

近期股指期货基差变化背后的市场交易行为探究

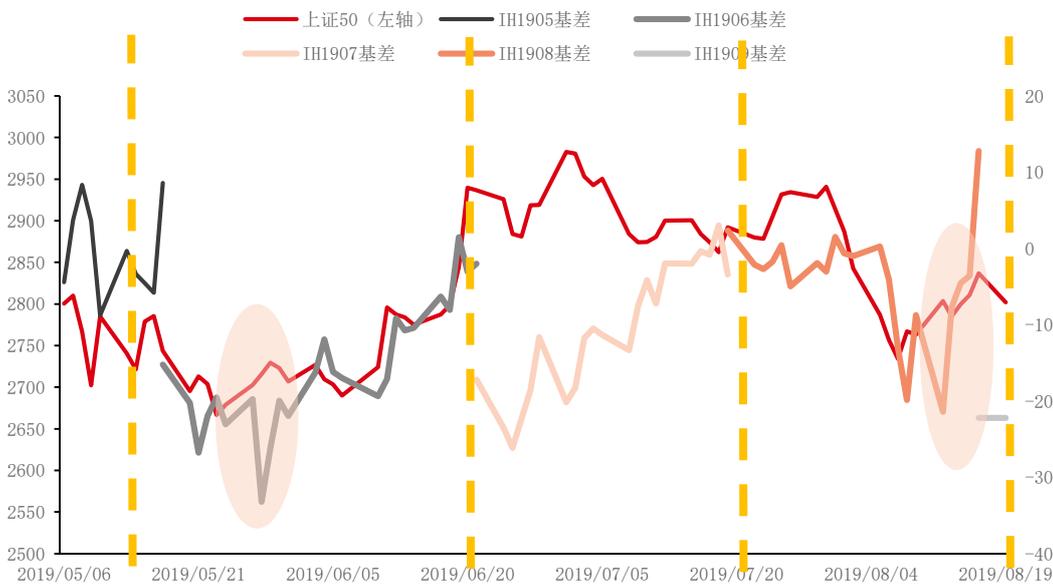
股指期货基差近期波动较大

上证50与IH基差同涨同跌是市场绝大多数交易日的情况，与基差反映投资者预期与市场情绪逻辑吻合。

2019年5月以及2019年8月，IH基差在到期收敛的过程中，没有按照交易日的推进缩小，并且在上证50现货持续上行的过程中，反而进一步扩大，这种不常见的行情引起了投资者的关注。

网格交易主导股指期货基差定价

我们针对股指期货基差不寻常的走势，给出了网格交易主导基差定价这一假设，并从现货行情、隔夜基差、持仓量变化等角度对我们的假设做出佐证，希望能给投资者提供一定参考意见。



投资咨询业务资格:

证监许可【2011】1289号

研究院 量化组

研究员

罗剑

☎ 0755-23887993

✉ luojian@htfc.com

从业资格号: F3029622

投资咨询号: Z0012563

联系人

高天越

☎ 0755-23887993

✉ gaotianyue@htfc.com

从业资格号: F3055799

股指期货基差近期波动较大

图一为 2015 年 4 月 16 日以来上证 50 以及 IH 根据持仓量加权并且年化处理的基差率，可以较为明显的看出，在去除了到期收敛影响之后的年化基差率走势与上证 50 现货价格较为一致，两者相关性达到 0.4。过去四年间，两者同涨同跌是市场绝大多数交易日的情况，这也与基差反映投资者预期与市场情绪这一逻辑吻合。

