

股指期货多头替代策略应用与表现

专题报告

报告要点：

2024 年以来，股指期货基差贴水程度较去年有所加深，主要源于雪球规模下降引起的多头套保力量边际降低。随着市场情绪的企稳恢复，公募基金在股指期货市场的参与度不断提升，股指期货多头持仓快速上升，空头持仓有所下降，且参与主体和产品数量基本稳定，结构上被动指数型产品和偏股混合型产品增长明显。

股指期货多头替代策略在贴水环境下，通过持有股指期货多头头寸替代现货，具有资金利用率高、交易成本低、市场容量大、操作灵活等优势，超额收益主要来源于基差贴水回归和现金管理收益，但也面临移仓换月价差损失和展期合约贴水收窄或出现升水等风险。

通过对沪深 300、中证 500、中证 1000 股指期货多头替代连续展期策略的回测，发现不同展期方式在不同时期表现有差异，整体上采用灵活展期方式优于当月-下月、当季-下季之间的连续展期，策略在大部分时段能取得一定超额收益。另外，在实际运用过程中，管理人可以将未占用的保证金投资于低风险资产，从而获得进一步的收益增强。

风险提示：

历史统计失效、市场走势不及预期、基差贴水扩大等风险。

作者：刘超

期货交易咨询从业信息：Z0012924

邮箱：liuchaoqh@csc.com.cn

电话：023-86769757

研究助理：孟庆姝

期货从业信息：F03108218

邮箱：mengqingshu@csc.com.cn

电话：021-50610025

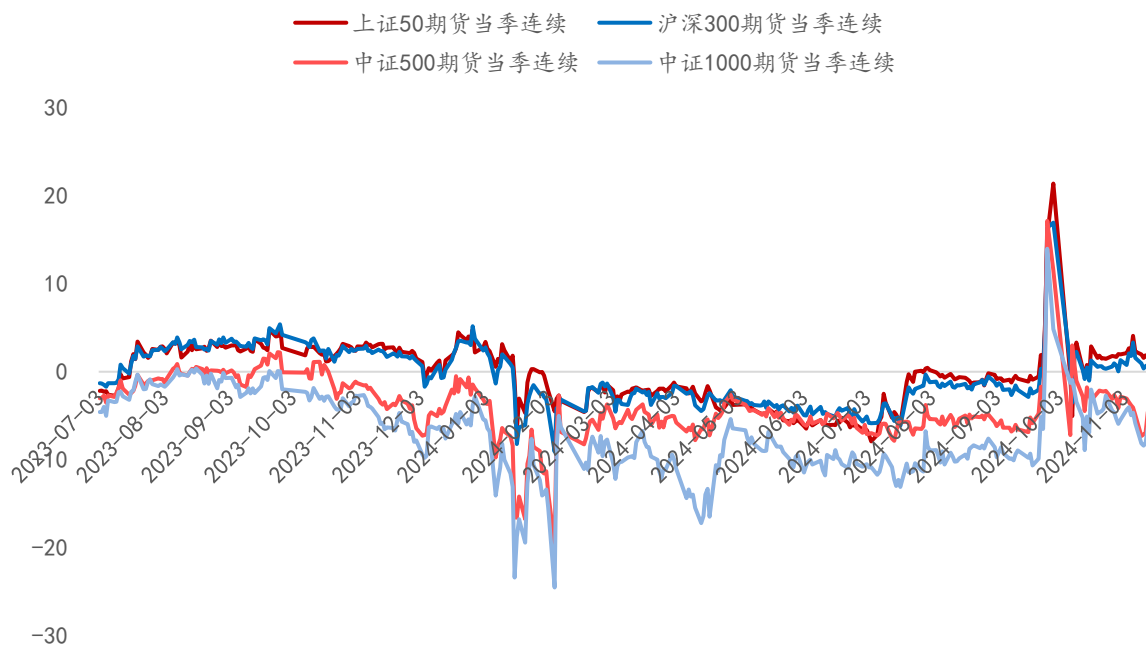
报告日期：2024 年 11 月 18 日

一、股指期货基差表现及成因

2024 年 1 月下旬至 2 月上旬，股指波动幅度较大，对应股指期货基差与指数涨跌出现了同步的趋势，尤其是 IC、IM 当季合约基差年化贴水一度扩大至 15-20% 以上水平；基差贴水的短期走阔，一方面来源于雪球发生集中敲入导致的部分对冲头寸平仓，另一方面来源于流动性风险下市场情绪的集中释放。此后几个月，随着流动性危机的解除，基差迅速修复并基本呈现季节性波动。由于雪球规模下降引起多头套保力量边际降低，基差相较于去年位置整体偏低。

进入 9 月下旬后，随着市场情绪的快速升温，杠杆资金涌入使得股指期货大幅增仓，基差出现一轮冲高。此后市场情绪逐步回落，而且季月合约切换至 2503 合约，指数成份股分红预期带动基差逐渐向下回落。截至 11 月 15 日，IH、IF、IC、IM 四个品种当季合约年化基差率分别为 1.35%、0.91%、-3.57% 和 -5.97%，低于去年同期位置。

