



## IC 上市以来基差变动回顾

中证 500 股指期货 (IC) 自 2015 年 4 月 16 日上市以来, 受到投资者的广泛欢迎。特别是 2018 年下半年开始, IC 整体持仓量、成交量均出现爆发式增长, 截止 2020 年 9 月 30 日, 已经双双达到日均 20 万手的量级。

同时, 相比 IF 与 IH, IC 标的指数本身 (中证 500) 以及 IC 各合约基差的变动幅度与绝对水平也往往较大, 因此本文着重讨论中证 500 股指期货的基差变动, 并试图给出相应的情况说明解答, 希望能帮助投资者对于 IC 的基差定价有一个较为全面的认知。

2015 年 4 月 16 日~2015 年 9 月 2 日: IC 基差与标的指数整体正相关。期初, 随着牛市的进一步发酵, IC 持仓量、成交量以及基差三者同时出现快速的大幅上涨, 反应出场外新增多头的热情充沛。等到 6 月初, 期指整体持仓不进反退, 同时伴随着基差的快速下降, 尽管此后标的指数仍旧上涨到 6 月中旬, 但衍生品投资者已经逐步撤退。6 月中旬开始, 指数在高位出现快速下行, 期间振幅放大, 期指端受到多头进一步撤退以及日内 T+0 交易持续增加两方面影响, 整体持仓量以及基差继续下行, 而成交量持续放大。

2015 年 9 月 7 日~2016 年 2 月 29 日: 9 月 7 日, 中金所限仓政策出台, 绝大多数集中席位的空头仓位被迫平仓, 期指基差出现快速上行。随后直到 2016 年初的熔断行情, 期指基差均与指数呈正比。2016 年 1 月末, 与 2015 年 6 月初相似的场景再次出现, 尽管指数仍在熔断的影响下持续下行, 但期指基差不降反升, 同时持仓量在限仓的大环境下也出现了快速上行, 衍生品投资者“用脚投票”, 表达出对于现货指数超跌的观点。

2016 年 3 月 1 日~2018 年 11 月 30 日: 随后期指进入了长达两年半的缓慢修复行情, 期间中金所在 2017 年三季度松绑股指期货限仓政策, 但对市场影响不大, 期指持仓仍未回到限仓前的高点。而这两年间, 时间维度成为了主导基差变动的主要力量: 当指数震荡或者上行时, 期指基差快速向上修复; 当指数快速下行时, 基差短暂扩大。此阶段期指市场交投低迷, 以存量资金空头套保以及众多小账户多头“吃贴水”为主要持仓, 因此基差呈现出明显的波浪形特征。

2018 年 12 月 3 日~2020 年 9 月 30 日: 时间来到 2018 年 12 月 3 日, 中金所大幅度下调 IC 保证金自 30% 至 15%。IC 持仓量自此开始出现爆发式增长, 此阶段期指基差完全由新增持仓主导。期间指数共出现三次快速上行, 分别为 2019 年 1-3 月、2019 年 12 月以及 2020 年 6-7 月, 三次指数上行均同步出现了期指基差的快速修复, 并且在行情稍有冷却 (回调或震荡) 时, 均出现了持仓量的下降以及基差的迅速扩大。由于多头“打一枪就跑”的谨慎心态, 导致基差常出现脉冲式的变化。而对于整体基差水平, 与第三阶段由时间主导不一样, 由于 T0 交易的盛行, 除了快速上涨下的多头投机仓位带来的基差修复, 只有在行情窄幅震荡下 T0 收益降低、空头退出, 从而缓慢修复基差。

投资咨询业务资格:

