

2025年6月23日

股指期货基差分析与投资策略研究

——股指期货专题策略报告

东海专题

股指期货

分析师：

明道雨

从业资格证号：F03092124

投资咨询证号：Z0018827

电话：021-68758786

邮箱：mingdy@qh168.com.cn

投资要点：

➤ 2025年下半年基差趋势研判：

IH、IF合约下半年预计延续小幅升水格局。稳定的机构套保需求、蓝筹股分红可预测性以及机构高红利低波动防御性配置，使基差波动率维持低位。IC、IM合约则面临更复杂环境：一方面，雪球产品新发回暖增加对冲压力；另一方面，波动率加大使绝对贴水幅度可能加大，增加对冲成本。

关键时间节点：5-8月分红季，IH、IF基差已季节性走弱；四季度随着美联储可能降息两次，国内步入政策窗口期，若市场流动性改善措施出台，可能推动基差全面修复。

结构性机会：中证1000股指期货的贴水深度持续高于中证500，两者价差存在均值回归机会，预计可以创造跨品种套利机会。

➤ 2025年下半年基差策略配置建议：

指数增强策略可灵活运用期货替代优化收益。在基差深度贴水时（如IM年化贴水 $>12\%$ ，目前IM年化贴水率长期接近 20% ），可将 $20-30\%$ 股票仓位切换为期货多头，同时保留 $70-80\%$ 股票alpha仓位。这一结构既保持组合beta暴露，又获取基差收敛收益。

市场中性策略需多维度调整：

对冲工具切换：将IC、IM空头部分切换至基差稳定的IF合约，比例控制在风险预算内（通常 $30-50\%$ ）；

基差套利组合：在贴水极端期，构建“买入期货+融券卖出ETF”组合，虽承担融券成本，但基差收益可覆盖成本并创造安全边际；

波动率过滤：当基差波动率突破历史阈值时，自动降低风险暴露，待波动回归常态后再补回仓位。

套利策略仍有一定的机会：

跨期套利：当前由于美国关税原因导致市场对于长期偏悲观，期限结构呈Contango结构，特别是IC和IM远月贴水远超近月，下半年可能迎来政策窗口期，远期可能有所改善，可考虑做空近月+做多远月组合。

期现套利：目前由于季节性分红原因，股指基差仍处于高度贴水状态，IH、IF在 10% 左右；IC、IM高于 20% ，当前依然可以进行基差收敛套利操作；此外，下半年市场的不确定性仍旧较大，阶段性的基差异常波动可能出现，可择机做基差收敛套利。

风险因素：中美博弈加剧、国内刺激政策不及预期、流动性收紧超预期。

正文目录

1. 股指期货基差概念、历史与政策演进	4
1.1. 股指期货基差概念	4
1.2. 基差历史轨迹与结构性变化	4
1.3. 监管政策松紧对股指期货基差的影响	6
2. 股指基差异动分析：多维度因素与典型案例	8
2.1. 市场供需失衡与情绪共振	8
2.2. 雪球产品集中对冲的冲击效应	9
2.3. 分红季节性效应演变	11
2.4. 套利机制部分失效的困境	11
3. 基差异动风险管理	12
3.1. 风险识别与分类矩阵	12
3.2. 风险量化评估模型	13
3.3. 动态监控与预警体系	13
4. 基差风险对冲：场内场外工具创新应用	14
4.1. 场内工具组合策略	14
4.2. 波动率交易策略	14
5. 2025年下半年基差策略前瞻	15
5.1. 基差趋势研判	15
5.2. 策略配置建议	15

图表目录

图 1 沪深 300 股指期货基差收敛图.....	4
图 2 股指期货基差影响因素及作用机制.....	4
图 3 2010-2020 年沪深 300 股指基差变化.....	5
图 4 2015-2020 年上证 50 股指基差变化.....	5
图 5 2021-2025 年沪深 300 股指基差变化.....	6
图 6 2021-2025 年上证 50 股指基差变化.....	6
图 7 2021-2025 年中证 500 股指基差变化.....	6
图 8 2021-2025 年中证 1000 股指基差变化.....	6
图 9 股指期货四次松绑.....	7
图 10 2021-2025 年中证 500 股指基差变化.....	7
图 11 2022-2025 年中证 1000 股指基差变化.....	7
图 12 股指期货历次松绑股指基差的变化.....	8
图 13 中证 500 股指期货贴水率.....	9
图 14 股指期货连续合约升贴水率.....	9
图 15 沪深 300、上证 50 升贴水率.....	9
图 16 中证 500、中证 1000 升贴水率.....	9
图 17 2024 年年初中证 500 股指基差走扩.....	10
图 18 2024 年年初中证 1000 股指基差走扩.....	10
图 19 对冲机制导致基差走扩.....	10
图 20 交易行为导致基差走扩.....	10
图 21 上证 50 股指加权平均年化基差率.....	11
图 22 2024 年主要股指期货基差异动事件分析.....	12
图 23 动态监控与预警体系.....	14

1. 股指期货基差概念、历史与政策演进

股指期货基差作为衡量期货价格与现货指数关系的关键指标，不仅是市场情绪的晴雨表，更是衍生品定价和风险管理的重要依据。随着我国金融市场的不断深化，股指期货基差运行机制日趋复杂，其波动特征直接影响着市场参与者的投资决策与风险管理有效性。

1.1. 股指期货基差概念

基差是指股指期货价格与标的现货指数价格之间的差额，其数学表达式为：基差=期货价格-现货价格。这一看似简单的概念背后蕴含着丰富的市场信息与多空博弈逻辑。当期货价格高于现货价格时，称为升水（正基差）；当期货价格低于现货价格时，称为贴水（负基差）。在理想的无摩擦市场中，期货价格应等于现货价格加上持有成本，但实际交易中，基差受多重因素扰动，形成复杂的动态平衡。为了综合反映期指基差水平，本报告中主要采用持仓量加权年化基差率作为期指基差水平的分析对象； $\text{年化基差率} = (\text{期货价格} - \text{现货价格}) / \text{现货价格} * 252 / \text{合约剩余自然日天数}$ ； $\text{持仓量加权年化基差率} = \sum_1^4 \omega_i \times \text{年化基差率}_i$ ；其中 ω_i 为第*i*个合约持仓权重占比。