图表 1：股指期货当季连续合约年化基差率（单位：%）



数据来源：Wind，中信建投期货

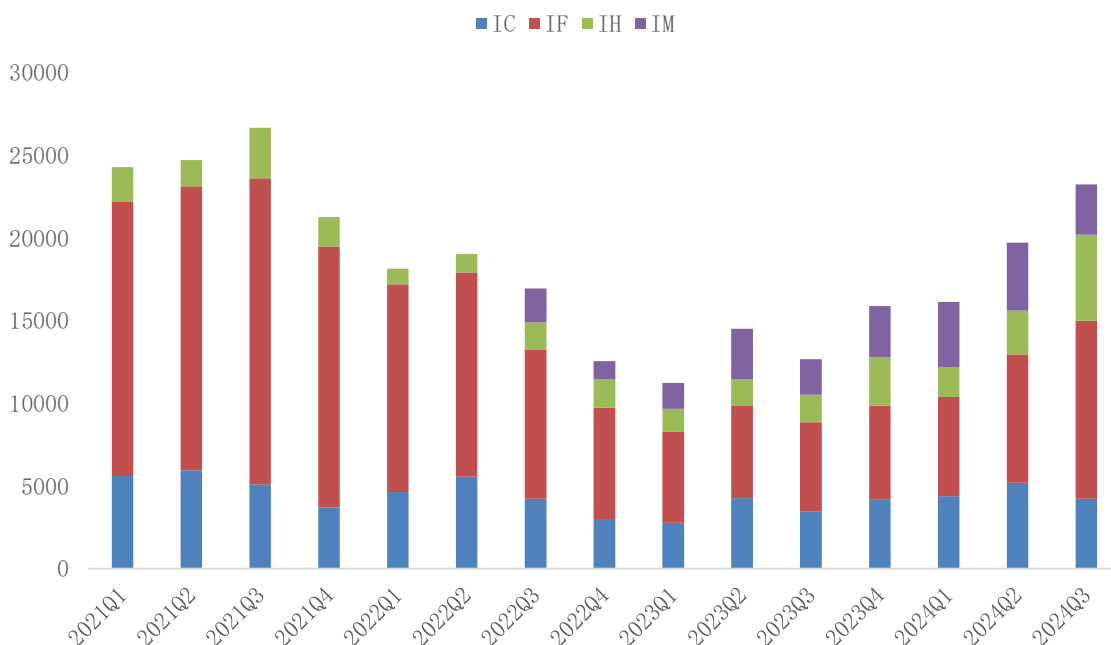
在这样的市场环境下，股指期货多头替代策略具有一定的适用场景。当股指期货处于贴水状态时，可以通过持有股指期货多头头寸替代直接持有现货，不仅可以获得指数上涨的收益，还能获得基差回归带来的超额收益。同时，股指期货交易相对一揽子对应股票交易要更加简便，相对股指 ETF 而言，具有保证金制度，可以有效减少资金占用。

二、公募基金股指期货持仓分析

我们统计了公募基金运用股指期货的持仓分布情况。结果显示，近三年公募基金的股指期货多头持仓快速上升，空头持仓下降较为明显。空头端需求以 IF 为主，多头端运用主要分布在 IF、IC 上，IM 在多空两端均有应用。

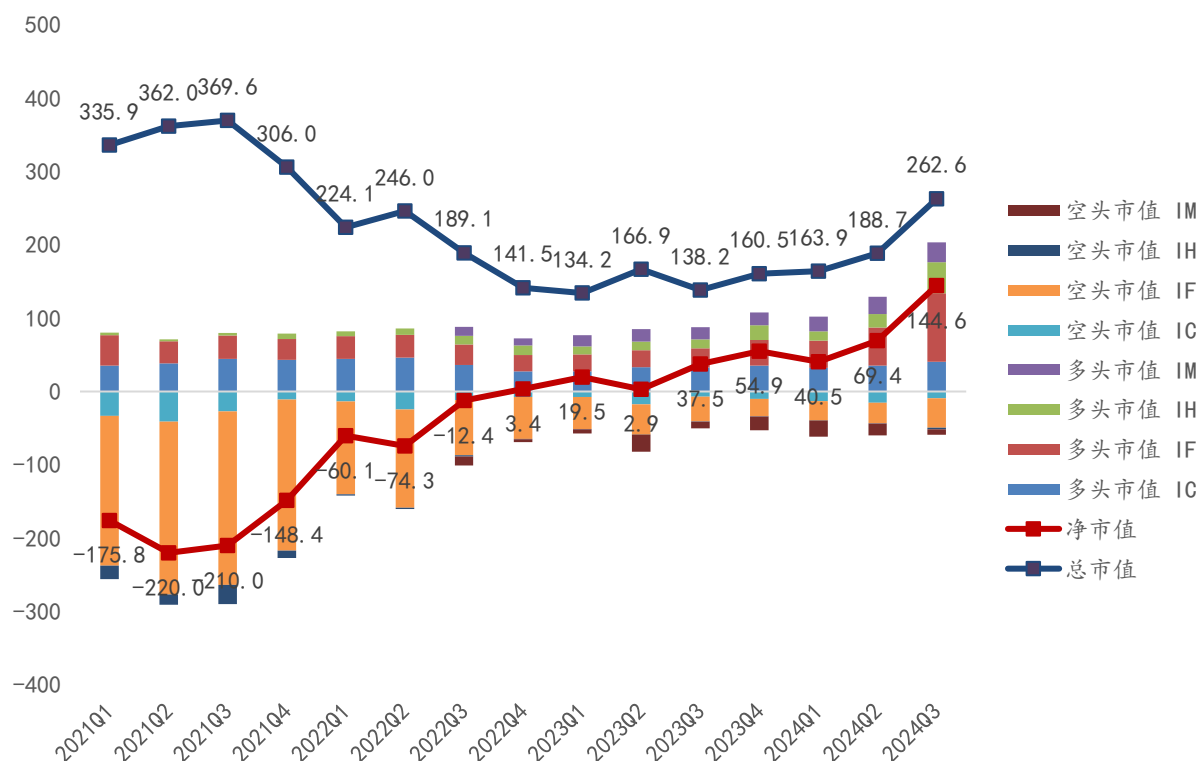
今年以来，公募基金股指期货总持仓持续增长，增长全部来自于多头端。2024 年三季度末，共计 65 家公募基金旗下 321 只公募产品参与股指期货，多空总持仓达到 2.3 万手，持仓总市值达到 262.6 亿元，环比二季度分别增加 18% 和 39%。

