

股指期货介绍

国泰君安期货研究所

李宏磊 投资咨询从业资格号：Z0018445 邮箱：lihonglei@gtht.com

日期：2025年6月

CONTENTS

1

股指期货的基本情况

品种和合约介绍	04
交易规则和制度	07

2

股指期货的应用和效果

空头套保	13
多头增强	17
多空套利	20

3

股指期货风险及应对

基差特征	27
基差的影响因素	30
风险指标和对冲效果	32

4

市场情况和案例

交易规则和市场概况	35
投资者结构	40
优秀案例	44
海外成熟市场情况	47

The background features a complex financial chart with orange and red bars and lines. A large, semi-transparent blue and gold geometric shape, resembling a stylized 'A' or a large arrow, is positioned on the left side. The number '01' is prominently displayed in white within this shape.

01

股指期货的基本情况

1. 品种和合约介绍——当前已上市品种

	上证50股指期货	沪深300股指期货	中证500股指期货	中证1000股指期货
上市时间	2015年4月16日	2010年4月16日	2015年4月16日	2022年7月22日
上市交易所	中国金融期货交易所			
合约标的	上证50指数	沪深300指数	中证500指数	中证1000指数
合约乘数	每点300元	每点300元	每点200元	每点200元
报价单位	指数点			
最小变动价位	0.2点			
合约月份	当月、下月及随后两个季月			
交易时间	9:30-11:30, 13:00-15:00			
每日价格最大波动幅度限制	上一交易日结算价的±10%			
最低交易保证金	合约价值的8%			
最后交易日	合约到期月份的第三个周五，如遇国家法定节假日则顺延			
交割日期	同最后交易日			
交割方式	现金交割			
交易代码	IH	IF	IC	IM

资料来源：中金所

1. 品种和合约介绍——合约月份与合约代码



代码	交割日期	现价	涨跌	涨跌幅	基差	贴水率
000300	-	3868.25	-21.20	-0.54%	0.00	0.00%
^ CFFEX 沪深300指数期货						
IF2411	2024年11月	3869.0	-18.0	-0.46%	-1.97	0.05%
IF2412	2024年12月	3872.4	-19.0	-0.49%	-2.97	0.08%
IF2503	2025年03月	3875.2	-16.6	-0.43%	-6.37	0.16%
IF2506	2025年06月	3862.2	-17.6	-0.45%	5.63	-0.15%

◆ 中金所推出的股指期货品种，有四个不同月份的合约可供交易，按照到期月份由近及远，分别统称为“当月”、“次月”、“当季”和“次季”。

◆ 合约命名规则为“品种代码+到期年份的后两位+到期月份”，以2024年为例，合约月份挂牌轮换规则如表所示。

	当月	次月	当季	次季
1月	2401	2402	2403	2406
2月	2402	2403	2406	2409
3月	2403	2404	2406	2409
4月	2404	2405	2406	2409
5月	2405	2406	2409	2412
6月	2406	2407	2409	2412
7月	2407	2408	2409	2412
8月	2408	2409	2412	2503
9月	2409	2410	2412	2503
10月	2410	2411	2412	2503
11月	2411	2412	2503	2506
12月	2412	2501	2503	2506

1. 品种和合约介绍——合约乘数与合约价值

◆ 合约乘数即每点指数对应的货币金额。在股指期货交易中，合约价值以合约乘数与标的指数的乘积来表示。

上证50股指期货、沪深300股指期货合约乘数为**300**，中证500股指期货和中证1000股指期货合约乘数为**200**。

◆ 以2024年10月行情为例，若指数点位为下表所示整数点位，则每手股指期货合约的面值在**78万-120万**之间，占用保证金在**10.9万-20.4万**之间。

	IF2411	IH2411	IC2411	IM2411
指数价格	3900	2600	5800	6000
合约乘数	300	300	200	200
每张合约面值(万)	$3900 * 300 = 117\text{万}$	$2600 * 300 = 78\text{万}$	$5800 * 200 = 116\text{万}$	$6000 * 200 = 120\text{万}$
保证金率	14%	14%	16%	17%
按标准每张合约保证金占用 (万)	$117 * 14\% = 16.38\text{万}$	$78 * 14\% = 10.9\text{万}$	$116 * 16\% = 18.6\text{万}$	$120 * 17\% = 20.4\text{万}$

2. 交易制度和交易规则



保证金交易

- 投资者只需要按照期货合约价格的一定比例，交纳少量资金作为保证金，即可参与期货交易。
- 实际保证金比例约15%左右，意味着可实现6.67倍杠杆。

T 0

T+0交易

- 双向交易，多空均可。
- 现买现抛，当天买入当天可卖出，投资周期更短。
- 但“平今仓”手续费率更高，股指期货为常规交易手续费的10倍。



当日无负债结算制度

- 或称“逐日盯市制度”。
- 当日交易结束后，交易所按当日结算价结算合约所有费用。
- 结算准备金余额低于最低余额标准时，需追加保证金。

2. 交易制度和交易规则

交易前

- 投资者需要通过开户的会员申报额度申请后方可开展套期保值、套利交易。
- 产品额度自审核通过日的下一交易日起十二个月内有效。

交易中

□ 异常交易

- 过度交易
- 自成交
- 频繁报撤单
- 大额报撤单
- 实际控制关系账户组合并
- 持仓超限
- 程序化异常交易
- 其他

□ 实际控制关系

- 交易行为趋同
- 交易终端相同
- 股权信息重合
- 基金经理相同
- 其他

2. 交易制度和交易规则——异常交易

异常交易分类	定义	认定标准	监管措施
过度交易	单个交易日在某一上市品种、某一月份合约或者某一合约上的开仓交易数量超过交易所制定的日内开仓交易量。	单个交易日最大开仓数量： 股指期货：单个品种 > 500 手 股指期权：品种 > 200 手 单个月份期权合约 > 100 手 深度虚值合约 > 30 手	第一次：限制开仓5个交易日； 第二次：限制开仓10个交易日； 第三次及以上：限制开仓1个月。 （注：中金所限制开仓限制的是品种，受限后无法开仓该品种任意合约，下同。）
自成交	以自己为交易对象，大量或者多次进行自买自卖的行为，或一组实际控制关系账户内的客户之间多次进行相互为对手方的交易。	单个交易日在某一合约上的自成交次数 ≥ 5次	发生1次即对客户采取限制开仓不少于1个月的自律管理措施。
频繁报撤单	日内出现频繁申报并撤销申报，可能影响期货交易价格或者误导期货市场其他参与者进行期货交易的行为。	单个交易日在某一合约上的撤单次数 ≥ 400次 （国债期货/股指期权 ≥ 500次）	豁免情形： （1）套期保值交易、即时全部成交或撤销限价指令、即时成交剩余撤销限价指令、市价指令等； （2）做市交易产生的频繁报撤单行为不构成异常交易行为。
大额报撤单	日内出现多次大额申报并撤销申报，可能影响期货交易价格或者误导期货市场其他参与者进行期货交易的行为。	单个交易日在某一合约上的大额撤单次数 ≥ 100， 且单笔撤单量达到或超过交易所规定限价指令每次最大下单数量80%。	
实际控制关系账户组合并持仓超限	一组实际控制关系账户合并持仓超过交易所持仓限额规定的。 备注：交易所对已认定的实际控制关系账户组视作同一客户，即对一组实际控制关系账户的交易、持仓、异常交易行为等合并计算。	交易所对已认定的实际控制关系账户组视作同一客户，即对一组实际控制关系账户组的持仓合并计算，合并计算后的持仓不得超过交易所规定的持仓限额。	第一次：交易所将该组实际控制关系账户列入重点关注名单； 第二次：交易所对该组实际控制关系账户采取限制开仓不少于10个交易日的自律管理措施； 第三次：交易所对该组实际控制关系账户采取限制开仓不少于6个月的自律管理措施。客户应当在交易所规定的时限内自行平仓。逾期未处理完毕的，由交易所执行强行平仓，并对客户采取限制开仓不少于1个月的自律管理措施。
程序化异常交易	采取程序化交易方式下达交易指令，可能影响交易所系统安全或者正常交易秩序的行为。		
其他	中国证监会规定或者交易所认定的其他情形。		

2. 交易制度和交易规则——实际控制关系

- ◆ 实际控制是指行为人（包括个人、单位）对他人（包括个人、单位）期货账户具有管理、使用、收益或者处分等权限，从而对他人交易决策拥有决定权或者重大影响的行为或者事实。交易所在执行持仓限额、交易限额、异常交易行为管理等制度和规定时，对一组实际控制关系账户的交易、持仓等合并计算。

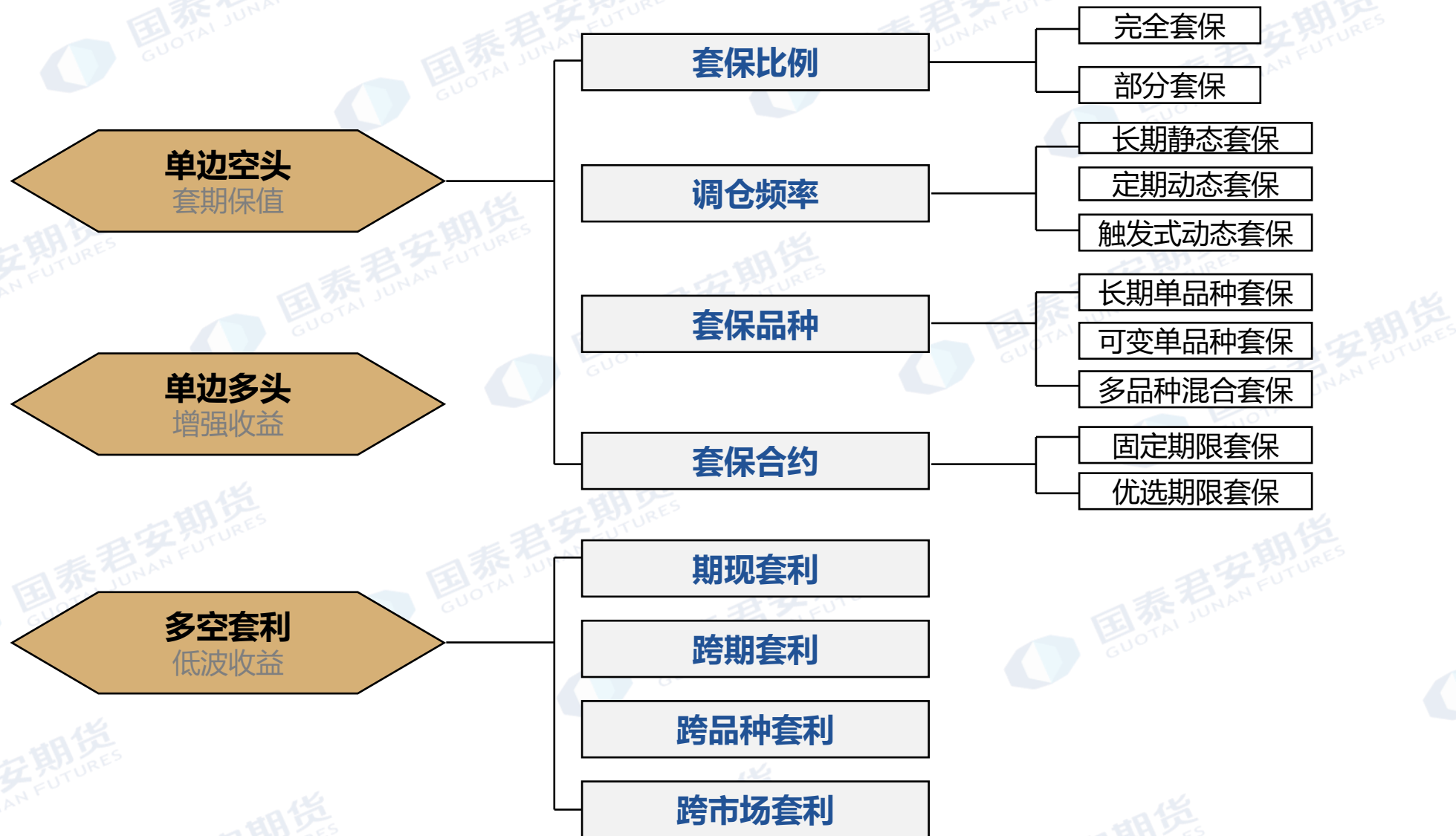
主要类型	监控要点
<p>行为人作为他人的：</p> <ul style="list-style-type: none">■ 控股股东或足以对股东大会决议产生重大影响的股东；■ 开户授权人、指定下单人、资金调拨人、结算单确认人或者其他形式的委托代理人；■ 法定代表人、主要合伙人、董事、监事、高级管理人员等；■ 存在配偶关系；■ 存在父母、子女、兄弟姐妹等关系，且对他人期货账户的日常交易决策具有决定权或者重大影响；■ 行为人对两个或者多个他人期货账户的日常交易决策具有决定权或者重大影响；■ 中国证监会规定或者交易所认定的其他情形。	<ul style="list-style-type: none">□ 交易行为趋同□ 交易终端（IP及MAC地址）相同□ 股权信息重合□ 基金经理相同□ 其他

The background is a deep blue with a complex digital aesthetic. It features faint, semi-transparent line charts and bar graphs, suggesting financial data. Scattered throughout are binary digits (0s and 1s) in various sizes and colors (light blue, white, and red). A large, stylized globe made of dots is visible on the right side. A diagonal band of lighter blue and orange colors cuts across the upper left portion of the image.

