

股指期货和股指期权的交易策略

分析师：贾婷婷（F3056905，Z0016232）

2021.04.22

主要内容

- 股指期货交易规则
- 股指期货交易策略
- 股指期货期权交易规则
- 股指期货期权交易策略

三大股指期货品种的合约要素表

- 沪深300指数是由上海和深圳证券交易所中市值大、流动性好的300只A股作为样本编制而成的成份股指数，具有良好的市场代表性。其中，**金融、信息技术、消费占比大概分别为：30%、14%、20%。**
- 上证50指数是由上海证券市场规模大、流动性好、盈利较好分红较多、运行较稳定的最具代表性的50只股票组成样本股，综合反映上海证券市场最具市场影响力的一批龙头企业的整体状况，代表了中国传统经济的骨干力量。**其中金融、消费占比大约为：50%、16%。**
- 中证500指数是由上海和深圳证券交易所内具有代表性的500只中小市值公司组成样本股，标的均为成长性较好的中小盘股，与大盘股走势区别较大，中证500股指期货可以更精确的对冲中小盘股价格风险。**其中信息技术、消费、医疗保健分别大概占比为：25%、15%、10%。**

	沪深300股指期货	上证50股指期货	中证500股指期货
合约标的	沪深300指数	上证50指数	中证500指数
交易代码	IF	IH	IC
合约乘数	每点300元	每点300元	每点200元
当前交易保证金	10%	10%	12%
报价单位	指数点		
最小变动价位	0.2		
交易时间	集合竞价时间为9:25-9:30 连续竞价时间为9:30-11:30，13:00-15:00		
每日价格最大波动限制	上一个交易日 结算价 的±10%		
合约月份	当月、下月及随后两个季月		
最后交易日	合约到期月份的第三个周五，遇国家法定假日顺延		
交割日期	同最后交易日		
交割方式	现金交割		
上市交易所	中国金融期货交易所		

到期月份合约最后交易日涨跌停板幅度为上一交易日结算价的±20%。

股票期货交易特点



股指期货的价格定义

开盘价

开盘价是指某一合约经集合竞价产生的成交价格。
集合竞价未产生成交价格的，以集合竞价后第一笔成交价为开盘价。

收盘价

收盘价是指某一合约当日交易的最后一笔成交价格。

涨跌

涨跌是指某一合约在当日交易期间的最新价与上一交易日结算价之差。

结算价

结算价是指某一合约当日一定时间内成交价格按照成交量的加权平均价。结算价是进行当日未平仓合约盈亏结算和计算下一交易日交易价格限制的依据。

股指期货交易时间和结算方式

1) 交易时间分为集合竞价时间和连续竞价时间。

集合竞价是指对在规定时间内接受的买卖申报一次性集中撮合的竞价方式。对于集合竞价，9:25-9:29为指令申报时间，9:29-9:30为指令撮合时间。撮合时间不接受指令申报。开盘集合竞价中的未成交指令自动参与连续竞价交易。

连续竞价是指对买卖申报逐笔连续撮合的竞价方式。对于连续竞价分为两个时间段9:30-11:30，13:00-15:00。

2) 交易指令类型分为市价指令和限价指令。连续竞价中市价指令的未成交部分自动撤销，在集合竞价阶段只能下达限价指令（不能附加）。

3) 每日结算价和交割结算价有所不同。每日的结算价以该合约当天最后一小时按成交量的加权平均价，计算结果保留至小数点后一位；交割日的结算价按最后交易日标的指数最后两个小时的算术平均价，计算结果保留至小数点后两位。

4) 合约以当日结算价作为计算当日盈亏的依据。当日盈亏= $\sum[(\text{卖出成交价}-\text{当日结算价})\times\text{卖出量}]+\sum[(\text{当日结算价}-\text{买入成交价})\times\text{买入量}]+(\text{上一交易日结算价}-\text{当日结算价})\times(\text{上一交易日卖出持仓量}-\text{上一交易日买入持仓量})$ }*合约乘数

5) 股指期货有强行平仓制度。如果投资者在交易中出现保证金不足或违反持仓限额等规定，交易所有权对该投资者相关仓位采取强行平仓措施

股指期货自2015年受限以来已有5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	2019.4.22-2020.9.28	2020.10.9-2020.12.29	2020.12.30以后
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	单个合约500手， 单个品种2000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	单个合约500手， 单个品种2000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	单个合约500手， 单个品种2000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	2020.10.9以后	2020.10.9以后
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%	11%	12%
IF	10%	40%	20%	15%	10%	10%	11%	12%
IC	10%	40%	30%	30%	15%	12%	13%	14%
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	2020.10.9以后	2020.10.9以后
IH	10%	20%	20%	15%	10%	10%	11%	12%
IF	10%	20%	20%	15%	10%	10%	11%	12%
IC	10%	20%	20%	20%	15%	12%	13%	14%
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	2020.10.9以后	2020.10.9以后
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	万分之3.45	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	万分之3.45	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	万分之3.45	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	2020.10.9以后	2020.10.9以后
IH	1200手	1200手	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	5000手	5000手
IC	1200手	1200手	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。

调整后股指期货最新保证金和平今手续费

最新保证金及平今手续费

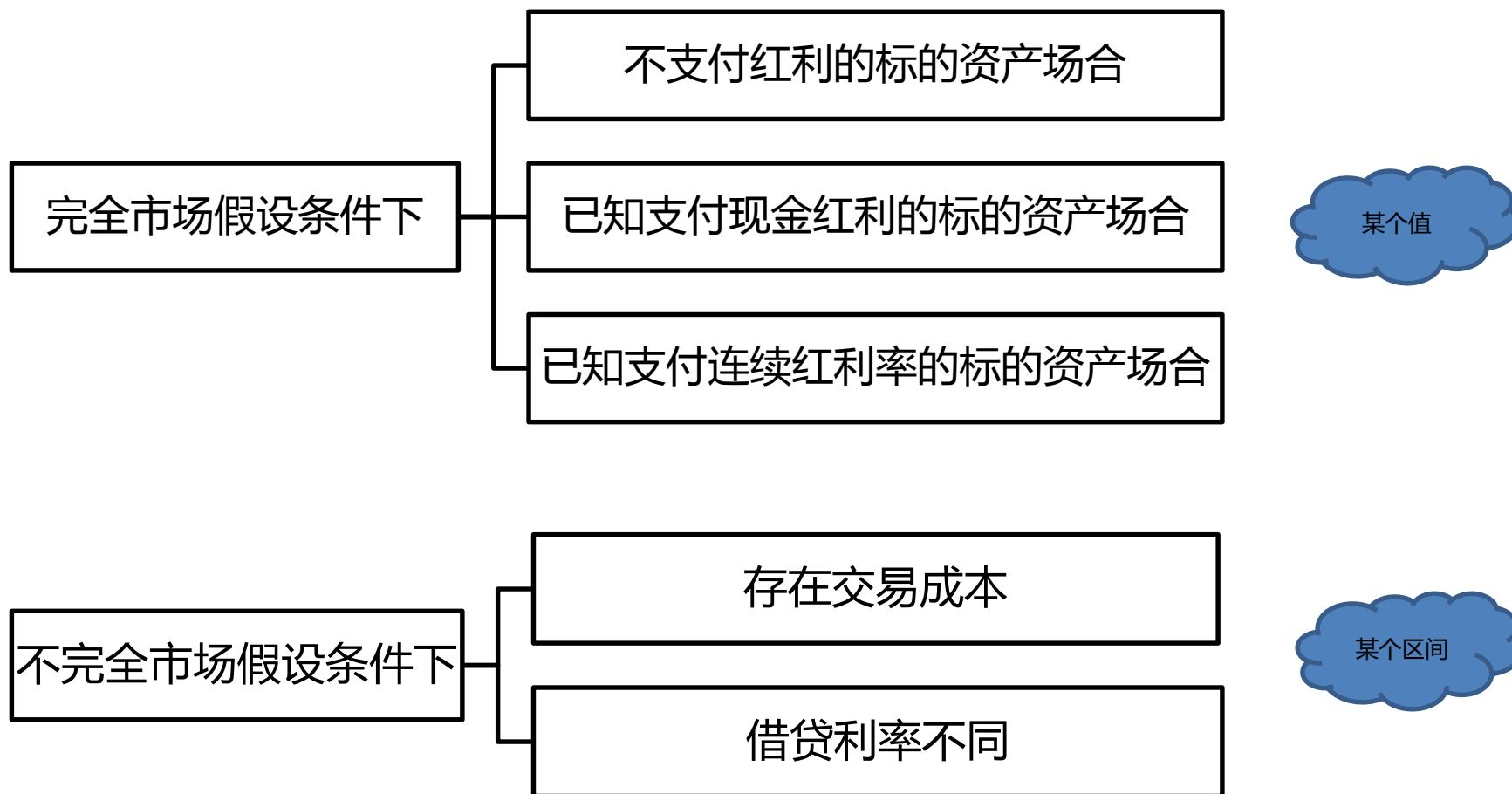
日期	代码	当前对应具体合约	交易保证金	收盘价	合约乘数	每张合约价值	开仓手续费率	平今仓手续费率	日内交易总 共手续费	覆盖手续费至 少波动点位	所需保证金
2021/4/21	IH00.CFE	IH2105.CFE	12.0%	3,499.6	300	1,049,880	0.000023	0.000345	386.36	1.40	125,986
2021/4/21	IH01.CFE	IH2106.CFE	12.0%	3,463.6	300	1,039,080	0.000023	0.000345	382.38	1.40	124,690
2021/4/21	IH02.CFE	IH2109.CFE	12.0%	3,392.0	300	1,017,600	0.000023	0.000345	374.48	1.40	122,112
2021/4/21	IH03.CFE	IH2112.CFE	12.0%	3,370.0	300	1,011,000	0.000023	0.000345	372.05	1.40	121,320
日期	代码	当前对应具体合约	交易保证金	收盘价	合约乘数	每张合约价值	开仓手续费率	平今仓手续费率	日内交易总 共手续费	覆盖手续费至 少波动点位	所需保证金
2021/4/21	IF00.CFE	IF2105.CFE	12.0%	5,068.0	300	1,520,400	0.000023	0.000345	559.51	2.00	182,448
2021/4/21	IF01.CFE	IF2106.CFE	12.0%	5,028.6	300	1,508,580	0.000023	0.000345	555.16	2.00	181,030
2021/4/21	IF02.CFE	IF2109.CFE	12.0%	4,929.0	300	1,478,700	0.000023	0.000345	544.16	2.00	177,444
2021/4/21	IF03.CFE	IF2112.CFE	12.0%	4,887.2	300	1,466,160	0.000023	0.000345	539.55	1.80	175,939
日期	代码	当前对应具体合约	交易保证金	收盘价	合约乘数	每张合约价值	开仓手续费率	平今仓手续费率	日内交易总 共手续费	覆盖手续费至 少波动点位	所需保证金
2021/4/21	IC00.CFE	IC2105.CFE	14.0%	6,385.4	200	1,277,080	0.000023	0.000345	469.97	2.40	178,791
2021/4/21	IC01.CFE	IC2106.CFE	14.0%	6,321.6	200	1,264,320	0.000023	0.000345	465.27	2.40	177,005
2021/4/21	IC02.CFE	IC2109.CFE	14.0%	6,159.8	200	1,231,960	0.000023	0.000345	453.36	2.40	172,474
2021/4/21	IC03.CFE	IC2112.CFE	14.0%	6,025.6	200	1,205,120	0.000023	0.000345	443.48	2.40	168,717

资料来源：Wind，中金所，申万期货研究所

主要内容

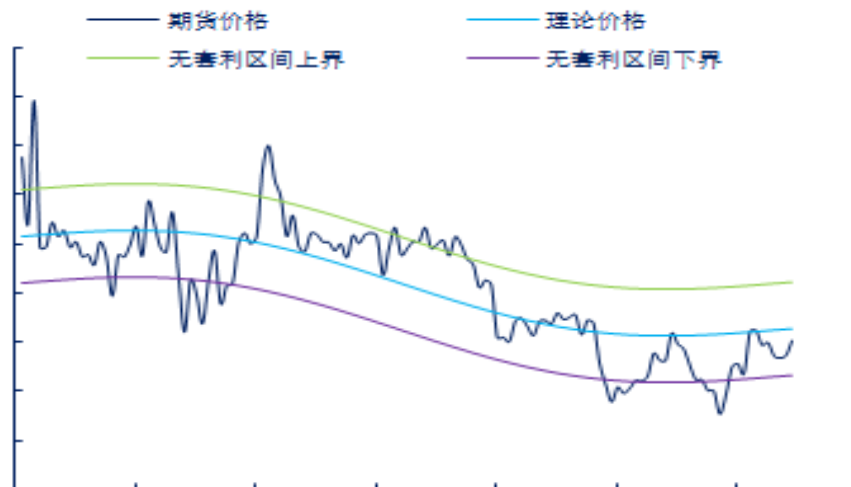
- 股指期货交易规则
- 股指期货交易策略
- 股指期货交易规则
- 股指期货交易策略