股指期货基差形成机制中资金成本是基差构成的基础要素。持有现货需要占用资金，产生机会成本或利息支出，这部分成本理论上应体现为期货对现货的升水。同时，股票分红是影响基差的重要因素。分红期间，股票价格自然除权下调，但期货合约并不相应调整，因此市场会提前预期分红影响，导致期货贴水加深。此外，市场情绪与供需关系直接作用于基差短期波动。当投资者对未来预期悲观或套保需求激增时，期货卖压加重，贴水扩大；反之，乐观预期或套利买盘涌入则推动基差向升水方向移动。

股指期货合约基差呈周期特征。我国股指期货市场挂有四个到期月份的合约：当月、下月、当季及隔季。基差的运行轨迹呈现出明显的到期收敛规律——随着合约到期日临近，基差必然逐步收窄，至交割日归零。这种收敛特性为跨期套利和基差交易提供了理论基础。不同期限合约的基差水平也反映了市场对未来的预期差异，近月合约更多反映短期供需，远月合约则包含更长期限的资金成本和市场预期。

图 1 沪深 300 股指期货基差收敛图



资料来源：东海期货研究所，同花顺，Wind

图 2 股指期货基差影响因素及作用机制

影响因素	作用方向	影响持续时间	作用机理
资金成本	正向(推升升水)	长期持续	持有现货的机会成本
分红因素	负向(加深贴水)	季节性(5-8月)	预期股票除权价格下调
市场情绪	双向波动	短期冲击	投资者乐观/悲观预期
套保需求	负向(加深贴水)	中期持续	空头套保盘压力
套利活动	收敛基差	瞬时作用	价差交易促进价格回归

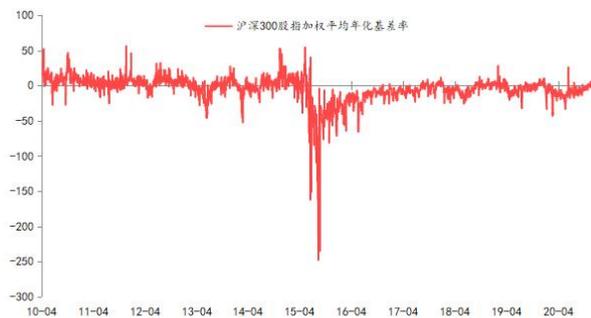
资料来源：东海期货研究所，同花顺，Wind

1.2. 基差历史轨迹与结构性变化

2010-2015年，我国股指期货市场基差长时间处于升水状态，沪深300股指期货持仓量加权年化基差率均值在10%左右，反映了市场对国内经济和股市的前景较为乐观。仅有在2013年二三季度由于国内经济放缓和2014年上半年全球页岩油危机短期内跌至-20%下方。

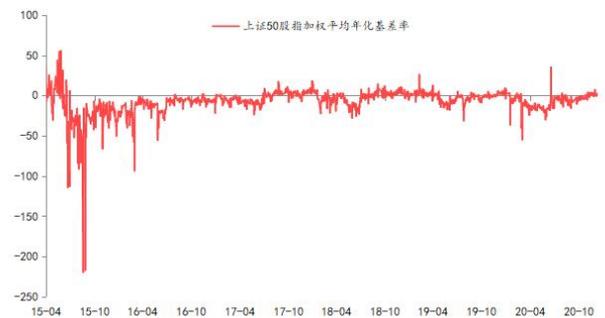
2015-2020年，我国股指期货市场经历了基差从深度贴水到逐步常态化的过程。2015年市场异常波动期间，IF、IH和IC主力合约曾出现30%、甚至200%以上的极端持仓量加权年化基差率，反映了市场恐慌情绪与流动性枯竭的双重压力。2017年后随着交易限制逐步放开和市场结构优化，2019-2020年基差波动明显收窄，对冲成本趋于稳定。

图3 2010-2020年沪深300股指基差变化



资料来源：东海期货研究所，同花顺，Wind

图4 2015-2020年上证50股指基差变化



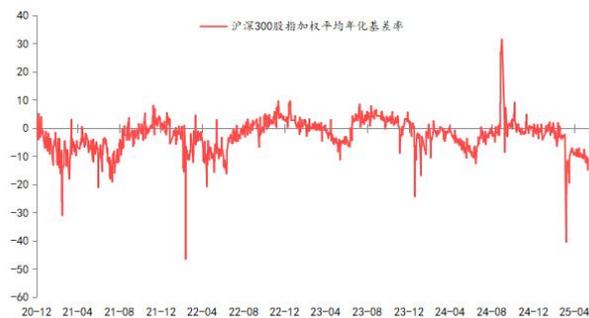
资料来源：东海期货研究所，同花顺，Wind

2021-2025年基差运行呈现出新特征：波动幅度再度放大，品种分化加剧。2024年，IH、IF基差中枢较2023年小幅回落，而IC、IM贴水程度显著加深。2024年全年基差走势一波三折：一季度A股大幅下跌时期指基差快速走弱（贴水走扩）；9月底至10月初市场反弹时期指基差快速走强（升水走扩）。这种波动既反映了市场情绪变化，也揭示了投资者结构变化带来的深远影响——场外衍生品对冲操作体量的不断增加，显著放大了基差的波动性。

品种间差异：2024、2025年，代表大盘蓝筹的IH、IF合约基差相对稳定，年化基差率集中在-8%至+5%区间波动；而代表中小盘股的IC、IM合约则经历了剧烈波动，中证1000股指期货(IM)季月合约持仓量加权年化基差由于雪球产品集中敲入等原因在2024年1月曾深探至-20%以下，创历史极值。这种分化反映了市场对不同风格板块的风险定价差异，也凸显了套保需求在不同品种间的结构性不平衡。

