

## 机构常用的股指策略简介

报告日期：2025-04-18

研究员：孙锋 期货从业证号：F0211891 投资咨询格号：Z000567 邮箱:sunfeng@chinastock.com.cn

### 报告摘要

本文介绍了机构常用的股指期货交易策略，包括中性对冲、择时对冲、期现套利和跨品种套利，简述了各策略的逻辑基础、注意风险。

#### 股指期货常用交易策略简介

	中性策略	择时对冲策略	期现套利	跨品种套利
逻辑基础	运用期货做空的特点，对冲现货，以获得选股超额绝对收益	利用期货杠杆交易、T+0 双向交易的特点，择时跟踪趋势	利用股指期货到期价格收敛的交易规则，捕捉期现价格不一致的套利机会	利用不同品种间的表现差异对冲操作，从而获得超额收益
可能的风险	展期风险、保证金风险	趋势逆转风险	操作风险、保证金风险	模型失败、基差风险

### 目录

一、	中性对冲策略.....	2
二、	择时对冲策略.....	3
三、	股指期货期现套利策略.....	3
四、	股指期货跨品种套利策略.....	5

风险提示：投资有风险，历史行情不能代表未来

## 一、中性对冲策略

中性对冲策略是机构投资最常用的股指期货策略，即持有一篮子股票，并运用股指期货进行长期的对冲，通过选股能力，以实现稳定的绝对收益。

### 1、策略简述：

- 1) 现货选择：选择一篮子股票（通常为多因子量化选股），以实现分散风险，并在小盘股波动性高于大盘股的 A 股行情中有较好的营销热点和赢利前景。
- 2) 现货资产市值调整：确定股票组合每个股票与相应指数的  $\beta$  值，调整资产市值。
- 3) 选取合适的对冲品种和合约：根据资产组合与股指的相关性，选取合适的股指期货品种；根据各合约的价格、持仓、成交情况，选择合适的合约，以调整资产市值来确定股指期货对冲需要的数量。

$$\text{期货合约数量} = (\text{现货资产价值} \times \beta \text{ 系数}) / (\text{期货合约价格} \times \text{合约乘数})$$

- 4) 持有与调整：需要持续监控现货市场和期货市场的变化，特别需要注意的是期货合约有期限，合理安排展期移仓。

### 2、可能出现的风险：

- 1) **基差风险**，基差是指现货价格减去期货价格的差值。如果基差在套期保值期间发生不利变化，会导致对冲成本的增加。股指期货长期贴水的现象使中性策略收益受损。
- 2) **展期风险**，展期风险是指持有的期货合约到期前需要提前了结当期合约，开仓远期合约的操作，由于各期货合约的价格常常不一致，因此在价格结构不利的过程中会出现展期风险。中性策略的展期风险主要是远月价格较近月价格更低，产生“买高卖低”的展期损失，在中证 1000 和中证 500 股指期货上特别突出。
- 3) **保证金风险**，如果期货市场价格走势与预期相反，即期货合约价格上涨，空头合约会产生亏损。特别是价格大幅上涨过程中将产生较大的期货亏损，期货保证金需要及时补足，而现货与期货保证金账户并不通用需要调拨头寸。2024 年 9 月末的行情中，部分私募中性产品因期货空头保证金无法补足被迫强平。

### 3、发展情况

2020 年前后，公募基金的中性策略产品大热，中性策略即使在熊市中也能得到稳定绝对收益的特点成为营销热点。但随着时间的推移，中性产品业绩并不理想，公募中性产品规模大幅缩水；私募产品部分年度使用融券对冲，而不用股指期货。保险资管也一度以中性策略大量发行产品，太平资产资管较为突出。

表 1：部分公募中性产品规模变化

证券简称	最新规模（亿元）	22 年末（亿元）	21 年末（亿元）
------	----------	-----------	-----------

汇添富绝对收益策略	33.07	76.09	265.54
海富通阿尔法对冲	2.61	8.67	48.19
嘉实绝对收益策略	0.84	4.06	18.16
富国量化对冲策略	2.22	9.21	15.60
嘉实对冲套利	0.23	2.27	14.20
海富通安益对冲	1.15	3.15	13.79
景顺长城量化对冲策略	0.60	2.37	11.89

数据来源：WIND 2025-4

## 二、择时对冲策略

由于长期运用股指期货对冲受制于基差贴水，阶段性运用股指期货对冲市场风险，择时对冲策略成为灵活的机构投资者运用的策略。选择一系列量化因子，择时趋势跟踪或趋势反转方向性交易，从而达到保值增利的目的。

