

南华金融期货专题报告 期指跨品种价差框架再思考 ——股指风格探究系列（二）

核心观点：

通过历史复盘，我们再次确认期指风格表现和趋势表现一样，都是宏观的映像。

对趋势分析而言，判断影响因素的方向性变化最为重要，但对风格分析而言，影响因素的相对变化同样重要。我们认为分析期指风格的关键是找到引起风险偏好变化的背后驱动因素，因素的属性决定了接下来的风格表现。

南华研究院 金融资产研究组
王梦颖 Z0015429
wangmengying@nawaa.com
电 话：
0571-81727107

请务必阅读正文之后的免责条款部分

目录

1. 研究思路概述	1
1.1 价差走势的特征观察	1
2. 股指价差框架的进一步完善	3
2.1 股指价差既有框架的不足	3
2.2 2015 年：流动性主导了一切	4
2.3 2016 年：真正决定风格的是增量资金偏好	5
2.4 2017 年：风偏驱动分化导致风格分化	7
2.5 2018 年：风偏遭受三重压力，小盘股承压更多	8
2.6 2019 年：涨跌同源的价差表现	9
2.7 2020 年：一次典型的风偏驱动因素改变后的风格切换	11
2.8 2021 年：风偏驱动的边际变化也关键	11
2.9 2022 年：风偏低迷时股指价差易走强	14
2.10 2023 年：类似 2018 年的风格表现	15
2.11 风格依然是宏观的映像	16
3. 跨品种价差的期现价差	18
4. 跨品种价差交易机会的跟踪	20

目录

图 1.1: 股指现货和期货跨品种价差走势对比.....	1
图 1.2: 股指现货和期货跨品种价差走势对比 2.....	2
图 2.1: 期指风格表现历史观察	3
图 2.2: 2015 年股指价差走势	4
图 2.3: 充裕的流动性	4
图 2.4: 2016 年股指价差走势	6
图 2.5: 16 年房地产销售火爆, PPI 也逐步走高	6
图 2.6: 2016 年下半年各行业累计涨跌幅 (%)	7
图 2.7: 2017 年股指价差走势	8
图 2.8: 中美利率政策变化	8
图 2.9: 2018 年股指价差走势	9
图 2.10: 2019 年股指价差走势	10
图 2.11: 2020 年股指价差走势	11
图 2.12: 2021 年股指价差走势	12
图 2.13: PPI&CPI 走势.....	12
图 2.14: 行业涨跌幅% (2021.3-2021.12)	13
图 2.15: 国内资金利率状况 (%)	13
图 2.16: 2022 年股指价差走势	14
图 2.17: 中美利率政策	15
图 2.18: 2023 年股指价差走势	16
图 2.19: 中美 10 年期国债利率走势	16
图 3.1: 期指跨品种价差及其期现价差	18
表 3.1: 2019 年 5 月 6 日盘面表现.....	18
图 4.1: 股指估值比值 V.S.股指价差走势.....	20

1. 研究思路概述

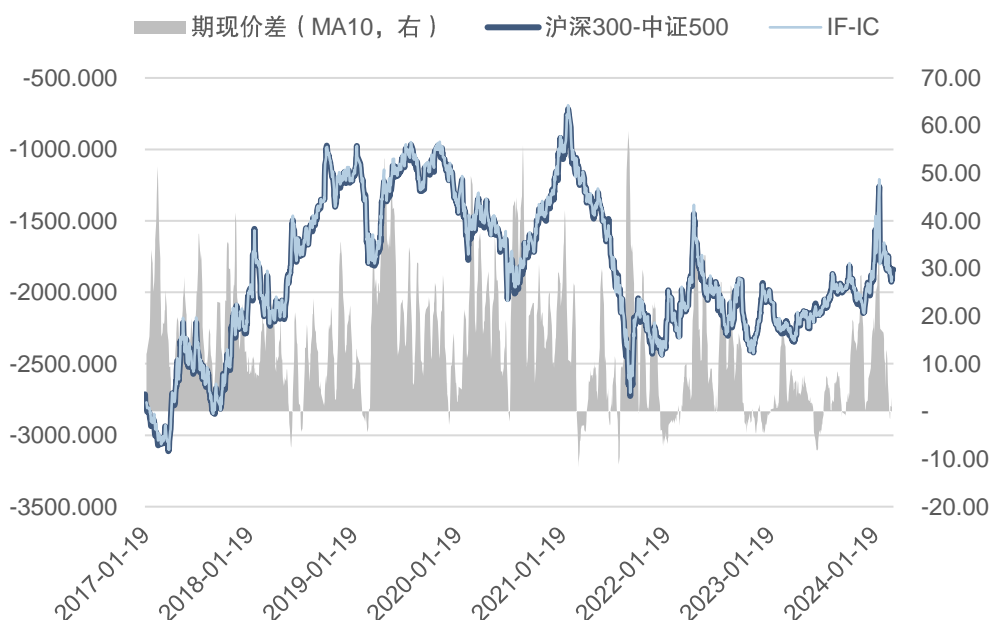
期指四个现有上市品种，按其成分股市值大小排序，从高到低分别是：上证50指数、沪深300指数、中证500指数和中证1000指数，其中上证50和沪深300指数一般被称为权重股指数，中证500和中证1000指数则被称为小盘股指数。

