

自期货上市以来，对于这一衍生工具的质疑一直存在，但这背后也反映出大众对于衍生品知之甚少。本文旨在普及揭示常见的关于期货市场的一个理解误区，聊一聊2017年之后股指期货机构席位净持仓转为空头的原因，说一说为何席位净持仓为空未必是投机空单所致的理由。

在细究上述问题之前，不妨熟悉有关于期货席位的一些常识。

首先，明晰期货席位的概念。在证券市场，所谓交易席位原指交易大厅的座位，之后逐步引申为具有证券交易的资格。但在期货市场，席位概念与证券市场有所不同，期货投资者常说的期货席位一般特指会员席位，即期货公司。需要特别指出的是，一个会员席位并非只有一个交易主体，其中既有公募、私募等机构投资者参与，也包含个人投资者。因此，会员席位的交易风格可能随时改变。

其次，另一种常见的误解，席位净持仓为空则代表该席位中有大量做空的投机客存在，这一理解有失偏颇。其一，期货投资者交易目的众多，既有单边博弈方，也有期现套利、风格套利等风险偏好较低的投资者，后者同样会使用到期货空单。其二，空单持有者未必看空后市，空单可能只是为个股或是ETF提供保护，在市场不确定性较大的时间段锁住利润，同时博取个股端的超额收益，而上述行为某种意义上也可以变相降低股票端的波动。

最后，另一个易被忽视的现象是投机仓位未必会暴露在会员席位中。若观察股指期货当月合约持仓的分钟数据，可以发现日内持仓一般呈现U形走势，即投资者偏爱在午后开仓、早盘平仓。这一现象形成的原因，一是规避平今仓费用高企所带来的交易成本，二是可能是与趋势投资者的锁仓行为有关。当下部分投资者有如下习惯，若当日持有股指多单，则倾向在尾盘空开对锁，反之若当日持有股指空单，则在尾盘多开对锁，规避隔夜风险以及节省开仓额度是这一行为盛行的主因。上述锁仓行为在日内尾盘净持仓归零，故交易倾向并不会暴露在中金所每日公布的会员席位中。

下面来解答文初提到的问题，我们计算了会员席位净持仓的年度平均数据，2016年、2017年、2018年IF净持仓分别为183.4手、-1129.4手、-4159.6手，如何理解2017年之后IF席位净持仓转为空方？我们可以从公募披露的半年报以及年报数据中找到一些端倪。

2016年之后，合计有24只公募基金持续披露股指持仓情况。其中按投资类型进行划分，大体属于四个阵营，分别是被动指数型基金、增强指数型基金、普通股票型基金以及股票多空，其中前三类基金对于股指期货的使用方向均为多头。

近些年，增强与被动型基金配置多头的思路主要基于基差收敛。由于2015Q3之后

，多数时间股指期货处于贴水状态，因而有部分考核基准为大盘指数的基金经理选择配置股指多单获取超额收益。这点可以从部分公募的仓位中看出：(1)随着IF基差的大幅收敛，跟踪沪深300指数的基金配置IF多头的占比逐年下降，以华夏沪深300 ETF为例，2016H1该基金期货占比为8.31%，而到了2018H2占比已降至0.83%；(2)跟踪中证500指数的增强/被动型指数基金，由于IC期货始终维持在贴水状态，于是其期货占比未有明显波澜。以建信中证500增强为例，2016H1该基金期货占比为7.56%，到了2018H2期货头寸仍保持6.89%的相对高位。因而可以发现2017年之后会员席位逐步转为净空头，一个潜在可能是买入替代策略降低了多头仓位的配置。

净持仓转为空头的第二种解释是空方加仓，那么公募产品中是否有类似的迹象。我们以披露年报数据的12只股票多空策略为例，2017H1、2017H2、2018H1、2018H2其期货占比均值分别为43.23%、56.15%、42.31%、44.04%，可见上述基金对冲比例基本未变。那么是否还有其他解释路径，我们倾向可能与Alpha策略收益改善有关。2017年之后中性策略发生了诸多的变化，部分私募在传统的低频Alpha策略中加入了高频因子，叠加基差扰动递减，如九坤、幻方为代表的私募机构，其增强策略收益曲线稳步上行。于是在此之后有一定量的效仿者，这类策略流行可能是机构席位转向净空头的另一个成因。

总之，近年来机构席位转向净空头原因可能有两个，一是多头替代策略降低了多头的仓位，二是Alpha策略收益改善变相提升了机构的对冲需求，两者共同导致了净持仓结构的改变。两者获利分别来源于基差以及选股，与趋势并无太大关系，因而，简单归因为机构做空是极不靠谱的。

来源: 期货日报

关注同花顺财经微信公众号(th518)，获取更多财经资讯