期指深度贴水下的交易机会

研究院 量化组

研究员

高天越

☎ 0755-23887993

✉ gaotianyue@htfc.com

从业资格号：F3055799

投资咨询号：Z0016156

李逸资

☎ 0755-23887993

✉ liyizi@htfc.com

从业资格号：F03105861

投资咨询号：Z0021365

李光庭

☎ 0755-23887993

✉ liguangting@htfc.com

从业资格号：F03108562

投资咨询号：Z0021506

联系人

黄煦然

☎ 0755-23887993

✉ huangxuran@htfc.com

从业资格号：F03130959

投资咨询业务资格：
证监许可【2011】1289 号

摘要

本报告基于《IC 指增白皮书》、《期指基差缘何大贴水》等报告，回顾了股指期货贴水本质与来源，从对冲需求转移、超额敞口释放及结构化期权影响三方面，分析了 2022 年以来贴水变化动因。2025 年 IC、IM 贴水受空头端超额驱动对冲需求上升、多头端结构化期权减少及主观交易者额外对冲需求等因素影响，呈现反复扩大态势。鉴于年化基差率均值回归规律、中证 1000 指增超额见顶及小微盘涨势的不确定性，预计贴水将缓慢缩窄。

核心观点

1）多头方面可利用远月合约持有到期进行收益增厚。

2）跨期套利方面，短期内通过做平期限结构差距不大，暂时观望，长期基差整体水平上移，可关注多远空近的机会；跨品种方面暂时观望。

目录

摘要 **1**
核心观点 **1**
期指深度贴水下的交易机会 **4**
■ 近期股指期货基差表现 4
■ 吃贴水的本质与来源 4
■ 近年来吃贴水情况回顾 5
■ 贴水近期走势及未来展望 9
■ 总结 12
■ 风险提示 12

图表

图 1：吃贴水示意图 | 单位：点 5
图 2：IC 持仓量变化 | 单位：手 5
图 3：IM 持仓量变化 | 单位：手 5
图 4：IC 年化基差率与公募指增超额 | 单位：% 6
图 5：IM 年化基差率与公募指增超额 | 单位：% 6
图 6：各类型公募基金 IH 净持仓季度均值 | 单位：手 7
图 7：各类型公募基金 IF 净持仓季度均值 | 单位：手 7
图 8：各类型公募基金 IC 净持仓季度均值 | 单位：手 7
图 9：各类型公募基金 IM 净持仓季度均值 | 单位：手 7
图 10：指数滚动一月年化波动率 | 单位：% 8
图 11：证券公司场外期权交易标的规模(存续名义本金) | 单位：亿元 8
图 12：风险管理公司场外衍生品月末存续名义本金标的情况 | 单位：亿元 8
图 13：IC 分年度吃贴水收益累计 | 单位：无 9
图 14：IM 分年度吃贴水收益累计 | 单位：% 9
图 15：IC 基差（分红调整） | 单位：点 10
图 16：IC 年化基差率（分红调整） | 单位：% 10
图 17：IM 基差（分红调整） | 单位：点 10
图 18：IM 年化基差率（分红调整） | 单位：% 10
图 19：IC、IM 最新贴水情况 | 单位：无 11

表 1：分年度吃贴水累计超额收益 9

期指深度贴水下的交易机会

■ 近期股指期货基差表现

今年以来，股指期货基差波动频繁，尤其是 IC 和 IM 都呈现了大幅贴水的态势。3 月中旬，市场对这样的现象就表现出了高度的关注，我们也适时发布了《华泰期货量化专题报告 20250314：期指基差缘何大贴水》对其进行了剖析与讨论。而最近两个月，由于关税战对进出口贸易影响引起对小微盘的不确定性增加、后小微盘回暖带动对冲需求上升、结构化期权产品规模下降、叠加分红季等种种原因，基差又出现了不同程度的贴水扩大。由于基差的收敛与回归特性，这对持有股指期货空头的中性策略来说增加了风险与挑战，但对利用股指期货相对于股票指数折价的多头指增策略（俗称吃贴水策略）来说却是一种机遇。2022 年我们发布了《IC 指增白皮书》的系列报告，详细探讨了利用股指期货滚动吃贴水构建指增的交易体系，在本篇报告中，我们将对近几年的贴水情况进行回顾与展望。

