

# 股指期货套期保值方法设计

研究所 金融期货研究部

2020年3月

# 目 录

1

**套期保值的概念及政策**

2

**套期保值的设计原理**

3

**套期保值的效果及影响因子**

# 套期保值分别买入套保和卖出套保

- 金融期货表示的是未来某个时间标的的价格，以金融资产如股票、债券等为标的标准化可交易合约。
- 由于股票指数期货与股票指数受到相同或者相近因素的影响，价格变动具有趋同性。并且随着股指期货交割日的临近，两者必将趋于一致。
- 因此，理想的套期保值理论认为，只须在股票市场和股指期货上建立价值相等，方向相反的头寸，待合约到期日来临时，不管股票价格如何变动，投资者都能很好地规避系统风险。

套期保值类型	套期保值的目的和交易方向
买入套期保值	投资者因担心目标指数或股票组合未来价格上涨，买入相应股指期货合约进行保值的一种交易方式
卖出套期保值	投资者因担心目标指数或股票组合未来价格下跌，卖出相应股指期货合约的一种保值方式

# 机构投资者可参与股指期货业务类型

机构类型	政策法规	业务类型	交易类型
证券公司	《证券公司参与股指期货交易指引》	自营	套期保值、套利、投机
		大集合	套期保值、套利、投机
		小集合	套期保值、套利、投机
		定向资产管理	套期保值、套利、投机
基金公司	《证券投资基金参与股指期货交易指引》	公募基金	套期保值
		基金专户	套期保值、套利、投机
QFII	《合格境外机构投资者参与股指期货指引》		套期保值
信托公司	《信托公司参与股指期货交易业务指引》	集合信托	套期保值、套利、投机
		单一信托	套期保值、套利、投机
保险公司	《保险资金参与金融衍生产品交易暂行办法》	资产管理	套期保值
期货公司	《期货公司资产管理业务试点办法》	资产管理	套期保值、套利、投机

资料来源：申万期货研究所



# 套期保值：对冲系统性风险&寻找阿尔法

- ❖ 股票市场的风险划分为系统性风险和非系统性风险，系统性风险一般与国家的宏观经济联系，非系统性风险与公司所处行业和公司经营状况，财务状况相联系。其中非系统性风险可以通过构造合理的资产组合予以回避，而**系统性风险无法通过资产组合有效回避，股指期货为投资者提供了规避系统性风险的金融工具。**

## 中金所套期保值新规解读

新规则	原规则
股指期货所有品种卖出套期保值持仓合约价值之和，不得超过其持有的股指期货所有品种标的指数成分股、股票ETF和LOF基金市值之和的1.1倍。	套期保值客户持有的股指期货产品卖出套期保值持仓合约价值，不得超过该客户持有的股指期货产品 <b>对应</b> 的指数成分股及对应的ETF基金市值。
本次规则细化，主要有三点变化： 1、将LOF基金市值纳入卖出套期保值额度范围； 2、将卖出套期保值额度由持有现货市值的1倍增至1.1倍； 3、股指期货卖出套期保值的期现匹配方式，修订为股指期货所有品种对应股指期货所有品种标的指数成分股、股票ETF和LOF基金，将股指期货视为整体，不再局限于严格对应原来的单品种。	
解读：本次细化规则，中金所拓宽了卖出套期保值持有现货的标的范围，将卖出套期保值的额度适当提高，同时在期现匹配方面也有所放宽，但在买入套期保值规则方面未有调整。	
资料来源：中国金融期货交易所，申万期货研究所	