### 1、策略简述：

股指是众多股票价格变化的集中反映，经济发展情况影响上市公司业绩，政策导向影响上市公司业绩前景，市场供求关系影响股价短期表现，因此，可以根据主观判断，或将经济基本面指标量化，或将市场技术面指标量化，判断股指运行方向，进行方向性操作。

### 2、策略风险：

- 1) **判断失败**，无论是主观判断，还是量化择时，都有判断失误的概率，历史经验不会简单重复，方向判断可能失败。
- 2) **保证金风险**，如果期货市场价格走势与预期相反，即期货合约价格下跌，多头合约会产生亏损，期货保证金需要及时补足。

### 3、发展情况

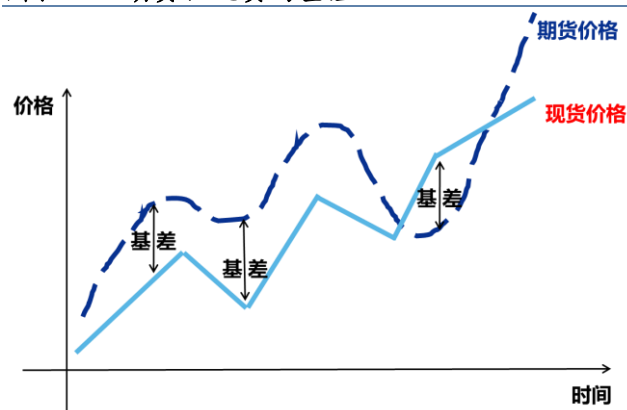
择时对冲并不以单一策略作为产品发行主策略，在自营机构中实际运用更多。择时对冲的原理与宏观对冲产品的原理一致。

## 三、股指期货期现套利策略

期货价格通常并不与现货价格完全一致，期现价格之差就使得套利成为可能。

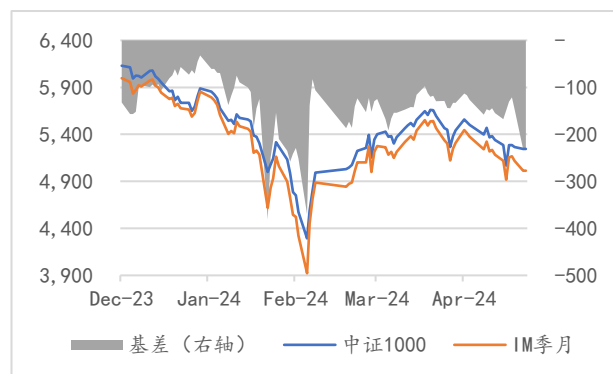
中金所股指期货交易细则规定，“交割结算价为最后交易目标的指数最后 2 小时的算术平均价”。因此，股指期货到期日的价格收敛于现货指数的价格，这就使得期现套利具备了制度保障。

图表1：期货、现货与基差



资料来源：银河期货

图表2：中证1000和IM基差



资料来源：Wind，银河期货

### 1、策略简述：

股指期货的定价理论可以表示为：

$$F_t = S_t + S_t(r_f - d) \frac{t}{365}$$

即 期货价格=现货价格+时间成本 - 分红影响

在合约续存期内，股指期货存在理论价格，当指数期货的价格背离这个理论价格时，可以通过同时买卖股指期货及相对应的指数进行套利操作。即，如果股指期货价格高于理论价格，可以卖空期货买入现货指数进行期货空头套利；如果股指期货价格低于理论价格，则可买入期货卖空现货指数进行期货多头套利。

在实际操作中，现货部分即可以购买一篮子股票模拟指数，也可以用ETF、场外指数基金等产品替代。基差的阈值可以按理论价格计算，也可以根据历史统计进行调整。

ETF替代指数的优势包括：可以在二级市场买卖，操作便捷，使期现套利实时对冲交易实现成为可能；跟踪误差小；费率低；期指相关ETF品种多、选择空间大；规模大；冲击成本小。

买卖一篮子股票的优势包括：可以获得股票分红收益，但操作难度较大，融券可能更困难。

### 2、可能出现的风险：

- 1) **操作风险**，期现套利最大的风险在于如何把握可能转瞬即逝的套利机会，期货和现货双边同时操作的困难，一篮子股票现货合成指数的跟踪误差。
- 2) **融券风险**，做多股指期货+融券卖空ETF或一篮子股票的操作会遇到融券便利度的问题，能否融到足够的券成为策略成功的重要因素。
- 3) **保证金风险**，如果期货市场价格走势与持仓方向相反，期货保证金需要及时补足，否则有穿仓风险。