图表 2：公募基金股指期货持仓手数（单位：手）



数据来源：Wind，中信建投期货

图表 3：公募基金股指期货持仓市值（单位：亿元）

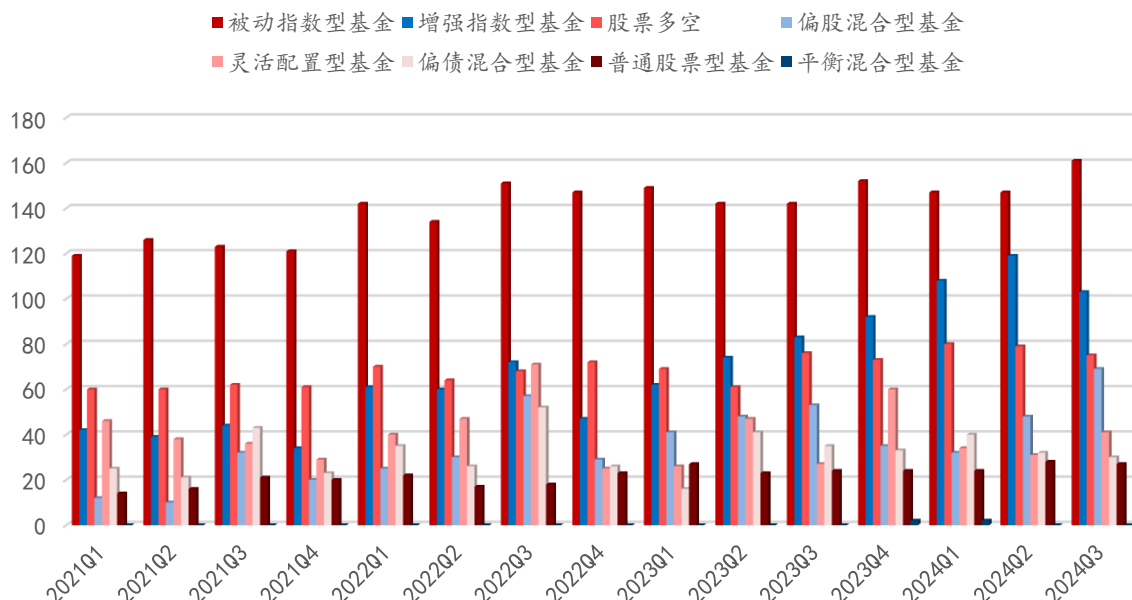


数据来源：Wind，中信建投期货

其中，股指期货多头持仓量在三季度末共计 1.8 万手，较二季度末大幅增长 33%，连续两个季度创历史新高。空头持仓环比下降 17%，三季度末共计 4944 手。在市场普涨行情中，公募基金大幅增加了股指期货的多头配置，利用股指期货作为现货的替代，可以达到快速建仓的目的，同时也可获取可观的基差收益。

参与主体上，配置股指期货的基金公司数量和产品数量都基本不变。从结构上看，增长数量最多的为被动指数型产品和偏股混合型产品。其中，在持仓量上升和指数上涨双重作用下，被动指数型产品在股指期货的多头持仓市值大幅增长。

图表 4：持有股指期货的公募基金各类型基金产品数量（单位：只）



数据来源：Wind，中信建投期货

三、股指期货多头替代策略

1、股指期货多头替代策略的构建方法与收益特征

多头替代策略通常是在期货贴水的环境下，交易者看好后市时，选择持有股指期货多头头寸以替代直接持有现货。具体操作上，可以根据自身的投资目标和风险承受能力，选择合适的股指期货合约进行建仓。在合约到期前，根据不同的展期方式进行移仓操作，以实现连续持有股指期货多头的目的。

