

▶ 年报 · 股指

潜龙勿用，或跃在渊，无咎

倍特期货 · 研究发展中心

2018年12月18日

就当前复杂多变的内外经济形势看，国内股市处于传统经济转型求变，新兴经济利润低于预期增长的困难期。全球第一大经济体美国在贸易出口及很多方面跟中国争锋相对，进一步加大了宏观调控平衡的难度。股指作为股市的衍生工具，受制于金融流动性整体收缩等原因，很难充分发挥套期保值及价格发现的基础功能。值此特别时期，金融机构只能尽量利用可用规则部分对冲或套利来平衡风险，聊胜于无的状态。

相关报告：

《白糖阶段筑底初现，期现价差收窄是主流》

分析师：刘明亮

投资咨询号：Z0000672

助理分析师：蒋宇莺

从业资格号：F0240082

联系电话：028-85259842

QQ：16552841

要点：

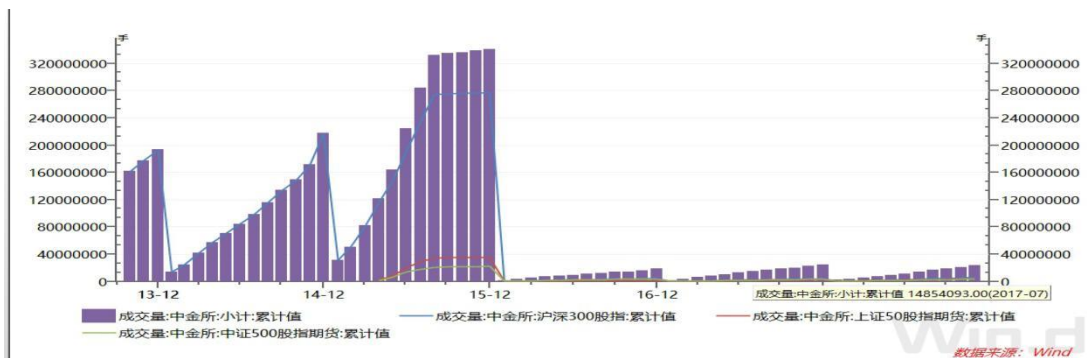
- ◆ 历史回顾及整改效果
- ◆ 股市综合评述和未来预期
- ◆ 股市股指期货现关联及策略应对

风险提示：本报告中的所有观点仅代表个人看法，不作为直接入市投资依据。本报告中的所有数据和资料均来自网络和媒体的公开信息，不能保证数据和资料来源的准确性。若据此入市，应注意风险。作者和所在机构不承担由此产生的任何损失和风险。

一、过往 5 年股指回顾及近期整改效果

上一次大众频繁提到股指期货还是 3 年半以前，当时的市场从极度亢奋突然掉头直下，且出现了不可控的恐慌抛盘。在危急时刻金融监管层不得不祭出超常规的管控办法抑制崩盘式下跌，股指期货成为众矢之敌，最后不得不严管。于是乎就出现成交极度萎缩，持仓极小，几无流动性的盘面。回顾以往，连续三大指数成交额运行轨迹足以看清各类指数 5 年多的历史。且流动性极大衰减与价格方向同向。