02

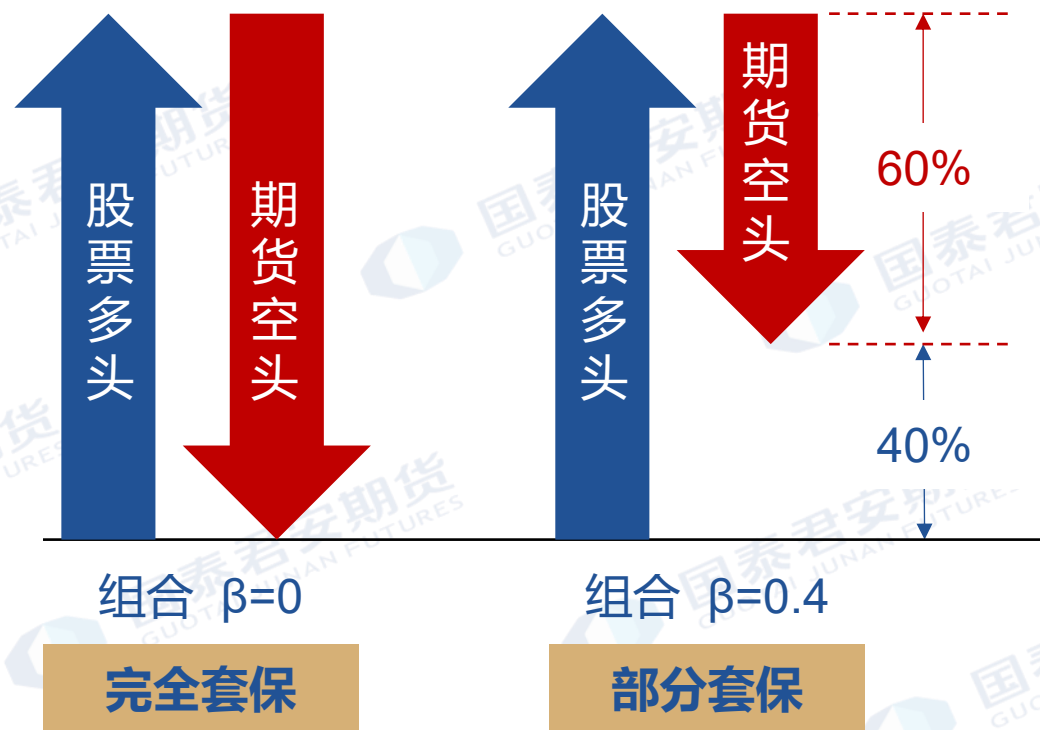
股指期货的应用和效果

1. 股指期货策略框架



2. 空头套保

- 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。

2. 空头套保

- 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。

2. 空头套保

- 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。

2. 空头套保

- 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

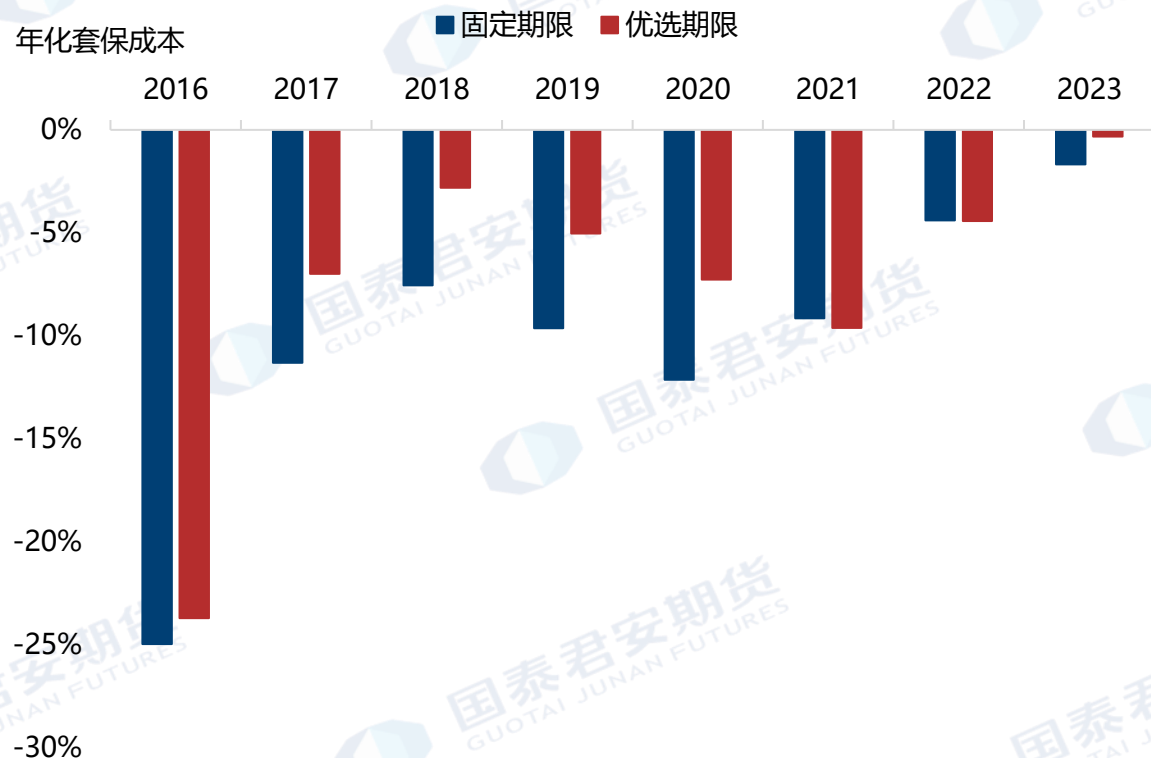
一般固定在主力或次主力，操作简单，投入较小。

在市场方向不利的时候容易现货期货两端亏损，放大波动。

优选期限

可获得期限结构收敛的额外收益，套保效果更加稳定。

操作难度较大，要付出一定的交易成本。



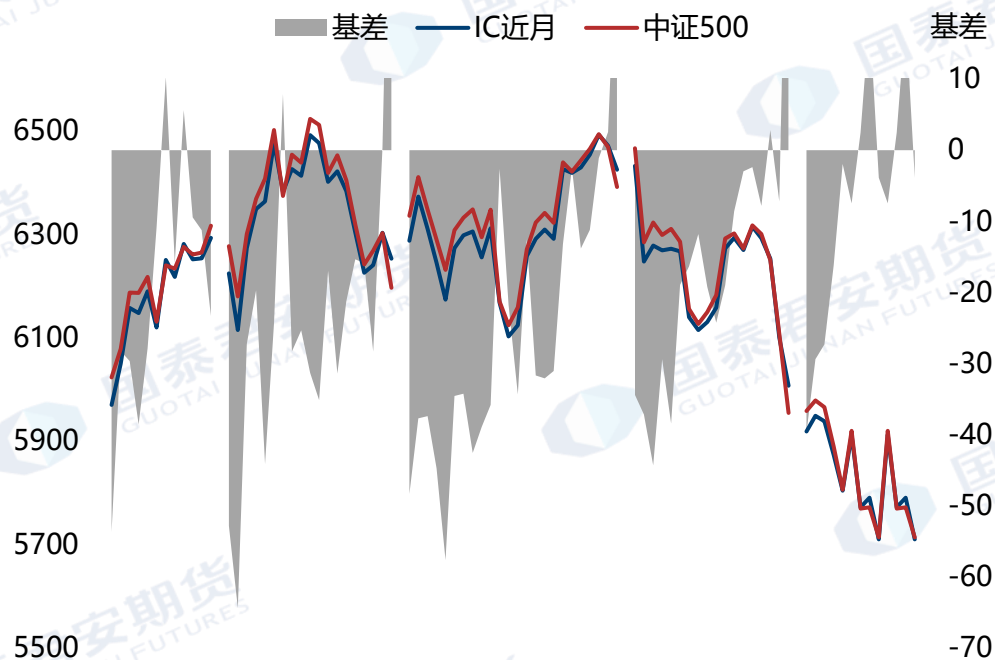
资料来源：米筐，国泰君安期货研究

- 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。

3. 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

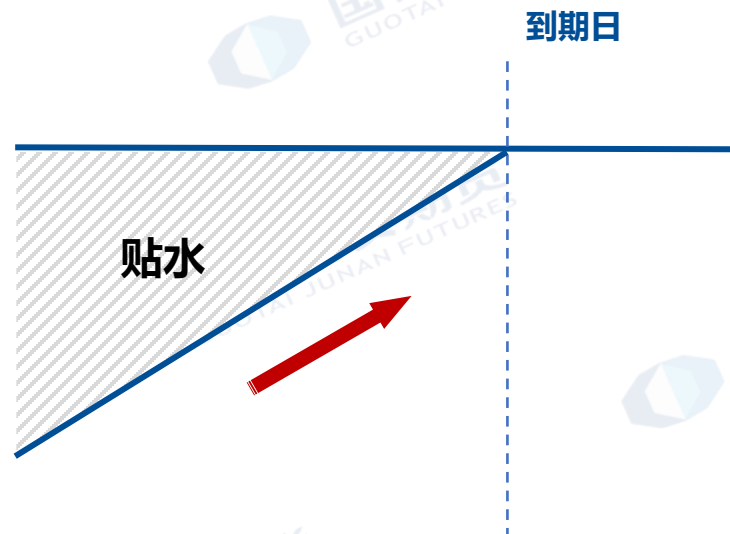


资料来源：Wind，国泰君安期货研究

吃贴水原理简易示意

现货价格（指数）

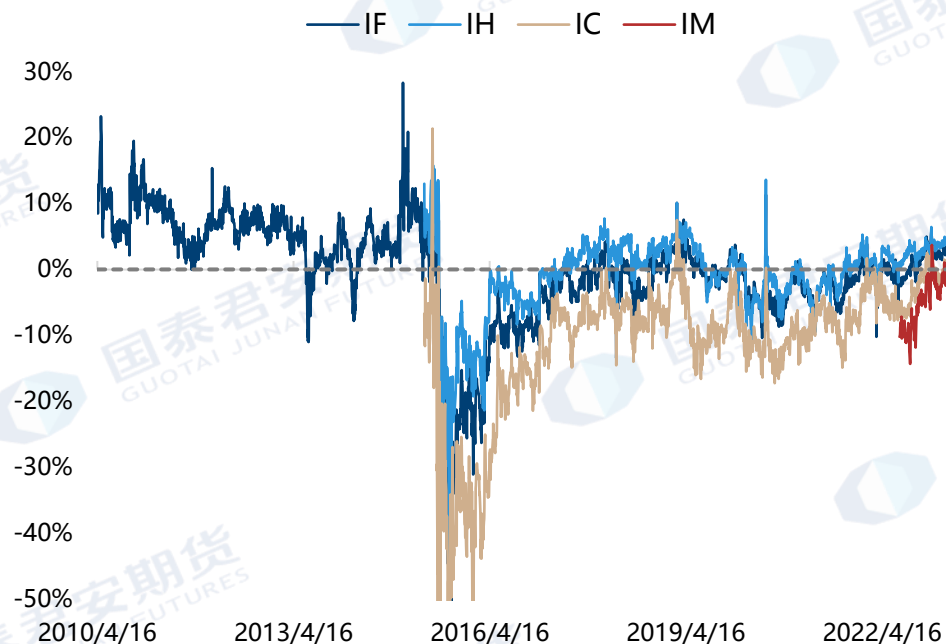
期货价格



3. 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

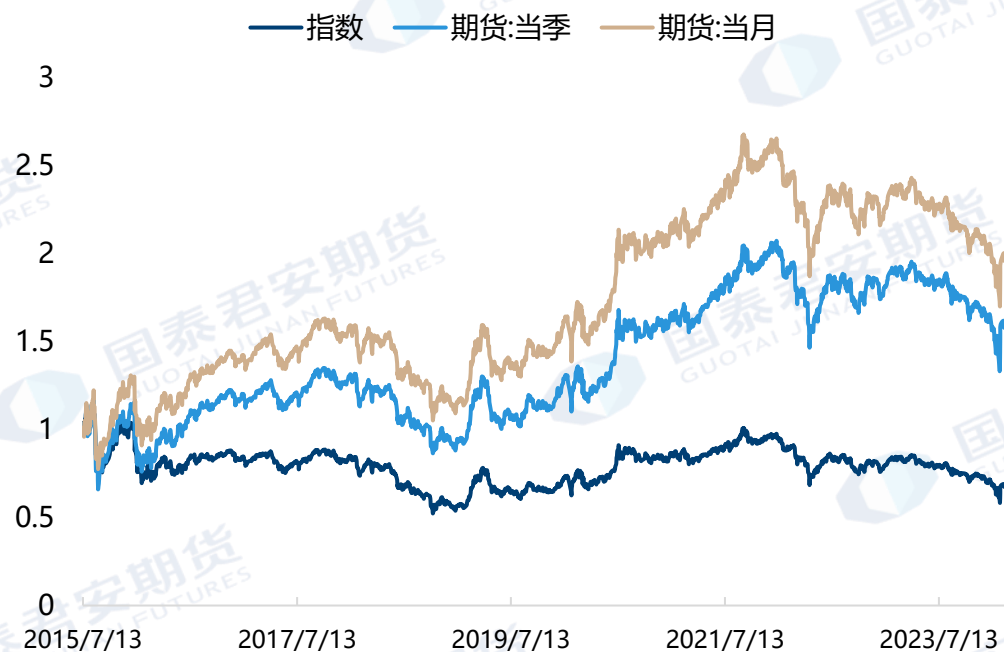
多空双方“互利共赢”



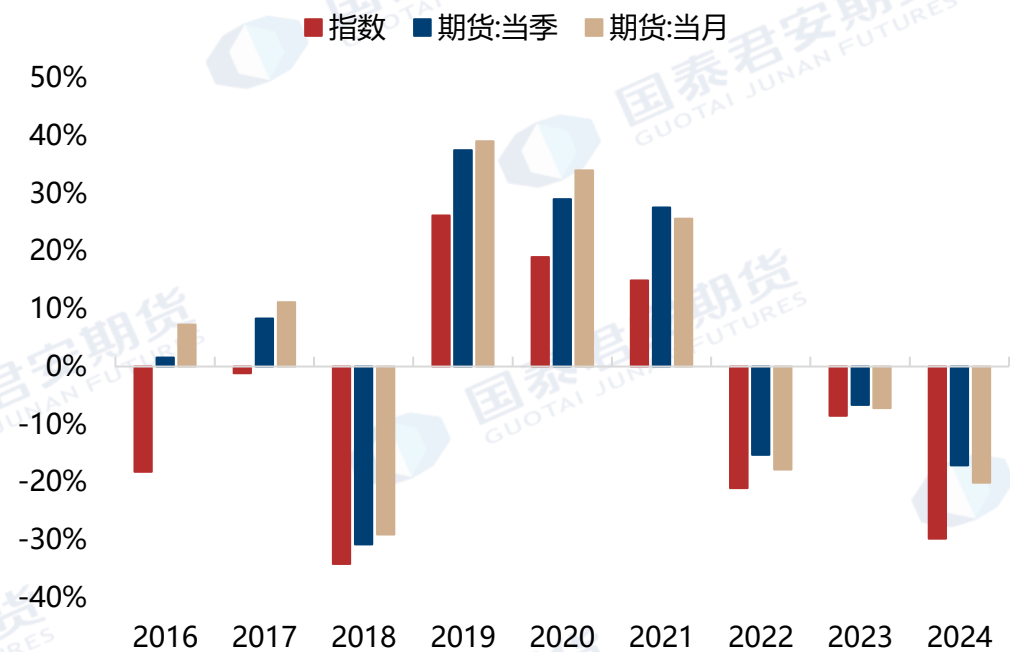
3. 多头增强——“吃贴水”

- 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，平均每年可获取**10.64%**的增强收益。

中证500期货（IC）“吃贴水”收益



历年来期货多头均较指数有增强收益

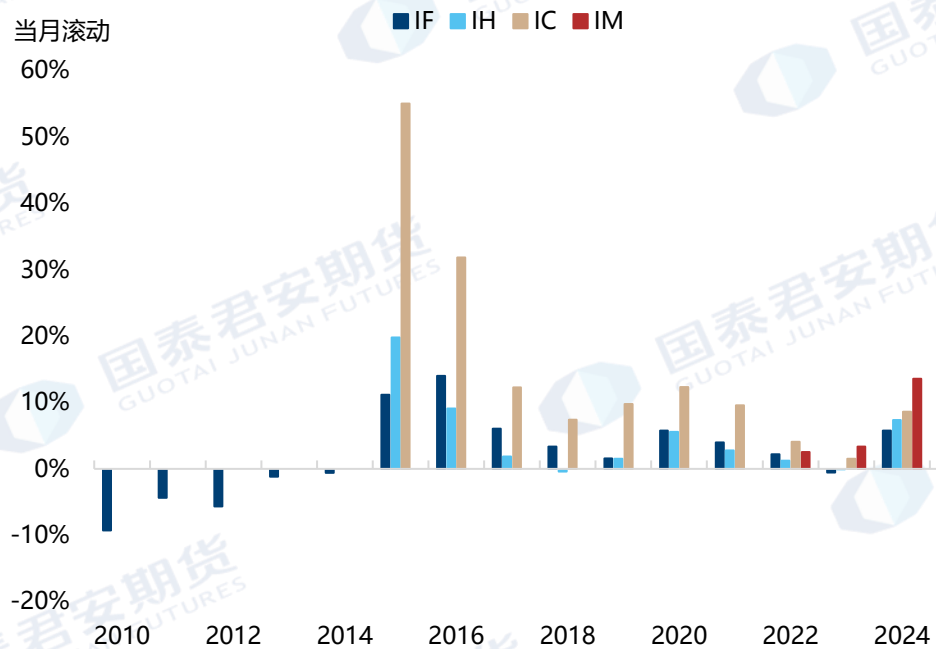


资料来源：Wind，国泰君安期货研究

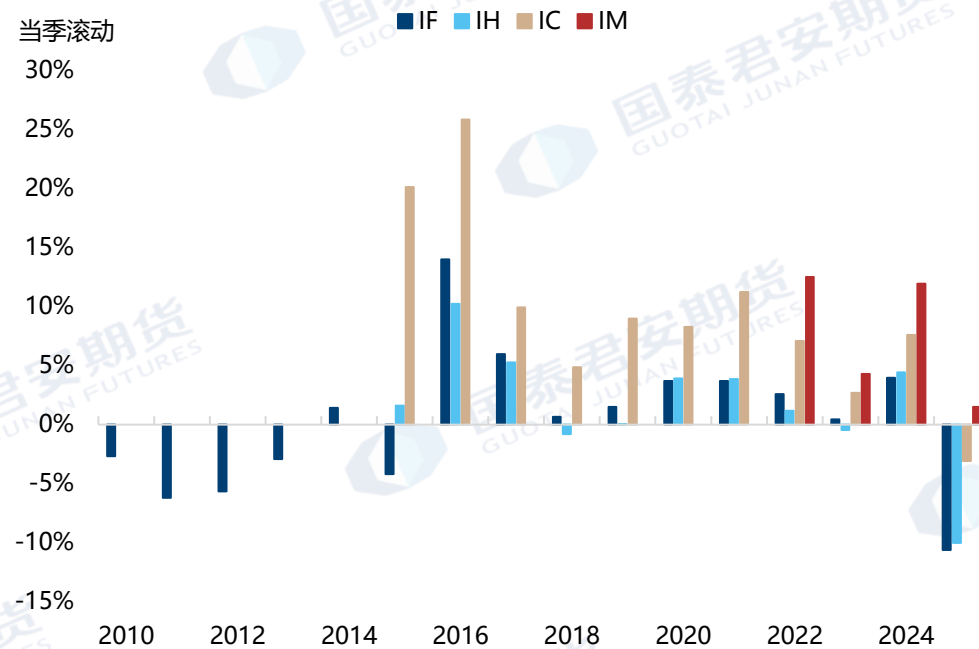
3. 多头增强——“吃贴水”