证监许可【2011】1289 号

研究院 量化组

研究员

高天越

☎ 0755-23887993

✉ gaotianyue@htfc.com

从业资格号: F3055799

陈辰

☎ 0755-23887993

✉ chenchen@htfc.com

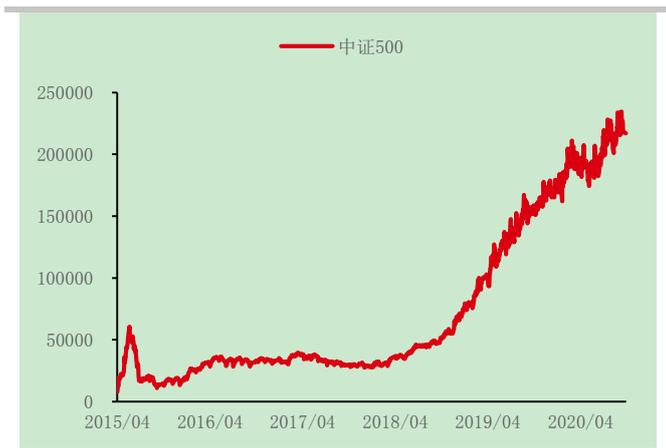
从业资格号: F3024056

投资咨询号: Z0014257

## 中证 500 股指期货 (IC)

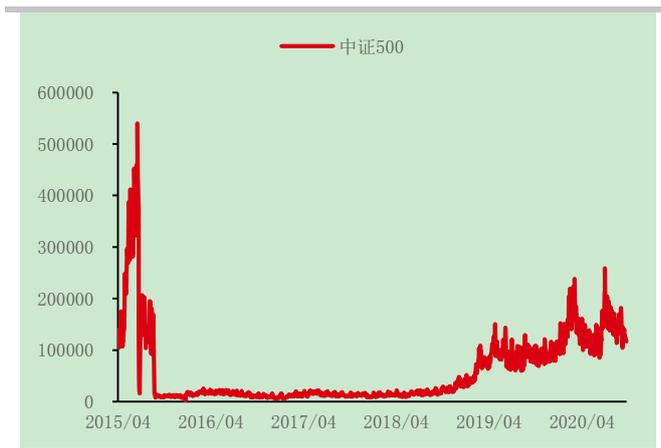
中证 500 股指期货 (IC) 自 2015 年 4 月 16 日上市以来, 受到投资者的广泛欢迎。特别是 2018 年下半年开始, IC 整体持仓量、成交量均出现爆发式增长, 截止 2020 年 9 月 30 日, 已经双双达到日均 20 万手的量级。

图 1: IC 持仓变动



数据来源: Wind, 华泰期货研究院

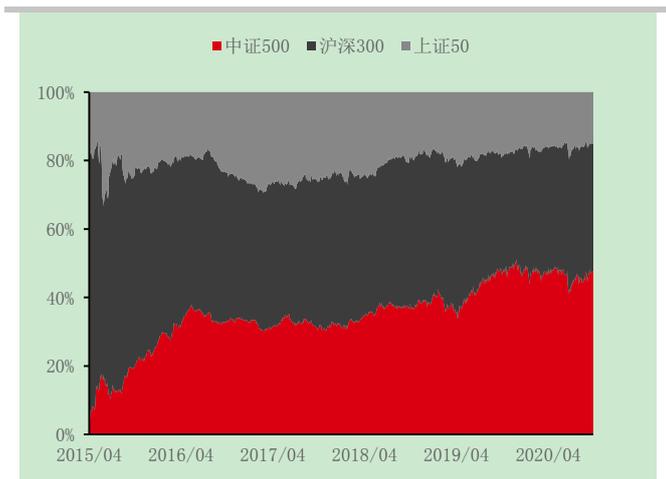
图 2: IC 成交变动



数据来源: Wind, 华泰期货研究院

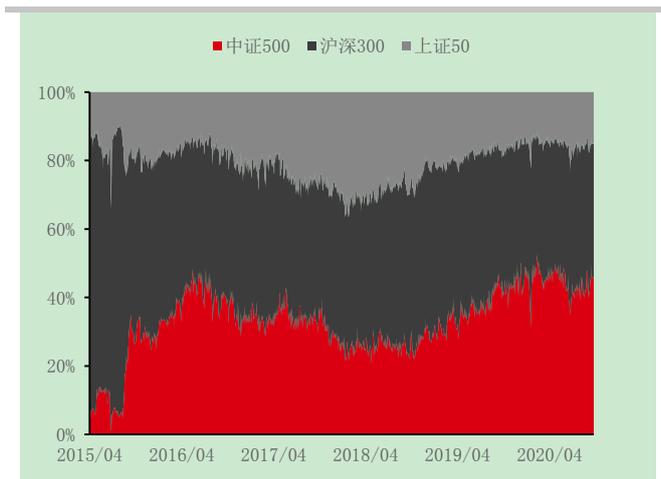
IC 成交活跃程度不仅在时间序列上快速上升, 在横截面的对比方面, IC 占有所有股指期货 (IC+IF+IH) 的占比也快速提升, 从期初的不足 20%, 稳定在目前的持仓、成交均为 40% 左右。

