

一波三折与中枢平稳下的波动放大

——期指基差年度回顾与展望

（作者单位：国投期货）郁泓佳

2025年伊始，我们将对股指期货2024年基差运行情况进行梳理，并对年内重要时点基差的影响因素进行分析。展望2025年期指基差的运行情况，我们认为各指数的股息率有望延续逐年回升态势、分红时间线也将有所拉长，市场未来将会越来越重视分红对期指基差的影响。而在股指期货投资者结构的逐步变迁下，预计基差波动变大的趋势也将延续。

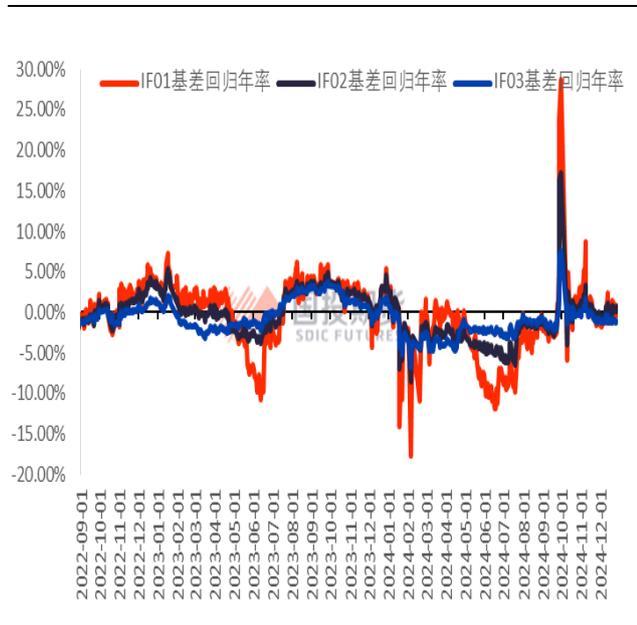
一、2024年基差回顾：一波三折

2024年以来期指多数品种的基差中枢并没有延续2023年的上行态势，反而有所回落，与此同时我们观察到基差年率经历了一波三折的运行过程。其中一季度经历了市场大幅下跌时基差快速走弱（贴水走扩），而9月底、10月初经历了市场大幅反弹时基差的快速走强（升水走扩）。这一方面受到市场情绪的影响，另外一方面随着股指期货的发展，投资者结构发生的变迁（比如场外衍生品的对冲操作体量的增加）也会给基差波动放大带来影响。另外一方面，这也体现了股指期货基差在市场大幅波动的时候作为市场情绪指示器的实例应用，而且实务应用中我们可以看到股指期货基差会先于标的指数修复，具有一定的领先性。