- 历史表现如何？
- 各品种股指期货相对于指数的超额收益基本与当年贴水程度挂钩，贴水较深的年份增强收益更大，如2015-2016年。
- 近年来，场外雪球爆发、中性策略规模下滑，贴水减小，相对于指数的超额收益减弱。

股指期货相对于指数的超额收益：当月合约



股指期货相对于指数的超额收益：当季合约

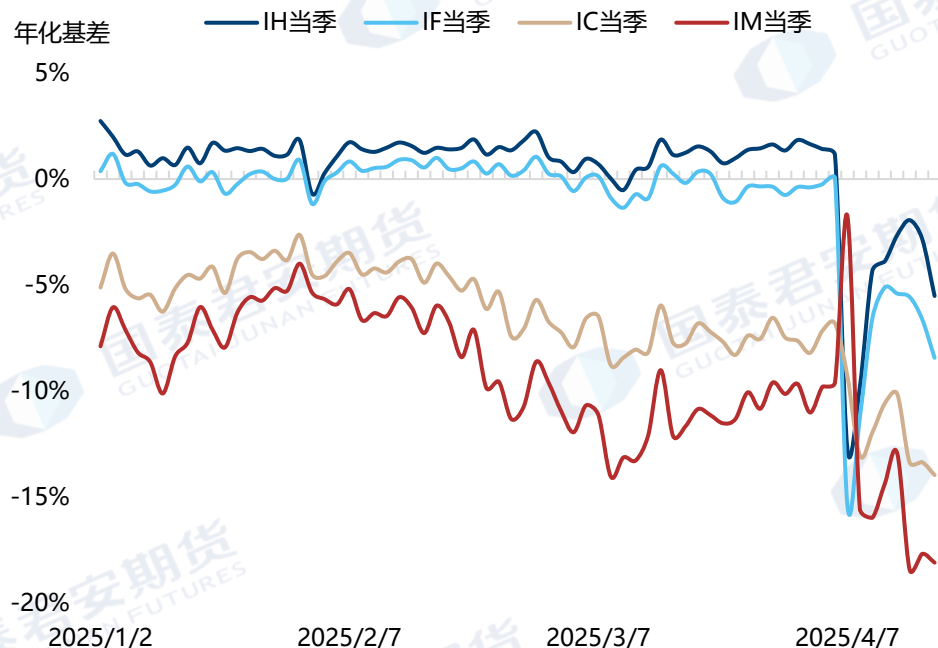


资料来源：米筐，国泰君安期货研究

3. 多头增强——“吃贴水”

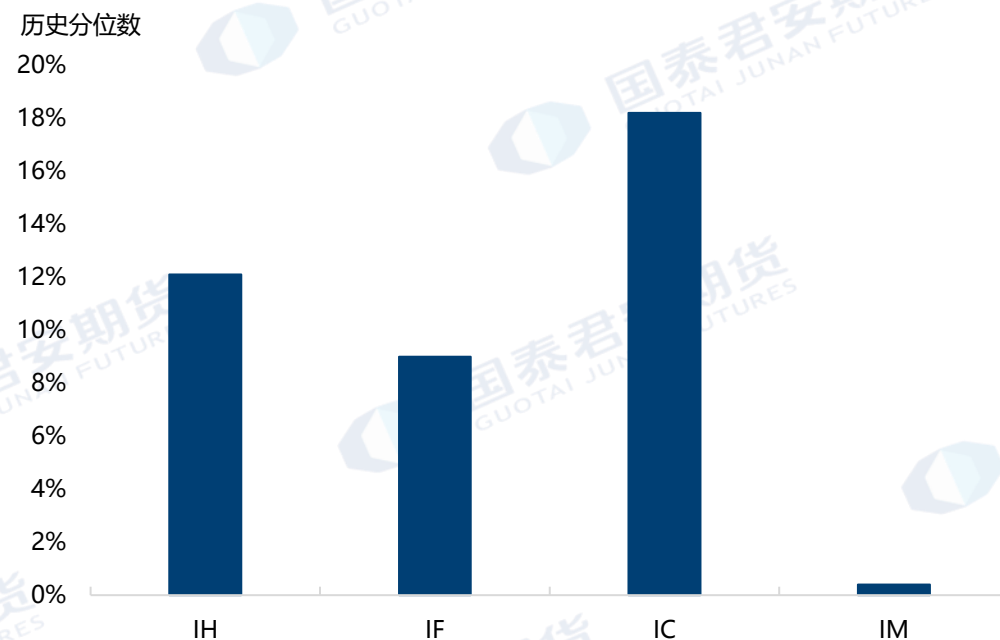
- 事件型因素导致的指数下跌一般会创造较好的贴水机会
- 例如2025年4月关税事件冲击下，指数快速下跌，股指期货反应更加剧烈，贴水迅速扩大。
- 同时由于IC和IM盘中跌停，IH和IF承接了一定的避险资金，出现近年罕见的深度贴水，定价明显偏离合理位置，对多头替代而言是极佳的机会。

2025年以来各品种基差走势



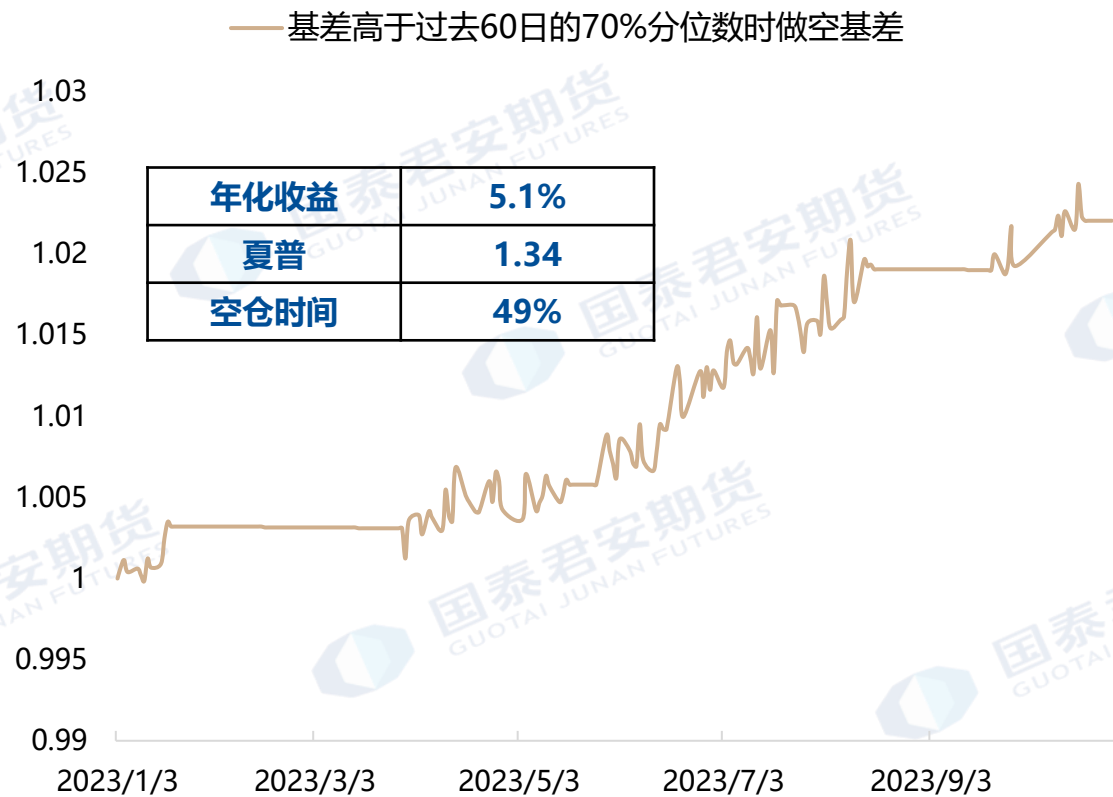
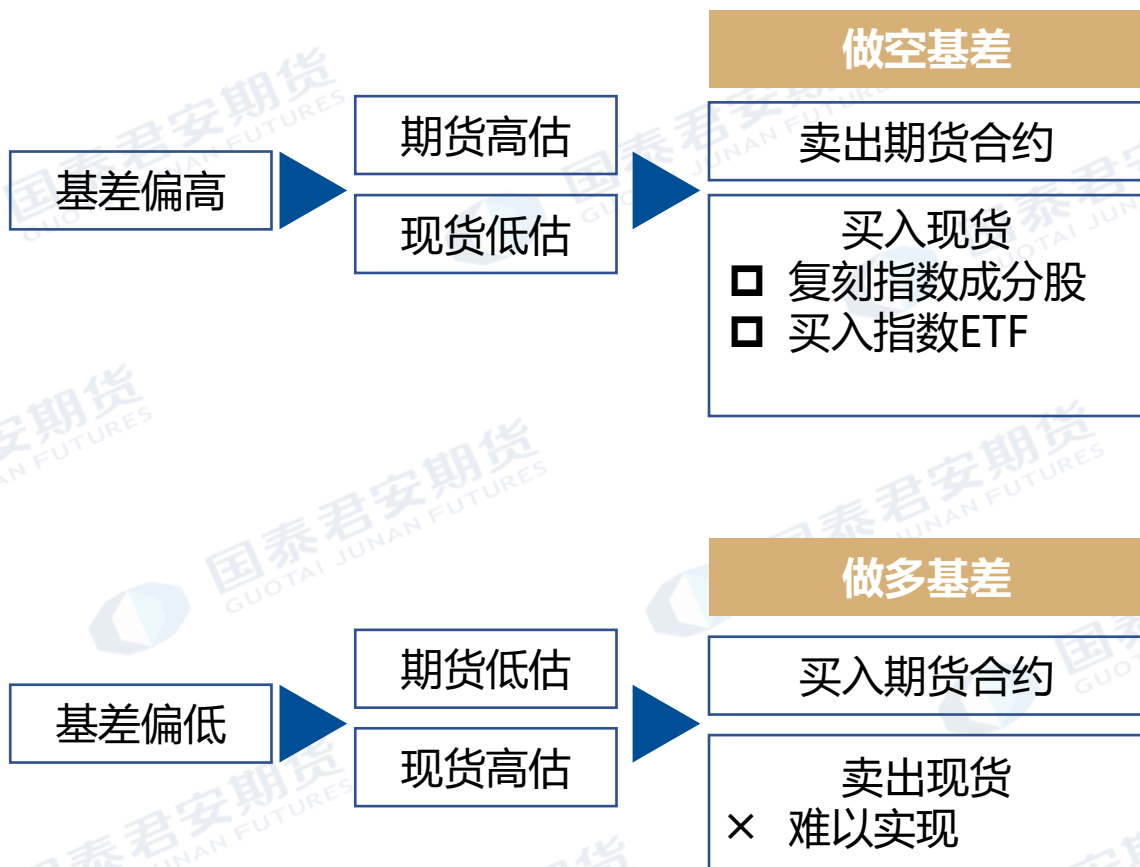
资料来源：米筐，国泰君安期货研究

