

## 【银河金工|股指期货】

## 银行 ETF-上证 50 股指期货 红利对冲策略

报告日期：2024-04-11

研究员：孙锋	投资咨询从业资格号：Z000567	sunfeng @chinastock.com.cn
研究员：张晨	投资咨询从业资格号：Z0015334	zhangchen_qh@chinastock.com.cn
联系人：武文韬	期货从业证号：F03132753	wuwentao_qh@chinastock.com.cn

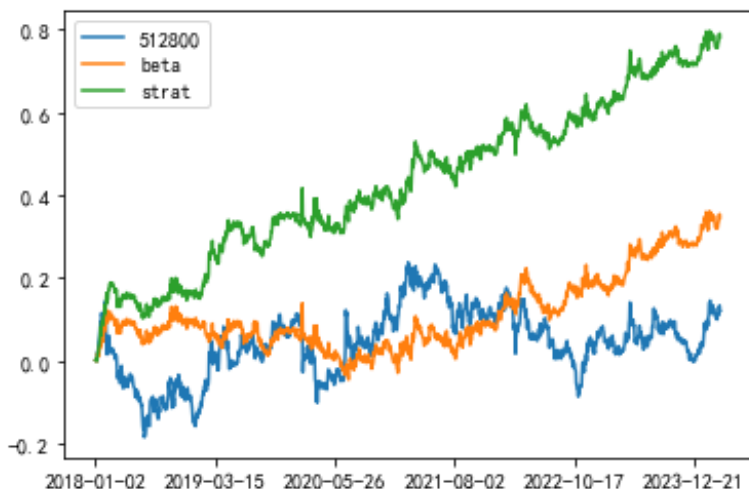
## 报告摘要

随着国内无风险利率的不断走低，A 股市场高股息资产正越来越多地受到投资者关注，银行股作为收益稳定、股息率颇高的资产，价值投资属性进一步显现。

银行 ETF 具有投资目标明确、跟踪误差小、交易方式灵活、费率低、产品众多选择空间大等特点，相较于直接买银行股有一定的优势。近年来银行 ETF 的业绩表现突出，但历史上也有回撤较大的年份，需要对冲操作平滑波动。

上证 50 指数中银行的权重较大，与中证银行指数相关性更高，而且 IH 表现稳定，历史基差风险最小，适合用于与银行 ETF 对冲。

本策略运用 IH 为 512800 做择时空头对冲，2018 年-2024 年 3 月的回测结果（非实盘业绩）显示，累计收益率 78.1%，最大回撤 11.8%，夏普比为 0.9，卡玛尔比为 1.1。



## 目录

一、 高股息的银行股价值提升 .....	3
二、 为什么选用银行 ETF? .....	3
三、 为什么选择 IH 对冲? .....	4
四、 银行 ETF 与 IH 对冲策略 .....	5
作者承诺 .....	1
免责声明 .....	1
联系方式 .....	1

随着国内无风险利率的不断走低，A股市场高股息资产正越来越多地受到投资者关注，银行股作为收益稳定、股息率颇高的资产，价值投资属性进一步提高，而结合股指期货对冲，回避系统性风险，提高组合资产收益稳定性成为我们研究的问题。

## 一、高股息的银行股价值提升

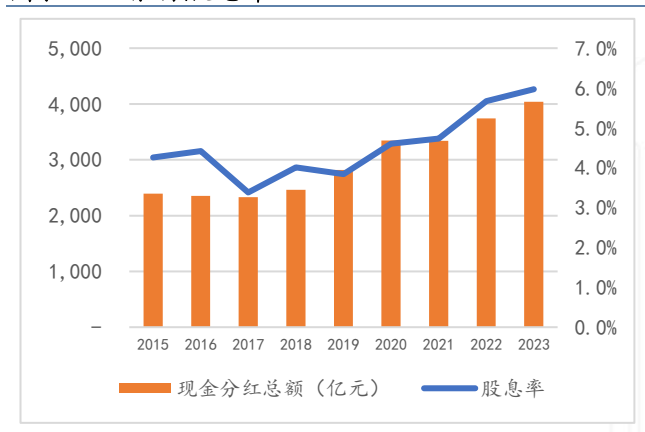
近年来，随着国内市场无风险利率的不断走低，楼市、股市等风险资产的收益下降，高股息资产正越来越多的受到投资者的关注。其中，银行股的投资价值进一步显现。自2014年以来，国内上市银行的净利润由2014财年的1.25万亿元上升至2022财年的2.06万亿元，股息支付率保持在28.4%左右，2023年现金分红总额已超4000亿元，股息率持续在5%以上。

