



Research and
Development Center

雪球对冲带动基差上行，期指基差变动持续分化

2023 年 4 月 22 日

于明明 金融工程与金融产品首席分析师
执业编号: S1500521070001
联系电话: +86 18616021459
邮箱: yumingming@cindasc.com

证券研究报告

金工研究

金工点评报告

于明明 金融工程与金融产品
首席分析师
执业编号: S1500521070001
联系电话: +86 18616021459
邮箱: yumingming@cindasc.com

信达证券股份有限公司
CINDA SECURITIES CO.,LTD
北京市西城区闹市口大街9号院1号楼
邮编: 100031

雪球对冲带动基差上行，期指基差变动持续分化

2023年4月22日

➤ 本周点评:

本周四大期指对应的指数走势持续偏弱，尤其在周五发生较大幅度下跌，期指市场各品种合约基差变动有所分化。IC 与 IM 合约基差受雪球对冲操作影响基差上升、贴水收敛，IH 与 IF 合约基差受市场情绪影响基差发生小幅下降。

目前各品种基差仍处于历史较高位置，后续各合约基差持续上行的阻力或较强。考虑到后续基差继续上涨阻力，我们认为此时对冲策略入场成本或较低。

➤ 内容摘要:

■ **IC、IM 基差整体上升、贴水收敛:** 2023 年 4 月 21 日，我们预测中证 500 指数未来一年分红点位为 92.22，沪深 300 指数分红点位为 80.34，上证 50 指数分红点位为 72.35，中证 1000 指数分红点位为 64.56。IC、IM 合约基差相比上周整体上升、贴水收敛。IC、IF 持仓额低于 2022 年初以来中位数，IH 持仓额高于 2023 年初以来中位数，IM 持仓额处于上市以来较高水平。IC、IF、IH 及 IM 季月合约分红处理过的基差年化贴水率分别为 0.35%、3.32%、4.26%、0.13%。

■ **期现对冲策略表现:** 2023 年以来 IC 合约当月连续对冲收益-0.75%，季月合约对冲收益-2.16%，最低贴水策略收益-0.06%。截至 2023 年 4 月 21 日，IC 最低贴水策略选择 IC2309 合约进行对冲，IF 选择 IF2305 合约，IH 选择 IH2305 合约进行对冲。

■ **跨期套利策略表现:** 相对期现对冲策略，跨期套利策略表现更优且较为稳定，2023 年以来 IC 合约跨期套利策略收益率 6.10%，IF 跨期套利收益率 2.70%，IH 跨期套利收益率 0.77%。

■ **基差收敛变动分析:** 四大期指对应的指数走势持续偏弱，IH 与 IF 合约受到市场情绪叠加基差处于高位的均值回复力量的影响，基差整体发生小幅下行，但 IC 和 IM 季月合约受到雪球对冲操作的影响，基差出现上行。后续不同品种间的基差变动可能持续分化。

➤ **风险因素:** 以上结果通过历史数据统计、建模和测算完成，在市场波动不确定性下可能存在失效风险。



目录

一、股指期货合约存续期内分红预估与基差修正	4
1.1、股指期货合约存续期内分红预估	4
1.2、基差修正	7
二、期现对冲与跨期套利策略回测跟踪	12
2.1、对冲策略与套利策略简介	12
2.2、IC 对冲策略表现	13
2.3、IF 对冲策略表现	13
2.4、IH 对冲策略表现	14
三、基差收敛影响因素分析	15
3.1、影响基差变动的驱动因素	15
3.2、IC 基差变动情况分析	16
3.3、IF 基差变动情况分析	16
3.4、IH 基差变动情况分析	17

图表目录

图表 1：未来一年中证 500 指数分红点位预测结果	4
图表 2：合约存续期内中证 500 指数分红点位预测	4
图表 3：未来一年沪深 300 指数分红点位预测结果	5
图表 4：合约存续期内沪深 300 指数分红点位预测	5
图表 5：未来一年上证 50 指数分红点位预测结果	6
图表 6：合约存续期内上证 50 指数分红点位预测	6
图表 7：未来一年中证 1000 指数分红点位预测结果	7
图表 8：合约存续期内中证 1000 指数分红点位预测	7
图表 9：IC 当季分红调整年化基差与中证 500 指数走势	8
图表 10：IC 合约持仓额（亿元）与中证 500 指数走势	8
图表 11：IF 当季分红调整年化基差与沪深 300 指数走势	9
图表 12：IF 合约持仓额（亿元）与沪深 300 指数走势	9
图表 13：IH 当季分红调整年化基差与上证 50 指数走势	10
图表 14：IH 合约持仓额（亿元）与上证 50 指数走势	10
图表 15：IM 当季分红调整年化基差与中证 1000 指数走势	11
图表 16：IM 合约持仓额（亿元）与中证 1000 指数走势	11
图表 17：中证 500 股指期货期现对冲策略与跨期套利策略净值走势图	13
图表 18：中证 500 股指期货期现对冲策略与跨期套利策略对比	13
图表 19：沪深 300 股指期货期现对冲策略与跨期套利策略净值走势图	14
图表 20：沪深 300 股指期货期现对冲策略与跨期套利策略对比	14
图表 21：上证 50 股指期货期现对冲策略与跨期套利策略净值走势图	15
图表 22：上证 50 股指期货期现对冲策略与跨期套利策略对比	15
图表 23：中证 500 股指期货基差因子与收益率因子对基差收敛月平均贡献占比	16
图表 24：沪深 300 股指期货基差因子与收益率因子对基差收敛月平均贡献占比	17
图表 25：上证 50 股指期货基差因子与收益率因子对基差收敛月平均贡献占比	17