■ 吃贴水的本质与来源

在《IC 指增白皮书》中我们对吃贴水的本质与核心来源做了全方位的探讨，在这里我们也进行一个简单的回顾。

吃贴水的本质其实是利用股指期货合约价格长期相对于指数折价的特性，通过持有合约至到期进行交割，或提前展期来获取基差收敛的收益。虽然基差会根据市场行情发生波动，但其收敛的大致进程会跟随合约的到期情况而来，因此，吃贴水其实相当于一个投资周期相对较长的指数增强策略。而股指期货长期相对于指数折价（贴水）的主要来源则是由于国内做空渠道受限，对冲需求集中在股指期货上产生的。有一定选股能力的投资者选择让渡一部分收益对冲市场下跌的风险，吃贴水相当于接受了这部分对冲者的风险转移，结合基差到期收敛来获得一定的收益，而贴水幅度会受到对冲需求高低的影响，当对冲需求高的时候，贴水则会被推动扩大。

图 1：吃贴水示意图 | 单位：点

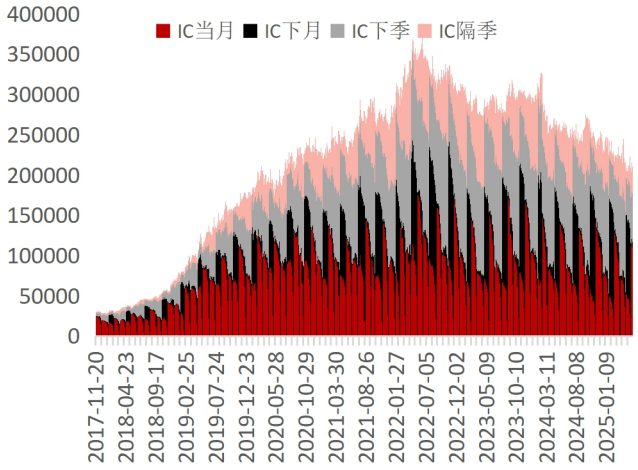
数据来源：钢联 华泰期货研究院

■ 近年来吃贴水情况回顾

对冲需求转移

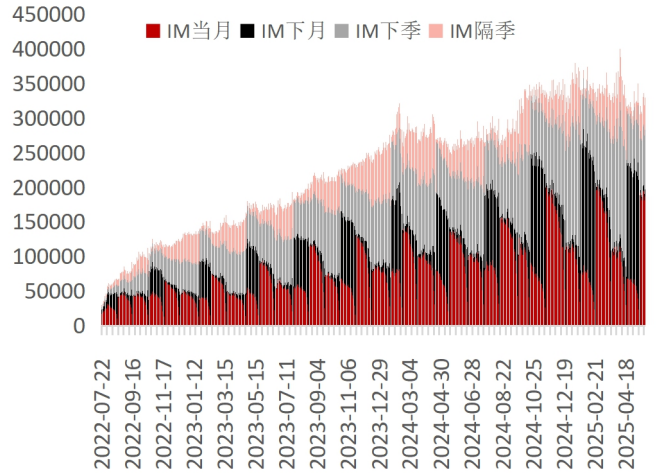
既然贴水幅度与对冲需求息息相关，我们先来看看对冲需求的一些变化。自 2022 年 IM 上市后，股指期货在小微盘股的空缺得到覆盖，原来集中在仅有的偏向于中小盘风格的股指期货品种 IC 上的对冲需求则得到了一定的分流。从持仓量上可以看到，IC 的持仓量自 22 年以来呈现出了逐渐下降的趋势，而 IM 的持仓量则呈逐渐上涨的趋势，这与中证 500 的“小盘属性”逐渐偏移至“中盘属性”也有一定关联。

