

正确理解股指期货，助力资本市场高质量发展



报告日期：2023 年 10 月 12 日

★股指期货对资本市场的正面意义

1、我们构建的相对流动性指标现实，股指期货上市以及限仓大幅松绑后，指数成分股的平均成交量比全部 A 股的平均成交量要有明显上行，流动性增强。

2、机构资金对股指期货的交易需求以套期保值为主。期货合约标的指数的市值风格差异决定了不同品种的策略运用与套保需求不同，而不同机构的资金来源、规模差异与不同的收益风险要求决定了不同机构对于股指期货的策略运用与品种偏好存在差异。机构使用股指期货进行风险管理，提高了应对市场下行风险的能力，从而提高了长期配置资金的稳定性。

3、股指期货的发展史亦是 A 股市场发展的一个缩影。从股灾限仓到逐渐松绑，从单一的空头套保需求到策略多元化的今天，背后是股指期货作为对冲工具更好的服务于市场逐渐多元化的风险管理需求。更高的定价效率和更高的市场资源配置效率离不开更加完善的风险管理体系和衍生品工具的支持。

★正确理解本轮下跌

本轮经济下滑主要源于三个原因：一是海外加息，衰退压力上行，中国出口承压。二是内需低迷，疫情的疤痕效应仍需时间化解。地产拖累依旧严重。三是受土地财政退坡、债务风险严峻、转型升级等因素，政府支出力度较去年有所放缓。同时北向资金的持续大幅流出是下跌的直接原因。但可以肯定的是，宏观经济已经止跌，最紧张时刻已经过去。四季度 A 股将从外资单边流出的逻辑，逐渐转向利润表修复的定价逻辑。

★理解股指期货

多空双向交易是资本市场的基本制度之一，卖空交易对于证券市场是极其重要的。股指期货在下跌市中是否是恶意做空的工具，我们认为应当正确看待。一、中国股指期货市场多是机构参与，且绝大多数以套期保值和套利为主。套期保值者同时亦是股票多头的持有者。二、期货市场中的投机空头一定程度上替代了现货空头，缓解了现货空头的压力。三、股指期货持仓总额相对现货总市值仍偏小，影响有限。

王培丞 宏观高级分析师（股指）

从业资格号：F03093911

投资咨询号：Z0017305

Tel: 8621-63325888-3904

Email: peicheng.wang@orientfutures.com

常海晴 金融工程分析师（股指）

从业资格号：F03087441

投资咨询号：Z0019497

Tel: 8621-63325888-4191

Email: haiqing.chang@orientfutures.com

目录

1、 股指期货的基本概念.....	5
2、 海外股指期货的发展与成功案例.....	7
3、 中国股指期货的发展历程.....	9
3.1、 2010-2015 年初上市后快速发展	9
3.2、 2015 年：载入史册的历史性暴跌与股指期货最严限仓.....	11
3.3、 2016 年-2019 年：股灾后的恢复期	11
3.4、 2019 年后：从单一的空头套保需求到策略多元化	12
3.4.1、 场外衍生品的发展进一步改变了股指期货的交易结构.....	13
3.4.2、 中证 1000 股指期货上市：量化对冲再添利器.....	14
3.4.3、 股指期货 2023 年以来常态化升水.....	14
4、 中国股指期货对于资本市场的正面作用	15
4.1、 从短期视角看，股指期货的上市有助于提高现货指数成分股的流动性	15
4.2、 机构如何运用股指期货.....	17
4.3、 股指期货的套期保值效果.....	21
5、 正确理解宏观经济与本轮股市下跌，正确理解卖空与股指期货	23
6、 展望：动荡时代，如何更好地利用股指期货.....	30
7、 参考文献.....	31

图表目录

图表 1: 股指期货与股票交易的区别	5
图表 2: 1800 成分股市值分布	6
图表 3: 标普 500 股指期货持仓量多次于风险事件中大增	9
图表 4: 全球股指期货成交金额 (单位: 千亿美元)	10
图表 5: 全球股指期货持仓量 (单位: 万手)	10
图表 6: 全球主要交易所股指期货的成交持仓比	10
图表 7: 股指期货限仓前后成交量变化 (单位: 万手)	11
图表 8: 限仓后期指成交量恢复情况 (单位: 万手)	11
图表 9: 2021 券商场外业务营收迅速增长	14
图表 10: 股指期货剔除分红年化基差概览	15
图表 11: IF 上市后沪深 300 成分股相对流动性上行	16
图表 12: IC 上市后中证 500 成分股相对流动性上行	16
图表 13: IM 上市后中证 1000 成分股相对流动性上行	16
图表 14: 2019/4/19 日 IF 限仓松绑为 500 手后, 指数成分股相对流动性上升	17
图表 15: 2019/4/19 日 IC 限仓松绑为 500 手后, 指数成分股相对流动性上升	17
图表 16: 不同类型机构的股指期货套保需求	18
图表 17: 股指期货的常用策略与代表机构	18
图表 18: 公募基金参与股指投资的产品数量情况	19
图表 19: 公募基金持有股指期货合约规模情况	19
图表 20: 部分银行理财产品情况 (存续)	20
图表 21: 私募中性策略产品平均收益净值曲线	21
图表 22: 私募中性策略新发行产品数量与平均收益	21
图表 23: 沪深 300 消费指数套保前后净值	22
图表 24: 沪深 300 消费指数套保前后组合表现对比	22
图表 25: 多头替代的资金配置 (假设保证金比例 10%)	23
图表 26: 中证 500 股指期货替代 5G 指数	23
图表 27: 中证 500 股指期货替代 5G 指数	23
图表 28: 中国出口增速进入下行通道	24
图表 29: 中国出口金额季节性	24
图表 30: 地产投资仍旧维持两位数负增长水平	24
图表 31: 近两年商品房销售持续负增长	24
图表 32: 本年度专项债发行进度慢于去年	25
图表 33: 社融口径的政府债券净融资于年中表现平平	25
图表 34: 非金融 A 股营收与利润仍处在下行通道中	26

图表 35: 居民部门收入增速仍未回到疫情前趋势水平	26
图表 36: 中美利差倒挂于 8 月份跌破前低	26
图表 37: 8 月起北向资金大幅净流出	26
图表 38: 今年公募偏股型基金发行规模偏低	27
图表 39: 今年私募证券型基金管理规模有所下降	27
图表 40: 美国需求韧性对中国出口形成支撑	27
图表 41: 8 月份工业企业利润已经同比转正	27
图表 42: 中国股指期货持仓量	30

今年二三季度，随着中国宏观经济下行，政策稳增长力度不断加大，多项托底政策出台。8-9 月份现实需求也呈现出一定的边际改善倾向。但在资本市场上，A 股却从 8 月起跌跌不休。市场情绪悲观，随后对于量化、衍生品、融券等做空机制、做空群体产生热议，观点有一定分歧，似有将情绪矛头对准上述工具的倾向。我们在这里着重梳理股指期货的相关概念，厘清部分质疑，并阐明股指期货市场是对资本市场的健全与保障。

1、股指期货的基本概念

股指期货，是以某种**股票指数**为标的资产的标准化的期货合约。双方约定在未来的某个特定日期，可以按照事先确定的股价指数的大小，进行标的指数的买卖，到期后通过现金结算差价来进行交割。买卖双方报出的价格是一定时期后的股票指数价格水平。

股指期货与股票交易的区别主要体现在四个方面：**合约有到期日、保证金交易、可以卖空、当日无负债结算制度**。股指期货本质是多空持仓者之间的契约，交易所作为中央对手方通过多种风控制度来保证契约的履行，当日无负债结算便是防范信用风险的重要手段之一。

图表 1：股指期货与股票交易的区别

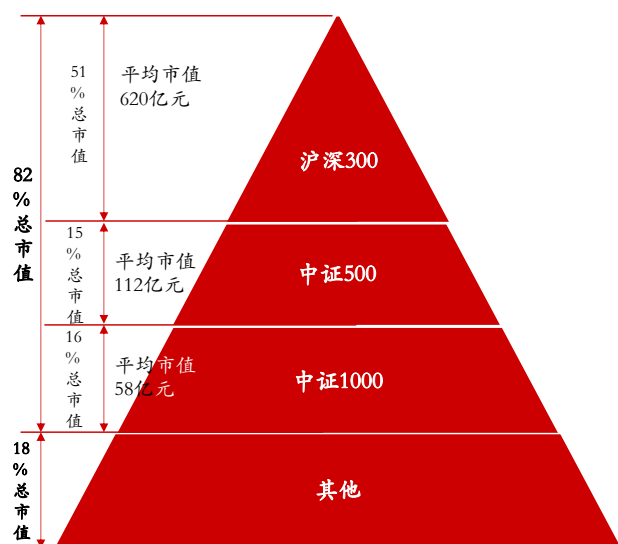
合约有到期日	保证金交易	允许做空	当日无负债结算
提前移仓 到期交割	有杠杆 只需支付部分资金 作为履约保证金	双向交易 可以先买后卖或先 卖后买	每日对保证金结算 不足时需补足 否则有强平风险

资料来源：中国金融期货交易所，东证衍生品研究院

保证金交易和双向可做空的特性是衍生品工具区别于传统资产的重要特征，也因此使得投资者可以以更低的交易成本实现风险管理需求的再分配。虽然股指期货具有可做空的特点，但每一个存续交易背后均是多空交易者的双向契约，再加上现金结算的设定，股指期货全部资金的方向是中性的，不会改变整个权益市场的仓位；恰恰相反的是，持有股指期货空头的投资者往往以套期保值为目的，这类投资者往往会更加长期稳定的持有股票多头。

目前我国已上市四个股指期货品种，包括上证 50 股指期货(IH)、沪深 300 股指期货(IF)、中证 500 股指期货(IC)和中证 1000 股指期货(IM)。当前四个股指期货品种标的指数的 1800 只成分股已经覆盖了全部 A 股自由流通市值的 80%以上，为不同持仓风格提供了全面、多样化的风险管理工具。

图表 2：1800 成分股市值分布



资料来源：Wind，东证衍生品研究院

2、海外股指期货的发展与成功案例

作为现货的股票在全球金融市场中已经有上百年历史，但股指期货这一衍生品的诞生时间却并不久远。股指期货最早可以追溯到 20 世纪 80 年代，1982 年 2 月，美国堪萨斯期货交易所（KCBT）推出了全球第一份股指期货合约——堪萨斯价值线股指期货合约（Value Line Index），随后芝加哥商品交易所（CME）和纽约期货交易所（NYFE）也于同年分别上市了标普 500 股指期货和纽交所综合指数期货。这标志着股指期货的正式诞生。股指期货一经推出就受到了市场的广泛关注，价值线指数期货推出当年就成交了 35 万张，标普 500 指数期货的成交量更达到了 150 万张。1984 年，股票指数期货的交易量已占美国所有期货合约交易量的 20% 以上。

股指期货取得的巨大成功，不仅促进了美国本土期货市场规模的快速扩张，并且在全球也得到了广泛的推广。

欧洲方面，1984 年 5 月，伦敦国际金融期货和期权交易所推出了 FTSE 100 股指期货，英国成为首例上市股指期货品种的欧洲国家。随后，1988 年 6 月，法国期货交易所推出了 CAC40 股指期货，1990 年 9 月德国期货交易所推出了 DAX 股指期货。

亚洲方面，1986 年 5 月，香港期货交易所推出恒生指数期货，成为亚洲首个股指期货交易市场。1986 年 9 月，新加坡交易所推出了异地上市的股指期货——日经 225 股指期货，并且随后陆续推出一系列针对亚洲国家和地区的异地股指期货。1988 年 9 月，日本东京证券交易所和大阪证券交易所分别推出了东证股指期货和日经 225 股指期货。

除此之外，从 90 年代开始，新兴市场也加快了股指期货市场建设的节奏，相继上市各自的股指期货品种。1996 年 5 月韩国证券交易所推出了 KOSPI 200 股指期货。1998 年 7 月台湾期货交易所推出台湾加权指数期货。2000 年 6 月印度孟买股票交易所与国家股票交易所合作推出了 NIFTY 50 股指期货，印度也正是启动了股指期货交易。时至今日，股指期货已成为现代资本市场不可或缺的重要组成部分。