定价分析



基于理论定价的期现套利

- ❖ 股指期货合约是以股票价格指数作为标的物的金融期货合约，期货指数和现货指数（如沪深300指数期货合约和沪深300指数）之间理论上应存在一种故有的平价关系，**某时刻股指期货合约的理论价格应该等于在该时刻标的指数价格加上持有该投资组合到截止日的总成本**。但是，受非理性因素的影响，股指期货的市场价格常常偏离理论价格，并围绕其上下波动。一旦这种偏离超过一定范围，即无套利定价区间的上限或下限，便产生了套利机会。
- ❖ 由于套利是在期、现两个市场同时反向操作，利润提前锁定，因此，常常将期现套利称为无风险套利。在实际操作中判断是否存在期现套利机会时，正确依据现货指数来确定股指期货理论价格，依据交易成本等来确定无套利区间非常关键。只有当实际的股指期货价格高于或低于无套利区间的上界或下界时，才能够获利。如果股指期货合约价格落在无套利区间内，套利交易不但得不到利润，反而可能导致亏损。

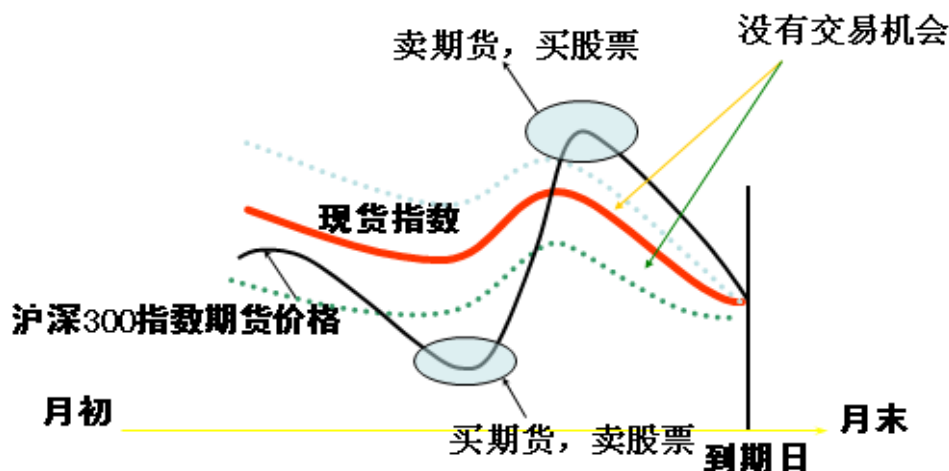


资料来源：申万期货研究所

如果市场价格和理论价格不一致，理论上存套利机会

• 期现套利

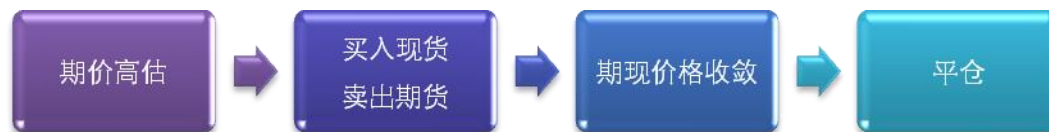
- 当基差（现货与期货价格差）不符合理论价值时，投资者可以使用指数套利的策略
- 当期货价格高于理论价格时，可以采用卖出期货，买入现货的策略，等期货价格回归时同时结清头寸，通过短期套利交易获利
- 当期货价格低于理论价格时，可以采用卖出现货，买入期货的策略，等期货价格回归时同时结清头寸，通过短期套利交易获利
- 套利交易是期货与现货价格关系的纽带，也是期货产品价值发现功能实现的重要基础，有助于增加市场深度，减少价格操纵，活跃交易



期现正向套利和反向套利

- ❖ **正向套利**：对于期现套利的交易者，当股指期货合约的市场价格高于其理论价格，即期价高估时，交易者可以通过**卖出股指期货同时买入对应的现货股票**，待现货价格和期货价格收敛时平仓即可赚取期指交易价格与期指理论价格的价差，这种操作称为“正向套利”。
- ❖ **反向套利**：另一种相反的情况，当股指合约的市场价格低于其理论价格时，即期价低估时，交易者可以通过**买入股指期货的同时卖出对应的现货股票**完成套利，这种操作称为“反向套利”。
- ❖ 常见的现货组合构建方法：**1) 完全复制法**：按照股指期货标的指数的构成及权重比例构建现货组合；**2) 一揽子股票法**：考虑到完全复制法的实用性较低，实际中更常使用部分样本股票来构建现货组合。**3) ETF替代法**：ETF自身存在二级市场交易价格和净值不一致的情况，故还可进行折溢价套利，并使用股指期货对冲风险。

正向套利 操作流程

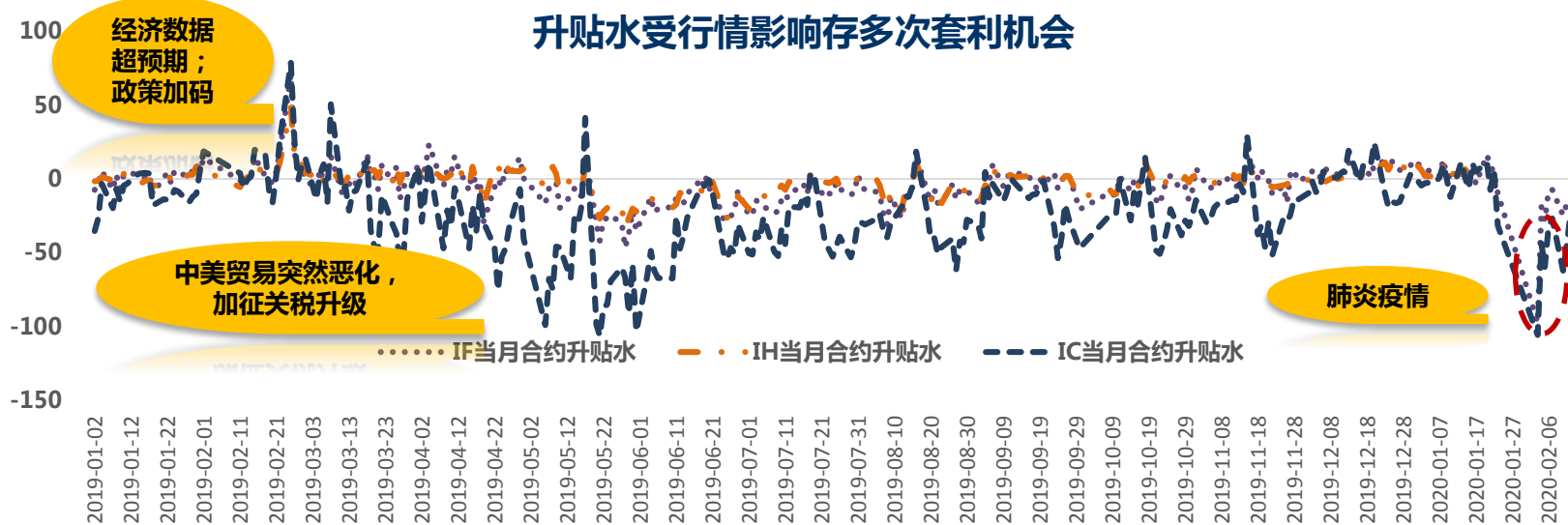


反向套利 操作流程



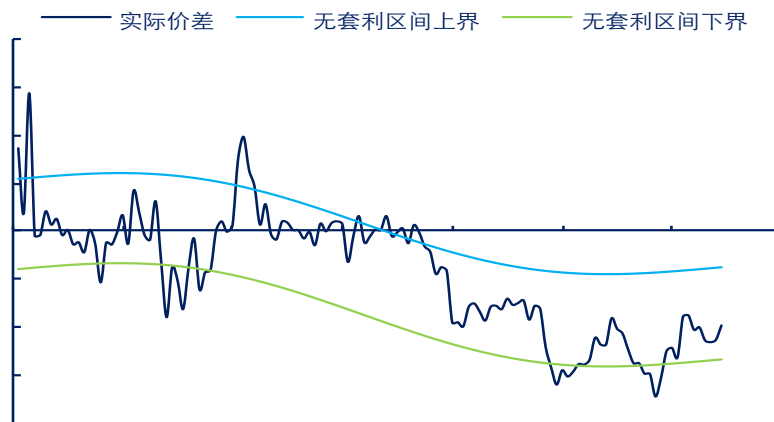
临近到期都有比较明显的基差回归规律

- 1) 升贴水大幅波动下存期现、跨期套利机会；2) 临近到期都有比较明显的基差回归规律。
- 2019年有多次确定性较高的期现套利机会。
- 2019年2月25日，IF、IH、IC相对现货升水幅度达到今年以来最高，分别是70点、48点、79点，月基差率为-1.90%、-1.73%、-1.56%。
- 例如自2019年7月29日IC当月合约大幅贴水，随着当月合约临近到期，至2019年8月15日当月合约变为小幅贴水，基差收敛明显。
- 2019年5月21日，IC相对现货贴水幅度达到今年以来最高，是106.27点，月基差率为2.84%。
- 2020年2月3日，受肺炎疫情影响，股指大幅下跌，IC合约当日贴水幅度达到100多点，月基差率约3%。



跨期套利：定义、原理与风险

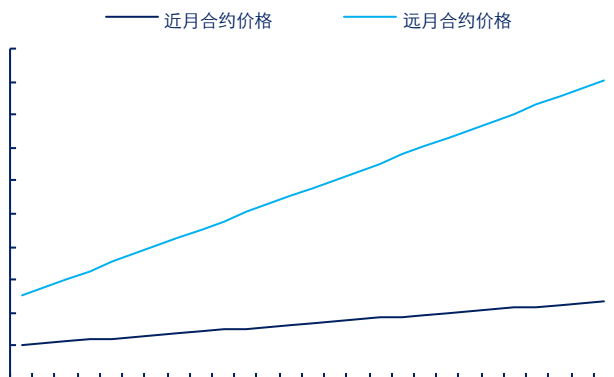
- ❖ **股指期货跨期套利**：是指投资者在同一市场，利用同一股指期货，但不同交割月份的期指合约价差变化，买入某一交割月份股指合约并卖出某一交割月份股指合约的套利活动。**当价差过高或过低时，投资者相应的卖出或买入合约，使得价差回归至合理区间。**
- ❖ **基本原理**：中金所上市的三种股指期货，分别是沪深300指数期货、上证50指数期货和中证500指数期货，合约月份均为当月、下月及随后两个季月。在市场稳定的情况下，由于四个合约基于同一指数，其价差应该是稳定的。而跨期套利，基于不同合约价格及价差的变动，当价差出现显著性波动时，就会产生套利机会。
- ❖ 由于价差的不确定性，投资者需对所持合约价差及运行趋势做出预测，当价差运行趋势与其预测一致，则跨期套利为盈利，否则为亏损。而由于所持合约基于同一指数，具有同涨同跌性，因此能够对冲大部分风险，使得所承担风险远远小于单边交易的投机交易。
- ❖ **风险**：价差风险、流动性风险、强平风险



跨期套利交易类型：牛市套利与熊市套利

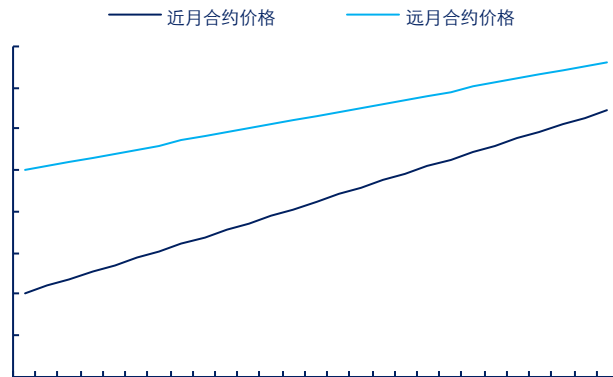
- ❖ **牛市套利**：即执行**卖近买远**策略。投资者判断**远月合约涨幅大于近月合约涨幅**，或远月合约跌幅小于近月合约跌幅，则买入远月合约，同时卖出近月合约。
- ❖ 从价差角度分析，投资者看多股市，认为远月合约与近月合约价差将变大。从合约价值判断的角度分析，投资者认为远月合约价格应当高于当前远月合约价格，其价格被低估。因此，投资者选择卖近买远策略。

牛市套利情形



- ❖ **熊市套利**：即执行**买近卖远**策略。投资者判断**近月合约涨幅大于远月合约涨幅**，或近月合约跌幅小于远月合约跌幅，则买入近月合约，同时卖出远月合约。
- ❖ 从价差角度分析，熊市套利与牛市套利相反，投资者看空股市，认为远月合约与近月合约价差将变小。从合约价值判断的角度分析，投资者认为远月合约价格应当低于当前远月合约价格，其价格被高估。因此，投资者选择买近卖远策略。