图 2：IC 持仓量变化 | 单位：手



数据来源：同花顺 华泰期货研究院

图 3：IM 持仓量变化 | 单位：手

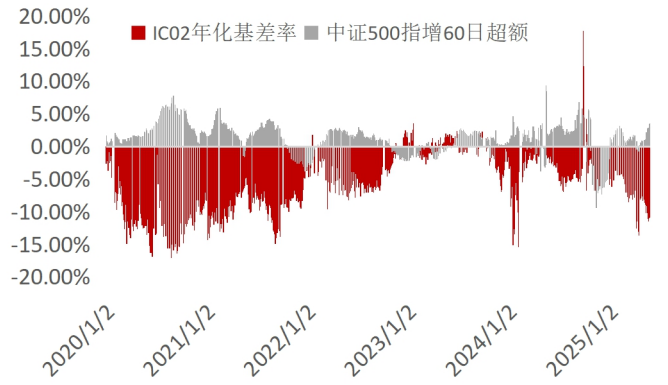


数据来源：同花顺 华泰期货研究院

超额保护与敞口释放

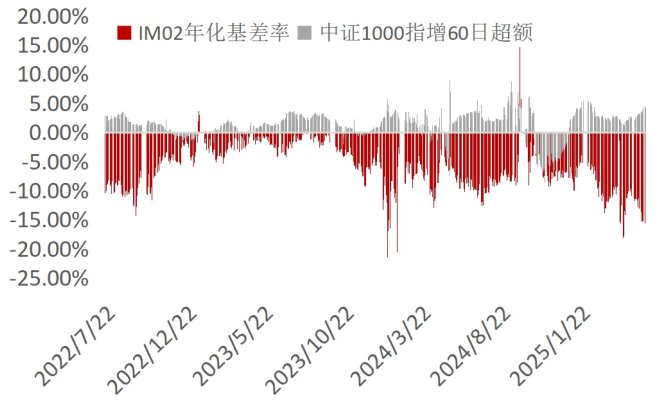
在前面的报告中我们也有提到，对冲需求与管理人的超额水平也息息相关，超额水平上升时管理人才更愿意付出额外的成本对大盘下跌风险进行对冲。历史上看，大基差修复往往最重要的因素是超额下降引起的对冲需求减少，从而带动基差修复，如 21 年下半年开始打新收益骤降，IC 基差从 22 年初开始便得到了一定修复，而中证 500 从 22 年 3 月之后才开始下跌，因此这次贴水修复与 beta 关系不大。