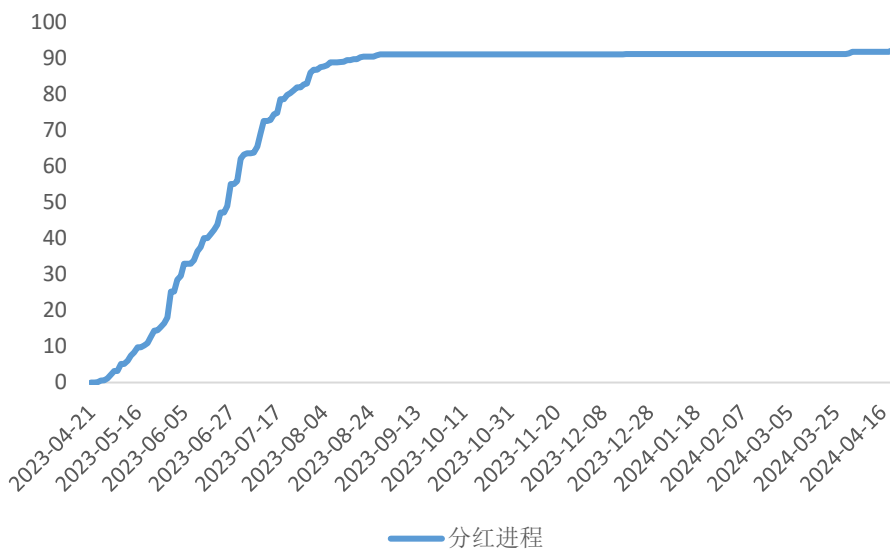
一、股指期货合约存续期内分红预估与基差修正

1.1、股指期货合约存续期内分红预估

基于信达金工衍生品研究报告系列二《股指期货分红点位预测》中的方法对股指期货合约存续期内分红进行预测。

2023年4月21日，我们预测中证500指数未来一年分红点位为92.22。

图表 1：未来一年中证 500 指数分红点位预测结果

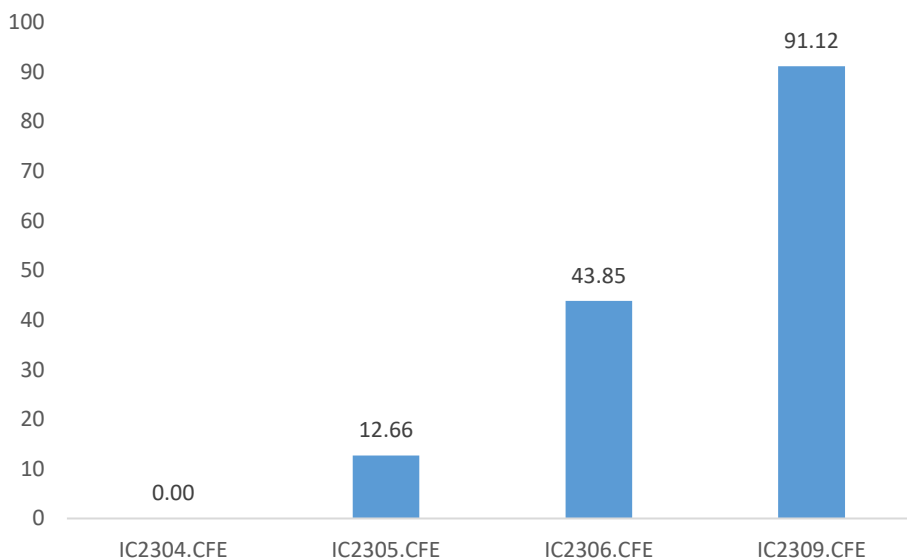


资料来源：Wind，信达证券研发中心

数据日期：2023年4月21日

根据我们的预测，中证500指数在次月合约IC2305存续期内分红点位为12.66，在当季合约IC2306存续期内分红点位为43.85，在下季合约IC2309存续期内分红点位为91.12。

图表 2：合约存续期内中证 500 指数分红点位预测

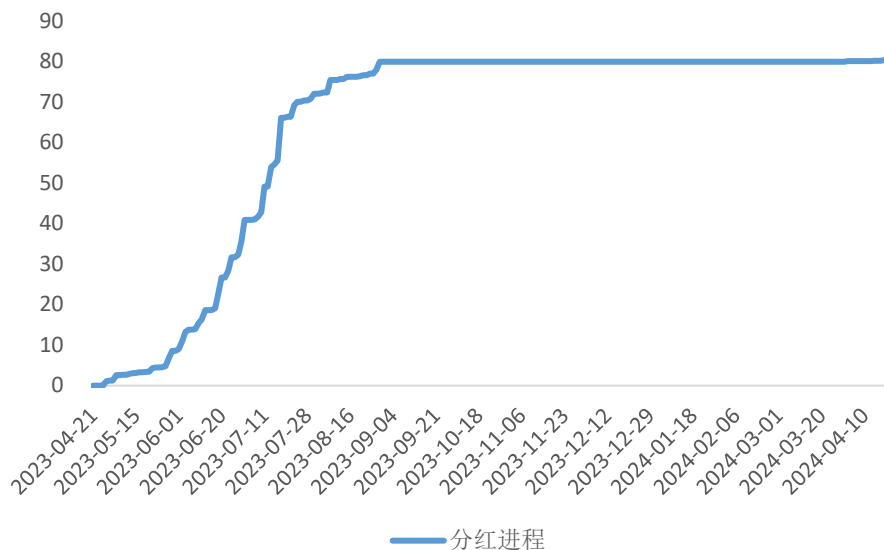


资料来源：Wind，信达证券研发中心

数据日期：2023年4月21日

2023 年 4 月 21 日，我们预测沪深 300 指数未来一年分红点位为 80.34。

图表 3：未来一年沪深 300 指数分红点位预测结果

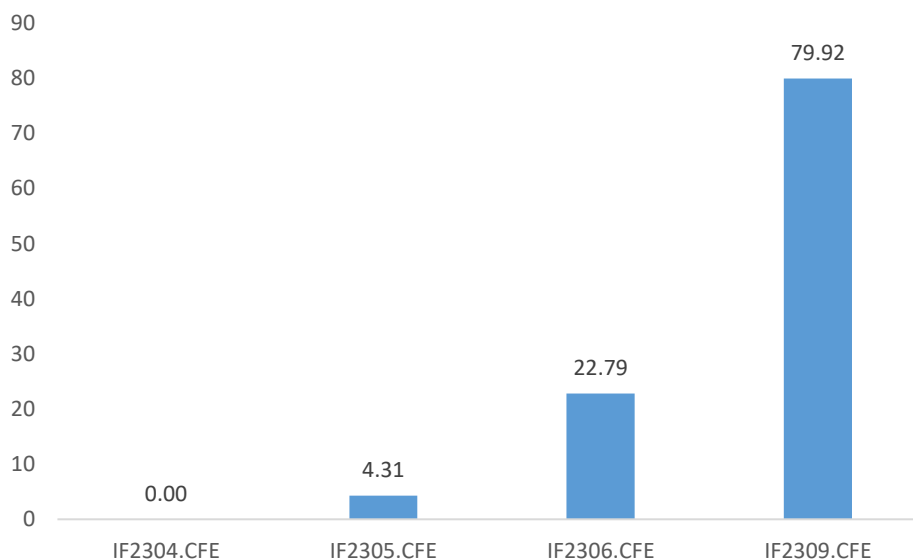


资料来源：Wind，信达证券研发中心

数据日期：2023 年 4 月 21 日

根据我们的预测，沪深 300 指数在次月合约 IF2305 存续期内分红点位为 4.31，在当季合约 IF2306 存续期内分红点位为 22.79，在下季合约 IF2309 存续期内分红点位为 79.92。