### 3、发展情况

由于融券的限制和期货贴水的不稳定，期现套利策略并不能作为产品发行的主策略，通常在券商



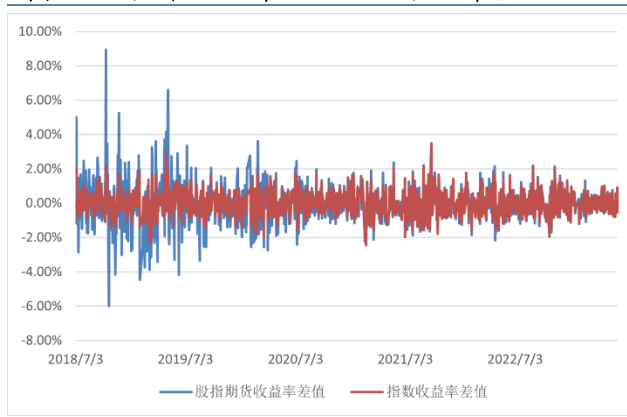
ETF 做市机构中，将其作为收益增补来源，私募等机构亦有运用。

## 四、股指期货跨品种套利策略

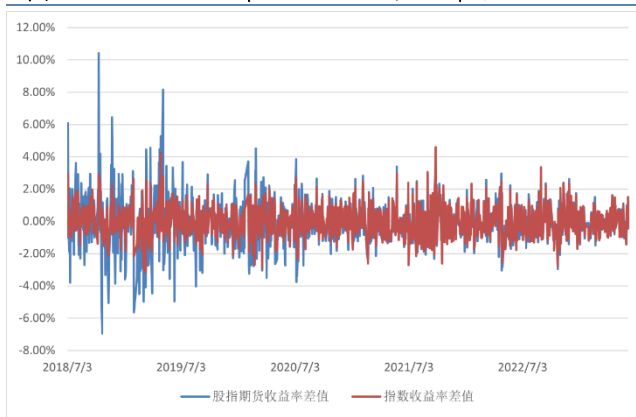
### 1、策略简述：

A 股市场存在着明显的大盘股和小盘股轮动的市场风格，出现大小盘风格轮动的原因众多，资金风险偏好、宏观经济周期、产业政策扶持、上市公司业绩增长、技术创新产业升级、科技发展趋势、全球资本市场风格映射等都可能对大小盘走势产生影响。从日度收益率角度看，大小盘指数收益频繁变动。这些都使股指期货跨品种策略成为可能。

图表3： 沪深 300-中证 500 日收益率差



图表4： 上证 50-中证 500 日收益率差



### 2、可能出现的风险

- 1) **模型失败风险**，由于市场政策、环境等因素发生变化，使得市场风格出现逆转，受之影响历史经验失效，可能使跨品种套利模型失败。
- 2) **基差风险**，各品种的基差表现和变化趋势并不相同，因而可能对跨品种套利产生不利影响，进而影响策略表现。
- 3) **执行风险**，在实际操作中，由于市场波动或流动性问题，可能无法在理想的价格点完成交易，从而影响套利效果。

### 3、发展情况

与期现套利不同，跨品种套利没有坚实的理论支撑和制度保证，属于统计套利，在实际操作中个人大户、私募机构运用更踊跃。

## 作者承诺

本人具有中国期货业协会授予的期货从业资格证书，本人承诺以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收到任何形式的报酬。

## 免责声明

本报告由银河期货有限公司（以下简称银河期货，投资咨询业务许可证号 302200000）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，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。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河期货。未经银河期货事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议。银河期货认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告所载内容反映的是银河期货在最初发表本报告日期当日的判断，银河期货可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河期货没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河期货不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

银河期货不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。银河期货建议客户独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。银河期货版权所有并保留一切权利。

## 联系方式

银河期货有限公司 金融衍生品研究所

北京：北京市朝阳区建国门外街道 8 号北京财源国际中心 A 座 31 层

上海：上海市虹口区东大名路 501 号白玉兰广场 28 层

网址：www.yhqh.com.cn

邮箱：yqhjrscb@chinastock.com.cn

电话：400-886-7799