图 1：上市以来上证 50 及 IH 基差持仓量加权年化基差率

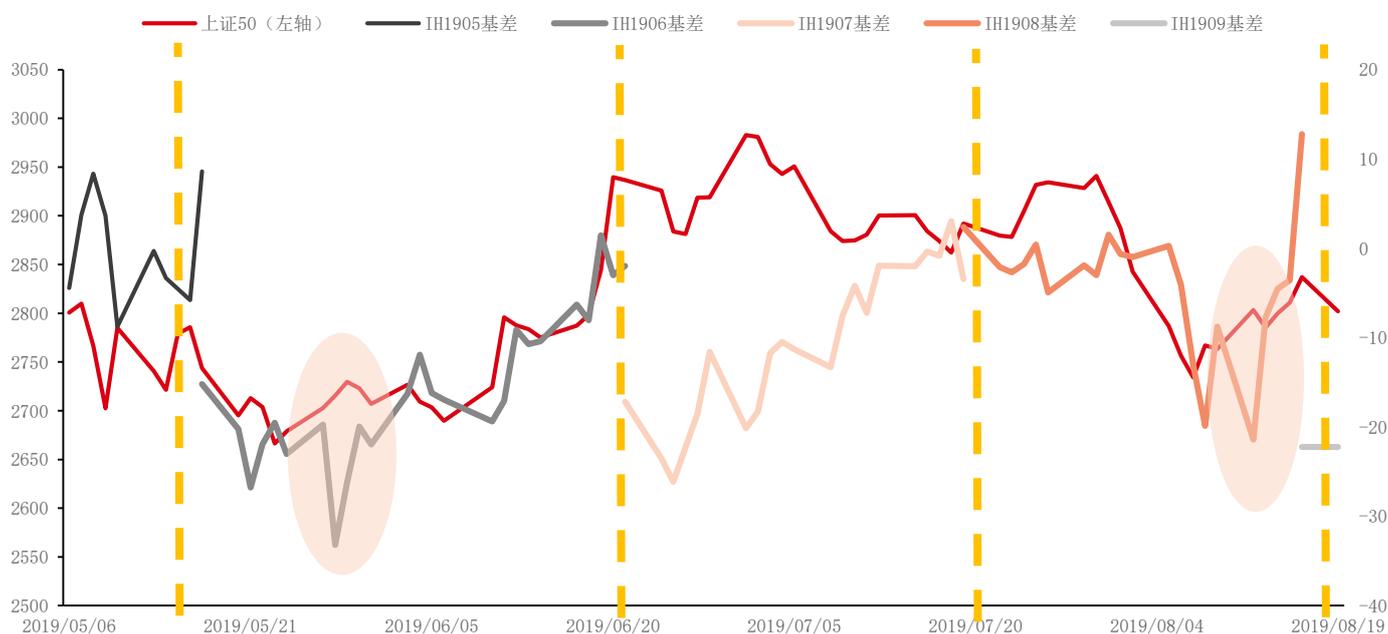


数据来源：Wind 华泰期货研究院

2019 年 5 月以来，A 股市场迈入震荡行情。5 月 6 日至今，上证指数在 2733.92 点至 3048.48 间宽幅波动，与此同时，股指期货基差也走出了与历史上大多数时期不一样的行情。

图 2 中阴影部分的基差在到期收敛的过程中，没有按照交易日的推进缩小，并且在上证 50 现货持续上行的过程中，反而进一步扩大，这种不常见的行情引起了投资者的关注，这里我们给出一种解释，即网格交易主导了股指期货基差的定价。

图 2：2019 年 5 月以来上证 50 及 IH 基差



数据来源：Wind 华泰期货研究院

网格交易主导股指期货基差定价

我们针对股指期货基差不寻常的走势，给出了网格交易主导基差定价这一假设。下面我们
从现货行情、日内基差、持仓量变化等角度对我们的假设做出佐证。

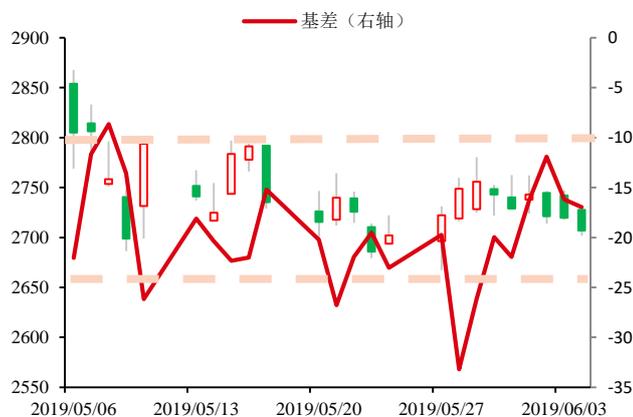
现货行情

(1) 2019-05-06 ~ 2019-06-04

图三中上证 50 指数在一个月均处于 2650~2800 的区间，这期间 IH 基差与现货指数整体
呈反向关系。即当现货价格较高，贴近区间上限时，网格交易的做空力量较多，压低股指
期货价格，推动基差贴水；当现货价格较低，贴近区间下限时，网格交易的做多力量较
多，抬升股指期货价格，推动基差升水。

