



中性产品与股指期货基差的相关性及影响机制探讨

摘要

国联期货研究所

证监许可[2011]1773号

分析师:

黎伟

从业资格号: F0300172

投资咨询号: Z0011568

相关研究报告:

国联期货股指分红观察
(一): 分红对股指基差的影响

本文主要探讨了股票市场中性产品对股指基差的影响。一方面, 股票市场中性策略产品持股规模的扩大或新发数量的增长将会一定程度上加剧期货合约的贴水, 致使剔除分红后的年化基差率呈现一定上升趋势; 另一方面, 中性产品的收益与剔除分红后的年化基差率呈现出一定正相关性, 且这种相关性在 IF 合约中表现更为明显, 主要因为近几年雪球产品的大量发行导致 IC 多头套保动能有明显增长。随着前期雪球产品的大量敲入, 后期该产品发行或将有所放缓, 私募股票中性产品收益与 IC 年化基差率或将重回正相关关系。

此外, 前 20 大会员合计多空净持仓与 IC 当季剔除分红后年化基差率亦有明显负相关关系, 当空头净持仓呈增长趋势时, 对应 IC 股指期货年化基差率往往会随之增长, 即年化贴水率有所扩大, 反之则有所缩小。

正文目录

1、 前言.....	- 4 -
2、 股票市场中性产品对股指基差的影响.....	- 4 -
2.1 公募中性产品持股规模与股指基差关系.....	- 5 -
2.2 私募中性产品新发数量对股指基差的影响.....	- 6 -
2.2.1 私募中性产品新发数量与股指基差相关关系.....	- 6 -
2.2.2 私募中性产品新发数量对股指基差影响机制.....	- 6 -
2.3 公募中性产品收益与股指基差关系.....	- 7 -
2.3.1 公募中性产品收益与股指基差相关性.....	- 7 -
2.3.2 公募中性产品收益对股指基差影响机制.....	- 8 -
2.4 私募股票市场中性产品收益与股指基差关系.....	- 8 -
2.4.1 私募股票市场中性产品收益与股指基差相关性.....	- 8 -
2.4.2 私募股票市场中性产品收益对股指基差影响机制.....	- 10 -
2.5 前 20 名会员多空净持仓与股指基差关系.....	- 10 -
3、 小结.....	- 11 -
联系方式.....	- 13 -

图表目录

图 1 : 历年公募中性产品持股规模和各股指期货持仓规模情况 (单位: 亿元)	5 -
图 2 : 历年公募中性产品持股规模与 IF 当季剔除分红年化基差率.....	5 -
图 3 : 私募中性产品月度发行数量与 IC 当季剔除分红后年化基差率关系.....	6 -
图 4 : 私募中性产品月度发行数量与 IC 当季剔除分红后年化基差率 30 月滚动相关性.....	7 -
图 5 : 公募中性产品净值与 IF 当季剔除分红后年化基差率关系.....	7 -
图 6 : 公募中性产品净值与 IF 当季剔除分红后年化基差率 60 日滚动相关性.....	8 -
图 7 : 私募股票市场中性产品净值与 IC 当季剔除分红后年化基差率关系.....	9 -
图 8 : 私募股票市场中性产品净值与 IC 当季剔除分红后年化基差率 52 周滚动相关系数...	9 -
图 9 : IF 前 20 名会员合计净持仓与 IF 当季剔除分红后年化基差率.....	11 -
图 10 : IC 前 20 名会员合计净持仓与 IC 当季剔除分红后年化基差率.....	11 -

1、前言

在前文《国联期货股指分红观察（一）：分红对股指基差的影响》中，我们详细探讨了分红对股指基差的影响。因成分股分红的影响，股指期货基差变动存在明显的季节性规律，在6至7月分红高峰期，股指期货合约往往存在明显的季节性贴水扩大现象。

然而，分红往往无法全部解释股指期货升贴水的变动规律。一方面，套期保值是股指期货的一项重要功能，其需求的强弱将长期影响股指期货基差的变化；另一方面，当成分股波动率较大时，市场非理性的投机行为亦将导致其基差发生相应变化，此可以归结为市场情绪范畴。本文将详细探讨套保需求强弱对股指基差的影响。

