

股指期货策略框架

国泰君安期货研究所·李宏磊
期货投资咨询资格号：Z0018445
日期：2024年3月28日

CONTENTS

01

股指期货及策略回顾

策略关键节点 04

02

股指期货策略框架

股指期货策略分类 06

空头套保 07

多头增强 11

多空套利 14

03

股指期货策略总结

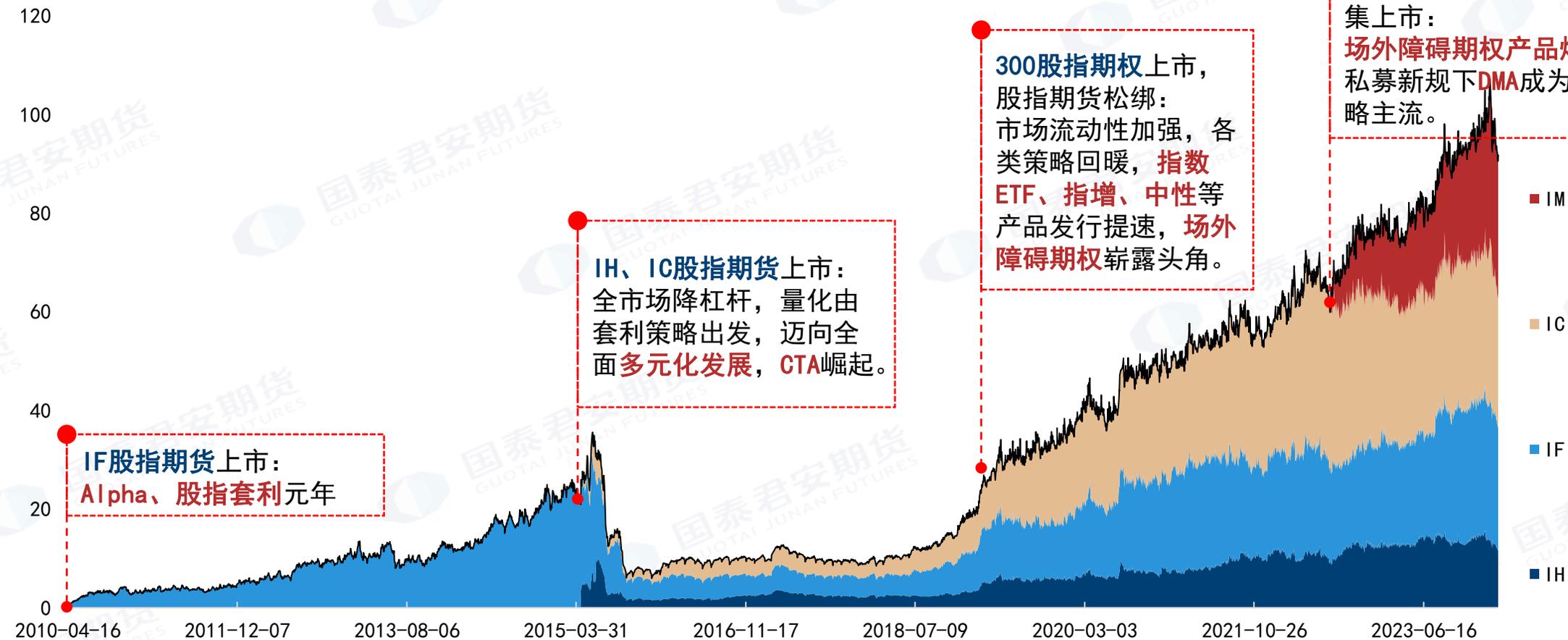
策略总结 20

股指期货及策略回顾

01

股指期货的上市亦是策略发展的关键节点

持仓量：万手



资料来源：Wind，国泰君安期货研究

股指期货策略框架

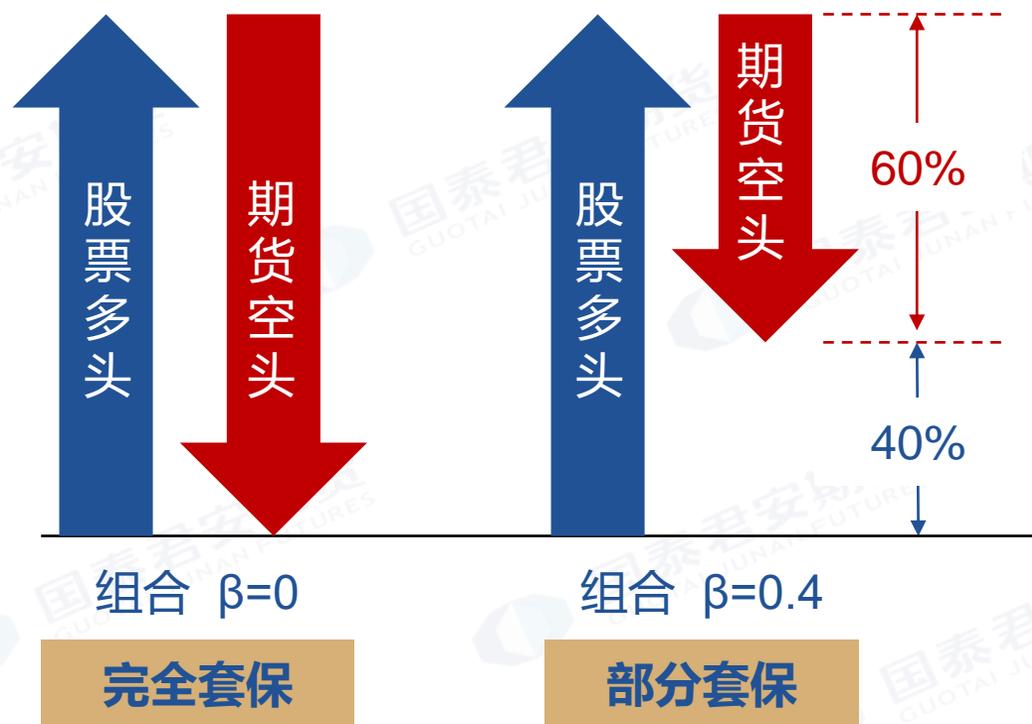
02

股指期货策略分类



1. 空头套保：套保比例

- 按照套保比例的不同，可分为**完全套保**和**部分套保**。



资料来源：Wind，国泰君安期货研究

- 套保比例的设定，可根据股票持仓主观确定，亦可参考统计模型（OLS、ECM、GARCH等）。
- 从实践结果来看，各种方法的套保效果没有显著差异，因此模型不必过于复杂。