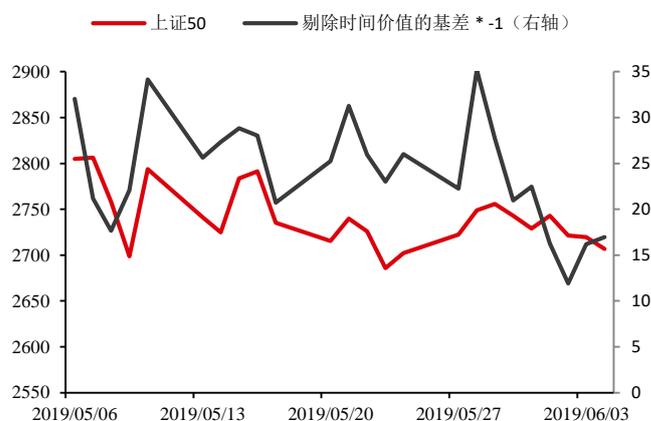
图四中剔除了时间价值后的基差，与上证 50 指数相关性达到-0.42，进一步证实期间网格
交易主导基差定价。

图 3: 2019-05-06 ~ 2019-06-04 行情



数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 4: 2019-05-06 ~ 2019-06-04 行情

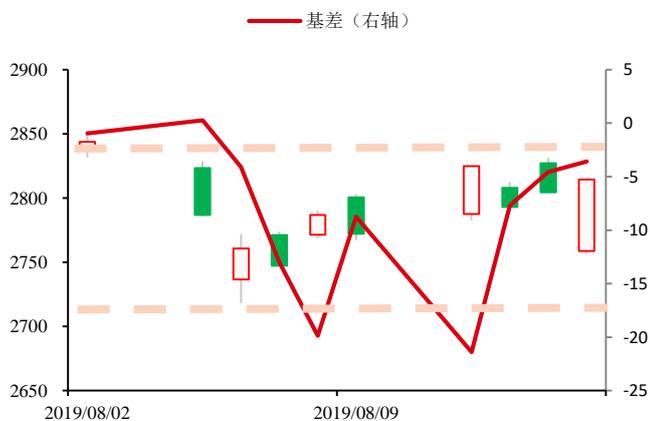


数据来源: Wind 华泰期货研究院

(2) 2019-08-02 ~ 2019-08-15

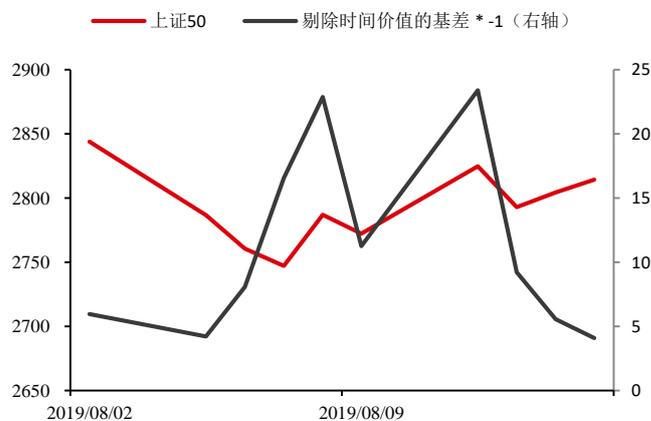
与 5~6 月行情一致, 股指期货 8 月上旬的基差走势也被网格交易主导. 图 6 中剔除时间价值的 IH 基差与上证 50 整体呈负相关。

图 5: 2019-08-02 ~ 2019-08-15 行情



数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 6: 2019-08-02 ~ 2019-08-15 行情

