



见微知著，守正待时
——波动性中蕴藏的结构性机会

一德期货 陈畅

投资咨询号：Z0013351

FIRST
FUTURES



一诺千金·德厚载富

主要内容

Part 1: 未来已来，将至已至

现阶段期指市场的运行状况

Part 2: 知己知彼，百战不殆

浅谈股指期货资产配置功能

Part 3: 进可以攻，退可以守

波动性中蕴藏的结构性机会



PART 1

未来已来，将至已至
现阶段期指市场的运行状况

▶ 中金所股指期货监管制度变迁

2017年2月17日第一次松绑

- 限仓放松至20手
- 三品种交易保证金分别下调至20%和30%
- 平今仓手续费降低至万分之9.2

2017年9月18日第二次松绑

- IF、IH交易保证金下调至15%
- 平今仓手续费降低至万分之6.9

2018年12月3日第三次松绑

- 限仓放松至200手
- 三品种交易保证金分别下调至10%和15%
- 平今仓手续费降低至万分之4.6

2019年3月25日第四次松绑

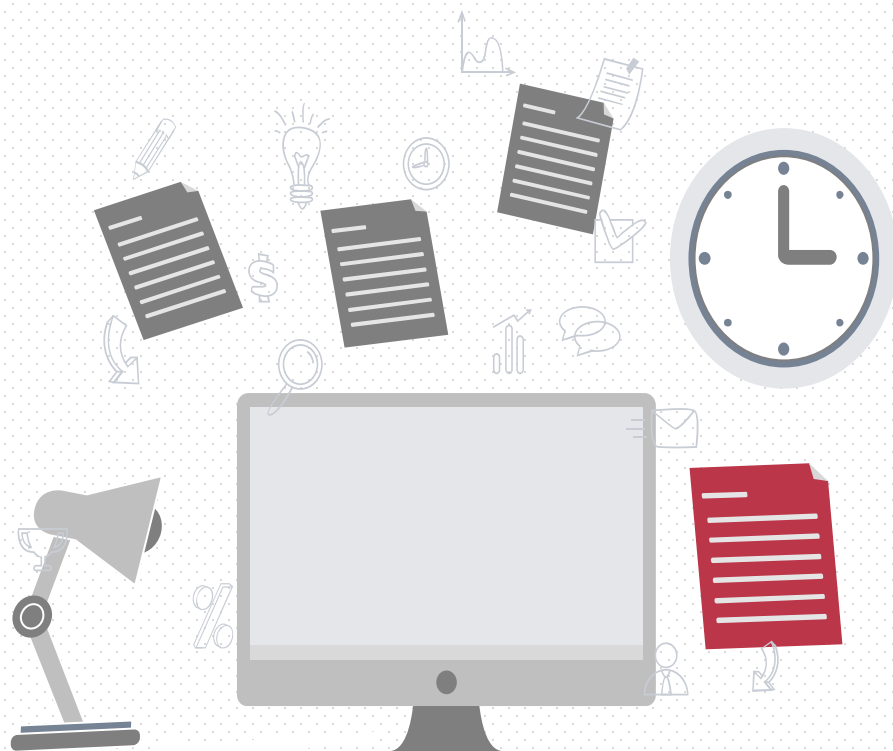
- 套期保值监管放松

2019年4月22日第五次松绑

- 限仓放松至单个合约500手
- IC品种交易保证金下调至12%
- 平今手续费降低至万分之3.45

2019年6月3日第六次松绑

- 股指期货跨品种单向大边保证金制度



► 股指期货交易安排调整对比

		IF	IH	IC
交易保证金	调整前	10%	10%	15%
	调整后	10%	10%	12%
	交易所保证金估算	114000	87000	120000
日内过度交易行为	调整前	单个合约 50 手	单个合约 50 手	单个合约 50 手
	调整后	单个合约 500 手	单个合约 500 手	单个合约 500 手
平今仓交易手续费	调整前	万分之四点六	万分之四点六	万分之四点六
	调整后	万分之三点四五	万分之三点四五	万分之三点四五
	交易所手续费估算	390 元（约 1.3 点）	298 元（约 1 点）	339 元（约 1.7 点）

注：本表所采用保证金比率及手续费费率均为交易所标准

► 股指期货套期保值调整对比

- 新规原文“非期货公司会员、客户的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。”