# 股指期货自2015年受限以来已有4次松绑

## 股指期货交易规则变化

日内开仓手数	2015.4.16- 2015.7.7	2015.9.7- 2017.2.16	2017.2.17- 2017.9.17	2017.9.18- 2018.12.2	2018.12.2-2019.4.21	2019.4.22-至今
IH	无限制	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	单个合约500手，单个品种2000手
IF	无限制	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	单个合约500手，单个品种2000手
IC	无限制	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	单个合约500手，单个品种2000手
保证金（非套保）	2015.4.16- 2015.9.6	2015.9.7- 2017.2.16	2017.2.17- 2017.9.17	2017.9.18- 2018.12.2	2018.12.2-2019.4.21	2019.4.22-至今
交易规则规定：保证金最低为成交金额的8%。						
IH	10%	40%	20%	15%	10%	10%
IF	10%	40%	20%	15%	10%	10%
IC	10%	40%	30%	30%	15%	12%
保证金（套保）	2015.4.16- 2015.9.6	2015.9.7- 2017.2.16	2017.2.17- 2017.9.17	2017.9.18- 2018.12.2	2018.12.2-2019.4.21	2019.4.22-至今
IH	10%	20%	20%	15%	10%	10%
IF	10%	20%	20%	15%	10%	10%
IC	10%	20%	20%	20%	15%	12%
平今仓手续费	2015.4.16- 2015.9.6	2015.9.7- 2017.2.16	2017.2.17- 2017.5.17	2017.5.18- 2018.12.2	2018.12.2-2019.4.21	2019.4.22-至今
交易规则规定：手续费以交易所规定为准（之前规定手续费不高于成交金额的万分之0.50）						
IH	万分之0.25	万分之23	万分之9.2	万分之6.9	万分之4.6	万分之3.45
IF	万分之0.25	万分之23	万分之9.2	万分之6.9	万分之4.6	万分之3.45
IC	万分之0.25	万分之23	万分之9.2	万分之6.9	万分之4.6	万分之3.45
单个合约投机单边持仓限额	2015.4.16- 2015.9.6	2015.9.7- 2017.2.16	2017.2.17- 2017.5.17	2017.5.18- 2018.12.2	2018.12.2-2019.4.21	2019.4.22-至今
IH	1200手	1200手	1200手	1200手	1200手	1200手
IF	5000手	5000手	5000手	5000手	5000手	5000手
IC	1200手	1200手	1200手	1200手	1200手	1200手

\*\*日内开仓交易量是指客户单日在单个产品所有合约上的买开仓数量与卖开仓数量之和。

\*\*进行套期保值交易和套利交易的持仓按照交易所有关规定执行。

\*\*套期保值交易开仓数量不受日内开仓手数限制。



# 跨品种单向大边保证金制度

- 跨品种套利是指利用两种不同的，但相互关联的商品之间的合约价格差异进行套利交易，即买入某一交割月份的某种商品合约，同时卖出另一相同交割月份、相互关联的商品合约，以期在有利时机同时将这两个合约对冲平仓获利。

2014年10月27日



2019年5月31日

套保新规  
放开

- 同品种单向大边保证金制度

- 跨品种单向大边保证金制度

- 5月31日晚，中金所发布公告，为进一步促进股指期货市场运行效率和功能发挥，决定自2019年6月3日结算时起，对股指期货实施跨品种单向大边保证金制度。
- 单向大边保证金制度，是指同一客户号在同一会员处的同一期货品种的双向持仓，交易所可只按照保证金金额较大的一边收取保证金。
- 股指期货跨品种单向大边保证金制度，是指对沪深300股指期货、上证50股指期货和中证500股指期货的跨品种双向持仓，按照交易保证金单边较大者收取交易保证金。
- **降低组合持仓的保证金。**在此之前，若分别持有沪深300股指期货多单和中证500股指期货空单，则需要收取对应的两张股指期货保证金，而在此之后，则只需要收取保证金较多的那张股指期货合约保证金。
- **进一步发挥期货市场价格发现功能。**通过跨品种单向大边保证金制度，至少可以降低40%左右资金，收益率有望显著提升，从而可以活跃市场进行跨品种套利。
- **现有的公募基金策略中可能较少运用到跨品种套利策略。**被动指数型基金和股票多空基金股指期货持仓数量最大，两者均是单向持有股指期货合约。

# 保证金优惠政策：国债冲抵保证金

2019年1月11日，中金所发布《关于国债作为保证金业务的通知》，表示在前期国债期货试点的基础上，自2019年1月21日起将国债担保品适用范围扩大到全部金融期货品种。而保险公司持有固定收益类资产数据较多，对这一政策是直接受益的。

关于可以充抵的金额，《期货交易所管理办法》规定，**有价证券充抵保证金的金额不得高于以下标准中的较低值：**

- （一）有价证券计准计算价值的80%；
- （二）会员在期货交易所专用结算账户中的实有货币资金的4倍。

就是说，**国债计算价值的80%可以用来充抵保证金，但不能超过账户中货币资金的4倍。**

当前，商业银行是国债最大的持有机构，占比达64.97%。但是能够参与股指期货交易的机构持有的国债占比不到20%，分别是基金（占6.20%）、保险机构（占2.40%）、证券公司（占1.05%）、境外机构（占7.89%）。其中银行和保险机构在逐渐放开允许进行国债期货交易的进程中，境外机构可以持有国债现货和进行股指期货交易，但不能参与国债期货交易。