图 1：股指期货成交量



（数据来源：wind）

截止到 2018 年 12 月 3 日，整改时间已经长达 3 年半，最新版股指期货交易细则公布。相比 3 年前的交易规则，流动性只是部分恢复。相关数据变化如下：

图 2：股指期货交易规则变化及对应资金情况

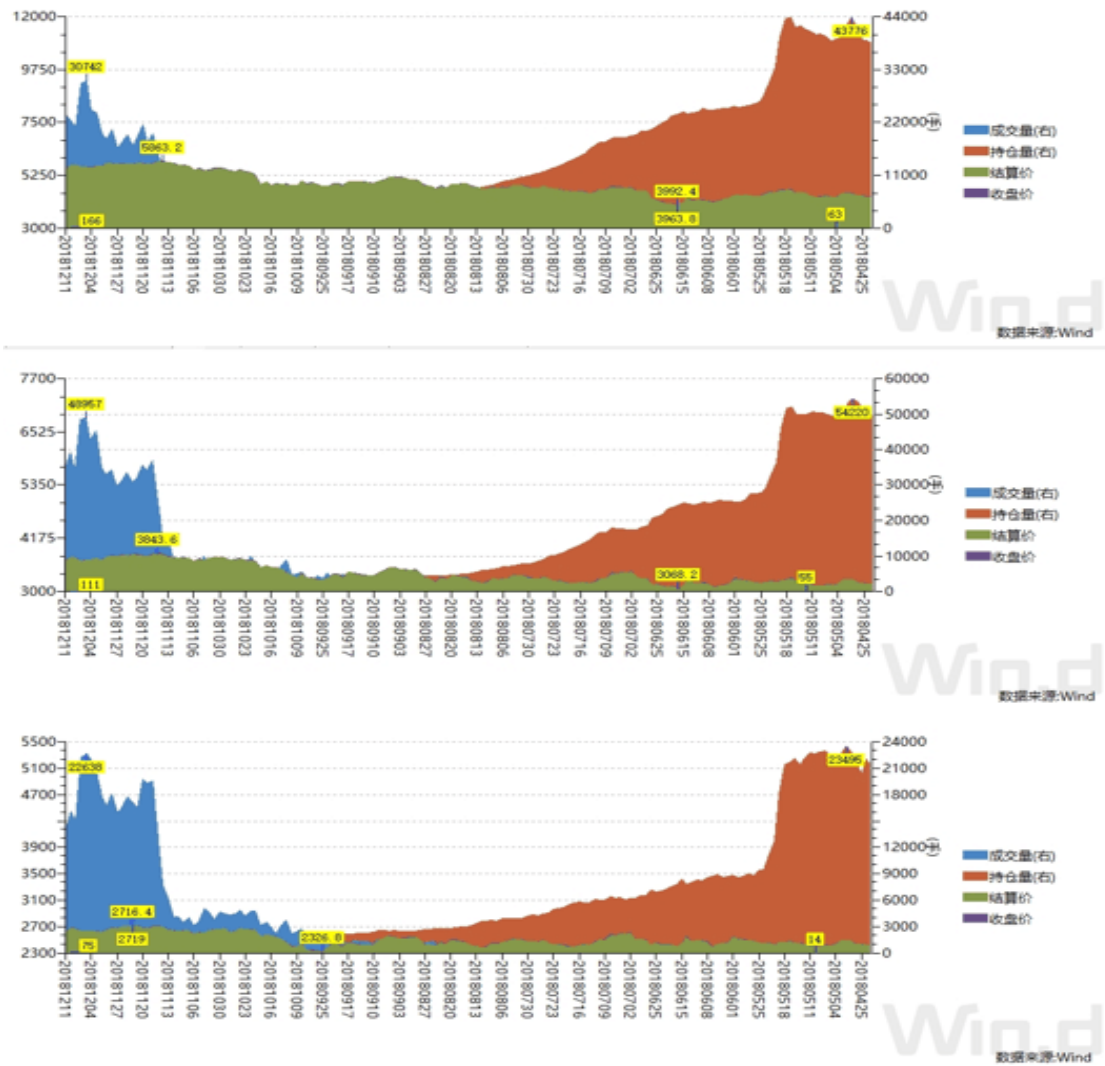
		股指期货交易规则变化及对应资金情况			
		2015.9.7-2017.2.16	2017.2.17-2017.9.17	2017.9.18-2018.12.02	2018.12.03-至今
日内开仓手数		单个品种 10 手	单个品种 20 手	单个品种 20 手	单个合约 50 手，单个品种 200 手
一个品种对应现货市值（万元）	IH (2500点)	750	1500	1500	15000
	IF (3200点)	960	1920	1920	19200
	IC (4300点)	860	1720	1720	17200
保证金（非套保）		40%	IF/IH: 20%IC: 30%	IF/IH: 15%IC: 30%	IF/IH: 10%IC: 15%
对应保证金（万元/手）	IH (2500点)	30	15	11.3	7.5
	IF (3200点)	38.4	19.2	14.4	9.6
	IC (4300点)	34.4	25.8	25.8	12.9
保证金（套保）		20%	20%	IF/IH: 15%IC: 20%	IF/IH: 10%IC: 15%
对应保证金（万元/手）	IH (2500点)	15	15	11.3	7.5
	IF (3200点)	19.2	19.2	14.4	9.6
	IC (4300点)	17.2	25.8	17.2	12.9
平今仓手续费		万分之 23	万分之 9.2	万分之 6.9	万分之 4.6
对应手续费（元/手）	IH (2500点)	1725	690	517.5	345
	IF (3200点)	2208	883.2	662.4	441.6
	IC (4300点)	1978	791.2	593.4	395.6
某一合约投机单边持仓限额		IF:5000手;IC/IH:1200手	IF:5000手;IC/IH:1200手	IF:5000手;IC/IH:1200手	IF:5000手;IC/IH:1200手
对应现货市值（亿元）	IH (2500点)	9.0	9.0	9.0	9.0
	IF (3200点)	48.0	48.0	48.0	48.0
	IC (4300点)	10.3	10.3	10.3	10.3

