

股指期货基差详解

报告日期：2025-05-20

研究员：孙锋 期货从业证号：F0211891 投资咨询格号：Z000567 邮箱:sunfeng@chinastock.com.cn

一、股指期货基差的演变

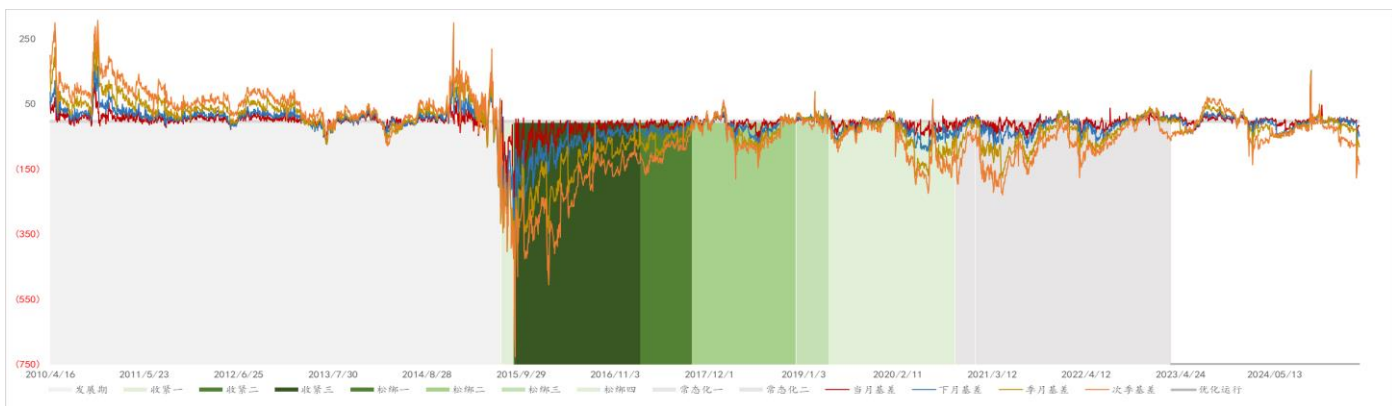
股指期货基差的产生是期货价格和现货价格不一致出现的现象。通常认为，

$$\text{基差} = \text{股指期货价格} - \text{现货指数价格}$$

如果期货价格低于现货指数价格，则贴水；如果期货价格高于现货指数价格，则升水。

自 2010 年，沪深 300 股指期货上市以来，基差经历了“上市初期的升水——股灾时期的大幅贴水——常态化运行时间的平衡波动”三个时期。

图表1： 沪深 300 股指期货基差情况

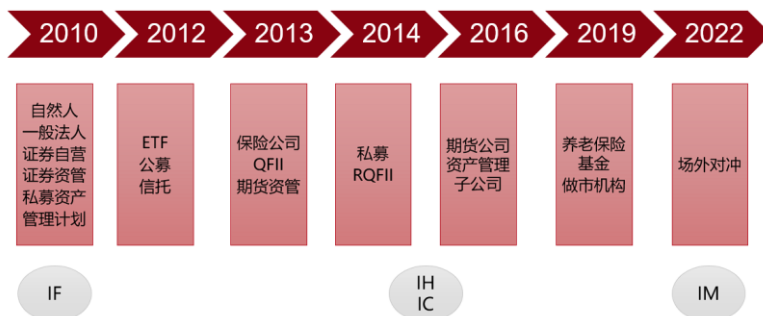


数据来源：iFund

二、股指期货基差变化的原因

从上市初期大幅升水到常年贴水，股指期货基差产生重大变化的原因，我们认为市场参与者、政策变化有较大的关系。

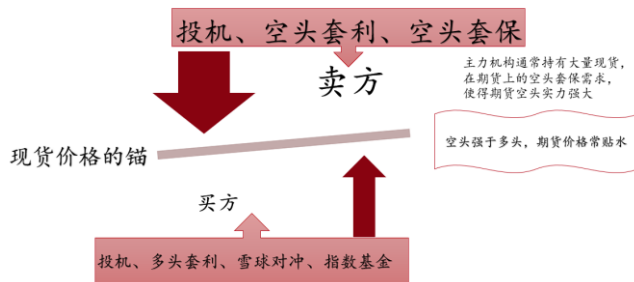
图表2： 股指期货市场新入市者情况



数据来源：中金所

作为 A 股市场的新兴事物，股指期货不断有新生力量参与进来。上市初期，投资者中自然人的占比较高，多头思维占主导，加之现货行情看涨，股指期货出现长期升水。2015 年股灾的出现，机构投资者已经大量参与股指期货市场，加之股指看跌，对冲需求提升，空头力量强大。2020 年，公募基金中性产品大卖，股指期货基差受到压制。2022 年，场外对冲产品的大量发行，运用股指期货对冲动态建立多头，又使基差不断走高，2023 年成为近 10 年基差最高的一年，之后权益类场外产品规模受限，基差再度走弱。