但股指期货的发展历程并非一帆风顺，其中也经历过停滞与非议。最为著名的便是 1987 年美国股灾事件。我们通过具体展开此事，来厘清海外市场对股指期货的认知是如何逐步深化的。

1987 年 10 月 19 日，美国遭遇黑色星期一，标普 500 指数单日暴跌 20.47%，随后几个交易日，标普 500 股指期货更是大幅贴水近 20%。股指期货也因此迎来如潮般批评，受到了广泛的质疑。

为正确认知股灾发生的原因，监管部门与交易所等机构对股灾过程中股指期货发挥的作用进行了深入地探讨。美国财政部成立的以布雷迪为首工作小组发布了《布雷迪报告》，该报告认为在市场下跌过程中，使用了股指期货参与的指数套利（卖现货买期货）与组合保险（追涨杀跌）两大程序化交易策略相互作用，形成了股票价格的负反馈螺旋，形成了“瀑布效应”，进而引爆了股灾的发生，即股指期货是市场下跌的“元凶”。

但随后这种说法遭到了多方的质疑。芝加哥商品交易所聘请的独立学术委员会出具了著名的米勒报告。通过对交易细节的详细分析，该报告指出：1987 年 10 月的股灾本

质上是宏观经济问题不断积累以及股票市场本身问题导致，并不是由股指期货引起，股指期货并不是不稳定因素。具体地：

细节方面，现货市场股票大跌和标普 500 期货大幅贴水之时，并未发现大量的指数套利和组合保险策略的卖出股票交易；

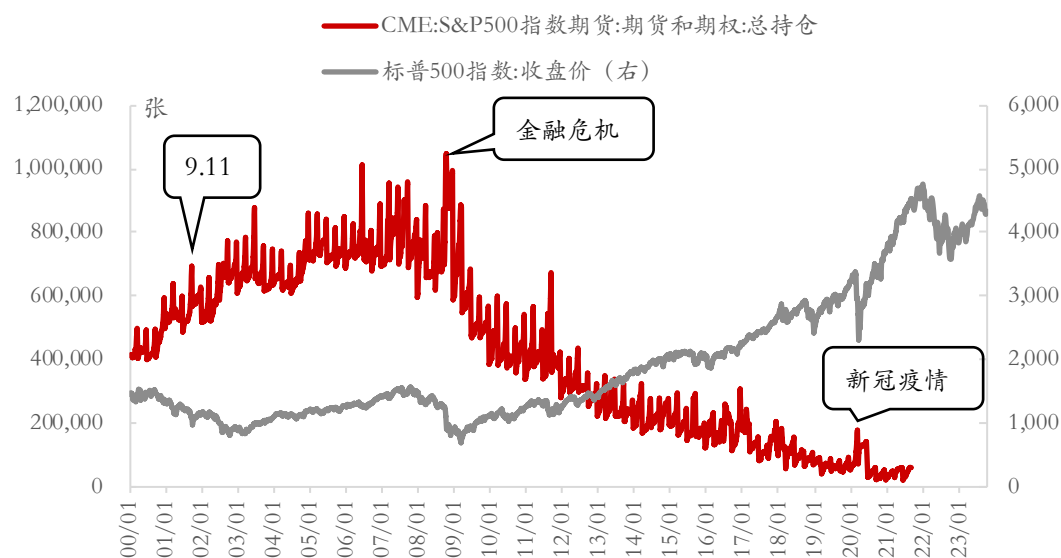
关于套利交易：理论上，套利交易不存在市场风险，仅面临交易执行层面的风险。套利交易无非在于期货市场以其便捷性比现货市场稍早数分钟对影响股价的消息做出反应。即使没有股指期货，现货端同样围绕相关消息进行交易。本质上看，套利交易只是信息的传递者。但由于当时美国现货市场短期内无法消化大量报单，而期货市场便捷快速，故而导致了套利交易难以流畅传导，股价的波动便会加剧。

关于组合策略：组合策略的追涨杀跌特性会给市场带来一定压力，但与 1989 年 10 月 19 日关键时刻的走势并无显著的相关性。同时，美国商品交易委员会 CFTC 出具的报告也显示美国股灾的 10 月 19 日，指数套利与组合策略的股票卖出量虽然规模较大，但远不及美国共同基金的股票卖出规模。同时米勒报告还指出，组合保险等策略通过在期货上的卖空反倒减轻了现货的卖空压力。根据报告测算，10 月 19 日，期货市场为现货股票承担了 23500 万股的抛压，约占当日总成交的 40%。

关于期货大幅贴水，期货贴水是否加剧了“瀑布效应”？关于该问题，米勒报告指出，期货贴水主要是由于两方面原因所致：一是交易机制上，股票现货与期货市场有所不同。当开盘时股票现货指令严重失衡时，做市商有权延迟开盘，而期货市场并不会延迟；另一方面，盘中交易时，现货股票由于巨大的抛压而出现临时暂停，而股指期货则正常交易。上述因素均造成了期现价格出现错位，股票现货交易不连续，现货价格失真。二是套利交易中，融券卖现货、买期货的反向套利交易，由于现货报价受限而难以执行。因此套利交易无法连贯运转，使得期货持续贴水，基差难以收敛。1992 年，另有研究报告指出由于 NYSE 的 DOT 系统处理能力不足，使得大量挂单指令排队现象严重，导致了报价延迟，因此现货指数价格持续滞后。因此总结可以看到，交易层面的执行缺陷使得现货和期货在价格形成上出现了时滞，因而期货大幅贴水，但这种贴水是由于现货价格的失真，而非期货价格的主动砸盘。

在米勒报告之后，市场逐渐回归了对股指期货的正面认知，同时美国交易所也升级完善了交易系统和临停机制，加强了跨市场协调，提高了交易处理能力。股指期货从此进入了全球化的快速蓬勃发展的阶段。此外，股指期货获得巨大成功的另一个助力也在于全球投资范式升级，1950 年代以后从个股投资逐渐进入到了组合投资的时代，风险管理的理念深入人心。通过合理的设计与剥离，系统性风险即 β 风险可以运用股指期货等衍生品进行对冲，从而优化投资组合的风险收益比，获得更好的投资体验。在 2001 年的 9.11 事件、2008 年金融危机期间、2020 年新冠疫情期间，标普 500 股指期货的持仓均有明显放量，充分发挥了避险功能。

图表 3: 标普 500 股指期货持仓量多次于风险事件中大增



资料来源: Wind, 东证衍生品研究院

总结, 股指期货在海外的成功经验, 已经形成了现代资本市场建设的一个范例。市场对于股指期货内涵的理解、对于订单流成交过程的深入认知、以及对于交易系统建设的经验值得我们吸取。中国资本市场正处于蓬勃发展的过程中, 在外围市场已经有挂钩 A 股的股指期货上市 (如富时 A50 期货, MSCI 中国 A50 期货), 或许将对相关投资者形成一定分流, 因此中国更加应该大力发展股指期货, 夯实定价权。另一方面, 海外的对冲基金、养老金等资产管理机构以及财富管理机构面对日益增长的管理规模, 纷纷参与了股指期货交易, 期货及衍生品作为重要的风险分散金融工具得到了充分的应用, 共同助力推动了基金的平稳运营。这对于中国大资管格局的建设、对于中国养老金等长线资金的资产布局, 具有良好的借鉴意义。

3、中国股指期货的发展历程

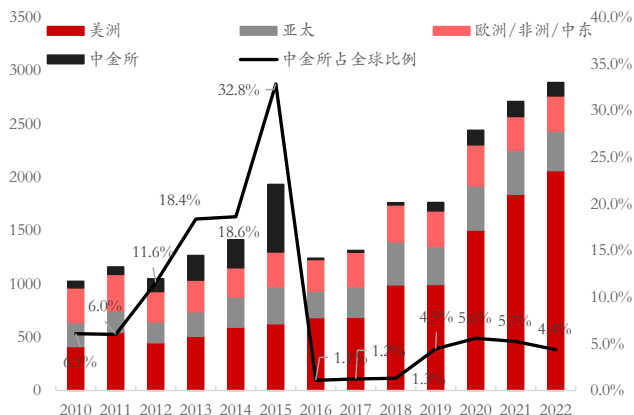
自从 2010 年 4 月沪深 300 股指期货正式上市以来, 国内股指期货的发展历程可以分成 3 个主要阶段: 2010-2015 年初上市后的快速发展期、2015 年-2019 年的股灾后的恢复期、2019 年至今的常态化交易期。

3.1、2010-2015 年初上市后快速发展

2006 年 9 月 8 日, 由上海期货交易所、郑州商品交易所、大连商品交易所、上海证券交易所和深圳证券交易所共同发起设立的中国金融期货交易所上海挂牌成立。2010 年 4 月 16 日, 经过 4 年的扎实筹备, 沪深 300 股指期货在中金所挂牌上市。依托我国资本市场的迅速发展和庞大规模, 自上市来沪深 300 股指期货的交易量和交易金额均飞速发展, 2011 年全年成交量 5 千万手, 到 2014 年全年成交量已经高达 2.17 亿手, 增长了 3 倍。基于沪深 300 股指期货的成功, 中金所于 2015 年 4 月推出了上证 50 股指期货和

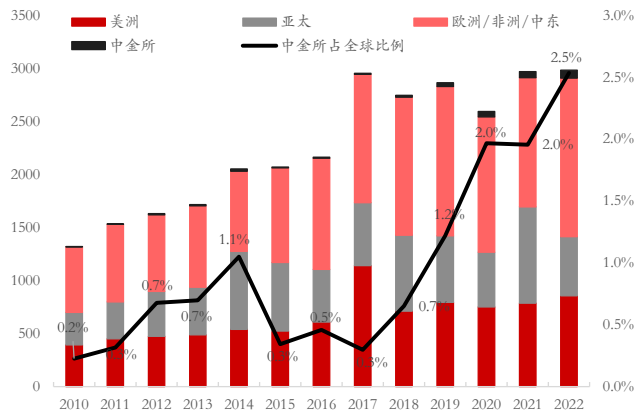
中证 500 股指期货。据 WFE 统计,中金所 2015 年股指期货的成交额高达 635 千亿美元,占全球股指期货交易额的 32.8%,在全球所有期货交易所中排名第一。

图表 4: 全球股指期货成交金额 (单位: 千亿美元)



资料来源: WFE, 东证衍生品研究院

图表 5: 全球股指期货持仓量 (单位: 万手)



资料来源: WFE, 东证衍生品研究院

2015 年之前,平今手续费仅为万分之 0.5,低廉的日内交易成本为日内交易与套利策略提供了有利环境,日内交易一度贡献了沪深 300 股指期货的大量交易量,沪深 300 股指期货的平均成交持仓比高达 3-20 倍;然而纵观全球的股指期货交易,平均成交持仓比基本小于 1,这说明成熟资本市场股指期货的运用以套期保值为主。股指期货的高投机度背后是资本市场机构化程度低、发展不够成熟的隐患,因此后面以股灾为导火索,股指期货的交易限制和流动性发生了翻天覆地的变化,但也为后来更加稳定健康的发展提供了一个重新开始的契机。