图表 4：合约存续期内沪深 300 指数分红点位预测

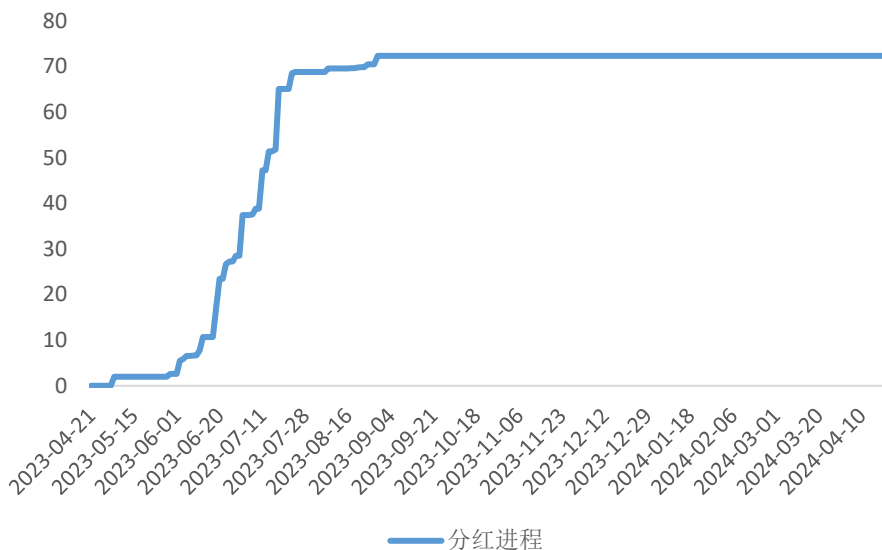


资料来源：Wind，信达证券研发中心

数据日期：2023 年 4 月 21 日

2023 年 4 月 21 日，我们预测上证 50 指数未来一年分红点位为 72.35。

图表 5：未来一年上证 50 指数分红点位预测结果

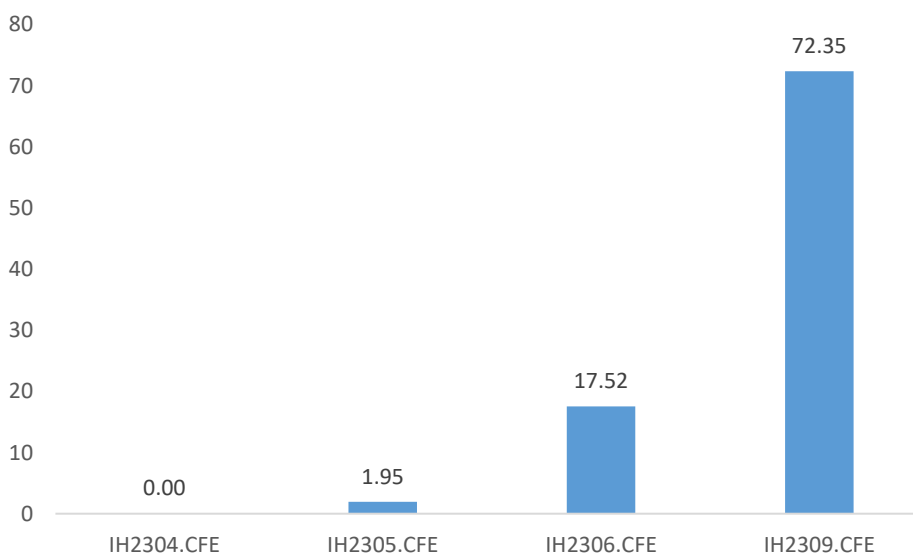


资料来源：Wind，信达证券研发中心

数据日期：2023 年 4 月 21 日

根据我们的预测，上证 50 指数在次月合约 IH2305 存续期内分红点位为 1.95，在当季合约 IH2306 存续期内分红点位为 17.52，在下季合约 IH2309 存续期内分红点位为 72.35。

图表 6：合约存续期内上证 50 指数分红点位预测

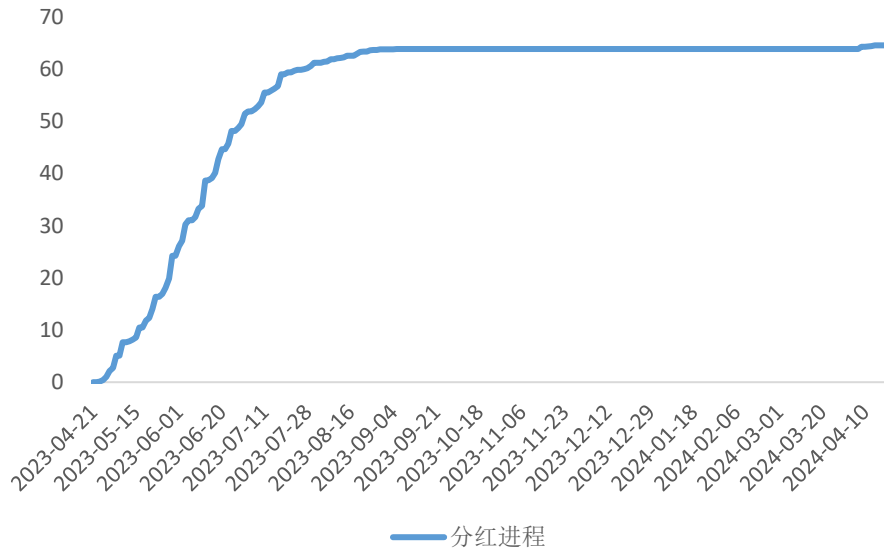


资料来源：Wind，信达证券研发中心

数据日期：2023 年 4 月 21 日

2023 年 4 月 21 日，我们预测中证 1000 指数未来一年分红点位为 64.56。

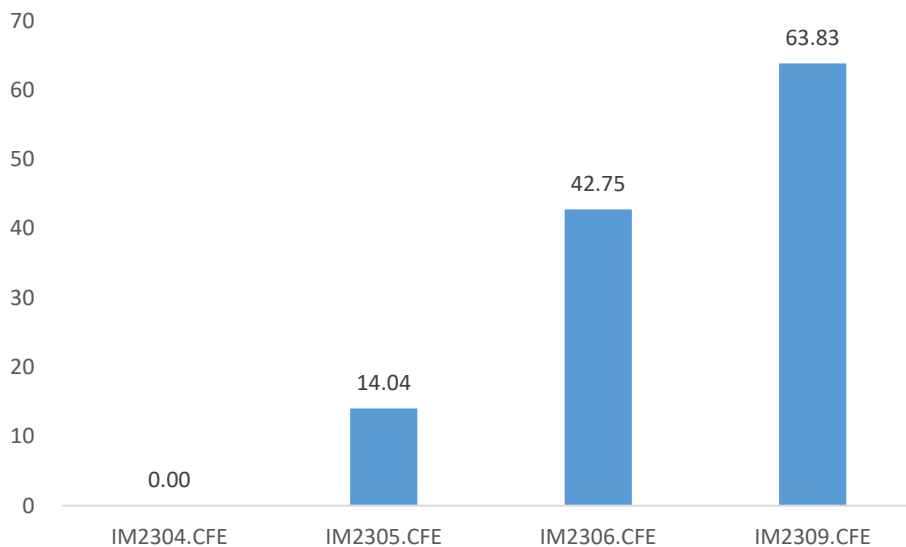
图表 7：未来一年中证 1000 指数分红点位预测结果



资料来源：Wind，信达证券研发中心
数据日期：2023 年 4 月 21 日

根据我们的预测，中证 1000 指数在次月合约 IM2305 存续期内分红点位为 14.04，在当季合约 IM2306 存续期内分红点位为 42.75，在下季合约 IM2309 存续期内分红点位为 63.83。

图表 8：合约存续期内中证 1000 指数分红点位预测



资料来源：Wind，信达证券研发中心
数据日期：2023 年 4 月 21 日

1.2、基差修正

股指期货基差为合约收盘价与标的指数收盘价的差值。指数点位随着成分股实施而下调，但分红的影响会提前反映在存续期内包含分红的期货合约价格上，合约存续期内指数成分股的分红会拉低合约基差。在分析合约基差时，需要剔除分红的影响。

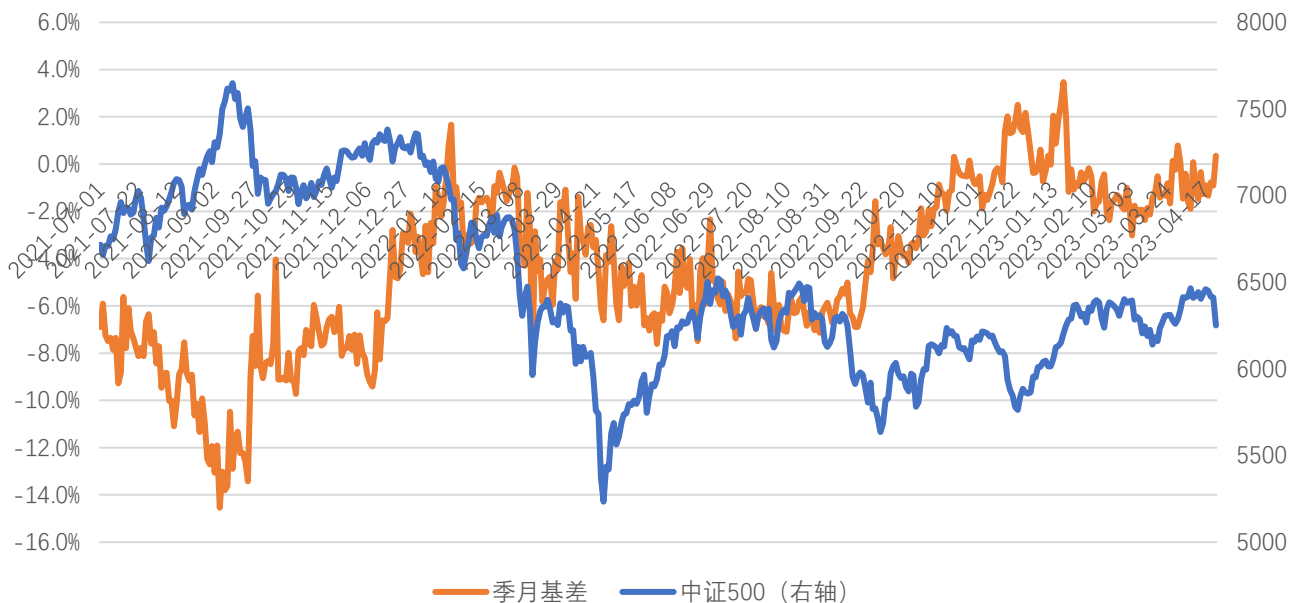
$$\text{预期分红调整后的基差} = \text{实际基差} + \text{存续期内未实现的预期分红}$$