下文中股指期货基差是指：现货指数与期货合约价格之差。同时，为了使不同剩余期限的基差具有可比性，且尽可能避免分红的季节性影响，我们采用剔除分红后的年化基差率进行观测。

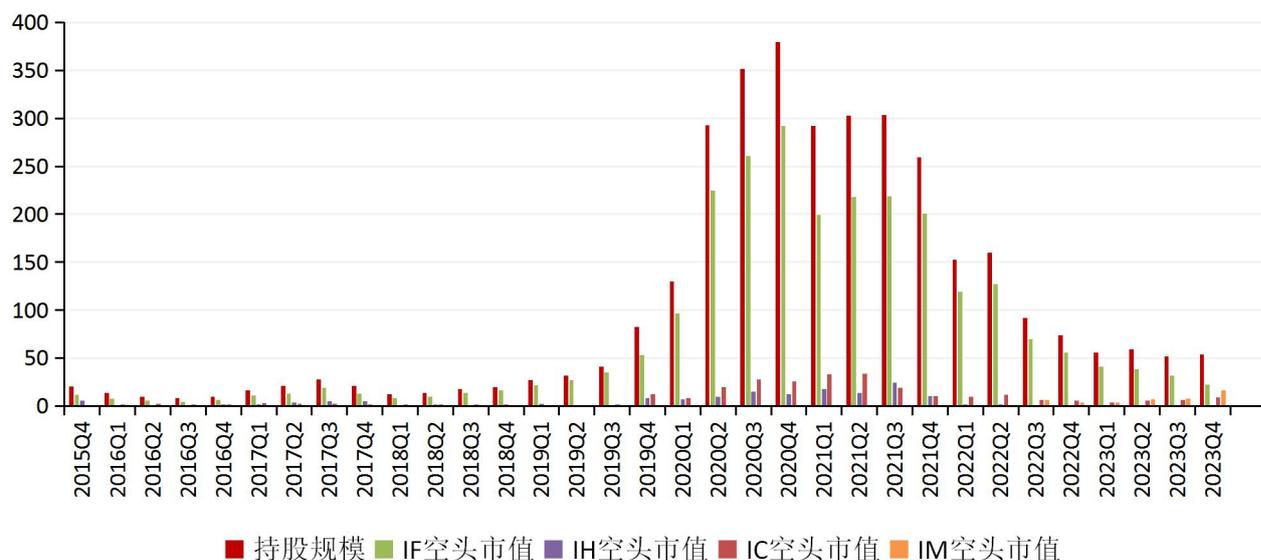
此外，我们选择当季合约为例进行分析，主要有以下考虑：股指期货四个合约剔除分红后基差因受相同的因素影响，其变动方向往往具有一致性；当月合约因剩余时间较短，年化基差率噪声较大，相反因剩余时间更长，当季合约年化基差率变动往往更稳定，更易观察其变化趋势；当季合约持仓量往往仅次于当月合约，相对较高，具有一定的参考意义。

2、股票市场中性产品对股指基差的影响

市场中性产品是股指期货空头套保的主要力量，我们以2018年以来市场中性产品收益、持股规模和月度发行数量作为主要观测指标，观察其与当季合约剔除分红后的年化基差率的相关关系。其中根据公募基金季度报告股指期货持仓情况发现，沪深300指数期货（IF）往往是公募基金中性策略的主要做空工具，而私募基金指增产品及中性产品更多挂钩中证500指数和中证1000指数，即IC和IM往往是私募基金中性产品的主要做空工具。