图表 6: 全球主要交易所股指期货的成交持仓比

	B3 - Brasil Bolsa Bal ço	CME Group	Deutsche Boerse AG	Japan Exchange Group	Singapore Exchange	Hong Kong Exchange s and Clearing	Taiwan Futures Exchange	Korea Exchange	National Stock Exchange of India	Borsa Istanbul	Moscow Exchange	China Financial Futures Exchange	ICE Futures US	Cboe Futures Exchange
2010	0.45	0.81	0.59		0.35	0.89	1.39	3.30	1.25			6.16		0.12
2011	0.36	0.87	0.53		0.38	1.01	1.88	4.27	1.11			4.16	0.42	0.38
2012	0.35	0.66	0.43		0.25	0.56	1.82	2.21	1.10	1.03	1.97	3.38	0.37	0.29
2013	0.34	0.61	0.34		0.33	0.61	1.37	1.71	0.84	0.28	1.23	6.47	0.37	0.46
2014	0.69	0.62	0.35	0.50	0.32	0.54	1.49	1.37	0.44	0.71	1.24	4.02	0.19	0.67
2015	1.06	0.70	0.31	0.75	0.48	0.58	2.26	1.59	2.06	0.57	1.63	18.85	0.18	0.82
2016	1.70	0.69	0.33	0.64	0.38	0.72	1.72	0.92	1.01	0.45	1.54	0.38	0.16	0.61
2017	0.28	0.43	0.21	0.56	0.32	0.64	1.41	0.49	0.61	0.39	1.63	0.45	0.17	0.52
2018	4.54	0.66	0.21	0.54	0.31	0.71	2.29	0.63	0.70	0.54	2.30	0.37	0.12	0.78
2019	6.29	0.66	0.20	0.70	0.35	0.74	1.83	0.50	1.36	0.53	0.84	0.61	0.11	0.62
2020	12.74	1.19	0.25	1.08	0.54	0.79	2.52	0.93	1.75	0.82	1.48	0.58	0.14	0.68
2021	15.96	1.14	0.18	0.90	0.46	0.60	2.92	0.84	0.08	1.08	1.06	0.46	0.11	0.79
2022	7.17	1.61	0.17	1.01	0.51	0.54	3.43	0.69	1.34	1.10		0.40	0.16	0.72

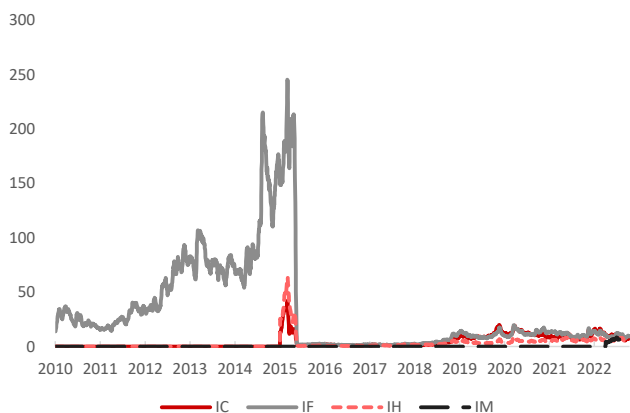
资料来源: WFE, 东证衍生品研究院

3.2、2015 年：载入史册的历史性暴跌与股指期货最严限仓

2015 年中国股市经历了快速的牛熊转换，而在 7 月-9 月更是有着“惊心动魄”，股指多次出现超过 5% 的日内波动。于是自 2015 年 9 月 7 日起，中金所出台了最严限仓政策。股灾限仓最核心的三个手段是**提高保证金比例、投机交易单日开仓限额和平今仓手续费**，受影响最大的便是**日内投机交易**。2015 年的最严限仓政策将保证金比例提高至 40%，单日开仓限额压缩至 10 手，平今仓手续费更是提升至原来的 100 倍到万分之 23，市场合约成交量受到巨大冲击，政策出台后几个交易日成交量仅为限仓前 3% 左右。受流动性急速萎缩的影响，市场主要交易偏向套期保值。同时，期货基差贴水幅度极剧上升，对套保功能的正常发挥又产生影响；保证金要求进一步大幅度上升，资金利用率急速下降，参与门槛大大加大，难以满足市场套保的需求；合约手续费增长约 20 倍，大大增加了交易的成本，期货市场活跃度几乎见底。

在 2015 年的股灾中，双向交易可做空的特性使得股指期货成为舆论的众矢之的。批评者认为股指期货的做空机制、负基差等是造成股市暴跌的重要原因；股指期货助长助跌、过度投机等等。而对于冷静的资本市场研究者而言，这些指责虽然貌似有理，但误解和成见多于事实，这说明广大投资者当时对金融衍生品的宏观意义还认识不足。事实上在现货市场波动增加时，股指期货发挥着风险管理与增加持股信心的重要作用。长远来看，金融衍生品是现代资本市场不可分割的部分。因此在本轮的市场情绪平息之后，国内的股指期货乃至整个衍生品市场迎来了漫长的恢复和发展期。

图表 7：股指期货限仓前后成交量变化（单位：万手）



资料来源：Wind，东证衍生品研究院

图表 8：限仓后期指成交量恢复情况（单位：万手）



资料来源：Wind，东证衍生品研究院

3.3、2016 年-2019 年：股灾后的恢复期

限仓政策抑制了股指期货的投机交易，使得股指期货的交易结构一度以单一的空头套期保值为主，股指期货基差进入了漫长的深度贴水时期。2017 年开始，鉴于衍生品对资本市场发展的重要意义，股指期货交易限制政策逐渐松绑，保证金比例、投机交易单日开仓限额和平今仓手续费也有序放开。经历多次松绑后，保证金比例和非套保交易单日开仓限额基本恢复至 15 年之前的水平，不过为了将股指期货的投机交易和套保交易维持在更合理的比例，平今手续费至今依然维持在普通交易手续费的 10 倍。

第一次松绑：2017 年 2 月 17 日期，中金所对股指期货进行了首次松绑，放开了非套保开仓限额，降低了交易手续费，同时降低持仓保证金。主力合约的流动性增强，但由于政策放开力度较小，流动性较之前仍然较低。而这一政策加大了基差恢复正常水平的速度，有利于降低基差贴水的幅度，而期货升水的出现频率也增加了。同时，股指期货的松绑有利于量化产品在收益和规模的提升，为对冲策略提供更多保障。

第二次松绑：2017 年 9 月 18 日，中金所对股指期货实施第二次松绑，交易手续费进一步降低，保证金比率进一步下降。期货合约的流动性进一步加强，但是由于单日开仓限额仍然处于低位，流动性增强的程度有限。同样，虽然此次松绑有利于基差恢复的速度，但力度较第一次松绑较小，基差恢复的幅度有限。

第三次松绑：2018 年 12 月 3 日起，股指期货经历第三次松绑，非套保单日开仓限额放开至 50 手，交易手续费和合约保证金进一步下降。相较于前两次松绑，此次松绑力度大大增强。单日交易量的增加，可以较大地增加合约的流动性。随着流动性的增强，基差也会随之持续改善，贴水水平将进一步降低。而合约手续费的持续降低，对交易成本的控制给予了很大的支持。另外，随着交易保证金恢复到限仓前水平，期货套保等需求对资金占用率下降，而参与期货交易的门槛也进一步下降，期货市场规模有望加大。

第四次松绑：2019 年 4 月 22 日起中金所进一步对股指期货交易放开，非套保单日开仓限额大幅增加至 500 手，平今手续费下调至万分之 3.45，股指期货的流动性也迎来了实质性的提升。

第五次松绑：3 月 20 日所有股指期货品种平今仓手续费标准为万分之 2.3，从之前的 15 倍手续费（万分之 3.45）降低至 10 倍手续费。

3.4、2019 年后：从单一的空头套保需求到策略多元化

截止 2019 年，经历了四次松绑和交易规则的不断优化，股指期货的成交持仓量基本保持稳定，成交持仓比基本上保持在 1 以下，投机交易和套保交易维持了正常的比例。

不仅是股指期货，股票融券交易也迎来了进一步的放开。2019 年 6 月 25 日，证监会为了配合科创板推动了公募基金转融通业务指引，8 月 12 日又把两融标的扩充到 1600 只，再次丰富融券的券源的种类和规模。股指期货和股票融券的放开大幅助推了国内量化私募的发展。2018-2021 年间，中国量化私募发展迅猛，整体规模从 2018 年底的 1000 亿元，到 2800 亿元、7000 亿元，到 2021 年夏天，正式突破 1 万亿大关，国内也衍生出了管理规模千亿以上的头部量化私募，量化私募的迅猛发展带来了大量的股指期货对冲需求。

公募和保险类的大型资产管理机构参与衍生品交易的监管政策也逐步放开。2019 年起，公募对冲基金产品陆续获批，消费股的行情给沪深 300 成分股带来了较大的 Alpha 收益增强空间，公募绝对收益策略同样迎来了规模的增长。2020 年 6 月 23 日，银保监会制定了《保险资金参与金融衍生产品交易办法》《保险资金参与国债期货交易规定》和《保险资金参与股指期货交易规定》，进一步细化和明晰了保险资金参与金融衍生品交易的监管，为保险机构参与衍生品交易提供了明确的依据。

股灾限仓和四次松绑之后，股指期货恢复常态化交易并在 2019-2021 年维持了较久的以空头套期保值为主的交易结构。于是，2018 年至 2021 年，随着市场中性策略规模的扩张和各类金融机构套期保值需求的增加，空头套保需求迅速增长，股指期货的贴水随之不断加深。

而如今随着资本市场机构化程度的加深和定价效率的提高，衍生品市场的发展和交易策略日新月异，从 2021 年起，股指期货空头套保需求开始减少而多头配置需求不断增加，股指期货基差开始进入“零”时代。

2021 年以来，股指期货市场有三个里程碑式的事件：场外衍生品的发展、中证 1000 股指期货的上市和 23 年以来的持续升水。

由此观之，股指期货的发展史亦是 A 股市场发展的一个缩影。从股灾限仓到逐渐松绑，从单一的空头套保需求到策略多元化的今天，背后是股指期货作为对冲工具更好的服务于市场逐渐多元化的风险管理需求，更高的定价效率和更高的市场资源配置效率离不开更加完善的风险管理体系和衍生品工具的支持。

3.4.1、场外衍生品的发展进一步改变了股指期货的交易结构

2021 年来“雪球”的爆火带来了挂钩股指的场外衍生品的快速发展，场外衍生品规模扩张带来的股指期货多头持仓需求是股指期货发展过程中的又一个全新转折点。券商场外业务近年来迅速扩张，21 年各大券商的场外业务营收增速平均达到了 20% 以上，场外业务对中证 500 股指期货的多头持仓大大增加。

展望未来，结构化产品规模的扩张还将持续。参考海外市场的场外衍生品业务发展经验，资本市场的机构化进程伴随着衍生品市场的发展与成熟。资本市场机构化程度的加深将伴随着多样化的风险管理与对冲需求增加，推动场外衍生品市场的进一步发展。当前我国场外衍生品市场还处于起步与快速发展的阶段，监管政策也逐步趋严以跟上产品创新的步伐，但是监管趋严并不意味着遏制场外业务的发展，监管方向的重心集中在合规纠偏、投资者适当性管理、以及防范系统性金融风险，有助于场外衍生品市场的可持续发展。2022 年以来证券公司场外业务的营收和场外衍生品规模增速明显放缓，这意味着我国的场外衍生品也逐步进入了稳健化、成熟化发展的阶段。长远来看，我国场外衍生品市场的发展是一片蓝海，结构化产品规模的扩张将持续贡献股指期货的多头持仓需求。

图表 9：2021 券商场外业务营收迅速增长

证券公司	2020 场外业务收入(亿元)	2021 场外业务收入(亿元)	同比增长	营业收入(亿元)	场外业务营收占比
中信证券	15.18	19.42	27.9%	765.24	2.5%
申万宏源	10.32	18.91	83.3%	343.07	5.5%
华泰证券	11.74	14.74	25.5%	379.05	3.9%
中金公司	8.12	12.19	50.0%	301.31	4.0%
海通证券	6.89	11.30	63.9%	432.05	2.6%
中信建投	5.99	8.76	46.3%	298.72	2.9%
国泰君安	3.47	6.06	74.8%	428.17	1.4%
招商证券	5.91	4.94	-16.3%	294.29	1.7%
银河证券	0.18	3.78	1947.8%	359.84	1.1%
国联证券	0.05	2.81	5802.7%	29.67	9.5%