1. 空头套保：调仓频率

- 按照**调仓频率**的不同，可分为**长期静态套保**、**定期动态套保**和**触发式动态套保**。

长期静态套保

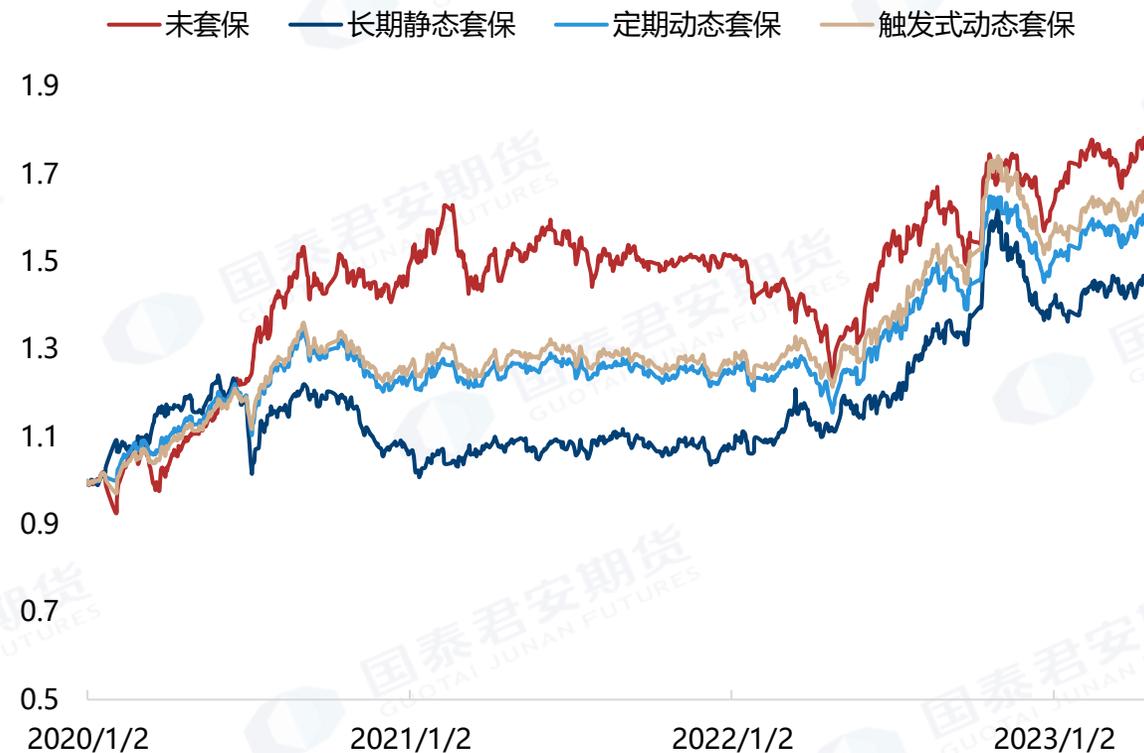
期初确定套保要素，持续至套保结束。

定期动态套保

从期初开始，定期调整套保要素，例如每月调整。

触发式动态套保

从期初开始，每日计算合理套保要素，触发阈值即调整。



资料来源：Wind，国泰君安期货研究

- 被套保标的以某中小盘成长风格的偏股型公募基金为例。
- 仓位调整是为了规避市场变化导致的套保磨损，然而过于高频率的调整也会产生更高的交易成本。

1. 空头套保：套保品种

- 按照套保品种的不同，可分为**长期单品种套保**、**可变单品种套保**和**多品种混合套保**。

长期单品种套保

期初确定套保品种，维持单一品种套保至套保结束。

品种A

可变单品种套保