下文中公募基金持股规模和收益主要作为IF套保需求强弱的参考指标，而私募基金月度新发中性产品数量和收益主要作为IC套保需求强弱的参考指标。

图 1：历年公募中性产品持股规模和各股指期货持仓规模情况（单位：亿元）

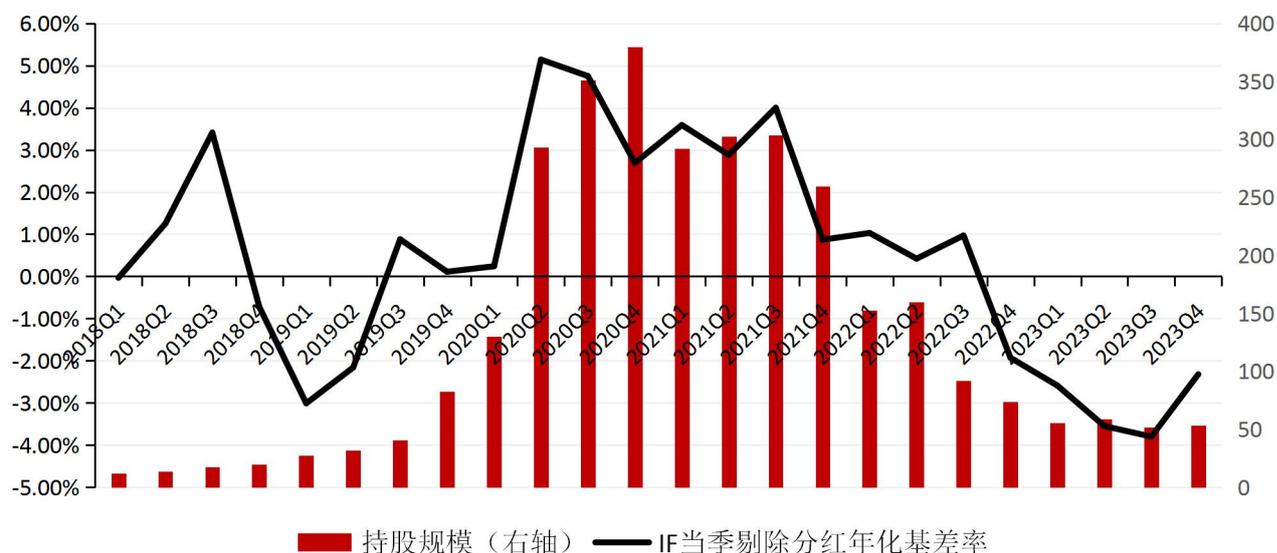


数据来源：WIND、国联期货研究所

2.1 公募中性产品持股规模与股指基差关系

由于公募基金持仓每季度才公布一次，为使基差变动更加均衡，这里采用每季度剔除分红后日均年化基差率进行比较。

图 2：历年公募中性产品持股规模与 IF 当季剔除分红年化基差率



数据来源：WIND、国联期货研究所

2018 年以来 IF 当季剔除分红后年化基差率与公募中性产品持股规模正相关性达到了 0.72，在 2020 年 2 季度至 2021 年 3 季度之间，中性产品持股规模达到了近几

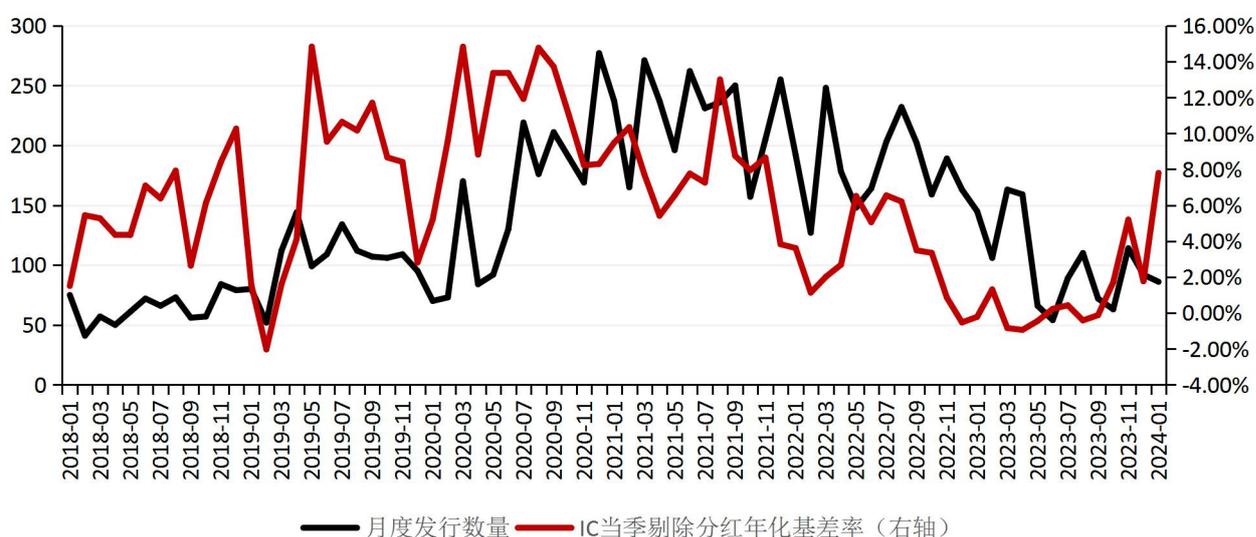
年的高位区，空头套保需求增加，IF 期货年化贴水率亦随之大幅扩大。2021 年 3 季度开始至 2023 年 4 季度，随着产品规模的大幅萎缩，持股规模亦随之大幅下降，空头套保需求减弱，IF 期货逐渐由前期大幅贴水转换为升水状态。