图 3: IC 持仓占比变动



数据来源: Wind, 华泰期货研究院

图 4: IC 成交占比变动



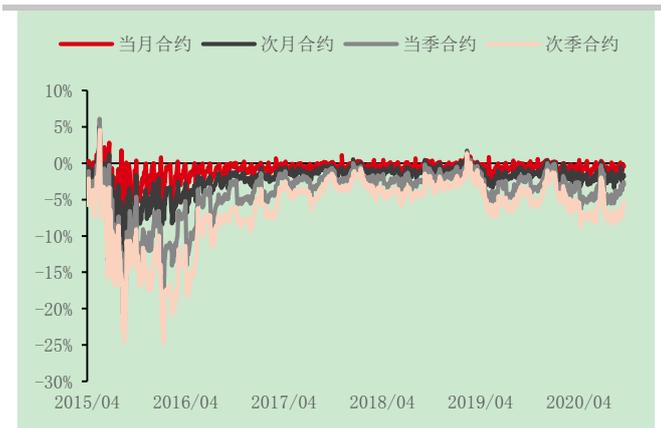
数据来源: Wind, 华泰期货研究院

同时, 相比 IF 与 IH, IC 标的指数本身 (中证 500) 以及 IC 各合约基差的变动幅度与绝对水平也往往较大, 因此本文着重讨论中证 500 股指期货的基差变动, 并试图给出相应的情说明解答, 希望能帮助投资者对于 IC 的基差定价有一个较为全面的认知。

## 中证 500 股指期货基差

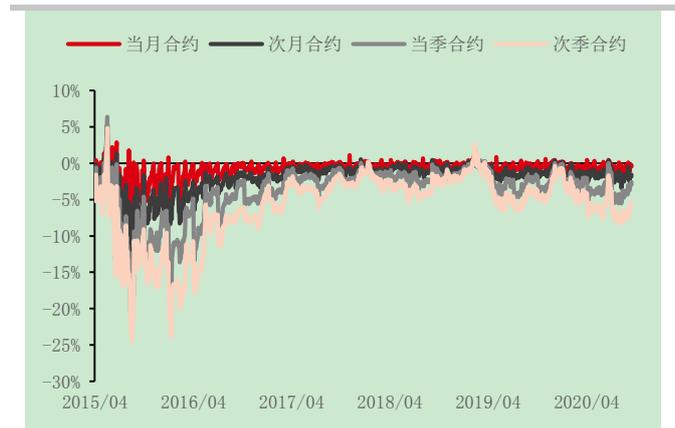
中证 500 股指期货基差的绝对水平以及变动幅度均较大（图 5），即使进行了分红处理之后，整体情况并没有出现明显改善（图 6）。

图 5：IC 各合约基差



数据来源：Wind，华泰期货研究院

图 6：IC 各合约分红调整基差



数据来源：Wind，华泰期货研究院

为了能够使用单一指标代表股指期货基差水平，我们先对各合约进行分红调整：

$$\text{各合约分红调整基差} = \text{各合约基差} + \text{真实分红点数}$$

再对分红调整后的基差水平进行年化处理：

$$\text{各合约年化基差率} = \frac{\text{各合约分红调整基差}}{\text{中证 500 指数}} * \frac{252}{\text{各合约距离到期剩余交易日} + 1}$$

这里为了避免最后交易日的影响，对剩余交易日进行了+1 处理。

在此基础上根据合约持仓量水平进行加权：

$$\text{IC 年化基差率} = \sum_1^4 \text{合约年化基差率} * \frac{\text{合约持仓量}}{\text{品种持仓量}}$$