定期计算与现货最匹配的品种，作为随后的套保品种。

品种A

品种B

品种C

多品种混合套保

若现货与多个期货品种均较为匹配，可考虑混合套保。

品种ABC

品种BC

品种AC



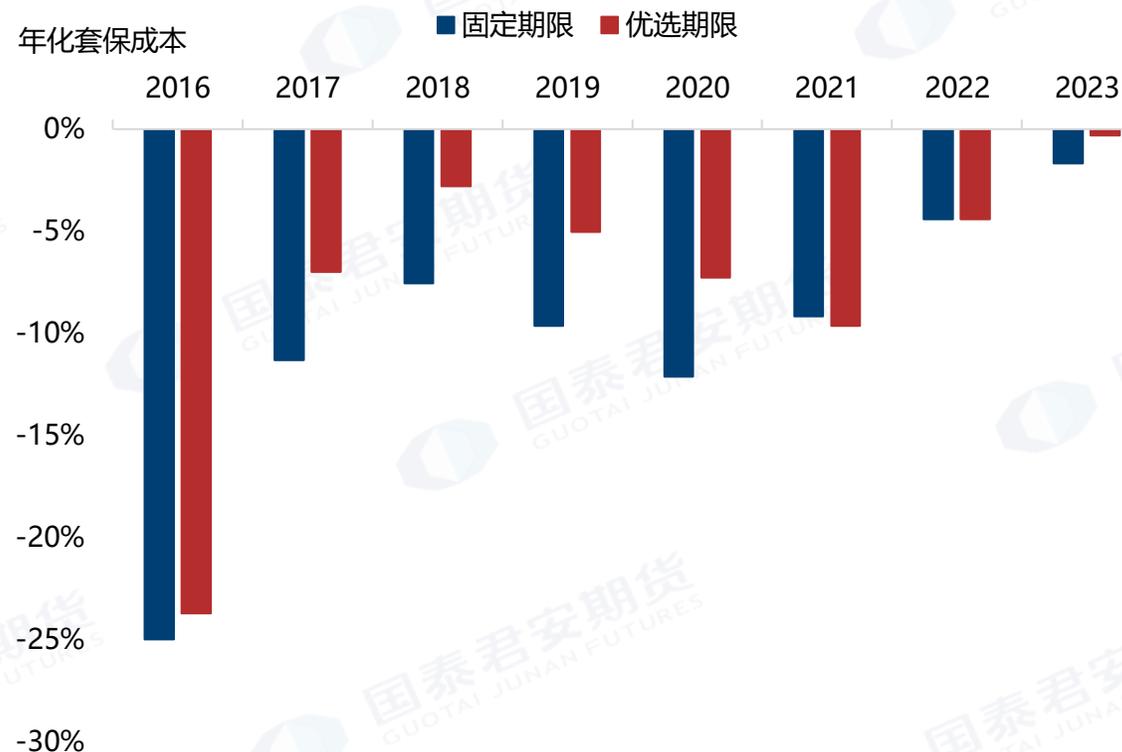
资料来源：Wind，国泰君安期货研究

- 在套保品种的选择之上，合计使用的品种数量、每个品种的套保比例、合约期限等等，也是实际执行中需要考虑的问题。可根据实际情况在此基础上延伸。

1. 空头套保：套保期限

- 按照套保期限的不同，可分为**固定期限套保**和**优选期限套保**。

固定期限	优选期限
<p>一般固定在主力或次主力，操作简单，投入较小。</p>	<p>可获得期限结构收敛的额外收益，套保效果更加稳定。</p>
<p>在市场方向不利的时候容易现货期货两端亏损，放大波动。</p>	<p>操作难度较大，要付出一定的交易成本。</p>