中金所保证金制度历次调整

中金所保证金制度历次调整



2014年10月27日

股指期货和国债期货实施同品种
单向大边保证金制度

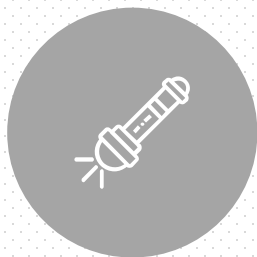
同品种



2015年7月10日

国债期货实施跨品种单向大边保
证金制度

期债跨品种



2019年6月3日

股指期货实施跨品种单向大边保
证金制度

期指跨品种



► 股指期货单向大边保证金制度解析

- 股指期货同品种单向大边保证金制度：是指对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。 ———→ 降低跨期套利交易成本
- 股指期货跨品种单向大边保证金制度：是指对同一客户号在同一会员处的沪深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。
—————→ 降低跨品种套利交易成本

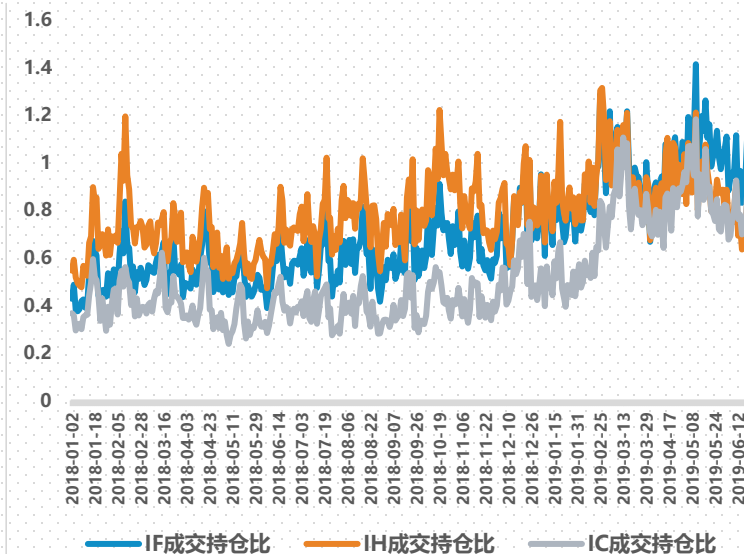
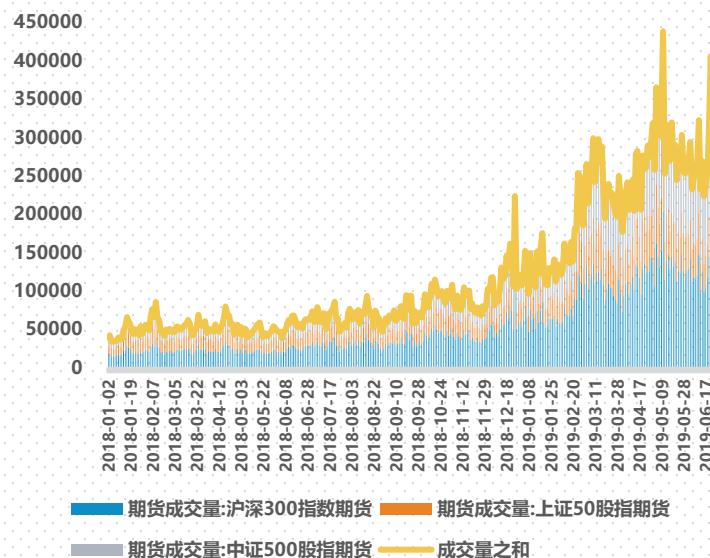
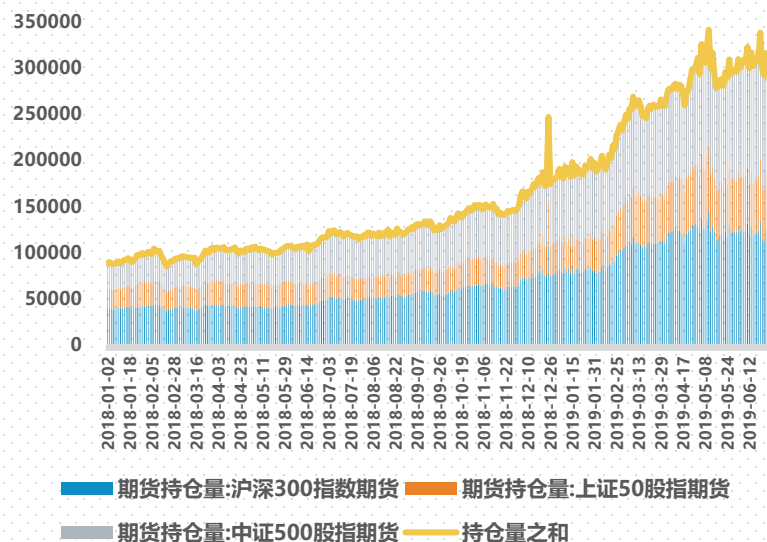
	合约情况	合约情况
持仓	IH1907	IC1907
方向	空	多
结算价	2883.2	4923.6
保证金比率	10%	12%
手数	1	1
保证金占用	86496	118166.4

