同陷贴水困境——论越南期指

投资咨询业务资格：
证监许可【2011】1289 号
研究院 量化组
研究员
高天越
☎ 0755-23887993
✉ gaotianyue @htfc.com
从业资格号：F3055799

陈辰
☎ 0755-23887993
✉ chenchen @htfc.com
从业资格号：F3024056
投资咨询号：Z0014257

2017 年 8 月 10 日，越南推出 VN30 股指期货，当日成交量 367 张，经过三年时间的发展，截止三周年纪念日，即 2020 年 8 月 10 日，持仓量总计达到 39363 张，总成交量达到 179627 张，已成为越南金融市场重要的组成部分。

在产品层面以及市场层面上，越南 VN30 股指期货与国内股指期货均有类似之处，因此我们进一步考虑两者在基差期限结构上是否也存在相同点。

根据《华泰期货股指期货基差专题——基于不稳定期限结构的策略》：在某一时刻，同一标的物的不同到期日的合约基差与其到期时间的比值应该是一个常数。假设合约的基差与其到期时间的比值为β，该值理论在不同合约上为定值。然而很明显 VN30 的分布存在较大出入，根据β值相等理论，可以通过做平不同期限合约基差，构建跨期套利策略。

以每日收盘价计算，不考虑交易手续费以及保证金等支出，可以发现策略在越南期指上也有相当不俗的表现。

进一步思考策略在什么样的市场环境下可能有效，这里给出我们的一点思路：

一、金融市场套期保值工具较少，股指期货承担了大量的对冲压力；

二、股票融券业务尚未开展或未大力发展，从根源上导致了基差的大额贴水；

三、近年来未走出连续性的上涨行情，导致负基差未被多头力量消灭。

如果同时达成以上三个条件，那么在股指期货基差大幅贴水，并且期限结构存在明显的流动性溢价时，本文所述的期限结构套利策略就会有很大的可行空间。

后续报告我们将会进一步探讨不同金融市场的期指基差情况，并与境内三大期指相互印证，请投资者继续关注。

越南期指介绍

2017 年 8 月 10 日，越南推出 VN30 股指期货，当日成交量 367 张，经过三年时间的发展，截止三周年纪念日，即 2020 年 8 月 10 日，持仓量总计达到 39363 张，总成交量达到 179627 张，已成为越南金融市场重要的组成部分。

本文首先介绍越南股指期货的相应基本要素，其次重点分析越南期指与国内期指同处的深度贴水困境，最后将基于基差期限结构的跨期套利策略运用在越南期指上，验证策略的普适性。

表格 1：越南期指介绍

越南期指介绍

交易标的	VN30 指数		
合约乘数	每点 100，000 越南盾		
报价单位	指数点		
最小变动价位	0.1 指数点		
交易时间	上午	开盘集合竞价	08：45~09：00
		连续交易	09：00~11：30
	下午	连续交易	13：00~14：30
		收盘集合竞价	14：30~14：45
涨跌停板	7%		
保证金	18%		
最后交易日	合约到期月份的第三个周四		
交割日期	同最后交易日		
交割方式	现金交割		
上市交易所	胡志明证券交易所		

资料来源：华泰期货研究院

VN30 一手对应市值约为 2.5 万元人民币，若以 A 股的沪深 300 股指期货 IF 对比，则约为 IF 的 2%，因此 18 万手 VN30 成交量合 IF3600 手，而目前 IF 总成交量约为 15 万手，因此 VN30 的市场规模约为 IF 的 2%。

同样，越南股指期货与东亚绝大多数金融市场期指的日历设置一样，同时存续当月、下月以及后续的连续两个季月合约，总计四个不同期限合约。并且在交割日设置上，固定为每个月的第三个周四，相比 A 股每个月第三个周五，仅提前一天。

综上，越南股指期货在产品层面的各个维度上与国内期货基本类似，在市场层面上，两者也有很多十分相近之处。

首先，目前 VN30 的成交持仓比高达 400%，与国内期指 2015 年 9 月限仓前水平类似，投机氛围浓厚，日内成交频繁。

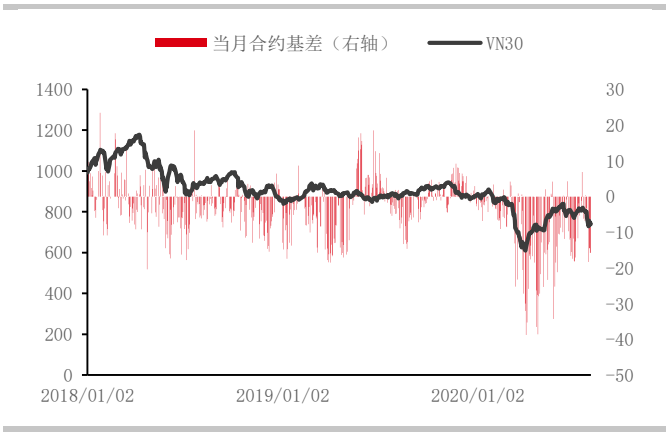
其次，与国内股指期货类似，绝大多数时间下 VN30 期指也处于深度贴水状态，究其原因：