**我们认为这次政策受益较大的是原先既持有国债现货，又进行股指期货交易的机构，例如基金、保险机构、证券公司和QFII。其次是本身进行股指期货交易，而后续有可能因此政策而增持国债的机构。**



# 目 录

1

套期保值的概念及政策

2

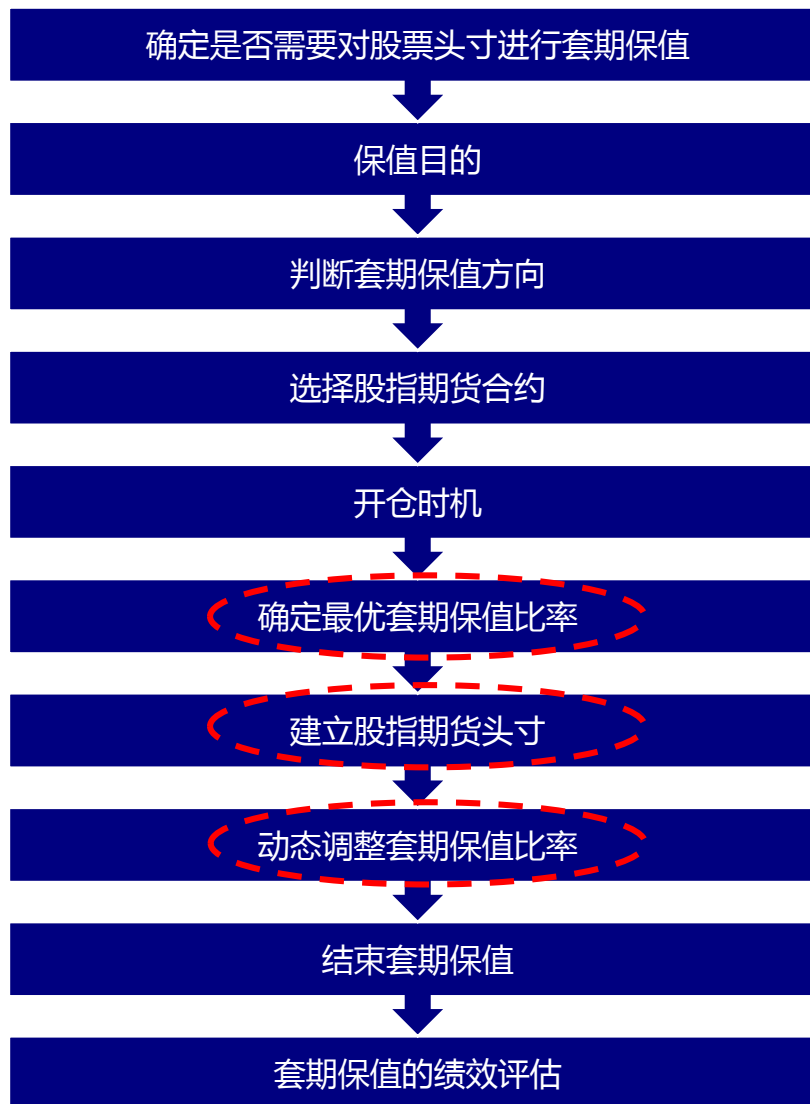
套期保值的设计原理

3

套期保值的效果及影响因子

# 机构客户套期保值流程

十个  
步骤



# 第一步：选择品种和合约

1) 首先根据特定现货股票组合与沪深300、上证50、中证500三个股指期货及其组合的相关性来确定是否能够进行套期保值。

**原则：选择相关性强的。**

2) 然后根据套保目的确定套保方向。

**原则：买入套保或卖出套保。**

3) 选择股指期货合约

**原则：具体合约的选择首先要考虑所选合约与套保期限的匹配性，同时还要考虑合约流动性，必要时选择流动性较好的主力合约并进行移仓换月。**

按照套期保值原则，首先应该考虑月份相近或相同的期货合约，即交割月份与未来预计要买入或卖出股票组合的时间相近或者相同的股指期货合约。

但在实际操作过程中，仍需考虑股指期货合约的活跃程度。按照月份相近或相同的原则，选择的合约可能是成交量较小的远月合约，其成交量无法满足套期保值的需要。或者行情不利于套期保值操作时，想要结束期货头寸，却无法成交。

因此，可采用展期套保策略，选择成交活跃的近月合约，当近月合约进入交割期，平掉该合约，将套保头寸转到下个月份合约。通过不断使用高流动性的短期合约来代替流动性差的长期合约，实现期限较长的套期保值方案。

## 第二步：确定最优套期保值比率并建立头寸

### 1) 确定最优套期保值比率。

在进行套期保值操作时，需要确定买入或卖出多少张股指期货合约，即对冲股票现货资产风险需要多少股指期货合约。

在计算合约数量前，需选定套期保值模型计算套期保值交易的最优套期保值比率，即持有期货合约头寸与现货组合头寸之间的比率。根据套期保值比率可确定所需的期货合约数量：

**合约数量 = ( 股票资产市值 \* 套保比率 ) / ( 股指期货合约价格 \* 合约乘数 )**

由于股指期货合约的份额无法分割，只能买卖整数张数的股指期货，如果计算出来的合约数量不是整数，可取最近的整数替代。

### 2) 建立股指期货头寸。

在选择好股指期货合约，并确定所需要的股指期货合约数量后，就可以进入市场买卖所需要的期货合约，建立股指期货头寸。根据预先确定的建仓时间期限，在综合考虑股指限制政策、冲击成本、升贴水及其价差结构的基础上利用算法交易优化分批建仓头寸，对套期保值效果至关重要，可根据研判体系给出的信号作出相应决策。