报告中我们将基差进行年化处理，后文中提及基差均为分红调整后的年化基差。

$$\text{年化基差} = (\text{实际基差} + (\text{预期})\text{分红点位}) / \text{指数价格} \times 360 / \text{合约剩余天数}$$

以 IC 当季合约为例，当前合约分红调整年化基差高于 2022 年初以来中位数。2023 年 4 月 17 日至 4 月 21 日，IC 当季合约分红调整年化基差震荡上行，周内低点贴水-1.34%，当前基差升水 0.35%，相对前一周贴水 1.28%的情况有所收敛。

图表 9：IC 当季分红调整年化基差与中证 500 指数走势

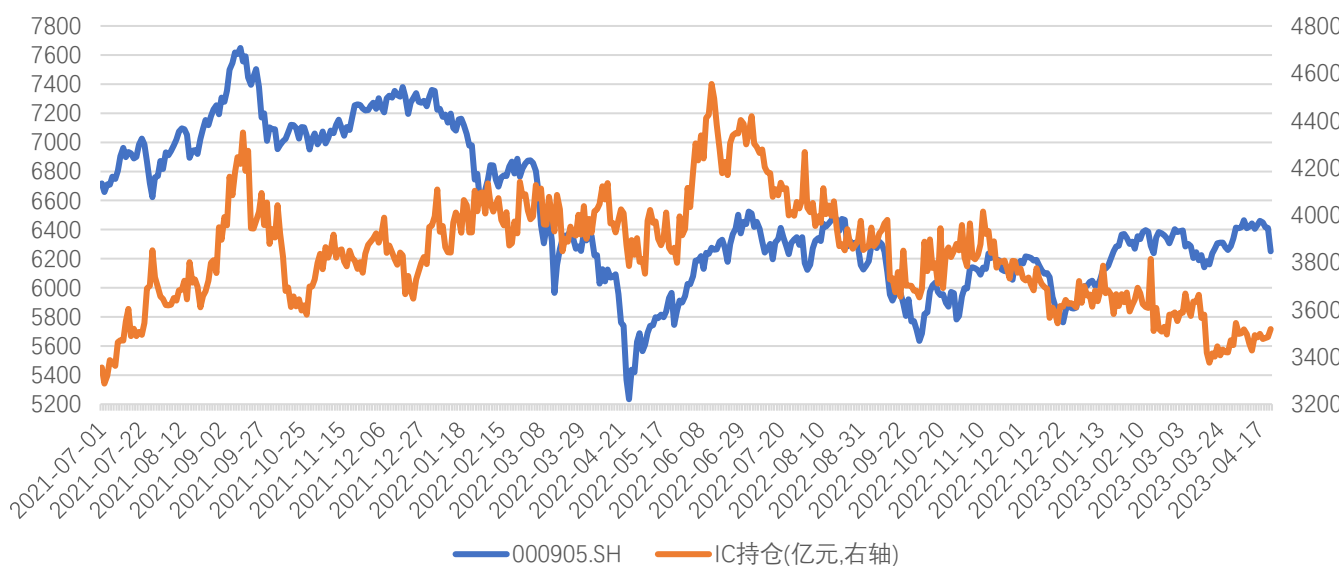


资料来源：Wind，信达证券研发中心

数据日期：2021 年 7 月 1 日至 2023 年 4 月 21 日

在每个交易日计算四个不同到期日合约持仓额的总和。过去五个交易日 IC 合约持仓额震荡上涨。2023 年 4 月 21 日，IC 合约持仓额为 3517.22 亿元，处于 2022 年初以来持仓额较低的位置。

图表 10：IC 合约持仓额（亿元）与中证 500 指数走势



资料来源：Wind，信达证券研发中心

数据日期：2021 年 7 月 1 日至 2023 年 4 月 21 日

以 IF 当季合约为例，当前合约分红调整年化基差高于 2022 年初以来中位数。2023 年 4 月 17 日至 4 月 21 日，IF 当季合约分红调整年化基差震荡上升，周内低点升水 2.68%，当前基差升水 3.32%，相对前一周升水 3.06% 的水平有所提升。

图表 11：IF 当季分红调整年化基差与沪深 300 指数走势

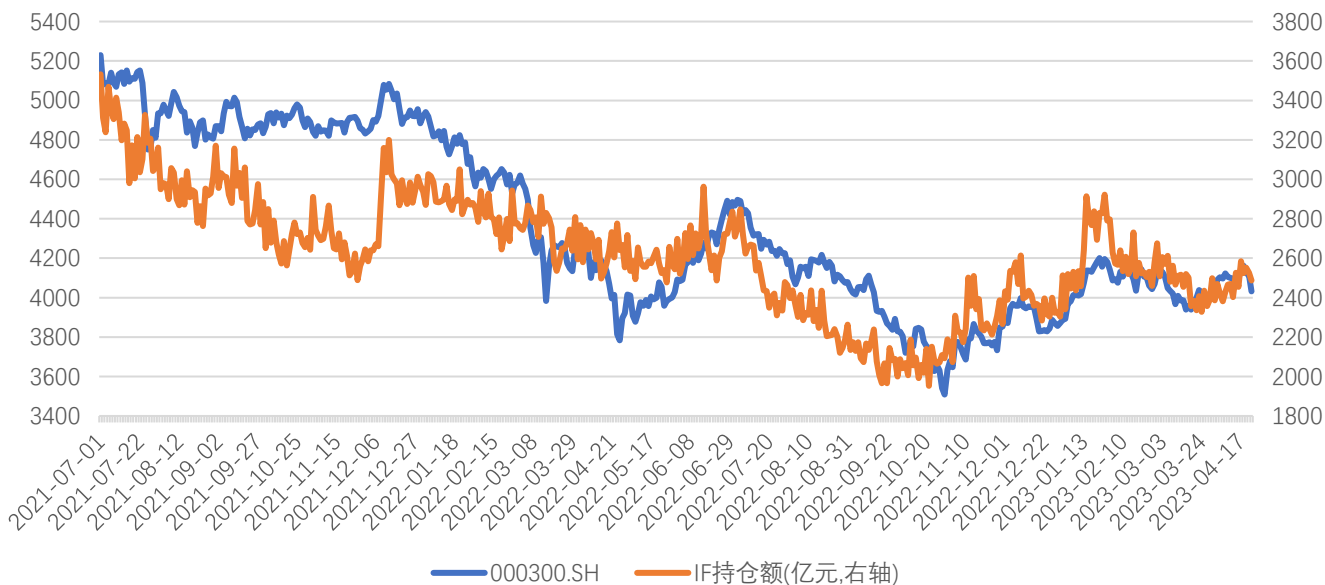


资料来源：Wind，信达证券研发中心

数据日期：2021 年 7 月 2 日至 2023 年 4 月 21 日

2023 年 4 月 21 日，IF 合约持仓额约 2487.74 亿元，过去五个交易日 IF 合约持仓额震荡下跌，当前 IF 持仓额低于 2022 年初以来持仓额中位数。