资料来源：Wind，东证衍生品研究院

3.4.2、中证 1000 股指期货上市：量化对冲再添利器

2022 年 7 月 22 日，中证 1000 股指期货和期权正式上市交易，为套保提供了更多元有效的合约选择。中证 1000 指数约覆盖了 A 股自由流通市值的 16%，其成分股平均市值不到 70 亿元，具有明显小盘股特征。中证 1000 股指期货的上市，弥补了小盘股衍生品对冲工具的空白，也为市场提供了更丰富的量化对冲工具。IM 的策略运用与 IC 相似，将主要用于股票多空策略、结构化产品对冲与多头替代。IM 的波动率与弹性优于 IC，且同时上市了股指期权，能够提供更加丰富的策略组合。长期来看，无论是中性策略还是指数产品，中证 1000 股指期货期权的推出有助于吸引长线资金在小盘股上的布局，进一步提升小盘股的投资需求与定价效率。市场对 IM 的交易需求较大，IM 上市一年多以来，交易量和持仓量已经超过 IH，逐渐逼近最活跃的 IC。

3.4.3、股指期货 2023 年以来常态化升水

随着空头套保需求的降低和多头配置需求的增加，股指期货今年的基差环境与往年出现了较大变化，IH、IF 持续升水，IC 和 IM 也维持低贴水状态，主力合约甚至频繁升水。

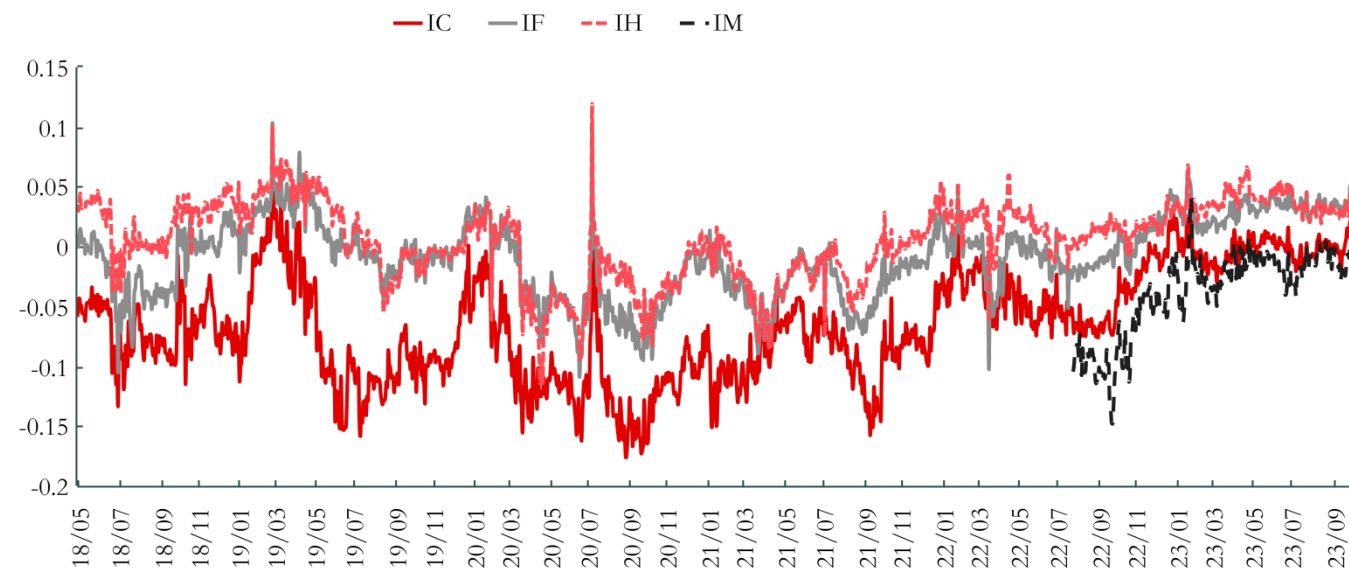
股指期货今年的频繁升水有短期和长期因素的叠加影响，而不同品种的交易结构有所差异，因此基差升水背后的驱动因素不同。

公募、保险、银行理财等持仓风格偏向大盘蓝筹的机构持有 IH 和 IF 的比重较高，近两年由于打新收益的下滑和市场风格的切换，50 和 300 的 Alpha 收益下降导致空头套保需求显著下降，而指数型基金持有股指期货进行多头替代的需求随着基金规模的增长有所增加，促成了 IH 和 IF 长期升水的局面；

IC 和 IM 的套保需求则主要来自券商和私募，场外衍生品业务的迅猛发展带来了大规模的多头对冲需求；另外由于 CTA 策略和权益市场近两年表现平淡，私募资金压力较大，自有资金中性策略加杠杆受限，虽然近一年小盘 Alpha 和中性策略表现较好，但空头套保需求的恢复有所滞后。IC、IM 基差与指数的负相关性自今年起有所增加，体现场外衍生品对冲影响加大；另外我们对场外衍生品的股指期货持仓规模做了估算，由于相关理财产品规模稳定增长、指数下跌，23 年以来场外衍生品多头持仓呈稳定增长趋势。多头套保规模的增加和空头套保需求恢复的滞后性共同促成了 IC 和 IM 当下的低贴水基差环境。

而长期来看，权益市场定价效率的提升必然伴随着 Alpha 空间的下滑和被动指数型基金规模的提升，金融市场机构化程度的加深也会带来更丰富的风险管理需求进而带动场外衍生品业务的发展，因而股指期货贴水率的下滑是一个长期趋势。预计基差的长期均衡状态将呈现围绕 0 的周期性波动。

图表 10：股指期货剔除分红年化基差概览



资料来源：Wind，东证衍生品研究院

4、中国股指期货对于资本市场的正面作用

上文对股指期货的诸多优点与功能进行了详细的描述。这一节我们举例说明，股指期货对于中国资本市场带来的正面作用。

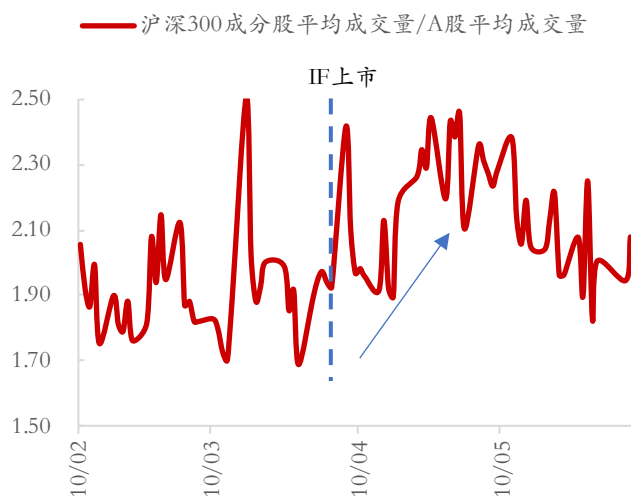
4.1、从短期视角看，股指期货的上市有助于提高现货指数成分股的流动性

我们分别以沪深 300 股指期货（IF）、中证 500 股指期货（IC）、中证 1000 股指期货（IM）为例，说明其在上市以及限仓松绑后对于现货成交的刺激。为消除背景效应，我们用指数成分股的平均成交量除以全部 A 股的平均成交量来作为**相对流动性**指标，数

据为日频。若该指标上行，则表示指数成分股的平均成交量比全部 A 股的平均成交量改善幅度较大，即指数成分股的流动性相较于全部 A 股有了提升。若该指标下降，则表明指数成分股的流动性相较于全部 A 股出现弱化。

经统计可以看出，2010 年 4 月 16 日、2015 年 4 月 16 日、2022 年 7 月 22 日，沪深 300 股指期货 IF、中证 500 股指期货 IC、中证 1000 股指期货 IM 分别上市交易。而相应的现货成分股的相对流动性均在随后的交易日中有明显改善。2015 年 9 月监管部门对股指期货进行了严格的限仓，后来不断优化，直到 2019 年 4 月迎来最大幅度的松绑，单日开仓限额调升为 500 手。在接下来的近 10 个交易日中，沪深 300 成分股和中证 500 成分股的相对流动性也有了明显上行。

图表 11: IF 上市后沪深 300 成分股相对流动性上行



资料来源: Wind, 东证衍生品研究院

图表 12: IC 上市后中证 500 成分股相对流动性上行



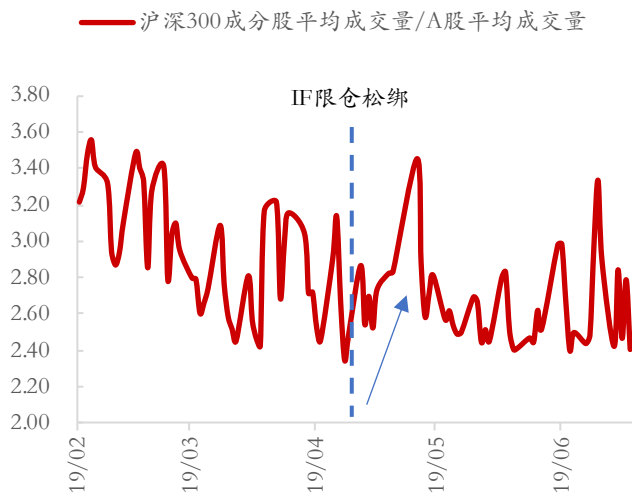
资料来源: Wind, 东证衍生品研究院

图表 13: IM 上市后中证 1000 成分股相对流动性上行



资料来源: Wind, 东证衍生品研究院

图表 14: 2019/4/19 日 IF 限仓松绑为 500 手后, 指数成分股相对流动性上升



资料来源: Wind, 东证衍生品研究院

图表 15: 2019/4/19 日 IC 限仓松绑为 500 手后, 指数成分股相对流动性上升



资料来源: Wind, 东证衍生品研究院

4.2、机构如何运用股指期货

当前股指期货的成交持仓比基本能够维持在 1 以下, 仅当行情波动较大时成交持仓比会短期超过 1, 这意味着目前股指期货的套保持仓在总持仓中的占比较高, **机构资金对股指期货的交易需求以套期保值为主。**

期货合约标的指数的市值风格差异决定了不同品种的策略运用与套保需求不同, 而不同机构的资金来源、规模差异与不同的收益风险要求决定了不同机构对于股指期货的策略运用与品种偏好存在差异。**机构使用股指期货进行风险管理, 提高了应对市场下行风险的能力, 从而提高了长期配置资金的稳定性。**

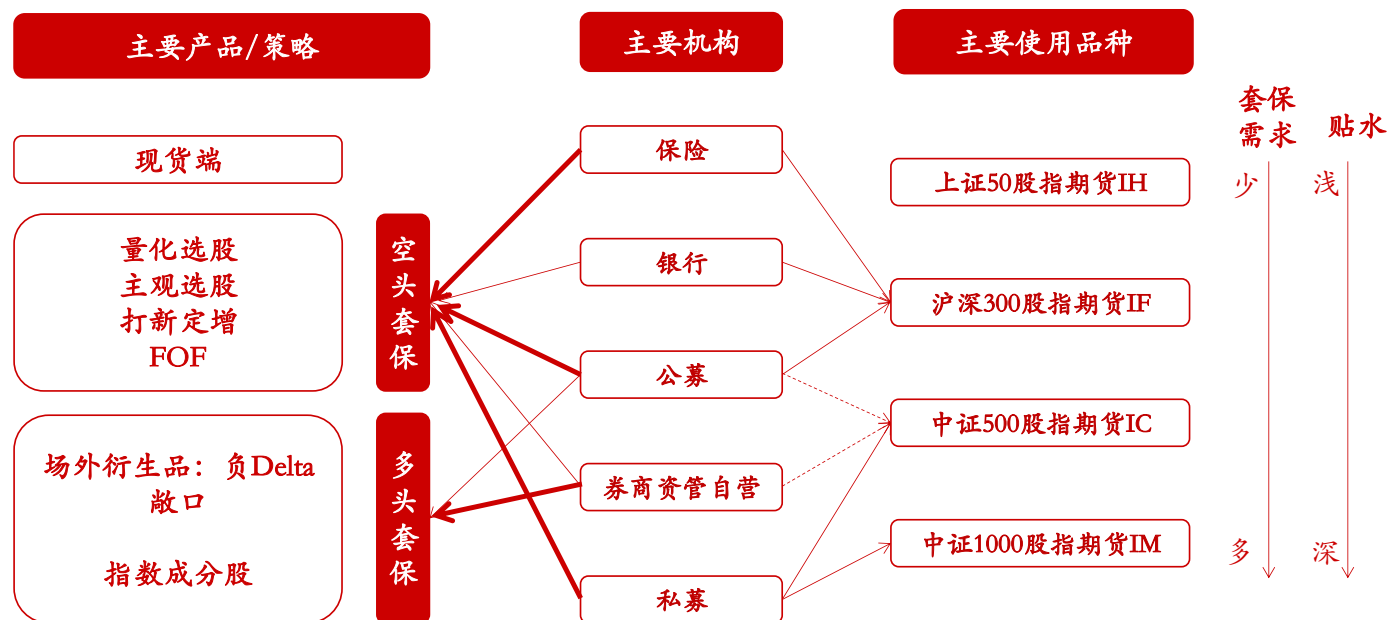
对于**保险和银行**而言, 其自有资金或管理资金的风险偏好很低, 而为了满足收益要求亦不可避免的需要持有权益资产, 有较高的股指期货套期保值需求, 同时保险与银行资金持股偏好大盘蓝筹股, 因此最主要的套保需求是 IH 和 IF 的空头;