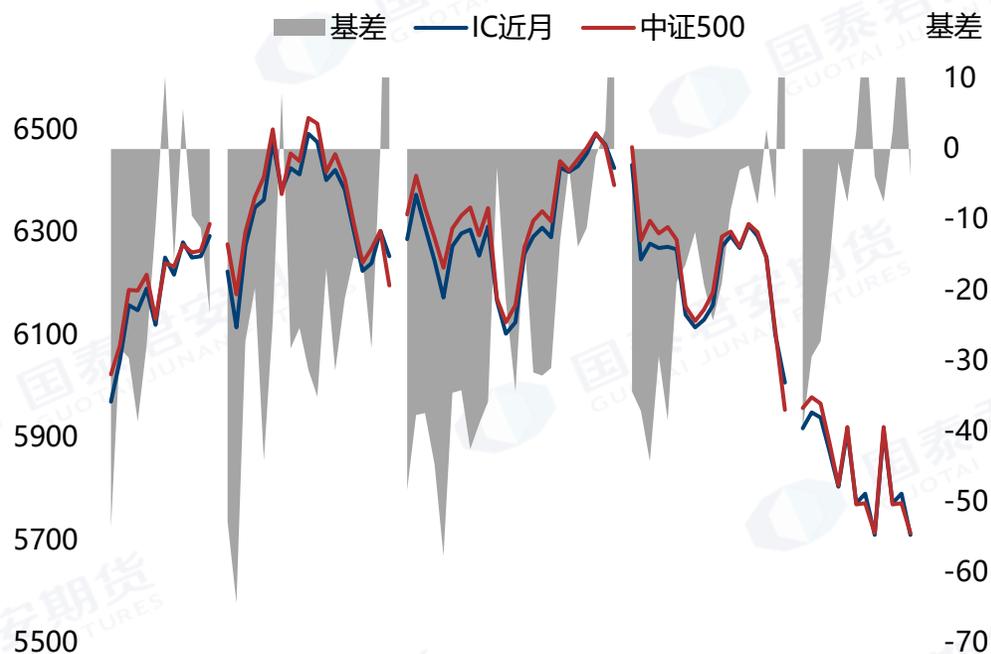
资料来源：米筐，国泰君安期货研究

- 以最常见的IC套保为例，2016年以来，通过滚动持有基差最高的合约，平均每年可节省**2.6%**的套保成本。

2. 多头增强 —— “吃贴水”

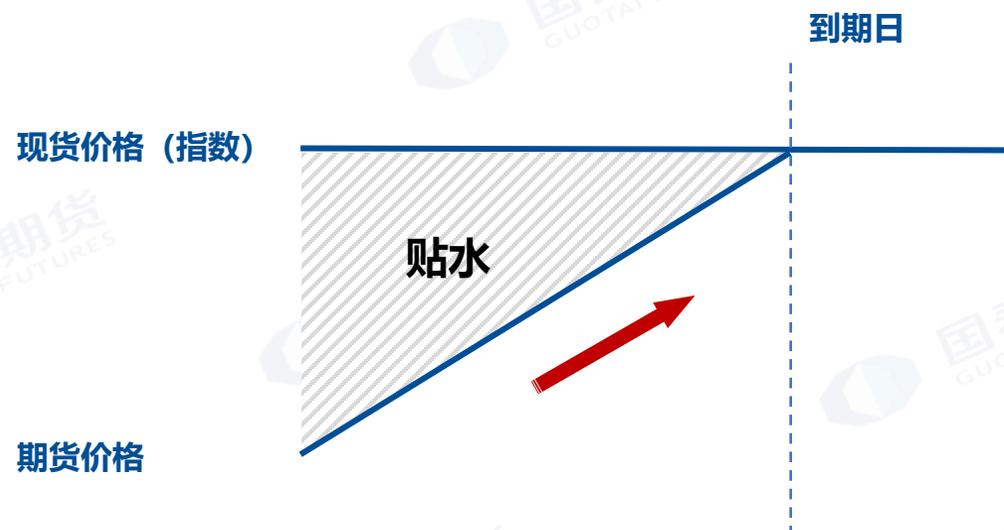
- 中金所《股指期货合约交易细则》第四章第十五条：本合约的交割结算价为最后交易日**标的指数**最后2小时的算数平均价。
- 股指期货合约到期时，即与现货指数没有任何差别，因此理论上，**期货价格 = 现货指数价格**。
- 因此，若期货价格低于标的指数价格，持有期货合约至到期可获得贴水收敛的收益，即为“吃贴水”。