当前股指期货市场运行情况

持仓量

成交量

成交持仓比





PART 2

知己知彼，百战不殆
浅谈股指期货资产配置功能

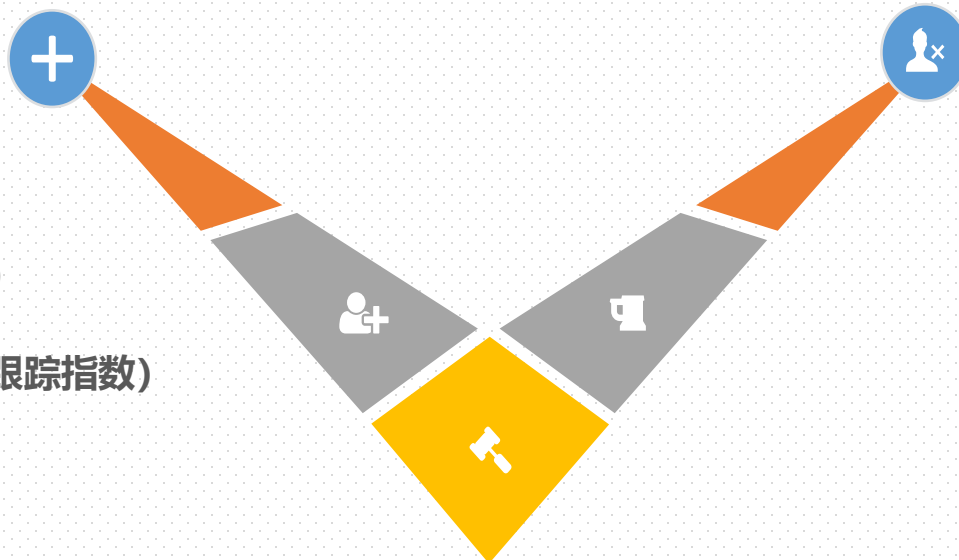
► 股指期货常见应用场景



► 股指期货交易策略概览

纯期货策略

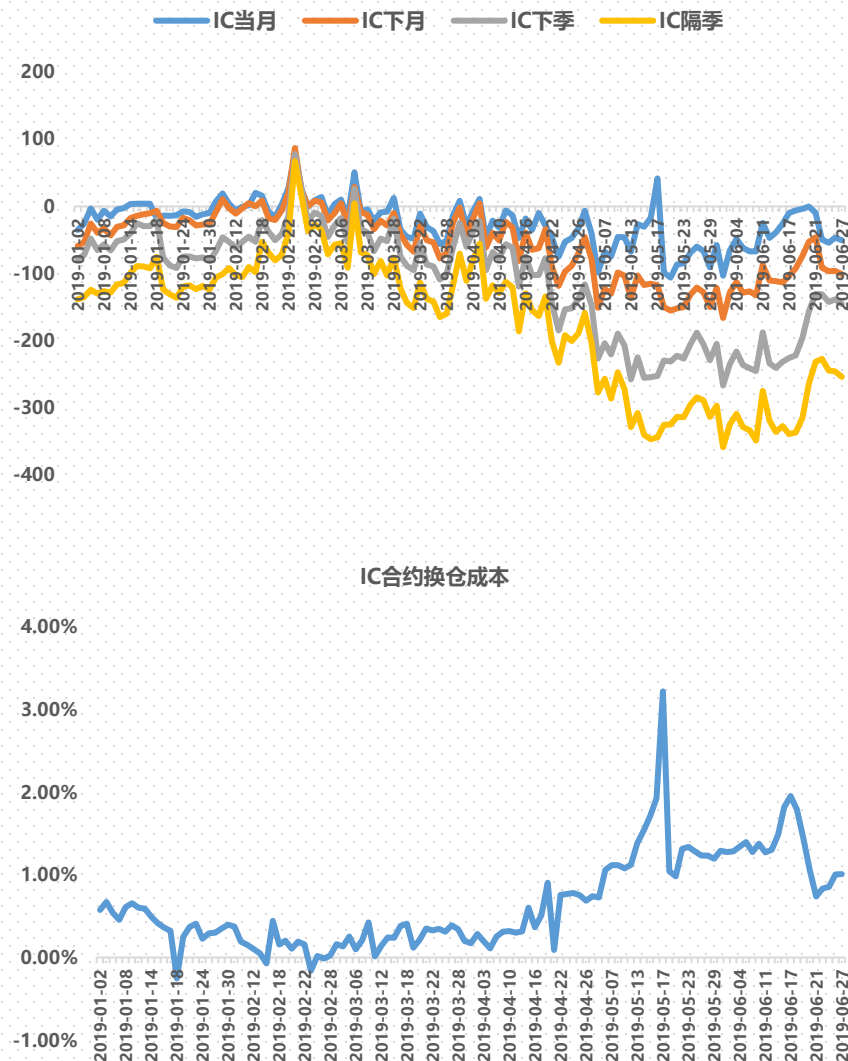
- ✓ 单边交易（趋势判断）
- ✓ 跨品种套利（结构性机会）
- ✓ 指数化投资（小资金被动跟踪指数）