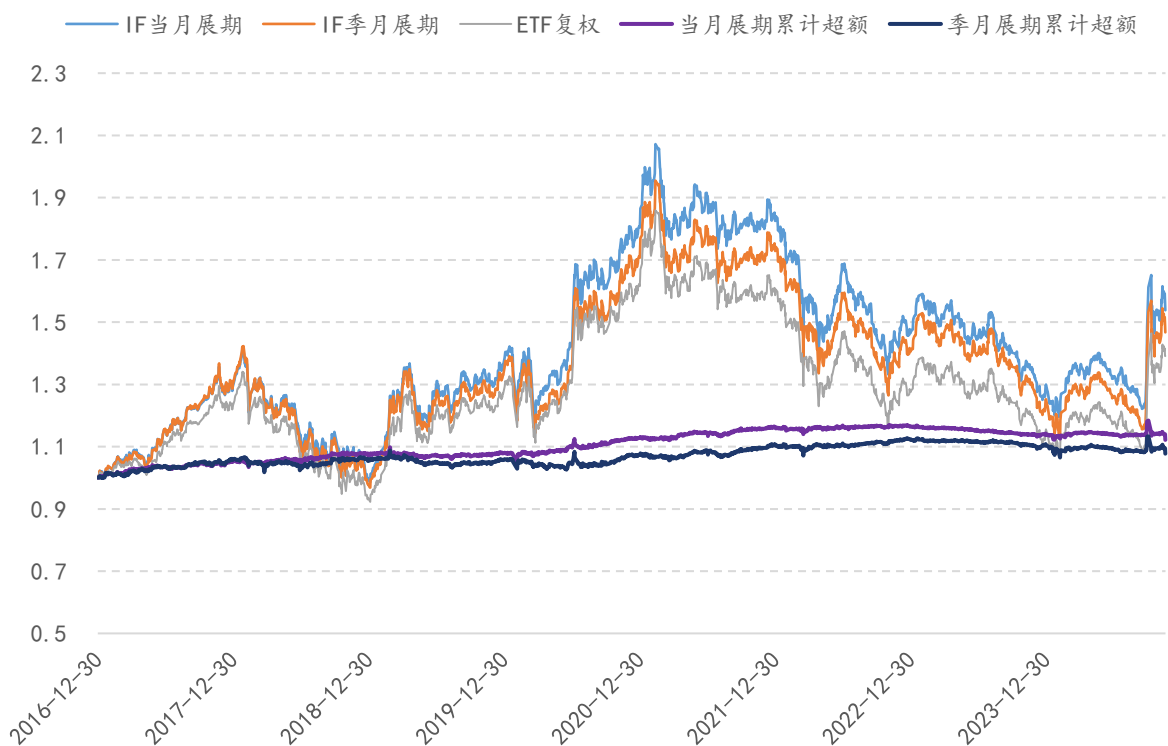
超额收益主要来源于基差回归和现金管理收益。基差回归是指股指期货价格会随着到期日的临近而向现货指数收敛，当股指期货处于贴水状态时，这种收敛会为多头头寸持有者带来超额收益。IC、IM 基差贴水幅度长期大于 IF、IH，使用 IC、IM 多头替代策略拥有较高的性价比。同时，由于期货具有保证金制度，额外的现金资产可以投资于其他无风险资产，资金使用效率更高。但是，采用股指期货复制指数的超额收益同样存在不确定性，主要来源于期货在移仓换月过程中的价差可能导致损失，未来某段时间展期新合约贴水可能会收窄甚至出现升水。

除了资金利用率高和贴水收益外，多头替代策略还具有交易成本低、市场容量大、操作灵活等优势。与一揽子股票交易相比，股指期货交易的手续费相对较低，能够降低交易成本。同时，股指期货市场的容量较大，能够满足大规模资金的交易需求。此外，可以根据市场情况随时调整仓位，操作更加灵活。在资产配置方面，多头替代策略可以作为一种有效的工具，帮助产品实现资产的多元化配置。通过将部分资金配置到股指期货多头头寸中，交易者可以在不直接持有股票现货的情况下，参与股票市场的多头行情。

2、股指期货多头替代的连续展期策略超额收益

在《IC 多头展期策略研究》一文中，我们以中证 500 股指期货为例，测试了股指期货应用于指数多头替代过程的几种不同方法以及历史表现。测试结果发现，使用当月合约连续展期与使用当季合约连续展期在不同时期表现有差异，而不同的展期时点对于策略的优化效果较为有限。本节中，我们以当月合约到期前 5 个交易日展期，或当季合约切换前 5 个交易日展期为例，测试沪深 300、中证 500、中证 1000 股指期货多头替代的超额表现。