# 计算最优套期保值比率（ $\beta$ 值）的方法

## 1) 简单比率法

$$\beta = \frac{R_{stock}}{R_{index}}$$

其中， $R_{stock}$ 是建立套保前一定时期组合的收益率， $R_{index}$ 是建立套保前一定时期指数的收益率。

## 2) 线性回归法(OLS)（最常用）

$$s_t = a + bf_t + e_t$$

其中， $s_t$ 、 $f_t$ 分别代表股指期货套期保值过程中股票现货头寸和期货头寸收益率，最优套保比率 $h^* = b$ 。

## 3) 基于协整关系的线性回归模型(OLS—CI)

如果现货价格序列与期货价格序列存在长期协整关系，则在传统的OLS模型中加入误差修正项，能够将差分造成的长期均衡信息调整回模型，模型方程为：

$$s_t = a + bf_t + cz_{t-1} + e_t$$

其中， $s_t$ 、 $f_t$ 分别代表股指期货套期保值过程中股票现货头寸和期货头寸收益率， $z_{t-1}$ 是误差修正项， $z_{t-1} = \ln s_t - \theta \ln f_t$ ，最优套保比率 $h^* = b$ 。

# 计算最优套期保值比率（ $\beta$ 值）的方法

## 4) 向量自回归模型(VAR)

$$\begin{aligned} s_t &= a_s + \sum_{i=1}^k b_{si}s_{t-i} + \sum_{j=1}^n c_{sj}f_{t-j} + e_{st} \\ f_t &= a_f + \sum_{i=1}^k b_{fi}s_{t-i} + \sum_{j=1}^n c_{fj}f_{t-j} + e_{ft} \end{aligned}$$

其中， $s_t$ 、 $f_t$ 分别代表股指期货套期保值过程中股票现货头寸和期货头寸收益率， $a$ 为常数项， $b$ 、 $c$ 为系数项，随机误差 $e_{st}$ 和 $e_{ft}$ 独立同分布。

最优套保比率可以表示为：

$$h = \frac{cov(e_{st}, e_{ft})}{Var(e_{ft})}$$



# 计算最优套期保值比率（ $\beta$ 值）的方法

## 5) 双变量GARCH模型

实际上时间序列模型中的扰动方差的稳定性通常比假设的要差，存在异方差，为了考虑市场环境变化对套期保值效率的影响，GARCH模型被越来越多的采用。如下所示：

$$\begin{aligned}h_{ss,t} &= a_{ss,t} + b_{ss}e_{s,t-1}^2 + c_{ss}h_{ss,t-1} \\h_{ff,t} &= a_{ff,t} + b_{ff}e_{f,t-1}^2 + c_{ff}h_{ff,t-1} \\h_{sf,t} &= \rho_{sf}\sqrt{h_{ss,t}h_{ff,t}}\end{aligned}$$

其中， $h_{ss}$ 、 $h_{ff}$ 分别为均值方程得到的误差项 $e_{st}$ 、 $e_{ft}$ 的条件方差序列，而 $h_{sf}$ 为两者的条件协方差序列。利用过去一段时间的历史数据来拟合模型，得出相关的模型系数，就可以根据模型估算出下一时间段的波动率和协方差，从而建立包含动态信息集的套期保值模型。

最优套保比率可以表示为：

$$h = \frac{h_{sf,t}}{h_{ff,t}^2}$$

不同套期保值模型的适用条件不同，主要依赖于现货组合和股指期货收益率的概率分布特征、波动性特点、相关性结构等因素。在具体的操作中，可以根据现货股票组合情况，来选择适合的套保模型，计算最优的套期保值比例。

## 第三步：动态调整套保比率至结束套保并评估

### 1) 动态调整套期保值比率。

在长期动态的套期保值交易中，市场环境的变化将导致股票头寸的 $\beta$ 值不断变化，导致套期保值比率会随时间而变化，影响套期保值的效果。因此，有必要在综合权衡交易成本和套保效果的基础上动态调整套期保值比率，重新计算现货组合头寸的 $\beta$ 值及其合理变动区间，并据此算出所需要的股指期货合约数量，以便调整股指期货头寸。