随着量化投资的迅速发展, 有较强选股能力的机构**可以通过完全对冲构建收益风险比优异的市场中性策略组合**, 其中**公募**由于其在价值股上的投研优势, 中性策略以沪深 300 范围内的选股与对冲为主, 最主要的套保需求亦是沪深 300 股指期货的空头; **量化私募**则擅长挖掘定价效率更低的中小票的 Alpha, 因此私募中性策略的空头对冲需求主要在中证 500 与中证 1000 股指期货上。

空头对冲需求与反向套利的高成本导致股指期货常年贴水运行, 从而带来了**多头套保**的交易机会, 场外衍生品通过负的 delta 敞口间接实现了反向套利, 指数型基金则可以通过多头套保降低交易成本与跟踪误差, 并取得增强收益的效果。

证券公司的场外衍生品业务近年来迅速扩张,21 年各大券商的场外业务营收增速平均达到了 20%以上,目前是**股指期货多头**的中坚力量。据估计,场外衍生品对中证 500 股指期货的多头持仓大约占全市场总持仓的 30%。

图表 16: 不同类型机构的股指期货套保需求



资料来源: 东证衍生品研究院

图表 17: 股指期货的常用策略与代表机构

策略	分类/特点	资金规模	代表产品	常用品种	代表机构
套期保值 (最主要)	多头套期保值	大	挂钩宽基指数的场外衍生品	IC、IM	券商自营 (场外衍生品交易台)
	空头套期保值	大	中性策略产品	IC、IM(私募) IF(公募) IH(打新)	私募、公募、保险资管
复制指数	增强现金管理收益 利用贴水增强收益	中	被动指数基金 增强指数基金	IC、IM、IF、IH	公募、私募
CTA 策略	择时: 主观、量化、日间、日内、高频	小	私募 CTA	IC、IM、IF、IH	私募、券商自营、公募专户等
	套利: 期现套利、跨期套利、跨品种套利	小	私募 CTA	IC、IM、IF、IH	私募、券商自营、公募专户等
风险与流动性管理	调整风险敞口 管理流动性 增强收益	小	混合型基金 ETF 指数型基金	IC、IM、IF、IH	各种机构均可参与

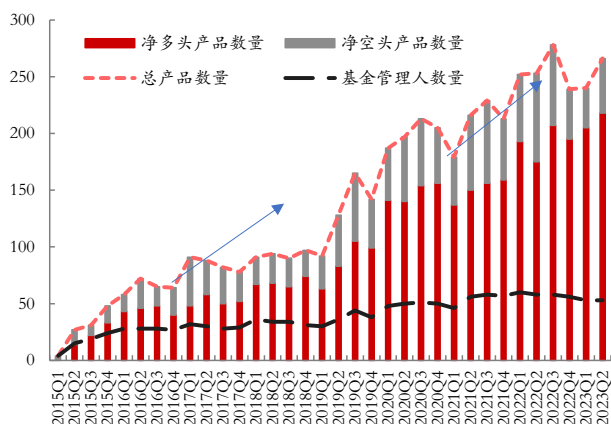
资料来源: 东证衍生品研究院

一、公募基金

公募基金对股指期货的运用主要是中性策略产品的空头套期保值和指数型产品的多头替代,而在股票和混合型基金中,股指期货主要用于流动性管理与风险对冲。被动指数型基金是主要的多头持仓力量,其多头持仓规模贡献了公募产品所有多头持仓规模

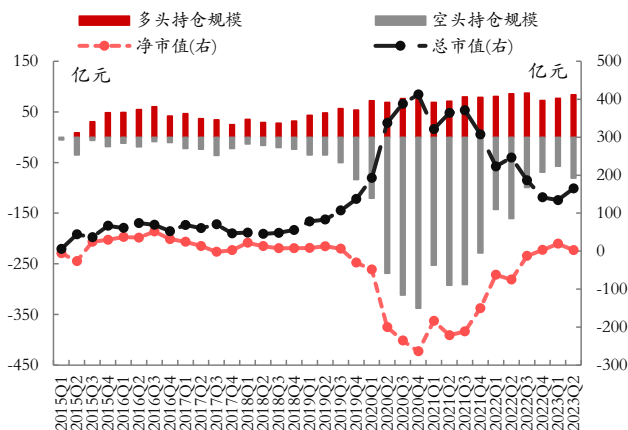
的 80%；股票多空基金是主要的空头持仓力量，其空头持仓规模贡献了公募产品所有空头持仓规模的 96%。截止 2023 年二季度，有股指期货持仓的公募产品数量为 266 只，基金管理人共 53 家；从持仓规模看，公募产品股指期货持仓总规模为 165 亿元，其中多头持仓规模为 84 亿元，空头持仓规模为 81 亿元，多头持仓规模高于空头持仓规模。

图表 18：公募基金参与股指投资的产品数量情况



资料来源：Wind，东证衍生品研究院

图表 19：公募基金持有股指期货合约规模情况



资料来源：Wind，东证衍生品研究院

二、保险资管

我国保险资金参与金融衍生产品业务正处于蓬勃发展期。2020 年 6 月 23 日，银保监会制定了《保险资金参与金融衍生产品交易办法》《保险资金参与国债期货交易规定》和《保险资金参与股指期货交易规定》，进一步细化和明晰了保险资金参与金融衍生品交易的监管，为保险机构参与衍生品交易提供了明确的依据。2022 年 5 月，银保监规〔2022〕7 号中拓宽了保险公司投资有关金融产品的范围、降低险资投资要求，其中提到理财产品和单一资产管理计划可以使用金融衍生产品对冲或规模风险。基于保险资金的特点，其投资期限较长，对于风险控制要求严格，可以利用金融衍生品进行风险对冲和增厚收益。

据保险资管业协会数据，截至 2021 年，我国保险资管行业中共有 20 家资管公司开展过股指期货业务，其中年末持仓以空头头寸为主，11 家险资公司年末空头头寸占比 100%。险资公司在 3 种股指期货均有参与，其中开展最多的合约品种与月份分别为沪深 300 股指期货与当月合约。策略方面，2021 年我国 20 家险资主要以空头套保、打新+套保为主。险资公司参与方式以自行投资为主，涉及 5 类保险账户（产品）以“保险资管产品”形式为主，可投资股指期货的资管产品占权益类产品的比例高于国债期货。险资公司参与股指期货的数量与程度，均在不断壮大与发展。目前，险资的主要资金来源仍为体系内保险资金，第三方资金增长明显，分别较上年增长 9.38%和 7.35%。险资在正向持有中证 500 股指期货时也能收获可观阿尔法收益。

三、银行理财

量化对冲产品是银行理财公司在“资管新规”框架下对权益类资产配置积极尝试，该类产品的业绩表现依赖于理财公司的策略设计能力和组合配置能力。虽然目前银行理财产品仍以固收类为主，权益类产品占比较小。银行理财公司和私募的合作已经起步，部分理财公司通过投顾、FOF 的形式将资金投向量化对冲策略产品。

图表 20：部分银行理财产品情况（存续）

产品名称	发行时间	发行机构	投资策略	收益率 (发行至2022年9月13日)	产品规模 (根据前十持仓及对应占比估算)
阳光橙量化对冲1号	2020-12-24	光大理财	量化对冲投资策略 资管产品	6.45%	13.55 亿元
招越量化对冲（平衡型）十五个月定开一号混合类理财产品	2020-10-29	招银理财	项目类资产、股票市场中性策略、打新策略	2.92%	0.33 亿元
招越量化对冲（平衡型）十五个月定开三号混合类理财产品	2020-11-09	招银理财	项目类资产、股票市场中性策略	1.22%	0.13 亿元
招越量化对冲 FOF 一号混合类理财产品	2020-06-29	招银理财	量化对冲投资策略 资管产品	5.55%	2.12 亿
鑫添益系类纯债对冲型（每周开放）个人理财产品	2019-02-15	工银理财	债券投资、期货及利率互换、信用衍生工具	未披露	未披露
景顺长城-中银理财量化对冲1号	2022-02-28	中银理财	量化对冲投资策略 资管产品	未披露	0.15 亿
中邮理财邮银财富·鸿鑫周期90天型1号（量化对冲）人民币理财产品	2021-12-07	中邮理财	量化对冲投资策略 资管产品-	未披露	未披露

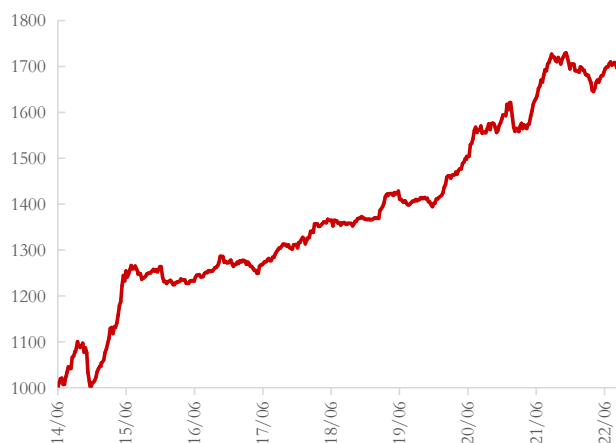
资料来源：Wind, 东证衍生品研究院

四、私募基金

私募基金策略受限少，是参与衍生品投资交易的中坚力量，就股指期货而言，私募运用股指期货择时、套利、套保策略非常灵活多样化。私募在量化策略上的投研优势明显，股指期货择时、套利以量价高频策略为主，但是受限于股指期货的开仓限额与平仓手续费，策略容量与策略收益受限；另外过去由于股指期货的深贴水，Alpha 挖掘能力不强或者希望赚取 Beta 收益的策略也偏好持有股指期货的多头以取得收益的增强。但是私募的中性策略显然贡献了最大规模的股指期货持仓，尤其是在 IC、IM 上，中小票的 Alpha 收益空间更高，因此主流的市场中性策略主要使用 IC 对冲。私募市场中性策

略 2019 年来快速发展，相比公募的中性策略有很强的 Alpha 挖掘优势，因此规模也远高于公募中性策略。量化私募的发展大幅提升了中小盘股票的流动性与定价效率。

图表 21：私募中性策略产品平均收益净值曲线



资料来源：朝阳永续，东证衍生品研究院

图表 22：私募中性策略新发行产品数量与平均收益

年份	新成立产品数量	私募中性策略收益	公募中性策略收益
2015	888	24.9%	13.5%
2016	652	1.1%	-1.4%
2017	542	2.3%	1.9%
2018	655	4.8%	-0.5%
2019	1072	2.5%	8.0%
2020	1586	13.7%	7.0%
2021	1725	7.0%	1.2%
2022	697	-0.5%	-0.8%

资料来源：Wind，东证衍生品研究院

4.3、股指期货的套期保值效果

股指期货套期保值有两个主要应用场景：一是对于有显著 Alpha 收益的投资组合，进行完全对冲后能够构建绝对收益策略组合；二是在面临较大的系统性风险时，通过空头套期保值管理市场下行风险，相比直接卖出股票而言，具有操作便捷、手续费低廉、分流现货市场下行压力的优势。

