

如何看待 IC&IM 当前的深贴水？



东方证券
ORIENT SECURITIES

期货

报告日期：2025 年 5 月 27 日

★ 事件：IC、IM 持续深度贴水

2025 年以来，股指期货贴水多次走阔，近期 IC、IM 贴水持续维持历史高位，引发市场关注。截止 5 月 26 日，IC、IM 剔除分红当季合约年化贴水率分别为 10.6%、15.3%，对应两年百分位分别为 3.6%、2.4%。

★ 贴水原因分析

分析深贴水持续有 3 个主要因素：

一是多头套保资金的缺失。挂钩股指的结构化产品经历了持续的敲出和到期，且新发受限，存续规模维持低位，仅有 2023 年最大规模的约 1/4 到 1/3。

二是中性策略套保需求维持稳定。今年以来小市值跑赢大盘，中证 2000 指数相对中证 1000 指数取得累计超额收益 7.7%，指增 alpha 普遍表现较好；股指期货维持深度贴水的情况下，空头持有远季合约对冲成本可控，例如 IC 持有当季合约对冲今年以来已兑现对冲成本接近 0，叠加基差管理策略的中性策略可以取得较好表现。中性策略的空头套保需求主导股指期货的基差结构与移仓换月，导致股指期货持续维持深度贴水。

三是市场情绪的谨慎。深度贴水带来可观的多头替代超额收益，但仍需承担相应的 beta 波动风险。当前市场处于清明节后的阶段性高位，多头资金没有大规模入场驱动贴水收敛，体现了市场的谨慎情绪。

★ 后续基差展望与策略建议

长期来看，贴水幅度由指数增强的超额水平定价，当前 IC 与 IM 的贴水幅度已经超过绝大多数指数增强基金的超额能力，因此是不可持续的；后续的贴水收敛情况取决于挂钩股指的场外产品发行节奏、中性策略仓位和市场情绪变化。短期挂钩股指的场外产品发行受限、对冲成本未兑现在中性策略里导致中性策略降仓意愿不强，会导致深度贴水维持。若市场维持低波动，预计贴水收敛将在比较长的周期内完成；若市场出现较大波动，则贴水可能会在市场情绪和投机资金驱动下完成快速收敛。

策略上建议关注股指期货跨期正套和多头替代的交易机会。

常海晴

金融工程高级分析师

从业资格号：F03087441

投资咨询号：Z0019497

Tel: 8621-63325888-4191

Email: haiqing.chang@orientfutures.com



扫描二维码，关注“东证繁微”小程序

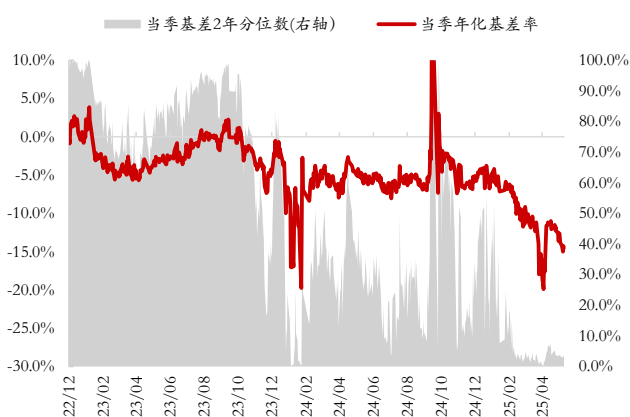
目录

1、 事件：IC、IM 持续深度贴水.....	3
2、 贴水原因分析.....	3
3、 后续基差走势展望与策略建议	7

1、事件：IC、IM 持续深度贴水

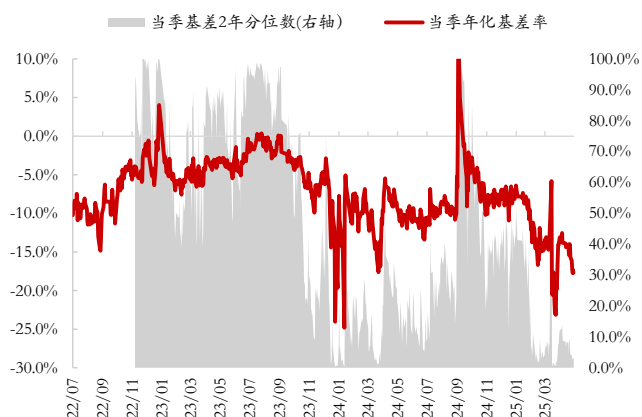
2025 年以来，股指期货贴水多次走阔，近期 IC、IM 贴水持续维持历史高位，引发市场关注。截止 5 月 26 日，IC、IM 剔除分红当季合约年化贴水率分别为 10.6%、15.3%，对应两年百分位分别为 3.6%、2.4%。