### 2) 套期保值的绩效评估。

套期保值结束后，需要对效果进行评估，以确定是否达到了预期效果，进而对动态套期保值策略进行完善。

一方面需对套期保值后与未采取套期保值的收益进行对比，以评估是否实现保值效果。

另一方面套保的目的是为了对冲系统性风险，因此可将套期保值前后资产组合的风险进行对比，以评价绩效。可用未进行套期保值的资产组合的收益率方差与已经套保的资产组合的收益率方差之差占未进行套保的资产组合的收益率方差的比率来表示。

# 套期保值过程中注意事项

套期保值原则	原理
品种相同或相近	相同或相近股指品种的期货和现货价格走势趋同，在期货合约到期日的价格一致性也更强
月份相同或相近	根据现货持有时间区间来选择月份相同或相近的期货合约，以避免因期货和现货之间的时间不一致而导致的风险暴露
方向相反原则	在现货市场和期货市场的买卖方向相反，以一个市场的盈利弥补另一个市场上亏损，从而达到保值的目的
数量大致相当	需要保值的股票组合的价值应与期货市场上买卖的股指期货合约的价值大致相当。根据套保模型测算套期保值比率，从而确定套保中期货合约的价值和数量

# 具体套保的例子：线性回归法确定最优套保比率

假设2020年3月16日有1亿市值沪深300成分股需要做卖出套保，我们用3月16日收盘价进行计算

- 1) 鉴于流动性和相关性考虑，选择IF2003合约，到期再做展期。

相关性	沪深300	沪深300 期货当月	沪深300 期货次月	沪深300 期货当季	沪深300 期货下季
沪深300	1.00	0.94	0.93	0.93	0.92
沪深300期货当月		1.00	0.99	0.98	0.97
沪深300期货次月			1.00	0.99	0.98
沪深300期货当季				1.00	0.99
沪深300期货下季					1.00

这里简化了，一般的股票组合可对IF、IH、IC三个品种做相关性分析。

- 2) 确定最优套期保值比率并计算合约数量。

沪深300指数与沪深300期货当月合约线性回归分析

时间区间：自2018/1/1至2020年3月15日

SUMMARY OUTPUT

回归统计	
Multiple R	0.9739
R Square	0.9486
Adjusted R Square	0.9485
标准误差	0.3101
观测值	533

方差分析

	df	SS	MS	F	Significance F
回归分析	1	941.6975293	941.6975293	9794.878403	0
残差	531	51.05131146	0.096141829		
总计	532	992.7488407			

	Coefficients	标准误差	t Stat	P-value	Lower 95%	Upper 95%	下限 95.0%	上限 95.0%
Intercept	-0.00744	0.01343	-0.55374	0.57999	-0.03382	0.01895	-0.03382	0.01895
X Variable 1	0.89746	0.00907	98.96908	0.00000	0.87964	0.91527	0.87964	0.91527

$$s_t = -0.0744\% + 0.8975f_t$$

即最优套保比率为0.89746。

合约数量=1亿\*0.89146/(3894\*300)=76.31张~~76张  
应该卖出沪深300期货当月合约76张。

# 套期保值风险及管理

风险	风险描述	如何管理风险
基差风险	标的股票指数价格与股指期货价格的差值被称为基差，套期保值交易效果常受基差变动的影响	了解股指期货基差的变化趋势，选择适宜的套期保值建仓时机，尽量使保值期与期货合约到期日保持一致或接近
展期风险	空单展期需要买回交割月合约平仓、卖出近月或远月合约开仓，整个过程中可能产生的价差损失和交易成本统称为展期风险	交易者需要密切关注近远期升贴水结构的变化，选择合适时机进行展期
流动性风险	所选定的期货合约、无法及时以合理的价格达到建仓或平仓目的的风险。	尽量选择交易量比较大的近月合约作为套期保值合约，不宜选择那些流动性较差的远月合约
保证金风险	当投资者保证金账户的资金余额无法满足交易保证金要求时，其持有的套保头寸可能面临被强行平仓的风险，从而直接导致套保计划失败	应对保证金数量有充分预估，准备好适量高流动性资产
交叉套保风险	由于股票组合相对于沪深300指数的 $\beta$ 值过高或过低、以及 $\beta$ 值的时变性，存在一定程度的交叉套期保值风险	对股票组合的 $\beta$ 值进行分析，对 $\beta$ 值相对稳定且比较接近于1 的股票组合进行套期保值
模型风险	计算出的套保比率 $\beta$ 系数都是基于历史数据，现货组合在未来时间的实际 $\beta$ 系数与历史 $\beta$ 系数之间必然会存在一定误差	对股票组合的 $\beta$ 值进行跟踪，随着市场的变化及时进行动态调整