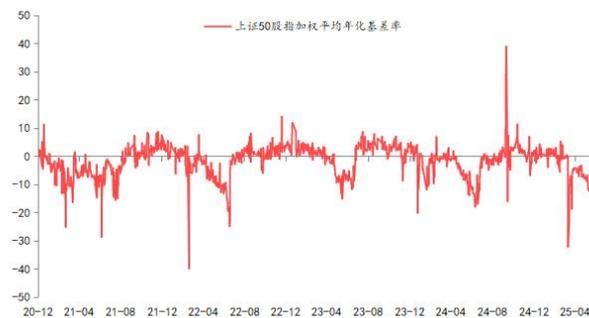
季节性规律：分红因素对IH和IF基差的影响尤其明显，形成可预测的季节性模式。每年5月至8月，基差受分红预期影响开始走弱（贴水扩大），随后随着分红逐步落地，基差开始走强（贴水收敛）。2024年之后，这一季节性规律仍有效运行，但出现了新变化：上证50指数成分股分红更早密集落地，导致上证50股指期货基差运行中枢提前上移。这一变化源于政策性鼓励分红，2024年近千家上市公司宣布中期分红计划，其中近七百家公司分红措施落地；2025年上半年已完成分红方案公司数量上升至1532家，分红率进一步上升，改变了传统的分红时间分布和分红率。

图 5 2021-2025 年沪深 300 股指基差变化



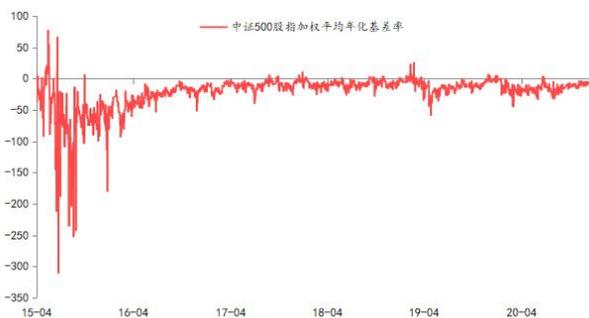
资料来源：东海期货研究所，同花顺，Wind

图 6 2021-2025 年上证 50 股指基差变化



资料来源：东海期货研究所，同花顺，Wind

图 7 2021-2025 年中证 500 股指基差变化



资料来源：东海期货研究所，同花顺，Wind

图 8 2021-2025 年中证 1000 股指基差变化



资料来源：东海期货研究所，同花顺，Wind

1.3. 监管政策松紧对股指期货基差的影响

2015 年 A 股经历了巨幅震荡下的牛熊切换，上证指数自 6 月 12 日创 2008 年以来高点后，开启大幅下跌走势。中金所于 2015 年 9 月 7 日出台期指最严监管政策。随着股市运行的逐渐稳定，自 2017 年 2 月起，中金所逐步对股指期货监管政策予以松绑。

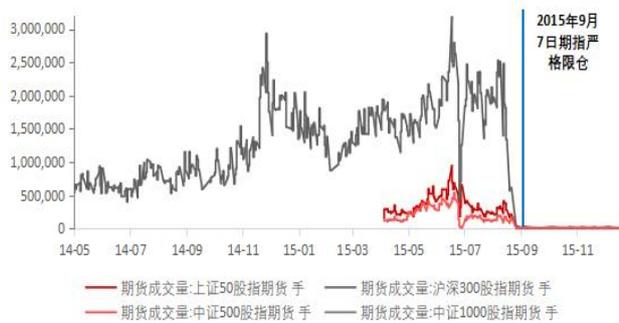
首先，监管政策的松紧对股指期货的流动性影响较大。2015 年 9 月 7 日期指严格限仓后，由于非套保单日开仓限额以及交易手续费的约束，期指合约成交量大幅下降，IF 合约严格限仓后日成交量从 8 月最高的 252 万手下降至 9 月最低的 1.35 万手，成交量仅为限仓前日成交量的不足 1%，市场流动性急剧萎缩。从监管松绑前后 IF 均成交量及日持仓量变动来看，除第二次松绑（2017 年 9 月 18 日）对 IF 合约的流动性没有明显提升外，其余三次政策松绑均对 IF 合约流动性有显著提升。第四次监管松绑后，IF 合约的成交量呈现出震荡态势，成交活跃度稳定在股灾后相对较高的水平，持仓量则呈现逐年递增的趋势。

图9 股指期货四次松绑

时间	期货品种	保证金		日内过度交限制 (日内开仓上限)	平今手续费
		非套保	套保		
2019年4月22日	沪深300(IF)		10%	单合约500手	万分之3.45
	上证50(IH)		12%		
	中证500(IC)		15%		
2018年12月3日	沪深300(IF)		10%	单合约50手	万分之4.6
	上证50(IH)		15%		
	中证500(IC)		20%		
2017年9月18日	沪深300(IF)		15%	单品种20手	万分之6.9
	上证50(IH)	30%	20%		
	中证500(IC)	30%	20%		
2017年2月17日	沪深300(IF)		20%	单品种20手	万分之9.2
	上证50(IH)		20%		
	中证500(IC)	30%	20%		