套期保值应用场景一：构建绝对收益组合

本着风险管理、市值匹配的原则，在构建了历史回测能够跑赢指数、具有超额收益的股票组合后，在股指期货匹配品种中流动性较好的合约上，建立与股票多头市值相匹配的空头头寸，以完全对冲掉股票组合的市场风险，仅保留相对指数的超额收益，从而构建出与传统股票多头策略相关性低、表现较为稳健的投资组合。

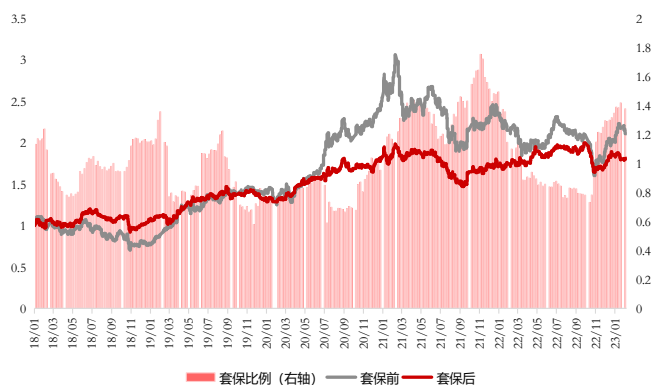
目前股指期货的空头套保需求与对冲成本处于历史低位，为构建绝对收益组合提供了有利环境。

现货端的 Alpha 构建方法有以下四类：量化选股构建指数增强组合；主观选股构建指数增强组合；行业轮动构建有 Alpha 收益的 ETF 或 FOF 组合；打新或定增策略。

在组合收益的 Alpha 特征明显时，经对冲后投资组合的收益不会显著降低，组合的收益风险比会取得显著提升。以沪深 300 消费行业组合为例，2018 年以来，沪深 300 全收益指数 (H00300.CSI) 年化收益仅 2.5%，最大回撤高达 37.2%，这也体现了 A 股市场 Beta 收益不显著的特征。但是消费行业有显著的 Alpha 收益，沪深主要消费全收益指数 (H00912.CSI) 2018 年来的年化收益为 10.6%，Alpha 收益显著，但是行业指数的波动与

最大回撤也显著高于沪深 300 指数。使用 IF 当季合约对消费行业组合进行套期保值，每周使用 OLS 法计算套保比例并进行资金再平衡，平均套保比例约为 106%，套保后组合的年化收益为 8.4%，收益并没有明显降低，但是年化波动从 35.4%降低至 23.4%，收益风险比从 0.30 提升至 0.36，最大回撤从 48%下降至 26%，波动与回撤下降明显。

图表 23：沪深 300 消费指数套保前后净值



资料来源：Wind，东证衍生品研究院

图表 24：沪深 300 消费指数套保前后组合表现对比

	套保后	套保前
年化收益	8.4%	10.6%
年化波动	23.4%	35.4%
最大回撤	-26%	-48%
夏普比率	0.36	0.22
收益回撤比	0.32	0.22
日胜率	50.5%	49.6%
日盈亏比	1.1	1.14

资料来源：Wind，东证衍生品研究院

套期保值应用场景二：择时对冲市场下行风险

面临较大的系统性风险时，通过空头套期保值管理市场下行风险，相比直接卖出股票而言，具有操作便捷、手续费低廉、分流现货市场下行压力的优势。

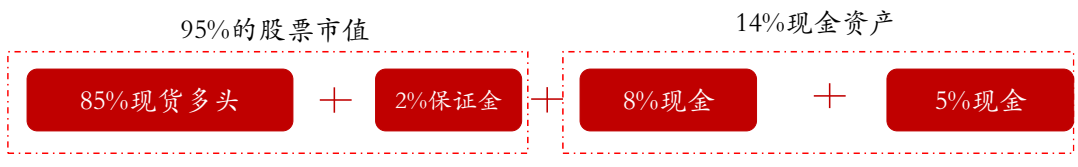
股票交易手续费包括证券监管费（0.002%）、交易经手费（0.00487%）、股票过户费（0.001%）、印花税（0.1%）和证券公司交易佣金（不超过 0.3%），合计双边交易成本一般在千分之 1.1 到千分之 2 之间，而股指期货目前双边交易成本为万分之 0.46，由于期货保证金交易的特性，期货公司一般不额外收取交易佣金，还会有一定的保证金返息，进一步降低了交易成本。

另一方面相比直接卖出股票，做空股指期货能避免卖出股票对现货市场的冲击。在当前的股指期货交易结构下，当市场下行波动较大时，场外衍生品部分需要增加股指期货的多头持仓，间接提升了市场下跌时进行股指期货空头套保的策略容量。

套期保值应用场景三：多头替代

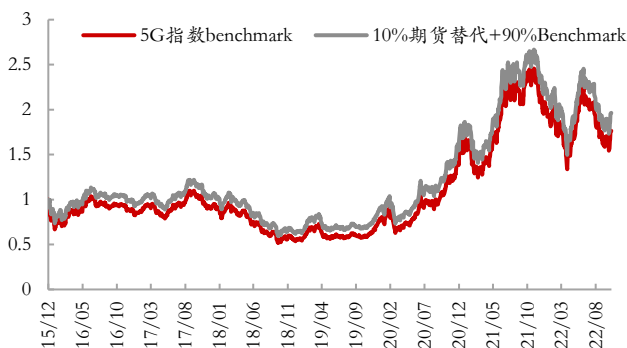
相比一篮子股票，股指期货多头替代复制跟踪指数有**交易成本低、跟踪误差小、能获得增强收益**的优势，因此指数型基金常常会配置一定比例的股指期货。使用股指期货进行多头替代的增强收益主要来自两个方面：贴水带来的展期收益与保证金交易带来的杠杆收益。贴水环境下股指期货基差的收敛带来固定的展期收益，同时股指期货保证金占用较少资金，剩余现金可投资货币类或固收类资产，达到增强收益的效果。

图表 25: 多头替代的资金配置 (假设保证金比例 10%)



资料来源: 东证衍生品研究院

图表 26: 中证 500 股指期货替代 5G 指数



资料来源: Wind, 东证衍生品研究院

图表 27: 中证 500 股指期货替代 5G 指数

	策略收益与 原始指数之 间相关性	日度跟踪误 差	年化跟踪误 差	年化超额收 益
2016	0.9966	0.1%	1.4%	2.3%
2017	0.9997	0.1%	1.2%	0.6%
2018	0.9999	0.1%	1.2%	1.2%
2019	0.9967	0.1%	1.3%	1.3%
2020	0.9994	0.1%	2.3%	-8.5%
2021	0.9998	0.2%	3.4%	-1.2%
2022	0.9993	0.2%	2.6%	0.8%

资料来源: Wind, 东证衍生品研究院

5、正确理解宏观经济与本轮股市下跌，正确理解卖空与股指期货

今年作为中国后疫情时代的第一年，宏观经济修复一波三折，一季度表现较好，但二季度开始逐渐走弱呈趋势状下滑。短期稳增长压力较大。7月24日，中央政治局会议提到：“经济恢复是一个波浪式发展、曲折式前进的过程”，认定经济波动的客观性，并强调要“加大宏观调控力度，着力扩大内需、提振信心、防范风险，不断推动经济运行持续好转、内生动力持续增强、社会预期持续改善、风险隐患持续化解，推动经济实现质的有效提升和量的合理增长”。随后，一系列稳经济政策陆续出台，包括对于民营经济的大力支持、对于符合条件群体的持续减税降费、对于汽车等大件商品消费的政策优惠、对于商品房交易进行大幅优化等，旨在扩大内需，促进宏观经济平稳修复。

疫后资产负债表修复并未能流畅进行，市场对宏观经济的担忧逐渐加重。站在当前时点，我们认为，应正确理解当前国内宏观经济形势，抓住主要矛盾。本轮经济下滑主要源于三个原因：

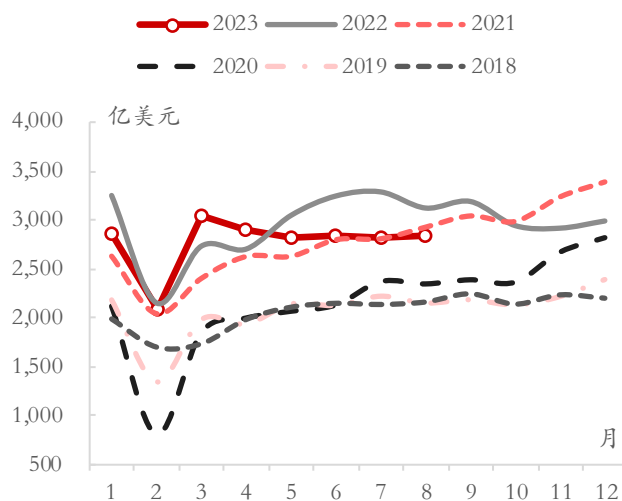
一是海外加息，衰退压力上行，对中国商品需求萎缩，中国出口承压。新冠期间，由于中国疫情防控成效显著，中国“先进先出”，率先摆脱疫情干扰，制造业产能快速恢复正常，故而中国强劲的出口填补了海外缺口，支撑起了中国 2020-2022 年的宏观经济。但在美欧持续不断加息抑制通胀之下，外需从去年下半年便开始回落，同时叠加高基数效应，出口增速快速转负。从绝对量角度看，中国出口金额也从 4 月份开始逆势走低。

图表 28: 中国出口增速进入下行通道



资料来源: Wind, 东证衍生品研究院

图表 29: 中国出口金额季节性



资料来源: Wind, 东证衍生品研究院

二是内需低迷, 疫情的疤痕效应仍需时间化解。以房地产为例, 2021 年起地产投资转负, 销售持续缩量。房地产在国民经济中的支柱地位不言而喻。从 2020 年对于房企的三道红线政策出台之后, 地产快速下行, 但从去年开始, 为了激活内需以对冲新冠疫情的冲击, 政策端对房地产进行诸多松绑, 各地因城施策相继推出购房优惠政策, 限售限购等购房门槛逐渐取消。但我们看到, 房地产依旧难有起色, 居民部门收入改善受限的情况下, 甚至采取提前还贷、利率置换等方式以减轻债务压力。房企方面, 尽管去年四季度“三箭齐发”, 从信贷、债券、股权三种融资渠道给房企帮扶, 但在销售低迷情况下, 房企资金链枯竭的压力仍在, 自然难以拿地形成新开工。

图表 30: 地产投资仍旧维持两位数负增长水平



资料来源: Wind, 东证衍生品研究院

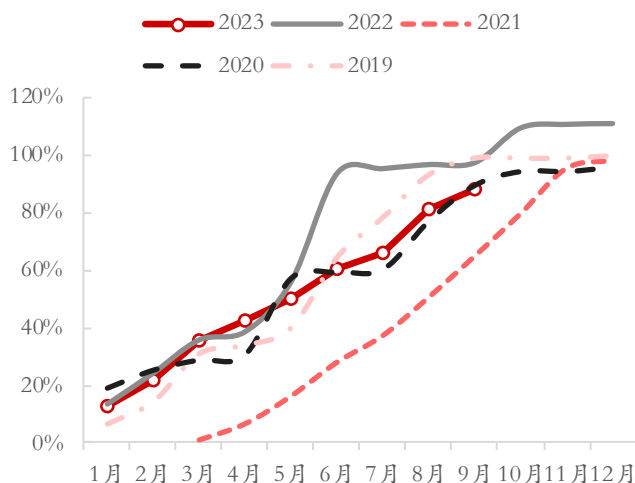
图表 31: 近两年商品房销售持续负增长



资料来源: Wind, 东证衍生品研究院

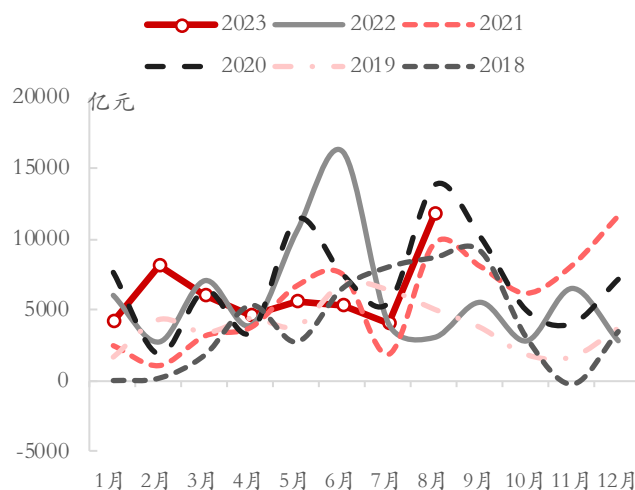
三是面对内需不足态势，政府支出力度相较去年有所放缓。以专项债为例，上半年地方政府专项债累计发行 2.3 万亿，远小于去年同期的 3.4 万亿，上半年专项债发行进度为 60.6%，而去年同期为 93.3%。此种现象的原因在于：一方面，土地财政退坡，同时在大量减税降费政策推出的条件下，财政收入承压，客观上制约了支出强度。1-8 月份全国一般公共预算收入累计同比增长 10%，全国一般公共预算支出累计同比增长 3.8%，1-8 月份全国政府性基金预算收入累计同比下降 15%，政府性基金预算支出累计同比下降 21.7%；第二方面，去年上半年受到疫情干扰，专项债快速发行以对冲经济下行压力，形成了较高基数；第三方面，中国面临着巨大的地方政府债务压力，城投债等隐性债务暴雷风险悬而未决，同时在高质量发展的路线下，政策端也有意主动收缩传统刺激手段。因此政府支出力度体现得较为克制。社融口径的政府债券净融资额在年中也表现平平。