# 套期保值风险及管理

风险	风险描述	如何管理风险
<b>大额资金套保的冲击成本风险</b>	机构投资者拥有大量资金，计划按现行价格套期保值，短期内完成势必引起过大的冲击成本，导致实际的买进价格远远高于最初想买进的份格，卖出价格低于最初想卖出的价格。	在进行避险交易时，通常不会在一个价位上将风险全部锁定，而是通过算法交易和分散期货头寸进行动态避险投资方案。
<b>股票分红风险</b>	现货组合中经常遇到股票分红，尤其是权重大的股票对现货组合收益和套保头寸有一定的影响。	针对现货组合中股票分红预案，对套保模型做相应的调整，在股票分红时及时调整套期头寸。
<b>个股涨跌停、停牌</b>	持有现货股票组合中个别股票因重大事件披露导致个股涨跌停或停牌。	对个股事件进行详细分析和研判，并精细估算个股未来变化对组合beta的影响，利用相应的估值模型和动态调整套保模型对套保头寸进行调整。
<b>操作性风险</b>	套保操作不规范，数量周期与现货不匹配，风险敞口超过预期等。	1、严格明确风险敞口的计算规则；2、做好制度设计（包括操作流程，人员配置及权限，应急处理预案，风控准则等）3、定期及不定期评估操作结果。



# 目 录

1

套期保值的概念及政策

2

套期保值的设计原理

3

套期保值的效果及影响因子

# 卖出套期保值适用的情形及效果

1) 短期预计急剧波动，不想参与风险，现货短时间无法平仓。

■ 例如预计美国大选会造成资本市场波动等

2) 股市到达阶段性高点后预计将趋势向下而做出较长期的卖出套保。

■ 在大跌年份套保可以起到较好的对冲作用。

■ 套保平滑了业绩曲线，在减少下跌风险的同时也降低了上涨收益。

收益比较--上证50				
开始时间	结束时间	上证50	上证50+全部市值套保	上证50+50%市值套保
年收益率				
2016/1/1	2016/12/31	-5.53%	-2.78%	-3.67%
2017/1/1	2017/12/31	25.08%	-5.91%	8.68%
2018/1/1	2018/12/31	-19.83%	3.12%	-8.48%
2019/1/1	2019/12/31	33.58%	-4.80%	13.29%

收益比较--沪深300				
开始时间	结束时间	沪深300	沪深300+全部市值套保	沪深300+50%市值套保
年收益率				
2016/1/1	2016/12/31	-11.28%	-6.37%	-8.27%
2017/1/1	2017/12/31	21.78%	-8.74%	5.60%
2018/1/1	2018/12/31	-25.31%	1.10%	-12.52%
2019/1/1	2019/12/31	36.07%	-6.84%	13.17%

收益比较--中证500				
开始时间	结束时间	中证500	中证500+全部市值套保	中证500+50%市值套保
年收益率				
2016/1/1	2016/12/31	-17.78%	-16.08%	-15.90%
2017/1/1	2017/12/31	-0.20%	-8.83%	-4.32%
2018/1/1	2018/12/31	-33.32%	-7.50%	-20.79%
2019/1/1	2019/12/31	26.38%	-17.29%	3.02%