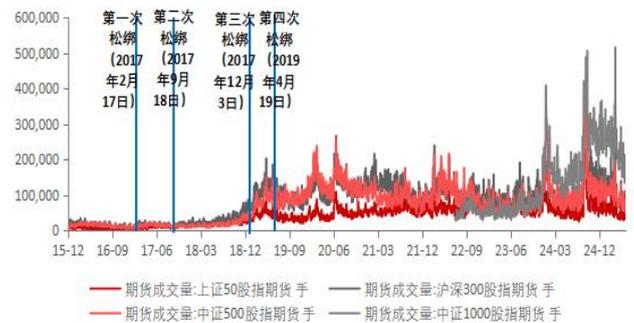
资料来源：东海期货研究所，同花顺，Wind

图10 2021-2025年中证500股指基差变化



资料来源：东海期货研究所，同花顺，Wind

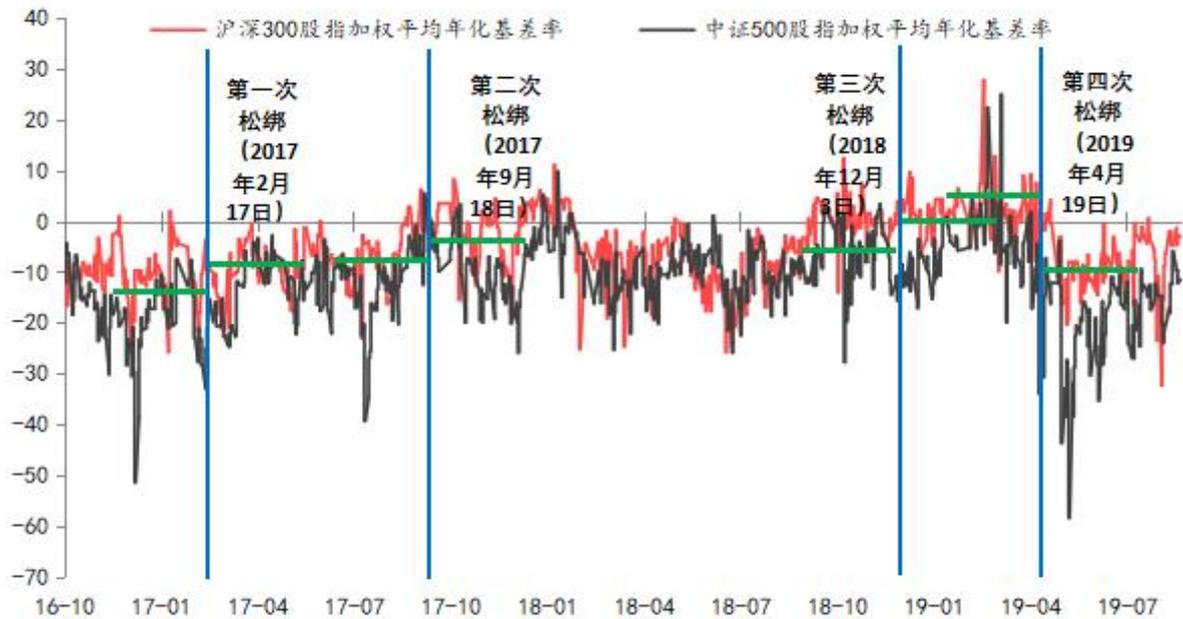
图11 2022-2025年中证1000股指基差变化



资料来源：东海期货研究所，同花顺，Wind

其次，从2015年的收紧到2017年2月开始的逐步松绑从流动性方面对股指期货基差的影响较大。2015年9月期指严格限仓后，期指流动性大幅受限，市场以套保交易为主，叠加熊市悲观情绪，期指基差贴水迅速扩大，IF持仓量加权年化基差率一度下探至最低的-247.5%、IC持仓量加权年化基差率一度下探至最低的-252%。监管政策未松绑下，期指长期处于贴水状态。从监管松绑前后三个月IF及IC持仓量加权年化基差率变动来看，前三次股指监管松绑后，期指的贴水幅度都有明显的收敛，基差显著上升。第四次松绑（2019.4.19）期指基差不升反降，对应的市场背景是第四次松绑前中美达成第一阶段协议，经济增长加快，IF已处于升水状态，IC处于浅度贴水状态，股票现货指数在松绑前创下2019年新高后由于新冠疫情因素导致现货股票指数开启了震荡下跌走势，贴水的扩大更多源于权益市场环境影响。

图 12 股指期货历次松绑股指基差的变化



资料来源：东海期货研究所，同花顺，Wind

第三，我国股指期货市场监管框架日臻完善，对基差形成机制产生深远影响。2024年10月，中国证监会等部门联合发布《关于加强监管防范风险促进期货市场高质量发展的意见》，明确提出“发挥股指期货期权稳定市场、活跃市场的双重功能”，要求丰富交易品种，扩大市场覆盖面，提高交易便利性，加强期现货市场协同联动，助力增强股票市场内在稳定性。

第四，交易机制优化使得基差波动整体趋向平稳。监管层对程序化交易特别是高频交易的监管框架逐步完善。取消对高频交易的手续费减收、加强期货公司席位和客户设备连接管理、规范主机交易托管资源使用等举措，旨在维护市场公平性，防止技术优势导致的基差短期异常波动。同时，严格异常交易行为监管，完善大户报告规则，强化实际控制关系账户管理，有效遏制了通过关联账户操纵基差的行为。

第五，对外开放进程促进基差形成机制更加合理有效。政策明确“研究股指期货、国债期货纳入特定品种对外开放”，并“允许境外期货交易所推出更多挂钩境内期货价格的金融产品”。这一开放导向将吸引更多境外机构投资者参与境内股指期货市场，有望改善投资者结构，提升市场深度，从而平抑基差过度波动。境外成熟投资者的参与也将引入更先进的定价模式和风险管理技术，促进基差形成机制更加合理有效。

2. 股指基差异动分析：多维度因素与典型案例

股指期货基差异动已成为市场常态，其背后驱动因素错综复杂。理解这些因素的作用机制，对预测基差走势、优化对冲策略至关重要。本节从市场供需、结构化产品、分红周期和套利机制四个维度，系统解析基差异动的深层原因。