各品种年化基差的历史分位数：截至2025.04.16



4. 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。

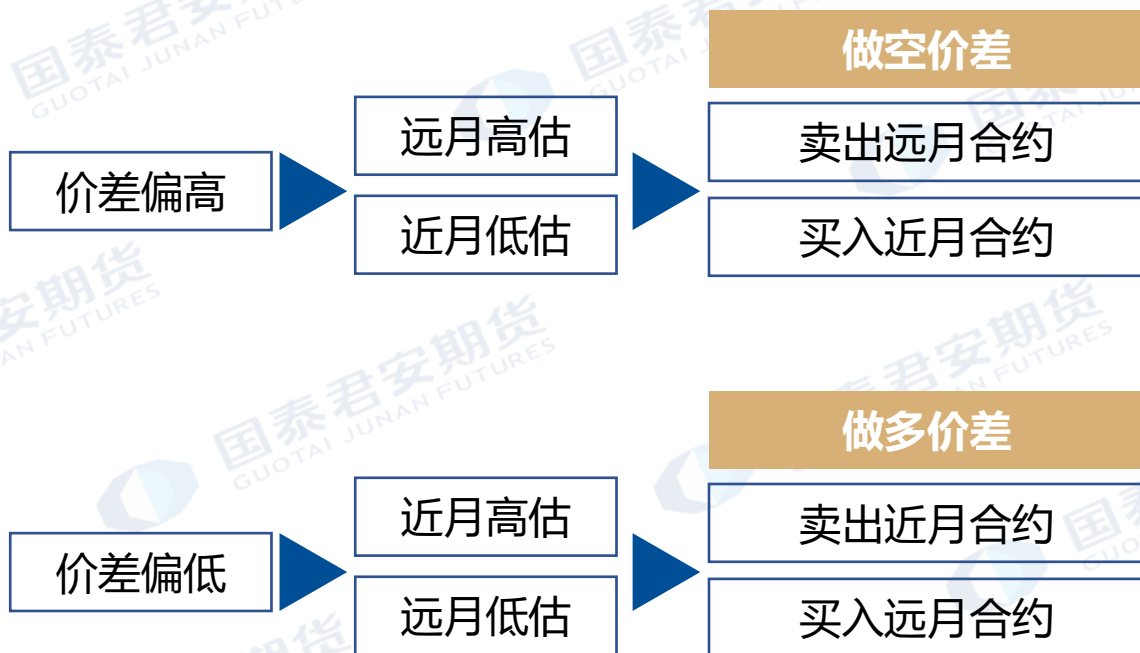


资料来源：Wind，国泰君安期货研究

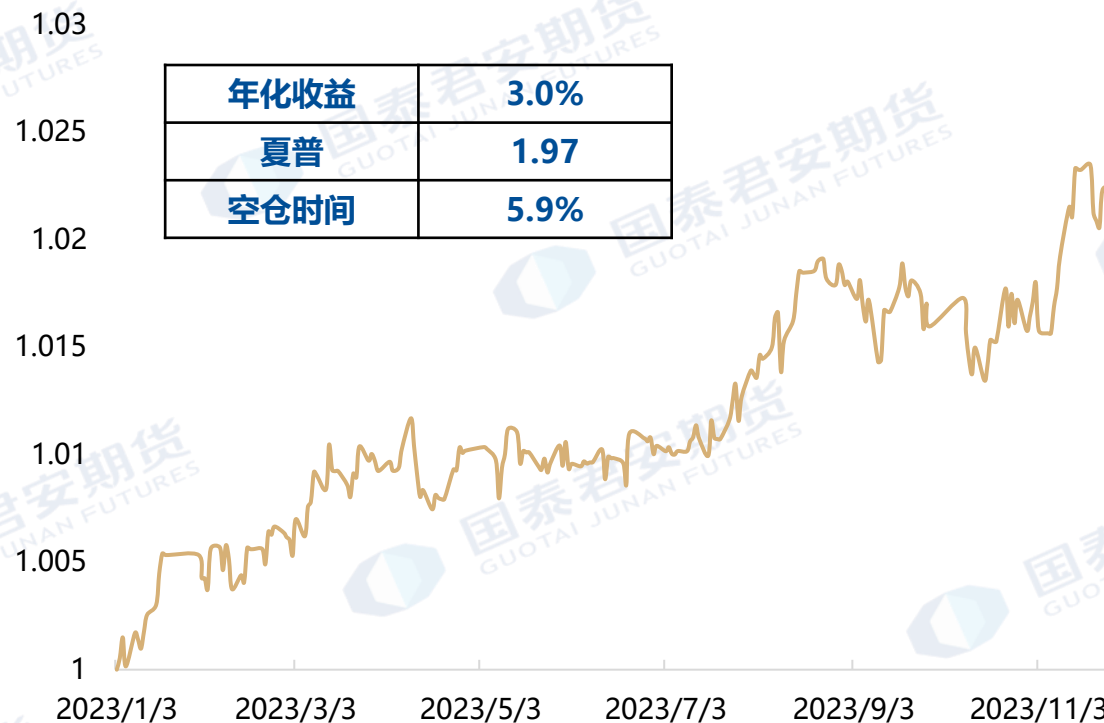
4. 多空套利：跨期套利

- **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

4. 多空套利：跨品种套利

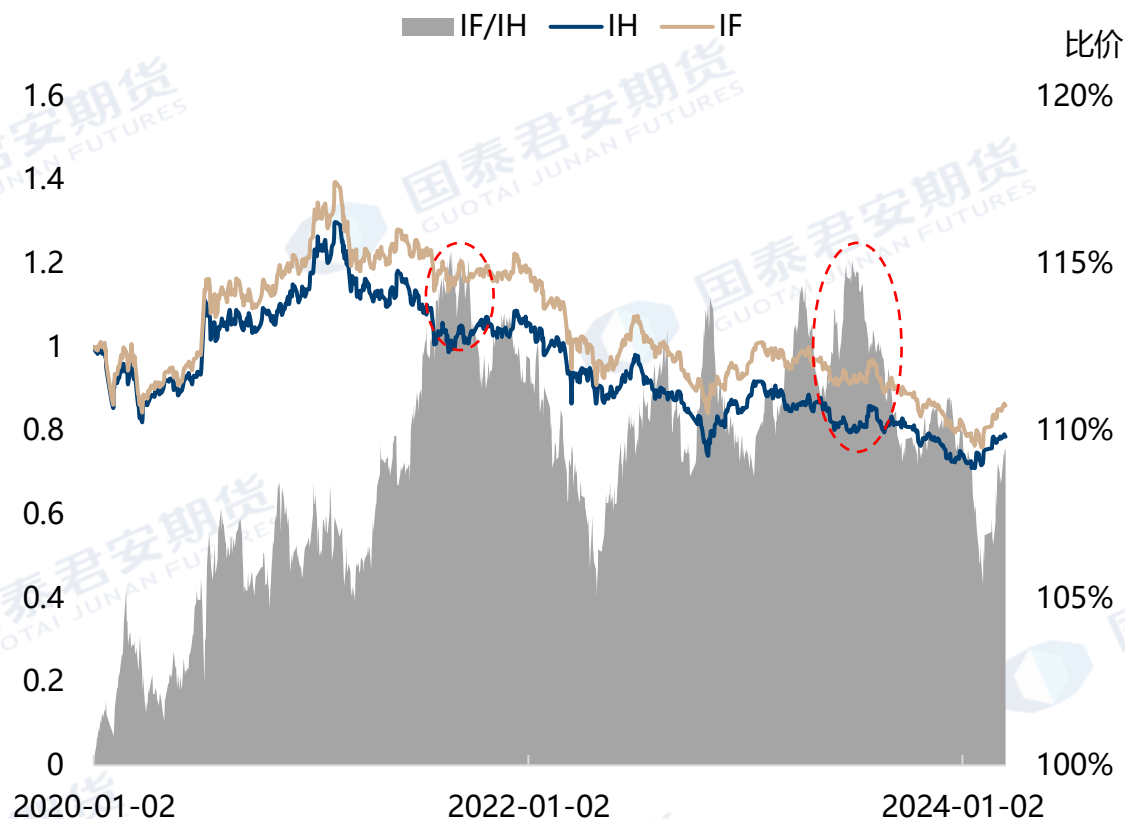
- **跨品种套利**：利用两种不同的期货合约进行套利交易，即买入某一到期日的期货合约，同时卖出另一**相同到期日、不同品种**的期货合约，以期在合适时机同时将这两种合约对冲平仓而获取利润。
- 由于多空持仓的品种不同，风险敞口并不能基本对冲，风险相对更大。

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

4. 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。

The background features a dark blue field with several 3D arrows pointing towards the upper right. The arrows are in various shades of blue and white, creating a sense of depth and movement. A faint grid pattern is visible in the background. A semi-transparent blue and yellow diagonal band crosses the left side of the image.

03

股指期货风险及应对

1. 股指期货套保的主要风险在于基差

- ◆ 基差是期货价格和现货价格之间的差值，是套保误差最重要的来源。其计算方式一般约定俗成为：

$$\text{基差} = \text{期货} - \text{现货}$$

- ◆ 由于不同期限的合约存续时间不同，因此具备不同的“久期”特性，更晚到期的合约基差数值天然地更大。因此实践中一般将基差折算为年化基差率，计算方式为：

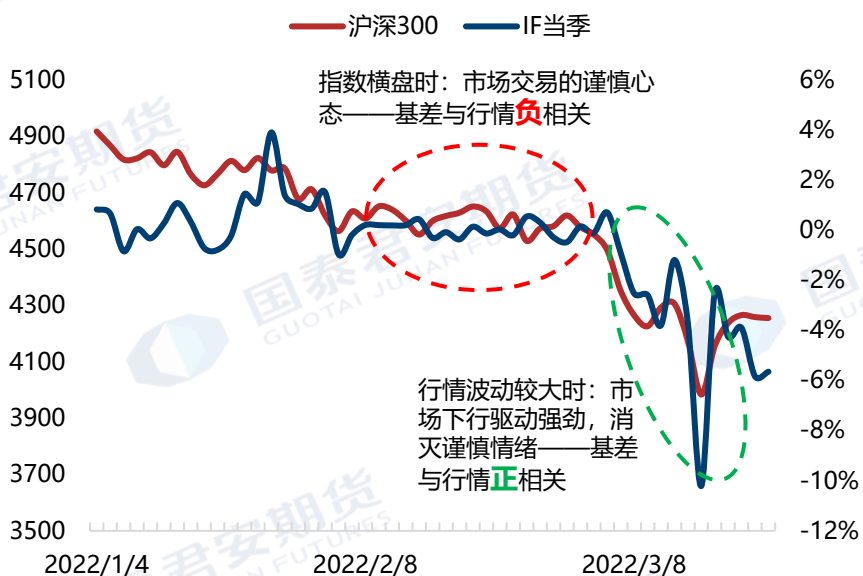
$$\text{年化基差率} = \frac{\left(\frac{\text{期货} - \text{现货} + \text{成分股分红}}{\text{现货}} \right)}{\text{合约距离到期日的自然日天数}} \times 365$$

或

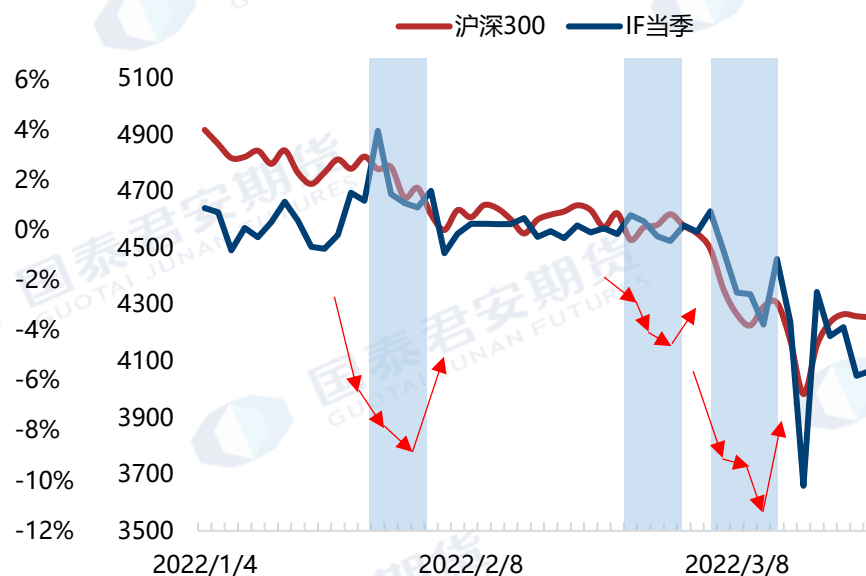
$$\text{年化基差率} = \frac{\left(\frac{\text{期货} - \text{现货} + \text{成分股分红}}{\text{现货}} \right)}{\text{合约距离到期日的交易日天数}} \times 250$$

2. 基差的统计特征

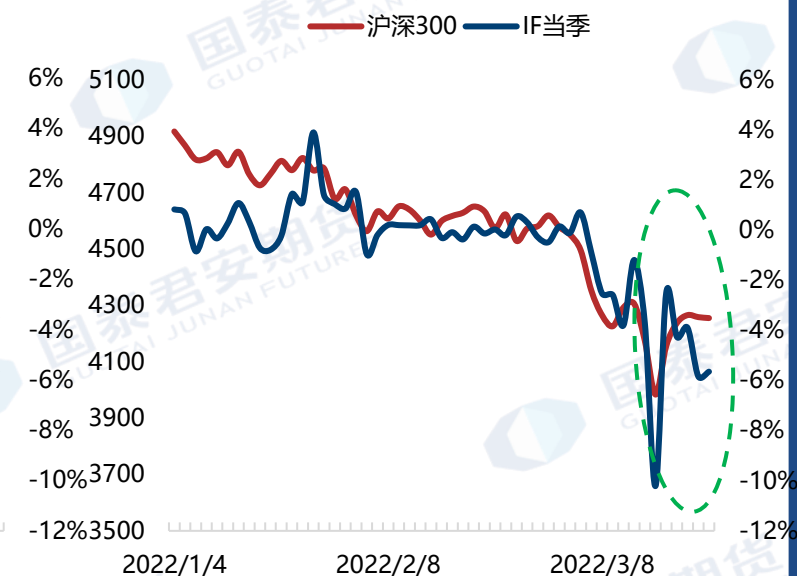
◆ 指数横盘时，市场交易心态较为谨慎，基差与行情呈现负相关关系；在市场驱动强劲、行情波动较大时，谨慎情绪被消灭，期货的变动幅度大于现货的变动幅度，基差与行情呈现正相关关系。



◆ 基差在短期内连续同方向变动的概率较小，当基差连续向同一个方向运动3日以上，下一交易日大概率有所反弹。



◆ 由于基差的大幅变动一般来自于较大的事件驱动，其影响的持续时间一般较长，因此基差的大幅波动通常集聚出现，大幅变动后再次出现大幅变动的概率较高。



3. 基差的期限结构

◆ 通过以下方式构建衡量基差期限结构的三因子：

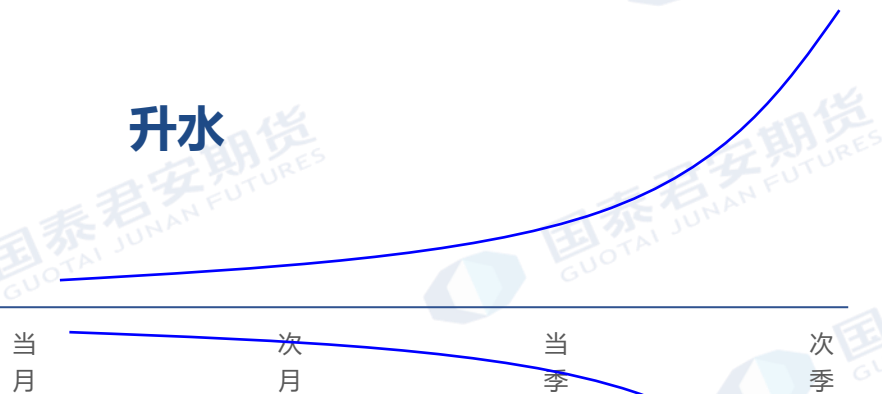
水平 = 持仓量加权基差

斜率 = 次季合约基差 - 当月合约基差

曲率 = (次月 + 当季) - (当月 + 次季)