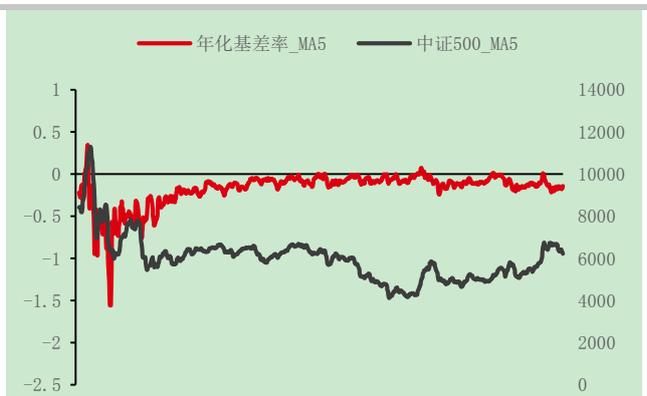
为了避免毛病过多影响分析，对 IC 年化基差率进行了 MA5 处理，同样的，对于标的指数中证 500 也进行了 MA5 处理（如图 8）。

图 7: IC 年化基差率



数据来源: Wind, 华泰期货研究院

图 8: IC 年化基差率 MA5



数据来源: Wind, 华泰期货研究院

图 8 中可以较为明显的看出, IC 年化基差率整体和标的指数呈正相关, 但在不同时间端的相关表现相差较大。因此进一步分段分析:

2015 年 4 月 16 日~2015 年 9 月 2 日

阶段一期间, IC 基差与标的指数整体正相关。

图 9: 2015 年 4 月 16 日~2015 年 9 月 2 日基差



数据来源: Wind, 华泰期货研究院

图 10: 2015 年 4 月 16 日~2015 年 9 月 2 日成交持仓



数据来源: Wind, 华泰期货研究院

期初, 随着牛市的进一步发酵, IC 持仓量、成交量以及基差三者同时出现快速的大幅上涨, 反应出场外新增多头的热情充沛。

等到 6 月初, 期指整体持仓不进反退, 同时伴随着基差的快速下降, 尽管此后标的指数仍旧上涨到 6 月中旬, 但衍生品投资者已经逐步撤退。

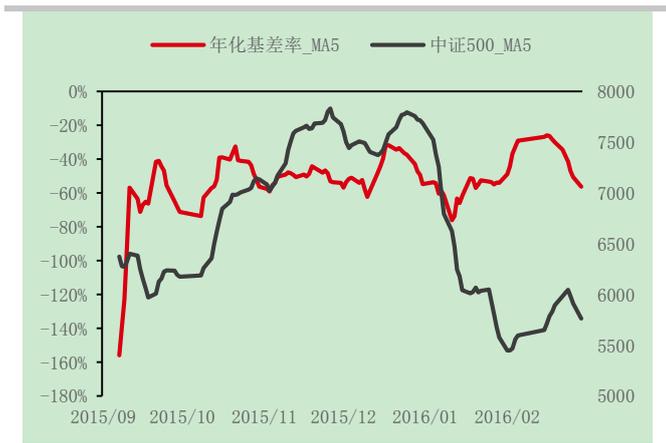
6 月中旬开始, 指数在高位出现快速下行, 期间振幅放大, 期指端受到多头进一步撤退以及期指日内 T+0 交易持续增加两方面影响, 整体持仓量以及基差继续下行, 而成交量持续放大。

7月上旬，期指由于涨跌停板影响，全天期指绝大多数时间停留在板上，因此成交量陡降，此阶段基差变动较小。

8月初，随着标的指数开始第二轮快速下行，期指基差也出现第二轮快速下行。

2015年9月7日~2016年2月29日

图 11: 2015年9月7日~2016年2月29日基差



数据来源: Wind, 华泰期货研究院

图 12: 2015年9月7日~2016年2月29日成交持仓



数据来源: Wind, 华泰期货研究院

9月7日，中金所限仓政策出台，绝大多数集中席位的空头仓位被迫平仓，期指基差出现快速上行。随后直到2016年初的熔断行情，期指基差均与指数呈正比。

2016年1月末，与2015年6月初相似的场景再次出现，尽管指数仍在熔断的影响下持续下行，但期指基差不降反升，同时持仓量在限仓的大环境下也出现了快速上行，衍生品投资者“用脚投票”，表达出对于现货指数超跌的观点。