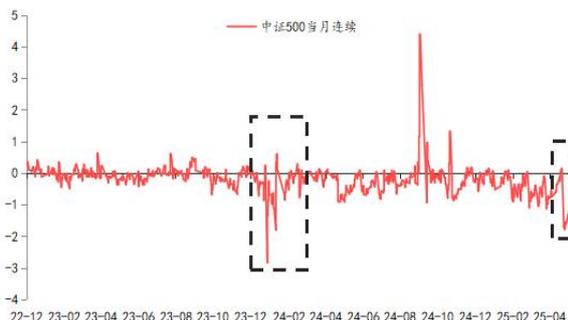
2.1. 市场供需失衡与情绪共振

供需关系是基差短期波动的直接推手。当市场避险需求激增时，大量投资者通过卖出股指期货进行套期保值，导致期货合约供给过剩，贴水加深。2024 年一季度 A 股大幅下跌期间和 2025 年 4 月由于美国所谓对等关税落地对股市的冲击，这一机制表现得淋漓尽致——恐慌情绪蔓延下，机构投资者纷纷加大套保力度，其中 2024 年一季度 IC 当月合约贴水幅度一度达到指数点位的 2.8%（如图 13），创近五年以来的峰值。

情绪传导效应：基差已成为市场情绪的先行指标，往往领先于标的指数出现修复。2024 年 9 月底至 10 月初的市场反弹中，股指基差率先走强（升水走扩），预示了后续现货指数的企稳回升；以及和 2025 年 4 月美国所谓对等关税落地股市下跌中，沪深 300 和上证 50 指数基差率先下跌（贴水走扩），预示了后续现货指数的下跌（如图 14）。这种领先性源于期货市场流动性高、交易成本低的特点，使信息反映更为迅速。专业投资者通过监控基差变化，可提前捕捉市场情绪转向信号。

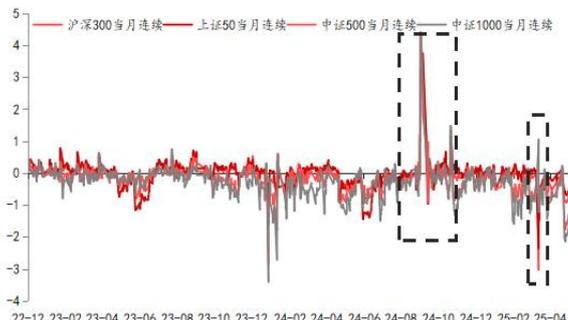
资金流向影响：不同类型资金的流动方向直接影响基差结构。2025 年初，随着保险资金、养老金等中长期资金参与股指期货套保的政策壁垒逐步消除，IH、IF 合约的套保需求稳步增加，但因其资金规模庞大且操作节奏平缓，未造成基差剧烈波动（如图 15）。相比之下，量化私募资金在 IC、IM 合约上的操作更加灵活多变，对基差形成短期冲击（如图 16）。

图 13 中证 500 股指期货贴水率



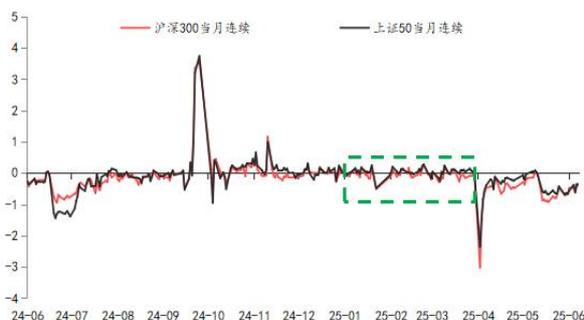
资料来源：东海期货研究所，同花顺，Wind

图 14 股指期货连续合约升贴水率



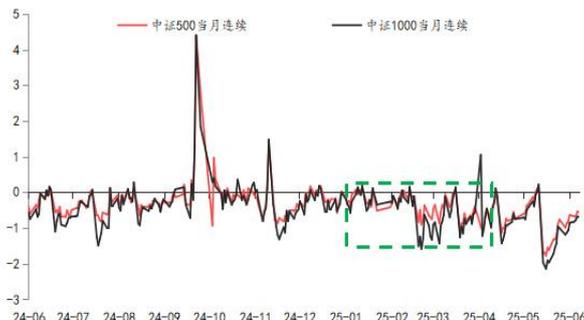
资料来源：东海期货研究所，同花顺，Wind

图 15 沪深 300、上证 50 升贴水率



资料来源：东海期货研究所，同花顺，Wind

图 16 中证 500、中证 1000 升贴水率

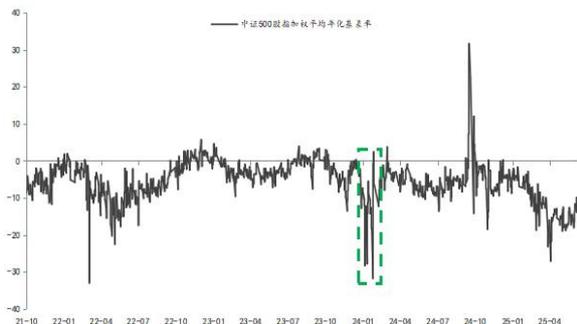


资料来源：东海期货研究所，同花顺，Wind

2.2. 雪球产品集中对冲的冲击效应

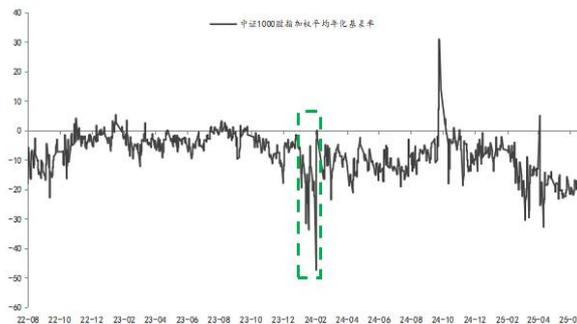
结构化衍生品特别是雪球产品的对冲操作，已成为影响基差的关键因素。雪球产品在特定价格区间的对冲行为会自我强化市场趋势，加剧基差波动。2024 年节后中证 500 与中证 1000 股指期货基差持续走扩，正是这一机制的典型案例（如图 17、18）。

