

股指期货策略整合

2022年8月23日 星期二

兴证期货·研发中心
金融衍生品研究团队

内容提要

● 我们的观点

股指期货具有资源配置、价格发现和风险管理的功能，在金融市场上发挥巨大作用。市场常见的股指期货策略包括：CTA策略、股指期货多头替代策略、指数增强策略、中性策略和空头交易策略。

股指期货作为金融“蓄水池”，不仅可以在股市上涨时候替代股票持仓，利用其杠杆交易的特性提高自己使用效率，也可以在股市回落时对冲降低整体市场系统性风险，还可以在市场产业链轮动、行业板块轮动及风格轮动的过程中，实现品种间套利，成为有效的证券投资补充工具。

杨娜

从业资格编号：F03091213

投资咨询编号：Z0016895

报告目录

1. CTA 策略	3
1.1 趋势跟踪	3
1.2 套利策略	5
1.3 做市策略	8
2. 股指期货多头替代策略	9
3. 指数增强策略	9
4. 中性策略	10
5. 空头交易策略	11

图表目录

图表 1: 三大指数历年收益情况	3
图表 2: 指数间相关系数	4
图表 3: 不同指数月度涨跌幅情况	4
图表 4: 股指期货当月合约基差走势	5
图表 5: 指数价格比值	6
图表 6: 大小盘切换	6
图表 7: 行业季度收益率变动	7
图表 8: 不同风格季度收益率	8
图表 9: 沪深 300 与中证 500 指数当月合约基差	9
图表 10: 指数增强策略	10
图表 11: 指数增强策略	11

1. CTA 策略

CTA 策略 (Commodity Trading Advisor Strategy) 称为商品交易顾问策略, 也称为管理期货策略, 该策略主要标的是衍生品。从交易方式看, CTA 策略分为主观 CTA 和量化 CTA 策略, 前者主要基于个人对行情走势的主观判断, 基金管理人通过基本面、调研或操盘经验, 主观判断走势, 决定买卖时点; 后者则是基于机器判断, 基金管理人通过构建数量化的交易策略模型, 由模型产生的买卖信号进行投资决策。从策略构建看, CTA 策略分为趋势跟踪、套利策略和做市策略。

1.1 趋势跟踪

股指期货的价格变动取决于宏观经济、政策变动、行业轮动、市场公司盈利、估值变动、市场情绪、资金轮动等。而在不同的股指期货指数之间, 由于其成分股指数不同, 则指数市场会走出分化的行情。

通常而言, 中证 1000 指数波动更加剧烈, 在 2021 年、2013 年和 2010 年, 大小盘分化明显, 中证 1000 指数上涨明显。分月份看, 指数涨跌幅轮动效果显著。

图表 1: 三大指数历年收益情况

	沪深 300	中证 500	中证 1000
2022H1	-10.51%	-13.39%	-13.85%
2021	-5.20%	15.58%	20.52%
2020	27.21%	20.87%	19.39%
2019	36.07%	26.38%	25.67%
2018	-25.31%	-33.32%	-36.87%
2017	21.78%	-0.20%	-17.35%
2016	-11.28%	-17.78%	-20.01%
2015	5.58%	43.12%	76.10%
2014	51.66%	39.01%	34.46%
2013	-7.65%	16.89%	31.59%
2012	7.55%	0.28%	-1.43%
2011	-25.01%	-33.83%	-32.96%
2010	-12.51%	10.07%	17.40%

数据来源: wind, 兴证期货研发部

图表 2: 指数间相关系数

	沪深 300	上证 50	中证 500	中证 1000
沪深 300	1	0.98	0.84	0.71
上证 50	0.98	1	0.74	0.59
中证 500	0.84	0.74	1	0.97
中证 1000	0.71	0.59	0.97	1