◆ 根据对上述三因子的走势分析，可将股指基差的期限结构简化为下图。

盘面绝对基差的期限结构



年化基差的期限结构



4. 基差的影响因素

多头需求

公募指数ETF和指数增强产品

场外自动赎回型期权产品

私募指增（吃贴水）策略

吃贴水入场

压低基差/
高贴水收益

推高基差/
低对冲成本

中性产品
入场对冲

空头需求

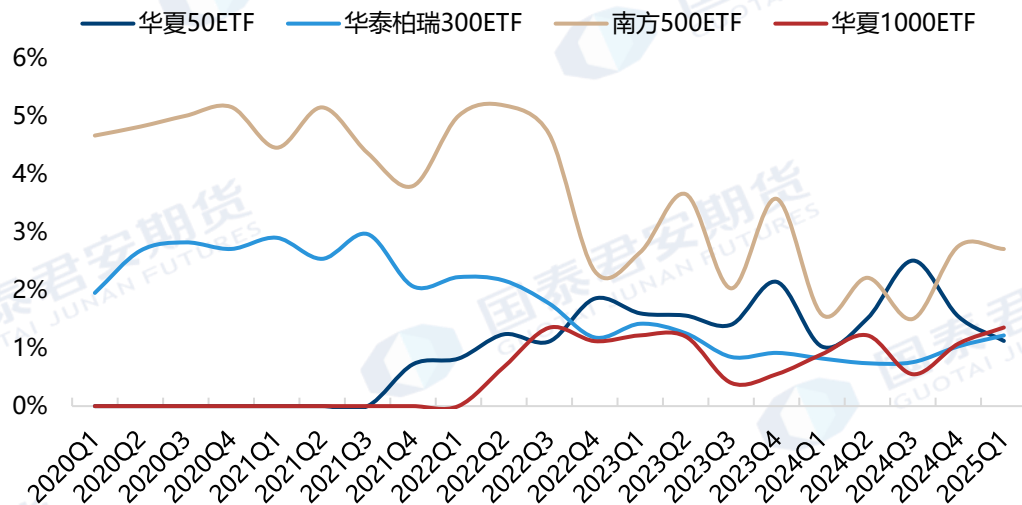
公募股票中性（股票多空）策略

私募中性策略

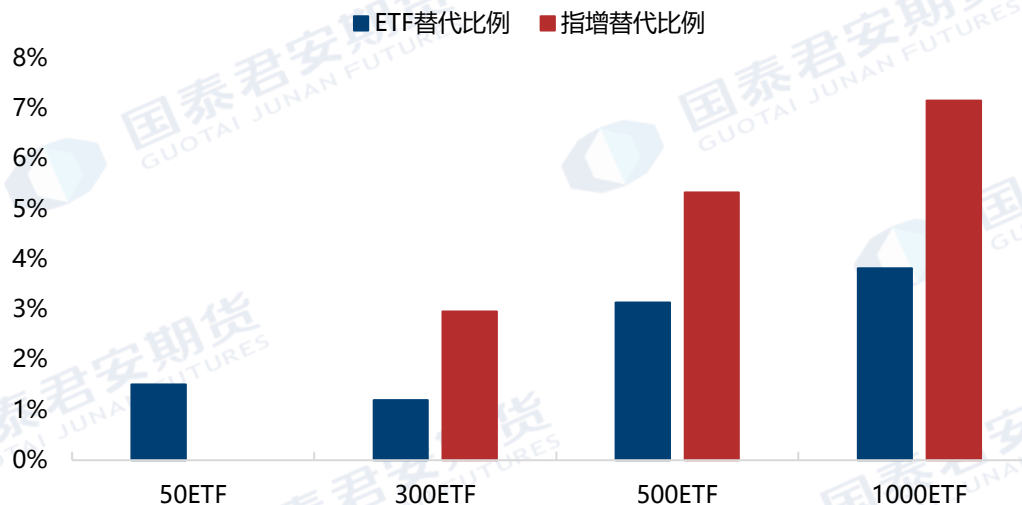
打新对冲策略

4. 基差的影响因素：公募指数ETF和指增产品

公募指数ETF的期货多头替代比例



ETF和指增中多头替代比例



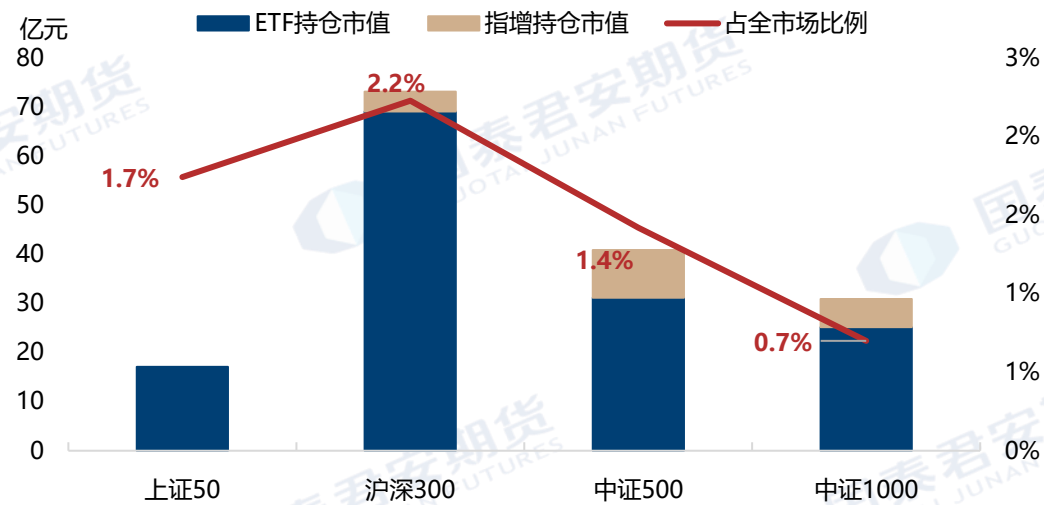
资料来源：Wind，国泰君安期货研究

◆ 指数ETF和指增产品中存在一定量的期货多头替代，且对行情预期有一定的传导作用，也会对基差产生正向的推动作用。

◆ 公募ETF和指增产品中期货多头的规模占全市场比例约1%-2%。

◆ 私募指增类产品也存在相同的影响。

多头替代规模占全市场的比例



5. 风险指标监控



保证金

- 分为初始保证金和追加保证金。
- 保证金账面余额低于维持保证金标准时，必须在规定时间内不足，否则可能被强制平仓，套期保值被迫终止。



杠杆率

- 与保证金留存直接相关。
- 杠杆率过高，账户风险较大，容易出现追保甚至强平风险；
- 杠杆率过低，资金使用效率较低，错失现金收益。



套保比例

- 期货现货出现大幅背离时，需要及时调整套保比例。
- 可采用定期调整或触发阈值调整的方式。调整频率不宜太过频繁。



期现匹配度

- 现货持仓发生较大变化时，应及时调整套保头寸。
- 不仅涉及套保比例的调整，有时现货持仓风格漂移时还可能涉及品种的调整。

6. 对冲效果评价

方差减小比例

- ◆ 方差减小比例更加重视套保过程，衡量组合市值的波动情况，更加关注套保组合的市值平稳。计算方式为：

$$\text{方差减小比例} = 1 - \frac{\text{方差（套保组合）}}{\text{方差（被套保标的）}}$$

- ◆ 与之类似的指标还有下行标准差、最大回撤、在险价值（VaR）和期望损失（Expected Shortfall），可对上式中的方差进行替换，计算方式均是风险指标的下降幅度，下降幅度越大，表明套保效果越好。

累积市值变化减少比例

- ◆ 累积市值变化减少比率更加重视套保结果，关注套保后资产和初始阶段的变动情况。计算方式为：

$$\text{累积市值变化减少比率} = 1 - \text{abs} \left(\frac{\text{套保组合市值变化}}{\text{被套保标的市值变化}} \right)$$

- ◆ 指标越大，表明套保组合的期末市值变化越小，也就意味着风险越小，极限状态下若指标为1，说明套保过程完全抵消了资产的价格波动，规避了风险资产的全部风险。

The background is a dark blue gradient featuring faint, semi-transparent financial charts. On the left, there's a large white number '04' overlaid on a blue and orange geometric shape. To the right, a candlestick chart is visible with several blue bars. Various numerical values are scattered across the background in a light blue font, including '-0.15', '16831800', '53.6', '18.3', '1834133', '+1.89%', '+0.96', '-0.36', and '13.80'.

04

市场情况和案例

1. 交易规则变化

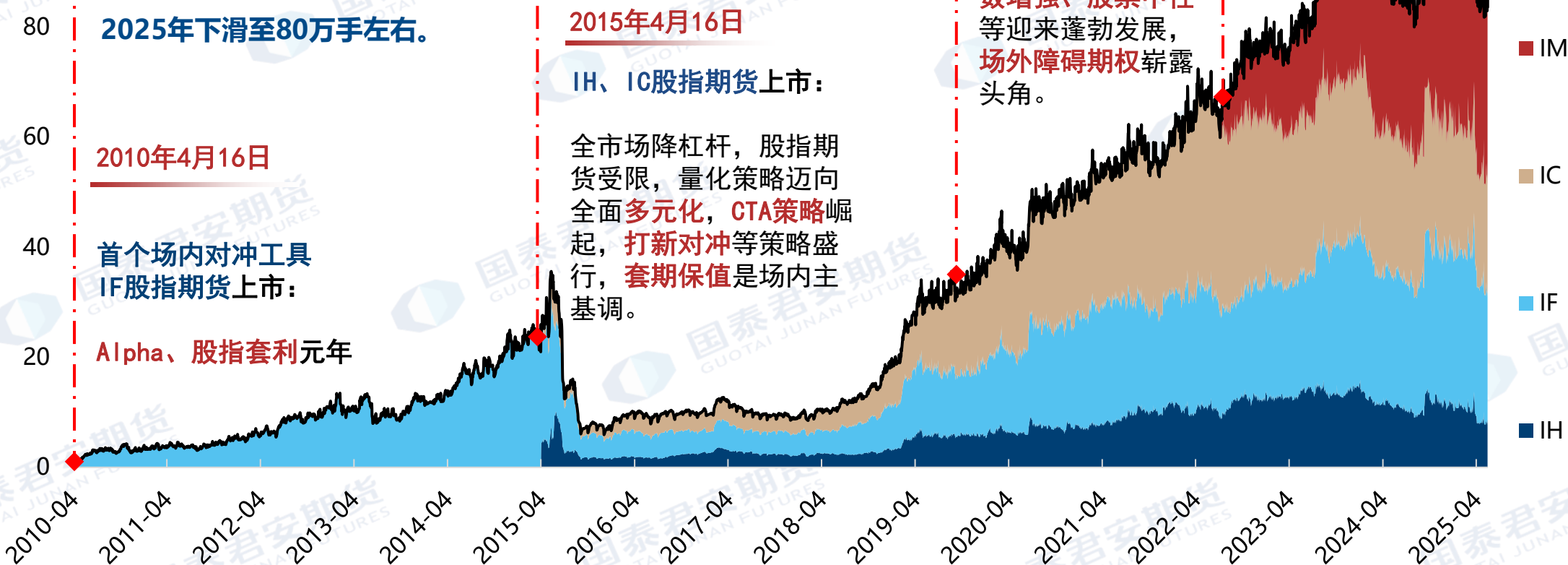
	时间	手续费	非套期保值保证金	日内开仓限制 (手)
第一阶段 不断放松的 约束环境	2010/4/16	0.5%%	当月下旬: 15% 下季隔季: 18%	无限制
	2012/6/1	0.35%%	当月下旬: 15% 下季隔季: 18%	无限制
	2012/6/29	0.35%%	12%	无限制
	2012/9/1	0.25%%	12%	无限制
	2014/9/1	0.25%%	10%	无限制
第二阶段 持续收紧的 约束环境	2015/7/8	0.25%%	IC卖出: 20% 其他: 10%	无限制
	2015/7/9	0.25%%	IC卖出: 30% 其他: 10%	无限制
	2015/8/3	一般手续费: 0.23%% 申报费: 1元	IC卖出: 30% 其他: 10%	无限制
	2015/8/26	一般手续费: 0.23%% 申报费: 1元 平今手续费: 1.15%%	IC卖出: 30% 其他: 12%	单品种600手
	2015/8/27	一般手续费: 0.23%% 申报费: 1元 平今手续费: 1.15%%	IC卖出: 30% 其他: 15%	单品种600手
	2015/8/28	一般手续费: 0.23%% 申报费: 1元 平今手续费: 1.15%%	IC卖出: 30% 其他: 20%	单品种600手
	2015/8/31	一般手续费: 0.23%% 申报费: 1元 平今手续费: 1.15%%	30%	单品种100手
	2015/9/7	一般手续费: 0.23%% 申报费: 1元 平今手续费: 2.3%%	40%	单品种10手
第三阶段 逐渐正常化的 约束环境	2017/2/17	一般手续费: 0.23%% 申报费: 1元 平今手续费: 9.2%%	IC:30% IH、IF:20%	单品种20手
	2017/9/18	一般手续费: 0.23%% 申报费: 1元 平今手续费: 6.9%%	IC:30% IH、IF:15%	单品种20手
第四阶段 开始松绑的 约束环境	2018/12/3	一般手续费: 0.23%% 申报费: 1元 平今手续费: 4.6%%	IC:15% IH、IF:10%	单合约50手
	2019/4/22	一般手续费: 0.23%% 申报费: 1元 平今手续费: 3.45%%	IC:12% IH、IF:10%	单合约500手
	2023/3/20	平今手续费: 2.3%%		

2. 市场概况

持仓量：万手

◆ 股指期货的发展，新品种的上市、制度的放开、收紧，都为量化策略带来了新的变化，成为量化策略发展的里程碑。

◆ 量化策略的演进也推动股指期货持仓规模不断上升。2024年2月，股指期货持仓量合计突破**100万手**，其中持仓量最高的分别是IM和IF。
2025年下滑至80万手左右。



2. 市场概况

- ◆ 在2024年以来的极端行情中，股指期货响应迅速，成交量急剧放大，连续创2020年以来新高。
- ◆ 2024年10月，IH、IF、IC、IM四个品种平均日成交量分别为10.9万手、21.7万手、17.3万手和33.2万手，均为历史新高。
- ◆ 2025年波动率持续降低，外部冲击较大，各品种成交量略有下滑。

月均成交：万手

35

30

25

20

15

10

5

0

— IH — IF — IC — IM

2016

2017

2018

2019

2020

2021

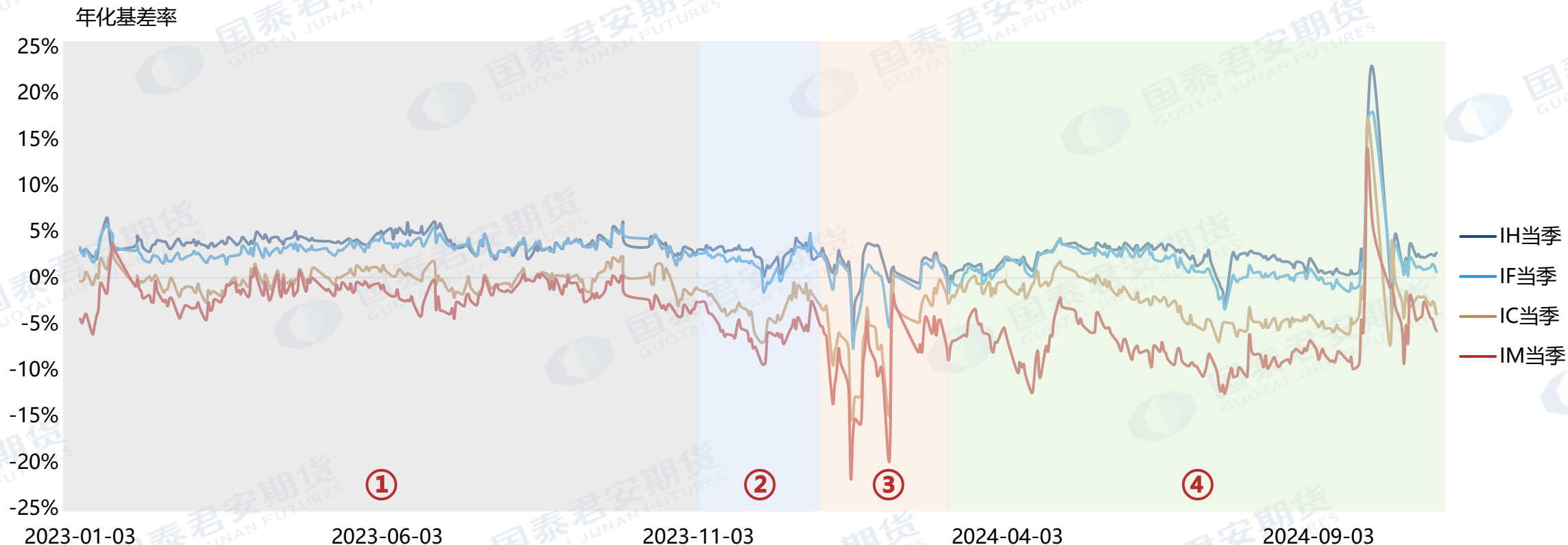
2022

2023

2024

2025

2. 市场概况：场外障碍期权对冲是近两年基差主因



① 2023年11月前

- ◆ 场外障碍期权大量发行，敲入前期期货端正Gamma对冲（高抛低吸），支撑基差高位。
- ◆ 中性等策略业绩承压，增量有限，空头力量不足。
- ◆ 市场风险偏好低，套利力量不足，未能驱动升水收敛。

② 2023年11-12月

- ◆ 2021年末发行的场外产品到期。
- ◆ 融券第一轮收紧刺激市场融券对冲快速转出，部分转向股指期货对冲，驱动基差下行。

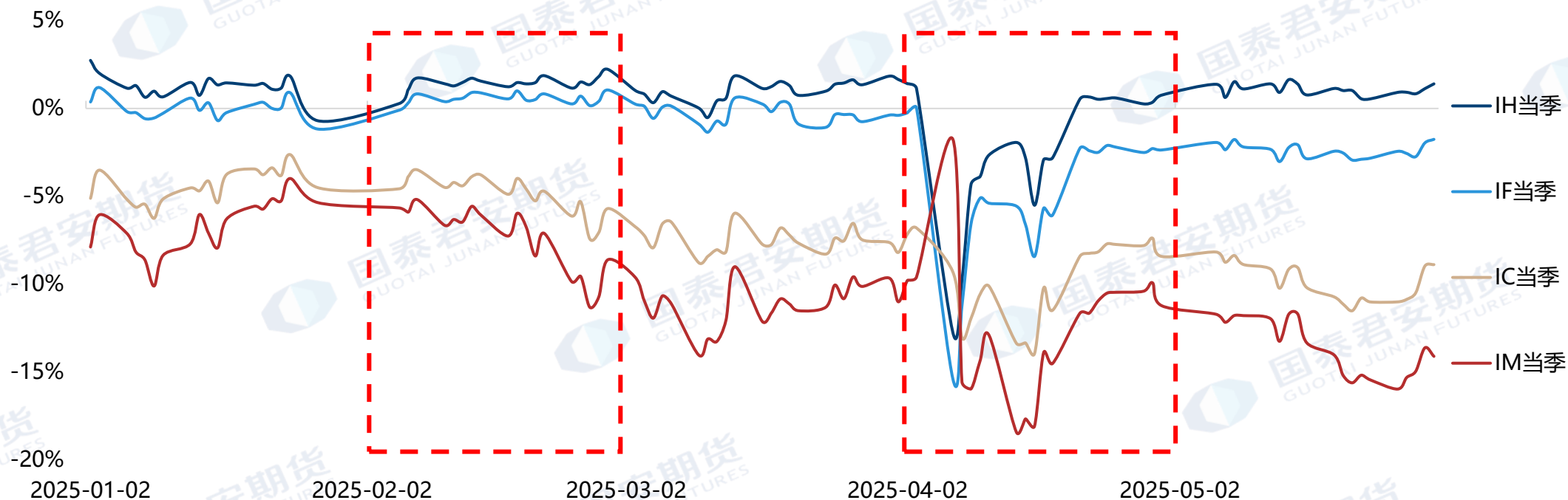
③ 2024年1-2月

- ◆ 小盘流动性危机，场外期权触发集中敲入，基差高波动模式。
- ◆ 量化监管引发策略仓位剧变。

④ 2024年3月-2024年末

- ◆ 敲入后期期货端负Gamma对冲（追涨杀跌），基差与指数走势一致。
- ◆ 新“国九条”、程序化监管、私募运作指引等规范确立市场合规运作基调，策略操作收紧，增量资金有限。
- ◆ 10月大涨触发场外部分敲出。