期货&股票&期权联动

- ✓ 风险对冲（套期保值、阿尔法策略）
- ✓ 指数增强（贝塔系数调整）
- ✓ 期货&期权组合（方向、波动率、套利等）

► 风险对冲：升贴水 vs 换仓成本



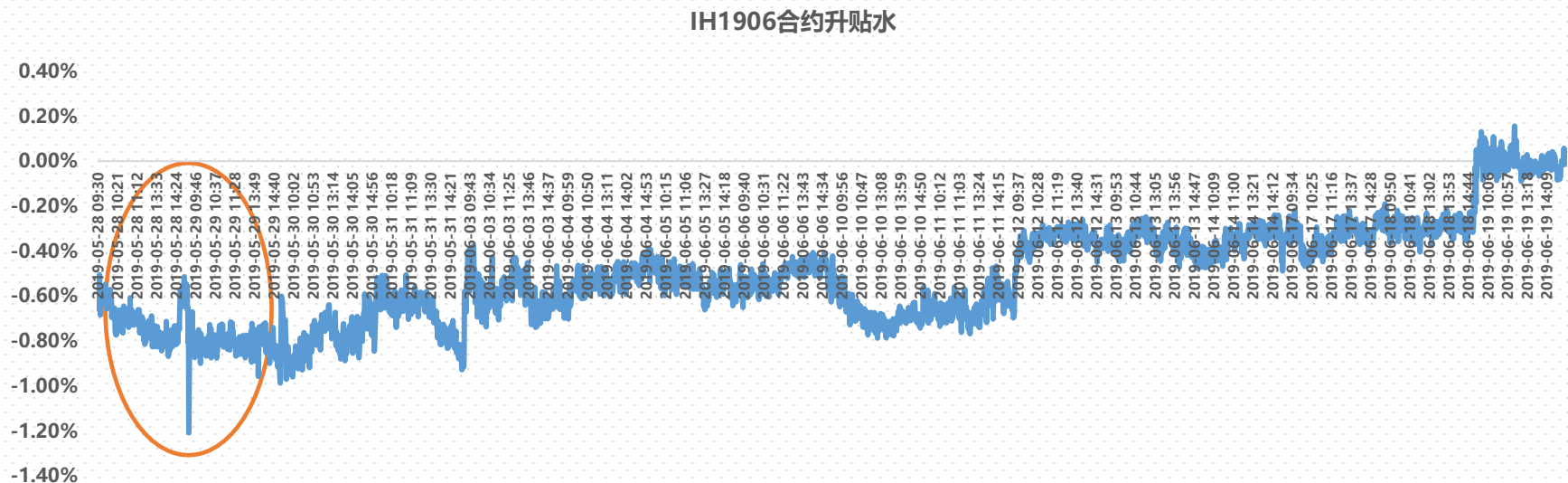
股指期货基差 = 股指期货合约价格 - 标的指数价格

股指期货基差变动与套期保值盈亏关系表如下所示：

	基差走强	基差走弱
买入保值	盈利	亏损
卖出保值	亏损	盈利

期指期权反向套利：升贴水 vs 折溢价

- 策略进场时机：IH较上证50大幅贴水，且50ETF期权合成空头平衡价较50ETF升水。其中IH较上证50的贴水幅度是影响反套策略的关键因素，当IH贴水显著时，即便50ETF期权合成空头呈贴水状态，只要其贴水幅度对整体策略收益率的影响不大，依然可以选择进场。