图表3： 股指期货市场参与者



数据来源：银河期货、iFund

我们认为，政策的变化也是基差波动的重要因素。中金所对股指期货的政策从上市初期的宽松，到股灾时的收紧，之后逐渐松绑，再到常态化运行政策稳定，各时期也对市场参与力量产生较大的影响。

图表5： 股指期货政策变化

	发展期 上市-15/7/7	收紧一 15/7/8-15/8/25	收紧二 15/8/26-15/9/6	收紧三 15/9/7-17/2/16	松绑一 17/2/17-17/9/15	松绑二 17/9/16-18/11/30	松绑三 18/12/3-19/4/19	松绑四 19/4/22-20/10/8	常态化一 20/10/9-20/12/29	常态化二 20/12/30-23/3/19	优化运行一 23/3/20-23/5/4	优化运行二 23/5/5起
套保保证金	10%	10%	12%	20%	20%	IF/IH:15% IC:20%	IF/IH:10% IC:15%	IF/IH:10% IC:12%	IF/IH:11% IC:13%	IF/IH:12% IC:14%IM:15%	IF/IH:12% IC:14%IM:15%	12%
非套保保证金	10%	10%，唯IC空 头30%	30%	40%	IF/IH:20% IC:30%	IF/IH:15% IC:30%	IF/IH:10% IC:15%	IF/IH:10% IC:12%	IF/IH:11% IC:13%	IF/IH:12% IC:14%	IF/IH:12% IC:14%	12%
平今仓手续费	0.25%	0.23%	1.15%	23%	9.2%	6.9%	4.6%	3.45%	3.45%	3.45%	2.3%	2.3%
非套保日内开 仓	无限制	无限制	单个品种100手	单个品种10手	单个品种20手	单个品种20手	单个合约50手	单个合约500手	单个合约500手	单个合约500手	单个合约500手	单个合约500手

数据来源：中金所

股票现货市场的一些政策导向，同样对股指期货基差产生影响，未来融券受限的局面如果不变，空现货+多期货的套利投资组合不能大规模操作，股指期货的贴水可能加大。

图表6： 各股指期货月均基差情况

	IF当月基差	IF下月基差	IF季月基差	IF下季基差	IH当月基差	IH下月基差	IH季月基差	IH下季基差	IC当月基差	IC下月基差	IC季月基差	IC下季基差	IM当月基差	IM下月基差	IM季月基差	IM下季基差
2021年	(11.94)	(29.67)	(68.58)	(113.12)	(13.46)	(4.01)	(34.91)	(58.47)	(24.85)	(76.24)	(196.19)	(359.05)				
2022年	(5.24)	(12.44)	(27.73)	(50.85)	(4.61)	(2.30)	(7.27)	(13.30)	(12.50)	(37.47)	(97.72)	(191.67)	(14.85)	(55.36)	(143.75)	(273.11)
2023年	2.03	3.68	7.37	2.80	0.57	0.97	4.47	5.61	(3.53)	(12.46)	(38.56)	(87.83)	(8.91)	(25.61)	(65.00)	(128.12)
2024年	(3.07)	(10.21)	(19.00)	(34.23)	(1.62)	(6.47)	(9.94)	(15.92)	(12.78)	(37.13)	(82.16)	(141.37)	(22.64)	(64.13)	(136.37)	(228.64)
2025年	(6.70)	(13.62)	(34.10)	(73.65)	(1.97)	(2.76)	(8.30)	(34.45)	(23.57)	(63.89)	(147.18)	(253.54)	(32.96)	(90.39)	(197.94)	(339.04)

数据来源：iFund 银河期货 至 2025 年 4 月末

三、 分红对股指期货基差的影响

股指期货的定价理论可以表示为：

$$F_t = S_t + S_t(r_f - d) \frac{t}{365}$$

即 期货价格=现货价格+时间成本 - 分红影响，表明分红对期货定价有影响。

中证指数公司指数编制相关规则规定，“成分股除息，相关指数不予以修正，任其自然回落”。因此，上市公司分红在实际操作中对股指期货定价产生影响。持有一篮子股票并股指期货做空的套利操作者，可以得到上市公司分红，转而视为期货做空端的成本降低，即股指期货定价下移。