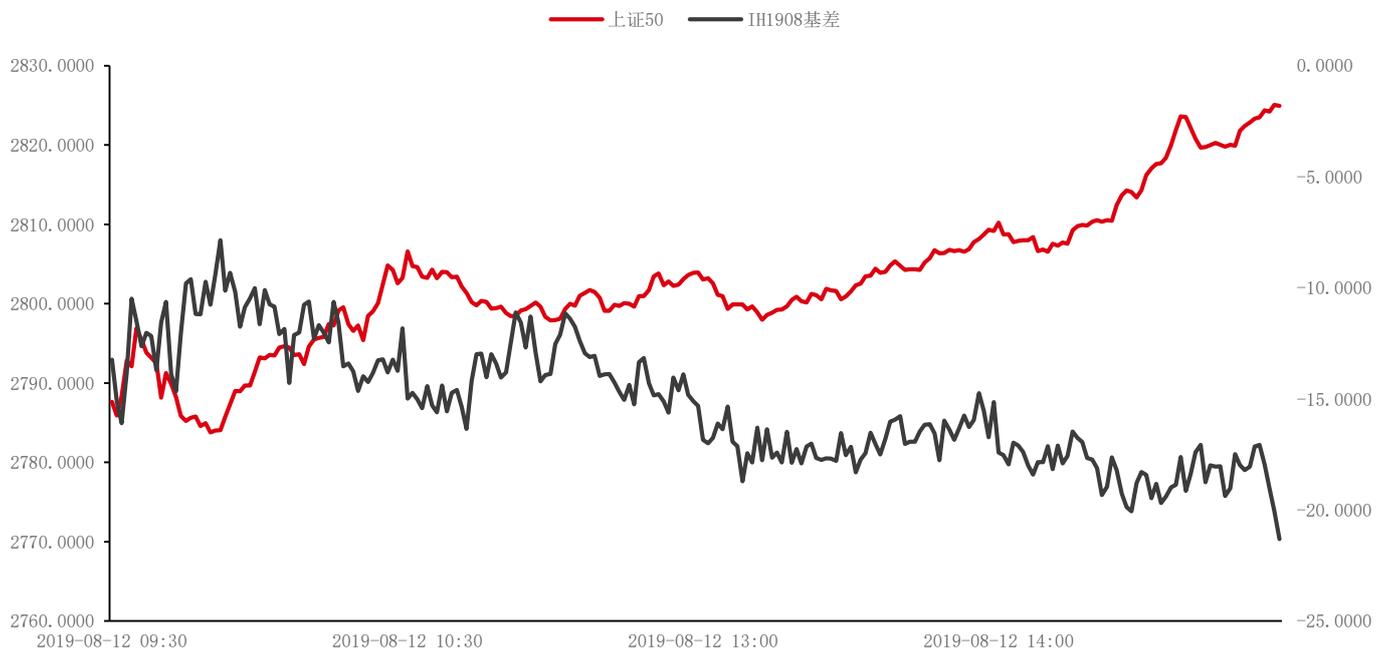


数据来源: Wind 华泰期货研究院

日内基差

图七为 8 月 12 日 IH1908 的日内基差, 可以发现 IH1908 日内基差与上证 50 全天呈反向关系, 并且在临近收盘时, 更多的网格交易者进入 IH1908 建立空头仓位。

图 7：2019 年 8 月 12 日 IH1908 日内基差

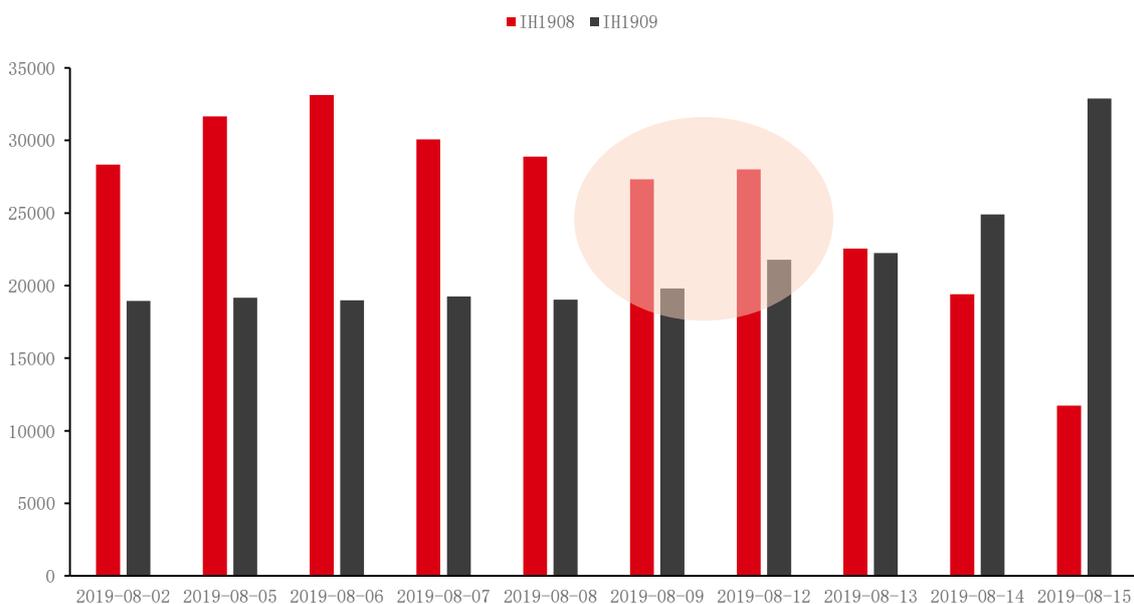


数据来源：Wind 华泰期货研究院

持仓量

8 月 12 日，IH 股指期货处于移仓换月周第一个交易日，但 IH1909 合约持仓量上升的同时，IH1908 持仓量没有下降，反而进一步提高，这种反常的现象背后我们认为网格交易者在 IH1908 上开空，从而提升了持仓量。