- 策略出场时机：据观测，当IH合约进入交割月中后期时，期现价差通常趋于收敛，反套策略可在此阶段进行双边平仓。



PART 3

进可以攻，退可以守
波动性中蕴藏的结构性机会

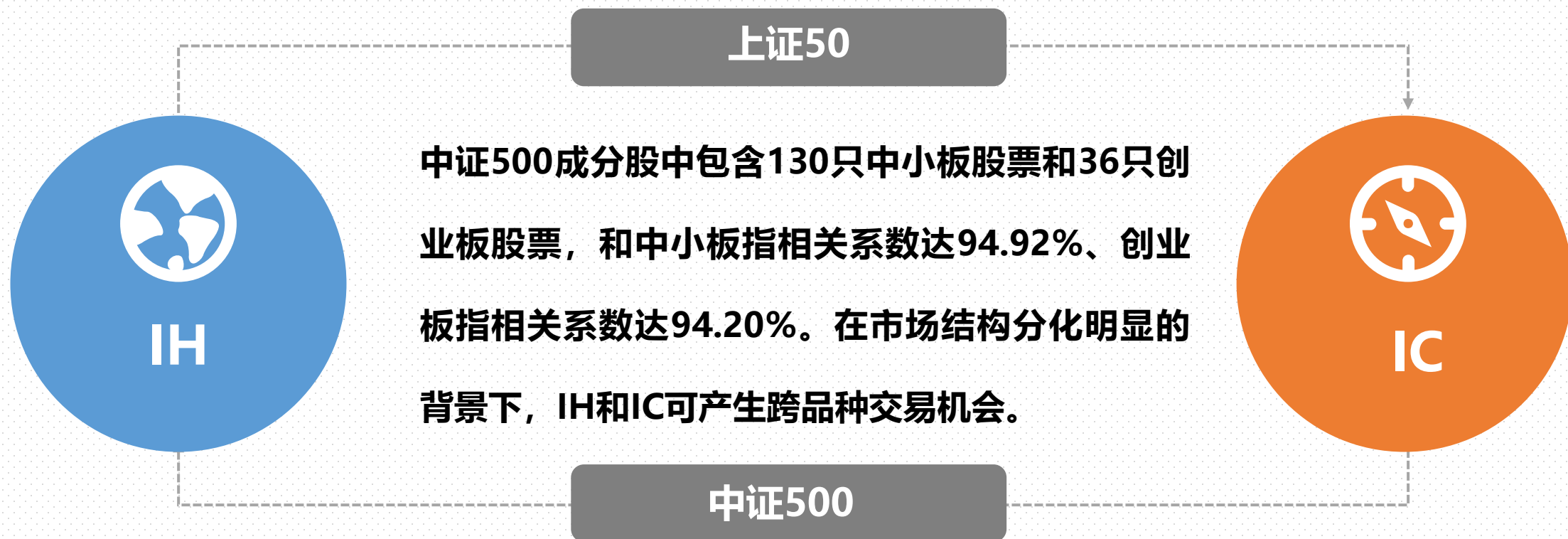
► A股卖方研究框架：DDM&DCF模型



► 结构性交易机会逻辑背景：指数特性

	IF	IH	IC
标的指数	沪深 300	上证 50	中证 500
对应 ETF 基金投资风格	大盘价值型	大盘价值型	大盘平衡型
指数特征	金融色彩鲜明	金融色彩鲜明	兼顾成长、消费、周期
陆股通标的	289	全部	423
MSCI 概念成分股（435）	251（57.7%）	45（10%）	157（36%）
MSCI 市值占比	86.8%	46%	10%
富时罗素概念成分股（1005）	262（26%）	46（4.6%）	376（37.4%）
富时罗素市值占比	72.6%	37%	15.5%
是否包含中小创个股	54 只中小板、19 只创业板	无	130 只中小板、36 只创业板
与中小创相关性	较差	较差	相对较好