图表1： 银行现金分红情况

年度	股息率	现金分红总额（亿元）
2023	5.97%	4,037.45
2022	5.67%	3,740.33
2021	4.73%	3,342.15
2020	4.60%	3,342.50
2019	3.84%	2,814.75
2018	4.01%	2,459.42
2017	3.38%	2,328.17
2016	4.42%	2,355.00
2015	4.26%	2,390.54

资料来源：wind，银河期货金融衍生品研究所

图表2： 银行股息率



资料来源：wind，银河期货金融衍生品研究所

5%以上的股息率，明显高于目前市场大部分理财产品的收益率，这也使得银行股吸引力大增。A股已上市42家银行，与其众里寻他，不如选择银行ETF进行投资，毕竟指数化有自身的特点，正为越来越多的投资者选用。

## 二、为什么选用银行ETF？

ETF作为交易所交易的公募基金，有以下优势：

1. 投资目标明确，跟踪指数成分股情况公开透明，且跟踪误差小；
2. 交易方式灵活，既可以申购赎回，又可以在二级市场买卖；
3. 费率低，相较于其他产品和直接买卖股票，ETF的管理费、交易手续费等都有较大的优势；
4. 选择空间大，目前上市的银行ETF有9家，多为有实力的老牌基金公司。

图表3： 银行ETF情况

简称	成立时间	最新规模(亿元)	管理费率(%)	年均溢价率(%)	跟踪偏离度(%)
华宝中证银行ETF	2017-07-18	60.47	0.50	0.0314	0.0306
天弘中证银行ETF	2020-12-11	47.94	0.50	-0.0053	0.0265
南方中证银行ETF	2017-06-28	13.12	0.50	-0.0245	0.0264
华夏中证银行ETF	2019-10-24	4.97	0.50	-0.0328	0.0355
汇添富中证银行ETF	2018-10-23	3.08	0.50	0.0026	0.0266
华安中证银行ETF	2021-09-03	2.00	0.50	-0.0415	0.0362

易方达中证银行 ETF	2021-05-20	1.19	0.15	-0.0191	0.0333
鹏华中证银行 ETF	2019-12-19	0.95	0.30	-0.0155	0.0405
富国中证银行 ETF	2020-04-01	0.38	0.50	-0.0004	0.0305

来源：Wind，银河期货金融衍生品研究所 截止 2024-4-8

银行 ETF 挂钩中证银行指数，由中证指数公司于 2013 年 7 月发布，运行稳定。自发布以来，该指数表现稳健，收益明显高于沪深 300 指数，特别是近年来收益突出，如考虑分红的全收益更是超额明显。

图表4： 中证银行指数表现

	最新	本月	近一月	近三月	近一年	近三年	近五年	近十年	基日以来
中证银行	0.57%	1.12%	0.74%	11.98%	5.93%	-6.08%	-2.85%	4.93%	9.97%
中证银行指数全收益	0.57%	1.12%	0.74%	11.98%	12.01%	-1.30%	1.76%	9.52%	8.68%
沪深 300	-0.88%	-0.03%	-0.24%	7.62%	-14.23%	-11.92%	-2.79%	4.82%	6.98%

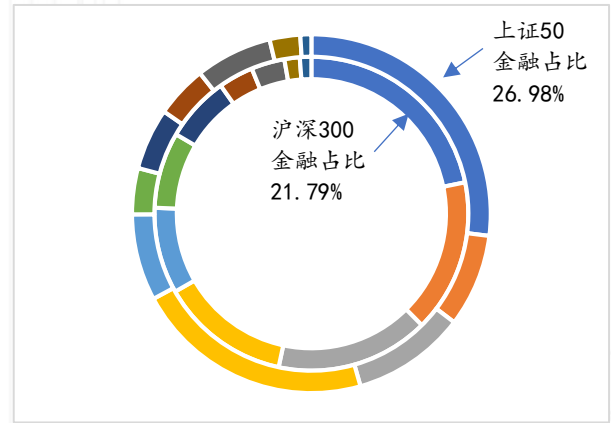
来源：wind，银河期货 截止 2024-4-8

但银行指数也有波动较大的困扰，近十年波动率为 22.11%，略高于沪深 300 的 21.88%，因此，如果单纯持有银行 ETF 会出现阶段性收益回撤的情况，需要运用股指期货进行对冲，有利于平滑波动，提高收益稳定性。