熊市套利情形

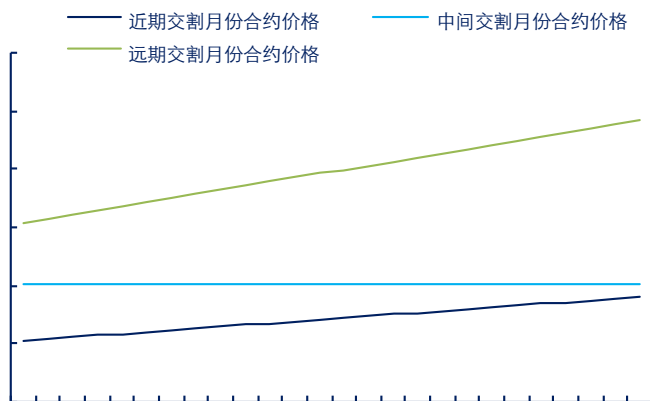


资料来源：申万期货研究所

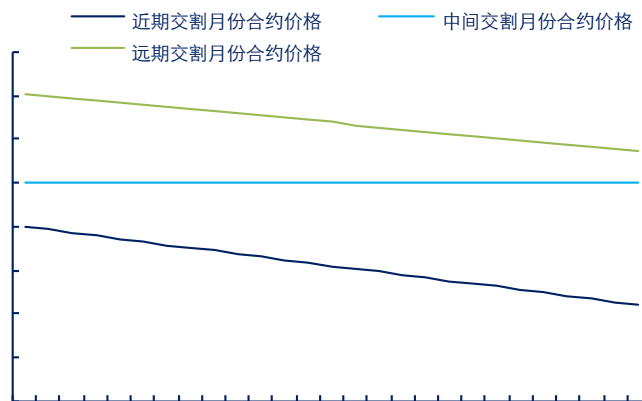
跨期套利交易类型：蝶式套利

- ❖ **蝶式套利**，即利用三个不同交割月份的合约，通过中间交割月份合约与前后两个交割月份合约的价差进行套利。由两个方向相反、共享中间交割月份合约的跨期套利组合，其中**中间交割月份合约数量等于其他两个交割月份合约数量之和**。蝶式套利必须同时下达三个买卖指令。蝶式套利主要分为多头蝶式套利和空头蝶式套利。
- ❖ **多头蝶式套利**，即执行**买入近期交割月份合约，卖出中间交割月份合约，并买入远期交割月份合约**的策略。相当于在近期交割月份和中间交割月份之间进行熊市套利，在中间交割月份和远期交割月份之间进行牛市套利。
- ❖ **空头蝶式套利**，即执行**卖出近期交割月份合约，买入中间交割月份合约，并卖出远期交割月份合约**的策略。相当于在近期交割月份和中间交割月份之间进行牛市套利，在中间交割月份和远期交割月份之间进行熊市套利。

多头蝶式套利情形



空头蝶式套利情形



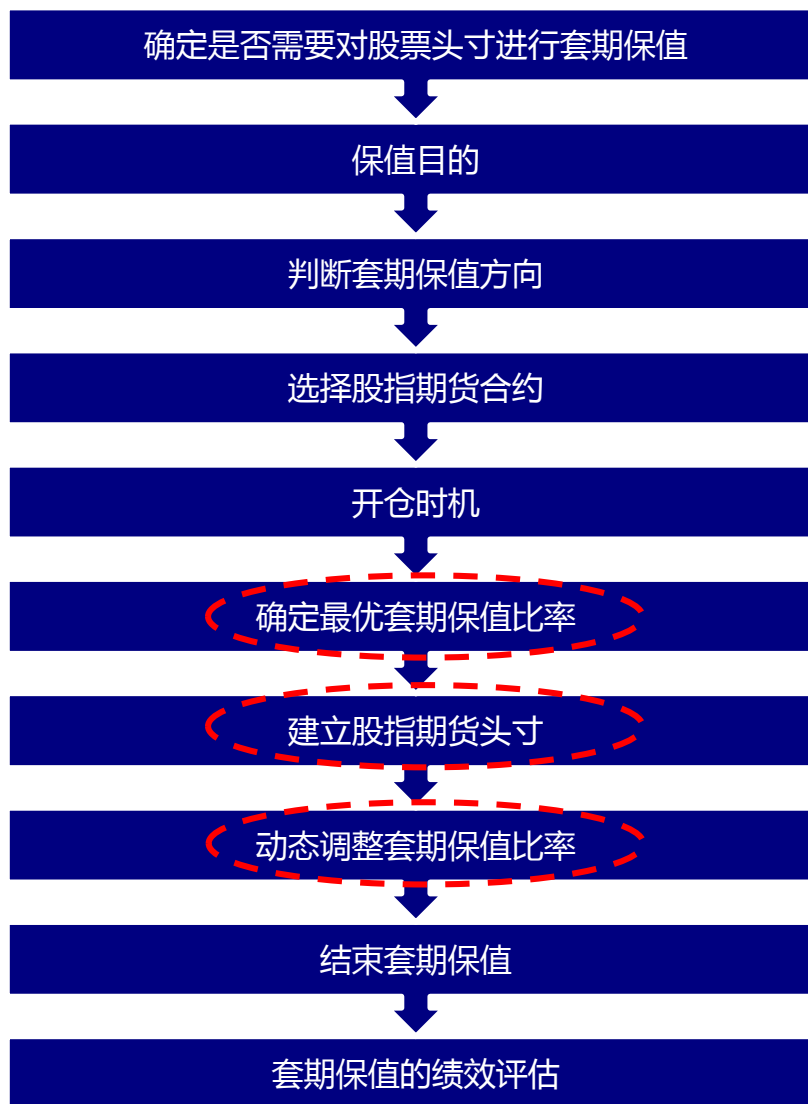
套期保值分别买入套保和卖出套保

- 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

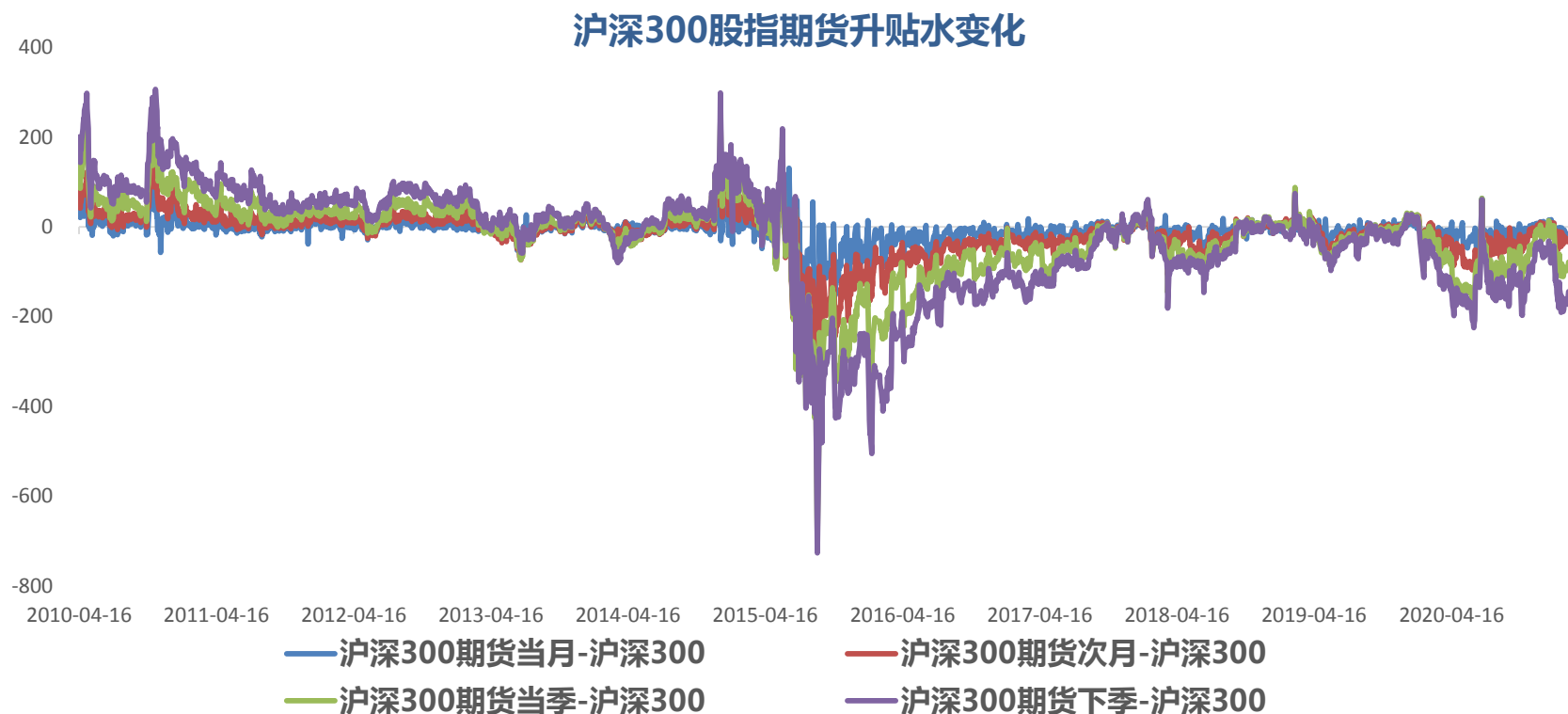
机构客户套期保值流程

十个
步骤



2010年以来沪深300股指期货升贴水变化

- 2015年IF当月合约贴水一度高达200-400点，远月合约的贴水幅度就更大了。
- 2017年2月股指期货第一次松绑以来，股指期货远月合约大幅贴水的情况也已经明显好转。
- 2017年2月第一次松绑前贴水高达200点以上，2017年9月二次松绑前减至100点以内，2018年以来已经逐渐恢复至小幅贴水状态。
- 随着沪深300股指期货保证金下降以及市场行情的好转，IF合约预计主要呈现**平水状态**。