本文重点研究权重股指数与小盘股指数的价差关系，以沪深300与中证1000的价差为代表。

1.1 价差走势的特征观察

股指现货指数和期指的价差走势高度一致（由于IM上市时间短，因此此处用IC替代IM来进行历史趋势的观察）。

图 1.1：股指现货和期货跨品种价差走势对比

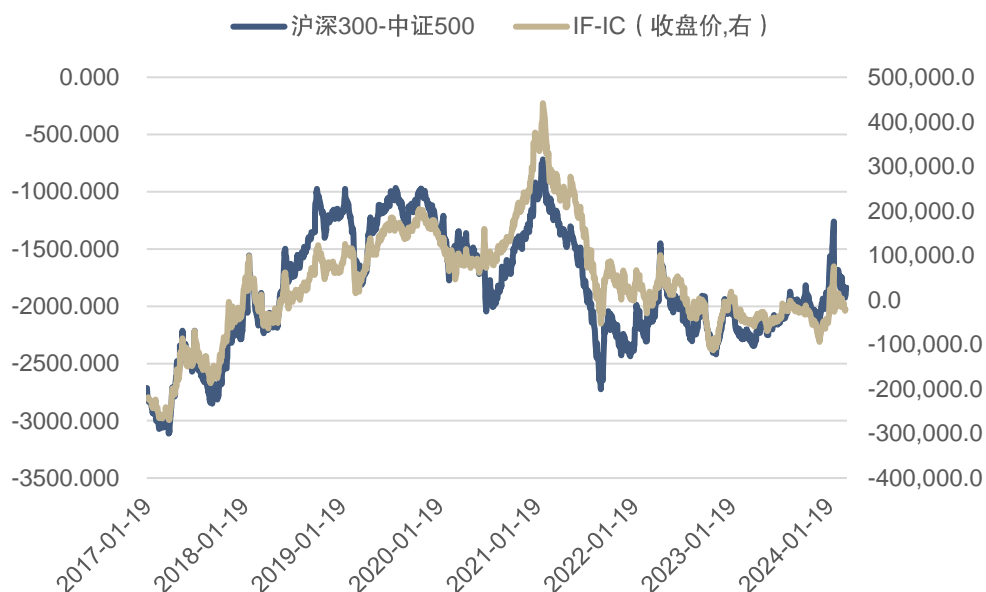


资料来源：Wind 南华研究

期指价差（IF-IC）与现货指数价差（沪深300-中证500）的期现价差呈现区间波动特征，区间极值与价差走势拐点存在一定的相关性。期指价差（IF-IC）与现货指数价差（沪深300-中证500）的期现价差呈现区间波动特征，区间极值与价差走势拐点存在一定的相关性。

跨品种价差套利有两种方式，一种是合约价值匹配，价差走势如图1.1所示，另一种是手数匹配，价差走势如图1.2所示。由于IF和IC合约乘数分别为300元/点和200元/点，当手数匹配时，跨品种价差走势会与合约价值匹配存在一定的差异，近两年沪深300指数价格在3000-4000点左右波动，中证500指数价格在5000-6000点左右波动，两个品种的期货合约价值逐渐接近，导致手数匹配下的价差走势和合约价值匹配的价差走势越来越接近。因此，合约价值匹配模式下的价差走势更具研究意义。

图 1.2：股指现货和期货跨品种价差走势对比 2



资料来源：Wind 南华研究

基于上述观察，我们将期指跨品种价差走势的研究分为两个部分：1、现货指数价差（下称“股指价差”）走势决定期指价差走势，因此需要先搭建股指价差分析框架；2、确认期现价差的波动区间、区间极值是否和价差走势拐点存在领先预示意义。

2. 股指价差框架的进一步完善

2.1 股指价差既有框架的不足

2020年我们在《期指跨品种轮动原因探究》报告中构建了股指风格轮动的框架，指出从短周期看流动性状况和经济预期是导致风格切换的核心原因。2023年初，我们在《股票风格争论的背后，分歧到底是什么？》中进一步拓展了风格框架，加入了美国货币政策的影响：如果中美流动性同步趋松，则更利于小盘股指数，如果中美仅一方宽松，则需要配合国内经济预期变化才能确定风格。

从沪深300和中证1000指数的价差走势可以发现，从2022年开始A股的大小盘风格比较模糊，难有明显的趋势性价差交易机会。这一现象可以用上述框架解释：美国在22年正式进入加息周期，国内货币政策维持宽松但力度相对有限，叠加经济预期偏弱，风格判断难度加大。虽然既有框架能够解释规模指数的风格变化，但近两年的大小盘表现显然还受到流动性和经济预期以外的因素影响，因此进一步完善和提炼其背后逻辑是有必要的。

图 2.1：期指风格表现历史观察



数据来源：同花顺iFinD

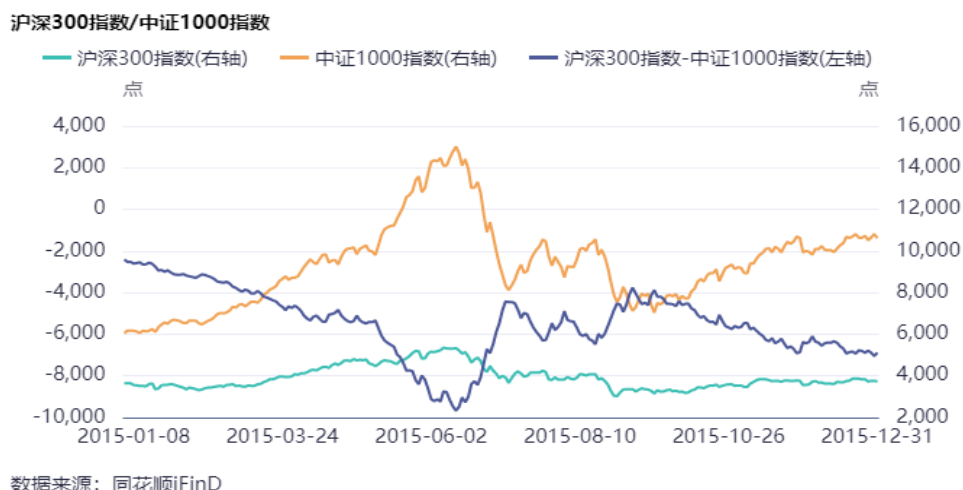
资料来源：ifind 南华研究

在最初的框架搭建报告中，我们以股指价差走势的趋势拐点为划分节点，对每段趋势进行了复盘，归纳整理后得出了初步分析框架，2023年初在原有的趋势复盘中添加美国货币政策的影响，完成分析框架的拓展。我们认为以趋势拐点为划分节点的分析更易捕捉到核心影响因素，但却容易忽略细节，当核心影响因素变化不显著的时候，细节的权重就提高了，因此，接下来我们将以年度为单位，重新复盘风格表现，以期找到更多有影响的因子。