图 4：IC 年化基差率与公募指增超额 | 单位：%



数据来源：同花顺 华泰期货研究院

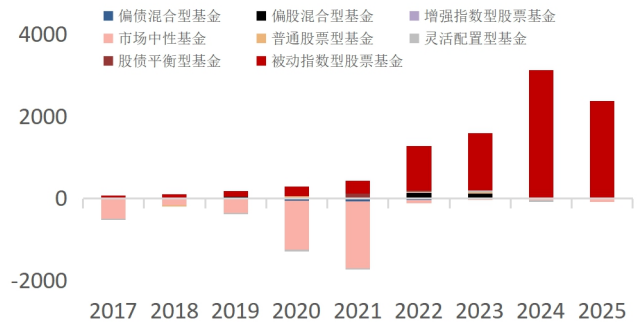
图 5：IM 年化基差率与公募指增超额 | 单位：%



数据来源：同花顺 华泰期货研究院

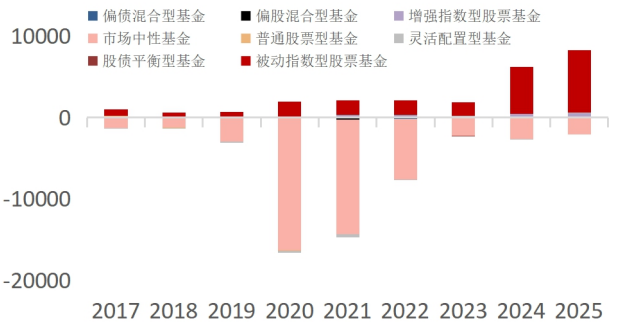
而从 22 年底到 23 年底，期间小微盘一直维持着较强的涨势，超额上升时也可以看到贴水出现了相应的扩大，但 IC、IM 却维持了长达一年的浅贴水状态。23 年初国内疫情好转，经济处于复苏周期，市场认为 22 年末已经形成阶段性底部，选择释放一定 beta 敞口增加超额。从公募基金的股指期货季度净持仓均值来看，23 年中性产品在 IC、IM 的空头净持仓处于中等位置，在 IH 和 IF 上的净空头寸相对于前几年来说也出现了大幅下降，总体来看更偏多头，而反映到股指期货上的浅贴水也蕴含着对后市相对乐观的展望。同时，23 年的浅贴水环境使得吃贴水的超额收益有所下降，23 年指数增强型基金在 IC、IM 上的持仓也相对较少，在处于升水状态的 IH、IF 上的持仓更是有限。