注：为方便对比，假设IH、IF、IC分别为2500点、3200点和4300点，并以此为基础进行各类资金的测算

（数据来源：中信期货）

同期市场成交，持仓及价格波动轨迹数据显示，2018 年末流动性部分短期恢复是明显的。以下是三类指数的分类图：成交持仓价格对比

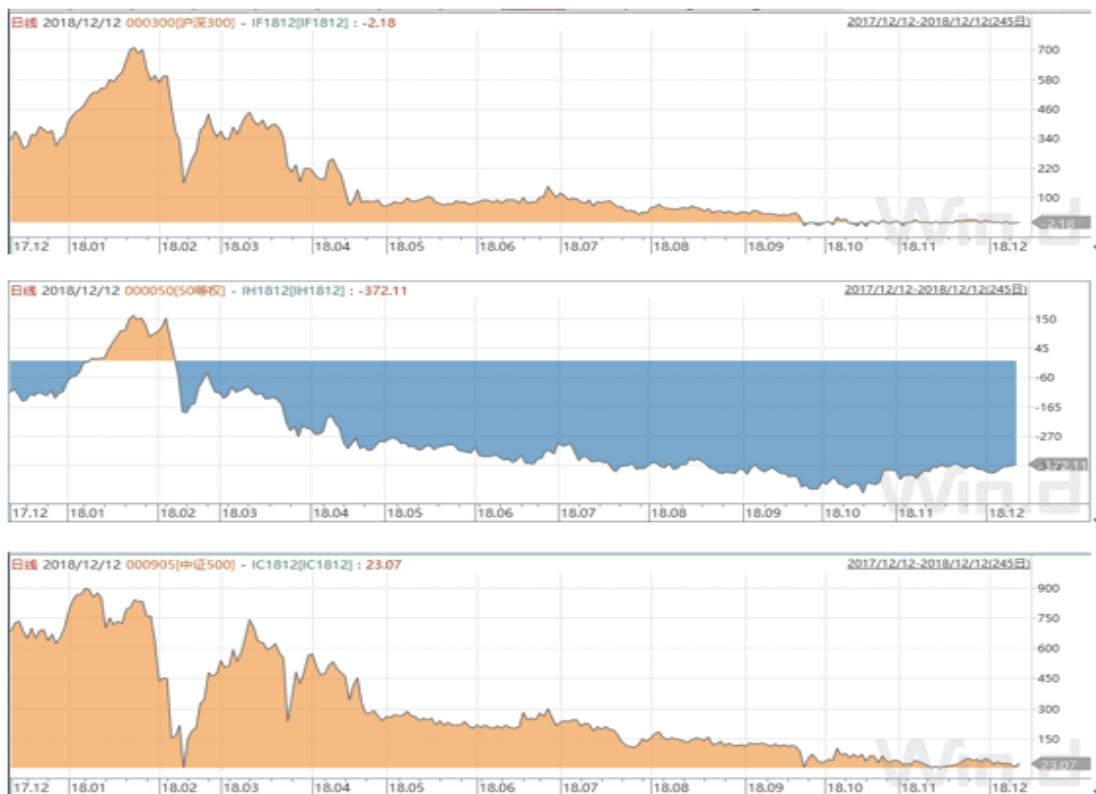
图 3：三类指数成交持仓价格比分类图



(数据来源: wind)