数据来源: wind, 兴证期货研发部

图表 3: 不同指数月度涨跌幅情况

日期	沪深300	上证50	中证500	中证1000
2022-08-08	-0.5282	-1.1163	0.4601	0.8243
2022-07-29	-7.0214	-8.6996	-2.4785	1.7426
2022-06-30	9.6173	8.7152	7.0996	10.1078
2022-05-31	1.8743	0.2810	7.0779	10.7918
2022-04-29	-4.8869	-3.2251	-11.0208	-15.3214
2022-03-31	-7.8367	-5.9060	-7.7094	-8.7302
2022-02-28	0.3916	0.8761	4.1452	6.4079
2022-01-28	-7.6229	-6.7281	-10.5834	-12.9497
2021-12-31	2.2423	3.4426	1.4704	-0.5459
2021-11-30	-1.5634	-3.1188	3.2788	9.0583
2021-10-29	0.8710	2.1976	-1.1418	-0.2722
2021-09-30	1.2646	3.2267	-2.0913	-4.1789
2021-08-31	-0.1156	-1.1415	7.2115	6.4172
2021-07-30	-7.9033	-10.4563	-0.6003	2.5225
2021-06-30	-2.0168	-4.1525	1.1769	3.9525
2021-05-31	4.0613	4.5554	3.7511	6.7724
2021-04-30	1.4882	-1.3613	3.7038	1.4101
2021-03-31	-5.4040	-5.7891	-1.7328	-0.5061
2021-02-26	-0.2841	1.1745	0.2870	0.3377
2021-01-29	2.6994	1.9944	-0.3295	-5.1509

数据来源: wind, 兴证期货研发部

1.2 套利策略

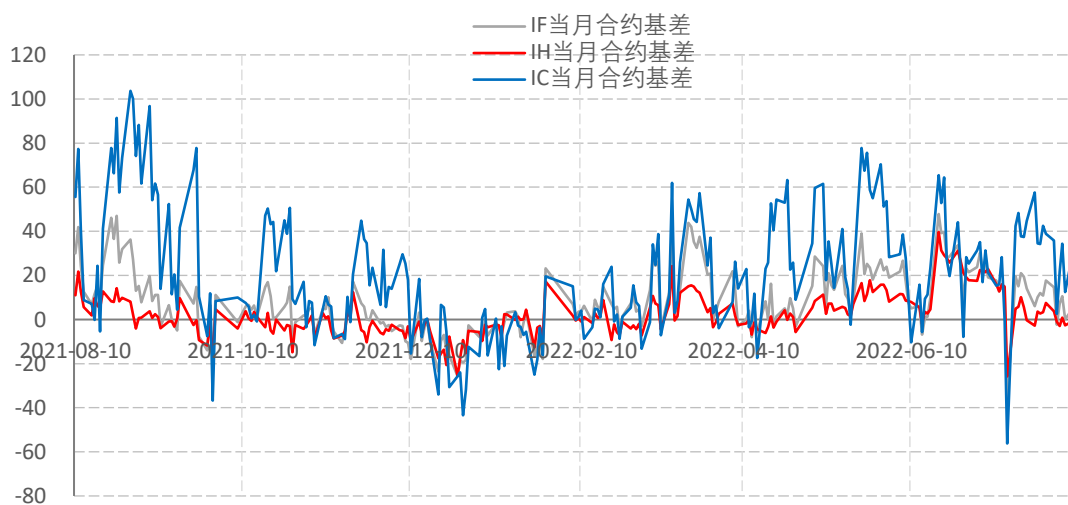
套利策略的本质是“一价定律”，即在对两个或多个品种交易过程中，利用价差回归原理，做多低估品种并做空高估品种，等待不同品种价格回归获利的过程。根据交易品种不同，期货套利策略包括跨期套利策略、跨市场套利策略和跨品种套利策略。

跨期套利策略指同一市场相同品种的不同月份期货合约间的套利交易，比如对 IF 不同时期合约间的套利，当不同合约间价差大于常规值时进行套利等待价差收敛；

跨市场套利策略指对不同市场相同品种的套利交易，比如对股指期货与 ETF 进行套利，当 ETF 出现大幅折价或溢价时，出现套利机会，通过买入 ETF 卖出对应股指期货，等价差收敛再赎回 ETF 转为股票并将股票组合以当前价挂牌价卖出；