图表 1：IC 当季年化基差率



资料来源：Wind，东证衍生品研究院

图表 2：IM 当季年化基差率



资料来源：Wind，东证衍生品研究院

2、贴水原因分析

2025 年以来，股指期货贴水经历了 3 次走阔：

- (1) 第一次为 2-3 月，市场上涨导致存续挂钩股指场外期权产品持续触发敲出，多头平仓需求较强驱动贴水走阔。2025 年初存续的挂钩股指结构化产品均为已敲入状态，敲入状态下产品的 delta 对冲仓位较高（图表 4），为产品名义本金的 1-2 倍，因此敲出和到期导致的平仓规模较大，驱动贴水走阔；
- (2) 第二次为清明节后关税事件导致市场临时避险需求突增，空头套保需求的增加驱动贴水走阔。随着市场情绪企稳和临时对冲需求的平仓，贴水逐渐收敛；
- (3) 第三次为 5 月份以来，在没有特别事件驱动的情况下，空头主导移仓换月驱动远月合约逐渐走阔，深贴水状态持续。持续的深度贴水的维持，有三个主要因素：

一是多头套保资金的缺失。挂钩股指的结构化产品经历了持续的敲出和到期后存续规模维持低位，当前挂钩股指场外期权的股指期货多头头寸大约与 2020 年水平相当，仅有 2023 年最高规模的 1/3 左右。2020 年结构化产品多头对冲资金缺失且中性策略规模处于扩张状态，对应股指期货亦维持较

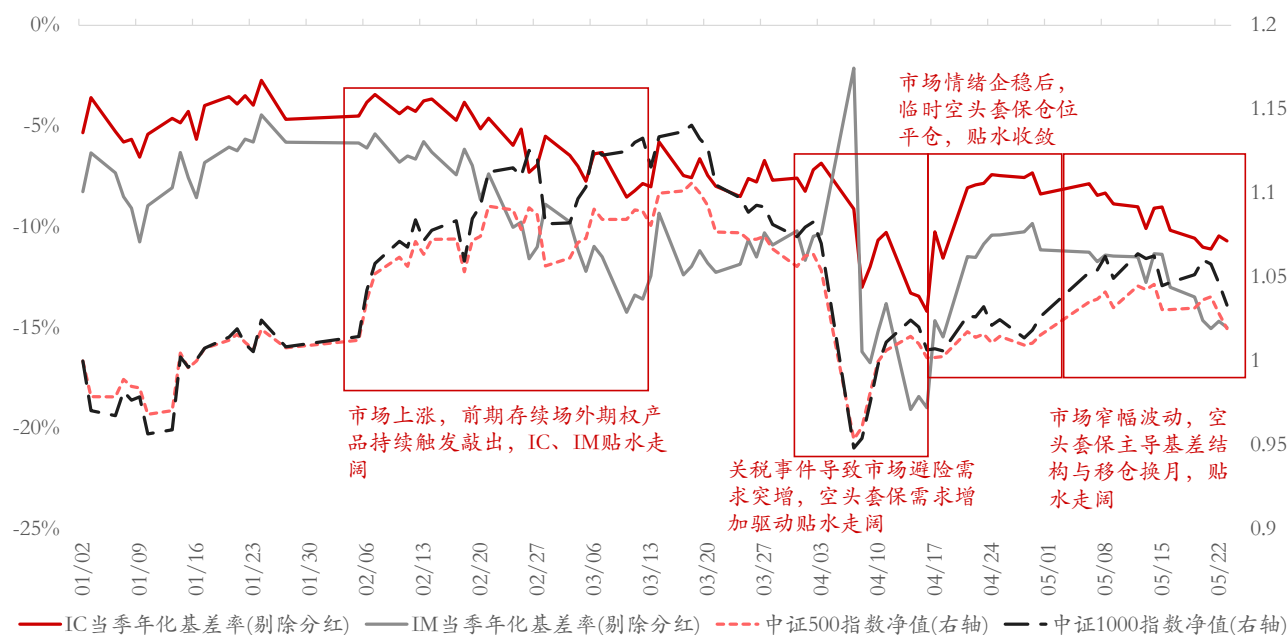
深贴水。如图表 5 所示，25 年基差走势与 20 年相近，且从季节性规律看，上半年贴水易走阔。