图 6：各类型公募基金 IH 净持仓季度均值 | 单位：手



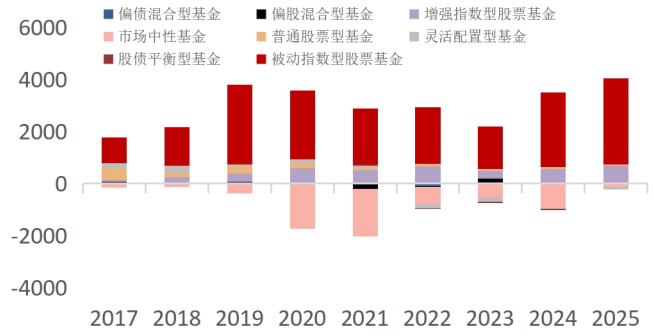
数据来源：同花顺 华泰期货研究院

图 7：各类型公募基金 IF 净持仓季度均值 | 单位：手



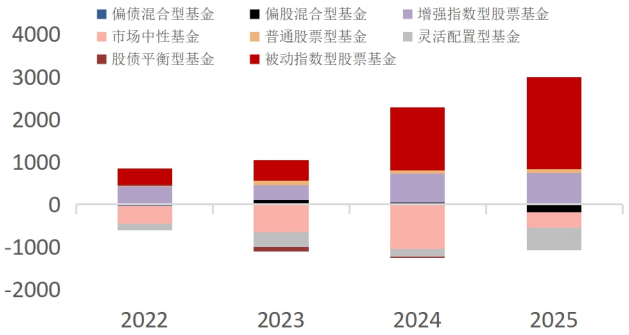
数据来源：同花顺 华泰期货研究院

图 8：各类型公募基金 IC 净持仓季度均值 | 单位：手



数据来源：同花顺 华泰期货研究院

图 9：各类型公募基金 IM 净持仓季度均值 | 单位：手

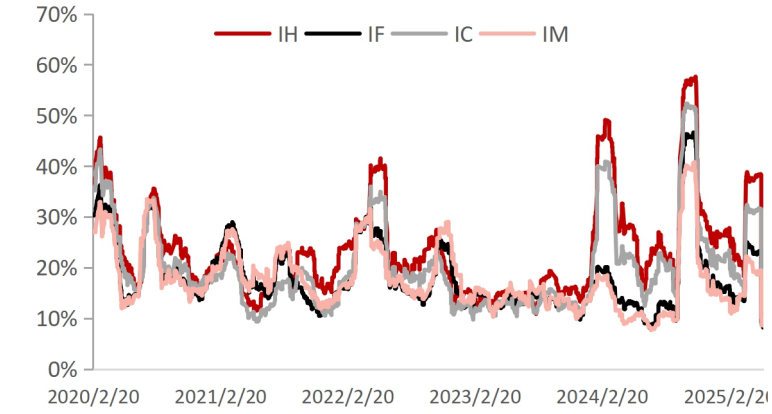


数据来源：同花顺 华泰期货研究院

结构化期权始末

贴水的扩大与缩小是多空双方博弈的结果，空头端以对冲盘与投机力量为代表，多头端除了指数增强需求外，通过期指多头进行高抛低吸的结构化期权产品也是驱动因素之一。23 年的 2 月到 4 月是一个结构化期权产品发行的小高峰，一是 23 年一季度是指数反弹的一个相对高点，投资者普遍预期市场将继续上涨或维持震荡；二是前期的存续产品因阶段性上涨而敲出，释放的资金为新产品的发行提供了空间；三是指数年化波动率降至 10%左右，震荡市加大了投资难度，也促使投资者涌入结构化期权的赛道。作为做波段收益的股指期货多头，基差贴水是结构化期权交易台收益来源之一，而产品发行的增加使多头赛道变得拥挤，从而进一步推动贴水缩窄，最终又反过来影响票息，使得票息水平一路走低。

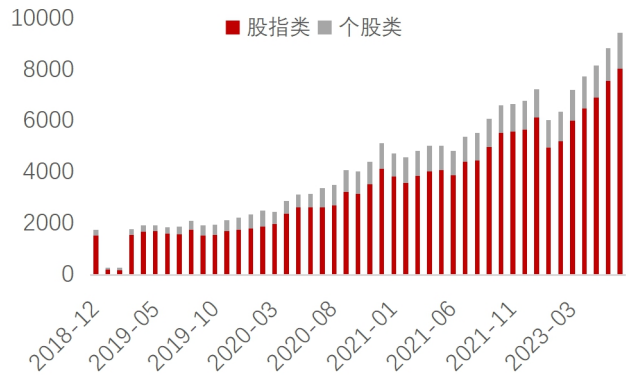
图 10：指数滚动一月年化波动率 | 单位：%



数据来源：同花顺 华泰期货研究院

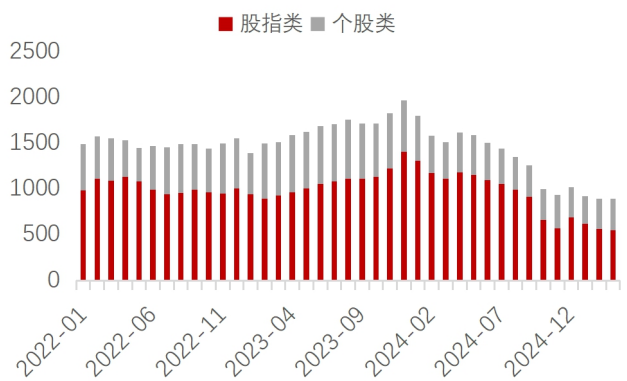
24 年初的结构化期权敲入与量化中性产品减仓叠加下的微盘股下跌行情使得 IC、IM 贴水快速扩大，IM 年化贴水甚至到达了历史极值的位置。此后市场对于小盘股的态度也变得更加谨慎，24 年 10 月中旬、今年 1 月与 4 月的两次上涨行情，在涨势持续约半个月后 IC、IM 贴水都出现了扩大现象。经过 24 年初的市场危机，中国证券投资基金业协会于 24 年 4 月发布，并于同年 8 月实行了《私募证券投资基金运作指引》，其中对结构化产品进行了规范，包括提高门槛、降低杠杆等规定，这对产品后续的发行也会造成一定影响。因此，多头力量的减少可能也是推动贴水扩大的原因之一。