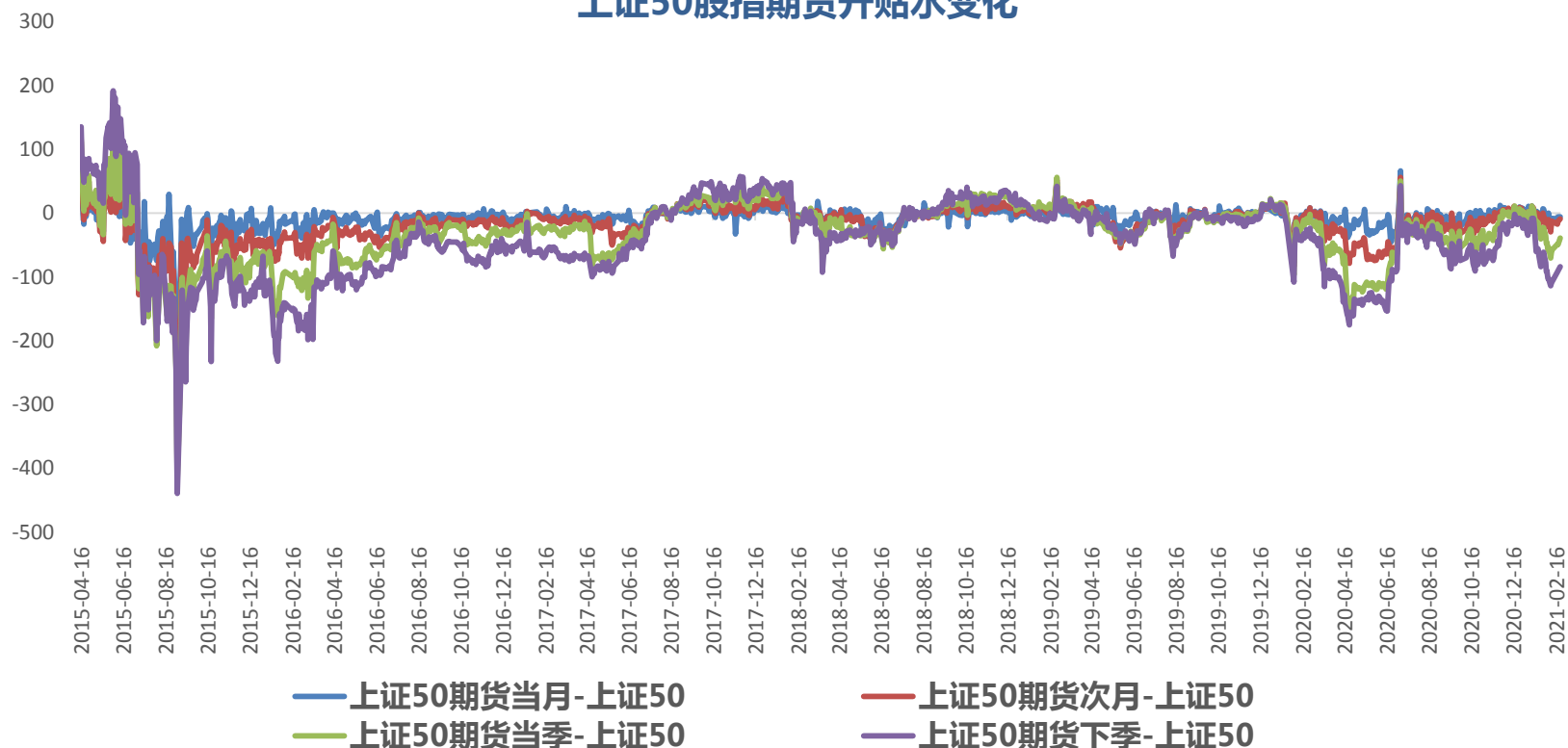
2020年沪深300卖出套保平均对冲成本在6.5%

合约	月份	代码	起始交易日	最后交易日	成为当月合约时间	成为当月主力合约时卖出套保年化成本			
						当月合约	下月合约	季月合约	下季月合约
IF	1801	IF1801.CFE	2017-11-20	2018-01-19	2017-12-18	-0.15%	0.59%	0.33%	0.51%
IF	1802	IF1802.CFE	2017-12-18	2018-02-22	2018-01-22	5.04%	3.46%	1.83%	1.19%
IF	1803	IF1803.CFE	2017-07-24	2018-03-16	2018-02-23	-6.33%	-3.55%	-2.31%	-1.26%
IF	1804	IF1804.CFE	2018-02-23	2018-04-20	2018-03-19	-7.38%	-5.49%	-5.33%	-3.62%
IF	1805	IF1805.CFE	2018-03-19	2018-05-18	2018-04-23	-5.84%	-6.39%	-4.75%	-3.44%
IF	1806	IF1806.CFE	2017-10-23	2018-06-15	2018-05-21	-4.24%	-5.91%	-4.53%	-3.32%
IF	1807	IF1807.CFE	2018-05-21	2018-07-20	2018-06-19	-17.07%	-10.99%	-9.18%	-5.58%
IF	1808	IF1808.CFE	2018-06-19	2018-08-17	2018-07-23	-5.63%	-6.19%	-4.15%	-3.15%
IF	1809	IF1809.CFE	2018-01-22	2018-09-21	2018-08-20	-5.97%	-5.19%	-4.08%	-3.06%
IF	1810	IF1810.CFE	2018-08-20	2018-10-19	2018-09-25	3.34%	0.50%	0.64%	-0.12%
IF	1811	IF1811.CFE	2018-09-25	2018-11-16	2018-10-22	6.65%	3.73%	1.34%	0.29%
IF	1812	IF1812.CFE	2018-04-23	2018-12-21	2018-11-19	0.65%	0.11%	0.55%	0.20%
IF	1901	IF1901.CFE	2018-11-19	2019-01-18	2018-12-24	-0.47%	0.47%	0.97%	0.12%
IF	1902	IF1902.CFE	2018-12-24	2019-02-15	2019-01-21	0.36%	1.20%	-0.02%	-0.03%
IF	1903	IF1903.CFE	2018-07-23	2019-03-15	2019-02-18	0.58%	0.85%	0.11%	-0.78%
IF	1904	IF1904.CFE	2019-02-18	2019-04-19	2019-03-18	5.13%	2.06%	1.87%	-0.25%
IF	1905	IF1905.CFE	2019-03-18	2019-05-17	2019-04-22	-1.61%	-1.28%	-1.23%	-0.65%
IF	1906	IF1906.CFE	2018-10-22	2019-06-21	2019-05-20	-9.95%	-8.95%	-4.97%	-2.90%
IF	1907	IF1907.CFE	2019-05-20	2019-07-19	2019-06-24	-8.52%	-5.23%	-4.30%	-2.70%
IF	1908	IF1908.CFE	2019-06-24	2019-08-16	2019-07-22	-3.96%	-3.12%	-1.69%	-1.03%
IF	1909	IF1909.CFE	2019-01-21	2019-09-20	2019-08-19	-2.44%	-2.26%	-1.62%	-1.13%
IF	1910	IF1910.CFE	2019-08-19	2019-10-18	2019-09-23	1.28%	-0.19%	0.14%	-0.13%
IF	1911	IF1911.CFE	2019-09-23	2019-11-15	2019-10-21	-4.34%	-3.01%	-1.39%	-1.05%
IF	1912	IF1912.CFE	2019-04-22	2019-12-20	2019-11-18	0.27%	-0.36%	-0.59%	-1.15%
IF	2001	IF2001.CFE	2019-11-18	2020-01-17	2019-12-23	3.72%	2.68%	2.19%	0.69%
IF	2002	IF2002.CFE	2019-12-23	2020-02-21	2020-01-20	4.69%	3.52%	1.14%	0.29%
IF	2003	IF2003.CFE	2019-07-22	2020-03-20	2020-02-24	-3.73%	-1.43%	-1.93%	-2.48%
IF	2004	IF2004.CFE	2020-02-24	2020-04-17	2020-03-23	-7.38%	-6.10%	-6.81%	-6.14%
IF	2005	IF2005.CFE	2020-03-23	2020-05-15	2020-04-20	-14.34%	-12.99%	-9.48%	-6.84%
IF	2006	IF2006.CFE	2019-10-21	2020-06-19	2020-05-18	-12.70%	-12.83%	-10.55%	-7.56%
IF	2007	IF2007.CFE	2020-05-18	2020-07-17	2020-06-22	-14.87%	-10.36%	-7.98%	-5.38%
IF	2008	IF2008.CFE	2020-06-22	2020-08-21	2020-07-20	-9.10%	-8.04%	-4.78%	-3.61%
IF	2009	IF2009.CFE	2020-01-20	2020-09-18	2020-08-24	-11.32%	-8.76%	-7.11%	-5.69%
IF	2010	IF2010.CFE	2020-08-24	2020-10-16	2020-09-21	-4.56%	-5.12%	-5.41%	-4.78%
IF	2011	IF2011.CFE	2020-09-21	2020-11-20	2020-10-19	-6.03%	-6.04%	-5.34%	-5.55%
IF	2012	IF2012.CFE	2020-04-20	2020-12-18	2020-11-23	-2.40%	-2.11%	-2.12%	-2.62%

2015年以来上证50股指期货升贴水变化

- 2015年IH当月合约贴水一度高达100-200点，远月合约的贴水幅度就更大了。
- 2017年第一次股指期货松绑以来，股指期货远月合约大幅贴水的情况也已经明显好转。
- 2017年9月二次松绑前减至50点以内，2018年以来已经逐渐恢复至升水状态。
- 随着上证50股指期货保证金下降以及市场行情的好转，IH合约预计主要以**升水为主**，有助于更好发挥股指期货的套期保值功能。

上证50股指期货升贴水变化



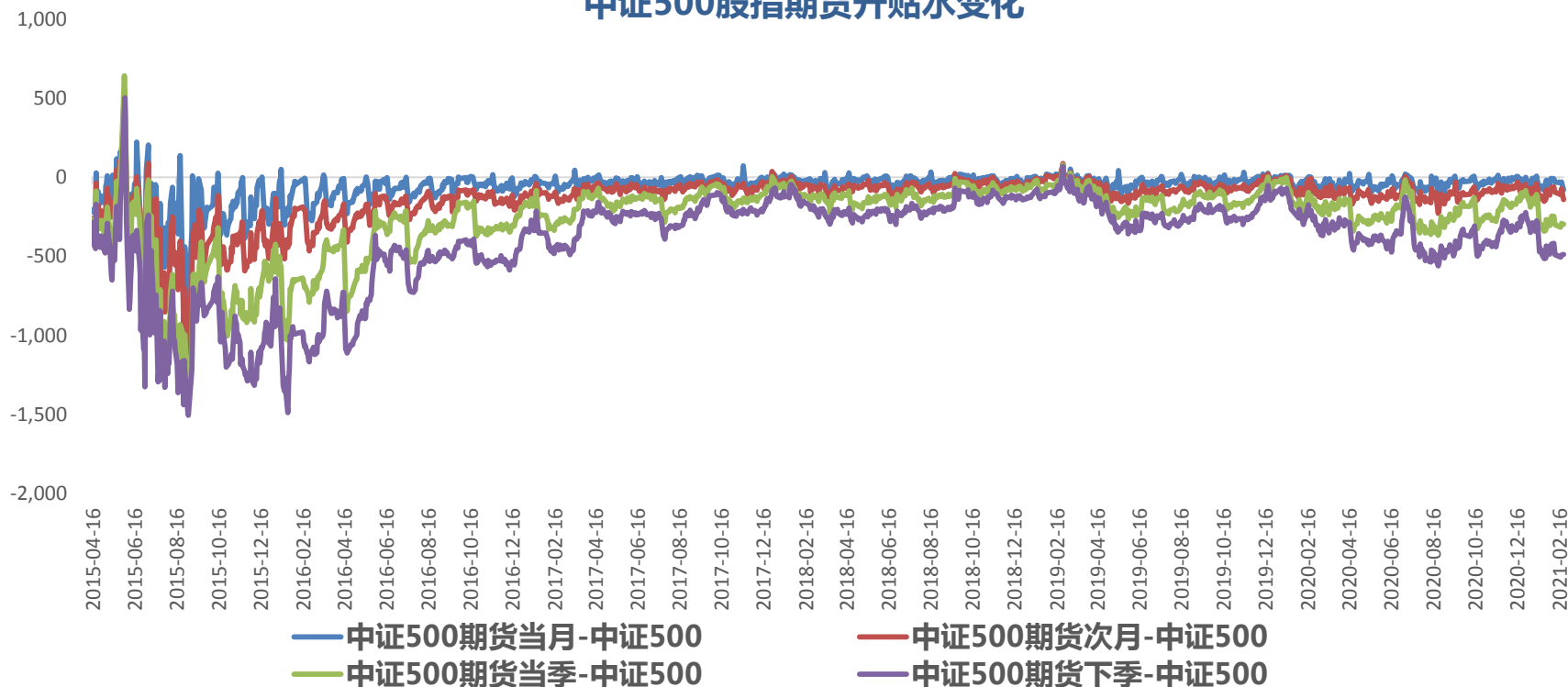
2020年上证50卖出套保平均对冲成本在5.61%

合约	月份	代码	起始交易日	最后交易日	成为当月合约时间	成为当月主力合约时卖出套保年化成本			
						当月合约	下月合约	季月合约	下季月合约
IH	1713	IH1713.CFE	2017-11-20	2018-01-19	2017-12-18	3.79%	1.94%	3.95%	2.92%
IH	1714	IH1714.CFE	2017-12-18	2018-02-22	2018-01-22	5.85%	5.65%	2.77%	1.94%
IH	1715	IH1715.CFE	2017-07-24	2018-03-16	2018-02-23	-1.37%	-1.62%	0.10%	-0.24%
IH	1716	IH1716.CFE	2018-02-23	2018-04-20	2018-03-19	0.06%	0.24%	-0.48%	-2.10%
IH	1717	IH1717.CFE	2018-03-19	2018-05-18	2018-04-23	0.04%	-1.83%	-3.05%	-2.22%
IH	1718	IH1718.CFE	2017-10-23	2018-06-15	2018-05-21	-5.07%	-5.94%	-3.50%	-2.00%
IH	1719	IH1719.CFE	2018-05-21	2018-07-20	2018-06-19	-17.53%	-9.60%	-8.64%	-3.81%
IH	1720	IH1720.CFE	2018-06-19	2018-08-17	2018-07-23	-2.10%	-1.14%	-0.48%	0.01%
IH	1721	IH1721.CFE	2018-01-22	2018-09-21	2018-08-20	0.93%	-0.03%	0.08%	0.06%
IH	1722	IH1722.CFE	2018-08-20	2018-10-19	2018-09-25	4.43%	3.20%	3.27%	2.06%
IH	1723	IH1723.CFE	2018-09-25	2018-11-16	2018-10-22	5.50%	4.17%	2.99%	1.86%
IH	1724	IH1724.CFE	2018-04-23	2018-12-21	2018-11-19	3.72%	3.25%	2.98%	1.20%
IH	1725	IH1725.CFE	2018-11-19	2019-01-18	2018-12-24	1.54%	2.43%	2.38%	1.47%
IH	1726	IH1726.CFE	2018-12-24	2019-02-15	2019-01-21	0.75%	1.85%	0.96%	-0.02%
IH	1727	IH1727.CFE	2018-07-23	2019-03-15	2019-02-18	1.00%	1.52%	1.04%	-0.55%
IH	1728	IH1728.CFE	2019-02-18	2019-04-19	2019-03-18	4.93%	3.83%	2.44%	0.64%
IH	1729	IH1729.CFE	2019-03-18	2019-05-17	2019-04-22	4.00%	-0.38%	-0.33%	0.13%
IH	1730	IH1730.CFE	2018-10-22	2019-06-21	2019-05-20	-8.94%	-8.54%	-3.30%	-1.47%
IH	1731	IH1731.CFE	2019-05-20	2019-07-19	2019-06-24	-9.57%	-6.29%	-4.33%	-1.89%
IH	1732	IH1732.CFE	2019-06-24	2019-08-16	2019-07-22	-0.88%	-1.23%	-0.49%	-0.16%
IH	1733	IH1733.CFE	2019-01-21	2019-09-20	2019-08-19	-6.10%	-4.59%	-3.53%	-2.34%
IH	1734	IH1734.CFE	2019-08-19	2019-10-18	2019-09-23	-0.05%	-0.27%	-0.32%	-0.14%
IH	1735	IH1735.CFE	2019-09-23	2019-11-15	2019-10-21	-1.98%	-1.80%	-0.46%	-0.55%
IH	1736	IH1736.CFE	2019-04-22	2019-12-20	2019-11-18	0.42%	-0.31%	-0.42%	-0.89%
IH	1737	IH1737.CFE	2019-11-18	2020-01-17	2019-12-23	4.57%	2.40%	1.55%	0.69%
IH	1738	IH1738.CFE	2019-12-23	2020-02-21	2020-01-20	4.31%	3.02%	0.64%	-0.10%
IH	1739	IH1739.CFE	2019-07-22	2020-03-20	2020-02-24	-2.80%	-1.65%	-1.54%	-2.13%
IH	1740	IH1740.CFE	2020-02-24	2020-04-17	2020-03-23	-9.10%	-8.07%	-9.72%	-7.66%
IH	1741	IH1741.CFE	2020-03-23	2020-05-15	2020-04-20	-14.98%	-16.00%	-12.07%	-8.49%
IH	1742	IH1742.CFE	2019-10-21	2020-06-19	2020-05-18	-12.34%	-14.46%	-11.46%	-7.99%
IH	1743	IH1743.CFE	2020-05-18	2020-07-17	2020-06-22	-18.85%	-13.33%	-10.53%	-6.88%
IH	1744	IH1744.CFE	2020-06-22	2020-08-21	2020-07-20	-3.84%	-3.23%	-1.53%	-1.47%
IH	1745	IH1745.CFE	2020-01-20	2020-09-18	2020-08-24	-5.14%	-2.93%	-3.10%	-2.15%
IH	1746	IH1746.CFE	2020-08-24	2020-10-16	2020-09-21	-4.35%	-4.24%	-4.59%	-3.14%
IH	1747	IH1747.CFE	2020-09-21	2020-11-20	2020-10-19	-4.76%	-5.06%	-3.86%	-3.51%
IH	1748	IH1748.CFE	2020-04-20	2020-12-18	2020-11-23	-0.07%	-0.93%	-1.83%	-2.57%