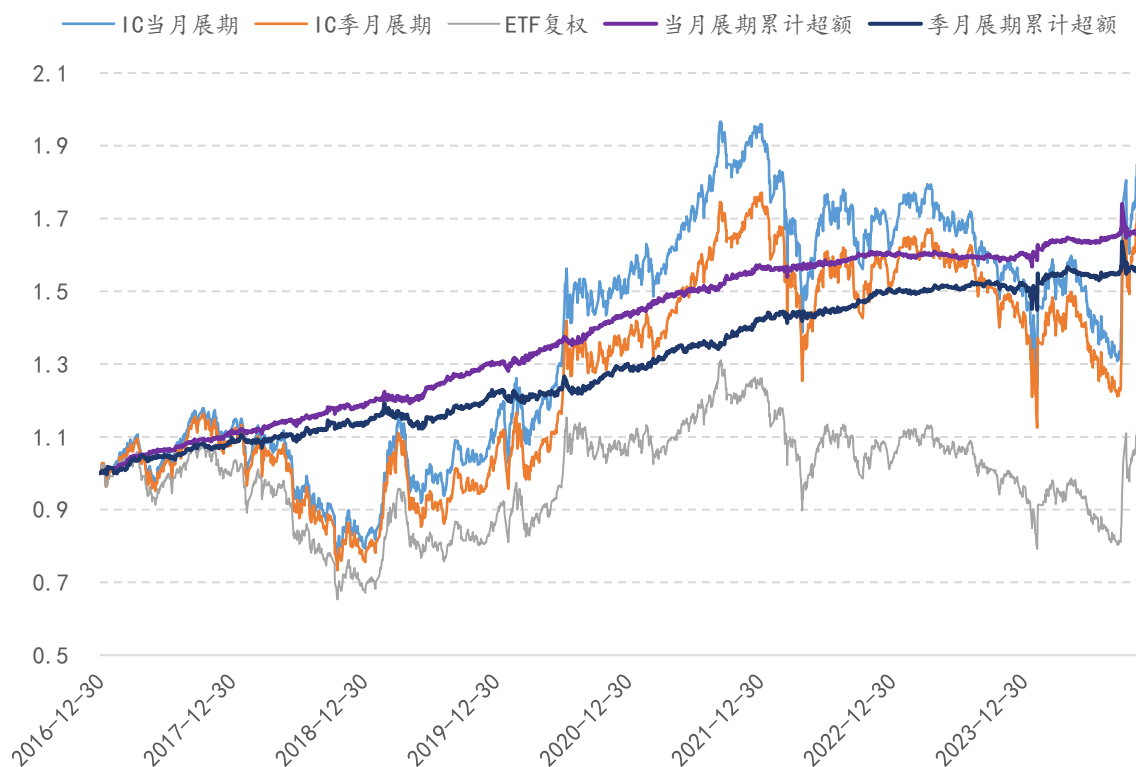
图表 5：IF 多头连续展期策略收益回测



| 分年度超额 | 2017 | 2018 | 2019 | 2020 | 2021 | 2022 | 2023 | 2024 |
|------------|-------|--------|-------|-------|-------|-------|--------|--------|
| IF 当月-下月展期 | 5.30% | 1.72% | 0.86% | 4.66% | 2.51% | 0.40% | -2.10% | -1.57% |
| IF 当季-下季展期 | 5.88% | -0.51% | 0.66% | 1.67% | 2.22% | 1.81% | -1.53% | -2.47% |

数据来源: Wind、RiceQuant, 中信建投期货

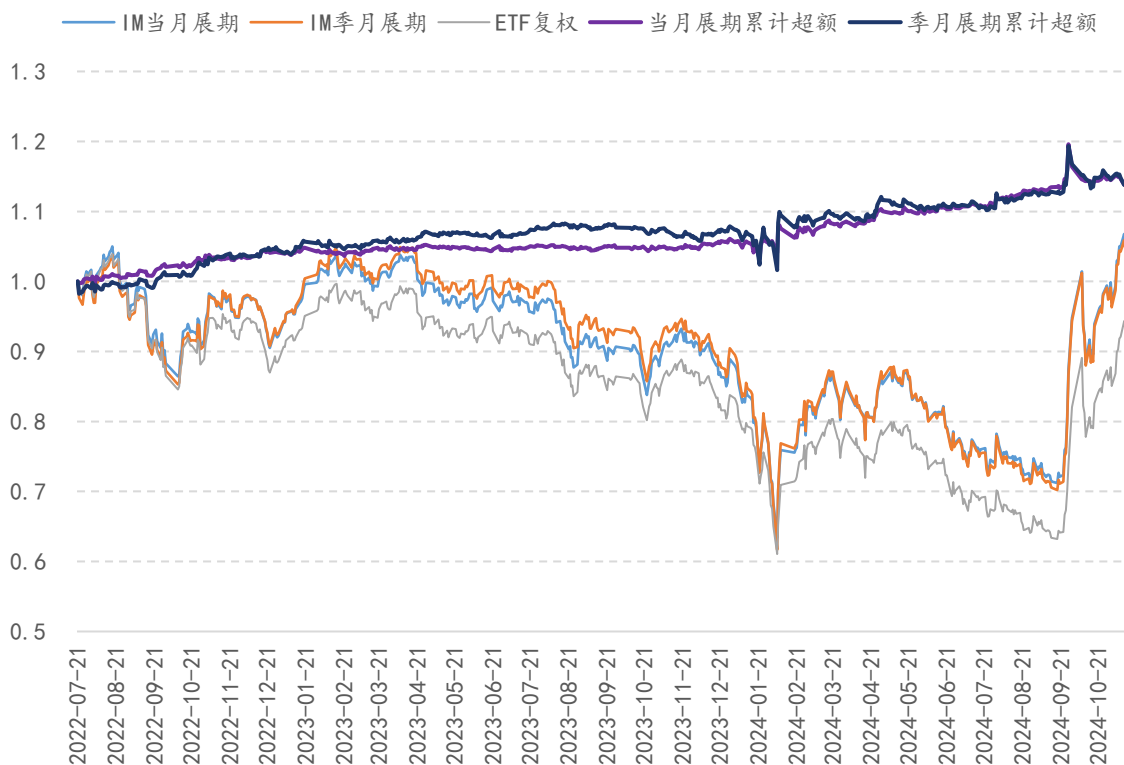
图表 6: IC 多头连续展期策略收益回测



| 分年度超额 | 2017 | 2018 | 2019 | 2020 | 2021 | 2022 | 2023 | 2024 |
|------------|--------|-------|--------|--------|-------|-------|-------|-------|
| IC 当月-下月展期 | 11.78% | 5.65% | 10.30% | 10.47% | 8.79% | 2.16% | 0.26% | 3.82% |
| IC 当季-下季展期 | 9.79% | 2.93% | 8.12% | 6.07% | 9.70% | 5.45% | 1.35% | 2.25% |