2.2 2015年：流动性主导了一切

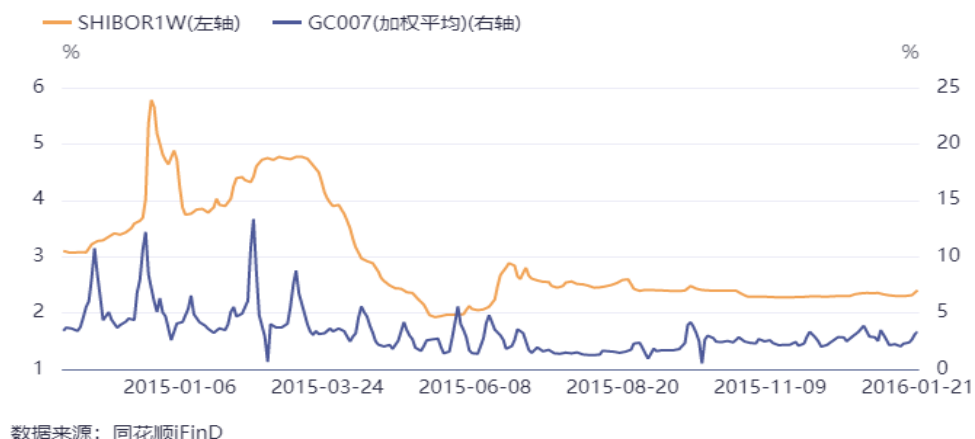
2015年是A股大牛市的转折点，这一年的期指风格表现也随之发生切换，小盘股指数是15年牛市的主力军，价差走势同样由小盘股主导。2015年牛市的风格特征非常明显，小盘股大幅跑赢权重股，其背后的核心原因是过度充裕的流动性助推股票估值走高，小盘股的估值弹性优势在此期间发挥的淋漓尽致。

图 2.2：2015 年股指价差走势



资料来源：ifind 南华研究

图 2.3：充裕的流动性



资料来源：ifind 南华研究

2014年11月，央行在时隔两年后再次降息，叠加不断走弱的经济基本面，货币政策宽松的确定性较高，市场资金利率在2014年11月降息后明显走低，在2015年一季度末再下一个台阶，15年5月降息后，银行间7天质押式回购利率和一周期的shibor都曾一度低于2%。

充裕的银行间流动性，加上当时市场上庞大的通道业务和配资业务，让股票市场拥

有了源源不断的增量资金。正所谓成也萧何、败也萧何，当15年6月证监会开始叫停场外配资业务后，杠杆资金被动平仓引发的流动性挤兑让股指大幅下跌，小盘股面临的流动性挤兑风险远大于权重股，因此跌幅也比权重股深得多，流动性堆砌的牛市轰然倒塌，股指跨品种价差从之前的下行转为上涨。

2015年8月，人民币兑美元汇率面临着极大的压力，在强压下，811汇改让人民币汇率一次性大幅贬值，释放前期积累的压力，但这间接影响了股票市场情绪，本在救市后有所企稳的指数再次下跌。监管层开启第二轮救市，并大幅提高股指期货的参与成本，逐渐遏制住了悲观情绪的蔓延，股票市场开启反弹，前期跌幅更深的小盘股指数反弹幅度更高，导致股指跨品种价差重新走低。

从涨跌幅来看，中证1000指数在第一轮股灾期间（6.15-7.8）下跌了45.93%，在第二轮股灾期间（8.17-9.15）下跌了32.21%，从6月中旬到9月中旬，累计下跌53%，而从9月中旬至15年底，中证1000反弹幅度超过45%。沪深300指数的见顶比中证1000早，6月9号就已经见到了最高点5380.43，并且收以阴线，第一轮股灾期间（6.9-7.8）下跌幅度31.58%。沪深300在第二轮股灾时比中证1000先见底，8月26号已经见到最低点，从8.17-8.26累计跌幅25.72%，两轮股灾累计从最高点下跌43.48%，从8月26号至15年年底，累计反弹幅度为23.74%。这很好的说明了跌的多、反弹多的现象。

2015年的股指风格表现和流动性变化高度相关，既可以说这与经济基本面联系不大（流动性挤兑源自配资业务被叫停），也可以说与经济基本面息息相关（因为基本面疲软带来了宽松的预期和充裕的流动性），值得一提的是场外配资业务无疑放大了流动性在这轮行情中的作用，而场外配资业务显然已经成为历史，无需再出现在风格框架的分析范畴中。

2.3 2016年：真正决定风格的是增量资金偏好

2016年股指价差呈现出两端高，中间低的特征，年初熔断期间价差走高，随后逐渐回落，直到四季度末价差再次走强。

2016年初新实施的熔断机制加剧了市场恐慌情绪，股票市场再次经历了大幅抛售的状况，这种走法和15年股灾很类似，同样是流动性挤兑带来的下跌，小盘股指数跌幅的再次大于大盘股，导致股指价差走阔。3月12日，当时的证监会主席刘士余在两会记者上暗示注册制暂缓，之后两融业务也逐渐恢复带来了市场风险偏好的改善，小盘股反弹幅度大于大盘股，股指价差出现了一波明显的缩窄。

