体上移，各合约上涨幅度十分接近。这使得 4 种股指期货均出现大幅溢价，但从期限结构来看，仍然呈现出近高远低的曲线。

我们认为本次的异常主要原因是上交所的交易拥堵，使得种个股股指期货对应股票指数均发生了非常规的折价（上证 50、沪深 300、中证 500、中证 1000 均有大量的沪市股票）。即期货端的溢价并不完全由于期货端的定价所导致，更是因为现货价格异常。

## 基差变化预期以及应对方案

除现货指数价格异常的原因外，股指期货升水还受到中性对冲产品被迫平仓的影响。由于上交所的交易拥堵，中性产品的股票端涨幅不足，产品实时净值出现大幅回撤，触发了产品下调仓位的指令，股指期货对冲端的集中平仓，进一步推动了股指期货的升水。

结合上文分析，我们认为对于中性产品而言，本次暴涨带来的基差损失与 2019 年 2 月以及 2020 年 7 月、2024 年 2 月带来的基差损失不同。由于基差结构并未扭转，因此等待周一开盘后的股票补涨或者期货回落均可，并不会遇到上述三次行情中由于基差结构扭转带来的无法挽回的损失。

另外，由于本次升水主要受到上交所交易拥堵的影响，使得 ETF 同样出现普遍溢价，买入 ETF+抛出血指期货的套利空间较小。而买入成分股+抛出血指期货也由于交易拥堵无法实现。

对于后续行情，我们认为需要重点关注期现回归后的整体期限结构，是否会在平移的基础上出现旋转。如若出现旋转，则中性对冲产品需要做好合约选择，详细策略可参考往期研报。



## 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， 交易商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，交易商并不能依靠本报告以取代行使独立判断。对交易商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