三、为什么选择 IH 对冲？

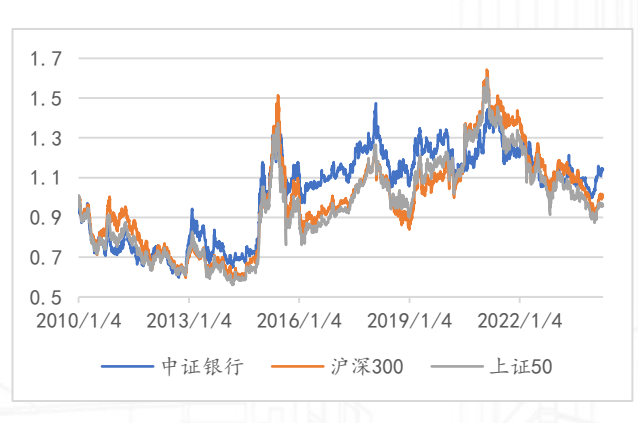
对比四大股指期货品种，银行在上证 50 和沪深 300 指数中的权重较大，前者金融行业占比达 26.98%，后者金融行业占比 21.79%。中证银行指数走势也与上证 50 指数相关性更高，相关系数为 0.92，而与沪深 300 指数相关性为 0.88。

图表5： 上证 50 与沪深 300 指数行业权重分布



资料来源：Wind，银河期货金融衍生品研究所

图表6： 中证银行、沪深 300 和上证 50 指数走势



资料来源：Wind，银河期货金融衍生品研究所

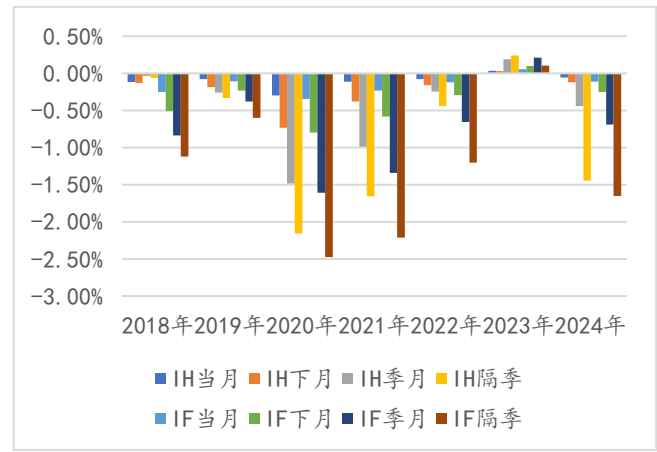
另一方面，从股指期货基差角度看，IH 历年贴水幅度小、基差稳定。自 2018 年以来，IH 当月合约日均仅贴水 3.15 点，季月合约日均贴水 14.8 点，而 IF 当月合约日均贴水 6.96 点，季月合约日均贴水 33.25 点。从基差率角度看，同样如此，稳定的基差表现，有利于运用 IH 对冲操作。

图表7： IH 与 IF 日均基差比较

	IH当月基差	IH下月基差	IH季月基差	IH下季基差	IF当月基差	IF下月基差	IF季月基差	IF下季基差
2018年	-3.0	-3.3	-1.0	-1.8	-9.0	-18.5	-30.5	-40.7
2019年	-2.3	-5.4	-7.6	-9.6	-4.0	-8.8	-14.2	-22.4
2020年	-8.7	-21.5	-43.7	-64.2	-14.4	-33.5	-68.4	-106.1
2021年	-4.0	-13.5	-34.9	-58.5	-11.9	-29.7	-68.6	-113.1
2022年	-2.3	-4.6	-7.3	-13.3	-5.2	-12.4	-27.7	-50.9
2023年	0.9	0.8	4.6	5.6	2.1	3.8	7.6	2.9
2024年	-1.3	-2.8	-10.5	-34.2	-3.8	-8.4	-23.6	-56.6