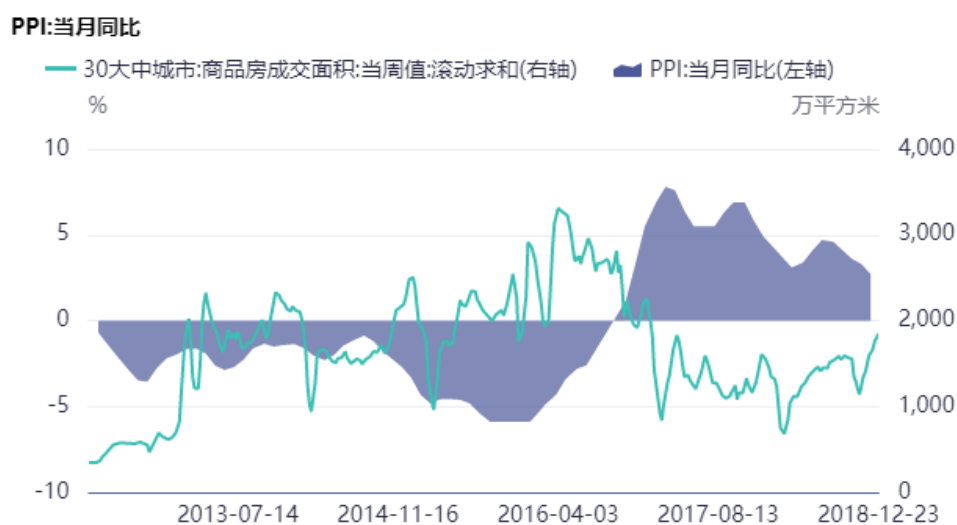
图 2.4: 2016 年股指价差走势



数据来源：同花顺iFinD

资料来源：ifind 南华研究

图 2.5: 16 年房地产销售火爆，PPI 也逐步走高

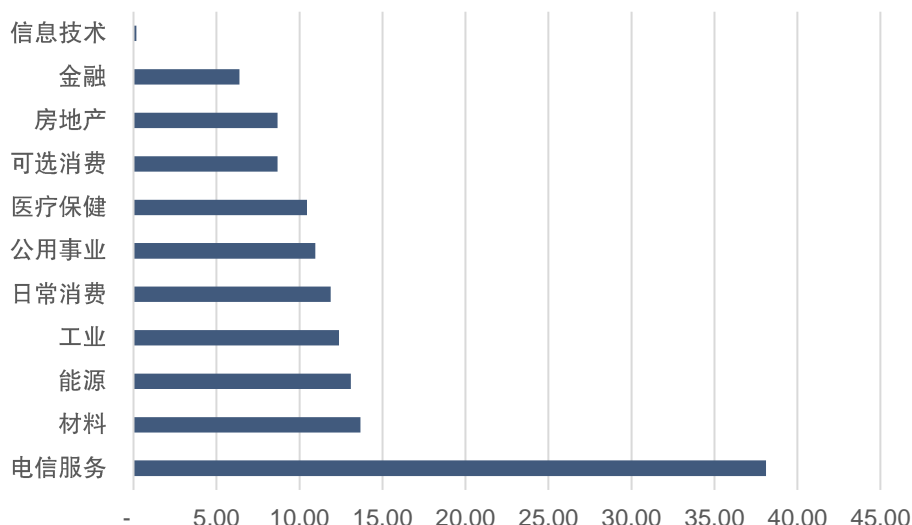


数据来源：同花顺iFinD

资料来源：ifind 南华研究

2016年的一大市场主线是供给侧改革，但在改革初期，市场对改革效果是持怀疑观望态度的，当时市场无法确认这一项改革能带动经济恢复，后来PPI逐步回升，CPI在三季度末也有所回暖，地产数据比较强劲，居民信贷也逐步走高，然而社零和投资表现较为一般，经济状态好坏参半，只有通胀回升的确定性较高，因此，盘面领涨板块以材料、能源、工业为主，这些成分在各个指数中均有一定的分布，因此，16年年中后A股指数是普涨格局，风格不算明显。

图 2.6：2016 年下半年各行业累计涨跌幅（%）



资料来源：Wind 南华研究

股指价差再次走阔始于16年11月底，当时证监会正式批复深港通机制，将于12月5号开始交易。从沪港通资金配置的经验看，新增资金更多涌入权重股，因此深港通开通后带来的增量资金会更多购买权重股板块，这一逻辑在深港通开通后以及2017年全年都是非常重要的风格影响因素，但这一因素有其特殊性，后续随着初始配置资金规模逐渐到位，其对风格的影响就不如16-17年那么明显。

2.4 2017 年：风偏驱动分化导致风格分化

2017年全年股指价差持续走阔，大小盘表现分化显著。一方面是深港通开通，包括17年6月A股加入MSCI指数，带来的增量资金更偏好配置权重股所致；另一方面17年开始国内金融去杠杆全面展开，3月初银保监会提出“三三四”专项治理行动标志着金融严监管正式拉开序幕。同时，国内在17年1月进入新一轮的加息周期，而美国也在16年底再次加息，即中美都处在加息周期当中。可见，2017年的流动性变化是趋紧的，而国内金融严监管和去杠杆活动又进一步遏制了信用的扩张，导致市场风险偏好明显下滑。理论上这样的大环境容易造成股指的下跌，但2017年国内经济复苏的迹象已经十分明显，尤其是地产后周期的发力，加上全球经济向好的共振，由盈利改善预期带来的风偏改善也不容忽视，可以看到沪深300全年呈现上涨态势，而中证1000全年单边下跌，呈现在股指风格中就是大小盘的行情极度分化。