结论：本图表时间自右向左排列，最明显增长的部分就是本年度 11-12 月份以来的日成交大幅度提高，且结算价上一个台阶。我们认为这是初步恢复衍生品市场对冲，套保，套利功能的第一基础。

图 4：三类指数期现价差与当期 12 月价差近一年演变



(数据来源: wind)

结论：空头套保在 IF、IH 上换月成本减少，多头套保利润缩小，IC 的长期贴水也缩小中。整体更适合套保中性策略市场格局，而不是偏多或偏空投机策略。

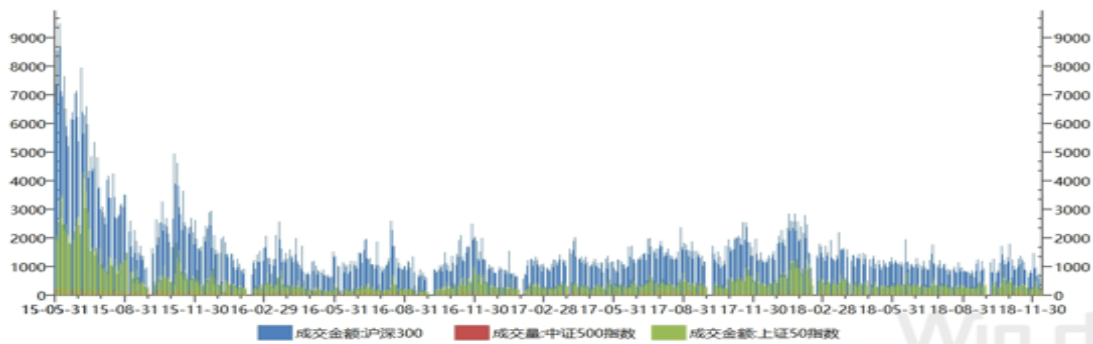
二、股市及股指关联因素

既然是针对股票市场的衍生品，就必须分析股市最近 3 年的演变和内在逻辑。众所周知，过去 3 年是对 2015 年杠杆牛的一个极大修正行情，叠加各行各业的去杠杆去库存去产能等宏观货币政策，只有极少数收益供给侧改革的行业利润得到大幅提升。另外如互联网、金融、房地产等高利润行业也因为政策调控转变导致市场预期并不乐观。周期性行业普遍走低后，防御性板块如银行、消费等等在矮子中拔将军，权重板块是超大型金融机构如社保、公募、险等最爱。正因为大型长期资金以及可能的外资都青睐防御性权重板块，因此代表上证 50 指数的 IH，曾被一度戏谑为 50 永远涨。沪深 300 指数 IF，也是股市现货持仓中占据最大持仓比例，通常涨跌幅也是收敛状态。代表中小创的

500 指数 IC，充分展现了小快灵的特征，领涨领跌明显，受游资偏爱的板块往往波动率最大。结合当下内外经济环境及未来各分行业预测，大部分行业经营业绩都会受到国内信用收缩流动性减弱的影响，尤其外贸型更是受累贸易战关税重压，最终导致消费会进一步下滑。个人认为指数市场底部区域仍未明确，不过在临近 2016 年熔断最低区域，政策性资金针对权重个股护盘，下行杀跌动能不足。