2015年以来中证500股指期货升贴水变化

- 2015年10当月合约贴水一度高达500多点，远月合约的贴水幅度就更大了。
- 2017年2月第一次松绑前贴水高达400点以上，2017年9月二次松绑前减至250点以内，2018年以来贴水已经收窄至150点以内。
- 随着中证500股指期货保证金下降以及市场行情地好转，远月基差将进一步收窄，有助于更好发挥股指期货的套期保值功能。当前大部分时间依然处于**贴水状态**。

中证500股指期货升贴水变化



2020年中证500卖出套保平均对冲成本在12.55%

合约	月份	代码	起始交易日	最后交易日	成为当月合约时间	成为当月主力合约时卖出套保年化成本			
						当月合约	下月合约	季月合约	下季月合约
IC	1713	IC1713.CFE	2017-11-20	2018-01-19	2017-12-18	-7.39%	-7.62%	-6.79%	-6.23%
IC	1714	IC1714.CFE	2017-12-18	2018-02-22	2018-01-22	0.18%	-2.10%	-3.01%	-2.93%
IC	1715	IC1715.CFE	2017-07-24	2018-03-16	2018-02-23	-13.08%	-9.73%	-7.95%	-5.91%
IC	1716	IC1716.CFE	2018-02-23	2018-04-20	2018-03-19	-14.32%	-10.63%	-10.42%	-8.41%
IC	1717	IC1717.CFE	2018-03-19	2018-05-18	2018-04-23	-9.21%	-9.45%	-7.99%	-7.01%
IC	1718	IC1718.CFE	2017-10-23	2018-06-15	2018-05-21	-8.85%	-8.12%	-7.93%	-6.70%
IC	1719	IC1719.CFE	2018-05-21	2018-07-20	2018-06-19	-19.58%	-13.85%	-13.75%	-10.92%
IC	1720	IC1720.CFE	2018-06-19	2018-08-17	2018-07-23	-5.29%	-5.78%	-5.97%	-5.67%
IC	1721	IC1721.CFE	2018-01-22	2018-09-21	2018-08-20	-12.18%	-10.46%	-8.61%	-7.01%
IC	1722	IC1722.CFE	2018-08-20	2018-10-19	2018-09-25	0.16%	-2.90%	-4.09%	-4.92%
IC	1723	IC1723.CFE	2018-09-25	2018-11-16	2018-10-22	-4.30%	-4.87%	-4.86%	-4.78%
IC	1724	IC1724.CFE	2018-04-23	2018-12-21	2018-11-19	-2.91%	-3.23%	-3.67%	-3.70%
IC	1725	IC1725.CFE	2018-11-19	2019-01-18	2018-12-24	-5.54%	-5.38%	-5.36%	-5.51%
IC	1726	IC1726.CFE	2018-12-24	2019-02-15	2019-01-21	-3.74%	-3.38%	-4.17%	-4.24%
IC	1727	IC1727.CFE	2018-07-23	2019-03-15	2019-02-18	4.12%	1.11%	-1.30%	-1.94%
IC	1728	IC1728.CFE	2019-02-18	2019-04-19	2019-03-18	2.75%	-1.09%	-1.35%	-2.77%
IC	1729	IC1729.CFE	2019-03-18	2019-05-17	2019-04-22	-9.65%	-9.38%	-6.04%	-5.27%
IC	1730	IC1730.CFE	2018-10-22	2019-06-21	2019-05-20	-24.02%	-18.27%	-14.00%	-11.34%
IC	1731	IC1731.CFE	2019-05-20	2019-07-19	2019-06-24	-11.85%	-10.94%	-10.43%	-9.04%
IC	1732	IC1732.CFE	2019-06-24	2019-08-16	2019-07-22	-10.90%	-12.76%	-10.73%	-9.31%
IC	1733	IC1733.CFE	2019-01-21	2019-09-20	2019-08-19	-5.23%	-7.59%	-8.67%	-8.50%
IC	1734	IC1734.CFE	2019-08-19	2019-10-18	2019-09-23	-7.44%	-8.36%	-8.41%	-7.99%
IC	1735	IC1735.CFE	2019-09-23	2019-11-15	2019-10-21	-11.74%	-11.61%	-9.70%	-8.71%
IC	1736	IC1736.CFE	2019-04-22	2019-12-20	2019-11-18	-9.19%	-9.84%	-9.72%	-9.27%
IC	1737	IC1737.CFE	2019-11-18	2020-01-17	2019-12-23	-2.40%	-4.05%	-5.05%	-5.36%
IC	1738	IC1738.CFE	2019-12-23	2020-02-21	2020-01-20	2.42%	-0.66%	-3.20%	-3.50%
IC	1739	IC1739.CFE	2019-07-22	2020-03-20	2020-02-24	-12.17%	-9.72%	-9.07%	-8.00%
IC	1740	IC1740.CFE	2020-02-24	2020-04-17	2020-03-23	-8.33%	-10.58%	-12.80%	-11.32%
IC	1741	IC1741.CFE	2020-03-23	2020-05-15	2020-04-20	-19.31%	-17.88%	-13.90%	-11.47%
IC	1742	IC1742.CFE	2019-10-21	2020-06-19	2020-05-18	-19.59%	-17.31%	-15.17%	-12.73%
IC	1743	IC1743.CFE	2020-05-18	2020-07-17	2020-06-22	-15.07%	-13.84%	-13.28%	-12.44%
IC	1744	IC1744.CFE	2020-06-22	2020-08-21	2020-07-20	-14.86%	-12.89%	-11.20%	-9.69%
IC	1745	IC1745.CFE	2020-01-20	2020-09-18	2020-08-24	-26.11%	-20.52%	-16.54%	-14.38%
IC	1746	IC1746.CFE	2020-08-24	2020-10-16	2020-09-21	-13.43%	-14.52%	-15.08%	-13.97%
IC	1747	IC1747.CFE	2020-09-21	2020-11-20	2020-10-19	-14.48%	-13.71%	-12.32%	-11.61%
IC	1748	IC1748.CFE	2020-04-20	2020-12-18	2020-11-23	-7.22%	-8.06%	-8.66%	-8.74%

股指期货受分红影响的时间跨度

我们对2020年的分红情况（根据2019年年报）进行了分析。上市公司除权除息日主要从3月份开始持续到8月份左右，而分红金额较大的月份主要是5月、6月和7月，其他月份的分红金额非常小，对股指的影响基本上可以忽略不计。

我们按股指期货上市合约持续的时间去统计该区间内总的分红金额，并通过权重加权后用除数换算成对指数点位的影响。从下面的柱状图中（标记蓝色部分）可以看出以下规律：

1) 当月合约分红影响主要集中在5月到8月

沪深300指数成份股分红区间主要集中在5月到8月，持续时间较上证50和中证500的主要时间更宽，即分红的影响持续时间更长。

当月合约的分红影响主要跟随上市公司分红的时间进行。

2) 下月合约的分红影响主要集中在4月到8月

下月合约由于持续时间有2个月，因此对于4月份上市的下月合约会持续到5月下旬到期，这期间既包括4月份分红金额也包括5月份分红金额，因此下月合约分红影响时间较当月合约提前了1个月的时间，即从4月份开始就会受到分红的较大影响。

3) 季月合约的分红影响主要集中在2月到7月

对于季月合约，它自上市到到期持续时间有3个月，因此2月份上市的季月合约要受到2月、3月和5月的分红影响，比下月合约又早了2个月。

虽然3月份也有分红，即1月份上市的季月合约也会受到分红影响，但是数量相对较小。

4) 下季月合约的分红影响主要集中在1月到7月

对于下季月合约，持续时间长达6个月，因此1月份上市的下季月合约会受到1月至6月的分红影响，比季月合约早了1个月。

5) 集中影响比较大的月份是5月、6月和7月

整体上而言，不同到期日的期货合约受到分红影响最集中的月份是5月、6月和7月。

股指期货受分红影响的程度分析

经过测算，上市的期货合约受分红影响的程度随时间呈现以下的规律。

- 整体上而言，对于沪深300股指期货合约，分红期开始时，一般对当月期货合约影响点数在20个点以内，对于下月期货合约在60个点左右，对于季月期货合约在90个点左右，对于下月期货合约在100个点左右。
- 整体上而言，对于上证50股指期货合约，分红期开始时，一般对当月期货合约影响点数在15个点以内，对于下月期货合约在50个点左右，对于季月期货合约在70个点左右，对于下月期货合约在80个点左右。
- 整体上而言，对于中证500股指期货合约，分红期开始时，一般对当月期货合约影响点数在15个点以内，对于下月期货合约在50个点左右，对于季月期货合约在70个点左右，对于下月期货合约在80个点左右。

分红对基差的影响	沪深300当月合约			沪深300下月合约			沪深300季月合约			沪深300下季月合约		
	平均值	最大值	最小值	平均值	最大值	最小值	平均值	最大值	最小值	平均值	最大值	最小值
2020年1月	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	8.30	33.22	0.00	49.08	96.34	33.30
2020年2月	0.00	0.00	0.00	0.01	0.05	0.00	33.17	33.20	33.09	96.20	96.27	95.97
2020年3月	0.02	0.05	0.00	2.70	8.38	0.05	33.06	33.12	32.80	95.88	96.04	95.12
2020年4月	3.47	8.30	0.00	18.72	32.87	8.27	59.52	95.40	32.76	95.16	95.40	94.55
2020年5月	13.66	24.57	0.00	51.60	73.19	24.57	87.15	94.65	81.30	87.15	94.65	81.30
2020年6月	17.38	46.13	0.00	57.01	67.32	47.33	67.48	81.21	47.68	67.48	81.21	47.68
2020年7月	15.96	33.94	0.00	23.60	47.18	7.86	23.80	47.53	7.86	23.80	47.53	7.86
2020年8月	3.11	7.51	0.00	3.36	7.86	0.00	3.36	7.86	0.00	3.36	7.86	0.00
2020年9月	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
2020年10月	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
2020年11月	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
2020年12月	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00

资料来源：Wind，申万期货研究所

主要内容

- 股指期货交易规则
- 股指期货交易策略
- 股指期货期权交易规则
- 股指期货期权交易策略

2019年12月23日上市挂钩沪深300的三个期权品种

- ❖ 2019年11月8日，经国务院同意，证监会正式启动扩大股票股指期权试点工作，按程序批准上交所、深交所上市沪深300ETF期权，中金所上市沪深300股指期权。归纳起来就是一个**沪深300**、**两类期权（股指和ETF）**、**三种合约（深、沪、中金所）**。
- ❖ 随着沪深300ETF期权和股票期权获批，意味机构资金在有了更好的对冲工具的情况下，可以从容进入A股，包括**社保基金、养老金、保险资金、公募、私募等上万亿资金**。

期权新品种

2015年

1个

上证50ETF期权

2016年

1个

2017年

3个

豆粕期权
白糖期权

2018年

4个

铜期权

玉米期权、天胶期权、棉花期权、铁矿石期权、PTA期权、甲醇期权、黄金期权，以及沪深两市300ETF期权、中金所300股指期权

2019年

14个

发展历程

2015年2月9日，
50ETF期权上市

2017年4月19日，
白糖期权上市

2017年3月31日，第
一只商品期权——豆
粕期权上市

2018年9月21日，
铜期权上市

2019年1月28日，玉米、
棉花、天然橡胶期权上市

2019年12月9日，
铁矿石期权上市

2019年12月16日，
甲醇、PTA期权上市

2019年12月20日，
黄金期权上市

2019年12月23日
300ETF期权、300
股指期权上市。

沪深300股指期权合约代码的要素

■ 沪深300股指期权合约：

IO	2006	C	4000
<ul style="list-style-type: none">• 交易代码： Index Option，合约标的是沪深300指数	<ul style="list-style-type: none">• 合约月份： 期权到期月份为2020年06月	<ul style="list-style-type: none">• 合约类型：C 为看涨期权，P为看跌期权	<ul style="list-style-type: none">• 行权价格： 该期权合约行权价格为4000点
IO	2006	P	4000
<ul style="list-style-type: none">• 交易代码： Index Option，合约标的是沪深300指数	<ul style="list-style-type: none">• 合约月份： 期权到期月份为2020年06月	<ul style="list-style-type: none">• 合约类型：C 为看涨期权，P为看跌期权	<ul style="list-style-type: none">• 行权价格： 该期权合约行权价格为4000点