图 11：证券公司场外期权交易标的规模（存续名义本金）| 单位：亿元



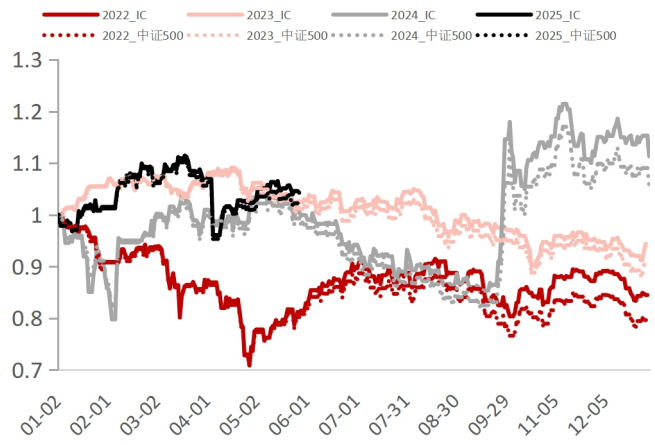
数据来源：Wind 华泰期货研究院

图 12：风险管理公司场外衍生品月末存续名义本金标的情况 | 单位：亿元



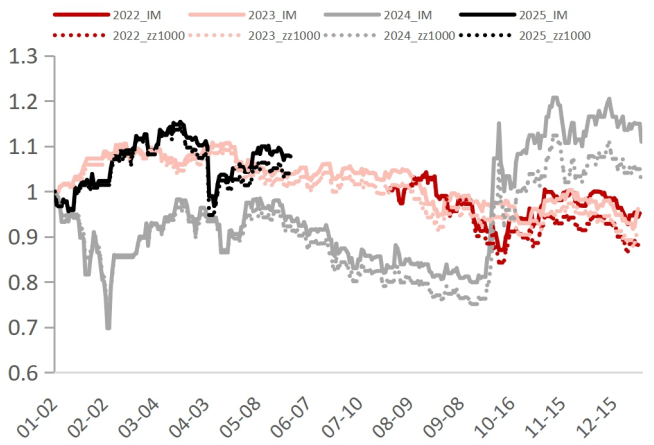
数据来源：Wind 华泰期货研究院

图 13：IC 分年度吃贴水收益累计 | 单位：无



数据来源：同花顺 Wind 华泰期货研究院

图 14：IM 分年度吃贴水收益累计 | 单位：%



数据来源：同花顺 Wind 华泰期货研究院

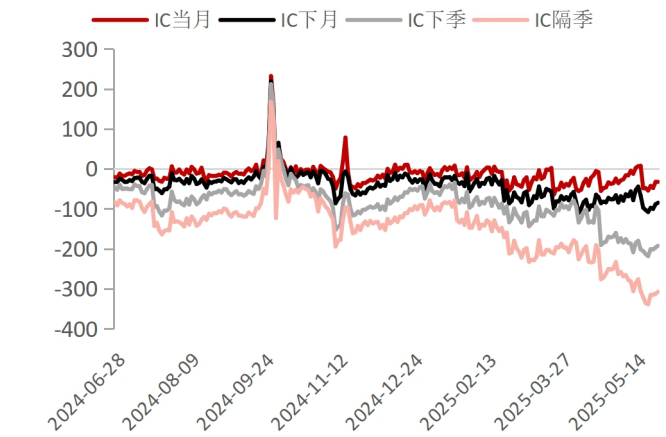
表 1：分年度吃贴水累计超额收益

年份	IC	IM
2022	4.69%	6.72%
2023	3.23%	4.50%
2024	5.47%	9.25%
2025 至今	2.36%	4.12%

■ 贴水近期走势及未来展望

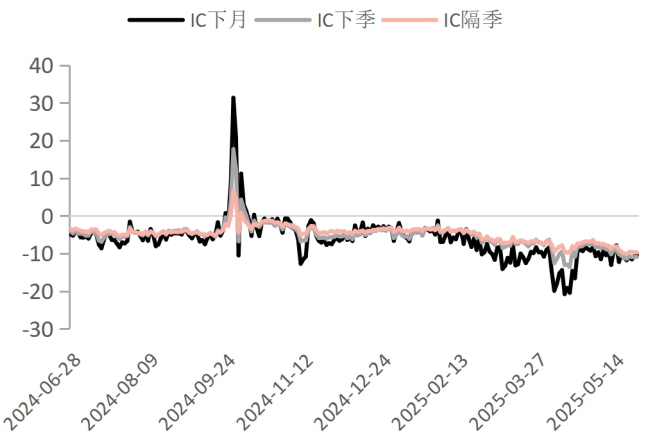
最近 IC、IM 又出现了贴水扩大的现象，IM 基差点数甚至进一步扩大到了历史极值。5 月 21 日 IM 下季和隔季分别达到历史峰值 310 点和 468.14 点，IC 下季和隔季分别达到阶段性峰值 218.45 点和 338.72 点。