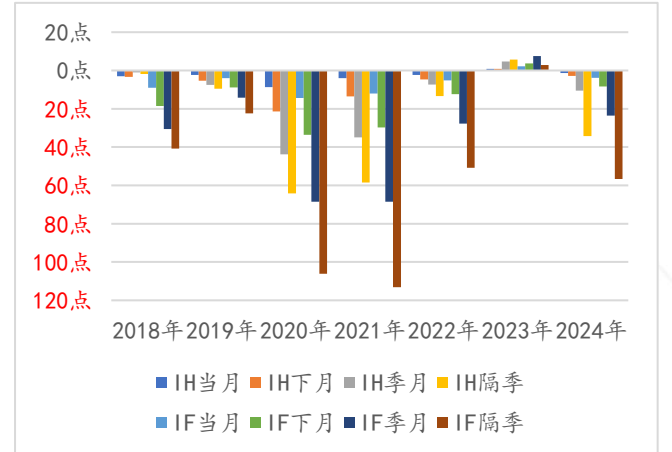
来源：Wind，银河期货金融衍生品研究所

图表8： IH 与 IF 升贴水率对比



资料来源：Wind，银河期货金融衍生品研究所

图表9： IH 与 IF 升贴水点数对比

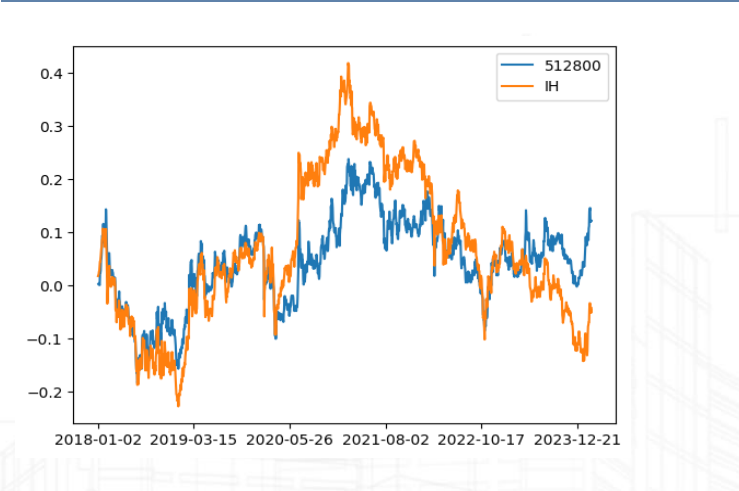


资料来源：Wind，银河期货金融衍生品研究所

四、 银行 ETF 与 IH 对冲策略

我们选择华宝中证银行 ETF（512800）、上证 50 股指期货（IH）作为交易标的。下图 10 的历史价格走势显示出了极高的相似度，年化波动率均为 19%，价格相关性为 0.75。上涨下跌的趋势也是近乎相同的。

图表10： 股指期货回测结果



资料来源：Wind，银河期货金融衍生品研究所



策略思路：

- 持有华宝中证银行 ETF（512800），运用 IH 当月合约进行对冲，控制风险敞口。
- 每日择时调整对冲仓位，对冲现货下跌的亏损，保留现货上涨的收益。
- 期货端的仓位调整包括两部分，一是 beta 对冲；二是因子择时调整 beta。

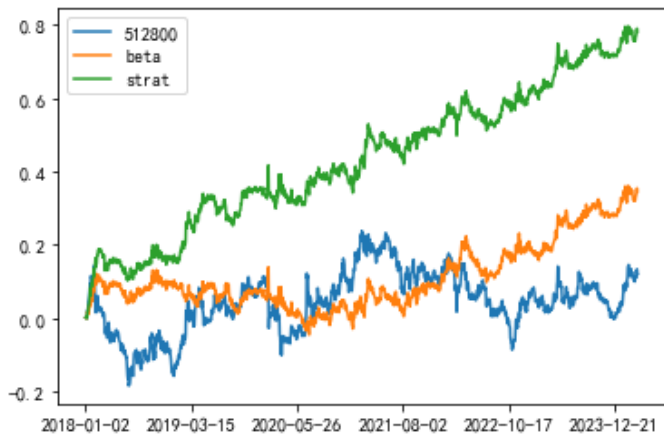
回测规则：

- 交易成本：单边计 3bps。
- 资金分配：80%配置银行 ETF，20%存入期货账户。

回测效果：

- 如图 11，beta 为仅采用滚动调整对冲仓位策略，strategy 为在 beta 上叠加择时策略。在加入择时策略后，回撤有了明显的改善。
- 对冲策略的回测效果（非实盘业绩）如图 12，在不同的市场环境下均有较为稳定的收益。
- 整体上，2018 年-2024 年 3 月，策略累计收益率 78.1%，夏普比为 0.9，卡玛尔比为 1.1。

图表11： 策略回测收益率



资料来源：Wind，银河期货金融衍生品研究所

图表12： 策略回测表现

年份	收益率 (%)	最大回撤 (%)	夏普	收益回撤比
2018	16.7	8.5	1.2	2.0
2019	17.0	8.7	1.3	2.0
2020	5.1	11.8	0.3	0.4
2021	11.3	10.9	0.8	1.0
2022	10.3	10.8	0.7	1.0
2023	11.0	7.0	0.9	1.6
2024Q1	6.8	4.5	1.1	1.5
累计	78.1	11.8	0.9	1.1

资料来源：Wind，银河期货金融衍生品研究所

## 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 30220000）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](http://www.yhqh.com.cn)

邮箱：[yhqhjrsqb@chinastock.com.cn](mailto:yhqhjrsqb@chinastock.com.cn)

电话：400-886-7799