► 跨品种套利举例：IH vs IC

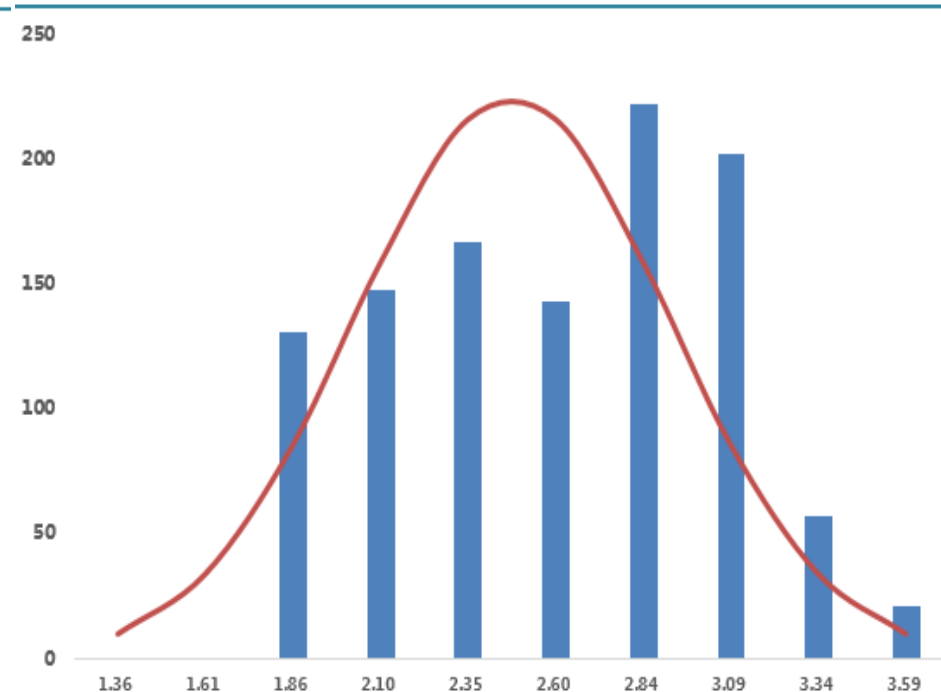


► 结构性交易：从不确定性中寻找确定

中证500/上证50比价数据



中证500/上证50比价分布

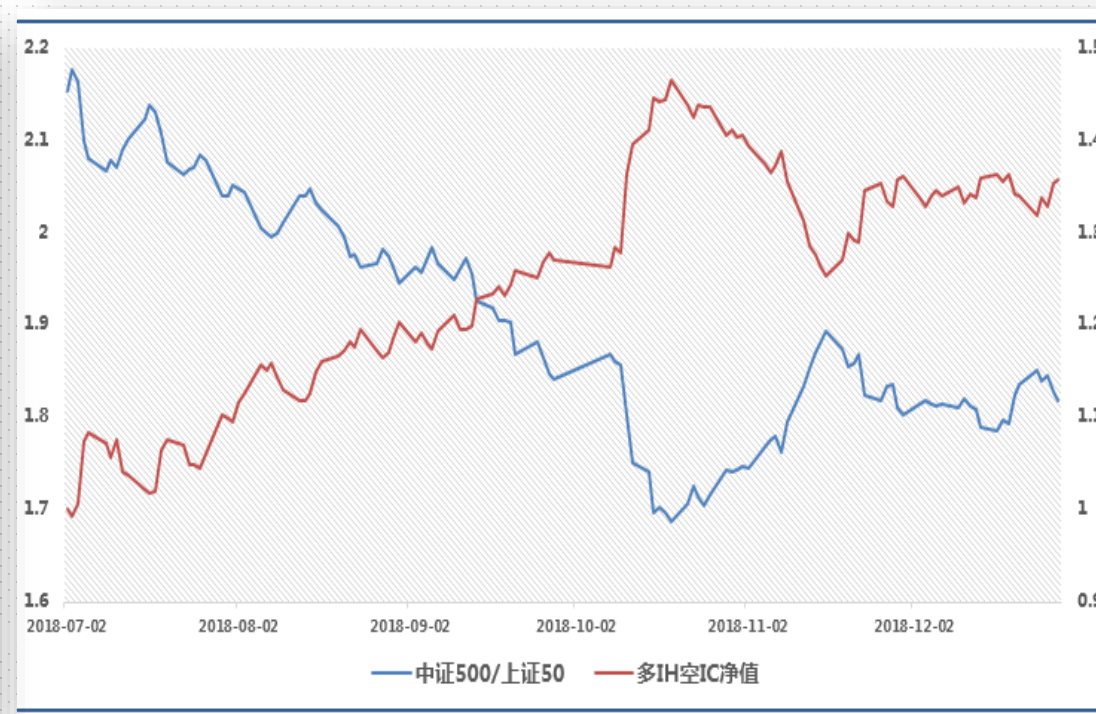


► 复盘2018：跨品种套利 (IH-IC)