中金所沪深300股指期权合约规则

沪深300股指期权合约	
合约标的物	沪深300指数
合约乘数	每点人民币100元
合约类型	看涨期权、看跌期权
报价单位	指数点
最小变动价位	0.2点
每日价格最大波动限制	<p>上一交易日沪深300指数收盘价的±10%</p> <p>上市首日的涨（跌）停板价格为挂牌基准价加上（减去）上一交易日标的指数收盘价的10%；</p> <p>非上市首日的涨（跌）停板价格为上一交易日结算价加上（减去）上一交易日标的指数收盘价的10%；</p> <p>前款计算结果小于最小变动价位的，以最小变动价位为跌停板价格。</p>
合约月份	当月、下2个月及随后3个季月，季月是指3月、6月、9月、12月。
行权价格及行权间距	<p>行权价格覆盖沪深300指数上一交易日收盘价上下浮动10%对应的价格范围</p> <p>对当月与下两个月合约：行权价格≤2500点时，行权价格间距为25点；2500点<行权价格≤5000点时，行权价格间距为50点；5000点<行权价格≤10000点时，行权价格间距为100点；行权价格>10000点时，行权价格间距为200点</p> <p>对随后3个季月合约：行权价格≤2500点时，行权价格间距为50点；2500点<行权价格≤5000点时，行权价格间距为100点；5000点<行权价格≤10000点时，行权价格间距为200点；行权价格>10000点时，行权价格间距为400点</p>
行权方式	欧式，买方只可在期权合约到期日当天行使权利。
交易时间	<p>9:25-9:30：开盘集合竞价时间，其中9:25-9:29为指令申报时间，9:29-9:30为指令撮合时间；</p> <p>9:30-11:30：上午连续竞价时间；</p> <p>13:00-14:57：下午连续竞价时间；</p> <p>14:57-15:00：收盘集合竞价时间；</p>
最后交易日	合约到期月份的第三个星期五，遇国家法定假日顺延
到期日	同最后交易日
交收日	无
行权日	最后交易日
交割方式	现金交割
上市交易所	中国金融期货交易所

300ETF期权和沪深300股指期权对比

- ❖ 1) 两个300ETF期权之间的不同点在于对标标的的不同。
- ❖ 2) 300ETF期权和沪深300股指期权履约方式分别是实物交割和现金交割。
- ❖ 3) 300ETF期权和沪深300股指期权的合约价值相差10倍。沪深300股指期权合约价值约40万，远大于300ETF期权约4万的合约价值。
- ❖ 4) 对于300ETF期权，以标的昨天收盘价，能够挂出总共9个行权价格的期权，而对于沪深300股指期权合约，行权价格要覆盖沪深300指数前收盘价上下浮动10%对应的价格范围，按照当前接近4000点计算，上下大概浮动400点，而对于当月和下两月期权合约行权价格间距是50点，即能够上下挂出约8个行权价格，整体上能够挂出约16个行权价格。
- ❖ 5) 相对于300ETF期权，沪深300股指期权能够提供下下月合约以及第三个季度合约。
- ❖ 6) 到期时间不同。沪深300股指期权到期时间和股指期货相同。

	300ETF期权	沪深300股指期权
标的	上交所：华泰柏瑞300ETF (510300.SH) 深交所：嘉实300ETF (159919.SZ)	沪深300指数 (000300.SH)
合约乘数	*10000	*100
最小报价单位	0.0001元	0.2点
合约月份	当月、下月、下季月、隔季月 (共4个月份)	当月、下两个月、随后的三个季月 (共6个月份)
到期日	到期月份的第四个星期三	到期月份的第三个星期五 (与股指期货一致)
行权价格	以标的昨日收盘价为基准，按行权价格间距挂出个4个实值、1个平值、4个虚值期权	行权价格覆盖沪深300指数前一个交易日收盘价上下浮动10%对应的价格范围
行权方式	欧式	欧式
履约方式	实物交割	现金交割

股指期货比股指期货多收盘集合竞价时间

- 股指期货交易时间
- 9:25-9:30：开盘集合竞价时间，其中9:25-9:29为指令申报时间，9:29-9:30为指令撮合时间；
- 9:30-11:30：上午连续竞价时间；
- 13:00-14:57：下午连续竞价时间；
- 14:57-15:00：收盘集合竞价时间；

股指期权和股票期权成交和持仓限额对比

期权类型	期权品种	客户群体	持仓限额	交易限额
ETF期权	上交所上证50ETF期权 上交所沪深300ETF期权 深交所沪深300ETF期权	(一) 新开合约账户	权利仓持仓限额为100张 总持仓限额为200张	单日买入开仓限额为400张
		(二) 经期权经营机构评估认为风险承受能力较强、开户满10个交易日、期权合约成交量达到100张且具备三级交易权限的客户	权利仓持仓限额1000张 总持仓限额2000张	单日买入开仓限额4000张
		(三) 经期权经营机构评估认为风险承受能力较强、开户满10个交易日、期权合约成交量达到500张、自有资产余额超过100万元且具备三级交易权限的客户	权利仓持仓限额2000张 总持仓限额4000张	单日买入开仓限额8000张
		(四) 经期权经营机构评估认为风险承受能力较强、开户满10个交易日、期权合约成交量达到1000张、自有资产余额超过300万元且具备三级交易权限的客户	权利仓持仓限额5000张 总持仓限额10000张	单日买入开仓限额10000张
股指期权	中金所沪深300股指期权	股指期权合约持仓限额是指交易所规定的会员或者客户对某一月份期权合约单边持仓的最大数量。同一客户某一月份沪深300股指期权合约单边持仓限额为5000手(在不同会员处持仓合并计算)。		<p>单边持仓数量按买入看涨期权与卖出看跌期权持仓量之和、卖出看涨期权与买入看跌期权持仓量之和分别计算。</p> <p>自2020年3月的第4个星期一（2020年3月23日）至6月的第3个星期五（2020年6月19日），客户该品种日内开仓交易的最大数量为100手，单个月份期权合约日内开仓交易的最大数量为50手，深度虚值合约日内开仓交易的最大数量为20手。</p> <p>自2020年6月22日起，客户该品种日内开仓交易的最大数量为200手，单个月份期权合约日内开仓交易的最大数量为100手，深度虚值合约日内开仓交易的最大数量为30手。</p>

每日结算价和最后交易日结算价计算规则不同

结算价	
非最后交易日的当日结算价	股指期货合约除最后交易日外的当日结算价为合约当日收盘集合竞价的成交价格。 当日收盘集合竞价未形成成交价格或者成交价格明显不合理的，交易所有权决定当日结算价。
最后交易日的结算价	对看涨期权合约，合约交割结算价高于行权价格的，该合约最后交易日的结算价为交割结算价与行权价格的差额，其他情形下最后交易日的结算价为零； 对看跌期权合约，合约交割结算价低于行权价格的，该合约最后交易日的结算价为行权价格与交割结算价的差额，其他情形下最后交易日的结算价为零。
交割结算价	股指期货合约交割结算价为最后交易日的指数最后2小时的算术平均价。计算结果保留至小数点后两位。

股指期货卖方需要缴纳交易保证金

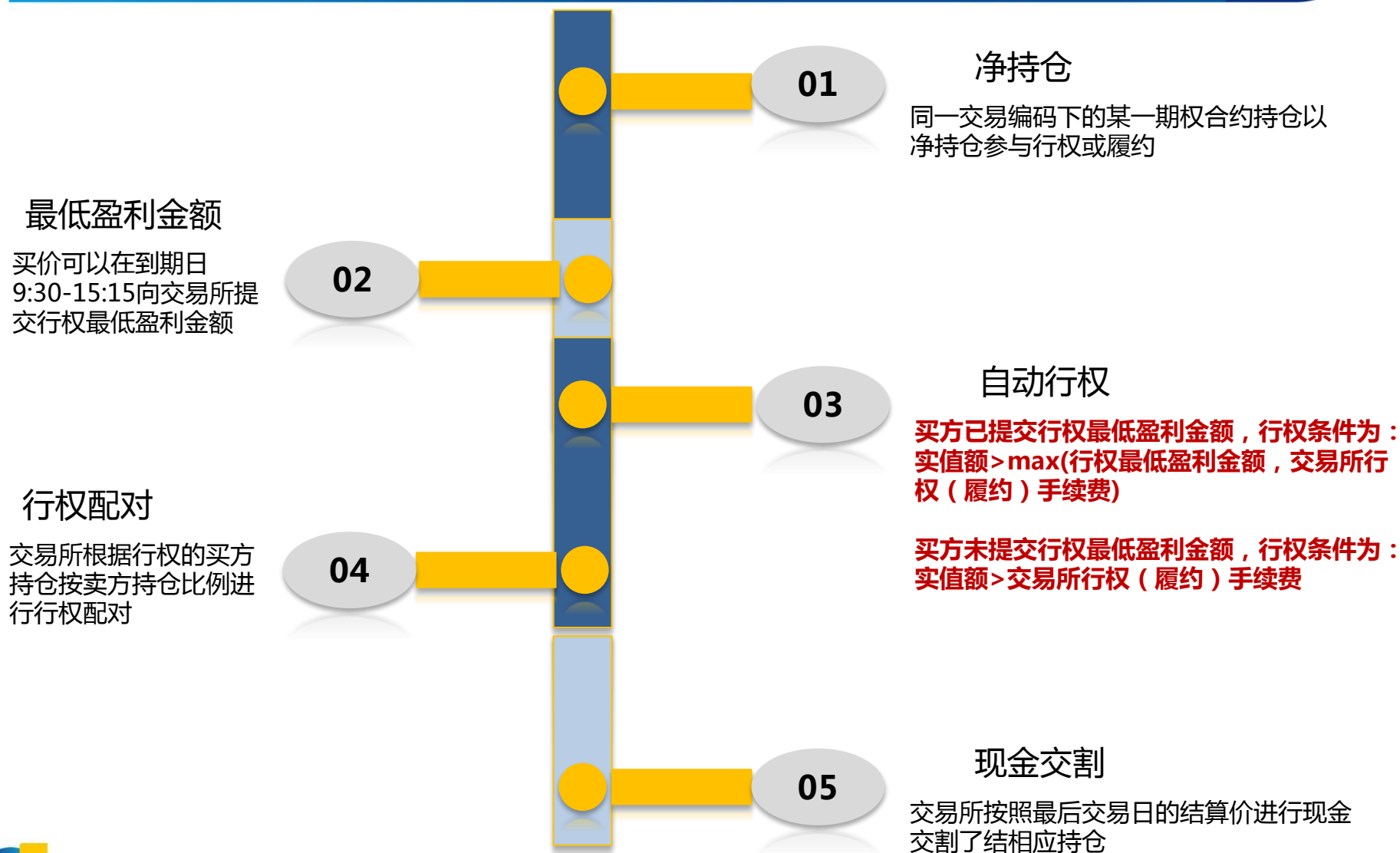
- ❖ 股指期货合约卖方开仓时，交易所按照上一交易日结算时合约交易保证金标准收取合约卖方交易保证金。
- ❖ 股指期货合约卖方平仓时，交易所释放合约卖方所平合约的交易保证金。

保证金	<p>当日结算时，股指期货合约卖方交纳的交易保证金标准为：</p> <p>每手看涨期权交易保证金 = (合约当日结算价*合约乘数) + max (标的指数当日收盘价*合约乘数*合约保证金调整系数-虚值额，最低保障系数*标的指数当日收盘价*合约乘数*合约保证金调整系数)</p> <p>每手看跌期权交易保证金 = (合约当日结算价*合约乘数) + max (标的指数当日收盘价*合约乘数*合约保证金调整系数-虚值额，最低保障系数*合约行权价格*合约乘数*合约保证金调整系数)</p> <p>其中，股指期货合约的保证金调整系数、最低保障系数由交易所另行规定。</p> <p>看涨期权虚值额为：max 【 (本合约行权价格-标的指数当日收盘价) *合约乘数，0】 ；</p> <p>看跌期权虚值额为：max 【 (标的指数当日收盘价-本合约行权价格) *合约乘数，0】 。</p>
保证金收取	股指期货合约卖方开仓时，交易所按照上一交易日结算时合约交易保证金标准收取合约卖方交易保证金。股指期货合约卖方平仓时，交易所释放合约卖方所平合约的交易保证金。
手续费标准	股指期货合约的手续费标准由交易所另行规定。

期权买方有权行权，期权卖方需要履约

行权与履约	会员、客户在同一交易编码下的某一期权合约持仓，以 净持仓 参与行权或者履约。
行权条件	股指期权合约到期日结算时，交易所对符合下列行权条件的买方持仓自动行权： （一）买方提交行权最低盈利金额的，行权条件为 合约实值额大于买方提交的行权最低盈利金额和交易所规定的行权（履约）手续费两者中的较大值 ； （二）买方未提交行权最低盈利金额的，行权条件为 合约实值额大于交易所规定的行权（履约）手续费 。 不符合前款规定的行权条件的买方持仓，视为放弃行权。 期权合约实值额为最后交易日的结算价乘以合约乘数。
申请时间	股指期权合约买方可以在到期日9:30-15:15，向交易所提交行权最低盈利金额。
行权配对	交易所根据行权的买方持仓，按照卖方的持仓比例进行行权配对。
行权盈亏	$\text{股指期权合约行权盈亏} = \Sigma (\text{最后交易日的结算价} \times \text{买入看涨期权合约行权数量} \times \text{合约乘数}) + \Sigma (\text{最后交易日的结算价} \times \text{买入看跌期权合约行权数量} \times \text{合约乘数}) - \Sigma (\text{最后交易日的结算价} \times \text{卖出看涨期权合约行权数量} \times \text{合约乘数}) - \Sigma (\text{最后交易日的结算价} \times \text{卖出看跌期权合约行权数量} \times \text{合约乘数})$ 行权盈亏计入当日盈亏。

股指期权行权和履约制度



数据来源：中金所

主要内容

- 股指期货交易规则
- 股指期货交易策略
- 股指期权交易规则
- 股指期权交易策略

利用股指期货进行下跌保护的规律

- 用沪深300股指期货和沪深300指数数据进行期权下跌保护的数据回测，发现自2019年12月23日至2020年11月27日这段时间用股指期货进行对冲有以下几个规律：
 - 1、当月平值期权对冲成本大约19%左右，但如果使用长期平值期权合约，可以将期权年化成本下降至12%左右。
 - 2、若使用当月虚2档期权，从权利金角度，可以把成本缩小至10%左右，但是因为还保留了2档标的下跌的风险，所以预计综合成本在12%左右。但若未来标的指数是上涨的，则这约2%的下跌损失将不会产生，那么期权整体成本将在10%左右。
 - 3、对于使用虚值合约情况下，使用远期合约成本下降不明显。在本次测算中，虚值当月、虚值下月、虚值季月的期权金成本分别是9.74%、12.40%、9.94%。