二是中性策略套保需求维持稳定。今年以来小市值跑赢大盘，中证 2000 指数相对中证 1000 指数取得累计超额收益 7.7%，指增 alpha 普遍表现较好，股指期货维持深度贴水的情况下，空头持有远季合约对冲成本可控，叠加基差管理策略的中性策略可以取得较好表现。中性策略的空头套保需求主导股指期货的基差结构与移仓换月，导致股指期货持续维持深度贴水。

图表 8-11 展示了 IC、IM 多头持有不同期限合约展期相对全收益指数的超额收益情况，近一年当月合约滚动展期相比指数的超额收益显著，但当季与下季合约展期相比指数的超额收益较低。2025 年以来，中证 500 股指期货当月、下月、当季、下季合约滚动展期的累计超额收益分别为 3.1%、2.3%、0.1%、-1.2%；中证 1000 股指期货当月、下月、当季、下季合约滚动展期的累计超额收益分别为 3.5%、2.6%、0.4%、-1.3%。空头持有远季合约的已实现对冲成本处于较低水平。股指期货贴水虽深，但是目前可能并未兑现在中性策略的对冲成本中；后续空头对冲成本的压力会越来越大，从而驱动贴水逐渐收敛。

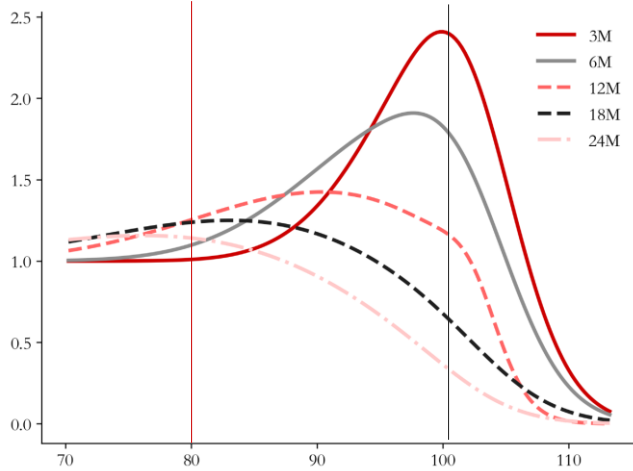
三是市场情绪的谨慎。深度贴水带来可观的多头替代超额收益，但仍需承担相应的 beta 波动风险。当前市场处于清明节后的阶段性高位，多头资金没有大规模入场驱动贴水收敛，体现了市场的谨慎情绪。

图表 3：2025 年以来 IC、IM 基差走势复盘



资料来源：Wind，东证衍生品研究院

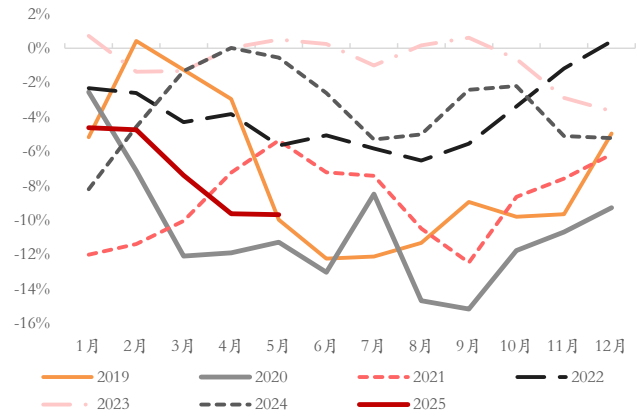
图表 4: 敲入状态下不同到期日经典结构 delta 绝对值



资料来源: 东证衍生品研究院

参数: 分红率=0, 波动率=0.16, 期初价格=100, 敲入=80, 敲出=103

图表 5: IC 月度当季合约年化基差均值 (分红调整)