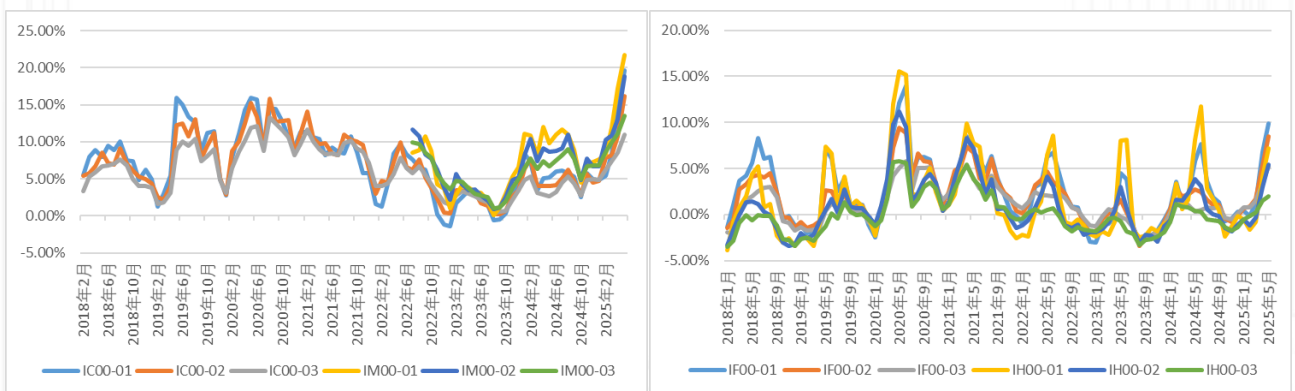
图表7： 主要指数近年来股息率

年份	沪深 300	中证 500	上证 50	中证 1000
2024	3.38%	1.84%	3.90%	1.51%
2023	3.72%	1.87%	4.55%	1.26%
2022	3.30%	1.94%	4.23%	1.21%
2021	2.21%	1.49%	2.80%	0.84%
2020	2.21%	1.26%	2.65%	0.83%
2019	2.51%	1.38%	3.10%	1.07%
2018	3.14%	1.62%	3.77%	1.29%
2017	2.31%	0.87%	2.88%	0.62%
2016	2.51%	0.67%	3.10%	0.39%
2015	2.36%	0.61%	3.09%	0.30%
2014	2.50%	0.82%	2.96%	0.51%
2013	3.39%	1.10%	4.02%	
2012	2.90%	1.09%	3.32%	
2011	2.59%	0.99%	2.96%	

数据来源：iFund

近年来，随着上市公司分红比例的提高，分红对基差的影响日益显现，而 A 股公司大部分集中在 5-7 月分红，又使股指期货基差出现明显的季节波动。

图表8： 各品种当月合约移仓至相应合约的月均展期成本



数据来源：iFund 银河期货

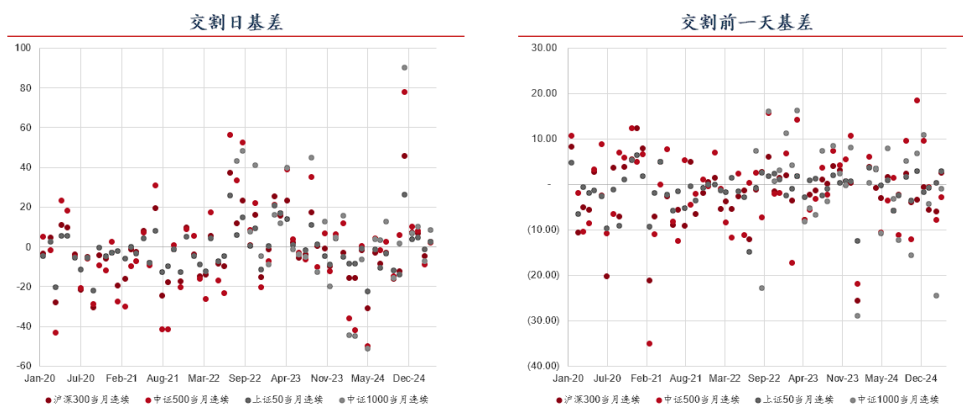
四、 制度保障股指期货基差收敛

中金所规定，当月合约交割价为现货指数最后 2 小时的算术平均价，制度保证使股指期货与现货走势高度一致，拟合度超 99%。

交割价和最后交易日现货价在个别交易日会随行情波动产生偏差，但仅是个别现象。从实际统

计看，2020 年以后，IF、IC、IH、IM 交割价与现货的基差均值分别为-1.62、-0.95、-1.37、6.25 点；T-1 日（交割前一天）IF、IC、IH、IM 收盘价与现货的基差均值分别为-2.06、-0.94、-1.06、-0.88 点，收敛情况良好。