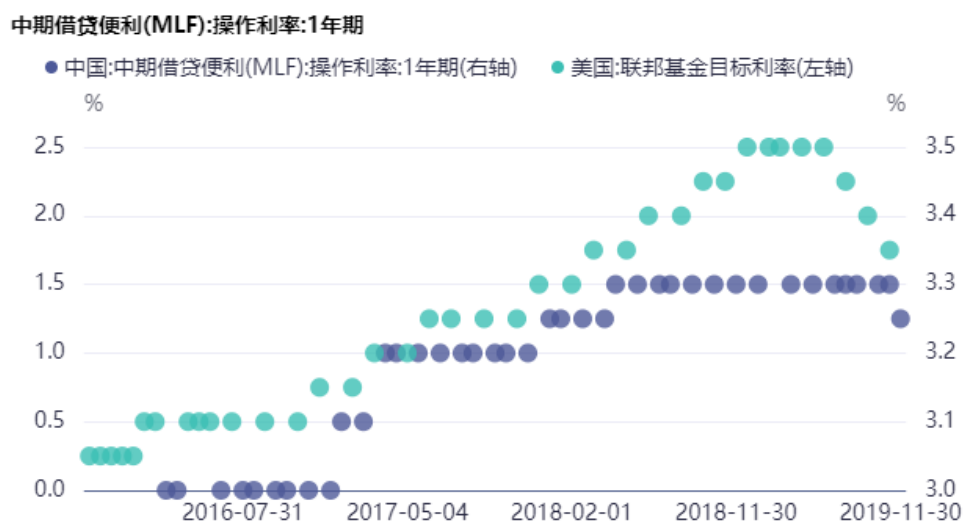
图 2.7: 2017 年股指价差走势



数据来源: 同花顺iFinD

资料来源: ifind 南华研究

图 2.8: 中美利率政策变化



数据来源: 同花顺iFinD

资料来源: ifind 南华研究

2.5 2018 年: 风偏遭受三重压力, 小盘股承压更多

2018年股指价差延续了之前的走阔趋势, 即使2018年A股主要指数都是单边下跌的情况, 但大盘股在年初的一波快速急跌后, 全年跌幅仍明显小于小盘股。

图 2.9：2018 年股指价差走势



数据来源：同花顺iFinD

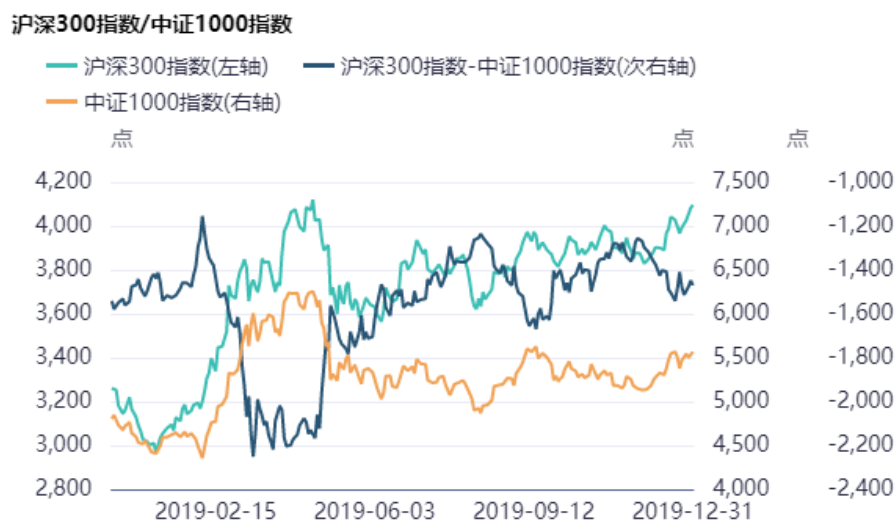
资料来源：ifind 南华研究

2017年的流动性紧缩和信用抑制一直延续至2018年，即使2018年4月国内流动性边际趋宽但美联储仍在持续加息中，国内也并未降息，流动性不曾出现明显转向，而当时不断下滑的社融表明去年的紧缩政策对经济的负面影响开始显现，盈利预期也朝着不利的方向运行。2018年的另一个大事件是中美贸易摩擦，这极大的抑制了市场风险偏好。简单来说，进入2018年后由于国内经济向好的逻辑被数据证伪，市场风险偏好同时受到流动性紧缩、盈利下滑和中美贸易摩擦三重压力的影响，难以提振，导致股指整体趋势不佳，以及流动性更差的小盘股跌幅更深的情况。

2.6 2019 年：涨跌同源的价差表现

2019年一季度，股指开启大反弹，连跌两年的小盘股指数涨幅更为可观，导致股指价差迅速走弱，4月初随着小盘股阶段性反弹结束并下跌，股指价差重新走阔，随后价差保持相对稳定的状态直至年末。

图 2.10：2019 年股指价差走势



数据来源：同花顺iFinD

资料来源：ifind 南华研究

回顾2019年初的反弹，我们认为市场风险偏好改善是核心影响因素。上文提到的三大压力点都有所改善：2018年12月初中美双方决定停止升级关税等贸易限制措施极大改善了贸易摩擦带来的情绪低迷；其次，12月中旬美国FOMC会议暗示加息周期接近尾声，提振全球流动性改善预期；最后，12月中央经济工作会议承认了经济下行压力，提到要较大幅度增加地方专项债规模，意味着财政发力提振经济，三管齐下，市场风险偏好较2018年早些时候明显修复，积攒了股市反弹的力量。2019年元旦期间宣布的降准消息就是点火器，直接将反弹行情点燃。

我们注意到中证1000指数于2018年10月下旬见底，而沪深300指数则在12月底才见底，这与2015年股灾期间的沪深300指数先见底的情况略有不同。但领先见底的指数却和之后表现相对较强的指数相对应，这是否存在某些联系？鉴于可参考的历史经验并不多，这个点难以从逻辑上找到依仗。

从2019年的行情来看，我们更倾向于认为市场风险偏好改善后，之前因此下跌更多的小盘股反弹更多是更为合理的解释。小盘股反弹在4月初结束，19年剩余时间内沪深300指数的表现比中证1000指数更强一些。反弹在4月初结束的诱因是当时超预期的社融和经济数据让市场对进一步宽松的预期下滑，而4月中旬的央行一季度例会上重提把好货币供给总闸门，印证了货币政策的边际收紧。2019年市场在二季度后一直在等数据确认经济复苏，却迟迟难以确认，盈利驱动偏弱。美国于7月进入降息周期，中国在11月跟进降息，流动性驱动更为明显，但其中海外流动性的边际改善明显强于国内，下半年A股入摩、入富带来了一批配置权重股的增量资金，推动股指价差走阔。

2.7 2020年：一次典型的风偏驱动因素改变后的风格切换

2020年股指价差先走弱，后走强，转折点在8月份。疫情后全球充裕的流动性是主导2020年上半年小盘股上涨更多的核心原因，7月初国内基本面最大的变化是经济复苏得到了数据的印证，当时部分数据超出市场预期，股指受此影响全线冲高，大小盘普涨。

随着国内经济的逐渐企稳，国内货币政策开始边际收紧，加上前期涨幅过大涨速过快，市场陷入震荡整理中，风格也逐渐模糊。后来，8月经济数据再次超出市场预期，经济复苏基本得到确认，市场风险偏好在盈利改善的推动下逐渐走高，与复苏相关的权重板块开始新一轮的上涨行情，而小盘股指数则震荡下行，股指完成了风格切换。

图 2.11：2020 年股指价差走势



资料来源：ifind 南华研究

值得一提的是，2020年下半年的流动性收紧驱动并不来自于美国，而源自国内自身，结合2019年的经验，似乎可以得出全球流动性宽松会更利好权重股的结论，但我们对此持怀疑态度，毕竟从现有经验看，除了被动增持外，外资增配A股仍需要盈利向好的配合。

2.8 2021年：风偏驱动的边际变化也关键

2021年股指价差走势由强转弱，转折点在2月，股指风格在2月前延续了2020年下半年以来的权重偏强走法，在2月初权重冲高后，经济周期拐点也逐渐得到确认，权重开始跑输，2月底3月初，小盘股开始接力上涨，股指价差大幅走弱。

图 2.12: 2021 年股指价差走势

沪深300指数/中证1000指数



数据来源: 同花顺iFinD

资料来源: ifind 南华研究

如何理解2021年2月后, 小盘股一枝独秀的表现?