2. 市场概况：2025年场外对冲影响逐渐减弱



① 2025年1月

- ◆ 春节假期提前，指数层面驱动较少，基差稳定。

② 2025年2月

- ◆ 科技主线引领指数上涨，触发部分降敲结构敲出；
- ◆ 接近一半存量雪球到期，叠加海外不确定性，贴水压力大。

③ 2025年3月

- ◆ 小盘股市场风格高低切，中小盘情绪转弱，贴水收敛趋势不明确。

④ 2025年4月

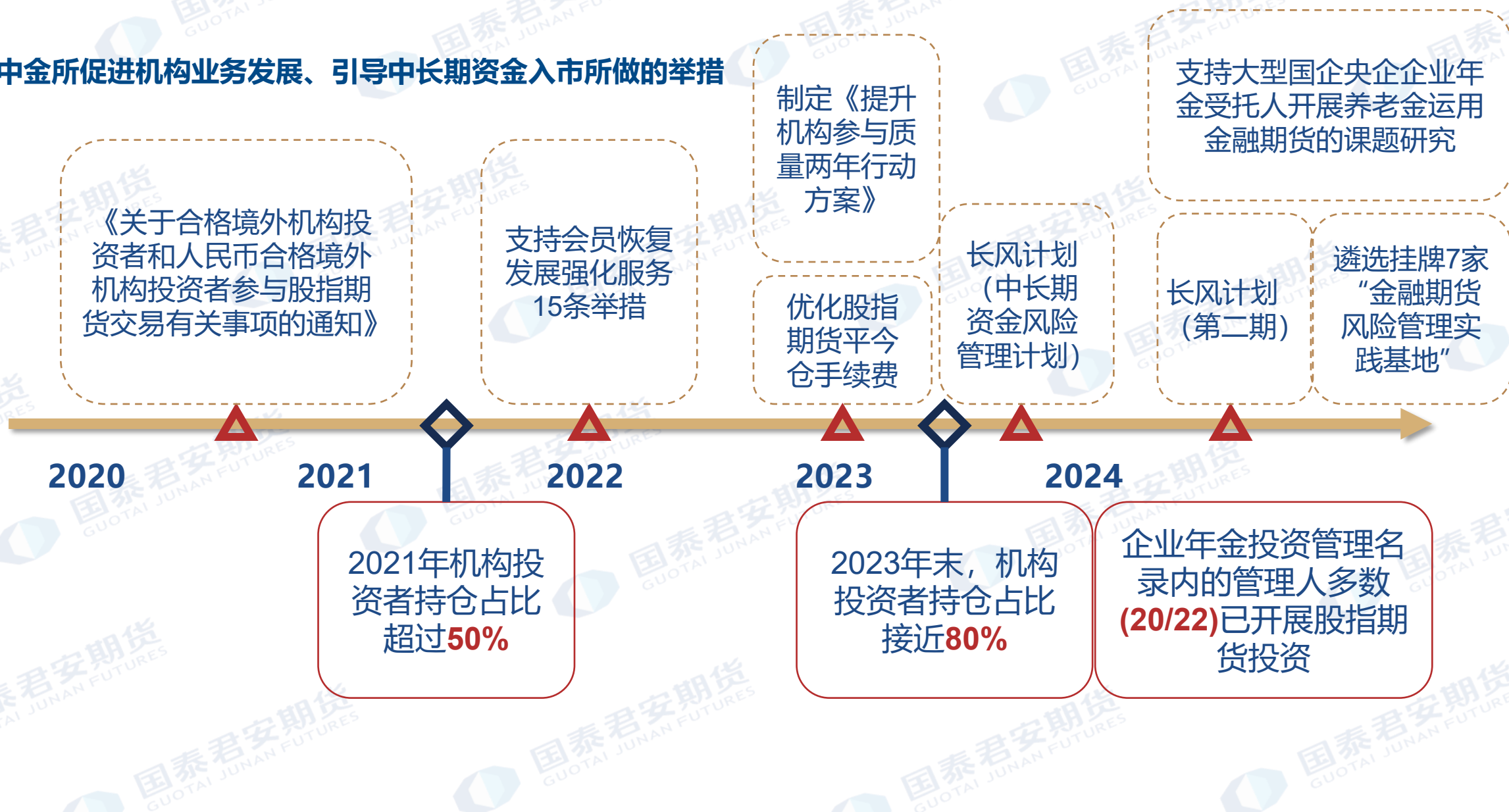
- ◆ 剩余一半雪球结构到期，贴水压力加大；
- ◆ 关税冲击、期货跌停、机构限卖，多因素共振推动贴水走阔至历史极值。

⑤ 2025年5月

- ◆ 雪球到期潮结束，场外对冲减弱；
- ◆ 小微盘博弈加剧，投机类对冲需求增加，贴水与行情预期更加相关。

3. 投资者结构：专业投资机构为主

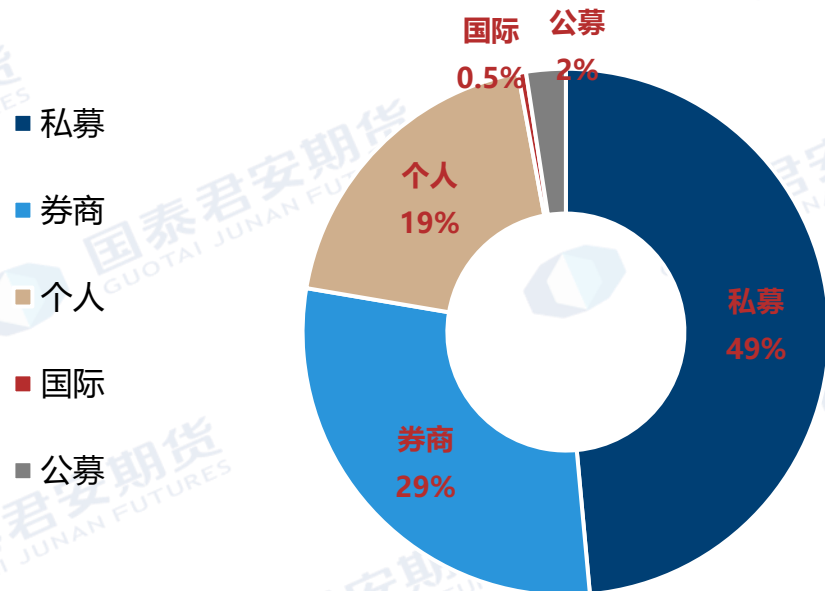
中金所促进机构业务发展、引导中长期资金入市所做的举措



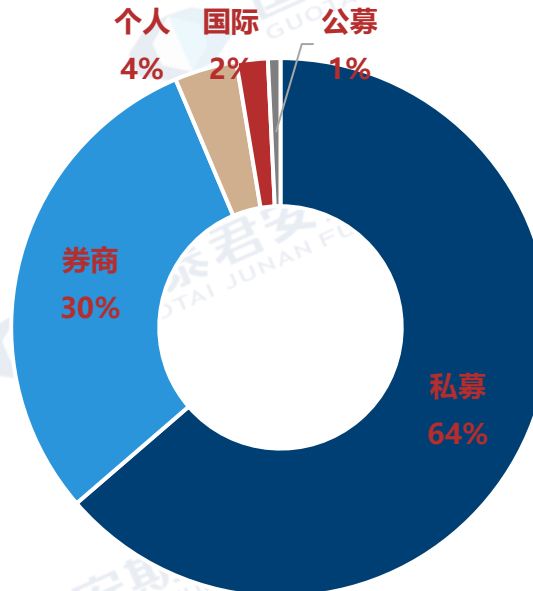
3. 投资者结构：机构投资者中以私募为主

- ◆ 机构投资者中，私募在多头和空头中的占比都较高，券商其次，公募基金占比较低。
- ◆ 个人投资者主要集中在多头中，空头较少。
- ◆ 随着对境外机构投资者的放开，国际投资者占比已有明显提升。

股指期货多头的投资者结构



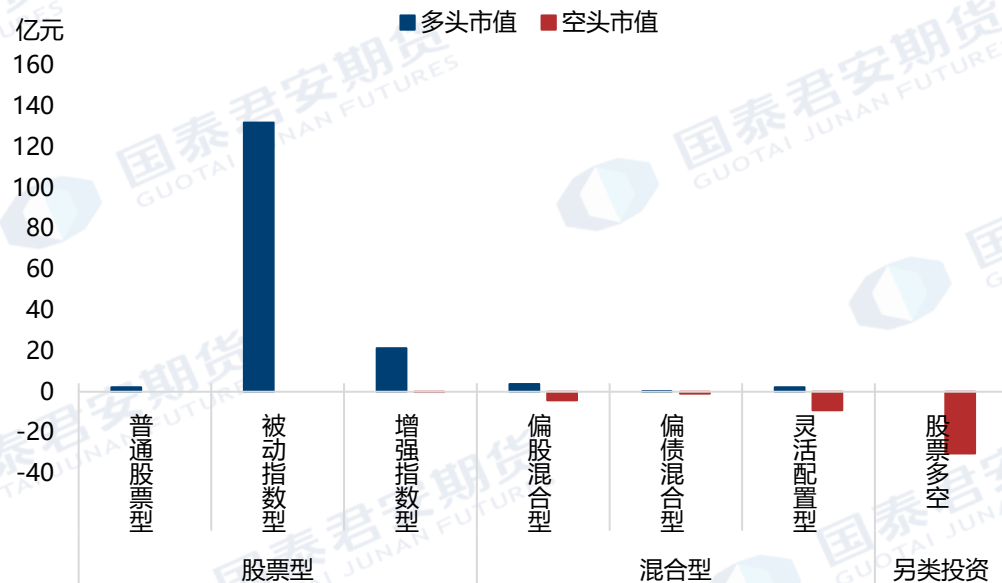
股指期货空头的投资者结构



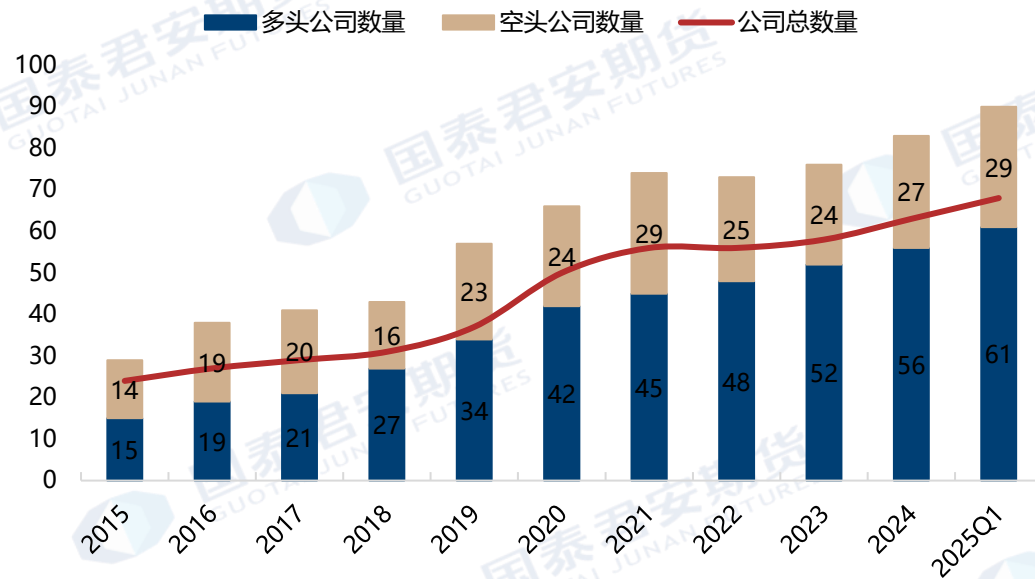
3. 投资者结构——公募基金

- ◆ 以公募基金为例，配置股指期货的公募基金公司数量和基金产品数量逐年增加。
- ◆ 截至2025年一季度末，共有**68家**公募基金公司旗下的**394只**公募基金产品配置了股指期货。
- ◆ 从配置市值来看，主要由**指数型**和**对冲型**基金构成。

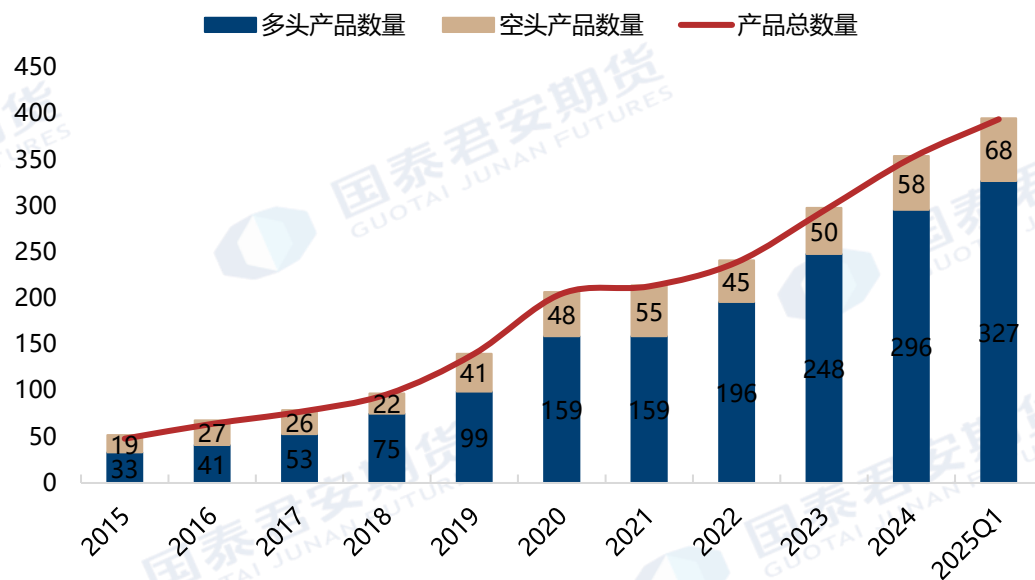
配置股指期货的产品类型



配置股指期货的公募基金公司数量 (单位: 家)



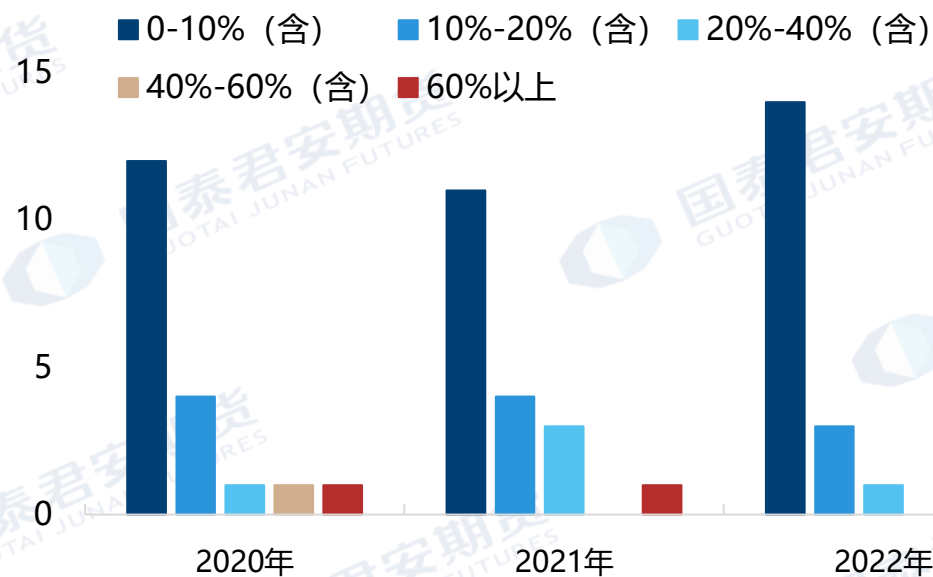
配置股指期货的公募基金产品数量 (单位: 只)



3. 投资者结构——企业年金

- ◆ 以企业年金为例，截至2023年，**22家**具备股指期货业务资格的养老基金和企业年金管理人中，**20家**已在养老金中开展过股指期货操作。
- ◆ 产品类型集中于股票型、混合型产品，账户规模普遍偏小，套保比例整体较低。