期货价格逐渐收敛至标的指数



资料来源：Wind，国泰君安期货研究

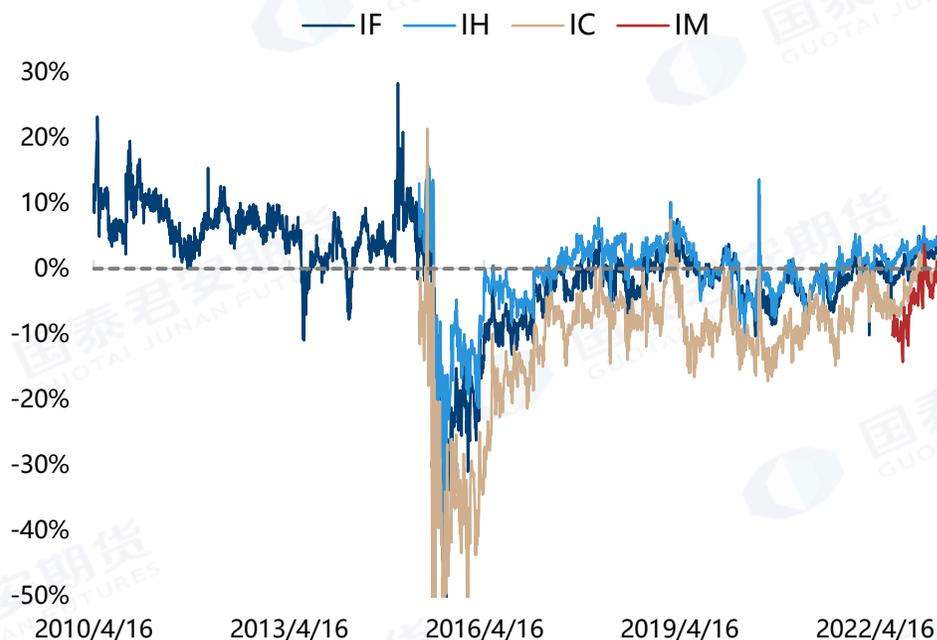
吃贴水原理简易示意



2. 多头增强 —— “吃贴水”

- “吃贴水” 收益来自于哪里？
- 国内股市对冲工具较少，大量专业量化机构利用股指期货进行对冲（套期保值），使得股指期货长期处于贴水状态。
- “贴水” 由对冲资金创造，“吃贴水” 又会推升基差，为对冲资金提供较低的对冲成本，双方以周期的方式“互利共赢”。

股指期货长期贴水



资料来源：Wind，国泰君安期货研究

多空双方“互利共赢”



2. 多头增强 —— “吃贴水”

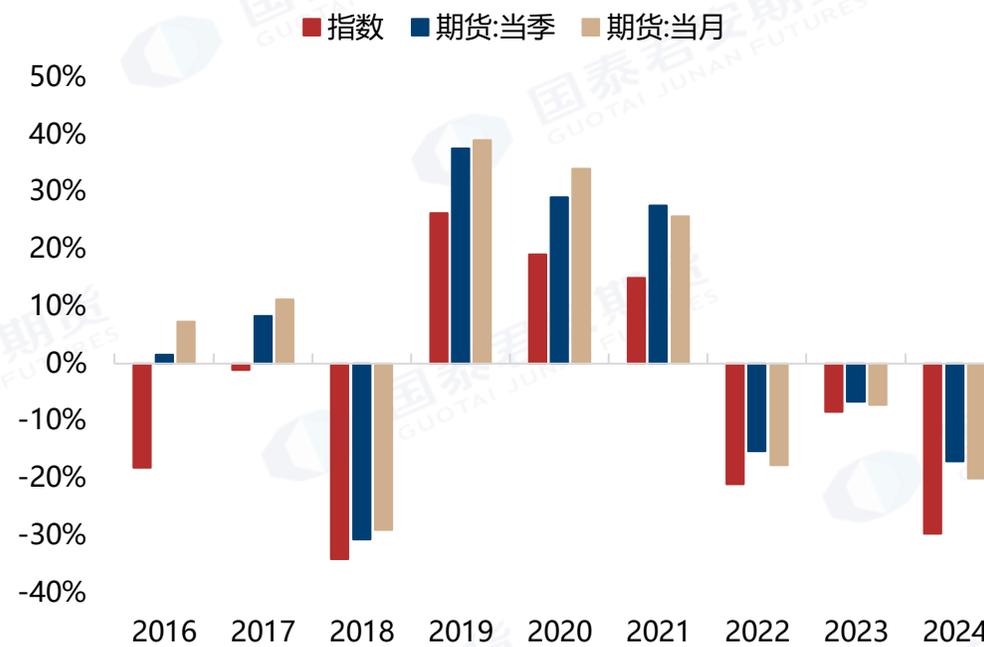
- 历史表现如何？
- 中证500股指期货（IC）自2015年上市以来即为长期贴水状态，近年市面上对冲资金主要集中在IC品种上，因此IC“吃贴水”收益更大。
- 若滚动持有主力（当月）合约，2016年以来，相对于指数，平均每年可获得**10.64%**的增强收益。