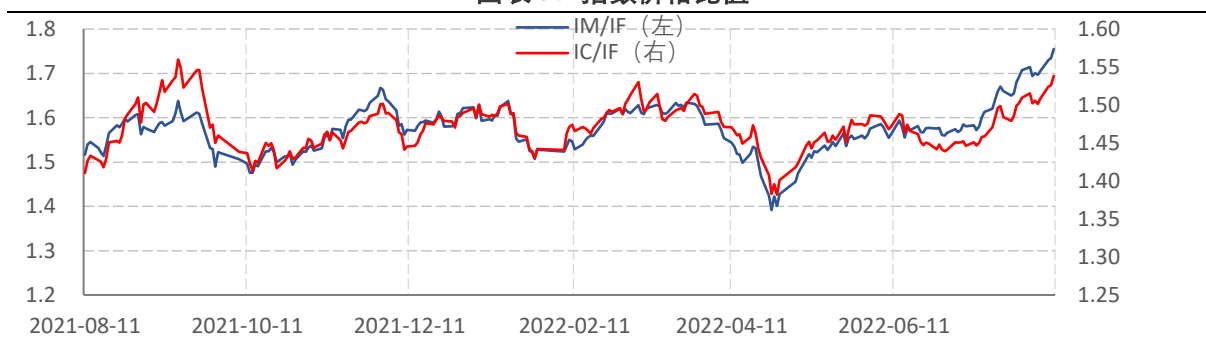
跨品种套利策略指对高相关性品种同一到期月份期货合约间的套利交易，比如对 IF 当季合约与 IM 当季合约间的套利。

图表 4：股指期货当月合约基差走势



数据来源：wind，兴证期货研发部

图表 5: 指数价格比值



数据来源: wind, 兴证期货研发部

按照交易方式套利策略可以分为量化套利策略和主观套利策略。相较商品期货通过产业链进行对冲, 股指期货的套利更常使用行业景气度轮动、市场风格轮动进行对冲。由于不同股指期货行业权重占比不同, 市值分布也不同, 当市场行业风格轮动及大小盘间风格切换时, 进行股指期货品种间套利可以获得收益。

图表 6: 大小盘切换



数据来源: wind, 兴证期货研发部

图表 7：行业季度收益率变动

	上游	中游	下游	基础设施及建设	TMT
2022-08-09	-2.0258	-0.1227	-5.5029	-3.2710	1.6100
2022-06-30	6.6688	9.0751	9.2190	4.3526	-0.2948
2022-03-31	-3.4056	-18.5151	-16.6594	-8.9213	-22.3497
2021-12-31	-4.1898	5.4145	4.1159	2.4837	11.4303
2021-09-30	25.4293	11.0384	-11.4457	9.7218	-6.2825
2021-06-30	12.5527	17.6314	10.4275	-1.6422	16.6578
2021-03-31	2.5384	-1.5817	-4.8238	6.7146	-8.8782
2020-12-31	23.0656	15.8029	12.7052	0.0387	-0.3290
2020-09-30	9.2151	17.8162	9.2051	8.3207	-1.8481
2020-06-30	5.1551	14.6301	23.7747	2.5892	22.4166
2020-03-31	-15.4543	-5.8901	-0.3384	-8.7415	-2.0446
2019-12-31	7.1066	6.6102	6.1069	1.3991	10.1333
2019-09-30	-6.4756	-1.1469	2.2522	-5.1699	8.3827
2019-06-28	-3.2410	-9.7188	-0.9322	-5.6096	-10.7815
2019-03-29	21.2069	31.2893	33.1645	19.8154	38.8527
2018-12-28	-16.9763	-11.9533	-13.9288	-8.4570	-11.9042
2018-09-28	-2.4636	-5.3558	-10.6233	-4.0378	-10.7825
2018-06-29	-12.1979	-15.5265	-3.3449	-13.2247	-17.8067
2018-03-30	-5.7690	-4.7298	-1.6508	-5.9172	0.1754
2017-12-29	-5.9601	-6.6983	3.0606	-5.2117	-5.8516
2017-09-29	17.8925	6.3299	3.4693	0.7580	6.0174
2017-06-30	-4.1665	-8.1052	0.5022	-1.9920	-3.4557
2017-03-31	3.7341	1.9250	2.8553	4.6828	-0.4277
2016-12-30	4.3756	2.8024	1.6247	4.9677	-5.0865
2016-09-30	0.0775	2.2573	4.5142	6.1693	-3.5547
2016-06-30	2.2804	2.0053	2.2756	-4.8519	2.7556