养老金使用股指期货的产品占比



年金管理人运用股指期货的主要策略

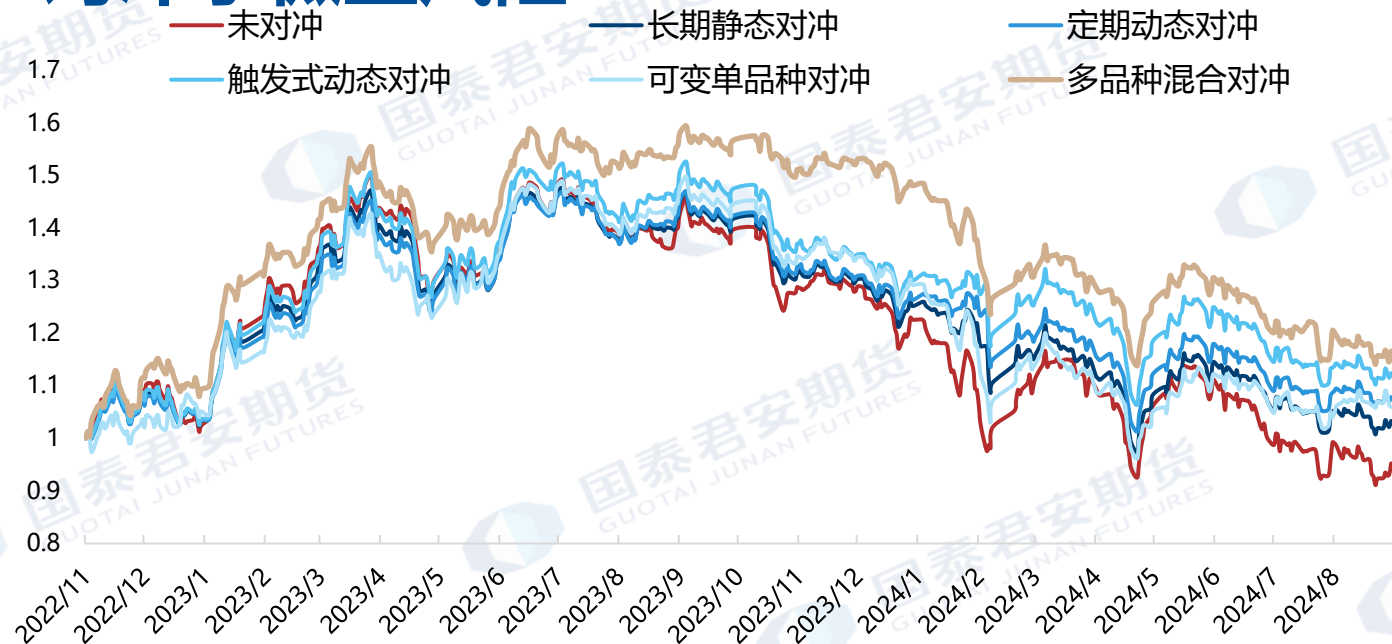
策略类型	使用家数	占比
打新策略	17	73.91%
套期保值策略	13	56.52%
主动择时对冲	11	47.83%
其他	2	8.70%

年金管理人运用股指期货的主要目的

效果反馈	使用家数	占比
控制回撤	18	78.26%
降低净值波动	18	78.26%
平滑收益	12	52.17%
提高收益	11	47.83%
其他	2	8.70%

4. 优秀案例——国资AMC对冲小微盘风险

- ◆ **(1) 长期静态对冲：**在对冲期初确定对冲品种和对冲比例，并长期保持不变，仅作移仓换月操作。
- ◆ **(2) 定期动态对冲：**确定对冲品种不变，每月重新计算对冲比例，次月首日调整对冲比例。
- ◆ **(3) 触发式动态对冲：**确定对冲品种不变，每日跟踪期现相关系数，超过阈值则调整对冲比例。
- ◆ **(4) 可变单品种对冲：**每月重新计算与现货相关性最强的期货品种，并计算相关系数，次月调整对冲品种和对冲比例。
- ◆ **(5) 多品种混合对冲：**每月计算与现货相关性最强的两个期货品种，分别计算对冲比例，次月首日调整。
- ◆ **单品种对冲场景下默认用IM对冲。**



	未对冲	长期静态对冲	定期动态对冲	触发式动态对冲	可变单品种对冲	多品种混合对冲
累计收益	-4.8%	3.3%	7.8%	12.4%	5.9%	16.6%
年化收益率	-2.7%	1.9%	4.4%	6.9%	3.3%	9.3%
年化波动率	23.0%	19.9%	19.2%	20.7%	21.2%	18.6%
最大回撤	-39.4%	-34.1%	-31.1%	-30.4%	-35.9%	-28.6%
夏普	-0.12	0.09	0.23	0.34	0.16	0.50
卡玛	-0.07	0.05	0.14	0.23	0.09	0.32

资料来源：米筐，国泰君安期货研究

4. 优秀案例——国资AMC对冲小微盘风险

◆ 上述5种灵活对冲方式中，多品种混合对冲对回撤的控制效果最好，最大回撤由39.4%下降至28.6%（-10.8%）。

◆ 具体对冲方式如下：

(1) 每月末计算过去60交易日内与现货标的相关性最高的2个品种，计算期货与现货的beta系数。

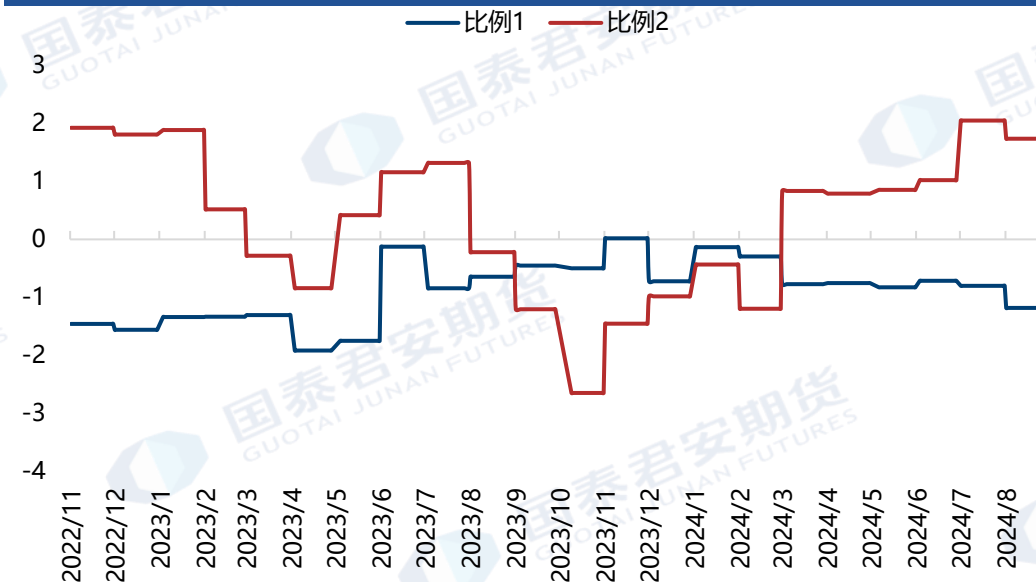
(2) 次月首个交易日进行调整，两个品种各对冲50%的市值。

(3) 若期货与现货历史上负相关，则采用多头对冲。

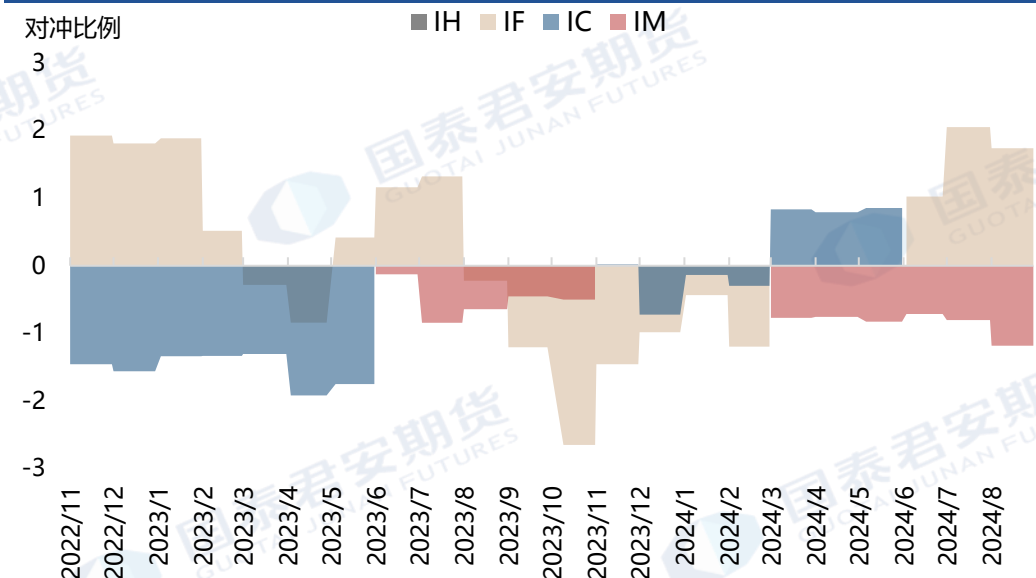
◆ 对冲品种以IC、IM、IF为主，其中存在较长时间的IF多头对冲。

◆ 历史空头对冲比例最高2.65倍，多头对冲比例最高2.05倍。

双品种对冲的对冲比例



双品种对冲的品种构成



4. 优秀案例——国资AMC对冲小微盘风险

◆ 资金占用：

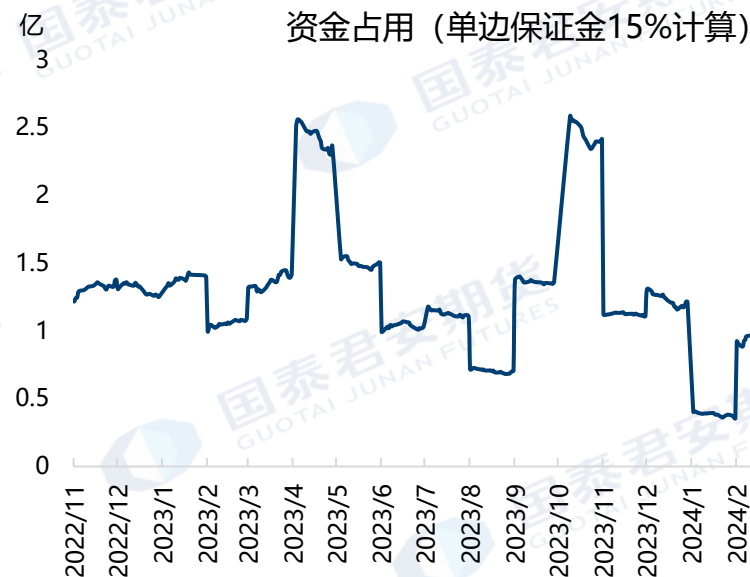
由于存在多空组合对冲的情况，这时交易上构成套利组合，按照单向大边收取保证金。**现货市值20亿**，若按照15%的保证金比例，资金占用**最高约2.6亿**，**最低约3500万**。

◆ 手续费：

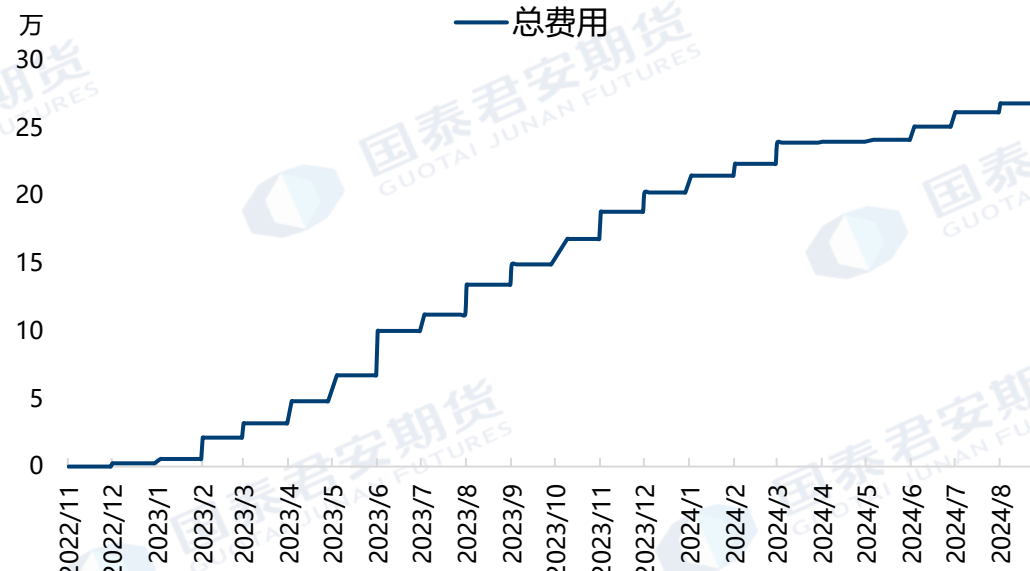
大部分时间是对冲比例微调，这时成本较低。手续费成本主要发生在品种切换的时候。按照0.23%%费率计算，累计总费用约**26万**。

◆ 若限定对冲比例100%以下，则最高资金占用降低至**1.71亿**，交易手续费降低至**16.4万元**。

双品种对冲的资金占用

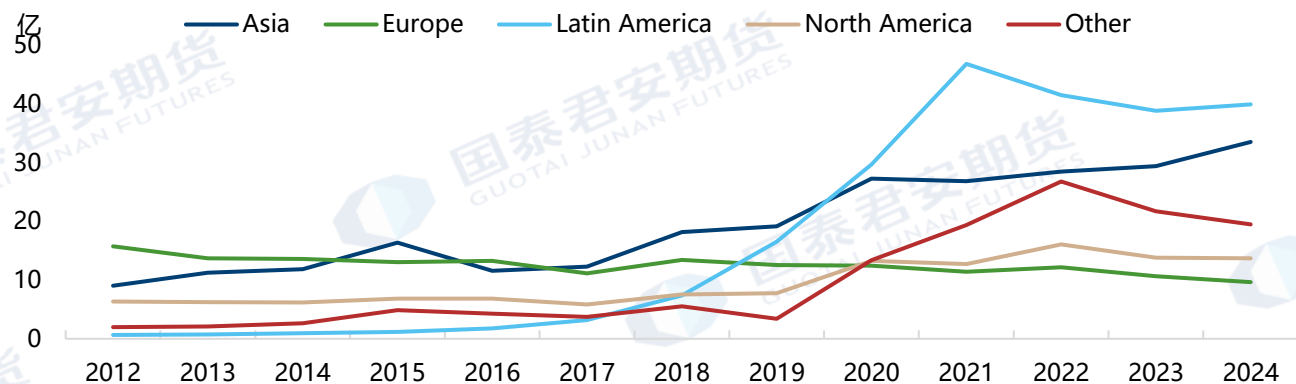
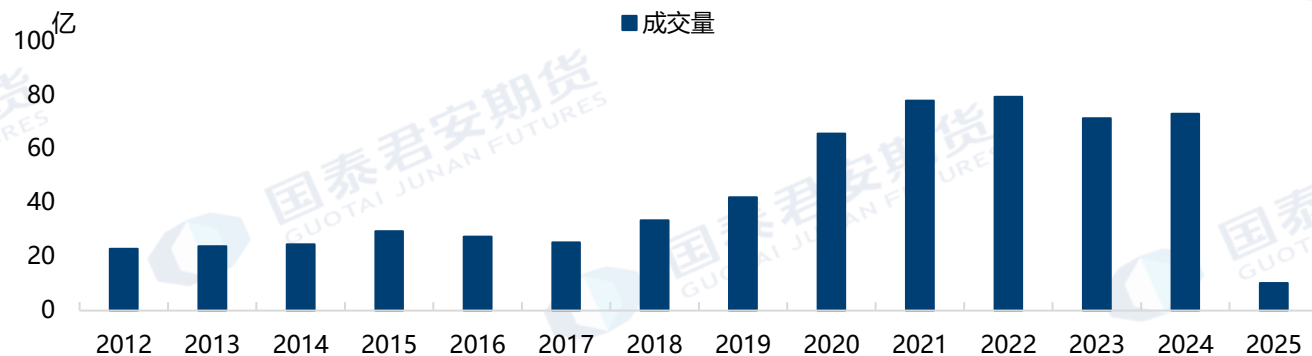