\*\*\*升贴水情况会影响套保效果

\*\*\*均使用当月合约套保，到期展期

\*\*\*实际套保效果与理论测算数据会有差异

波动减少显而易见

并非能100%达到套保效果

IC合约贴水幅度最大最套保影响最大



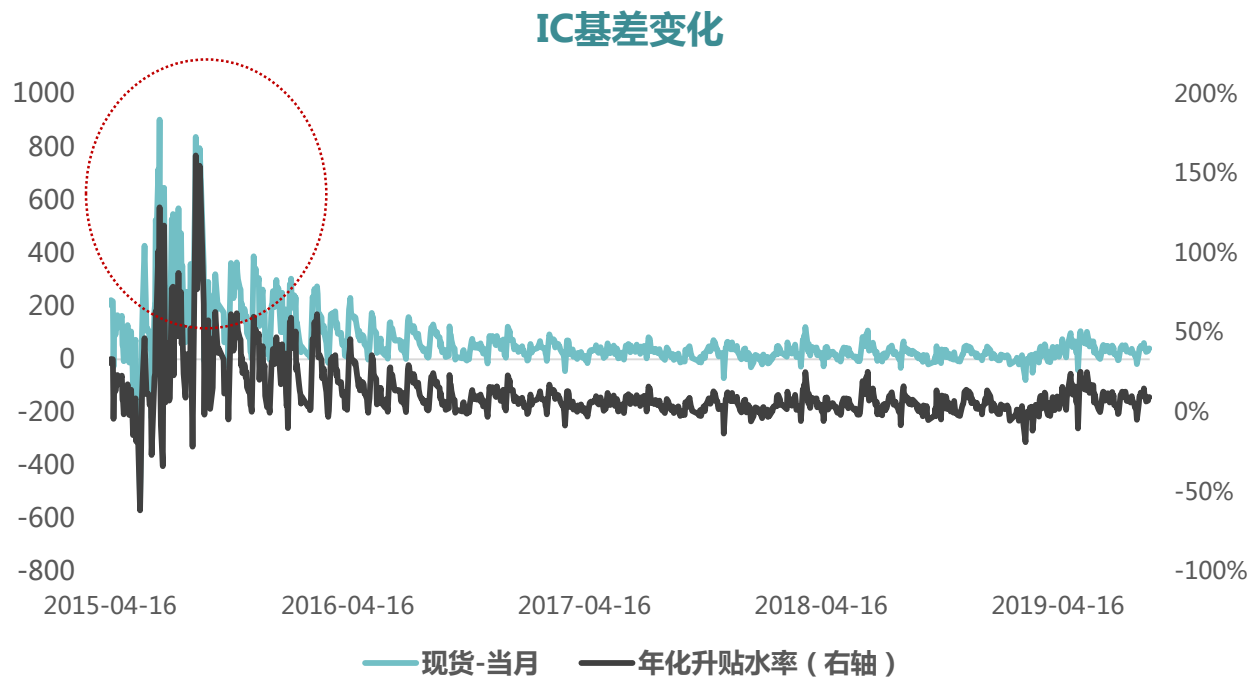
申银万国期货  
SHENYIN & WANGUO FUTURES

资料来源：Wind，申万期货研究所

# 基差对套保效果的影响：贴水不利卖出套保

- 在进行套期保值前，需要了解股指期货基差的变化趋势，选择适宜的建仓时机，从而尽量减少基差风险对套期保值交易的影响。
- 机构较为常见是做卖出套保，在三个品种期货合约中，IH当月合约基本上能呈现小幅升水，IF当月合约根据当时市场环境有时升水，有时贴水，而IC当月合约基本上都是贴水。目前的基差情况对于做卖出套保其实相对比较不利。
- 个别极端情况，不一定对冲的住，但比不对冲肯定要好。

日期 Date	中证500 000905.SH	中证500期货当月连续 IC00.CFE
2015-06-15	-1.8448	-2.0312
2015-06-16	-3.9977	-3.9334
2015-06-17	2.0286	2.2009
2015-06-18	-3.3257	-3.2315
2015-06-19	-6.9327	-5.5294
2015-06-23	0.5955	-2.3582
2015-06-24	2.1971	1.5713
2015-06-25	-3.5210	-6.1258
2015-06-26	-8.3589	-9.9983
2015-06-29	-6.5369	-9.9984
2015-06-30	4.9663	6.3483
2015-07-01	-5.5481	-9.9981
2015-07-02	-6.8570	-3.3941
2015-07-03	-6.1213	-1.7305
2015-07-06	-1.6245	0.2047
2015-07-07	-6.5295	-9.9997
2015-07-08	-2.3827	-9.9994
2015-07-09	4.4526	9.9990
2015-07-10	5.0524	9.9997
2015-07-13	6.2231	5.0254
2015-07-14	2.1236	-1.4337
2015-07-15	-5.7738	-7.5145
2015-07-16	2.3424	5.3192
2015-07-17	5.4882	5.8202
2015-07-20	1.5235	-2.4876
2015-07-21	1.2809	0.1766
2015-07-22	1.2137	0.8616
2015-07-23	2.7854	8.1060



# 流动性风险：影响合约选择和展期操作

应尽量选择**交易量比较大的近月合约**作为套期保值合约，不宜选择那些流动性较差的远月合约。可将大笔交易单根据市场成交量或者交易时间平均拆分为若干比数量相同的指令单。

当前股指期货的成交量和2015年9月受限前相比依然不足，仅为**最高时期的1/10**，主要仍是日内交易手续费过高抑制了投资者短线交易热情，也不利于高频策略，一定程度上减少了市场流动性。