图表 12：IF 合约持仓额（亿元）与沪深 300 指数走势

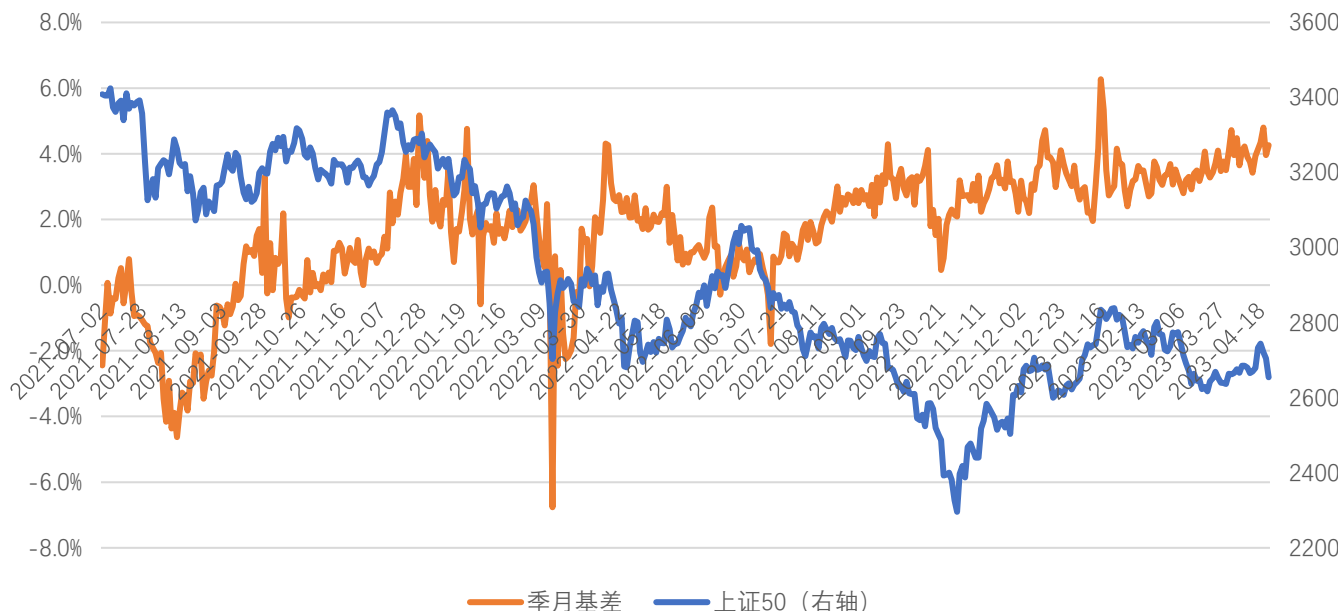


资料来源：Wind，信达证券研发中心

数据日期：2021 年 7 月 1 日至 2023 年 4 月 21 日

以 IH 当季合约为例，当前合约分红调整年化基差高于 2022 年初以来中位数。2023 年 4 月 17 日至 4 月 21 日，IH 当季合约分红调整年化基差震荡上行，周内低点升水 3.96%，当前基差升水 4.26%，相对前一周升水 3.93% 的水平有所提升。

图表 13：IH 当季分红调整年化基差与上证 50 指数走势



资料来源：Wind，信达证券研发中心

数据日期：2021 年 7 月 2 日至 2023 年 4 月 21 日

2023 年 4 月 21 日，IH 合约持仓额为 1017.24 亿元。过去五个交易日 IH 持仓额震荡下行，当前持仓额高于 2022 年初以来中位数。

图表 14：IH 合约持仓额（亿元）与上证 50 指数走势

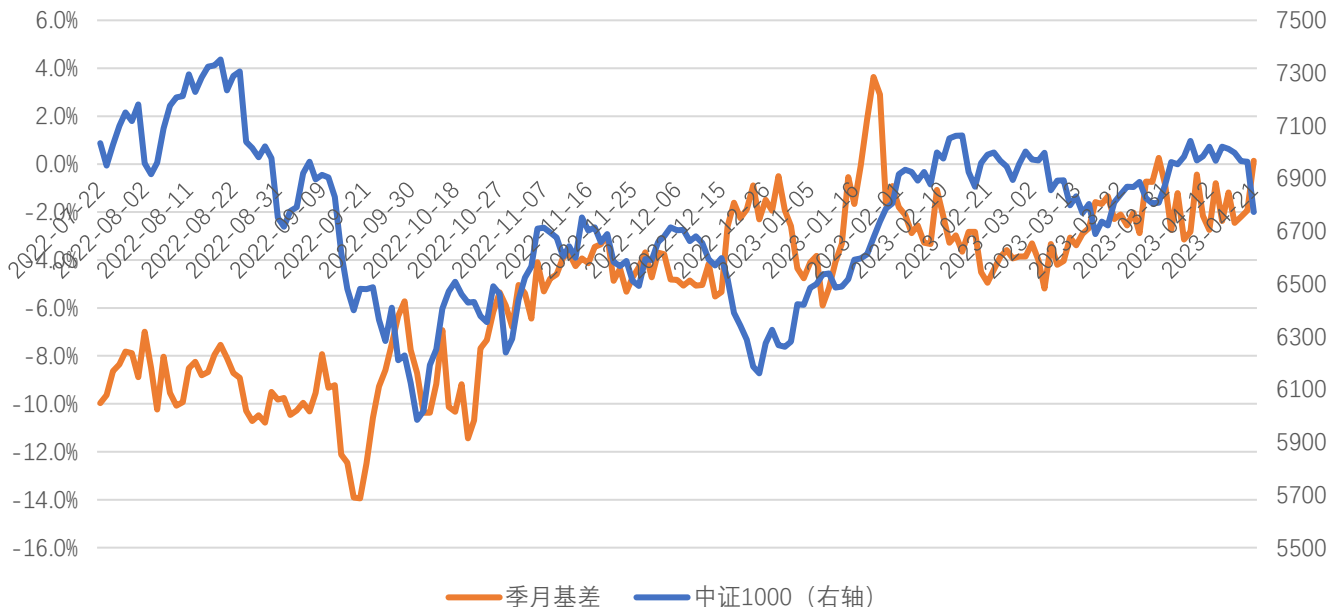


资料来源：Wind，信达证券研发中心

数据日期：2021 年 7 月 1 日至 2023 年 4 月 21 日

以 IM 当季合约为例，当前合约分红调整年化基差高于上市以来中位数。2023 年 4 月 17 日至 4 月 21 日，IM 当季合约分红调整年化基差持续震荡，周内低点贴水 2.45%，当前基差升水 0.13%，基差贴水相对前一周贴水 2.37%的水平有所收敛。