双品种对冲的交易手续费

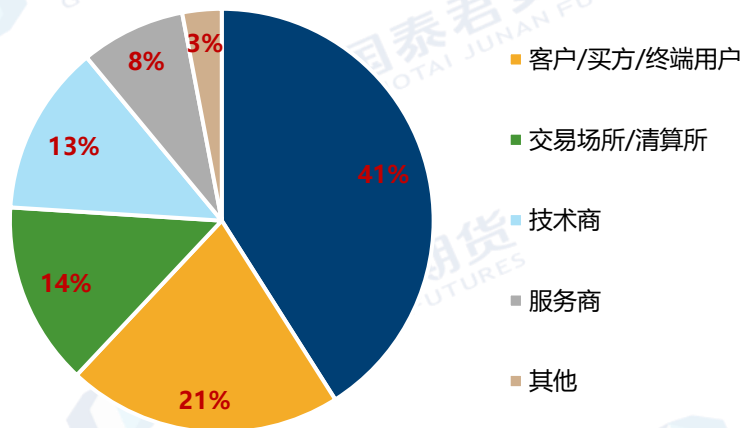


5. 全球股指期货交易概况

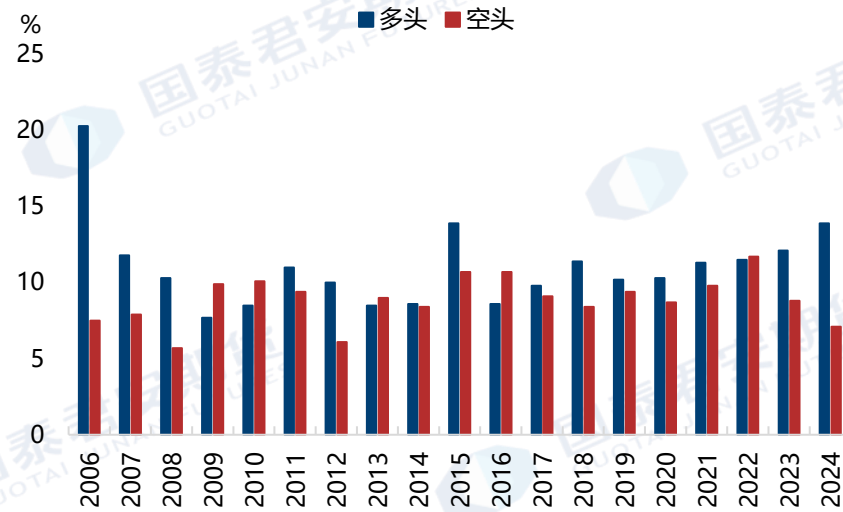
- ◆ **全球交易：**全球股指期货成交量2023年出现负增长，2024年成交量回升至73亿张。
- ◆ **区域分布：**2020年南美超过亚洲成为成交量最大的区域。2024年末成交量占比由高到低依次是南美（34%）、亚洲（29%）、北美（12%）、欧洲（8%）。
- ◆ **投资者结构：**根据FIA全球衍生品调研，卖方/中介/清算公司占比41%左右。
- ◆ **机构投资者占比：**全球成熟市场机构投资者皆占主导地位。以美国E-MINI S&P500股指期货为例，CFTC持仓报告显示中小散户持仓占比通常在10%左右，绝大部分头寸由各类机构账户持有。
- ◆ **香港机构投资者**早在2012年占比就接近75%，机构化较内地中金所品种大幅提前。



FIA全球投资者结构



CFTC散户持仓比例



5. 海外指数基金管理中的应用

监管背景

各国法规鼓励指数基金使用股指期货作为流动性管理和微调工具，但限制杠杆投机行为。美国采取VaR指标监管，欧洲、日本、新加坡对期货使用设比例限制，一般为不超过100%基金资产。

流动性管理

买入股指期货将流动性现金“权益化”，既可以应对日常流动性需求，又避免频繁买卖成分股导致的交易成本。

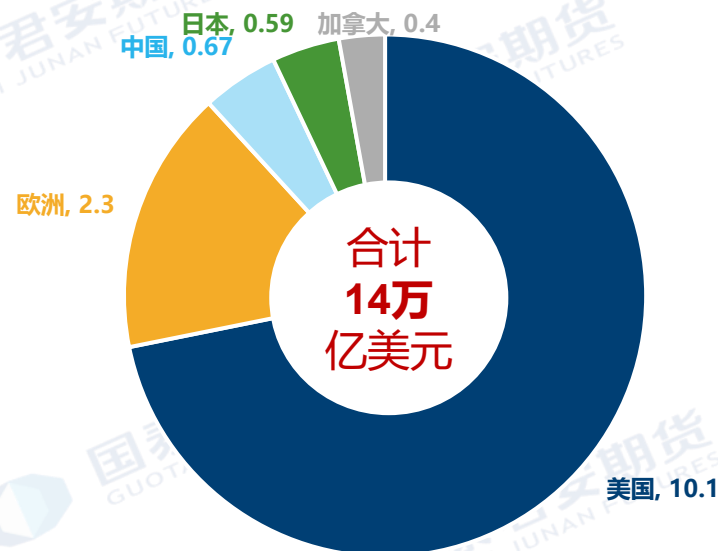
快速建仓

遇到指数成分调整、基金换仓等情形时，通过股指期货快速建仓，而后逐步购买股票替换期货，保证指数暴露连续性。

套期保值

少数情况下，得到监管许可后，指数基金也可能卖空股指期货进行套期保值。

全球ETF市场规模（截至2024Q3，单位万亿美元）



- 期货比例：监管角度，期货名义市值一般不超过基金净资产100%以避免净杠杆。
- 从海外实践来看，常规的指数基金实现方式与境内类似，即复制成分股的方式，这些基金中的期货持仓比例极低，如SPDR Portfolio S&P 500 ETF、Vanguard S&P 500 ETF的股指期货持仓比例仅为0.1%左右。
- 另外一种方式是直接通过期货+债券的方式实现指数追踪目的，这类产品的期货持仓面值基本与基金规模对等，保证金一般占基金资产的1%-5%。

5. 海外市场中性基金中的应用

监管背景

海外市场监管一般要求市场中性策略保持严格的市场中性和杠杆上限。
例如，美国要求基金建立衍生品风险管理计划，要求空头期货合约需有等值资产覆盖；欧洲UCITS框架要求基金净敞口计算为零。

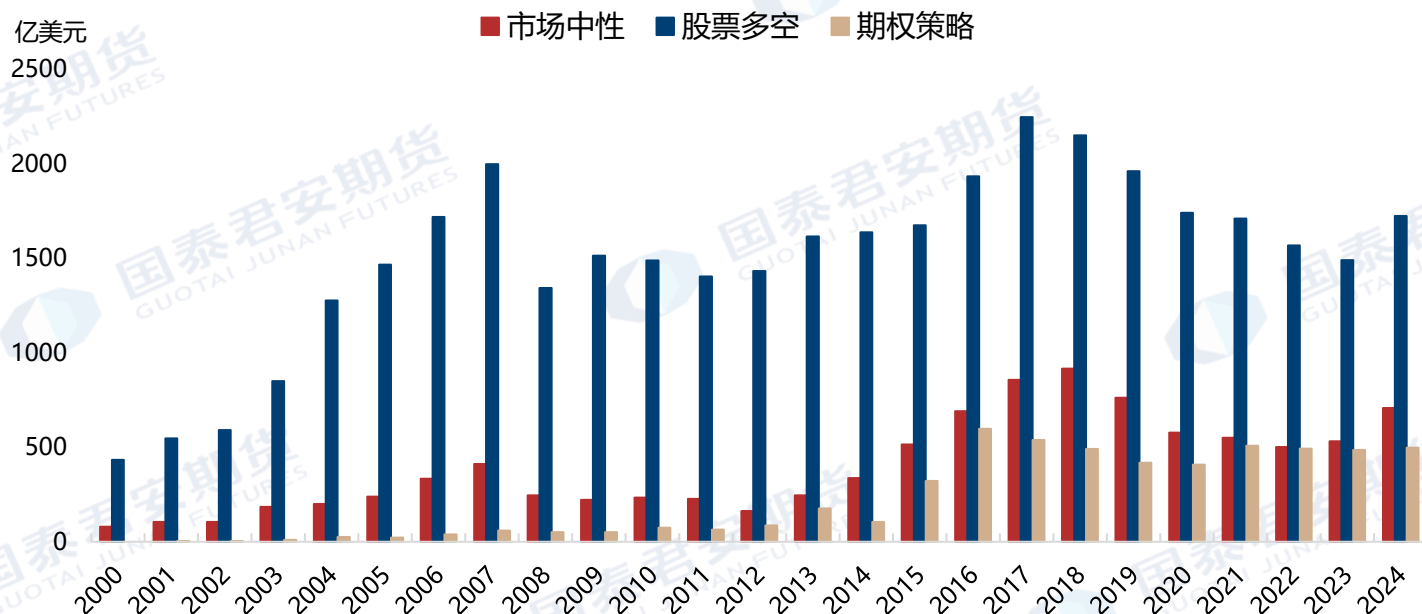
对冲方式

根据多头组合特征，使用期货空头对冲后使得组合净Beta在 ± 0.1 以内。
这类基金不断监测多头组合和所用期指之间相关性，定期移仓并调整空头规模。
按照现货敞口的不同，可分为指数中性、区域中性、行业中性、风格中性等，涉及不同的期货品种组合。

市场结构

据SEC统计，美国注册的共同基金中，约30%的传统基金和超过70%的另类策略（包括市场中性等）基金运用期货和期权。

- ◆ 以美国市场为例，主流的对冲方式仍为股票多空（Equity Long/Short），市场中性（Equity Market Neutral）规模略大于期权策略，2024年末三者比例关系大致为59%/24%/17%。
- ◆ 历年业绩显示市场中性的对冲方式相较股票多空具备更强的稳健性。
- ◆ 市场中性基金2024年末管理规模约**708亿美元**，这类基金基本采取股指期货等值对冲，对应期货配置规模与此大致相当。

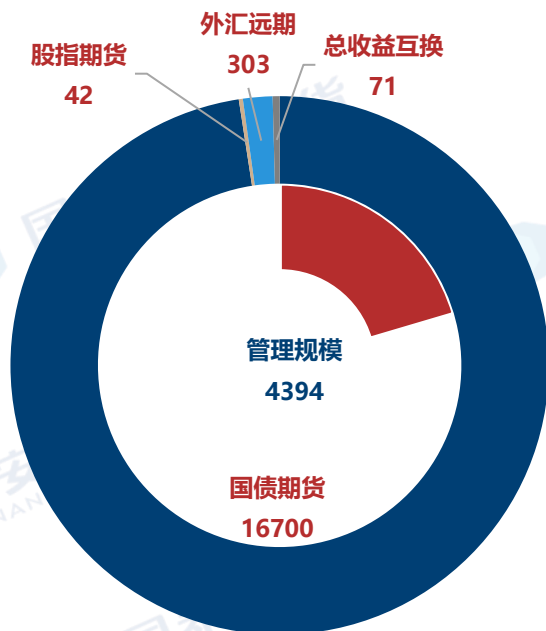


5. 海外中长期资金中的应用

◆ 海外机构大部分都开展了股指类衍生品的配置：例如美国前30大养老金管理机构中，25家使用了股指期货，加拿大、欧洲的结构也多数有股指期货配置。

◆ 股指期货配置的比例较低：特别是险资，主要的风险来源是利率，且互换市场发达，股指期货只占对冲的一小部分。

CalPERS衍生品配置情况



管理机构	资产规模 (亿元, 本国货币)	衍生品名义本金 (亿元, 本国货币)	衍生品投资占比
美国加州公职职工退休金系统(CalPERS)	4394	17100	389%
英国大学超级年金计划	822	329	40%
荷兰国家公务员养老基金	5516	554.69	10%
加拿大养老金计划投资委员会(CPPIB)	5390	5088	94%
魁北克储蓄投资团(Caisse)	4019	4136	103%
安大略省教师养老金计划 (OTPP)	2472	5663	229%
不列颠哥伦比亚投资管理公司(bcIMC)	2111	1121	53%
加拿大公共部门养老金投资委员会(PSP)	2350	3727	159%
安大略省市政雇员退休系统(OMERS)	1241	762	61%
安大略省医疗养老金计划(HOOPP)	1037	2743	265%
阿尔伯塔投资管理公司(AIMCo)	1683	无	-
安大略省养老金委员会(OPB)	339	84	25%
OPSEU养老金信托(OPTrust)	250	237	95%

国泰君安期货有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会核准的期货投资咨询业务资格（证监许可[2011]1449号）。

本报告的观点和信息仅供本公司的专业投资者参考，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。本报告难以设置访问权限，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。本报告不构成具体业务的推介，亦不应被视为任何投资、法律、会计或税务建议，且本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。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，力求报告内容独立、客观、公正。本报告仅反映作者的不同设想、见解及分析方法。本报告所载的观点并不代表本公司或任何其附属或联营公司的立场，特此声明。

免责声明

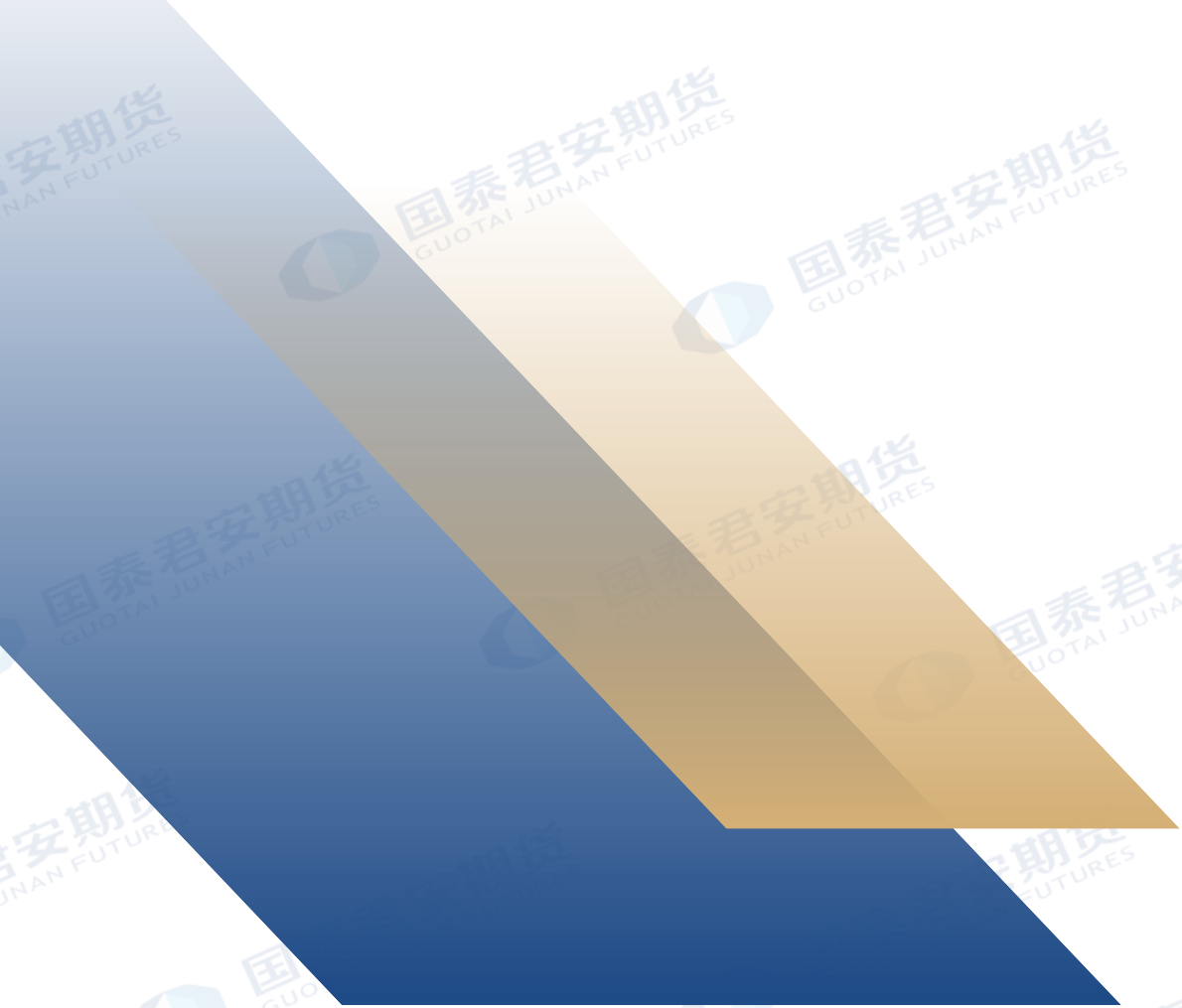
本报告的信息来源于已公开的资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的期货标的的价格可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告，对此本公司可不发出特别通知。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

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，客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。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直接或间接损失或与此有关的其他损失负任何责任。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。

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”，提示使用本报告的风险，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个人或机构（以下简称“该个人或机构”）发送本报告，则由该个人或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个人或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个人或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个人或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。

除非另有说明，本报告中使用的所有商标、服务标记及标记均为国君期货所有或经合法授权被许可使用的商标、服务标记及标记，未经国君期货或商标所有权人的书面许可，任何单位或个人不得使用该商标、服务标记及标记。



THANK YOU
FOR WATCHING



国泰君安期货
GUOTAI JUNAN FUTURES