2.2 私募中性产品新发数量对股指基差的影响

2.2.1 私募中性产品新发数量与股指基差相关关系

私募中性产品月度新发数量和规模无法精确统计，由于另类投资基金中绝大部分为市场中性策略，这里我们采用 Wind 中私募另类投资基金月度产品发行数量进行替代，分析其与 IC 当季年化基差率的关系。

图 3：私募中性产品月度发行数量与 IC 当季剔除分红后年化基差率关系



数据来源：WIND、国联期货研究所

尽管 IC 当季剔除分红后期货合约在绝大多数时间均处于贴水状态，但与公募基金中性产品持股规模类似，私募中性产品月度新发行数量与 IC 期货合约年化基差率多数情况均存在较为明显的正相关性。其在 2020 年 1 月前及 2022 年 5 月至 12 月其相关系数均达到 0.5 左右，表明私募中性产品的加速发行确实会一定程度上导致 IC 贴水的走扩。

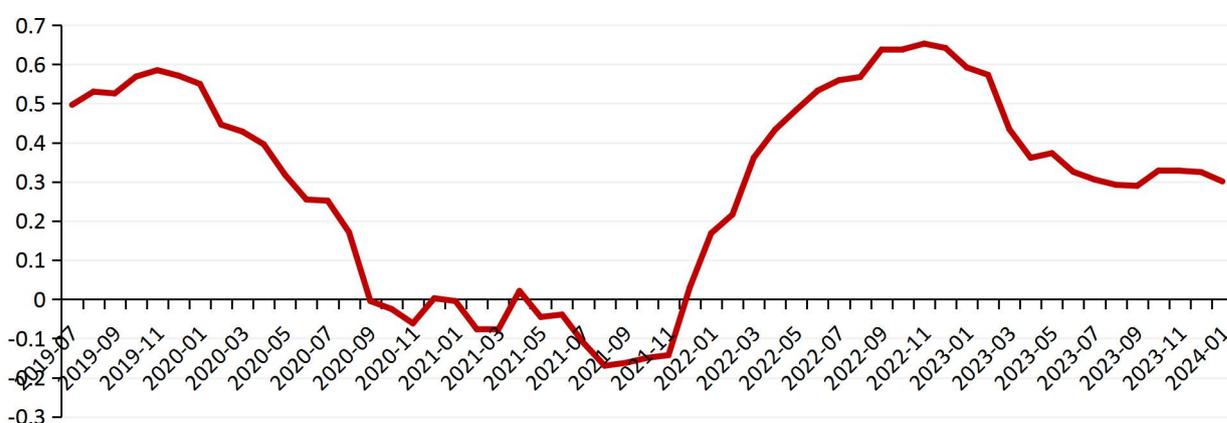
然而，该种正相关性在 2020 年 2 月至 2021 年 8 月出现明显减弱，2020 年 9 月至 2021 年 11 月 30 月滚动相关系数甚至出现了负值，此阶段仅用私募中性产品套保需求变化已很难解释 IC 年化基差率的变动。

2.2.2 私募中性产品新发数量对股指基差影响机制

之所以出现以上特征，一方面在于股票市场中性策略本质上是通过做多一篮子股票，同时做空股指期货获取超额收益的一种交易策略，新发产品数量的增加无疑将会增加股指期货的空头套保需求，这也是 IC 和 IM 长期处于贴水的主要原因；

