



近期期指为何贴水较深？

近期股指在下有支撑上有压力的情况下以区间震荡为主，但我们观察到各品种期指贴水较深，且基差历史分位均处于相对低位。



南华研究院 金融资产研究组
王梦颖 Z0015429
wangmengying@nawaa.com

廖臣悦 F03120676
liaocy@nawaa.com

电 话：
0571-81727107

请务必阅读正文之后的免责条款部分

目录

章节

未找到目录项。

目录

图表

表 1：各期指合约基差历史分位(截至 2025 年 5 月 27 日).....	1
表 2：剔除分红因素后各期指合约基差历史分位(截至 2025 年 5 月 27 日)	1
图 1：IM 算术平均基差历史分位.....	2
图 2：两大指数 2025 年累计涨跌幅趋势（%）	2

近期股指在下有支撑上有压力的情况下以区间震荡为主，但我们观察到各品种期指贴水较深，且基差历史分位均处于相对低位。2025年5月27日，IF、IH、IC、IM算术平均基差分别为-82.45、-43.18、-219.45、-285.41，历史分位分别为8.85%、12.22%、6.86%、1.38%。

表 1：各期指合约基差历史分位(截至 2025 年 5 月 27 日)

	IF	IH	IC	IM
当月	7.71%	10.35%	4.33%	1.89%
次月	4.26%	5.14%	3.18%	1.31%
当季	10.69%	12.86%	9.00%	1.74%
下季	15.02%	18.74%	13.06%	0.87%

数据来源：wind，南华期货

考虑到当前处于分红季，当成分股除息时，指数不需修正任其自然回落，市场在预期股指分红后，股指期货价格会提前下跌，因此期指贴水较深有一部分原因与分红有关，我们将分红因素剔除后（详见《2025股指分红点位预测及对期指基差的影响》），得到修正后的期指基差历史分位。可以看到，IF、IH、IC合约基差基本脱离历史低位，尤其IH次月合约的基差历史分位甚至突破80%，处于相对高位。而IM各合约基差的历史分位依旧处于10%以下的低位，合约交割日越远，历史分位越低。

表 2：剔除分红因素后各期指合约基差历史分位(截至 2025 年 5 月 27 日)

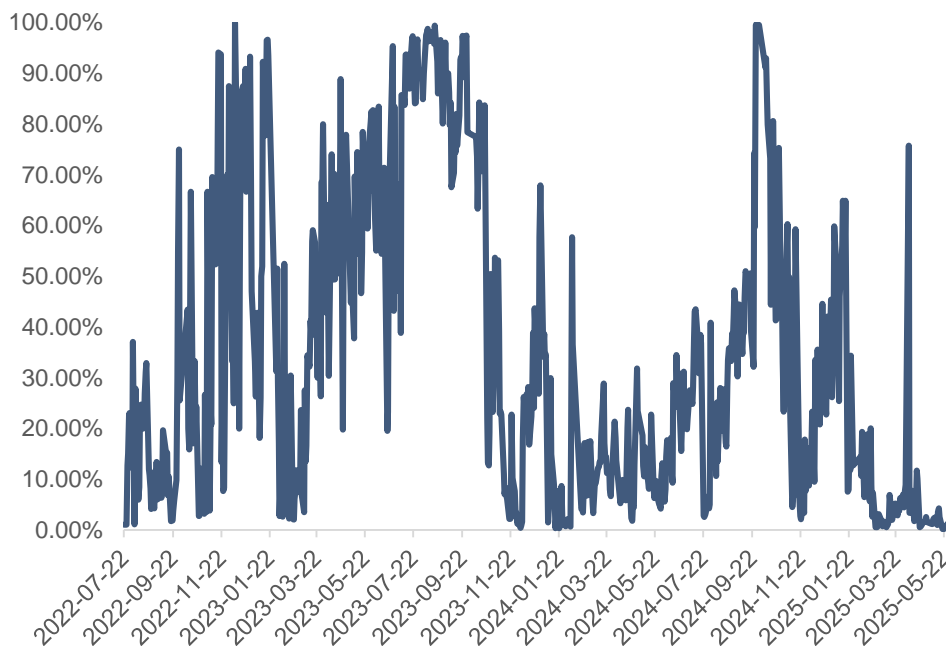
	IF	IH	IC	IM
当月	20.28%	25.69%	20.15%	7.11%
次月	47.60%	80.59%	25.29%	5.95%
当季	46.25%	76.06%	24.27%	4.21%
下季	40.43%	76.61%	24.68%	2.32%