沪深 300，上证 50 及中证 500 三类现货指数成交额中，IF300 领先。

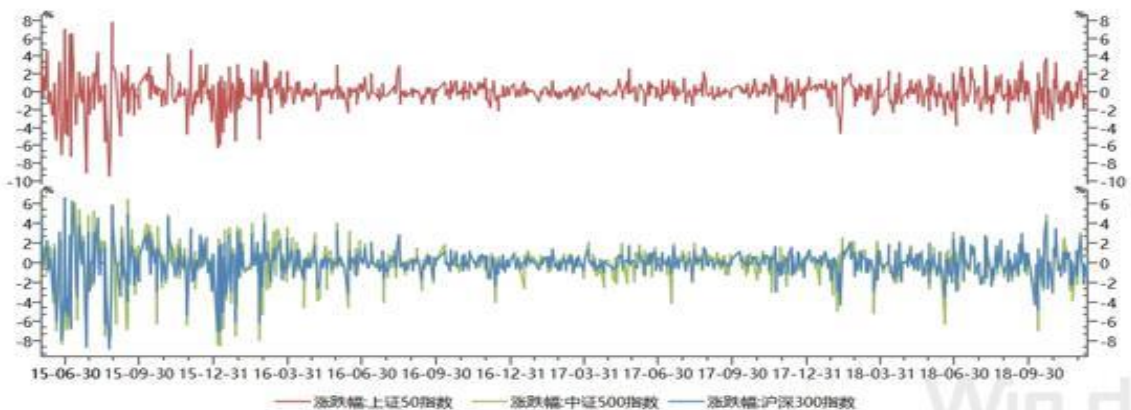
图 5：股指期货成交额



(数据来源：wind)

三类现货指数涨跌幅对应，IC/IF 跌幅领先

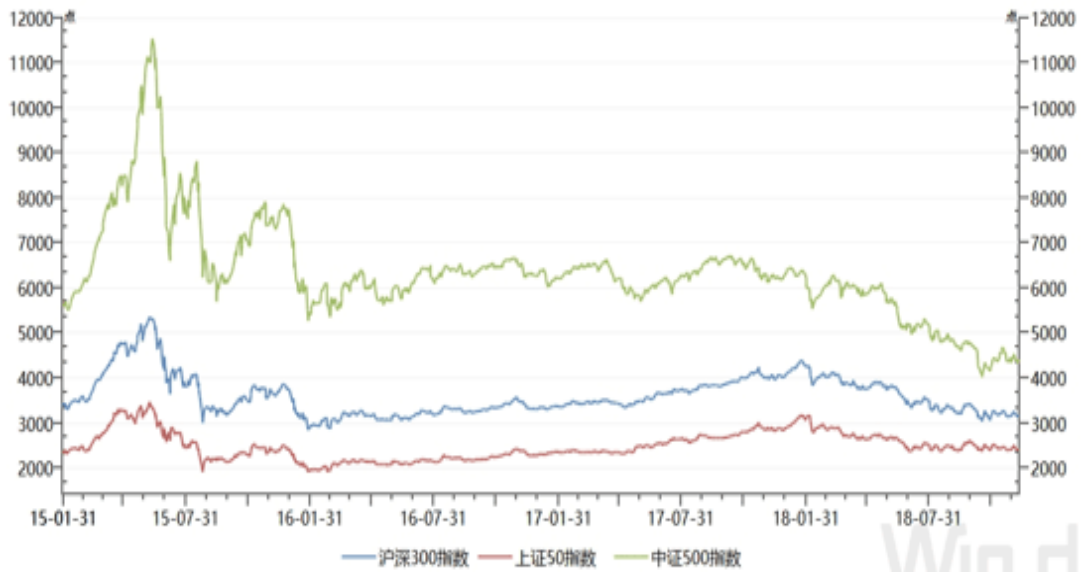
图 6：三类现货指数涨跌幅



(数据来源：wind)