数据来源: Wind、RiceQuant, 中信建投期货

图表 7：IM 多头连续展期策略收益回测



| 分年度超额 | 2022 | 2023 | 2024 |
|------------|-------|-------|-------|
| IM 当月-下月展期 | 4.12% | 1.91% | 5.72% |
| IM 当季-下季展期 | 4.46% | 3.29% | 3.79% |

数据来源：Wind、RiceQuant，中信建投期货

在上述回测期间，结合三个指数的股指期货多头替代策略与现货 ETF 的历史走势，我们可以得到以下结论：

1. 对比 ETF 复权收益来看，股指期货多头替代策略长期具有一定超额，中证 1000 最为明显。不考虑未占用保证金收益的沪深 300 期货多头替代策略在部分时间表现弱于沪深 300ETF，而中证 500、中证 1000 由于大部分时间处于贴水状态，不考虑未占用保证金收益的原始期货收益指数已明显优于现货 ETF 的风险收益表现。

2. 不同换月方式对比来看，2017-2021 年，IF、IC 当月-下月之间展期的长期超额收益相对较好，当季

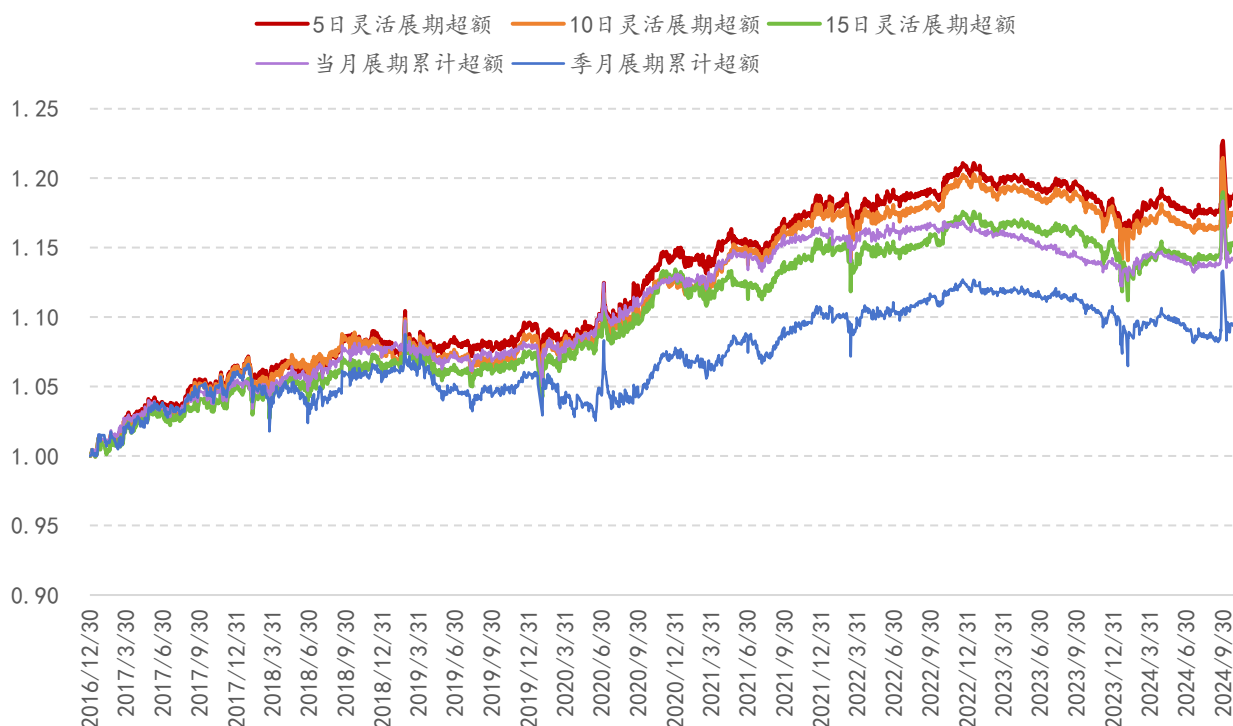
一下季之间展期效果超额较低且超额波动较大。2022-2023 年，各品种股指期货基差中枢整体上移，季月合约之间展期效果好于当月合约之间展期。2024 年以来，基差水平相较于前一年整体下移，当月合约之间展期策略效果再度占优。

3. 实际保证金占用在不同阶段有所差异，如在 2017-2018 年 IC 交易所保证金为 30%，随后逐步降低到 12%。上述测试为 1 倍杠杆交易的超额，未占用保证金的部分均未考虑进行投资。管理人在实际运营过程中对于未占用保证金可以有更高的利用效率，如将 50%-80%的名义本金投资于低风险资产。

3、股指期货多头替代的灵活展期策略超额收益

灵活展期策略可以类比于我们此前发布的报告《套期保值展期策略优化（一）》，与空头套期保值相反，在进行多头合约选择时的主要思想是每次移仓时选择贴水幅度最大的合约进行展期操作。这种展期方式的假设是，当股指期货处于贴水状态时，贴水幅度越大，基差回归带来的收益潜力也越大。为了降低换手率，我们将最低持有交易日分别设置为 5 日、10 日、15 日，策略表现如下：