另一方面，2021 年以雪球为代表的结构化产品发行火爆，相关监管政策在 2021 年上半年前亦相对宽松，且其挂钩指数主要为中证 500 和中证 1000 指数，发行方在雪球存续期内主要通过 IC 和 IM 进行多头套期保值，加快了期货贴水的收敛，导致在此期间两者相关性不明显。

图 4：私募中性产品月度发行数量与 IC 当季剔除分红后年化基差率 30 月滚动相关性

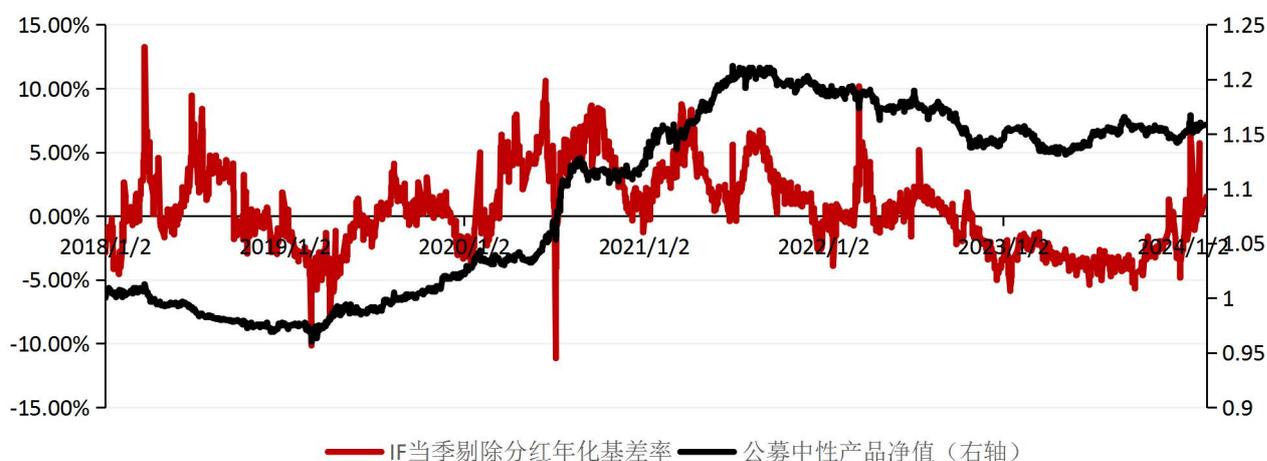


数据来源：WIND、国联期货研究所

2.3 公募中性产品收益与股指基差关系

2.3.1 公募中性产品收益与股指基差相关性

图 5：公募中性产品净值与 IF 当季剔除分红后年化基差率关系



数据来源：WIND、国联期货研究所

由图 5 和图 6 可以发现，公募中性产品收益的大小与 IF 年化基差率在大方向上均存在一定的正相关性，如 2018 年 7 月至 2019 年 2 月、2021 年 8 月至 2023 年 5 月，公募中性产品净值均呈现出震荡回落态势，IF 当季剔除分红后年化基差率亦随之大幅回落，而在 2019 年 3 月至 2021 年 7 月公募中性产品业绩较为优秀的时期，IF 剔除分红后当季年化基差率亦随之回升，且在绝大多数时间处于明显贴水状态。

图 6：公募中性产品净值与 IF 当季剔除分红后年化基差率 60 日滚动相关性



数据来源：WIND、国联期货研究所

2.3.2 公募中性产品收益对股指基差影响机制

之所以出现如此情形，一方面产品收益在某一时期表现优秀时，将吸引更多投资者购买，使空头套保需求增加进而加剧期货贴水的走扩；另一方面，期货贴水的走扩亦会一定程度上反向增加同期空头对冲端的收益。

此外，我们还可以发现，当剔除分红后年化基差率持续触及历史极高水平区域时，后期公募中性策略产品收益往往表现一般，相反当其触及历史低位区时，后期中性产品往往具有正收益。其主要原因在于年化基差率的均值回归特性，当贴水处于极值区时，后期极易发生贴水的逐步收敛，进而导致期货端空头对冲成本不断提高。如 2018 年 7 月初、2020 年 9 月前后，剔除分红后年化贴水率触及近 9% 的高位区，在其后一段时间公募中性策略表现均较为一般。