中证500期货（IC）“吃贴水”收益



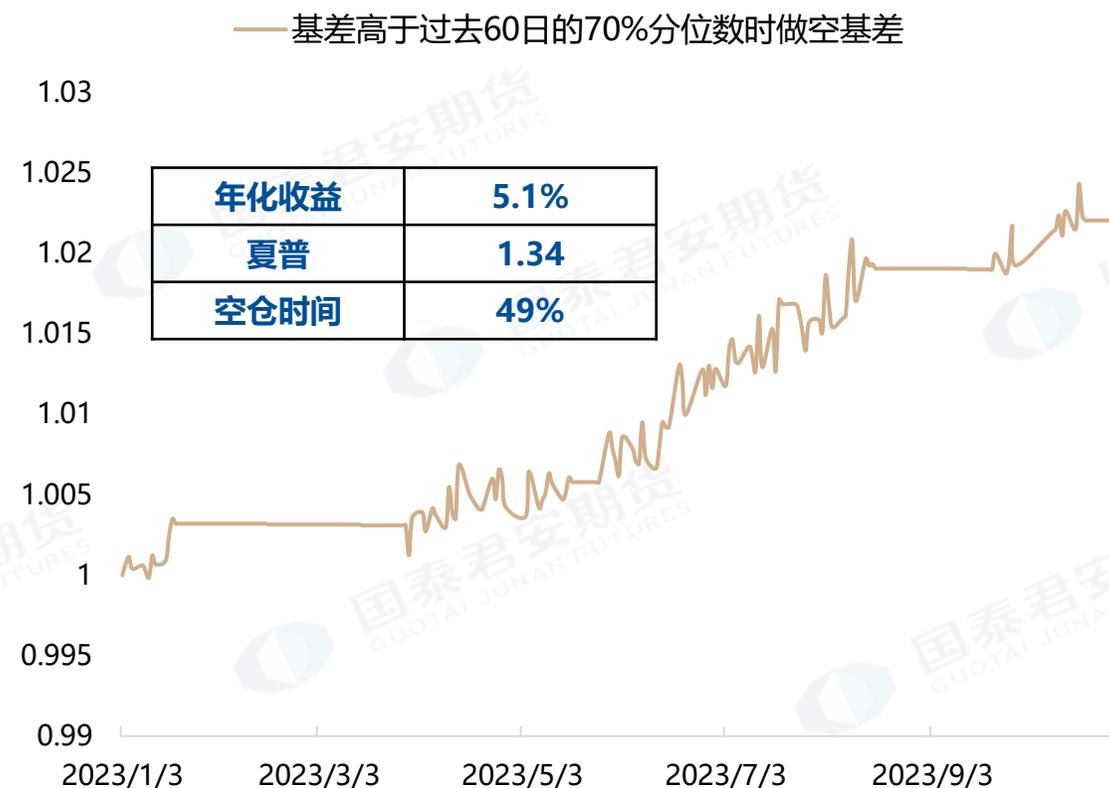
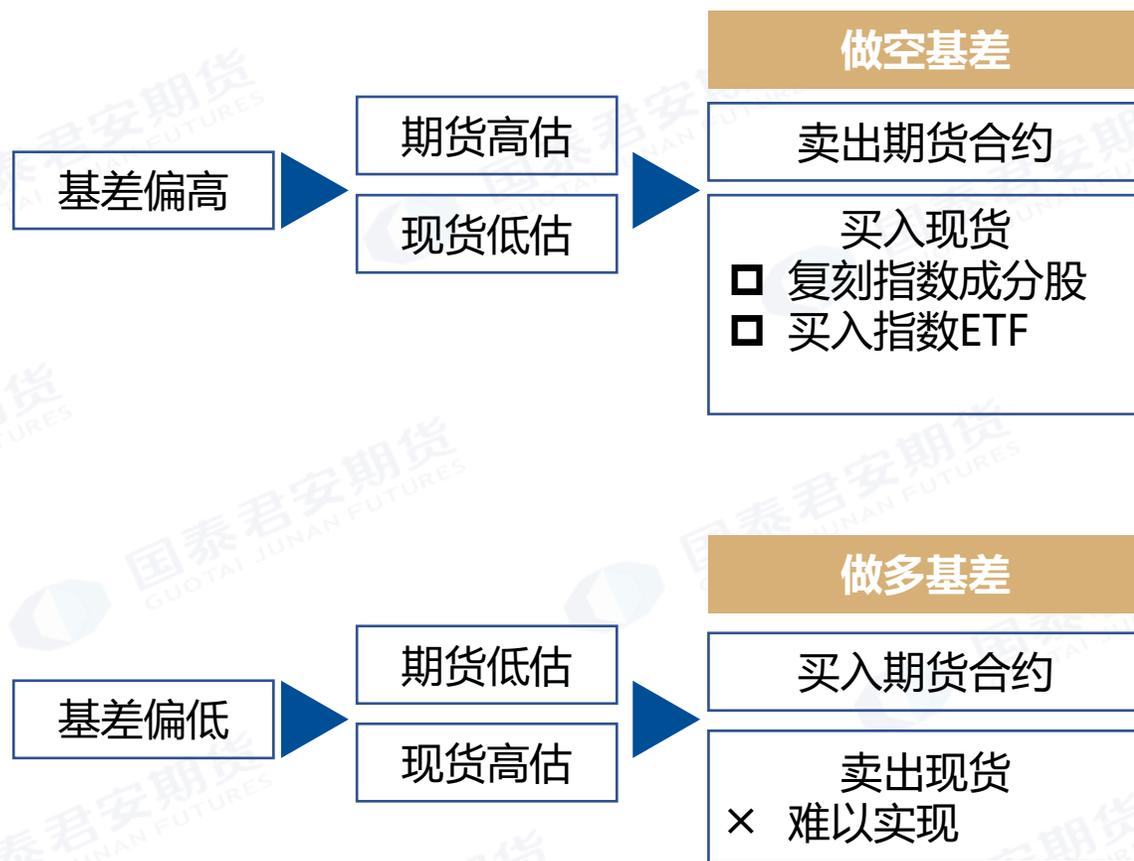
资料来源: Wind, 国泰君安期货研究