图 2.13: PPI&CPI 走势

PPI:当月同比



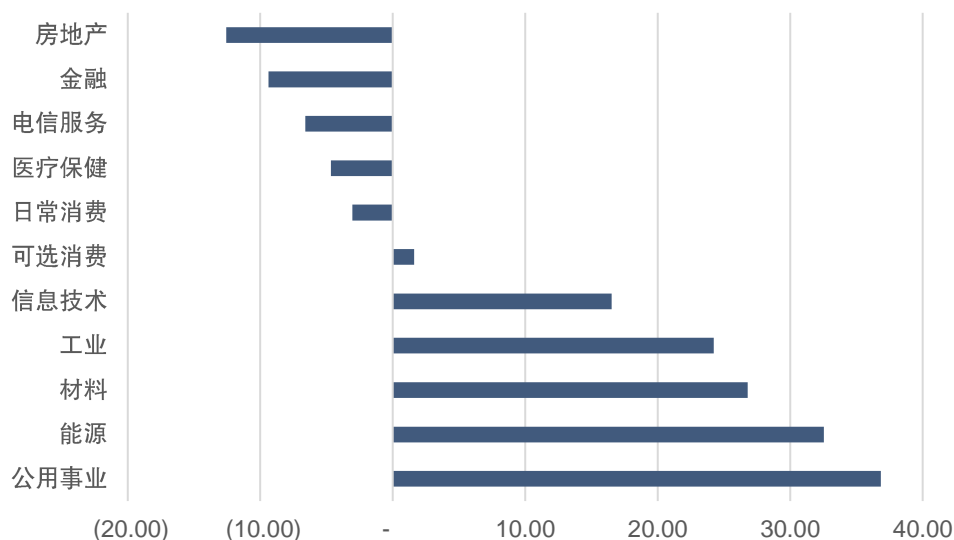
数据来源: 同花顺iFinD

资料来源: ifind 南华研究

自下而上视角中, 可以发现21年双碳运动的推进, 让电力、能源相关板块的业绩出现了改善, 走出了与传统周期不一样的新上升周期。当时不断走高的大宗商品价格也引发了市场对于通胀的担忧, 当时PPI的升幅远高于CPI, 市场以结构性通胀来定义这种现象。我们在2016年供给侧改革后曾经历过一段类似的时期, 当时原材料板

块的表现就远比其他板块优秀，因为涨价带来了比较确定的盈利改善，且从历史经验看结构性通胀通常不会引起货币政策的转向，流动性隐患也相对较小，进一步降低了趋势被扰动的概率。

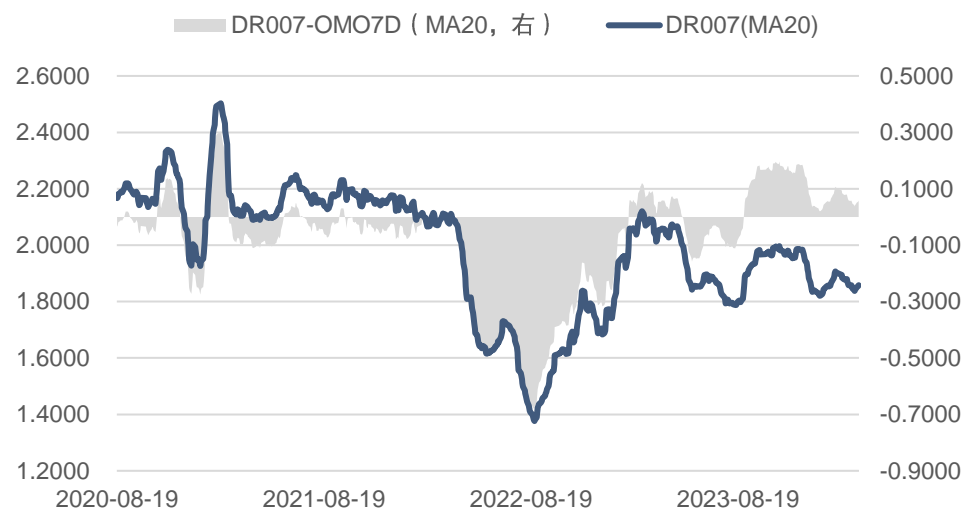
图 2.14：行业涨跌幅%（2021.3-2021.12）



资料来源：ifind 南华研究

自下而上的视角很具有说服力，但如果我们考察21年3月至21年底的行业涨跌幅表现会发现，除了电力、能源板块外，工业、信息技术的涨幅也不少，说明自下而上的视角似乎忽略了一些什么，尤其在分析2016年风格表现时，我们提过能源、工业、材料在其他指数中的成分占比也不低，那么为什么小盘股表现更好？

图 2.15：国内资金利率状况（%）



资料来源：ifind 南华研究

如果是从自上而下的角度看，2021年国内经济周期的确出现了拐点，但是出口数据一直都超预期，让经济整体表现并不那么疲软，按周期运作推演的经济下行没有如

期到来。与此同时，中美的利率政策并无明显变化，虽然中国没有降息，但国内信贷疲软导致资金利率并不高，中枢明显比2020年下半年低，美国也还没开始加息，美债利率的上行很缓且绝对值很低，2年期利率到年底才升至0.5%左右，10年期也并未到2%。所以，21年3月后的宏观环境属于流动性环境边际转宽松，盈利预期下滑缓慢，且呈现出结构性下滑特征，市场风险偏好更多受到流动性边际转好的影响，让小盘股指数表现更佳。

有一个有趣的统计数据，如果我们将2020年疫情后至2021年底的行情视为一轮完整的行情，分别统计疫情后首个交易日至指数最高点的涨幅，可以发现2021年2月初沪深300指数见顶时累计上涨幅度超过44%，2021年12月初中证1000指数见顶时累计涨幅超过41%，两个指数的累计涨幅十分接近。从这个角度看，2021年中证1000指数的上涨也可以看作是一轮大行情中的再一次风格切换。当然这可能也是个巧合，毕竟从历史经验看，并不是每一轮行情都能让所有指数都获得类似的上涨收益。

2.9 2022年：风偏低迷时股指价差易走强

2022年的股指状态可以用多事之秋来形容，上半年股指风格有一轮明显的走阔和缩窄，下半年表现偏混沌，但中枢偏上移。从图中可以看到在3-4月的大跌中，小盘股跌幅更深从而造成价差的走阔，当时A股整体风险偏好因为俄乌战争、美联储开始进入加息周期、国内疫情防控等原因急剧下降，小盘股本身就因为流动性问题跌幅较深，加上下跌末期触发了雪球敲入，跌幅进一步扩大，因此可以看到当时的股指价差在短期内迅速拉高。之后在一系列“救市”政策下，行情开启反弹，跌更多的小盘股反弹更凶，带动股指价差走弱。