2.4 私募股票市场中性产品收益与股指基差关系

2.4.1 私募股票市场中性产品收益与股指基差相关性

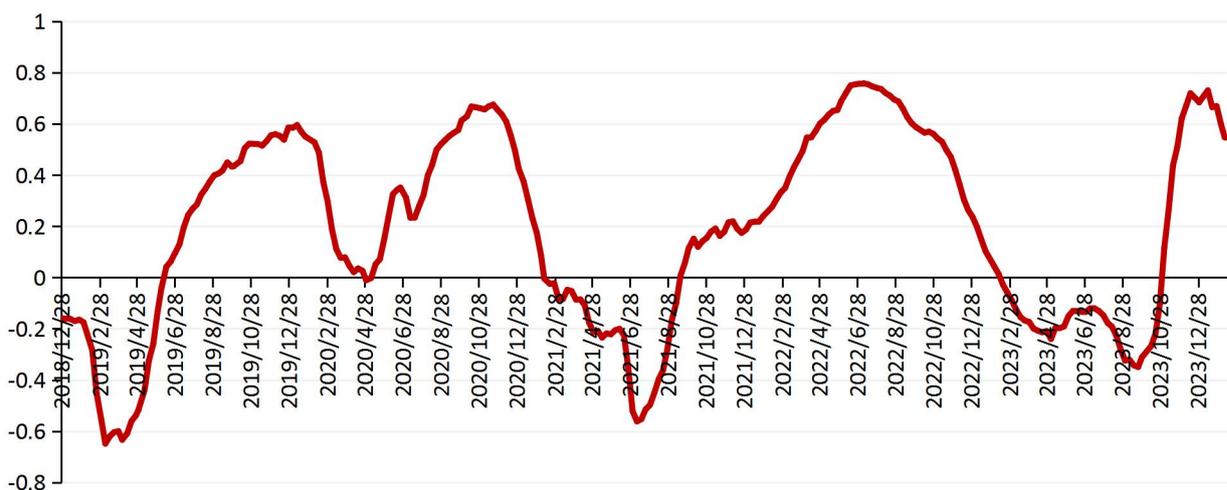
与公募中性产品所不同的是，一方面私募基金股票市场中性产品收益明显高于前者，2018年以来累计净值达到1.36，最大回撤6.23%，均明显优于同类公募基金产品；另一方面，其与IC当季剔除分红后年化基差率相关性整体不及公募基金。具体而言：

图 7：私募股票市场中性产品净值与 IC 当季剔除分红后年化基差率关系



数据来源：WIND、国联期货研究所

图 8：私募股票市场中性产品净值与 IC 当季剔除分红后年化基差率 52 周滚动相关系数



数据来源：WIND、国联期货研究所

(1) 2019 年 4 月至 2020 年 12 月、2021 年 7 月至 2022 年 7 月，两者 52 周滚动相关性整体呈现震荡上行趋势，由最低负相关逐步转变为明显正相关，相关系数最大

可达到 0.6 左右，即私募中性产品收益表现较优时，IC 期货年化贴水率往往会呈现出一定扩大趋势；IC 年化贴水率呈现缩小趋势时，私募中性产品往往表现一般。

(2) 2021 年 1 月至 6 月、2022 年 8 月至 2023 年 8 月，两者 52 周滚动相关系数呈现出明显的高位回落趋势，相关性逐步减弱。

2.4.2 私募股票市场中性产品收益对股指基差影响机制

背后的逻辑或与前文公募基金类似，如下：

(1) 产品表现较为优秀时，往往会吸引更多投资者进入，规模亦随之增大，空头套保需求随之增长，这与图 3 中私募中性产品月度发行量相对应；亦可理解为市场超额环境不佳时，期货空头套保动能不强，致使年化贴水率呈一定回升趋势。

(2) 在相关性减弱的这两个时间段均为雪球产品发行高峰，前者 2021 年上半年雪球政策监管相对宽松，后者则是中证 500 指数持续处于震荡行情之中，两个时间段均利于雪球产品的发行，期货多头对冲需求在此期间有逐渐增加趋势，导致其私募中性产品收益并不能与期指年化基差率呈现明显正相关性。