利用股指期货进行下跌保护的效果测算

(测算期间：2019.12.23—2020.11.27)

资产收益测算	期权对冲下资产累计收益率(%)	未对冲资产累计收益率(%)	期权对冲下资产累计净值	未对冲资产累计净值
平值当月	6.76%	25.55%	1.068	1.256
平值下月	9.18%	25.55%	1.092	1.256
平值季月	13.80%	25.55%	1.138	1.256
虚值当月	15.81%	25.55%	1.158	1.256
虚值下月	13.15%	25.55%	1.132	1.256
虚值季月	15.91%	25.55%	1.159	1.256

期权成本测算	期权金累计损益(单位：点)	期权金累计成本率(%)	与当前标的价格相差幅度(%)	期权对冲总成本(%)
平值当月	-745.4	-18.79%	-0.02%	-18.81%
平值下月	-649.6	-16.37%	-0.06%	-16.43%
平值季月	-466.4	-11.76%	0.34%	-11.42%
虚值当月	-386.4	-9.74%	-2.37%	-12.11%
虚值下月	-491.8	-12.40%	-2.42%	-14.82%
虚值季月	-382.6	-9.64%	-2.11%	-11.76%

备注：1) 虚值程度为虚2挡的行权价格；2) 由于数据样本时间较短未能反映长期效果，而且没有考虑流动性等因素，上述数据实验结果供参考。

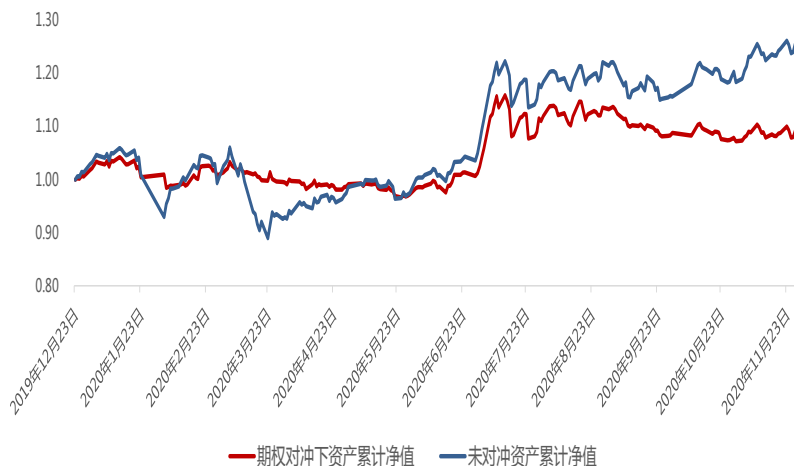
不同股指期权平值合约进行下跌保护的比较

- 根据回测数据，月初平值看跌期权的价格大约是对应标的价格的2%，如果使用平值看跌期权进行下行保护，则年化成本在20%左右。因此，不建议长期用买入看跌期权的方式对冲下行风险，成本较高，或者使用长期期权用来对冲较长期期间的下行风险，因为因时减值不是线性的，使用长期期权更合理。但对于预计短期有大幅下跌风险的时候，用期权效果较佳，同时依然能取得标的上涨带来的收益。

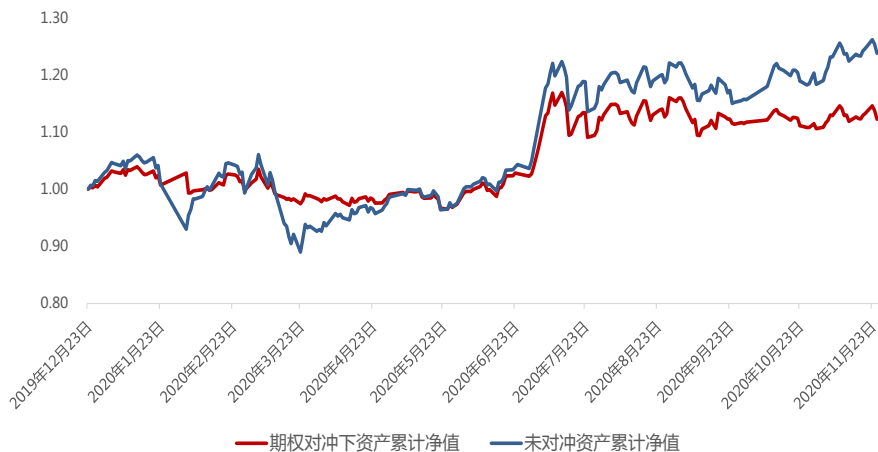
资产净值（当月平值期权下跌保护VS未保护）



资产净值（下月平值期权下跌保护VS未保护）

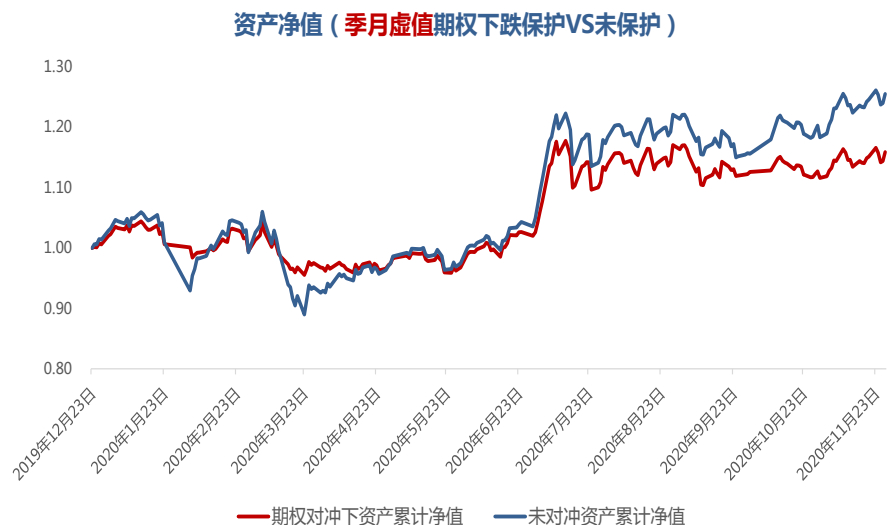


资产净值（季月平值期权下跌保护VS未保护）



不同股指期权虚值合约进行下跌保护的比较

- 根据回测数据，月初虚2档看跌期权的价值大约是对应标的价格的1%，如果使用虚值看跌期权进行下行保护，则年化成本在10%左右，但预留了约2%的股指下跌空间。



2020年用股指期货期权进行下跌保护的成本在20%以上

- 通过测算，一般情况下用当月平值看跌期权进行对冲，每月的成本在1.7%左右，年化在20%左右。
- 2020年3月由于海外疫情恶化，金融资产大幅下跌，恐慌指数直线上升，导致期权定价短期迅速提高，当月平值看跌期权的对冲成本达到4%以上，年化成本超50%。
- 若持续用当月平值看跌期权进行下跌保护，所需的成本较大，可以采用长期期权（流动性有所制约）或短时间内进行对冲。
- 相对于股指期货，买入股指期货期权进行对冲的一个优势是所需资金少，从而资金成本低，且不存在追收保证金的风险。

期权上市时间	期权到期时间	开仓期权合约	期权开仓价格	平值期权月度成本率（%）	平值看跌期权年化成本率（%）
2020-02-24	2020-03-20	IO2003-P-4150.CFE	110	1.90%	22.82%
2020-03-23	2020-04-17	IO2004-P-3650.CFE	229.8	4.40%	52.83%
2020-04-20	2020-05-15	IO2005-P-3850.CFE	128.8	2.42%	29.06%
2020-05-18	2020-06-19	IO2006-P-3900.CFE	99.6	1.81%	21.70%
2020-06-22	2020-07-17	IO2007-P-4100.CFE	101.4	1.75%	21.03%
2020-07-20	2020-08-21	IO2008-P-4550.CFE	135.4	2.13%	25.61%
2020-08-24	2020-09-18	IO2009-P-4700.CFE	129.8	1.95%	23.44%
2020-09-21	2020-10-16	IO2010-P-4750.CFE	108.2	1.67%	20.07%
2020-10-19	2020-11-20	IO2011-P-4800.CFE	146.8	2.28%	27.40%

***假设以期权上市当日开盘价建仓；

***股指期货到期时间为第三个星期五

蝶式价差

- 蝶式价差是一个中性的头寸，它风险有限，盈利也有限。这个策略涉及三个行权价，在较低的两个行权价之间是一个牛市价差，在较高的两个行权价之间是一个熊市价差。如果标的价格在到期日等于中间的行权价，这个价差就能实现其最大盈利，如果标的价格在到期日高于较高的行权价或低于较低的行权价，它就承受其最大亏损。
- 事实上，投资者在两个相等的蝶式价差之间做出选择的依据，很可能是看它们是用收入还是支出来建立的。

例子

沪深300指数：4800

行权价	4700	4800	4900
看涨期权	170	100	70
看跌期权	80	110	180

- 尽管这四种构造蝶式价差的方法在到期时都是相等的，但在到期之前的某些价格运动中，有的价差比其他的更优越。
- 通常情况下，最好用看涨期权来构造牛市价差，最好用看跌期权来构造熊市价差。
- 一手蝶式价差实际上和卖出一手完全受到保护的跨式价差是相等的。

牛市价差 (买入4700期权， 并卖出4800期权)	熊市价差 (买入4900期权， 并卖出4800期权)	总收支
看涨期权（70支出）	看涨期权（30收入）	40支出
看涨期权（70支出）	看跌期权（70支出）	140支出
看跌期权（30收入）	看涨期权（30收入）	60收入
看跌期权（30收入）	看跌期权（70支出）	40支出

鹰式和铁鹰式价差

- 鹰式价差和蝶式价差非常相似，只是该价差中间是两个不同的行权价。鹰式价差可以全部用看涨期权来构造，也可以全部用看跌期权来构造。而铁鹰式价差则是用看涨期权和看跌期权的组合来构造。
- 这些价差的盈利图形都相同，因此它们是相等的。在实践中，大多数交易者在构造这类价差时，都使用铁鹰式价差策略。
- 所有期权最初都是虚值的，在建立该头寸时就能获得收入。

例子

- 假设沪深300指数为4800点，某个铁鹰式价差可能可以用下面的方式来构造：
- 买入1手沪深300指数9月5000点看涨期权：40点
- 卖出1手沪深300指数9月4900点看涨期权：70点
- 买入1手沪深300指数9月4600点看跌期权：40点
- 卖出1手沪深300指数9月4700点看跌期权：70点
- 净收入：60点。
- 在这个基本的构成中，看涨期权行权价之间的差和看跌期权行权价之间的差应该相等，在本例中是100点。所有期权在开始时都是虚值的。
- 在这些标准下，建立该头寸时常能获得一笔收入，因为卖出的期权的行权价与标的物当前价格的距离，比买入的期权更近。
- 如果标的在到期时位于两个中间的行权价之间，那所有期权都会无价值到期，该交易者能获得等于初始收入的盈利（减去手续费）。这是该交易能提供的最大潜在盈利：本例中是60点。
- 相反，如果标的在到期时位于任何一个期权多头的行权价之外，那就会实现最大损失，在本例中是40点（100-60）。
- **最大损失=两个行权价之差中的较大值-最初的收入**

铁鹰式价差策略的行权价选择和后续行动

- 理想情况下，投资者可以把这些行权价设置得离当前标的价格足够远，以让出现最大损失的概率足够小。例如，期权空头行权价的通常设置是离标的当前价格有1个或更多的标准差的距离。
- 需要指出的是，波动率的上升从两方面给该策略带来了负面影响：1) 标的有更大的概率移出最初估计的期权空头行权价；2) 所有期权都会变得更贵，这会导致价差出现盯市亏损，不过许多投资者并不太在意盯市亏损，毕竟这些亏损仍是有限的。
- 后续行动。1) 一种理论认为，当标的上涨到看涨期权空头行权价之上时，看涨期权价差就应该被立刻或短期内平仓；而当股票下跌至看跌期权空头行权价之下时，看跌期权价差就应该被平仓。这种方式虽然会限制亏损，但可能会导致比什么都不做有更大的损失。2) 另一种理论认为，任由价差到期。当然，如果某个投资者把他的资金都投资在一个价差里，这种理论就会是有害的，因此，需要某种资金管理的方法，例如，分配全部资金的特定比例给这个策略。
- 总而言之，鹰式价差有很大的吸引力。它有很大的机会获得小额盈利（假设期权空头行权价离初始标的价格足够远）。但它也有较小的可能会亏损，因此交易者不能用很高比例的资金来交易这个策略。

期权多头和价差的组合：在看多的情况里

- 投资者也可以将一手看涨期权多头和一个收入看跌期权价差组合起来，构造一个表现同买入看涨期权非常相似，但风险在大部分价格范围内都比较小的头寸。在使用该策略时，投资者常常对标的相当看多，而他想要买入的看涨期权又“定价过高”。
- 例如，这可能发生在标的价格突然暴跌的时候，在这样的時候，直接买入看涨期权会冒很大的风险。如果标的开始反弹，看涨期权的隐含波动率常常会下降，从而对投资者的看涨期权多头头寸造成损害。