数据来源：wind，兴证期货研发部

图表 8：不同风格季度收益率

	金融	周期	消费	成长	稳定
2022-08-09	-8.2579	-0.2719	-6.5923	-0.2246	-2.3293
2022-06-30	-2.6242	7.1949	8.1126	5.7735	3.3953
2022-03-31	-3.5970	-10.7470	-15.5374	-21.3259	-4.2024
2021-12-31	0.2234	1.4374	4.9062	7.6192	1.0201
2021-09-30	-4.9580	9.9628	-11.9749	0.4931	13.8796
2021-06-30	-4.0668	9.6404	8.1423	18.4218	-5.0822
2021-03-31	-1.1117	2.3668	-4.4421	-7.4940	6.3160
2020-12-31	4.1716	10.9348	12.8886	7.5791	-0.5414
2020-09-30	8.9968	12.6106	8.0641	8.8847	2.4565
2020-06-30	4.1759	7.6872	23.7041	19.5343	4.4249
2020-03-31	-14.8118	-7.6468	-1.8953	0.9965	-11.6210
2019-12-31	7.3053	8.1584	5.7930	7.4120	0.7988
2019-09-30	-2.6109	-1.9339	2.4712	4.3579	-3.8177
2019-06-28	-0.0070	-8.5576	-0.0547	-9.0143	-4.6759
2019-03-29	28.8754	25.8900	35.7885	36.0594	17.9389
2018-12-28	-9.0248	-13.3314	-13.5030	-12.8247	-6.6606
2018-09-28	6.1927	-5.7651	-11.1289	-9.8694	1.7894
2018-06-29	-12.7016	-12.7314	-2.9061	-16.9934	-12.1014
2018-03-30	-4.2255	-5.9769	-1.4944	-1.1156	-4.4465
2017-12-29	1.1126	-5.1288	4.8443	-6.2232	-6.6421
2017-09-29	6.1461	7.9272	2.9172	6.6077	0.6693
2017-06-30	5.3826	-5.6525	0.8757	-4.1708	-1.4085
2017-03-31	0.7751	2.3517	3.4571	0.3151	5.7064
2016-12-30	-0.2371	3.3270	1.8069	-4.1887	9.9803
2016-09-30	6.4689	2.2187	5.4701	-1.5123	6.4435
2016-06-30	-0.6013	1.9327	1.9851	2.9252	-6.1552

数据来源：wind，兴证期货研发部

1.3 做市策略

做市商制度是一种报价驱动制度，依据做市商自己的判断，不断报出买入报价和卖出报价，以自由资金和投资者进行交易，做市商获取的收益为买入价和卖出价的价差。做市策略的

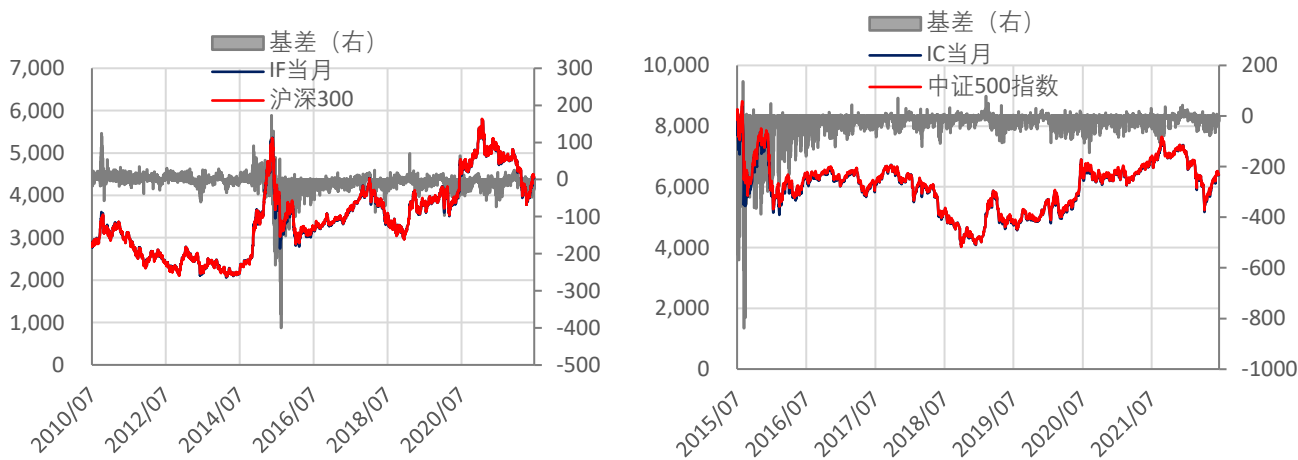
赢利点为尽量多捕捉价格的窄幅波动，风险在于做市过程中累计的库存风险。鉴于 IM 市值小，波动剧烈的特点，IM 合约更适宜于参与做市策略。