图 2.16：2022 年股指价差走势



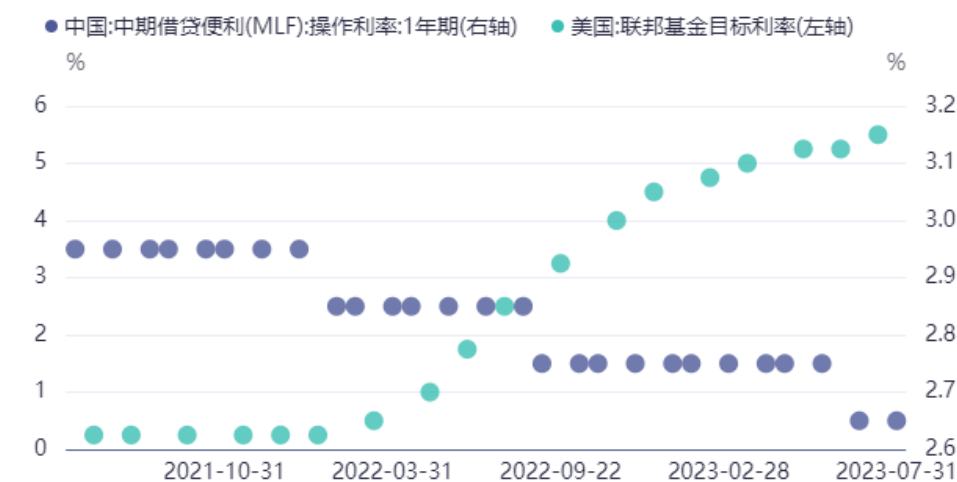
资料来源：ifind 南华研究

这段经历告诉我们，当市场风险偏好遭受多重压力时，即使国内流动性充裕，甚至

还有降息预期在，指数也难有较好的表现。我们看到2022年8月中旬，在国内年内第二次降息落地后，中证1000指数就阶段性见顶回落。

图 2.17：中美利率政策

中期借贷便利(MLF):操作利率:1年期



数据来源：同花顺iFinD

资料来源：ifind 南华研究

2022年8月之后，美联储加息带来的外部流动性压力越来越大，而国内经济预期也一步步下滑，国内受制于汇率宽松力度有限，整个市场风险偏好维持低位，价差表现偏混沌，但中枢整体缓慢上移，显示风偏低迷时对小盘股的负面影响更大。

2.10 2023 年：类似 2018 年的风格表现

2023年的股指价差在年初经历了一轮走阔和缩窄后，从二季度末开始价差持续走阔。2022年底至2023年初权重指数受益于国内疫情放开带来的经济预期改善发生大幅上涨，与此相比，小盘股指数上涨相对较少，因此，价差走阔。进入2月后，AI概念爆发带动小盘股快速上涨，而权重指数在两会后因为经济预期的逐渐证伪开始走弱。但纵观全年，大小盘指数同步下滑，而小盘股再次因为跌幅太深导致价差走阔。从宏观逻辑看，2023年美联储加息压力继续加大，但国内偏保守的政策举措难以对冲经济下行幅度，让A股面临着盈利和流动性的双杀压力，而杀跌过程中流动性更受限的小盘股跌幅更深，这种情况与2018年的情况十分类似。

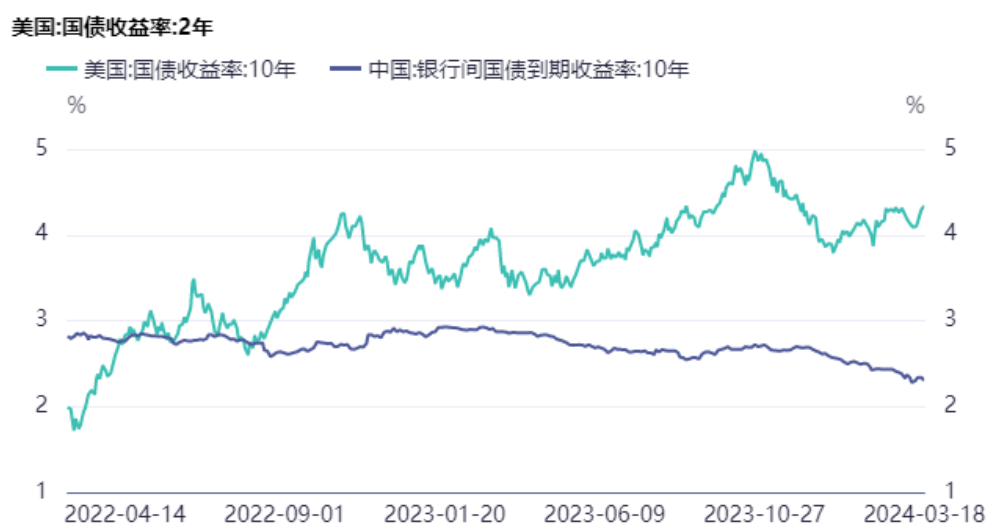
图 2.18：2023 年股指价差走势



数据来源：同花顺iFinD

资料来源：ifind 南华研究

图 2.19：中美 10 年期国债利率走势



数据来源：同花顺iFinD

资料来源：ifind 南华研究

2.11 风格依然是宏观的映像

通过历史复盘，我们再次确认股指风格表现和股指趋势表现一样，都是宏观的映像。对趋势分析而言，判断影响因素的方向性变化最为重要，但对风格分析而言，影响因素的相对变化同样重要。我们认为分析股指风格的关键是找到引起风险偏好变化的背后驱动因素，因素的属性决定了接下来的风格表现。风险偏好会受到诸多

因素的影响，变化较难捉摸，是个很难量化衡量的因素，因此，定性分析可能会更合适。

从历史经验看，对风险偏好影响最显著的三个因素是：流动性、盈利预期和全球政治环境变化。流动性对风险偏好的影响最为直接，当流动性足够充裕时基本可以完全抵消盈利预期的负面影响（或者可以理解为市场相信充裕的流动性能够带来经济的修复），例如2020年疫情后，这时估值弹性更大的指数会表现更佳。对A股来说，流动性的观测不单只考虑国内，也需要关注美元流动性的变化。

其次，盈利预期也可以明显提振风险偏好，但会更有利于业绩出现明显改善的板块，从指数层面来分析，我们通常将盈利预期与整体经济状况挂钩，因此当预期出现改善时，和整体宏观经济更相关的权重股会表现更好。