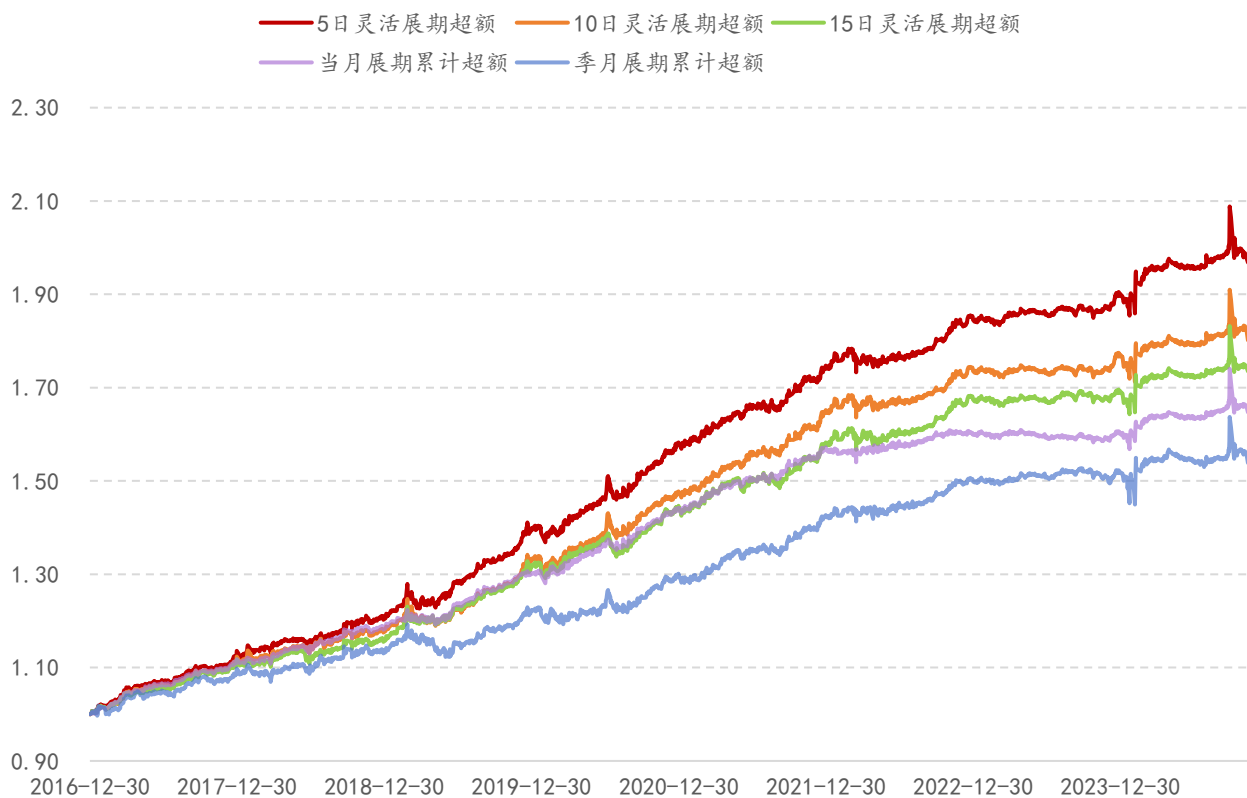
图表 8：IF 多头灵活展期策略收益回测



| 分年度超额 | 2017 | 2018 | 2019 | 2020 | 2021 | 2022 | 2023 | 2024 |
|----------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|--------|--------|
| 5 日灵活展期 | 6.33% | 1.27% | 1.78% | 4.78% | 2.74% | 2.21% | -1.97% | -1.12% |
| 10 日灵活展期 | 6.25% | 0.85% | 1.49% | 3.99% | 3.76% | 2.07% | -1.75% | -1.78% |
| 15 日灵活展期 | 4.94% | 1.03% | 1.42% | 5.51% | 1.24% | 1.96% | -1.58% | -1.63% |