2. 股指期货多头替代策略

股指期货多头替代策略指机构持有股指期货替代持有股票现货进行投资的一种资产管理手段，也是运用股指期货进行风险管理的重要方式。由于股指期货与对应基础资产价格走势相关性高，在不考虑手续费及基差（股指期货升水时产生）等成本的情况下，使用该策略可以复制对应一篮子股票。

通常而言，因为流动性、分红、投资者情绪与市场结构等多方面影响因素，股指期货时常出现贴水，此时对市场持乐观态度的投资者偏好持有股指期货多头头寸替代直接持有现货的策略，则一方面可以获得贴水收益，另一方面可以获得展期收益。

图表 9：沪深 300 与中证 500 指数当月合约基差

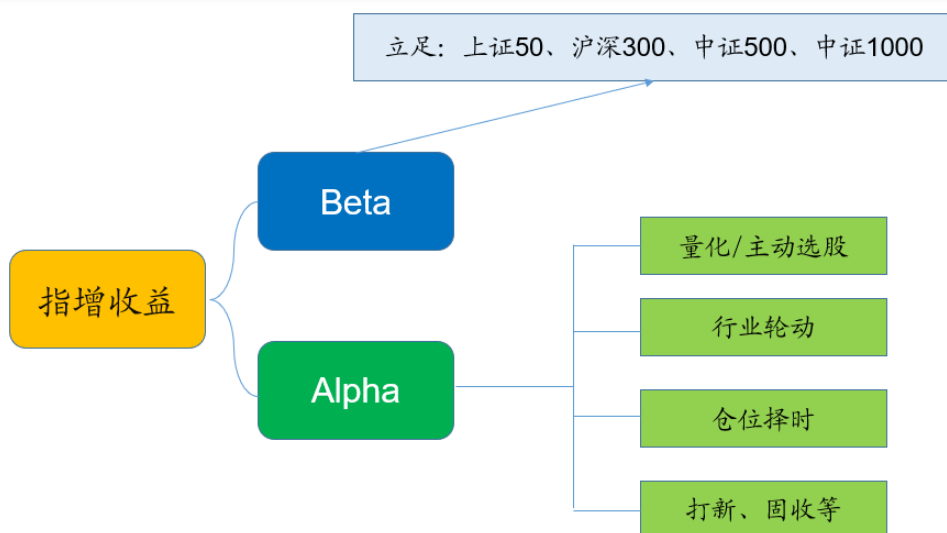


数据来源：Wind，兴证期货研发部

3. 指数增强策略

指数增强策略是一种在跟踪指数的基础上，通过主动管理获取相对指数的超额收益。对投资者而言，既可以获取跟踪指数的 beta 收益，也可以获得稳定的 alpha 收益。从投资理念看，指数增强型基金将被动型的指数型基金和主动型管理基金相结合，一方面复制选定指数表现并控制跟踪误差，另一方面追求超越市场的业绩表现。即由于指数增强的收益可以拆分为 Beta 部分和 Alpha 部分。Beta 收益作为一种相对被动的投资收益，反映的是承担市场风险带来的收益，即和市场一起波动的部分叫贝塔收益。Alpha 收益是投资的绝对回报与超额回报，对 CAPM 公式进行变形可以得到 Alpha 的计算公式： $\alpha = (R_i - r_f) - \beta [E(R_m) - r_f]$ 。指增策略的阿尔法收益部分目前市场上有三种，包括基本面主导、量化主导和合成增强主导。