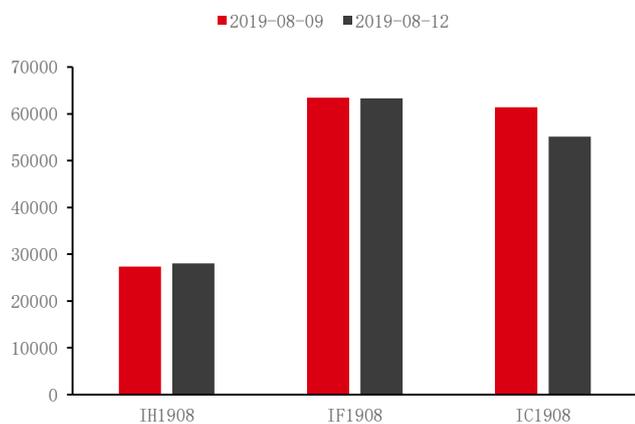
图 8：IH1908 与 IH1909 持仓量



数据来源：Wind 华泰期货研究院

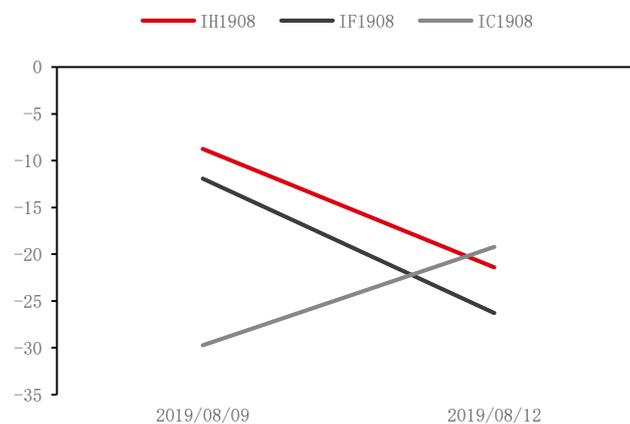
作为对比项，IF1908 在 8 月 12 日持仓量小幅下降，IC1908 持仓量大幅下降。最终，IH1908 与 IF1908 基差大幅贴水，而 IC1908 则大幅深水。

图 9: 2019-08-09 ~ 2019-08-12 持仓量



数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 10: 2019-08-09 ~ 2019-08-12 基差



数据来源: Wind 华泰期货研究院

综上，根据现货行情、日内基差、持仓量变化三个维度，我们有理由相信近期股指期货基差的异常走势，主要由网格交易者主导，希望能给广大投资者提供一定的参考意见。

● 免责声明

此报告并非针对或意图送发给或为任何就送发、发布、可得到或使用此报告而使华泰期货有限公司违反当地的法律或法规或可致使华泰期货有限公司受制于的法律或法规的任何地区、国家或其它管辖区域的公民或居民。除非另有显示，否则所有此报告中的材料的版权均属华泰期货有限公司。未经华泰期货有限公司事先书面授权下，不得更改或以任何方式发送、复印此报告的材料、内容或其复印本予任何其它人。所有于此报告中使用的商标、服务标记及标记均为华泰期货有限公司的商标、服务标记及标记。

此报告所载的资料、工具及材料只提供给阁下作查照之用。此报告的内容并不构成对任何人的投资建议，而华泰期货有限公司不会因接收人收到此报告而视他们为其客户。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被华泰期货有限公司认为可靠，但华泰期货有限公司不能担保其准确性或完整性，而华泰期货有限公司不对因使用此报告的材料而引致的损失而负任何责任。并不能依靠此报告以取代行使独立判断。华泰期货有限公司可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。为免生疑，本报告所载的观点并不代表华泰期货有限公司，或任何其附属或联营公司的立场。

此报告中所指的投资及服务可能不适合阁下，我们建议阁下如有任何疑问应咨询独立投资顾问。此报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何投资或策略适合或切合阁下个别情况。此报告并不构成给予阁下私人咨询建议。

华泰期货有限公司2019版权所有。保留一切权利。

● 公司总部

地址：广东省广州市越秀区东风东路761号丽丰大厦20层

电话：400-6280-888

网址：www.htfc.com