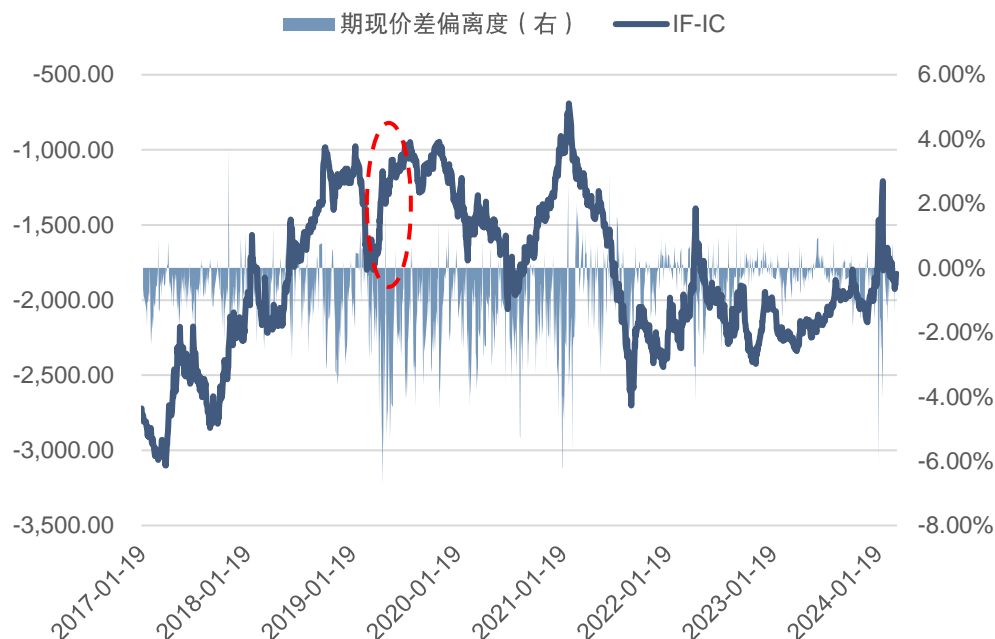
最后，全球政治环境变化对风险偏好的影响和事件冲击的效果较为类似，即事件刚发生时的影响是最大的，随着时间的推移，影响会逐渐消散，但其对宏观更深远的影响会逐渐体现在流动性和盈利预期上。

需要注意的是，有时候流动性和盈利预期可能只是出现了轻微的边际变化，这时需要判断风险偏好的驱动是否发生了边际上的转移，如果发生，风格会随之变化。

3. 跨品种价差的期现价差

由于股指期货价格区间变化较大，我们将跨品种价差的期现价差以基于股指价差偏离度的形式再次展示，从结果来看，2017年初（期指监管政策常态化的开始）至今，期现价差的主要波动区间为-6%-2%。

图 3.1：期指跨品种价差及其期现价差



资料来源：Wind 南华研究

经对比，期指跨品种价差拐点和期现价差偏离度的极值并不存在绝对的一一对应关系，即当期现价差处在极值附近时，不一定意味着跨品种价差拐点的到来。举个例子，2019年5月6号，期现价差偏离度从前一日的-2.94%跃升至-6.71%，录得历史分位0.00%，此时IF-IC的价差正处在阶段性走阔的过程当中，一直到19年8月才有明显的拐点（图3.1中红圈位置）。究其原因，19年5月6号是五一长假后的第一个交易日，全球市场的风险偏好因特朗普表示要增加对中国商品的关税急剧下降，全球主要股指、原油大跌，避险资产黄金、日元大涨，A股股指低开低走。

表 3.1：2019 年 5 月 6 日盘面表现

	现货涨跌幅	期货涨跌幅	升贴水幅度
沪深 300	-5.84%	-6.16%	-0.45%
中证 500	-7.51%	-8.38%	-2.01%

资料来源：Wind 南华研究

当天IC的基差变动远远大于IF，导致跨品种价差的期现价差大幅波动。这是一次典型的全球政治环境变化对风险偏好影响的体现，但当时由于另外两个影响因素，流

动性和盈利预期相对模糊，因此，跨品种价差走势延续了此前的方向。该例子很清晰的展示了跨品种价差的期现价差变化其实是期指基差变化的一种延申，所以期现价差的极值更多时候与股指趋势性变化息息相关，和跨品种价差趋势的逻辑联系反而偏弱。同时，上述例子也佐证了流动性和盈利预期对跨品种价差走势的影响更为重要。

4. 跨品种价差交易机会的跟踪

跨品种价差的交易机会是需要等待的，从复盘看，每年都有跨品种价差的交易机会，但复盘用的是后视镜视角，当我们身处其中时，有些机会是比较难捕捉的，例如19年四季度因为增量资金带来的价差走阔行情，短暂且幅度有限。

我们认为跨品种价差交易属于趋势捕捉型的机会，只有当跟踪到影响其趋势变化因素出现积极变化时，才能采取行动，但缺陷是很难估算某一次机会的潜在收益，因为趋势的演绎会随着影响因素的变化而变化，且无论从价差历史价格本身，还是从股指估值比值来看，并不存在“均值回归”特征。因此，这个策略的核心在提高胜率，更高的胜率通常也意味着更为可观的盈亏比。

图 4.1：股指估值比值 V.S.股指价差走势



资料来源：ifind 南华研究

如何提高胜率？

由于风险偏好变化决定跨品种价差走势，那么当其影响因素出现确定性较高的方向性变化时，通常就是入场的好时机。

流动性和盈利预期属于常规的宏观跟踪范畴，而全球政治环境变化却像黑天鹅事件一样发生，因此，日常的跟踪重点在流动性变化和宏观经济预期变化上。正如上文所说，流动性视角需要同时考虑中国和美国的货币政策变化，如果当中美货币政策同向变化时，策略的胜率会明显提升，且潜在幅度也会更可观，2017年和2020疫情后都是如此。如果中美货币政策劈叉，那么胜率会明显下滑，风格混沌的概率会更大，例如2022年。此外，监管政策的变化也会影响风险偏好，这在某些特殊时刻也需要纳入我们的考虑。

简单来说，风险偏好的影响因素可能有一篮子那么多，当篮子里同向变化的因子越

多，权重越大（流动性和盈利预期的权重显然是最大的）策略胜率就越高。据此推断，股指策略胜率最高的场景是风险偏好的三大影响因素在某一时刻提供了同向的影响，例如2018年。

免责声明

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布的机构或人员，也并非意图发送、发布给因可得到、使用本报告的行为而使本公司违反或受制于当地法律或监管规则的机构或人员。

本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，本报告所载资料、意见及推测仅反映在本报告载明的日期的判断，期货市场存在潜在市场变化及交易风险，本报告观点可能随时根据该等变化及风险产生变化。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。在任何情况下，本报告中的信息和所表达的意见和建议以及所载的数据、工具及材料均不应作为您进行相关交易的依据。本公司不承担因根据本报告所进行期货买卖操作而导致的任何形式的损失。

本公司的销售人员或其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、涉及相应业务内容的子公司可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。投资者应当考虑到本公司可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。

未经本公司允许，不得以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容或复印本予以任何其他人，或投入商业使用。经过本公司同意的转发应遵循原文本意并注明出处“南华期货股份有限公司”。未经授权的转载本公司不承担任何责任。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

公司总部地址：	浙江省杭州市上城区富春路 136 号横店大厦
邮编：	310008
全国统一客服热线：	400 8888 910
网址：	www.nanhua.net
股票简称：	南华期货
股票代码：	603093



南华期货营业网点