历年来期货多头均较指数有增强收益



3. 多空套利：期现套利

- **期现套利**：在期货市场和现货市场同时进行**相反交易**的操作，多空敞口对冲，组合风险有限。
- 实质是对**股指期货基差**的判断和交易。此处以沪深300ETF和IF期货间套利为例。

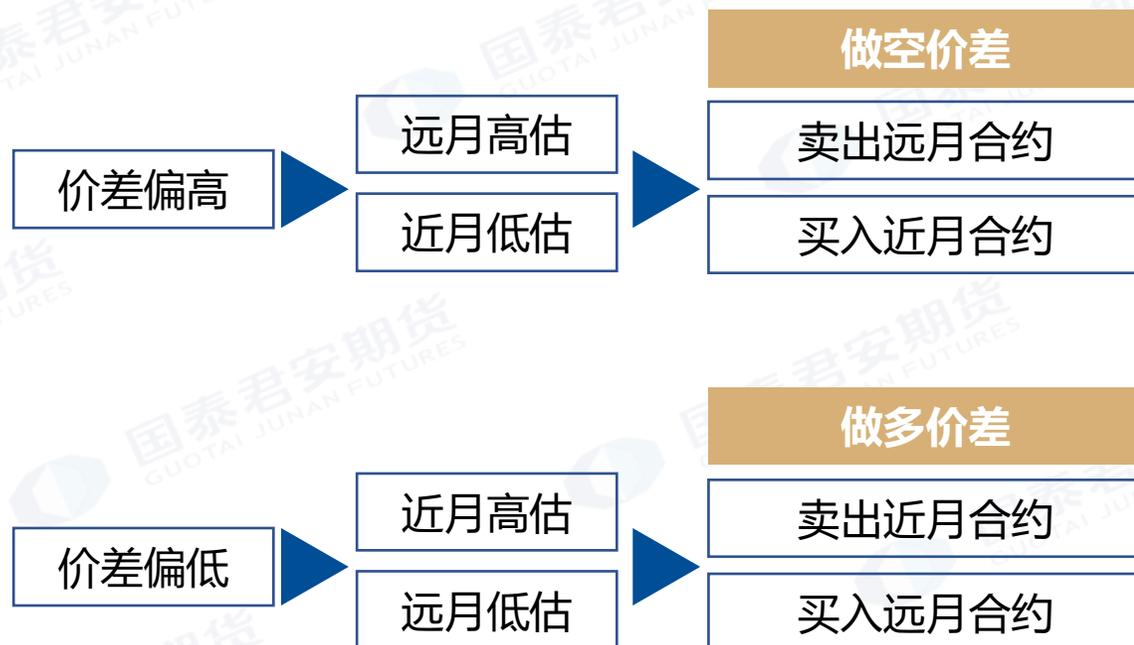


资料来源：Wind，国泰君安期货研究

3. 多空套利：跨期套利

- **跨期套利**：在**同一股指期货品种的不同期限合约**上建立**数量相等、方向相反**的头寸，以获取价差收益。
- 实质是对**跨期价差**的判断和交易。历史上看，跨期价差和基差走势接近，因此跨期套利收益来源与期现套利类似。