由于还需考虑时间因素的影响，年化之后 IM 下季在 4 月 14 日达到峰值 18.14%，IM 隔季在 5 月 26 日达到峰值 15.59%，IC 下季则在 4 月 16 日达到峰值 13.63%，IC 隔季在 5 月 21 日达到 10.13%。（均经过分红调整）

图 15：IC 基差（分红调整） | 单位：点



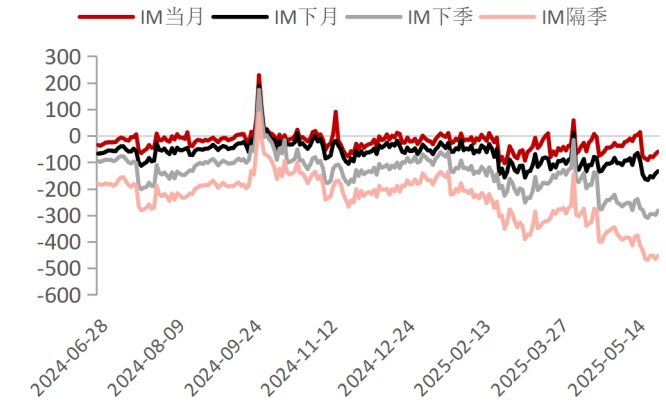
数据来源：同花顺 华泰期货研究院

图 16：IC 年化基差率（分红调整）| 单位：%



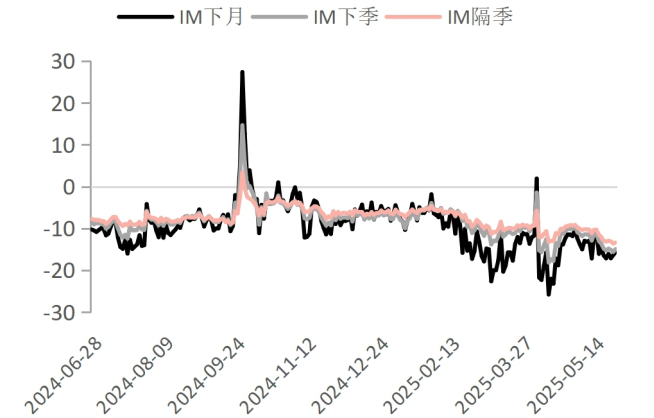
数据来源：同花顺 华泰期货研究院

图 17：IM 基差（分红调整） | 单位：点



数据来源：同花顺 华泰期货研究院

图 18：IM 年化基差率（分红调整）| 单位：%



数据来源：同花顺 华泰期货研究院

我们认为现在的情况与 2019 年-2020 年较为相似。首先，从空头端来看，超额相对好做带来了更多的对冲需求，不同点在于超额的来源，当时以打新收益为主，而现在以微盘股为主；其次，从多头端来看，当时结构化期权还未兴起，现在也受到一定限制和监管，规模缩减。而如今许多主观交易者为防止下跌或股票被限制卖出而选择到股指期货上来做对冲，也成为了一股做空的力量。