另外基差年率的季节性仍然存在，尤其是IH和IF基差年率季节性很明显，因为每年5月到8月期间，起初基差受分红影响开始走弱反映分红预期，随着分红的逐步

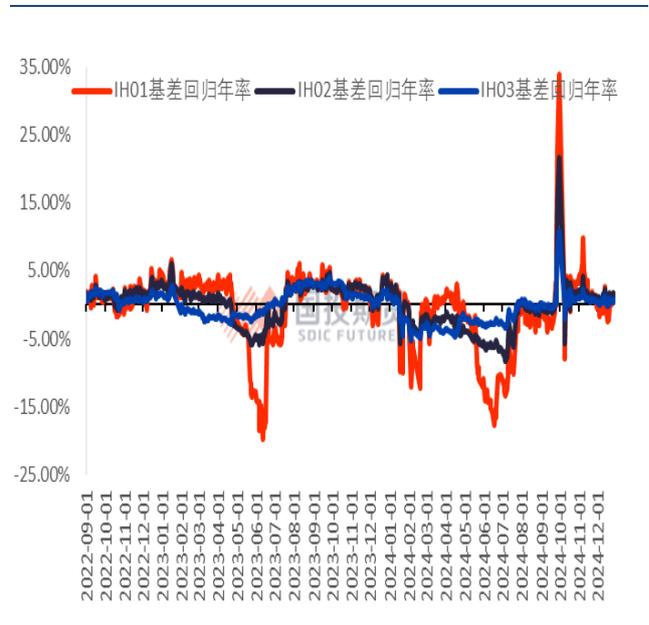
落地基差开始走强反映市场已经完成分红从预期到现实的交易。

图：IF 基差年率



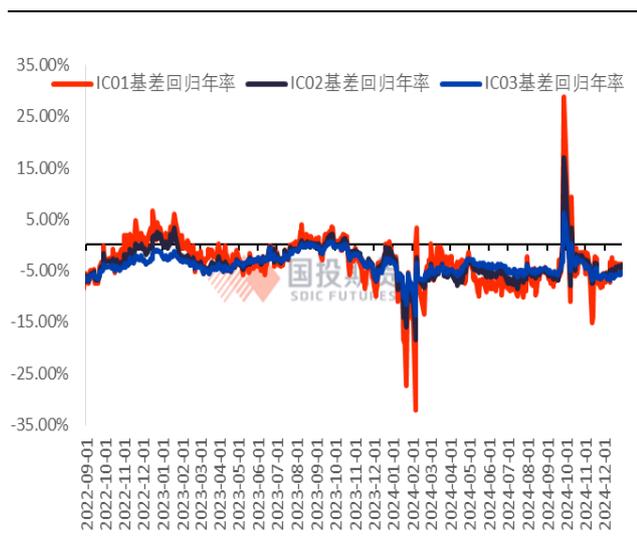
资料来源：Wind，国投期货

图：IH 基差年率

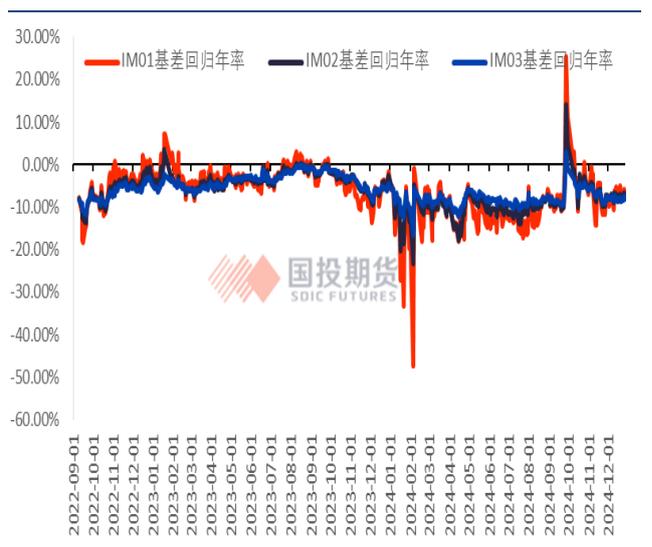


资料来源：Wind，国投期货

图：IC 基差年率



图：IM 基差年率



资料来源：Wind，国投期货

资料来源：Wind，国投期货

二、分红因素对股指期货基差的影响与应对

从分红节奏上看，2024 年有近千家上市公司宣告中期分红（即上市公司在年度分红之外，根据半年度或季度的财务报告，向股东分配利润的行为）其中近七百家实施落地、近三十家上市公司实施特殊分红；另外 2024 年和往年相比，上证 50 指数成分股分红更早的密集落地，带来了修正基差运行中枢的提前上移。从实施分红金额落地情况看，2022 年以来增速明显加快，2024 年全年上市公司分红实施金额突破 2.4 万亿元。上市公司分红次数以及金额的增加，增大了分红因素对期指基差的影响。

基差的季节性变化可能会给套期保值投资者带来一定的基差风险。针对这一扰动我们建议保守的套保投资者，中长期持有时可以直接在 3 月份换月至 9 月合约或者在 4 月份换月至 12 月合约等远月合约，选择基差年率（对冲成本）相对友好的时间段入场，并持有至临近到期，来规避 5 月到 8 月贴水走扩后再收窄的扰动。而针对相对激进的空头套保投资者，可以尝试在适当的时候进行条件换月操作，利用分红的季节性规律降低对冲成本。具体操作上，重点关注 5 月附近的换月时机选择。

三、市场投资者结构对股指期货基差影响的回顾与应对

另外，针对 2024 年内两次较为极端行情下，场外衍生品对冲操作对基差的影响，我们也为不同类型的客户提出了相应的应对方案。我们主要关注的是利用股指期货对冲体量比较

大的场外衍生品，主要是各类以股指期货相关宽基指数为标的资产的雪球产品。

首先，在雪球产品临近敲入密集区间，针对基差波动放大、贴水快速走扩的情况，建议保守型空头套保投资者尽量提前选择较远月的年化成本较低的合约进行换月以规避基差大幅波动对净值的不利影响，而激进型空头套保投资者可以通过择时套保操作进行对冲端减仓以从基差的波动中锁定一部分对冲的收益。另外对于多头套保投资者来说，则可以关注在基差贴水走扩时入场给对冲端带来的额外换月收益。

其次，在雪球产品敲入后临近密集敲出阶段，针对基差波动放大、贴水快速收敛甚至出现升水的情况，建议保守型空头套保投资者尽量提前选择较远月的年化成本较低的合约进行换月以规避基差大幅波动对净值的不利影响，而激进型空头套保投资者可以通过择时套保操作在升水快速走扩阶段入场给对冲端带来额外收益。另外对于多头套保投资者来说，可以通过择时套保操作进行对冲端减仓，锁定一部分由基差变化带来的收益。

四、2025 基差展望：中枢平稳下的波动放大

展望 2025 年，在政策鼓励上市公司增加现金分红频次、优化现金分红节奏、提高现金分红比例背景下，我们认为各指数的股息率有望延续逐年回升态势、分红时间线也将有所拉长，市场未来将会越来越重视分红对期指基差的影响。而在股指期货投资者结构的逐步变迁下，预计基差波动变大的趋势也将延续。后续针对分红对基差的季节性影响、以及投资者结构变迁带来基差波动变大的应对措施，仍可以参考我们上文在股指期货基差回顾部分给出的建议。

免责声明

国投期货有限公司是经中国证监会批准设立的期货经营机构，已具备期货投资咨询业务资格。

本报告仅供国投期货有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。如接收人并非国投期货客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及推测只提供给客户作参考之用。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的期货或期权的价格、价值可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。客户不应视本报告为其做出投资决策的唯一因素。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所导致的任何损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，本公司不对其内容的真实性、合法性、完整性和准确性负责。

本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。