一、2018 年以来越南股市整体处于下跌趋势；

二、由于**衍生品市场尚处于发展阶段，对冲工具稀少**，因此与 IC 一样承受了大量的套期保值压力；

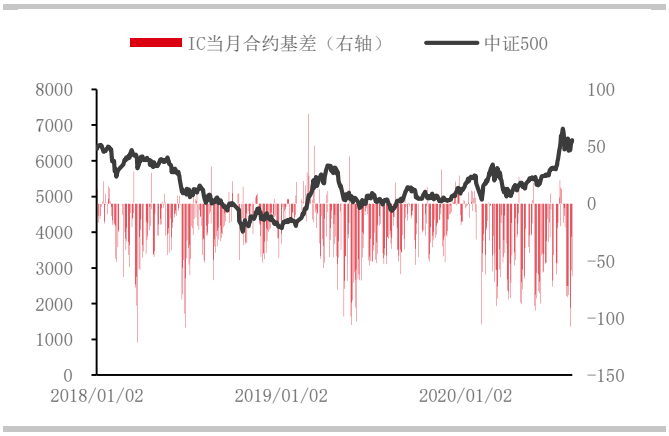
三、**场内个股融券暂未开展**（国内融券业务发展较为缓慢）。

图 1：VN30 深度贴水



数据来源：Wind 华泰期货研究院

图 2：IC 深度贴水



数据来源：Wind 华泰期货研究院

基差期限结构

在产品层面以及市场层面上，越南 VN30 股指期货与国内股指期货均有类似之处，因此我们进一步考虑两者在基差期限结构上是否也存在相同点。

根据《华泰期货股指期货基差专题——基于不稳定期限结构的策略》：

期货的传统定价公式为：

$$F_t = S_t e^{(r-q)(T-t)}$$

推导得到相同品种不同到期日合约的基差比值：

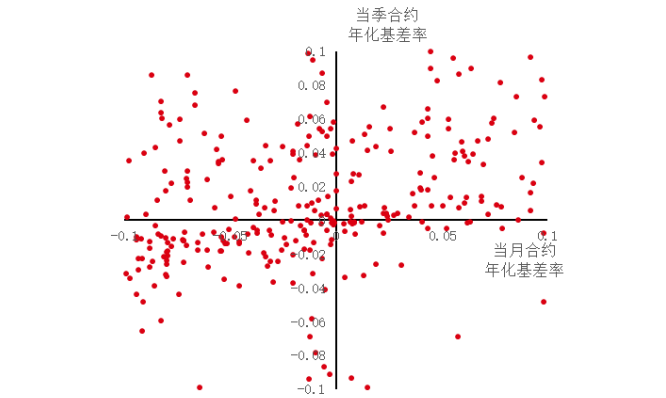
$$\frac{\boldsymbol{Basis_{t2}}}{\boldsymbol{Basis_{t1}}} = \frac{\boldsymbol{F_{t2} - S_t}}{\boldsymbol{F_{t1} - S_t}} = \frac{\boldsymbol{e^{(r-q)(T-t2)} - 1}}{\boldsymbol{e^{(r-q)(T-t1)} - 1}} \approx \frac{T - t2}{T - t1}$$

根据上述公式，对于市场上存在的不同期限的合约，其理论基差应该与到期时间成正比。也就是说，在某一时刻，同一标的物的不同到期日的合约基差与其到期时间的比值应该是一个常数。假设合约的基差与其到期时间的比值为β，该值理论在不同合约上为定值：