例子

- 假设沪深300指数为4800点，投资者希望买入9月4800看涨期权做直接的看多投机。这个看涨期权的售价是150点，这个投资者认为定价过高，因此，他决定买入9月4800看涨期权的同时，还使用下面的看跌期权价差：
- 买入1手沪深300指数9月4600点看跌期权：50点
- 卖出1手沪深300指数9月4700点看跌期权：90点
- 卖出这个看跌期权价差可以得到40点收入，因此它的总头寸的支出就是 $150 - 40 = 110$ 点。
- 不过，由于卖出了看跌期权价差，这个头寸就有了额外的风险。如果标的急剧下跌，这个看跌期权价差组合就有可能亏损60点（ $100 - 40$ ），加上买入看涨期权的150点，整体亏损210点。因此，整个价差仍然风险有限，因为买入看涨期权和看跌期权收入价差都是风险有限的策略。不过，将两者组合在一起的风险比任一单独头寸的风险都要大。

期权多头和价差的组合：在看空的情况里

- 用同样的方式，投资者可以利用对股票看空的看法来构造一个头寸。同样，它也是在期权定价过高，投资者感到只买入平值看跌期权价格太贵的情况下最有用。

例子

- 假设沪深300指数为4800点，投资者希望买入9月4800看跌期权做直接的看空投机。这个看跌期权的售价是160点，这个投资者认为定价过高，因此，他决定买入9月4800看跌期权的同时，还使用下面的看涨期权价差：
- 买入1手沪深300指数9月5000点看涨期权：40点
- 卖出1手沪深300指数9月4900点看涨期权：80点
- 卖出这个看跌期权价差可以得到40点收入，因此它的总头寸的支出就是 $160 - 40 = 120$ 点。
- 不过，由于卖出了看涨期权价差，这个头寸就有了额外的风险。如果标的急剧上涨，这个看涨期权价差组合就有可能亏损60点（ $100 - 40$ ），加上买入看跌期权的160点，整体亏损220点。因此，整个价差仍然风险有限，因为买入看跌期权和看涨期权收入价差都是风险有限的策略。不过，将两者组合在一起的风险比任一单独头寸的风险都要大。

跨期价差的原理

跨期价差也叫做时间价差（time spread），它涉及**卖出一个期权，同时买入一个更远期的期权**，**两个期权的行权价相同**。从广义上说，跨期价差是一个**水平价差**。

使用跨期价差的中性哲学是，时间对近期期权价值的侵蚀速度要比远期期权快。如果是这样的话，在短期期权到期时，价差就会变宽，交易者能得到盈利。

	8月4600看涨期权（1个月的期权）	9月4600看涨期权（2个月的期权）	10月4600看涨期权（3个月的期权）
沪深300指数	90	150	180

如果交易者卖出8月4600看涨期权，同时买入9月4600看涨期权，投资者需要支出60点（90-150），也就是看涨期权的价格的差，再加上手续费。这就是说，这个组合的投资是价差的净支出加上手续费。

此外，假设在1个月8月期权合约到期时，沪深300指数的价格仍然是4600点，没有变化。这样的话，9月看涨期权应当价值90点，10月看涨期权应当价值150点。

	8月4600看涨期权（1个月的期权）	9月4600看涨期权（2个月的期权）	10月4600看涨期权（3个月的期权）
沪深300指数	0	90	150

8月3600看涨期权和9月3600看涨期权的价格差目前扩大到了90点。因为这个价差最初的支出是60点，价差的扩大就产生了30点盈利。

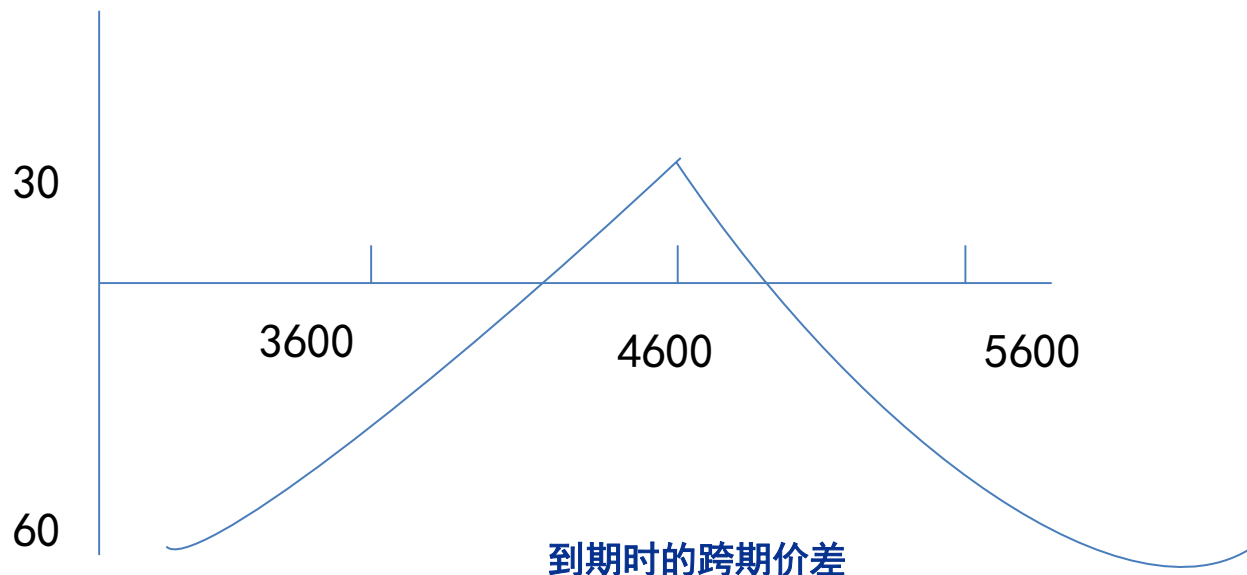
要产生盈利，标的在近期合约到期日时并不一定需要刚好等于近期期权行权价。事实上，在高于和低于该行权价的范围内，都可以产生一些盈利。这类头寸的风险是标的会大幅下跌或上涨。在这种情况下，两个期权的价差就会缩小，交易者就会亏钱。

由于同一行权价的两个期权的价格差不可能缩小到低于零，因此，这个价差的风险就限制在最初建立这个价差的支出金额内，再加上手续费。

中性跨期价差具体盈亏示例

一个跨期价差，如果在建立时标的股票价格刚好等于或者接近所用期权的行权价，那么它就是一个中性的价差。这个策略重要的是卖出时间，而不是预测标的的方向。

如果在近期期权到期时股票相对没有变化，这个中性价差就可以盈利。在一个中性价差里，交易者一开始就应当计划在近期期权到期时将这个价差平仓。



这个图形是一条曲线而不是直线，因为9月的看涨期权还有时间价值。这个图形略偏多：盈利范围在高于行权价的区域比在低于行权价的区域伸展得更远一些。这是因为这个价差是看涨期权的价差。如果是看跌期权的价差的话，那就会略微看空。

盈利区域的宽度是标的股票的波动率的函数，波动率会影响剩余的长期看涨期权在到期时的价格。此外，盈利区域的宽度也是短期期权剩余存续期的函数。

中性跨期价差：买卖时机和波动率的影响

■ 买卖时机

- 这一类跨期价差的盈利有限，手续费占比相对较大。
- 一般而言，建立这样一个价差的最好时间是在近期期权到期之前的**8-12个星期（即2-3个月）**。如果这样做，交易者就能赚到近期期权相对较长期期权最大比率的因时减值。也就是说，当一个看涨期权只有不到8个星期的存续期时，相对同一个标的上较长期的期权来说，它的时间价值的减值速度会大幅度地增加。

■ 波动率的影响

- 期权的隐含波动率对这个跨期价差会有影响。随着波动率的增长，这个价差的跨度会增大；随着波动率的萎缩，这个价差的跨度会减小。
- 事实上，买入跨期价差是一种**反波动率**策略：交易者希望标的物的价格保持不变。有时当标的的波动率很大时，跨期价差看上去特别有吸引力，但这种看法可能存在误区。首先，因为这个标的是高波动率的，它有很大可能会运动到盈利区域之外；其次，如果标的确实稳定下来，在一个接近行权价的范围内交易，那么这个价差就会失去它的价值，因为它失去了波动性，这笔损失会大于从因时减值中得到的收益。

中性跨期价差：后续行动

■ 如果标的很早就发生了向下突破

- 选择一：投资者可以立即把价差平仓，接受这个头寸的小额亏损。
- 选择二（**最容易和最保守**）：不管它，直到近期期权到期，希望到时标的会有部分反弹，从而可以从价差的多头腿中得到部分弥补。**这种继续持有头寸的做法往往比立刻平仓要好**。因为买回先前卖出的看涨期权，可能需要很大比例的支出。
- 选择三：在标的开始剧烈下跌时卖出先前买入的看涨期权。这样做的话，价差交易者可以立刻从价差的多头腿中得到部分弥补，然后期望股价保持弱势，从而价差的空头腿可以无价值到期。要采取这个行动，交易者就必须要有足够的质押物为最终的裸看涨期权提供保证金，抵押物的金额常常超过最初建立价差时的支出。此外，如果标的股票价格反转，涨到或超过行权价，价差的空头腿就是裸头寸，会产生严重的亏损。这样的后续行动所承担的风险违背了价差最初的中性宗旨，因此是**应当避免的**。

■ 如果标的很早就向上突破

- 选择一：如果标的在价差建立后不久就上涨、价差的跨度就会缩小，但不会缩小很多。因为在上漲过程中，两个期权都会有时间价值。如果价差交易者急急忙忙地将头寸平仓，他就需要为两个相当贵的期权支付手续费。他最好再等一等，价格有很大可能性会反转。事实上，即使是在近期到期时，买入的期权正常情况下也会有一些时间价值，不会出现最大损失。
- 选择二：在抵御上行运动方面可以采取的一个高风险的行动，是在技术性突破时买回卖出的看涨期权，并继续持有买入的看涨期权。如果突破失败并且价格下跌，这就可能带来灾难性的后果，实际损失可能远远超过最初的支出。因此，这样的行动对于中性策略家来说，是极端激进和没有逻辑的。

牛市跨期价差的原理

- 在一个牛市跨期价差中，交易者也是卖出近期的看涨期权和买入较远期的看涨期权，但标的价格会比这些看涨期权的行权价低一定幅度。这类头寸的吸引力在于其较低的投资额和较大的潜在盈利。

	沪深300指数	8月4600看涨期权	9月4600看涨期权
价格	4200	90	150
买卖		卖	买

这个投资者希望发生两件事。

一、他希望近期期权无价值到期。这就是用虚值期权来建立牛市跨期价差的原因：为了增加卖出的看涨期权无价值到期的机会。如果这种情况发生，投资者就能以等于最初的支出的净成本来得到较远期的看涨期权。在这个例子中，建立这个价差最初的支出只有60点。如果8月4500看涨期权无价值到期，这个投资者就能以60点的净成本（再加上手续费）得到9月4600看涨期权。

二、他希望在9月4600看涨期权到期前，股票的价格上涨。在这个例子中，如果沪深300指数在8-9月之间上涨到4700点，则9月4600看涨期权至少可以卖到100点，而这个期权的净成本为60点。

因此假设近期看涨期权已无价值到期，而标的价格在较远期看涨期权到期前高于其行权价，那这个牛市跨期价差就有大量的盈利。

跨期价差的总结

- 无论是中性跨期价差还是牛市跨期价差，投资者在期权到期月份上都有3个选择。他可以卖出最近期的看涨期权并买入中期的看涨期权，这是最常见的方式。
- 另外两种方式是：
 - 1) 卖出中期的并买入最远期的。一般而言，这个组合所需要的最初支出最小。不过在接近中期到期日之前，这个价差都没有多大的潜在盈利。并且，标的有许多时间来运动到离最初的行权价有一定距离的地方。因此，在跨期价差中，这通常不是一种高明的做法。
 - 2) 或者卖出近期的并买入远期的。
- 跨期价差是一种低成本策略。只要价差交易者没有把大比例的交易资金放在这个策略里，并且他没有“分腿”进入或者拆散这个价差，这就算不上是一个激进策略。
- 在中性的跨期价差里，投资者主要是在卖出时间，他想要从这样的既知事实里赚钱：近期看涨期权损失时间价值的速度要快于远期看涨期权。
- 牛市跨期价差是一种比较激进策略，其中，投机者是想从卖出较近期的看涨期权中得到收入，以减少较远期看涨期权的净成本。这种看多的策略需要近期看涨期权无价值到期，而标的价格在此后上涨。
- 在这两种策略中，最常见的做法是卖出最近期的看涨期权，同时买入中期的看涨期权。不过，有时最初卖出近期的并买入最远期的，并在近期看涨期权无价值到期时继续卖出中期看涨期权的做法，会有一定优势。
- 在所有情况下，当持有价差时，期权的隐含波动率的上升会对跨期价差交易者有利，而隐含波动率的下降则会对其不利。

反向跨期价差

- 反向跨期价差中，交易者卖出1手长期看涨期权，并买入1手短期看涨期权。两手看涨期权的行权价是相同的。
- 这个策略会在下面两种情况中赚钱：1) 标的价格运动到离行权价相当远的地方；2) 价差使用的期权的隐含波动率减小了。
- 建立这个价差的最佳时机是当隐含波动率很高，而且标的有大幅波动的趋势的时候。

	沪深300指数	8月4600看涨期权	9月4600看涨期权
价格	4600	90	150
买卖		买	卖

这手价差有60点收入。

免责声明

本报告的信息均来源于公开资料，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。