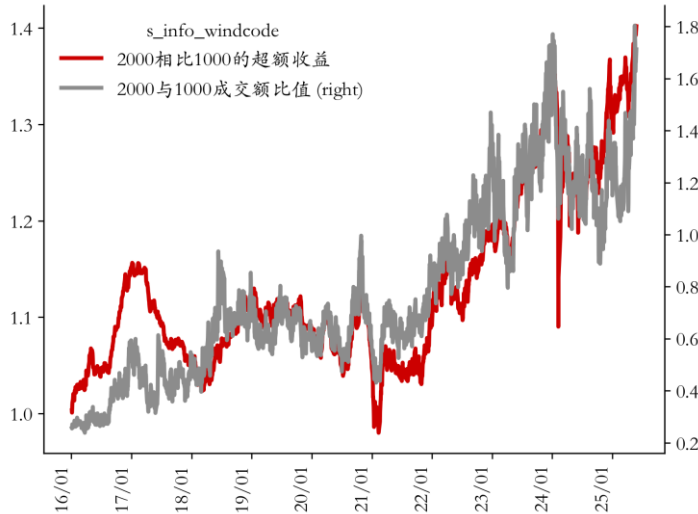
资料来源: Wind, 东证衍生品研究院

图表 6: 公募指数增强基金历年平均超额收益率

年份	沪深 300 指增平均超额	中证 500 指增平均超额	中证 1000 指增平均超额
2017	-0.2%	7.5%	
2018	3.7%	9.6%	
2019	1.2%	4.5%	
2020	11.0%	10.7%	
2021	4.5%	2.3%	
2022	2.2%	3.1%	8.6%
2023	1.5%	1.9%	6.9%
2024	-0.2%	0.4%	3.6%
2025 累计	1.5%	1.7%	3.6%
2025 年化	3.8%	4.2%	9.0%

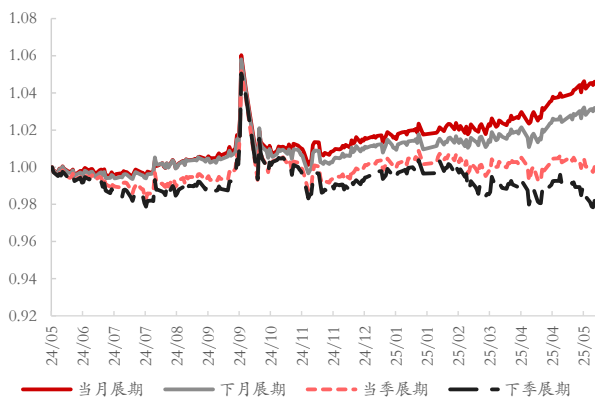
资料来源: Wind, 东证衍生品研究院

图表 7：2025 年以来中证 2000 相比中证 1000 超额收益 7.7%



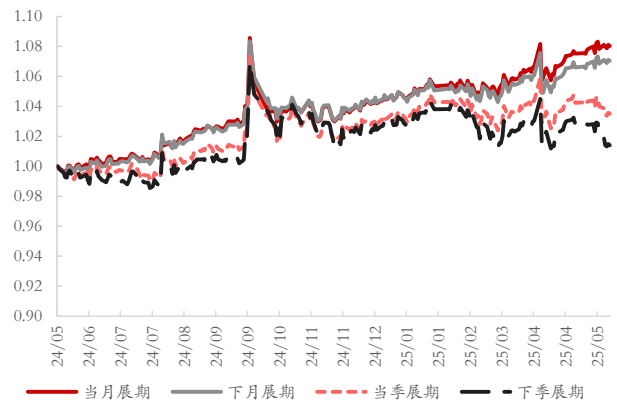
资料来源：Wind，东证衍生品研究院

图表 8：IC 不同展期策略相对全收益指数超额净值



资料来源：Wind，东证衍生品研究院

图表 9：IM 不同展期策略相对全收益指数超额净值



资料来源：Wind，东证衍生品研究院

图表 10：IC 不同展期策略相对全收益指数分年度展期收益

年份	当月展期	下月展期	当季展期	下季展期
2019	10.1%	9.3%	7.9%	6.5%
2020	11.7%	11.1%	7.2%	6.1%
2021	8.8%	8.8%	9.6%	9.1%
2022	2.8%	3.8%	6.0%	6.3%
2023	0.0%	-0.1%	1.1%	0.7%
2024	4.0%	2.5%	1.9%	1.1%
2025	3.1%	2.3%	0.1%	-1.2%

资料来源：Wind，东证衍生品研究院

图表 11: IM 不同展期策略相对全收益指数分年度展期收益

年份	当月展期	下月展期	当季展期	下季展期
2023	1.6%	1.6%	3.0%	2.4%
2024	9.3%	7.8%	5.8%	4.9%
2025	3.5%	2.6%	0.4%	-1.3%