三类现货指数收盘价叠加图显示价格下行还在过程中。

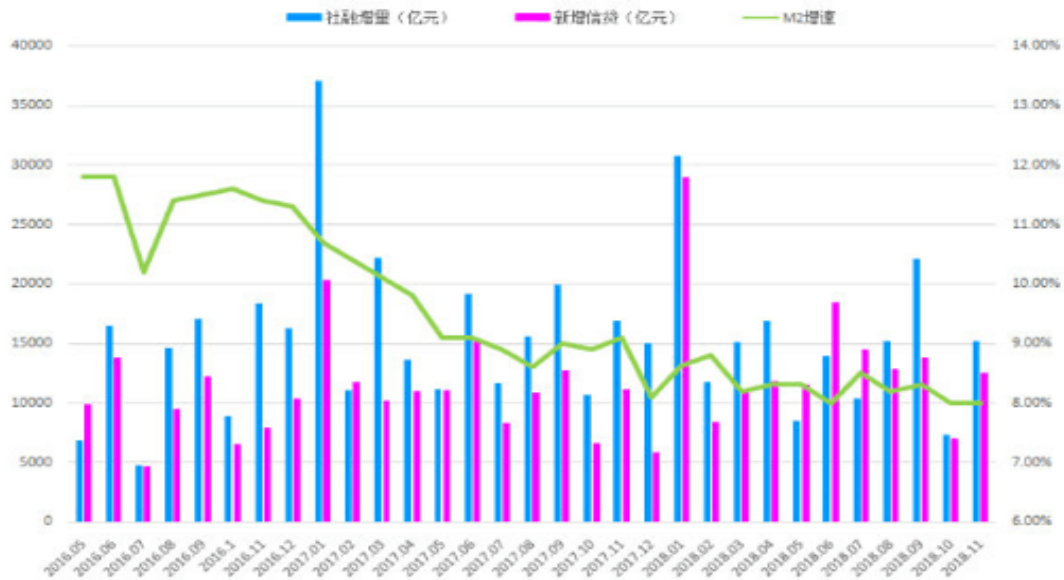
图 7：三类现货指数收盘价叠加图



(数据来源: wind)

社融新增，新增信贷，M2 等货币宏观同比还在增加中，但增幅递减。

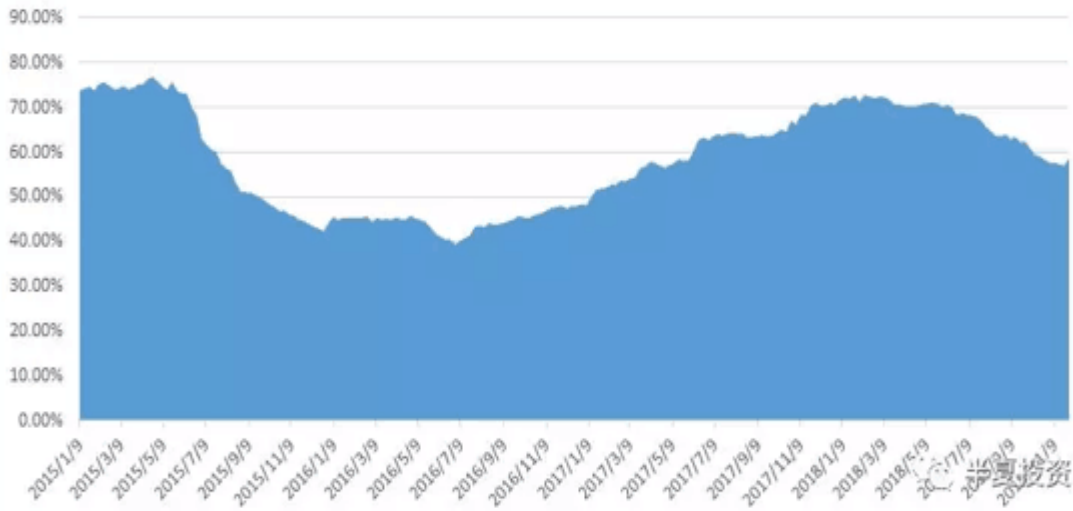
图 8：中国金融数据



(数据来源: 央行官网 制表: 华尔街见闻)

私募仓位统计显示大部分股市策略基金平均仓位在 5-6 成以上，偏高，套牢盘大

图 9：全市场股票策略私募基金仓位



（数据来源：半夏投资）

500 指数平均市盈率创历史新低，300 指数平均市盈率徘徊 2016 年最低点区域，进一步验证了大幅单边杀跌动能不足。也就是投机性指数空没有大的利润空间。

图 10：全市场股票策略私募基金仓位



（数据来源：wind）

结论：当下的流动性有部分改善，但股市价格还在探低过程中，我们认为投机性抄底或杀跌安全边际都不高。

三、策略

从主流市场股指交易的策略分类看主要有以下四种类型：

套保——买套保/卖套保，其中卖套保通常是对冲股市中已经持有多头头寸，可以部分或完全套。买套保通常在股市建仓之前或初期使用，配合期权合约复合应用。从当前市场总容量看，股市流通股市值 45 万亿上下，而三大期指持仓总和 180 亿上下，加上杠杆率相对低，完全难以覆盖并保护金融机构总持仓，套保属于聊胜于无的状态。