图表 10：指数增强策略



数据来源：wind，兴证期货研发部

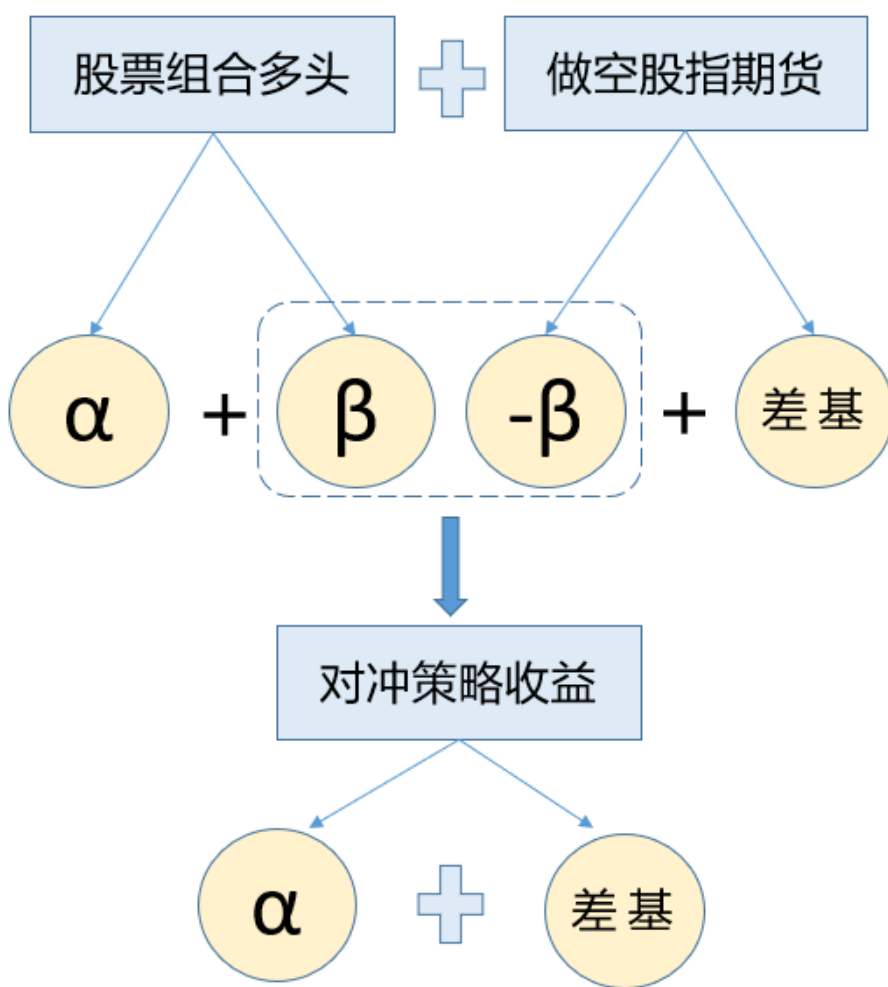
4. 中性策略

股指期货中性策略也就是股指期货套期保值策略，是指在投资组合管理中，通过对冲等手段消除投资组合大部分甚至全部市场风险，即只保留阿尔法收益。股指期货作为对冲工具，其优势在于流动性高，其使用保证金交易可以有效节约资金，但也存在股指期货市场升贴水及基差波动对策略收益有效性产生较大影响。

通常而言，中性产品收益率=（阿尔法收益-基差成本）*资金使用率，收益来源有两个影响因素，包括市场整体活跃度和策略拥挤度，前者受到市场交易活跃度、成分股跑赢指数占比情况、市场波动率情况和市场投资者结构等因素影响，后者受市场同类私募规模变化和策略相关性变化等因素影响。

在 IF、IH、IC 和 IM 四个指数中，IM 由于其成分股换手率、波动率更高，所以 IM 对应中性策略更容易通过量化策略获得超额收益。

图表 11：指数增强策略



数据来源：wind，兴证期货研发部

5. 空头交易策略

股指期货空头策略即当看空 A 股时，由于融券做空股票或 ETF 的成本比较高，则通过做空对应股指期货或者买入对应看跌期权/卖出看涨期权都可以以较低成本形成空头替代效果，实现做空的目标。

股指期货作为金融“蓄水池”，不仅可以在股市上涨时候替代股票持仓，利用其杠杆交易的特性提高自己使用效率，也可以在股市回落时对冲降低整体市场系统性风险，还可以在市场产业链轮动、行业板块轮动及风格轮动的过程中，实现品种间套利，成为有效的证券投资补充工具。

分析师承诺

本人以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映了本人的研究观点。报告所采用的数据均来自公开资料，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断的得出结论，力求客观、公正，结论，不受任何第三方的授意影响。本人不曾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

本报告的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。文中的观点、结论和建议仅供参考。兴证期货可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的独立判断。

客户不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的损失负任何责任。

本报告的观点可能与资管团队的观点不同或对立，对于基于本报告全面或部分做出的交易、结果，不论盈利或亏损，兴证期货研究发展部不承担责任。

本报告版权仅为兴证期货有限公司所有，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，需注明出处兴证期货研究发展部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。