资料来源: Wind, 东证衍生品研究院

3、后续基差走势展望与策略建议

长期来看,贴水幅度由指数增强的超额水平定价,当前 IC 与 IM 的贴水幅度已经超过绝大多数指数增强基金的超额能力,因此是不可持续的;后续的贴水收敛情况取决于挂钩股指的场外产品发行节奏、中性策略仓位和市场情绪变化。短期挂钩股指的场外产品发行受限、对冲成本未兑现在中性策略里导致中性策略降仓意愿不强,会导致深度贴水维持。若市场维持低波动,预计贴水收敛将在比较长的周期内完成;若市场出现较大波动,则贴水可能会在市场情绪和投机资金驱动下完成快速收敛。

策略上建议关注股指期货跨期套利和多头替代的交易机会。

- (1) **跨期套利:** 深度贴水的环境下,近月合约临近到期基差收敛更快,预期贴水环境持续的情况下关注多近空远跨期正套策略的交易机会;
- (2) **套保资金的展期策略:** 空头套保建议提前展期持有远季合约降低对冲成本;多头仓位建议持有当月合约临近到期展期提高展期收益。
- (3) **多头替代:** 追求相对指数超额收益的产品建议增加股指期货多头持仓比例。

图表 12: 近 2 年股指期货跨期套利策略表现 (6 倍杠杆)



资料来源: Wind, 东证衍生品研究院

图表 13：2024 年以来股指期货跨期套利策略表现（6 倍杠杆）

	年化基差率	正套	120 日动量
累计收益率	8.6%	16.5%	8.9%
年化收益率	6.3%	12.1%	6.6%
年化波动	5.5%	7.3%	6.6%
夏普比	1.14	1.66	1.00
最大回撤	-3.8%	-5.3%	-6.0%
卡玛比	1.67	2.27	1.10
日胜率	52.7%	57.2%	58.4%
日盈亏比	1.14	1.10	0.90
周胜率	61.1%	65.3%	63.9%
周盈亏比	1.10	1.22	0.93

资料来源：Wind，东证衍生品研究院

图表 14：股指期货跨期套利策略分年度表现（6 倍杠杆）

	年化基差率	正套	120 日动量
2019	19.1%	2.4%	0.2%
2020	26.6%	9.0%	2.1%
2021	7.6%	-2.5%	-0.6%
2022	8.0%	-3.9%	3.4%
2023	8.4%	-0.7%	2.0%
2024	5.4%	8.5%	4.2%
2025	3.1%	7.3%	4.3%
近一周	0.3%	0.9%	0.5%

资料来源：Wind，东证衍生品研究院

期货走势评级体系（以收盘价的变动幅度为判断标准）

走势评级	短期（1-3 个月）	中期（3-6 个月）	长期（6-12 个月）
强烈看涨	上涨 15%以上	上涨 15%以上	上涨 15%以上
看涨	上涨 5-15%	上涨 5-15%	上涨 5-15%
震荡	振幅-5%-+5%	振幅-5%-+5%	振幅-5%-+5%
看跌	下跌 5-15%	下跌 5-15%	下跌 5-15%
强烈看跌	下跌 15%以上	下跌 15%以上	下跌 15%以上

上海东证期货有限公司

上海东证期货有限公司成立于 2008 年，是一家经中国证券监督管理委员会批准的经营期货业务的综合性公司。东证期货是东方证券股份有限公司全资子公司。公司主要从事商品期货经纪、金融期货经纪、期货交易咨询、资产管理、基金销售等业务，拥有上海期货交易所、大连商品交易所、郑州商品交易所、上海国际能源交易中心和广州期货交易所会员资格，是中国金融期货交易所全面结算会员。公司拥有东证润和资本管理有限公司，上海东祺投资管理有限公司和东证期货国际（新加坡）私人有限公司三家全资子公司。

自成立以来，东证期货秉承稳健经营、创新发展的宗旨，坚持以金融科技助力衍生品发展为主线，通过大数据、云计算、人工智能、区块链等金融科技手段打造研究和技术两大核心竞争力，坚持市场化、国际化、集团化发展方向，朝着建设一流衍生品服务商的目标继续前行。

免责声明

本报告由上海东证期货有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本公司已取得期货投资咨询业务资格，投资咨询业务资格：证监许可【2011】1454号。

本研究报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本研究报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的报告之外，绝大多数研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

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，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买投资标的的邀请或向人作出邀请。

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引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为东证衍生品研究院，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

东证衍生品研究院

地址：上海市中山南路318号东方国际金融广场2号楼21楼

联系人：梁爽

电话：8621-63325888-1592

传真：8621-33315862

网址：www.orientfutures.com

Email：research@orientfutures.com