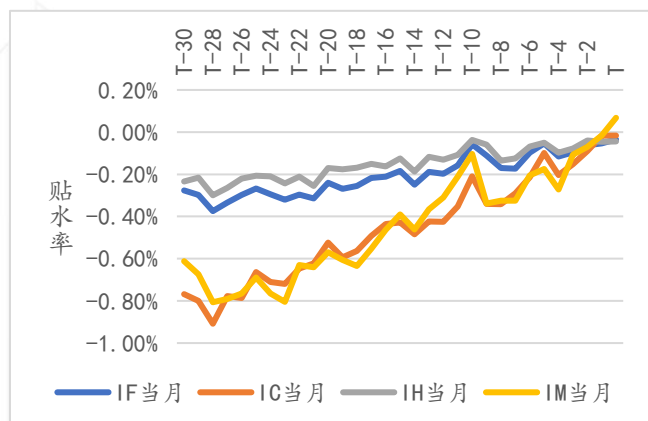
图表9： 股指期货基差收敛情况



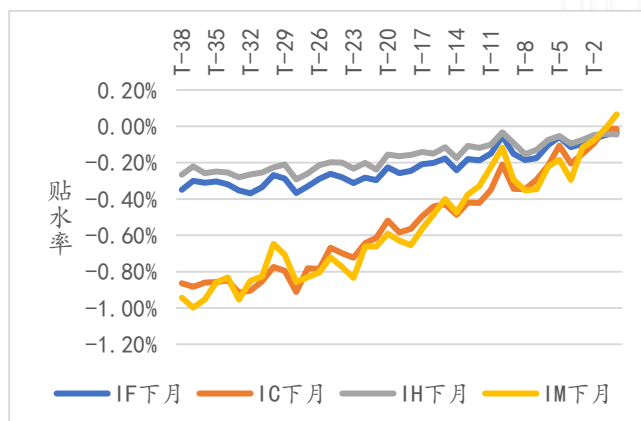
数据来源：iFund 银河期货

由于交割价的制度保障，使股指期货上市后贴水会随着到期临近，不断收敛，统计 2020 年以来的情况（IM 自 22 年 7 月上市后），收敛效果明显，T-1 日已经平水。

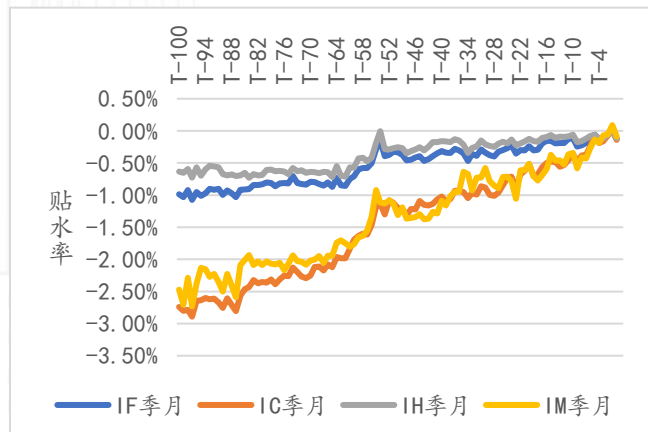
图表10： 当月合约基差收敛情况



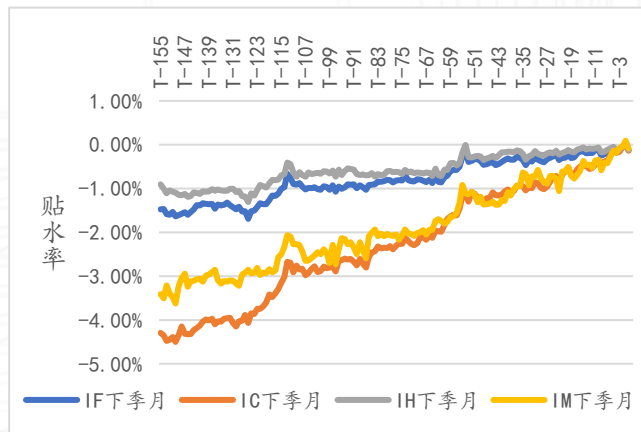
图表11： 下月合约基差收敛情况



图表12： 季月合约基差收敛情况



图表13： 下季月合约基差收敛情况



数据来源：iFund

五、股指期货基差相关策略

1、期现套利

股指期货基差最常用的策略是期现套利，即在合约续存期内，股指期货存在理论价格，当指数期货的价格背离这个理论价格时，可以通过同时买卖股指期货及相对应的指数进行套利操作。即，如果股指期货价格高于理论价格，可以卖空期货买入现货指数进行期货空头套利；如果股指期货价格低于理论价格，则可买入期货卖空现货指数进行期货多头套利。

