

来源：证券日报

自期指4月调整交易规则后，恰逢权益市场调整，网络上出现了一些误解股指期货的声音。我们针对市场上出现的几个疑问，以市场数据为佐证，对股指期货的一些误区进行解读。

第一个疑问，期指交易恢复常态化是否与权益市场走弱有关？显然这是一个伪命题。我们回顾了2017年2月、2017年9月、2018年12月、2019年4月规则常态化后的表现。回溯历史，规则调整后的1日以及之后1周，主要指数涨跌互现（甚至涨多于跌），并未出现主要指数集体下行的现象，因此期指恢复常态化与A股股市涨跌无必然联系。

第二个疑问，是否有所谓“空方主力”进场？股指期货是一个多空均衡的工具，有多必有空，多空必相等，这是常识，一个空单必然对应一个多单。新一轮规则优化之后，股指期货持仓数据有所上行，但幅度也不大。以IF合约为例，规则调整披露日一周之后（4月26日）比规则调整披露日（4月19日）IF总持仓手数上涨了9.71%。针对这一现象，我们认为，持仓的变化与保证金下调有关，也与交割因素有关。4月19日恰逢IF1904交割，于是部分投资者会选择在交割日前夕平仓近月头寸，待时机合适时再选择远月头寸进行布局。于是，交割日之后的一个普遍现象是，期货总持仓容易上行。故持仓情况其实无法说明有什么“空方主力”更多进入股指期货市场，因为资金即便进入也是多空均衡的。

第三个疑问，股指期货交易本身是否出现大的变化？答案是否定的。我们梳理了Tick级别下的单笔成交量的分布以及成交持仓比这两组数据，分析表明，首先，高频交易并未大面积参与本轮调整。分析Tick级别下单笔成交量的分布，若大量投机以及高频资金入场，流动性的改善势必助推单笔成交量的上升。但结合近期数据，单笔大于2手的成交占比仅在五成附近，与2019年2月峰值基本持平。其次，2018年12月之后，三大股指期货成交持仓比也就至多在1.2，当下成交持仓比距离此前峰值仍有很大距离。这从侧面说明，市场投资者结构并未出现显著改变，根本就没有过度投机的迹象，更谈不上对市场下跌有什么作用了。

第四个疑问，套期保值是否对市场产生影响。首先，在2018年12月第三轮期指调整后，期指的日内开仓容量基本能够满足大部分产品的对冲需求。即便是对于未申请过套保编码的客户来说，在第三轮期指交易调整之后，日内三个品种开仓额度上限已较高，大约累计可对应5亿-6亿的沉淀资金，这已经能够满足不少产品的风险管理需求（80%的私募管理规模在10亿以下）。因此，虽然2019年4月期指日内开仓额度上限进一步扩大了，但这并不意味着套保需求也会出现相同量级的释放。其次，结合今年4月末5月初期指前20大席位净多单的变化，我们发现在下跌途中，三大期指前20大席位净多单数据并未大幅下行，反而在5月6日当日还出现了净空单明

显减少的现象，这能从另一个角度印证主力机构未大规模进行空开操作。第三，套期保值本身就是必须“两头看”的，在股指期货上做空套保必然对应现货上买入股票，这又谈何借着套期保值打压市场呢？

综上，本轮市场调整与股指期货规则常态化无关，股市调整的主因还是基本面的转变，可主要归因为四个方面：一是市场对于政策扶持的力度进行修正；二是4月下旬恰逢财报披露季，踩雷隐忧令到资金交投谨慎，宏观改善的氛围也在淡化；三是估值修复动力递减，4月19日沪深300动态PE收于13.48，在近5年所处百分位数为68.4%，估值低估逻辑不在；四是贸易端的不确定也导致市场快速调整。此外，配资监管以及陆股通资金排查，也对近期的行情起到了一定的作用。因而，基本面以及资金面共振可能才是市场急转直下的主因，市场参与者应客观理性看待股市的调整，科学分析背后的原因，注意规避市场风险，谨慎投资。

（中信期货 姜沁 方晨）