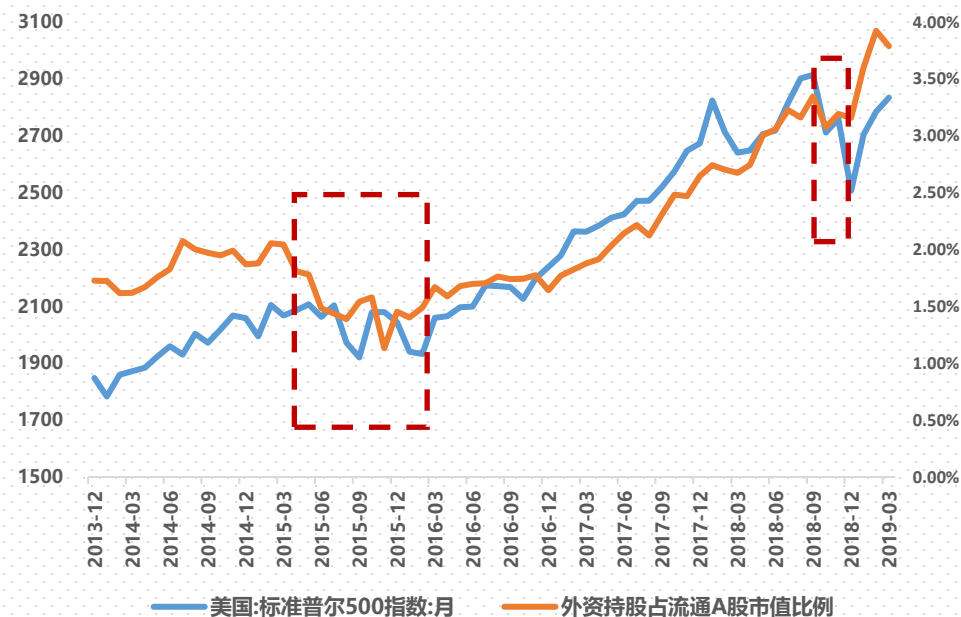
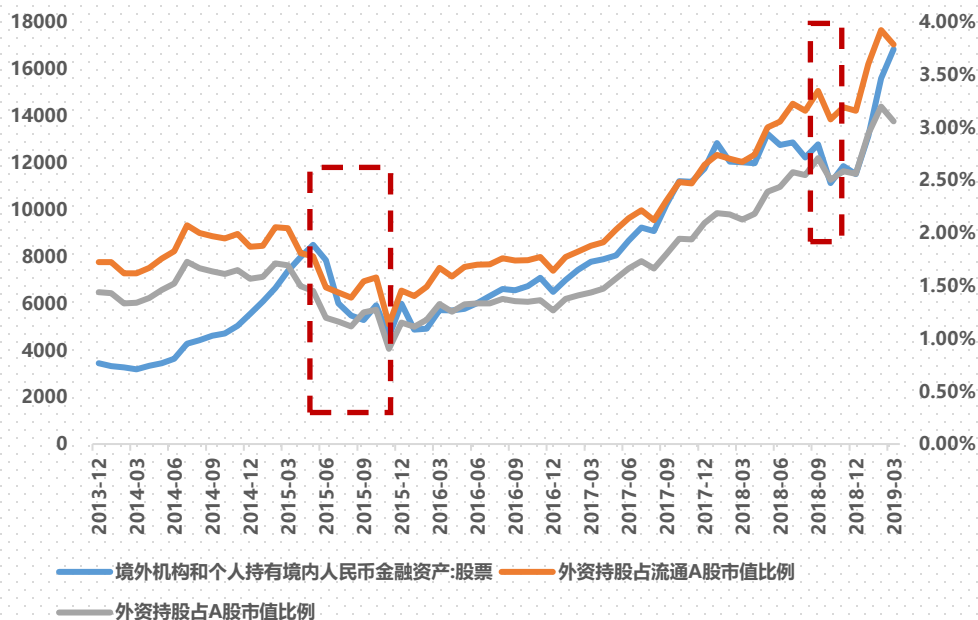
中证500vs上证50历史走势



跨品种套利策略表现



► A股国际化的挑战：内外盘联动性



- 2018年2月5日至2月9日，美股下跌引发北上资金大幅外流105亿（其中沪股通净流出116亿），期间上证综指下跌9.6%。
- 2018年国庆节后第一周，全球市场暴跌引发北上资金大幅外流161亿（其中沪股通净流出121亿），期间上证50下跌7.6%。