在实际操作中，现货部分即可以购买一篮子股票模拟指数，也可以用ETF、场外指数基金等产品替代。基差的阈值可以按理论价格计算，也可以根据历史统计进行调整。

ETF替代指数的优势包括：可以在二级市场买卖，操作便捷，使期现套利实时对冲交易实现成为可能；跟踪误差小；费率低；期指相关ETF品种多、选择空间大；规模大；冲击成本小。

买卖一篮子股票的优势包括：可以获得股票分红收益，但操作难度较大，融券可能更困难。

可能出现的风险：

- 1) **操作风险**，期现套利最大的风险在于如何把握可能转瞬即逝的套利机会，期货和现货双边同时操作的困难，一篮子股票现货合成指数的跟踪误差。
- 2) **融券风险**，做多股指期货+融券卖空ETF或一篮子股票的操作会遇到融券便利度的问题，能否融到足够的券成为策略成功的重要因素。
- 3) **保证金风险**，如果期货市场价格走势与持仓方向相反，期货保证金需要及时补足，否则有穿仓风险。

2、展期中的基差风险应对

无论是中性策略还是套保对冲，长期持仓股指期货空头就会产生展期基差风险，近年来各合约贴水的加大，使当月合约展期成本有所上升。

展期成本的测算：假设四个合约未来保持现有基差水平，计算相应展期次数（当月合约展期下月、季月、下季月的展期次数分别为12、4、2），扣除分红影响。即，

$$\text{展期成本} = \frac{\text{两合约升贴水点数差}}{\text{现货指数}} \times \text{相应展期次数} - \text{分红影响点数}$$

图表14： 各品种当月合约移仓至相应合约的展期成本

	IF00-01	IF00-02	IF00-03	IH00-01	IH00-02	IH00-03	IC00-01	IC00-02	IC00-03	IM00-01	IM00-02	IM00-03
2023	-0.71%	-1.02%	-1.11%	-0.17%	-1.15%	-1.77%	1.68%	1.99%	2.03%	3.04%	3.22%	3.15%
2024	2.25%	1.25%	0.56%	2.17%	0.64%	-0.30%	5.50%	4.92%	4.06%	9.42%	8.34%	7.14%
2025	3.64%	3.40%	2.35%	1.67%	1.28%	0.60%	10.61%	9.53%	7.61%	13.34%	11.95%	9.99%

数据来源：iFund 银河期货 截止 2025-5-14

由图表8可见，展期成本有明显的周期性，即在分红季4-8月成本提高，在10-1月成本较低，避开5-7月展期，可以大幅降低全年展期成本。在操作上，当月合约临近交割（进入交割周），展

期成本会有提升应提前操作。

3、滚贴水策略

IM 巨大贴水的出现，使投资者希望通过相关策略得到基差收敛的收益。一是期现套利，另一种是无现货做空下，仅持有股指期货多单，不放杠杆，取得打折买指数的效果。

与展期相反，股指期货的多头，需要多展期，即每次移仓至下月合约，在临近交割、基差收敛时展期，从而实现“低买高卖”的目标。



作者承诺

本人具有中国期货业协会授予的期货从业资格证书，本人承诺以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收到任何形式的报酬。

免责声明

本报告由银河期货有限公司（以下简称银河期货，投资咨询业务许可证号 30220000）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河期货。未经银河期货事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议。银河期货认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告所载内容反映的是银河期货在最初发表本报告日期当日的判断，银河期货可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河期货没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河期货不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

银河期货不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。银河期货建议客户独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。银河期货版权所有并保留一切权利。

联系方式

银河期货有限公司 金融衍生品研究所

北京：北京市朝阳区建国门外街道 8 号北京财源国际中心 A 座 31 层

上海：上海市虹口区东大名路 501 号白玉兰广场 28 层

网址：www.yhqh.com.cn

邮箱：yhqhjrs@chinastock.com.cn

电话：400-886-7799