图表 32：本年度专项债发行进度慢于去年



资料来源：Wind，东证衍生品研究院

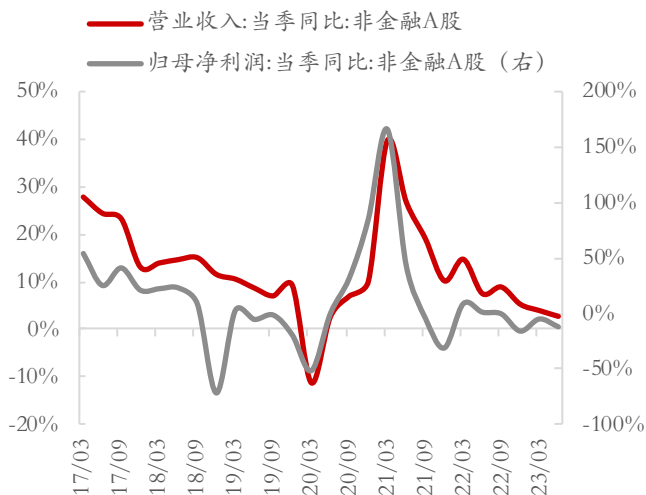
图表 33：社融口径的政府债券净融资于年中表现平平



资料来源：Wind，东证衍生品研究院

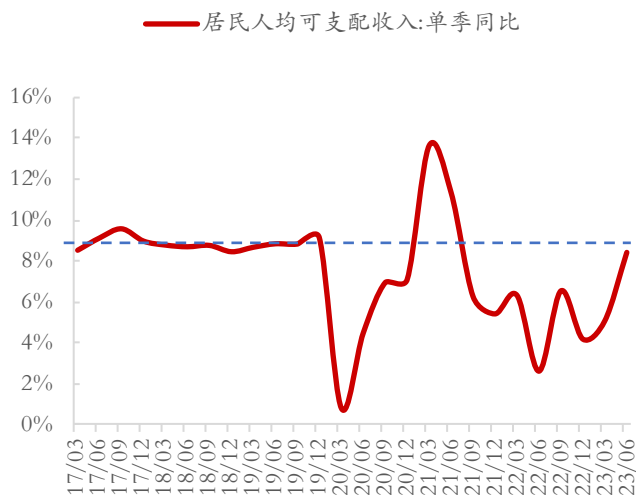
而本轮 A 股下跌正是在如此的宏观经济背景下进行。内需不足，国内价格因素低迷，通缩压力有所抬头。不断下行的价格因素压低了名义 GDP 增速，而名义 GDP 增速又与企业营收高度正相关，因此企业利润表修复仍只停留在第一个阶段，即营业收入修复的阶段，在成本费用相对刚性的情况下，从营收向利润的修复传导严重受阻。另外，从逻辑上，居民部门的收入源于企业经营活动创造的利润，那么企业利润承压下，居民部门收入改善自然会偏慢。可以看到，尽管去年居民收入增速较低，形成了低基数效应，但今年上半年人均可支配收入增速有所反弹但仍低于疫情前趋势水平。

图表 34: 非金融 A 股营收与利润仍处在下行通道中



资料来源: Wind, 东证衍生品研究院

图表 35: 居民部门收入增速仍未回到疫情前趋势水平



资料来源: Wind, 东证衍生品研究院

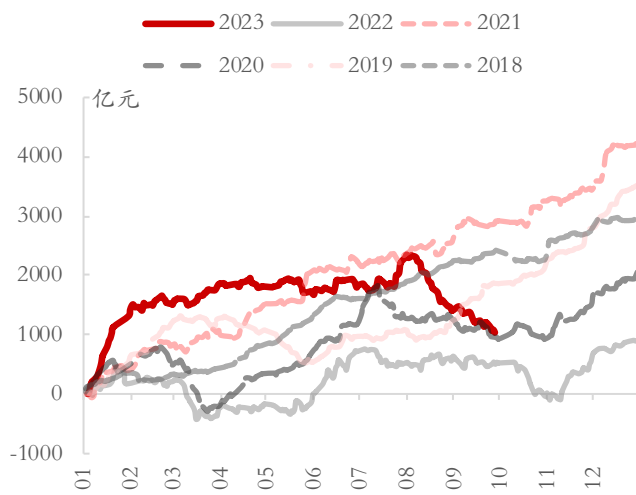
此外, 本轮下跌的另外一个原因在于资金面。海外方面, 在美国劳动力市场依旧强劲、美联储加息预期依旧浓厚、美元美债不断上行之际, 中美利差倒挂创新低, 人民币汇率震荡中枢上升到 7.3 左右。中美之间较大的错位, 使得面对近 5% 的美债收益率, 外资流出中国的逻辑便不难理解。数据上看, 北向资金 8-9 月份净流出超过一千亿水平。但内资方面, 由于房价、股价的持续下行, 以及收入端改善偏慢, 共同使得居民部门资产端承压, 居民资产配置短期内难以向金融资产转移, 因而我们看到, 本年度公募基金发行总量偏低, 私募规模也有所下降, 即内资入场速度较慢, 难以匹配北向资金的持续流出。故而大幅的资金流出是造成本轮 A 股下跌的最直接原因。

图表 36: 中美利差倒挂于 8 月份跌破前低



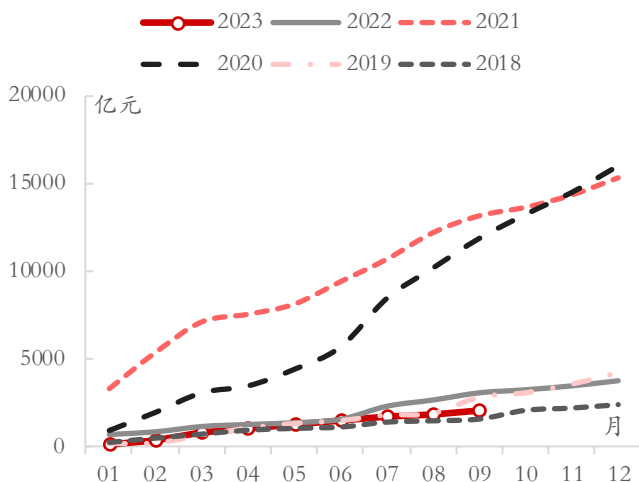
资料来源: Wind, 东证衍生品研究院

图表 37: 8 月起北向资金大幅净流出



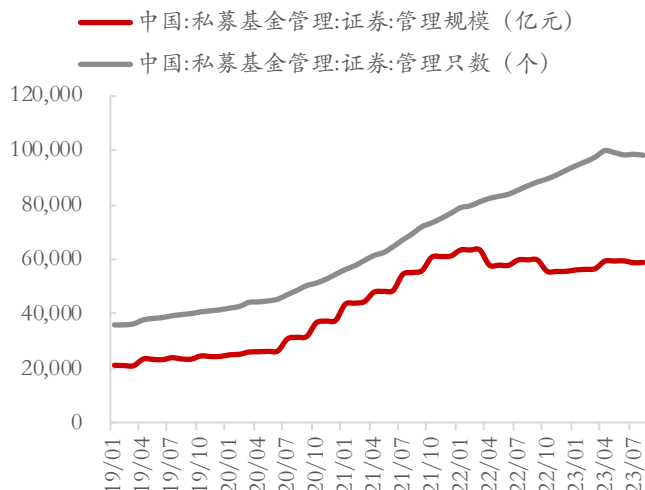
资料来源: Wind, 东证衍生品研究院

图表 38: 今年公募偏股型基金发行规模偏低



资料来源: Wind, 东证衍生品研究院

图表 39: 今年私募证券型基金管理规模有所下降

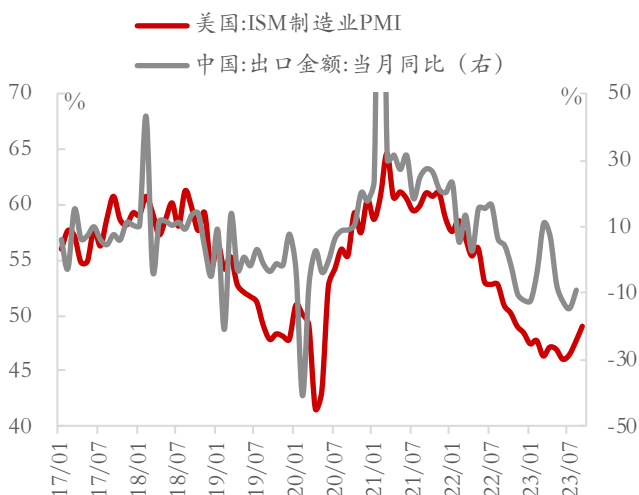


资料来源: Wind, 东证衍生品研究院

在厘清当前的宏观形势与本轮 A 股下跌的逻辑之后, 我们发现, 无论内外资, 本轮下跌的本质逻辑仍旧在于对于中国基本面的短期担忧。

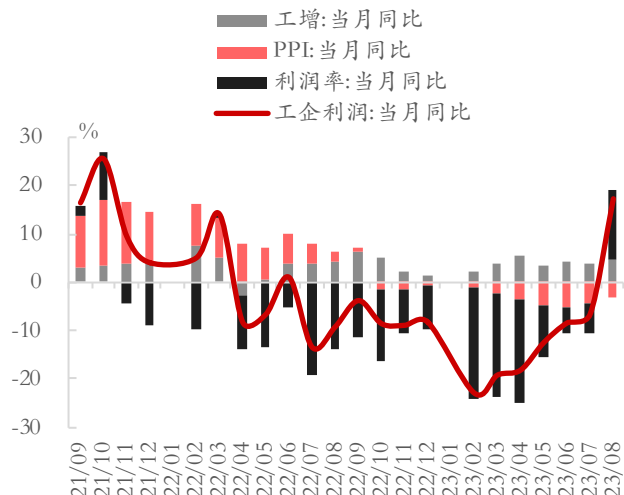
但我们看到, 从 9 月份开始, 一些积极变化逐渐在发生。外需方面, 美国需求韧性凸显, 同时较低的库存也使得对中国商品的需求加大, 或将对出口形成拉动。内需方面, 随着价格因素逐渐回暖、PMI 回升至荣枯线以上内需逐渐修复、成本费用优化等多管齐下, 企业利润修复将加快, 也将带动居民收入持续改善, 释放消费潜能。可以肯定的是, 宏观经济已经止跌, 最紧张时刻已经过去, 我们认为对于 A 股而言, 四季度将从外资单边流出的逻辑, 逐渐转向利润表修复的定价逻辑。