图 17 2024 年年初中证 500 股指基差走扩



资料来源：东海期货研究所，同花顺，Wind

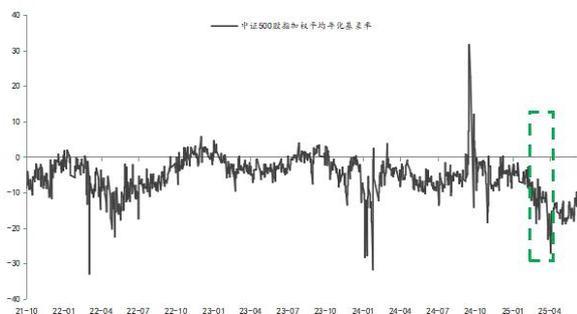
图 18 2024 年年初中证 1000 股指基差走扩



资料来源：东海期货研究所，同花顺，Wind

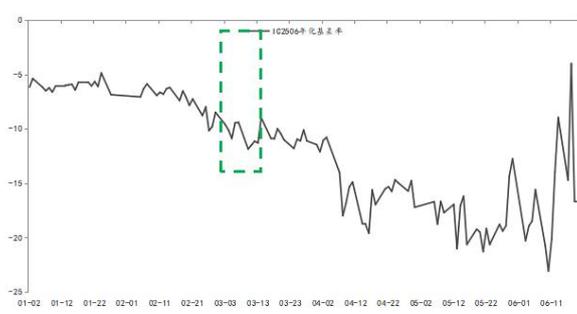
对冲机制分析：当挂钩中证 500 指数的雪球产品临近敲入点时，券商交易台需动态调整对冲仓位。在指数下跌接近敲入价格期间，交易台需增加空头对冲仓位；而若指数反弹接近敲出点，交易台则会逐步减少对对冲头寸。2025 年 2-3 月，随着中证 500 指数从 5600 点反弹至 6000 点以上，大量发行于 2023 年 3-4 月（指数高点）的雪球产品进入密集敲出观察期。券商交易台在临近敲出时，为规避 gamma 风险，会提前降低股指期货多头仓位，形成持续性抛压（如图 19）。

图 19 对冲机制导致基差走扩



资料来源：东海期货研究所，同花顺，Wind

图 20 交易行为导致基差走扩



资料来源：东海期货研究所，同花顺，Wind

交易行为分析：通过对基差大幅扩张交易日的逐笔数据分析，发现在指数上行的日内区间，股指基差反而出现扩张。这一看似反常的现象源于多头平仓占比显著提升，而空头开仓占比保持稳定。具体而言，2025 年 3 月上旬，IC2506 合约基差年化率逐步运行至 -10% 下方（如图 20）。交易记录显示，多头平仓指令占比从常态的 25% 飙升至 40% 以上，印证了雪球产品临近敲出时券商交易台的减仓行为是基差走扩的主因。

存量产品压力：截至 2025 年 3 月，存量未敲出雪球产品集中发行于 2023 年 3-4 月，敲出点位集中在 6000-6400 点，到期日集中在 2025 年 3-4 月。雪球产品这一集中到期结构导致股指期货市场面临持续抛压，使对冲成本在中高位维持较长时间。据测算，挂钩 500

指数的雪球产品约有 7 成在 6000-6400 点敲出，这些产品多数已在 2024 年中触发敲入，随着指数反弹，敲出概率增加，对冲盘减仓压力也随之增大。

2.3. 分红季节性效应演变

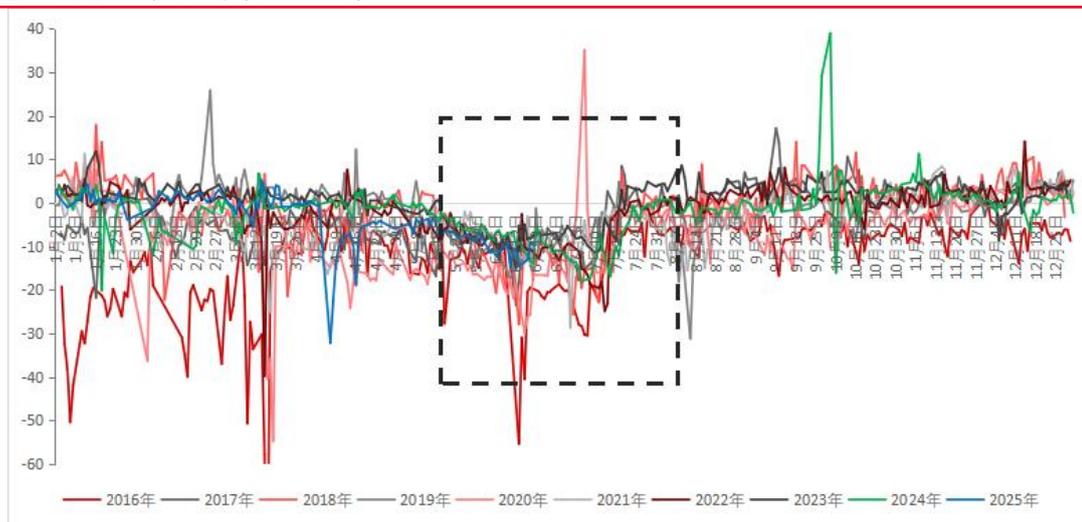
上市公司分红政策的变革正深刻重塑基差季节性特征。传统上，5-8 月是基差受分红影响的核心时段，但 2024 年以来，中期分红公司数量激增，分红时间线拉长，使基差季节性规律发生显著变化。

分红影响机制：股票分红期间，标的指数会进行除息调整，但股指期货合约并不相应调整。因此，期货价格会提前反映预期分红影响，形成贴水。基差年率与指数成分股股息率呈显著负相关关系。2024 年，A 股上市公司分红金额突破 2.4 万亿元，分红次数和金额的增加，强化了分红因素对基差的影响。