IF品种												
	月成交量				月日均成交量				月持仓量			
	IF00	IF01	IF02	IF03	IF00	IF01	IF02	IF03	IF00	IF01	IF02	IF03
2019-01-31	988,337	228,341	152,919	22,424	45,264	9,947	6,926	1,010	36,098	32,627	9,537	2,671
2019-02-28	893,388	202,181	103,344	23,204	58,639	13,634	6,601	1,494	69,794	5,936	18,749	8,137
2019-03-29	1,689,061	260,115	311,580	54,230	80,167	11,974	14,592	2,560	68,182	4,701	28,494	13,529
2019-04-30	1,669,347	401,447	296,301	53,801	79,995	18,402	14,264	2,611	70,606	34,770	15,561	933
2019-05-31	2,071,099	475,876	176,288	19,150	102,741	23,439	8,544	931	92,603	4,975	20,652	3,597
2019-06-28	1,706,181	296,965	232,914	32,022	90,962	14,983	12,232	1,667	78,579	1,088	27,017	8,152
2019-07-31	1,735,246	289,566	203,072	26,768	75,928	12,094	8,874	1,174	64,906	30,562	9,784	1,064
2019-08-30	1,627,533	356,320	117,752	13,383	73,554	15,948	5,206	596	90,261	2,469	19,398	4,167
2019-09-30	1,386,607	190,482	206,088	27,571	70,248	9,159	10,184	1,366	69,224	1,081	31,210	7,601
2019-10-31	1,059,161	265,888	117,107	15,912	58,925	14,036	6,655	890	59,614	36,364	9,338	1,451
2019-11-29	1,380,970	314,859	87,319	16,786	65,325	14,827	4,017	791	95,475	4,014	16,172	4,080
2019-12-31	1,374,681	200,526	212,806	51,596	63,411	8,838	9,531	2,294	73,026	2,391	36,116	14,050
2020-01-23	1,009,291	225,745	199,450	50,748	63,112	13,363	12,394	3,186	62,931	43,879	21,615	3,271
2020-02-28	1,551,140	617,826	215,012	45,759	77,668	30,865	10,647	2,233	104,326	5,781	29,859	8,909

# 展期的选择：持有时间和展期成本

若现货和期货持有期限不匹配，就会从套保变成投机。在进行套期保值时，应当尽量使保值期与期货合约到期日保持一致或接近。建议中金所后续能够推出更多月份的期货合约，满足不同期限套保需求。

时间	IF01-IF00	IF02-IF00	IF03-IF00	IF下月合约折算单 月展期升跌	IF季月合约折算 单月展期升跌	IF下季月合约折算 单月展期升跌	IF主力合约展 期最大收益	IF主力合约年化展期 收益/成本（%）	最优展期合约
2020/3/13	-9.00	-27.20	-70.40	-9.00	-9.07	-11.73	-9.00	-2.77%	下月
2020/3/12	-13.00	-31.20	-71.20	-13.00	-10.40	-11.87	-10.40	-3.16%	季月
2020/3/11	-4.60	-24.60	-66.40	-4.60	-8.20	-11.07	-4.60	-1.38%	下月
2020/3/10	-4.00	-21.60	-62.20	-4.00	-7.20	-10.37	-4.00	-1.18%	下月
2020/3/9	-5.20	-29.40	-71.20	-5.20	-9.80	-11.87	-5.20	-1.57%	下月

时间	IH01-IH00	IH02-IH00	IH03-IH00	IH下月合约折算单 月展期升跌	IH季月合约折算 单月展期升跌	IH下季月合约折算 单月展期升跌	IH主力合约展 期最大收益	IH主力合约年化展期 收益/成本（%）	最优展期合约
2020/3/13	-7.20	-28.40	-55.00	-7.20	-9.47	-9.17	-7.20	-3.09%	下月
2020/3/12	-1.40	-19.40	-45.00	-1.40	-6.47	-7.50	-1.40	-0.59%	下月
2020/3/11	-2.20	-19.20	-43.80	-2.20	-6.40	-7.30	-2.20	-0.92%	下月
2020/3/10	-0.40	-13.80	-38.20	-0.40	-4.60	-6.37	-0.40	-0.16%	下月
2020/3/9	0.40	-17.60	-41.60	0.40	-5.87	-6.93	0.40	0.17%	下月

时间	IC01-IC00	IC02-IC00	IC03-IC00	IC下月合约折算单 月展期升跌	IC季月合约折算 单月展期升跌	IC下季月合约折算 单月展期升跌	IC主力合约展 期最大收益	IC主力合约年化展期 收益/成本（%）	最优展期合约
2020/3/13	-57.00	-145.00	-257.00	-57.00	-48.33	-42.83	-42.83	-9.44%	下季
2020/3/12	-52.40	-157.60	-282.00	-52.40	-52.53	-47.00	-47.00	-10.30%	下季
2020/3/11	-53.00	-154.40	-274.00	-53.00	-51.47	-45.67	-45.67	-9.92%	下季
2020/3/10	-49.00	-140.00	-253.40	-49.00	-46.67	-42.23	-42.23	-8.99%	下季
2020/3/9	-58.40	-180.20	-313.40	-58.40	-60.07	-52.23	-52.23	-11.46%	下季

# 免责声明

本报告的信息均资料来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述品种的买卖出价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司无关。

本报告所涵括的信息仅供交流研讨，投资者应合理合法使用本报告所提供的信息、建议，不得用于未经允许的其他任何用途。如因投资者将本报告所提供的信息、建议用于非法目的，所产生的一切经济、法律责任均与本公司无关。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利，未经本公司书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为申银万国期货，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。