数据来源：wind，南华期货

进一步探究IM贴水较深的原因，我们认为有以下几点：

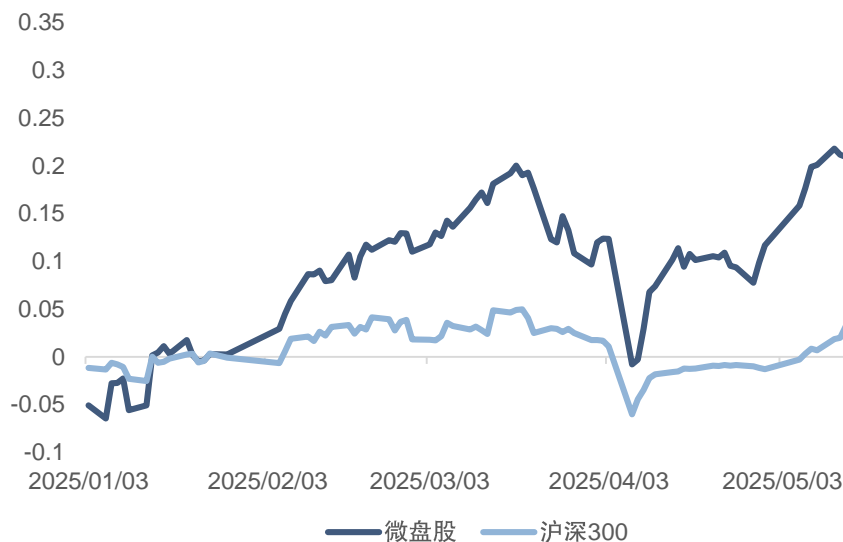
- 1、贸易摩擦使得外围不确定性加大，虽然当前中美贸易关系有所缓和，但外围环境仍存变数，市场避险情绪较浓厚，对冲需求上升。由图1可知，IM算术平均基差历史分位2月末便处于相对低位，彼时中美贸易战打响，4月中上旬关税政策的正式落地，市场恐慌情绪释放，股指暴跌，基差水平也随之大幅回升，之后便再度回落至5%以下的历史低位。
- 2、近期微盘股指数超额收益明显，量化微盘盈利较多时，便会加大仓位，同时增加对冲，而微盘股指数没有对应的期指对冲，只能用相关性较高的中证1000指数期货代替，导致IM期指基差贴水加深。

图 1：IM 算术平均基差历史分位



资料来源：Wind、南华研究

图 2：两大指数 2025 年累计涨跌幅趋势（%）



资料来源：Wind、南华研究

未来IM贴水如何收敛？我们回顾IM基差历史分位趋势，观察到2024年1月也出现了相似情况，IM基差持续位于10%以下的历史低位，彼时在经济修复压力持续、市场交投情绪本就羸弱的背景下，触发了各种机制带来的流动性冲击，引起了市场交易者的恐慌情绪，再加上“雪球”等衍生品的集中触发止损，进一步加大了指数波动，中小盘股指受到流动性机制冲击最大，跌幅靠前，指数及期指均大幅回落，基

差大幅下跌，贴水较深；而后随着监管层积极应对，各种稳定市场的政策不断出台，及时平抑了市场的恐慌情绪，指数与期指纷纷回升，基差上涨。当下市场情绪偏谨慎，指数下有支撑上有压力，难以形成明显的趋势性行情，因此我们认为，后续基差贴水收敛，一方面依靠分红落地基差回升，但根据对分红点位的预测，预计后续分红实施后期指贴水收窄幅度有限，另一方面可以更多期待国内利好政策落地带动市场情绪回暖，基差回升。

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