图表 40: 美国需求韧性对中国出口形成支撑



资料来源: Wind, 东证衍生品研究院

图表 41: 8 月份工业企业利润已经同比转正



资料来源: Wind, 东证衍生品研究院

在本轮下跌中，市场投资者关于融券与股指期货做空等基础制度产生争议。我们在第二部分详细描述了 1987 年美国股灾之后，美国也产生过类似的广泛质疑，随后监管部门与研究机构关于股指期货是否是造成或引领下跌的“真凶”进行了深入研究与讨论，并最终为股指期货正名。在这里，我们认为有必要对资本市场中的“卖空”这一制度进行进一步阐释，并准确把握中国股指期货的定位与价值。

多空双向交易是资本市场的基本制度之一，世界上第一笔卖空交易早在 17 世纪便已发生，历史悠久。多空双向交易是平抑市场波动、促进价格回归正常、避免单边极端行情的重要保障。其中买多已经被市场广泛认知并被接受，但卖空则从诞生以来便在争议中不断发展（尤其是在股灾之时往往充当替罪羊的角色），并最终被成熟的资本市场所认可，且发展出了裸卖空、融券卖空、期货期权卖空等多种交易方式。

现货市场上，卖空交易分为持有卖空和一般卖空。持有卖空是指卖空时投资者已经持有证券，而一般卖空则是指卖空时投资者并未持有证券，需要通过借入证券来进行出售卖空操作。而一般卖空又可分为融券卖空和裸卖空。融券卖空指卖空时已经借入相关证券，而裸卖空则是直接在市场上卖出并不存在的证券。裸卖空意味着可供出售的证券总量增加，其投机性更强，更容易被投机者用来操纵市场，故目前全球主要资本市场的卖空方式均为融券卖空，而裸卖空则受到了严格的监管与限制，如提高准入机制、要求卖空披露等。

在期货市场上，股指期货承担了卖空的作用。由于期货本身就是一种关于远期交易的合约，因此交易双方互为多头和空头，股指期货自然产生了卖空的功能。

卖空交易对于证券市场是极其重要的，关于其如下重要功能，市场已达成共识：

1、价格发现与观点表达：对于证券而言，其内在价值受到诸多因素影响，投资者研究框架不断迭代的过程中，往往会造成高估与低估行为，因此，买多与卖空均是投资者观点表达的一种方式，经过充分的博弈与交易，证券将回归其内在价值。

2、风险对冲功能：当资本市场不确定性较大，或系统性风险出现时，如股灾爆发股票单边下跌，那么投资者可以使用融券卖空与股指期货做空等方式进行风险管理，有效规避价格下跌的风险。

3、增强市场流动性与深度：一方面，证券供求之间出现错配时，融券做空业务还在一定程度上填补了供求之间的缺口，增强了标的证券的流动性。另一方面，卖空交易为市场提供了单边做多之外的盈利可能性，投资者因而可以设计如套利、中性等多种多样的投资策略。因而卖空交易可以吸引更多投资者参与到资本市场，增强了市场流动性与深度。

4、平抑市场波动：单边做多将会使得市场波动朝一个方向演进，进一步加速市场泡沫化，引发金融危机。而有卖空力量的制约，将有效地通过套利交易等方式引导压力释放，减少投机。

正是因为卖空交易与买多交易的共存，使得资本市场形成了一个系统的生态。对于卖空交易，应肯定其正面意义，着重加强监管，完善制度建设，减少投机与市场操纵。

在金融危机中，以美国为首的金融市场纷纷出台救市法案对卖空交易进行约束，但2011年美国纽约联储发布报告认为，对于卖空交易的限制显著减少了市场流动性，对于救市影响甚小。

中国于2010年3月31日开通了融资融券业务，于2010年4月16日上市了第一只股指期货合约——沪深300股指期货。因此融券卖空和股指期货卖空是中国主要的两种卖空方式，中国市场上并不存在裸卖空。

关于股指期货，其在下跌市中是否是恶意做空的工具，我们认为应当正确看待。

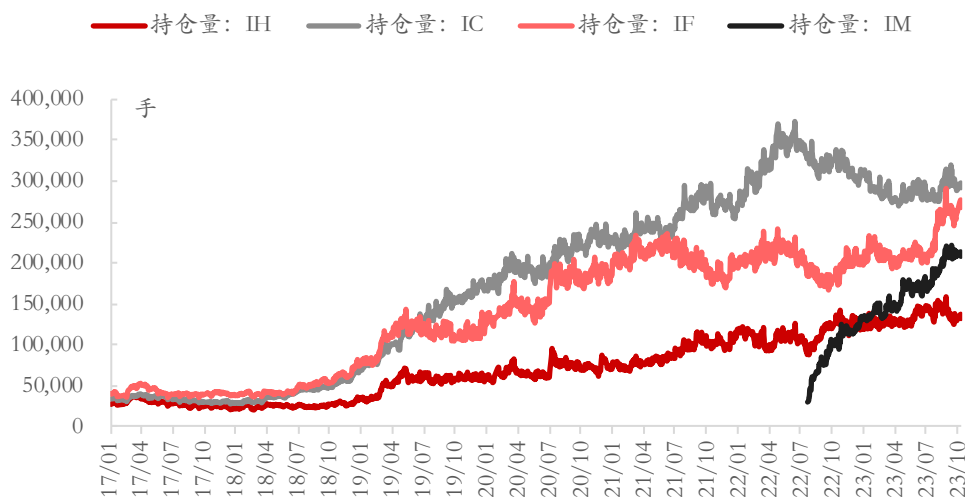
从逻辑上，股指期货是一种风险管理工具，其本身是中性的，并不天然地对应着做空。期货合约是零和博弈，有空必有多，多空必相等，每一手空单被卖出的同时必然对应着一手多单的生成。那么为什么股指期货会背上恶名呢，这需要从细节入手分析。股指期货交易主要由三种类型：套期保值、套利和投机。（一）套期保值的概念与对冲类似，即为了保护现货头寸，为了抵消现货价格下跌的风险而在期货市场上开空单。（二）套利交易则是在现货与期货（或者不同期限的期货合约之间）价格偏差较大时进行的操作。由于基差收敛的特性，当期货升水时，买入现货股票，同时股指期货开空单，当期货贴水时，卖出现货股票，同时股指期货开多单。我们在前文分析过，套利交易本身只是市场信息的传递者，其只关注相对价差。（三）投机交易多指投资者在股指期货上开空单或者开多单做单边交易。在投机交易上，股指期货的空单类似于裸卖空的效果，因而被市场认知为“恶意做空”的元凶。但我们经过简单分析便可认识到这种说法值得商榷。

中国股指期货市场多是机构参与，且绝大多数以套期保值和套利为主。套保方由于担心现货价格下跌而在股指期货上做空，因此套保空头才是中国期货市场上最大的空头。那么其对手方只能由投机多头与之匹配。从这个意义上说，期货市场中的投机交易者反而往往是多头而非空头。且正是由于有投机多头的存在，托举了套保功能的正常发挥。

期货市场中的投机空头一定程度上替代了现货空头，使得现货的悲观情绪与下跌压力在期货市场上释放。某种程度上期货投机空头的存在反而减轻了现货市场的直接抛压。

从规模上看，截止到2023年9月30日，IH、IF、IC、IM的持仓量（单边）分别为12.96万手、26.0万手、28.8万手、20.9万手。名义合约总市值为9667亿元，其中的投机空头比例很小，相对于现货指数超50万亿美元的流通市值，实在微不足道。

图表 42：中国股指期货持仓量



资料来源：Wind，东证衍生品研究院

我们在肯定股指期货的价值的时候，也需要正确认识到相关质疑与观点缘何而生。当前中国资本市场制度仍有不足：“融券难”的现状仍亟待解决；全面注册制后上市门槛优化，但退市制度依然有待完善；上市公司大量再融资，但却少分红少回购；实控人与高管违规减持仍频频发生；内幕消息交易依然屡禁不止等。这些现象共同造成了资金流出远大于资金流入，使投资人难以获得较好的投资回报。相关监管部门依然需要系统化发力，完善双向交易制度的同时，严格打击内幕交易与市场操纵，建设一个高效稳定成熟的资本市场。

6、展望：动荡时代，如何更好地利用股指期货

随着房地产进入下行通道，中国居民资产配置的重点转向金融资产是长期趋势，以公募、私募、险资、银行理财为代表的资产管理机构蓬勃发展。在全球利率居高不下，资本流动越加频繁之际，国内投资机构面临的挑战更加严峻。面对如此的动荡时代，我们认为将会有越来越多的机构从博取高收益转向追求风险收益匹配，股指期货因其卓越的风险管理功能而大有可为。

在此我们提出三点建议：

第一、完善期货市场监管。期货交易由于杠杆特性，因而波动较大，风险等级较高。在 2015 年股灾之后，股指期货被严格限制。一个活跃的期货市场是成熟的资本市场的重要组成部分，在加强监管的同时，有必要逐渐完善更多基础制度，使得产品运转恢复正常。股指期货限仓的逐步放开正是这一进程的良好体现。当前中国资本市场逐渐机构化、专业化、基本化，公募、私募、保险等机构投资者持有现货股票的流通市值已经超过 20 万亿，我们认为可以进一步放开股指期货的交易限制，为长线机构投资者创造一个宽松的使用环境。

第二、加强宣传与投资者教育。与美国等成熟的资本市场相比，中国的衍生品市场仍有待发展。股指期货的成交额与现货股票的成交额相比过小，市场活跃度有待增强。我们认为应该加强投资者教育与宣传，并鼓励吸引更多专业的投资机构与长线资金使用股指期货。这将从期现两个市场助力资本市场生态改善。中国的资产管理机构有着广阔的风险管理需求，社保基金、养老金、保险资金等机构稳健的风险偏好，将有望通过使用股指期货而得到满足。

第三、丰富产品线，上市更多权益期货品种。当前中国的股指期货以宽基指数为主，从流通市值覆盖度视角看，当前上证 50、沪深 300、中证 500、中证 1000 四大股指期货合计已经能覆盖 A 股超过 80% 的市值，因此可以充分地对冲掉 A 股的 beta 风险，灵活地进行风险敞口调整。但是由于 A 股的结构特征比较明显，我们认为除了从宽基指数角度之外，还可以尝试推出如下品种：

1) 从战略视角出发，面向高质量发展的要求，针对北交所、科创板以及专精特新企业，设计更具有科技属性、更有针对性的股指期货，如科创 50 股指期货、北证 50 股指期货等。一方面可以提高现货的流动性（当前北交所流动性仍严重不足），另一方面也可以发挥价格发现作用，提高更加优质的资本供给，使得资源配置到符合国家发展方向的优质科创公司上。

2) 从投资者角度出发，当前股指期货合约市值较大，多用于机构投资者。我们认为可以设计出台小型股指期货，缩小合约市值、降低杠杆。例如在香港市场上，小型恒指期货和恒指期货的成交量相当。通过此种方式降吸引更多参与者入场交易，扩大金融期货影响力，对流动性形成再补充。

3) 从机构视角出发，由于 A 股的结构特征行情十分明显，故拆分来看，行业风险是 A 股市场风险的主要贡献。因此可以出台行业指数期货，如新能源指数期货、生物医药指数期货等。这些行业本身市值容量较大，参与者众多，因此可以吸引存量机构参与。

我们相信，随着资本市场改革不断深化，在未来长期的财富管理大趋势中，股指期货将发挥更加重要的作用。

7、参考文献

- [1] 吴长风. 股指期货的市场作用——1987 年 10 月美国股灾核心研究报告比较[J]. 中国证券金融. 2019(02)
- [2] 缪因知. 裸卖空、卖空型操纵与股指期货做空监管研究[J]. 财经法学. 2015(06)
- [3] 陈晗, 王霖牧. 全球股票市场卖空交易机制的演进与发展分析 [J]. 证券市场导报. 2012(09)
- [4] 刘慕涵, 熊熊. 股指期货交易政策、投资者行为与市场质量[J]. 中国管理科学. 2019, 31(07): 126-139

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