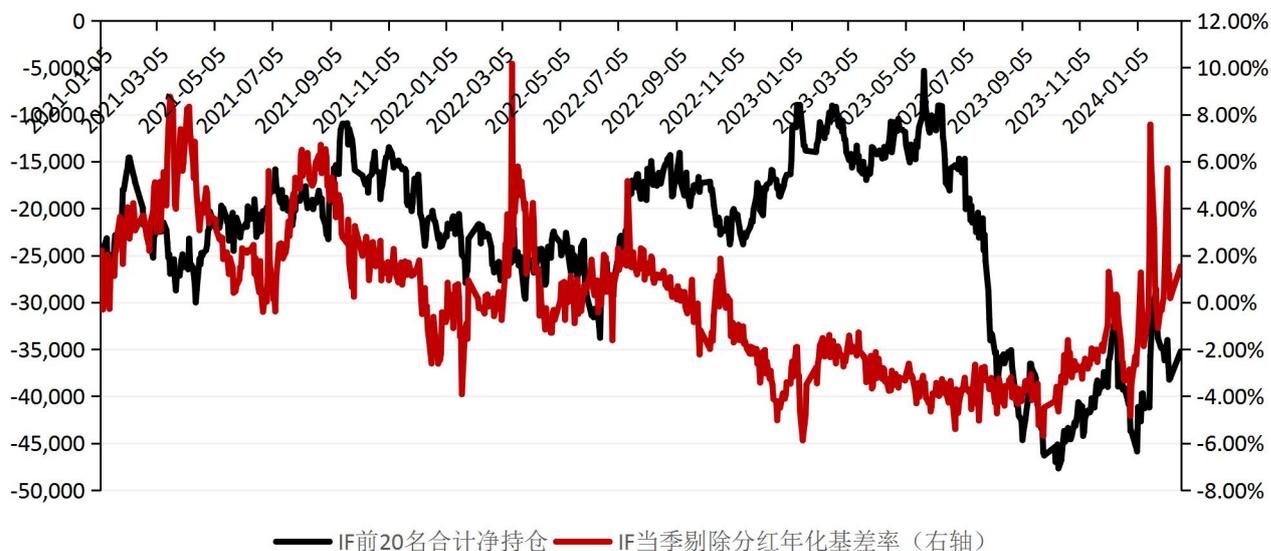
(3) 需要重点关注的是，在 2024 年以来市场大幅波动行情中，私募股票中性产品净值在春节前两周出现了明显的回撤，但公募市场中性产品净值整体相对稳定。

其背后的原因在于，神秘护盘资金在前期整体以购入上证 50ETF 和沪深 300ETF 等大盘基金为主，市场风格在此期间出现明显切换，市场整体偏弱环境下中小盘和微盘股出现了较强的流动性危机，大盘股票明显强于中小市值股票，主要以沪深 300 成分股进行选股的公募中性策略表现亦更为稳定，主要以中小市值股票进行选股的私募股票中性策略则遭遇了较大回撤。