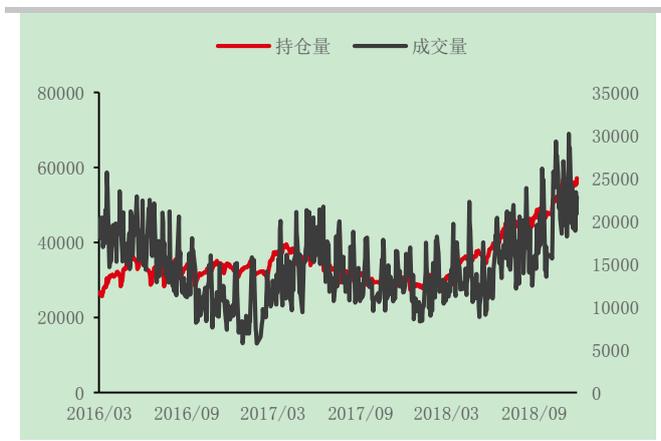
2016年3月1日~2018年11月30日

图 13: 2016年3月1日~2018年11月30日基差



数据来源: Wind, 华泰期货研究院

图 14: 2016年3月1日~2018年11月30日成交持仓



数据来源: Wind, 华泰期货研究院

随后期指进入了长达两年半的缓慢修复行情，期间中金所在 2017 年三季度松绑股指期货限仓政策，但政策力度有限，对市场影响不大，期指持仓仍未回到限仓前的高点。

而这两年间，时间维度成为了主导基差变动的主要力量：当指数震荡或者上行时，期指基差快速向上修复；当指数快速下行时，基差短暂扩大。此阶段期指市场交投低迷，以存量资金空头对冲以及众多小账户多头“吃贴水”为主要持仓，因此基差呈现出明显的波浪形特征。

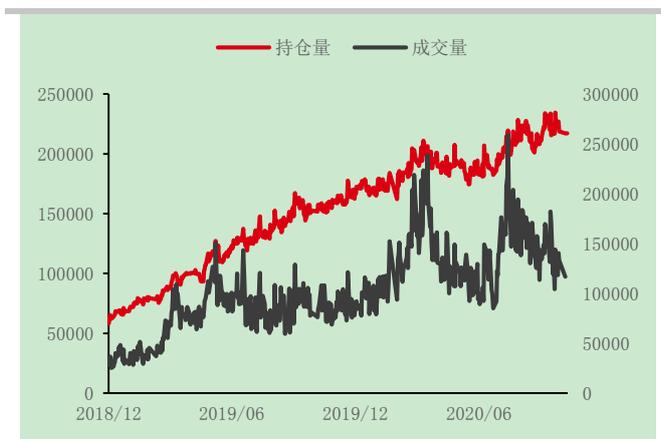
2018 年 12 月 3 日~2020 年 9 月 30 日

图 15: 2018 年 12 月 3 日~2020 年 9 月 30 日基差



数据来源: Wind, 华泰期货研究院

图 16: 2018 年 12 月 3 日~2020 年 9 月 30 日成交持仓



数据来源: Wind, 华泰期货研究院

时间来到 2018 年 12 月 3 日，中金所大幅度下调 IC 保证金自 30% 至 15%。IC 持仓量自此开始出现爆发式增长，此阶段期指基差完全由新增持仓主导。

期间指数共出现三次快速上行，分别为 2019 年 1-3 月、2019 年 12 月以及 2020 年 6-7 月，三次指数上行均同步出现了期指基差的快速修复，并且在行情稍有冷却（回调或震荡）时，均出现了持仓量的下降以及基差的迅速扩大。由于多头“打一枪就跑”的谨慎心态，导致基差常出现脉冲式的变化。

而对于整体基差水平，与第三阶段由时间主导不一样，由于股票 T0 交易的盛行，除了快速上涨下的多头投机仓位带来的基差修复，只有在行情窄幅震荡下 T0 收益降低、空头退出，从而缓慢修复基差。

## ● 免责声明

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、结论及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，投资者并不能依靠本报告以取代行使独立判断。对投资者依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华泰期货研究院”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权力。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

华泰期货有限公司版权所有并保留一切权利。

## ● 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](http://www.htfc.com)