图表 15：IM 当季分红调整年化基差与中证 1000 指数走势



资料来源：Wind，信达证券研发中心

数据日期：2022 年 7 月 22 日至 2023 年 4 月 21 日

2023 年 4 月 21 日，IM 合约持仓额为 2202.49 亿元。过去五个交易日 IM 持仓额震荡上行，当前 IM 持仓额处于上市以来较高水平。

图表 16：IM 合约持仓额（亿元）与中证 1000 指数走势



资料来源：Wind，信达证券研发中心

数据日期：2022 年 7 月 22 日至 2023 年 4 月 21 日

二、期现对冲与跨期套利策略回测跟踪

2.1、对冲策略与套利策略简介

该部分策略是基于信达金工衍生品研究报告系列三《股指期货基差收敛研究与对冲优化策略》中所涉及的基差收敛因素分析与优化策略，具体设置如下。

连续对冲策略回测参数和设置：

回测区间：2018 年 1 月 2 日至 2023 年 4 月 21 日

现货端：持有 510500ETF(510300ETF、510050ETF)多头

期货端：做空与现货端金额相同名义本金的中证 500（沪深 300、上证 50）股指期货合约

调仓规则：连续持有季月/当月合约，直至该合约离到期剩余不足 2 日，在当日以收盘价进行平仓，并同时以当日收盘价继续卖空下一季月/当月合约。

备注：现货端与期货端分配等额的本金，不考虑交易过程中的手续费、冲击成本以及期货合约的不可无限细分性质。

最低贴水策略回测参数和设置：

回测区间：2018 年 1 月 2 日至 2023 年 4 月 21 日

现货端：持有 510500ETF(510300ETF、510050ETF)多头

期货端：做空与现货端金额相同名义本金的中证 500（沪深 300、上证 50）股指期货合约

调仓规则：调仓时，对当日所有可交易期货合约的年化基差进行计算，选择年化基差贴水幅度最小的合约进行开仓。同一合约持有 8 个交易日之后或该合约离到期剩余不足 2 日，才能进行选择新合约（排除剩余到期日不足 8 日的期货合约），每次选择后，即使选择结果为持有原合约不变，仍继续持有 8 个交易日。

备注：现货端与期货端分配等额的本金，不考虑交易过程中的手续费、冲击成本以及期货合约的不可无限细分性质。

跨期套利策略回测参数和设置：

回测区间：2018 年 1 月 2 日至 2023 年 4 月 21 日

期货多头：1 手股指期货合约多单

期货空头：1 手股指期货合约空单

账户总金额：1 手股指期货名义本金

调仓规则：调仓时，对当日所有可交易期货合约的年化基差进行计算，选择年化基差贴水幅度最小的合约进行开空仓，选择年化基差贴水幅度最大的合约进行开多仓。同一合约持有 8 个交易日之后或该合约离到期剩余不足 2 日，才能进行选择新合约（排除剩余到期日不足 N 日的期货合约），每次选择后，即使选择结果为持有原合约不变，仍继续持有 8 个交易日。

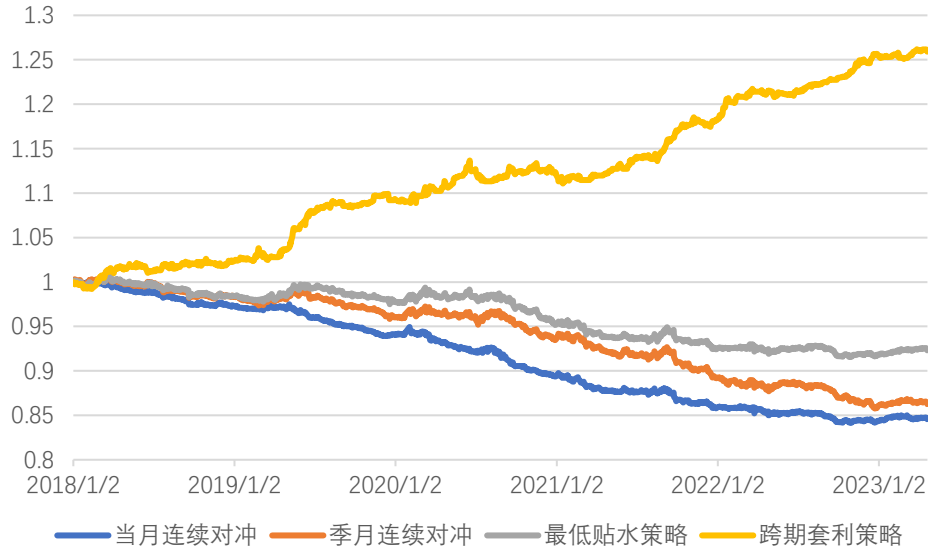
注：不考虑手续费、冲击成本以及期货合约的不可无限细分性质。

请阅读最后一页免责声明及信息披露 <http://www.cindasc.com> 12

2.2、IC 对冲策略表现

2018 年 1 月 2 日至 2023 年 4 月 21 日，基于中证 500 股指期货的期现对冲策略与跨期套利策略回测结果如下图所示。

图表 17：中证 500 股指期货期现对冲策略与跨期套利策略净值走势图



资料来源：wind，信达证券研发中心

数据日期：2018 年 1 月 2 日至 2023 年 4 月 21 日

图表 18：中证 500 股指期货期现对冲策略与跨期套利策略对比

指标	当月连续对冲	季月连续对冲	最低贴水策略	跨期套利策略
年化收益	-3.13%	-2.76%	-1.51%	4.46%
波动率	1.88%	2.38%	2.26%	2.27%
最大回撤	-16.05%	-15.11%	-9.19%	-2.26%
净值	0.8456	0.8625	0.9229	1.2591
年换手次数	12	4	15.91	35.24
2023 年以来收益	-0.75%	-2.16%	-0.06%	6.10%

资料来源：wind，信达证券研发中心

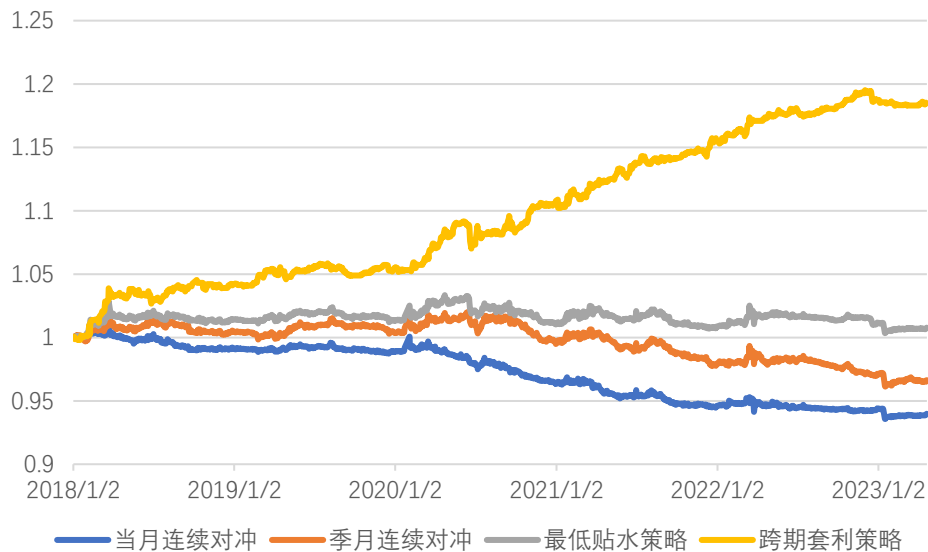
数据日期：2018 年 1 月 2 日至 2023 年 4 月 21 日

上表结果显示，在回测所涉及区间内，中证 500 股指期货季月合约对冲效果要好于当月合约，但 2023 年以来当月合约连续对冲表现更好，最低贴水策略则能持续在连续对冲策略的基础上起到优化效果，跨期套利策略表现突出，但需考虑策略本身换手率较高的风险。截至 2023 年 4 月 21 日，最低贴水策略仍选择 IC2309 合约，IC 跨期套利策略选择持有 IC2309 合约空头及 IC2305 合约多头。