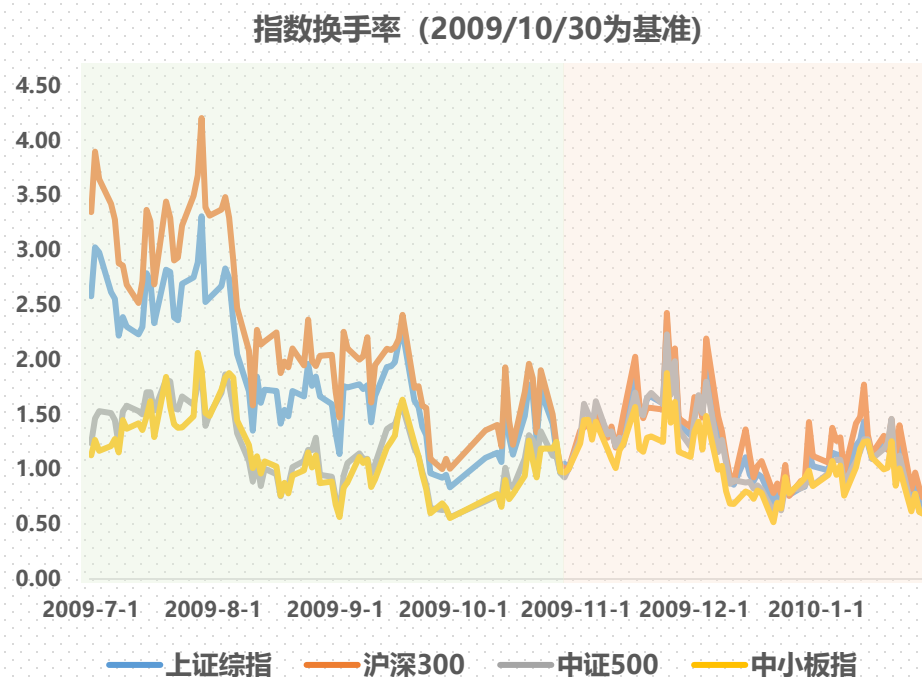
► 大指数：外资影响不容忽视

● Mark to close 的套路与反套路

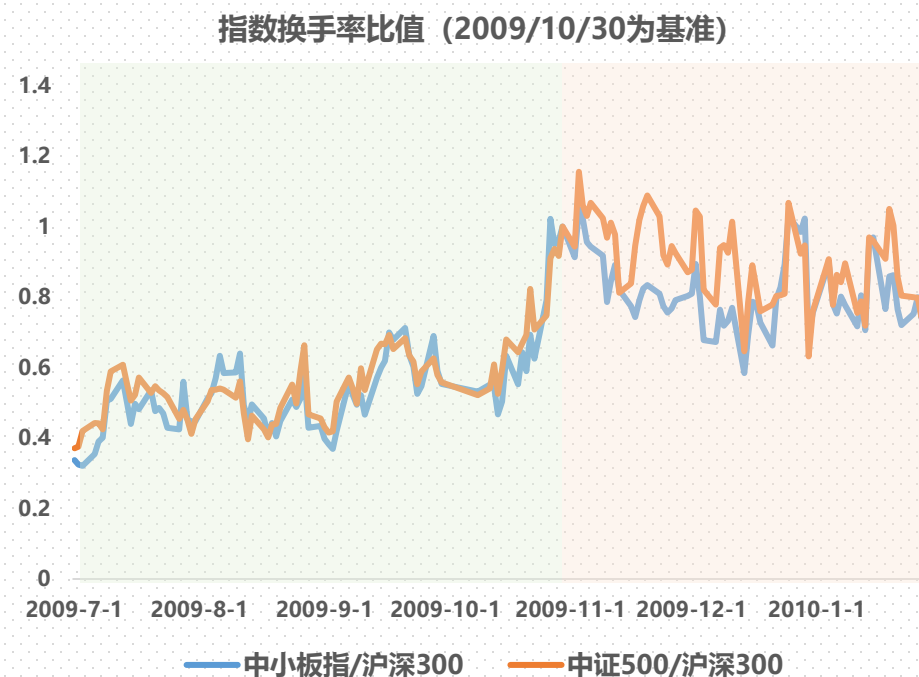


► 中小指数：科创板示范效应猜想

- 以史为鉴，由创业板外推科创板



- 创业板开板后，中小板指和中证500的换手率提高，上证综指与沪深300换手率略有下滑



- 创业板开板后，中小板指和中证500相比沪深300的换手率提高

欢迎关注我们



一德金融衍生品研究部
ydqh-research

一德，
与你共成长

THANKS FOR WATCHING

4007-008-365