2.5 前 20 名会员多空净持仓与股指基差关系

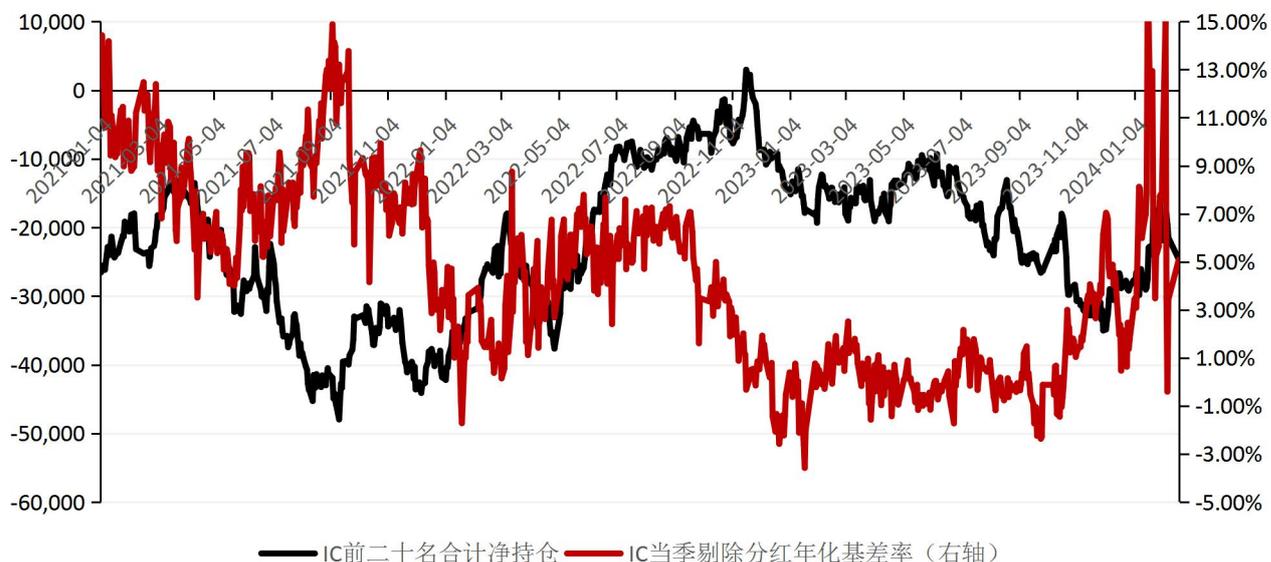
前 20 名会员多空合计净持仓变动趋势可以一定程度上反应机构投资者的持仓变动方向。过去三年，IF 前 20 名会员合计净持仓与 IF 当季剔除分红后年化基差率长期相关性在 0.11 左右，IC 前 20 名会员合计净持仓与 IC 当季剔除分红后年化基差率长期相关性在 -0.41 左右，即中证 500 股指期货前 20 名会员合计净持仓与其基差变动相关性更明显，当其空头净持仓呈增长趋势时，对应 IC 股指期货年化基差率往往会随之增长，即年化贴水率有所扩大，反之则有所缩小。之所以出现该情形或与中性策略规模更大的私募基金更多交易 IC 和 IM 有关。

图 9：IF 前 20 名会员合计净持仓与 IF 当季剔除分红后年化基差率



数据来源：WIND、国联期货研究所

图 10：IC 前 20 名会员合计净持仓与 IC 当季剔除分红后年化基差率



数据来源：WIND、国联期货研究所

3、小结

本文主要探讨了股票市场中性产品对股指基差的影响。一方面，股票市场中性策略产品持股规模的扩大或新发数量的增长将会一定程度上加剧期货合约的贴水，致使剔除分红后的年化基差率呈现一定上升趋势；另一方面，中性产品的收益与剔除分红

后的年化基差率呈现出一定正相关性，且这种相关性在 IF 合约中表现更为明显，主要因为近几年雪球产品的大量发行导致 IC 多头套保动能有明显增长。随着前期雪球产品的大量敲入，后期该产品发行或将有所放缓，私募股票中性产品收益与 IC 年化基差率或将重回正相关关系。

此外，前 20 大会员合计多空净持仓与 IC 当季剔除分红后年化基差率亦有明显负相关关系，当空头净持仓呈增长趋势时，对应 IC 股指期货年化基差率往往会随之增长，即年化贴水率有所扩大，反之则有所缩小。

免责声明

本报告中信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述期货操作的依据。由于报告在撰写时融入了研究员个人的观点和见解以及分析方法，如与国联期货发布的其他信息有不一致及有不同的结论，未免发生疑问，本报告所载的观点并不代表国联期货公司的立场，所以请谨慎参考。我公司及其研究员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

本报告所提供资料、分析及预测只是反映国联期货公司在本报告所载明日期的判断，可随时修改，毋需提前通知。

本报告版权归国联期货所有。未经书面许可，任何机构和个人不得进行任何形式的复制和发布。如遵循原文本意的引用，需注明引自“国联期货公司”，并保留我公司的一切权利。

期市有风险 投资需谨慎

联系方式

国联期货研究所无锡总部

地址：无锡市金融一街8号国联金融大厦6楼（214121）

电话：0510-82758631

传真：0510-82758630

国联期货研究所上海总部

地址：上海市浦东新区滨江大道999号高维大厦9楼（200135）

电话：021-60201600

传真：021-60201600