若定义 跨期价差 = 远月 - 近月：



—— 远近价差高于3%时做空价差；低于-3%时做多价差。



资料来源：Wind，国泰君安期货研究

3. 多空套利：跨品种套利

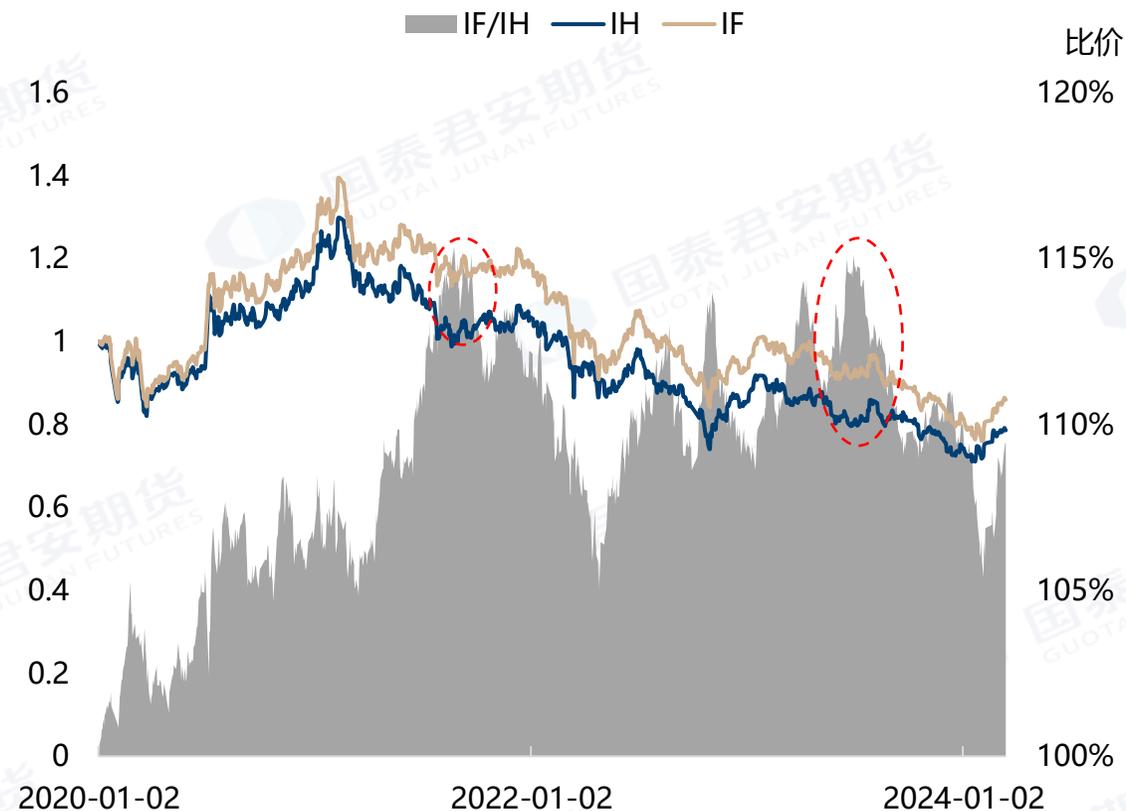
- **跨品种套利**：利用两种不同的期货合约进行套利交易，即买入某一到期日的期货合约，同时卖出另一**相同到期日、不同品种**的期货合约，以期在合适时机同时将这两种合约对冲平仓而获取利润。
- 由于多空持仓的品种不同，风险敞口并不能基本对冲，风险相对更大。

均值回归

- 寻找**相关性强的**品种，或**互为替代品**的品种。
- 这类组合价格相关性高，二者价格差异偏离过大时，可进行回归操作。
- 如：IH-IF；IC-IM。

相对强弱

- 寻找**相关性弱**的品种。
- 本质是对股市风格轮动的判断，依赖主观观点。
- 如：看好价值风格、看空成长风格时，可构建多IH、空IC的组合。
- 若行情向完全相反的方向运动，该组合双边亏损。



资料来源：Wind，国泰君安期货研究

3. 多空套利：跨市场套利

- **跨市场套利**：同一期货品种在**不同市场**间进行套利。
- 我国股指期货在境内外都没有完全重复的品种，因此目前不具备跨市场套利的条件。
- 相近品种：如上证50、MSCI A50和富时A50。



资料来源：Wind，国泰君安期货研究

Note

风险点 (1)

指数差异，本质上仍是不同品种；

风险点 (2)

境内外交易时间不同，承受额外波动；

风险点 (3)

涉及外币交易，承担汇率风险。

股指期货策略总结

03

策略总结



策略总结

单边空头
套期保值

融入主观和量化择时

单边多头
增强收益

对冲场外日益复杂的收益结构

多空套利
低波收益

逐渐深入日内挖掘套利机会

本公司具有中国证监会核准的期货交易咨询业务资格

本内容的观点和信息仅供国泰君安期货的专业投资者参考。本内容难以设置访问权限，若给您造成不便，敬请谅解。若您并非国泰君安期货客户中的专业投资者，请勿阅读、订阅或接收任何相关信息。本内容不构成具体业务或产品的推介，亦不应被视为相应金融衍生品的投资建议。请您根据自身的风险承受能力自行作出投资决定并自主承担投资风险，不应凭借本内容进行具体操作。

分析师声明

作者具有中国期货业协会授予的期货投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的期货标的的价格可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，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。

本报告中所指的研究服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，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“国泰君安期货研究”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

版权声明

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。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“国泰君安期货研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的期货品种。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

THANK YOU
FOR WATCHING