股指期货的年化基差率水平仍遵循均值回归的效应，当触到阶段性底部后，这样的

深贴水便会吸引套利资金入场逐渐消除套利空间，包括吃贴水、期现套利等。此外，中证 1000 指增目前超额水平已与今年 1 月底的峰值持平，从历史数据来看，除指数出现较大跌幅外，超额再继续往上的动力不足。经过 24 年初微盘股行情后，市场一改前几年对于小微盘的持续看涨，观点开始出现较大波动和分歧，且一旦有像关税战这样的宏观突发因素出现，小微盘可能是首当其冲，其涨势是否能持续还有待观察，因此我们认为贴水大概率还是会逐渐缩窄。多头方面，此时贴水水平仍然较深，可适时利用远月持有到期进行吃贴水赚取基差向上回归的收益。跨期方面，短期来看，通过做平期限结构差距不大，可暂时观望；长期来看，基差水平有整体向上平移的趋势，可关注多远空近的反套机会。跨品种方面，暂未触发 IF-IC 价差回归的开仓信号，可持续关注基差水平变化，适时进行开仓。

图 19：IC、IM 最新贴水情况 | 单位：无

股指列表：上证50 沪深300 中证500 中证1000　　数据更新日期：2025-05-28

合约	价格	结算价涨跌额	结算价涨跌幅	收盘价涨跌额	收盘价涨跌幅	基差	剩余分红	调整基差	年化基差	调整年化基差	剩余天数	到期日
中证500	5637.24			-14.91	-0.26%							
IC2506	5568	-14.6	-0.26%	-10	-0.18%	-69.24	39.037	-30.203	-19.49%	-8.5%	23	2025-06-20
IC2507	5494.2	-12.6	-0.23%	-9.2	-0.17%	-143.04	62.007	-81.033	-18.16%	-10.29%	51	2025-07-18
IC2509	5383.4	-7.2	-0.13%	-5	-0.09%	-253.84	69.453	-184.387	-14.42%	-10.47%	114	2025-09-19
IC2512	5261.4	-0.2	0%	0.4	0.01%	-375.84	81.837	-294.003	-11.87%	-9.29%	205	2025-12-19

剩余分红数据来源：华泰期货研究院

股指列表：上证50 沪深300 中证500 中证1000　　数据更新日期：2025-05-28

合约	价格	结算价涨跌额	结算价涨跌幅	收盘价涨跌额	收盘价涨跌幅	基差	剩余分红	调整基差	年化基差	调整年化基差	剩余天数	到期日
中证1000	5984.46			-24	-0.4%							
IM2506	5899	-19	-0.32%	-16	-0.27%	-85.46	31.352	-54.108	-22.66%	-14.35%	23	2025-06-20
IM2507	5809.2	-15	-0.26%	-14.2	-0.24%	-175.26	49.131	-126.129	-20.96%	-15.08%	51	2025-07-18
IM2509	5655	-13	-0.23%	-11.8	-0.21%	-329.46	56.944	-272.516	-17.63%	-14.58%	114	2025-09-19
IM2512	5481.2	-8.8	-0.16%	-5.8	-0.11%	-503.26	65.845	-437.415	-14.97%	-13.01%	205	2025-12-19

数据来源：华泰期货研究院 华泰天玑

■ 总结

本篇报告对贴水的本质与来源进行了简单回顾，并从对冲需求转移、超额敞口释放、结构化期权三个角度对 2022 年以来的股指期货贴水变化及影响因素进行了分析。今年以来空头端超额环境相对友好带动对冲需求上涨，多头端结构化期权受限规模缩减，外加主观多头防止限制卖出带来额外的对冲需求，带动 IC、IM 贴水反复扩大。鉴于年化基差率均值回归特性、中证 1000 指增超额见顶及小微盘涨势存疑，贴水大概率缓慢缩窄，可借远月合约吃贴水，跨期短期暂观望，长期关注多远空近反套机会，跨品种暂观望。

■ 风险提示

指数回调风险，期指贴水收敛风险。

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

广州市天河区临江大道 1 号之一 2101-2106 单元 | 邮编：510000

电话：400-6280-888

网址：www.htfc.com