2.3、IF 对冲策略表现

2018 年 1 月 2 日至 2023 年 4 月 21 日，基于沪深 300 股指期货的期现对冲策略与跨期套利策略回测结果如下图所示。

图表 19：沪深 300 股指期货期现对冲策略与跨期套利策略净值走势图



资料来源：wind，信达证券研发中心

数据日期：2018 年 1 月 2 日至 2023 年 4 月 21 日

图表 20：沪深 300 股指期货期现对冲策略与跨期套利策略对比

指标	当月连续对冲	季月连续对冲	最低贴水策略	跨期套利策略
年化收益	-1.17%	-0.65%	0.15%	3.27%
波动率	1.71%	2.13%	2.09%	2.06%
最大回撤	-7.34%	-5.77%	-2.91%	-1.98%
净值	0.9398	0.9662	1.0078	1.1849
年换手次数	12	4	14.97	32.96
2023 年以来收益	-0.13%	-0.64%	0.29%	2.70%

资料来源：wind，信达证券研发中心

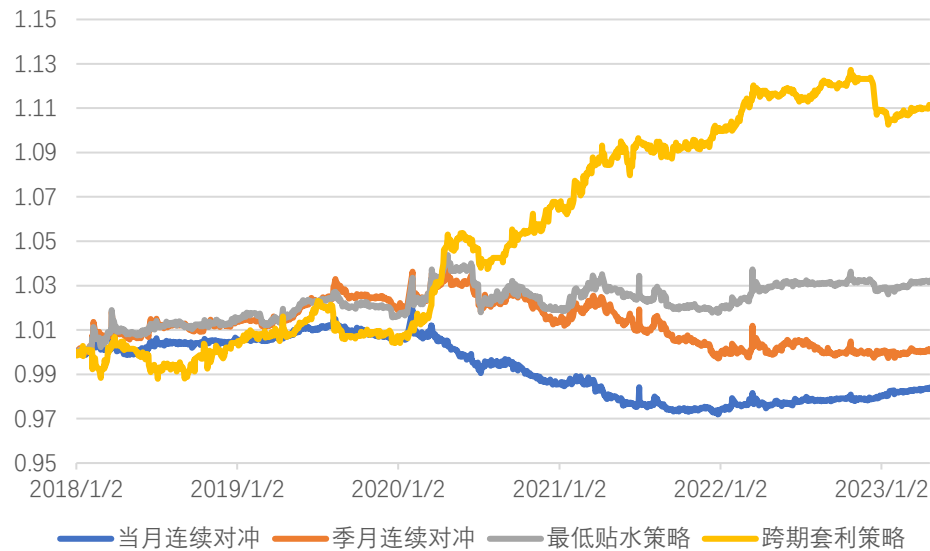
数据日期：2018 年 1 月 2 日至 2023 年 4 月 21 日

上表结果显示，在回测所涉及区间内，沪深 300 股指期货季月合约对冲效果要好于当月合约，此外最低贴水策略在连续对冲策略的基础上再起到优化的效果，跨期套利策略表现较为稳定，但需考虑策略本身换手率较高的风险。截至 2023 年 4 月 21 日，最低贴水策略选择 IF2305 合约，IF 跨期套利策略选择持有 IF2309 多头与 IF2305 空头。

2.4、IH 对冲策略表现

2018 年 1 月 2 日至 2023 年 4 月 21 日，基于上证 50 股指期货的期现对冲策略与跨期套利策略回测结果如下图所示。

图表 21：上证 50 股指期货期现对冲策略与跨期套利策略净值走势图



资料来源：wind，信达证券研发中心

数据日期：2018 年 1 月 2 日至 2023 年 4 月 21 日

图表 22：上证 50 股指期货期现对冲策略与跨期套利策略对比

指标	当月连续对冲	季月连续对冲	最低贴水策略	跨期套利策略
年化收益	-0.30%	0.03%	0.60%	2.00%
波动率	1.57%	2.07%	2.00%	2.27%
最大回撤	-4.64%	-3.89%	-2.50%	-2.19%
净值	0.9841	1.0014	1.0323	1.1102
年换手次数	12	4	15.91	33.72
2023 年以来收益	0.49%	-0.08%	0.66%	0.77%

资料来源：wind，信达证券研发中心

数据日期：2018 年 1 月 2 日至 2023 年 4 月 21 日

上表结果显示，在回测所涉及区间内，上证 50 股指期货季月合约对冲效果要好于当月合约。截至 2023 年 4 月 21 日，最低贴水策略切换至 IH2305 合约，IH 跨期套利策略仍然选择持有 IH2309 多头与 IH2305 空头。。

三、基差收敛影响因素分析

3.1、影响基差变动的驱动因素

根据信达金工衍生品研究报告系列三《股指期货基差收敛研究与对冲优化策略》中所涉及的影响基差收敛的因素，我们认为当前合约的年化基差以及指数未来收益率会对基差未来 N 日收敛率产生影响，具体定义如下（取 N=8）。

$$\text{当前年化基差} = \frac{\text{期货价格} - \text{现货价格}}{\text{现货价格} \times \frac{\text{期货剩余到期日}}{360}} \times 100\%$$

$$\text{指数未来8天收益率} = \frac{\text{指数8天后价格} - \text{指数当前价格}}{\text{指数当前价格}} \times 100\%$$

$$\text{8日基差平均收敛率} = \frac{\text{8日后基差} - \text{当前基差}}{\text{当前指数价格} \times \frac{8}{360}} \times 100\%$$

3.2、IC 基差变动情况分析

2021年9月1日至2023年4月21日，基于中证500股指期货当前合约基差因子与指数未来收益率因子贡献度月均占比情况作出统计，其结果如下表所示。

图表 23：中证 500 股指期货基差因子与收益率因子对基差收敛月平均贡献占比

月份	基差因子贡献度	收益率因子贡献度	季月合约 8 日基差收敛率
2021 年 9 月	16.89%	-4.90%	32.54%
2021 年 10 月	12.49%	-0.05%	-14.60%
2021 年 11 月	10.80%	2.44%	4.92%
2021 年 12 月	8.99%	-0.57%	28.49%
2022 年 1 月	3.00%	-5.15%	-4.83%
2022 年 2 月	3.01%	-1.85%	7.48%
2022 年 3 月	5.09%	-4.78%	-0.18%
2022 年 4 月	6.11%	-6.13%	-22.77%
2022 年 5 月	8.92%	6.65%	5.09%
2022 年 6 月	7.87%	3.10%	7.74%
2022 年 7 月	8.21%	-1.84%	-20.75%
2022 年 8 月	9.26%	-0.07%	10.16%
2022 年 9 月	8.07%	-4.49%	19.50%
2022 年 10 月	5.42%	2.46%	-4.39%
2022 年 11 月	1.83%	1.46%	7.92%
2022 年 12 月	-0.47%	-2.06%	4.34%
2023 年 1 月	-0.97%	5.35%	-4.37%
2023 年 2 月	1.68%	-0.28%	-5.07%
2023 年 3 月	1.75%	1.32%	6.10%
2023 年 4 月	1.18%	-3.44%	6.39%

资料来源：wind，信达证券研发中心

注：基差因子贡献度=基差因子回归系数×当前合约年化基差，收益率因子贡献度=收益率因子回归系数×指数未来 8 日收益率

数据日期：2021 年 9 月 1 日至 2023 年 4 月 21 日

本周中证 500 指数持续震荡走弱，周内收跌-2.81%，尤其在周五指数大幅下跌-2.51%，标的下跌带动所挂钩的雪球产品持续在期货市场中买入 IC 合约，因此本周 IC 合约的基差整体向上收敛。