季节性新特征：2024 年，上证 50 指数成分股分红时间明显提前且更密集，导致 IH 合约基差运行中枢提前上移。这一变化源于监管层鼓励上市公司“增加现金分红频次、优化现金分红节奏”的政策导向。2024 年有近千家上市公司宣布中期分红计划，其中近七百家公司分红措施落地，改变了传统的年度集中分红模式。

套保策略调整：针对分红季节性变化，套期保值者需相应调整策略。对保守型套保者，可在 3 月份换月至 9 月合约或在 4 月份换月至 12 月合约，选择基差年率（对冲成本）相对友好的时间段入场，规避 5 月到 8 月贴水走扩后再收窄的风险。激进型空头套保者，则可利用分红季节性规律进行条件换月操作，重点关注 5 月份前后的换月时机，以降低对冲成本。

图 21 上证 50 股指加权平均年化基差率



资料来源：东海期货研究所，同花顺，Wind

2.4. 套利机制部分失效的困境

理论上，当基差偏离合理范围时，套利力量应推动其回归。但现实中，多种因素导致套利机制部分失效，使异常基差可能持续存在。

交易成本壁垒：股指期货期现套利涉及双边交易，包括期货合约买卖和一篮子股票的交易，产生可观的交易成本（佣金、冲击成本等）。当理论套利空间小于交易成本时，套利动力不足。2024年1月，IM合约贴水幅度曾达20%以上，理论上存在巨大套利机会。但因中小盘股票流动性不足，构建现货组合的冲击成本过高，实际套利收益大打折扣，导致异常基差未能迅速收敛。

融券限制因素：反向套利（卖出现货、买入期货）需融券卖出股票组合，但实践中，券源紧张、融券成本高等问题制约了套利实施。特别是对中小盘股为主的IC、IM合约，融券难度更大，使贴水修复机制受阻。据相关机构数据显示，IC成分股的平均融券费率比IF成分股高出2-3个百分点，显著压缩了反向套利空间。

极端行情下的流动性枯竭：市场剧烈波动期间，期货和现货市场可能出现流动性骤降，套利者无法同步执行双边交易。2024年2月初、2025年4月初市场急跌期间，部分中小盘股票连续跌停，现货组合无法及时调整，导致套利组合失衡，基差持续处于极端状态。这种流动性危机下的套利机制失效，进一步放大了基差波动。

图 22 2024 年主要股指期货基差异动事件分析

发生时间	合约品种	基差异动幅度	主要原因	持续时间
2024年1月	IM2401	年化贴水-20%+	雪球融入对冲盘激增、小盘股流动性危机	3周
2024年3月	IC2406	年化贴水-12%	雪球临近敲出多头平仓集中	2周
2024年5-6月	IH2406	贴水扩大40%	分红预期提前、成分股密集除权	季节性周期
2024年9-10月	IF2410	升水扩大至1.5%	政策利好带动情绪反转、套保盘平仓	10个交易日

资料来源：东海期货研究所，同花顺，Wind

3. 基差异动风险管理

面对日益复杂的基差波动环境，机构投资者需构建系统化的风险管理框架。本节从风险识别、量化评估到监控预警，全方位解析基差异动风险管理的实践路径。

3.1. 风险识别与分类矩阵

有效管理基差风险始于精准识别。基于风险来源和影响机制，可将基差风险分为三类：

对冲成本风险：建仓时点基差水平决定了锁定成本，直接影响产品最终收益。若在深度贴水时建立空头仓位，将承受高昂对冲成本。2024年1月，当中证1000股指期货年化贴水超20%时建立对冲仓位，即使后续获得正alpha，也可能被基差成本侵蚀殆尽。

基差波动风险：建仓后基差的非预期波动导致产品净值波动，可能触发风控阈值或投资者赎回。2024年3月，部分中性产品因IC基差快速收敛（贴水减少）导致净值单周回撤2%，虽不影响最终收益，但短期波动引发流动性压力。这种波动风险在雪球产品集中对冲期尤为突出。

展期风险：合约到期移仓时，不同月份合约基差差异可能产生额外成本或收益。当市场呈现Contango结构（远月贴水大于近月）时，空头移仓可获得正展期收益；Backwardation结构（远月贴水小于近月）则产生移仓成本。2024年IH合约因分红预期变化，5月从Contango转为Backwardation结构，导致空头展期成本增加。

3.2. 风险量化评估模型

基差风险价值（BVaR）模型可量化评估基差不利变动导致的潜在损失。该模型通过历史模拟法或蒙特卡洛模拟，计算特定置信水平下的最大可能损失。

压力测试：模拟极端情景下的基差冲击。测试情景包括：雪球产品大规模敲入（基差扩大至25%）、市场流动性骤降（买卖价差扩大3倍）、政策突变（交易限制重启）等。

基差beta系数：衡量不同品种基差对市场因子的敏感度。研究表明，IM合约基差对市场波动率的敏感度显著高于IH合约，说明中小盘期指基差在市场波动加剧时更易异动。

3.3. 动态监控与预警体系

实时监测基差相关指标是风险防控的关键环节。专业机构应构建多层次预警系统：

核心监测指标：年化基差率、基差波动率、期限结构斜率、期现成交比、主力合约持仓集中度等需实时跟踪。特别是当月合约与次月合约基差差异超过1.5个标准差时，往往预示短期波动风险升高。

结构化产品指标：雪球产品的关键敲入/敲出点位分布、未来一个月观察期产品数量、gamma峰值区间等数据对预判基差压力至关重要。2025年3月，中证500指数6000-6200点区间存在雪球gamma峰值，成功预警了后续基差走扩风险。

跨市场联动指标：股指期货与ETF期权波动率差异、融资融券余额变化、大宗交易折价率等跨市场数据可提供基差走势的辅助判断。当期货贴水加深但ETF期权隐含波动率未同步上升时，往往表明基差偏离可能不可持续。