套利——期现套，近远月套，目前看这两套的价差都在缩小过程中，下跌期升贴水都在缩减过程中，套利可操作空间极小。

趋势——目前股市相关现货指数、期货指数都还在探底的过程中，区间折返频繁，尤其在低位的市盈率最低，且伴随着国家资金托底的区域，没有单边涨或跌的资金进场动能，操作性差。

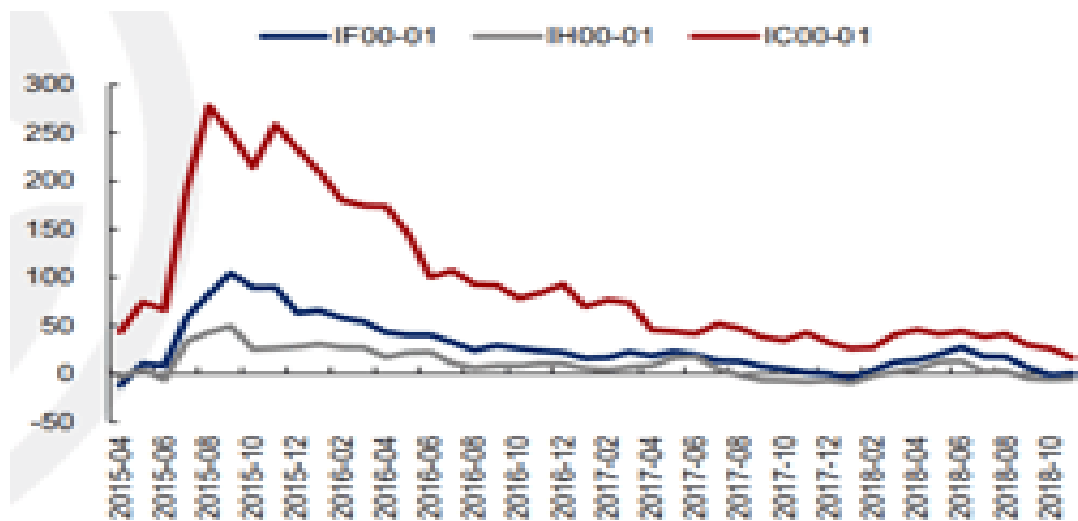
量化——窄幅区域波动，中低频率价差捕捉有少量机会，前提还是市场流动性足够且各类基差扩大才有充足机会。

图 11：IF 月均跨期价差



(数据来源：中信期货)

图 12: IF、IH、IC 当月-次月价差变化



(数据来源: 中信期货)

1. 就当下保证金水准, 最大持仓比例, 可以初步估算套保对冲最大覆盖资金规模近 5 亿, 对公募私募等金融机构意义重大。以 IF 为例, 一手 IF 保证金 100 万, 50 手 5000 万, 200 手最大 2 亿, 结合其他 IH/IC 分类持仓资金总和, 能对冲或买入近 5 亿股市市值。对个体投机投资人参考意义不大。

2. 目前日成交手数还是 1-2 手单笔居多, 1 手买卖滑点 IF 平均 0.6 点, IH 平均 0.4 点, IC 平均 2 点, 鉴于日平今手续费依旧是 3 年前很多倍, 短线日内等量化手段仍不划算。

综上: 未来相当一段时间, 股指期货仍属于股市的附带性衍生伴侣, 从属性地位的金融工具。套保对冲在流动性改善后有积极意义, 但意义不大; 其余投机性交易暂时都没有特别好的交易机会。未来还需根据市场演变, 择时挑选当期的最佳策略。

❖ 免责声明

本报告中的信息均来源于公开可获得资料，倍特期货研发中心力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不做任何保证，据此投资，责任自负。本报告不构成个人投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。任何引用、转载以及向第三方传播的行为，需经倍特期货研发中心授权许可；若有转载，需要整体转载，若截取主要观点，请注明出处，以免引起对原文的误解；任何断章取义，随意转载，均可能承担法律责任。

欢迎扫描二维码



倍特期货有限公司

总部地址：	成都锦城大道 539 号盈创动力大厦 A 座 406
客服热线：	400-8844-998
传真号码：	028-86269093
邮政编码：	610041
官方网址：	www.btqh.com