3.3、IF 基差变动情况分析

2021年9月1日至2023年4月21日，基于沪深300股指期货当前合约基差因子与指数未来收益率因子贡献度月均占比情况作出统计，其结果如下表所示。

图表 24：沪深 300 股指期货基差因子与收益率因子对基差收敛月平均贡献占比

月份	基差因子贡献度	收益率因子贡献度	季月合约 8 日基差收敛率
2021 年 9 月	11.78%	-0.46%	14.89%
2021 年 10 月	6.75%	-1.77%	1.48%
2021 年 11 月	4.24%	2.01%	5.34%
2021 年 12 月	-0.59%	-1.28%	5.41%
2022 年 1 月	-1.62%	-4.90%	-1.11%
2022 年 2 月	0.17%	-5.66%	-8.72%
2022 年 3 月	8.89%	-4.30%	0.73%
2022 年 4 月	2.05%	-6.39%	1.46%
2022 年 5 月	2.85%	5.80%	-2.36%
2022 年 6 月	3.19%	5.82%	2.22%
2022 年 7 月	5.02%	-6.59%	-5.60%
2022 年 8 月	4.62%	-1.57%	5.71%
2022 年 9 月	1.64%	-6.39%	4.43%
2022 年 10 月	2.20%	-1.77%	11.68%
2022 年 11 月	-3.30%	5.41%	6.20%
2022 年 12 月	-9.02%	1.01%	-1.30%
2023 年 1 月	-10.12%	4.91%	5.16%
2023 年 2 月	-5.55%	-1.78%	-3.59%
2023 年 3 月	-6.44%	0.94%	0.53%
2023 年 4 月	-8.04%	-2.61%	0.19%

资料来源：wind，信达证券研发中心

注：基差因子贡献度=基差因子回归系数×当前合约年化基差，收益率因子贡献度=收益率因子回归系数×指数未来 8 日收益率

数据日期：2021 年 9 月 1 日至 2023 年 4 月 21 日

本周沪深 300 指数震荡走弱，周内跌幅-1.45%，受到市场情绪带动，IF 各合约基差整体下降，后续考虑到当前 IF 合约基差水平仍处于历史较高水平，均值回复力量或持续为基差上行提供阻力，我们认为此时对冲建仓性价比仍旧较高。

3.4、IH 基差变动情况分析

2021 年 9 月 1 日至 2023 年 4 月 21 日，基于上证 50 股指期货当前合约基差因子与指数未来收益率因子贡献度月均占比情况作出统计，其结果如下表所示。

图表 25：上证 50 股指期货基差因子与收益率因子对基差收敛月平均贡献占比

月份	基差因子贡献度	收益率因子贡献度	季月合约 8 日基差收敛率
2021 年 9 月	1.66%	1.46%	5.56%
2021 年 10 月	0.85%	-1.81%	2.86%
2021 年 11 月	-2.23%	1.46%	5.19%
2021 年 12 月	-8.43%	-0.74%	1.46%
2022 年 1 月	-7.65%	-2.99%	1.04%
2022 年 2 月	-6.12%	-3.95%	-1.80%

2022 年 3 月	0.54%	-2.52%	-3.04%
2022 年 4 月	-7.00%	-4.99%	3.62%
2022 年 5 月	-2.96%	3.05%	-9.25%
2022 年 6 月	-2.19%	5.03%	3.64%
2022 年 7 月	-2.61%	-6.63%	2.75%
2022 年 8 月	-4.19%	-0.48%	0.11%
2022 年 9 月	-6.02%	-5.27%	-3.92%
2022 年 10 月	-1.71%	-3.33%	15.50%
2022 年 11 月	-6.89%	6.99%	-2.83%
2022 年 12 月	-10.21%	1.19%	1.79%
2023 年 1 月	-13.08%	1.99%	16.22%
2023 年 2 月	-12.88%	-1.62%	-5.34%
2023 年 3 月	-13.78%	-0.99%	-2.56%
2023 年 4 月	-15.87%	-1.24%	-2.78%

资料来源：wind，信达证券研发中心

注：基差因子贡献度=基差因子回归系数×当前合约年化基差，收益率因子贡献度=收益率因子回归系数×指数未来 8 日收益率

数据日期：2021 年 9 月 1 日至 2023 年 4 月 21 日

本周上证 50 震荡小幅收跌，周内跌幅-0.93%，目前由于 IH 各合约基差已经处于历史较高水平，基差继续上涨的阻力仍旧较强，且叠加指数走弱引发的市场情绪，本周 IH 各合约基差整体小幅下行。在选择对冲合约时，建议使用贴水幅度最小的合约进行对冲。



风险因素

以上结果通过历史数据统计、建模和测算完成，在市场波动不确定性下可能存在失效风险。

机构销售联系人

区域	姓名	手机	邮箱
全国销售总监	韩秋月	13911026534	hanqiuyue@cindasc.com
华北区销售总监	陈明真	15601850398	chenmingzhen@cindasc.com
华北区销售副总监	阙嘉程	18506960410	quejiacheng@cindasc.com
华北区销售	祁丽媛	13051504933	qiliyuan@cindasc.com
华北区销售	陆禹舟	17687659919	luyuzhou@cindasc.com
华北区销售	魏冲	18340820155	weichong@cindasc.com
华北区销售	樊荣	15501091225	fanrong@cindasc.com
华北区销售	秘侨	18513322185	miqiao@cindasc.com
华北区销售	李佳	13552992413	lijia1@cindasc.com
华北区销售	赵岚琦	15690170171	zhaolanqi@cindasc.com
华北区销售	张斓夕	18810718214	
华北区销售	王哲毓	18735667112	wangzheyu@cindasc.com
华东区销售总监	杨兴	13718803208	yangxing@cindasc.com
华东区销售副总监	吴国	15800476582	wuguo@cindasc.com
华东区销售	国鹏程	15618358383	guopengcheng@cindasc.com
华东区销售	朱尧	18702173656	zhuyao@cindasc.com
华东区销售	戴剑箫	13524484975	daijianxiao@cindasc.com
华东区销售	方威	18721118359	fangwei@cindasc.com
华东区销售	俞晓	18717938223	yuxiao@cindasc.com
华东区销售	李贤哲	15026867872	lixianzhe@cindasc.com
华东区销售	孙僮	18610826885	suntong@cindasc.com
华东区销售	贾力	15957705777	jiali@cindasc.com
华东区销售	王爽	18217448943	wangshuang3@cindasc.com
华东区销售	石明杰	15261855608	shimingjie@cindasc.com
华东区销售	曹亦兴	13337798928	caoyixing@cindasc.com
华东区销售	王赫然	15942898375	wangheran@cindasc.com
华南区销售总监	王留阳	13530830620	wangliuyang@cindasc.com
华南区销售副总监	陈晨	15986679987	chenchen3@cindasc.com
华南区销售副总监	王雨霏	17727821880	wangyufei@cindasc.com
华南区销售	刘韵	13620005606	liuyun@cindasc.com
华南区销售	胡洁颖	13794480158	hujieying@cindasc.com
华南区销售	郑庆庆	13570594204	zhengqingqing@cindasc.com
华南区销售	刘莹	15152283256	liuying1@cindasc.com
华南区销售	蔡静	18300030194	
华南区销售	聂振坤	15521067883	niezhenkun@cindasc.com
华南区销售	张佳琳	13923488778	zhangjialin@cindasc.com
华南区销售	宋王飞逸	15308134748	songwangfeiyi@cindasc.com

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司（以下简称“信达证券”）具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。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，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深300指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起6个月内。	买入 ：股价相对强于基准20%以上；	看好 ：行业指数超越基准；
	增持 ：股价相对强于基准5%~20%；	中性 ：行业指数与基准基本持平；
	持有 ：股价相对基准波动在±5%之间；	看淡 ：行业指数弱于基准。
	卖出 ：股价相对弱于基准5%以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。