$$\beta = \frac{basis}{maturity}$$

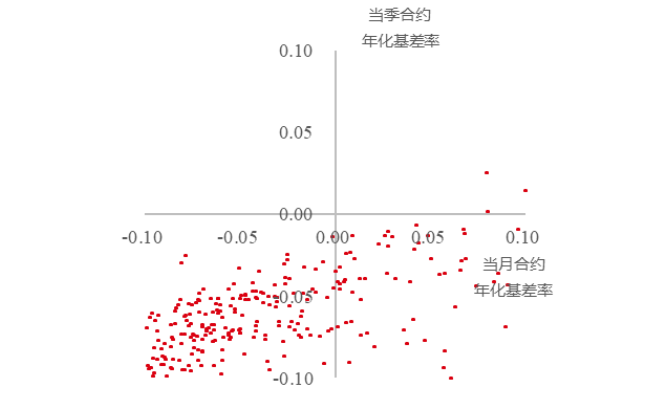
即在图三以及图四中，年化基差率应该分布在 y=x 这条 45 度角直线上。

图 3：VN30 深度贴水



数据来源：Wind 华泰期货研究院

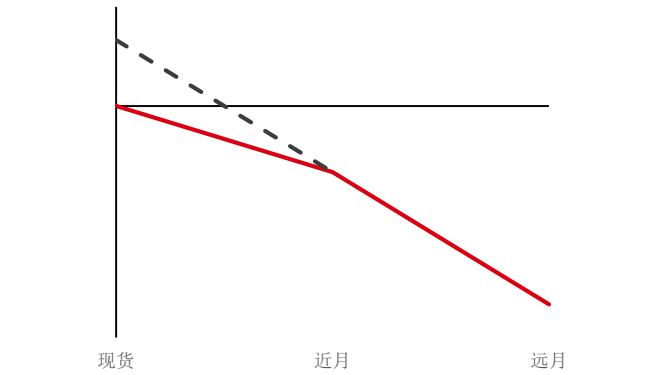
图 4：IC 深度贴水



数据来源：Wind 华泰期货研究院

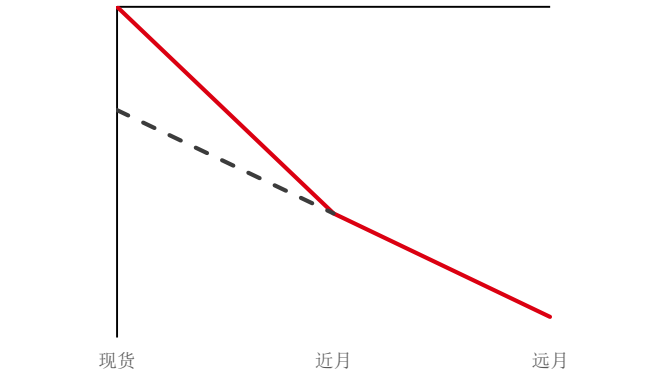
然而很明显 VN30 的分布存在较大出入，根据β值相等理论，可以通过做平不同期限合约基差，构建跨期套利策略。

图 5：近高远低，做平结构



数据来源：Wind 华泰期货研究院

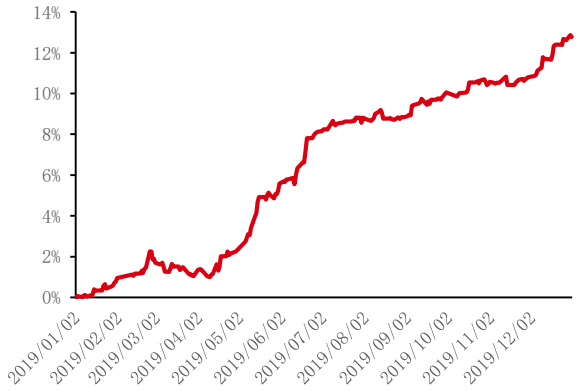
图 6：近低远高，做平结构



数据来源：Wind 华泰期货研究院

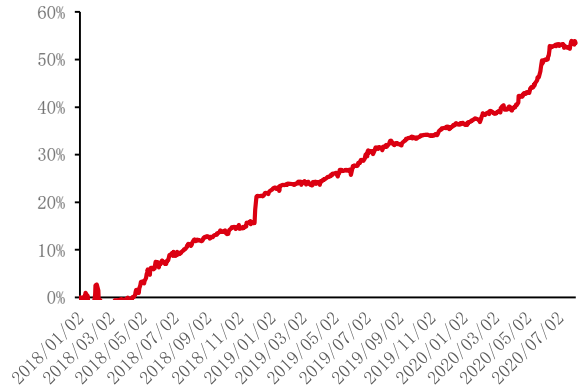
以每日收盘价计算，不考虑交易手续费以及保证金等支出，可以发现策略在越南期指上也有相当不俗的表现。

图 7：IC 套利



数据来源：Wind 华泰期货研究院

图 8：VN30 套利



数据来源：Wind 华泰期货研究院

进一步思考策略在什么样的市场环境下可能有效，这里给出我们的一点思路：

一、金融市场套期保值工具较少，股指期货承担了大量的对冲压力；

二、股票融券业务尚未开展或未大力发展，从根源上导致了基差的大额贴水；

三、近年来未走出连续性的上涨行情，导致负基差未被多头力量消灭。

如果同时达成以上三个条件，那么在股指期货基差大幅贴水，并且期限结构存在明显的流动性溢价时，本文所述的期限结构套利策略就会有很大的可行空间。

后续报告我们将会进一步探讨不同金融市场的期指基差情况，并与境内三大期指相互印证，请投资者继续关注。

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

地址：广东省广州市越秀区东风东路761号丽丰大厦20层

电话：400-6280-888

网址：www.htfc.com