数据来源: Wind、RiceQuant, 中信建投期货

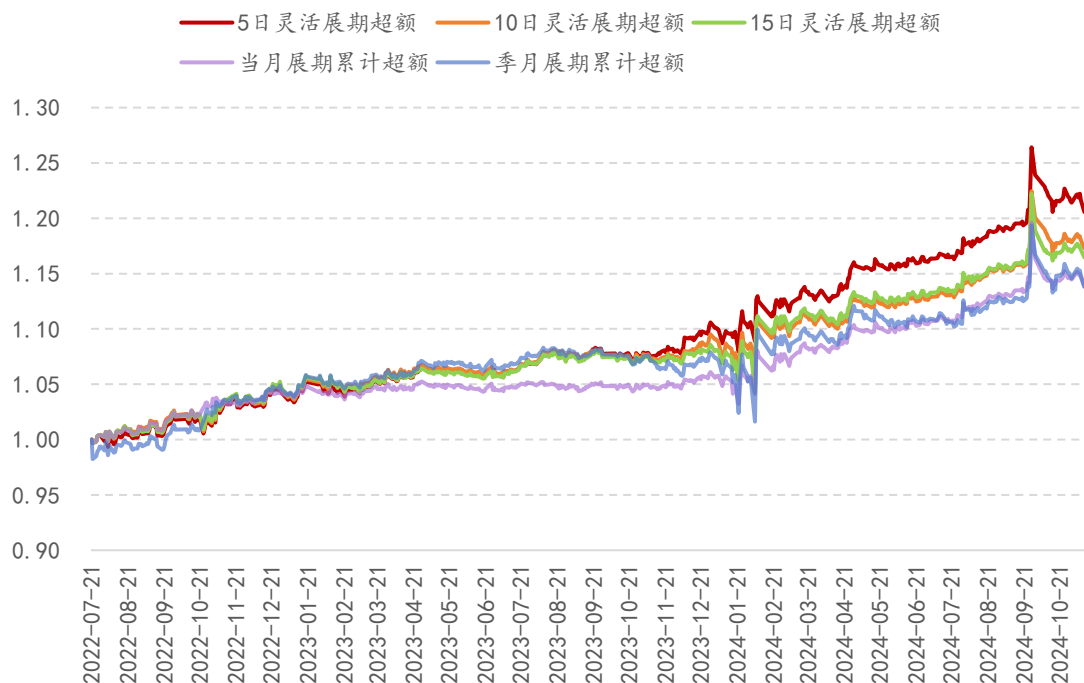
图表 9: IC 多头灵活展期策略收益回测



| 分年度超额 | 2017 | 2018 | 2019 | 2020 | 2021 | 2022 | 2023 | 2024 |
|----------|--------|-------|--------|--------|--------|-------|-------|-------|
| 5 日灵活展期 | 13.58% | 5.86% | 16.01% | 13.18% | 10.24% | 6.04% | 3.03% | 3.01% |
| 10 日灵活展期 | 12.37% | 4.55% | 13.19% | 10.83% | 11.64% | 5.49% | 2.05% | 0.52% |
| 15 日灵活展期 | 11.75% | 3.37% | 13.95% | 9.46% | 9.43% | 6.18% | 1.10% | 2.01% |

数据来源: Wind、RiceQuant, 中信建投期货

图表 10：IM 多头灵活展期策略收益回测



| 分年度超额 | 2022 | 2023 | 2024 |
|----------|-------|-------|-------|
| 5 日灵活展期 | 4.17% | 6.17% | 7.29% |
| 10 日灵活展期 | 4.39% | 4.92% | 6.93% |
| 15 日灵活展期 | 4.55% | 3.83% | 7.11% |

数据来源：Wind、RiceQuant，中信建投期货

从回测结果来看，相较于固定选取当月或季月合约，灵活选择合约进行展期的方式在大部分时间段具有一定的优化效果。不过在市场波动较大的阶段，股指基差波动往往更为剧烈，灵活展期策略在稳定性方面可能不及连续展期合约。

四、总结

2024 年以来，股指期货基差贴水程度较去年有所加深，主要源于雪球规模下降引起的多头套保力量边际降低。随着市场情绪的企稳恢复，公募基金在股指期货市场的参与度不断提升，股指期货多头持仓快速上升，空头持仓有所下降，且参与主体和产品数量基本稳定，结构上被动指数型产品和偏股混合型产品增长明显。

股指期货多头替代策略在贴水环境下，通过持有股指期货多头头寸替代现货，具有资金利用率高、交易成本低、市场容量大、操作灵活等优势，超额收益主要来源于基差贴水回归和现金管理收益，但也面临移仓换月价差损失和展期合约贴水收窄或出现升水等风险。通过对沪深 300、中证 500、中证 1000 股指期货多头替代连续展期策略的回测，发现不同展期方式在不同时期表现有差异，整体上采用灵活展期方式优于当月-下月、当季-下季之间的连续展期，策略在大部分时段能取得一定超额收益。另外，在实际运用过程中，管理人可以将未占用的保证金投资于低风险资产，从而获得进一步的收益增强。

联系我们

全国统一客服电话：400-8877-780

网址：www.cfc108.com

获取更多研报报告、专业客户经理一对一服务、
了解公司更多信息，扫描右方二维码即可获得！



重要声明

本报告观点和信息仅供符合证监会适当性管理规定的期货交易者参考，据此操作、责任自负。中信建投期货有限公司（下称“中信建投”）不因任何订阅或接收本报告的行为而将订阅人视为中信建投的客户。

本报告发布内容如涉及或属于系列解读，则交易者若使用所载资料，有可能会因缺乏对完整内容的了解而对其中假设依据、研究依据、结论等内容产生误解。提请交易者参阅中信建投已发布的完整系列报告，仔细阅读其所附各项声明、数据来源及风险提示，关注相关的分析、预测能够成立的关键假设条件，关注研究依据和研究结论的目标价格及时间周期，并准确理解研究逻辑。

中信建投对本报告所载资料的准确性、可靠性、时效性及完整性不作任何明示或暗示的保证。本报告中的资料、意见等仅代表报告发布之时的判断，相

关研究观点可能依据中信建投后续发布的报告在不发布通知的情形下作出更改。

中信建投的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见不一致的市场评论和/或观点。本报告发布内容并非交易决策服务，在任何情形下都不构成对接收本报告内容交易者的任何交易建议，交易者应充分了解各类交易风险并谨慎考虑本报告发布内容是否符合自身特定状况，自主做出交易决策并自行承担交易风险。交易者根据本报告内容做出的任何决策与中信建投或相关作者无关。

本报告发布的内容仅为中信建投所有。未经中信建投事先书面许可，任何机构和/或个人不得以任何形式对本报告进行翻版、复制和刊发，如需引用、转发等，需注明出处为“中信建投期货”，且不得对本报告进行任何增删或修改。亦不得从未经中信建投书面授权的任何机构、个人或其运营的媒体平台接收、翻版、复制或引用本报告发布的全部或部分内容。版权所有，违者必究。

全国统一客服电话：400-8877-780

网址：www.cfc108.com