图 23 动态监控与预警体系

指标类别	核心指标	预警阈值	应对措施
基差水平	年化基差率	>15%或<-15%	对冲工具切换、敞口调整
基差波动	20日基差波动率	>历史 90%分位	降低风险暴露、期权保护
期限结构	近远月价差	超 1.5 个标准差	跨期套利、移仓策略优化
市场联动	期现成交比	<0.8 或 >1.5	流动性风险预警
产品活动	雪球 gamma 峰值	指数进入关键区间	提前减仓、波动率对冲

资料来源：东海期货研究所，同花顺，Wind

4. 基差风险对冲：场内场外工具创新应用

面对基差波动，成熟投资者已发展出多样化的对冲工具和策略。本节主要解析从场内工具组合到场外方案的对冲体系。

4.1. 场内工具组合策略

跨品种对冲是应对单一品种基差异动的有效手段。当 IC、IM 对冲成本高企时，可切换至基差稳定的 IF 合约。2025 年 3 和 4 月，IC 年化对冲平均成本显著上升，其中 IC 和 IM 当月合约展期对冲月平均年化成本分别为 9.73% 和 11.84%，部分机构将 50% 的中证 500 风险暴露通过 IF 对冲，虽引入跟踪误差，但明显降低对冲成本，综合性价比提升。

跨期策略优化：通过动态调整合约期限结构管理展期风险。保守型套保者可在 3 月换至 9 月合约，避开 5-8 月分红导致的贴水扩大期。根据相关机构测算，展期成本有所降低，显著优于常规月度展期策略。

期权保护组合：买入虚值看跌期权+卖出虚值看涨期权的领口策略，可对冲基差扩大风险。例如，当 IC2506 贴水率达 10% 时，买入行权价低于现价 3% 的看跌期权，同时卖出高出行权价 5% 的看涨期权，权利金收支基本平衡，却获得了基差保护，此策略在基差异动期可大幅降低净值波动。

4.2. 波动率交易策略

基差异动往往伴随波动率上升，专业机构可转换思路，从波动率维度管理风险。

跨市场波动率套利：利用股指期货基差波动率与期权隐含波动率的差异获利。当基差波动率显著高于期权隐含波动率时，卖出期货跨式组合同时买入期权跨式组合，赚取波动率溢价。例如：2024 年 1 月 IM 基差波动率达 35% 而期权隐含波动率仅 28% 时，该策略单月收益达 5.2%。

雪球 gamma 对冲复制：预判雪球产品对冲盘行为，提前布局。监测到指数临近雪球 gamma 峰值区间时，建立与券商对冲方向相反的仓位，获取流动性溢价。该策略需精准掌握结构化产品存量数据和高频交易能力，但年化收益可达 10% 以上。

5. 2025 年下半年基差策略前瞻

基于对基差形成机制的深入分析和市场环境研判，2025 年下半年股指期货基差将呈现新特征，投资者需相机调整策略，把握基差波动中的机会。

5.1. 基差趋势研判

IH、IF 合约下半年预计延续小幅升水格局。稳定的机构套保需求、蓝筹股分红可预测性以及机构高红利低波动防御性配置，使基差波动率维持低位。IC、IM 合约则面临更复杂环境：一方面，雪球产品新发回暖增加对冲压力；另一方面，波动率加大使绝对贴水幅度可能加大，增加对冲成本。

关键时间节点：5-8 月分红季，IH、IF 基差已季节性走弱；四季度随着美联储可能降息两次，国内步入政策窗口期，若市场流动性改善措施出台，可能推动基差全面修复。

结构性机会：中证 1000 股指期货的贴水深度持续高于中证 500，两者价差存在均值回归机会，预计可以创造跨品种套利机会。

5.2. 策略配置建议

指数增强策略可灵活运用期货替代优化收益，仍旧呈 Contango 结构。在基差深度贴水时（如 IM 年化贴水 > 12%，目前 IM 年化贴水率长期接近 20%），可将 20-30% 股票仓位切换为期货多头，同时保留 70-80% 股票 alpha 仓位。这一结构既保持组合 beta 暴露，又获取基差收敛收益。

市场中性策略需多维度调整：

对冲工具切换：将 IC、IM 空头部分切换至基差稳定的 IF 合约，比例控制在风险预算内（通常 30-50%）；

基差套利组合：在贴水极端期，构建“买入期货+融券卖出 ETF”组合，虽承担融券成本，但基差收益可覆盖成本并创造安全边际；

波动率过滤：当基差波动率突破历史阈值时，自动降低风险暴露，待波动回归常态后再补回仓位。

套利策略仍有一定的机会：

跨期套利：当前由于美国关税原因导致市场对于长期偏悲观，期限结构呈 Contango 结构，特别是 IC 和 IM 远月贴水远超近月，下半年可能迎来政策窗口期，远期可能有所改善，可考虑做空近月+做多远月组合。

期现套利：目前由于季节性分红原因，股指基差仍处于高度贴水状态，IH、IF 在 10% 左右；IC、IM 高于 20%，当前依然可以进行基差收敛套利操作；此外，下半年市场的不确定性仍旧较大，阶段性的基差异常波动可能出现，可择机做基差收敛套利。

重要声明

本报告由东海期货有限责任公司研究所团队完成，报告中信息均源于公开可获得资料。东海期货力求报告内容的客观、公正，但对这些信息的准确性及完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的观点、结论和建议等全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户投资建议，也未考虑个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要，客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。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导致的任何损失负任何责任，交易者需自行承担风险。本报告版权仅为东海期货有限责任公司研究所所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制发布，如引用、转载、刊发，须注明出处为东海期货有限责任公司。

东海期货有限责任公司研究所

地址：上海浦东新区峨山路505号东方纯一大厦10楼

联系人：贾利军

电话：021-68756925

网址：www.qh168.com.cn

E-MAIL：Jialj@qh168.com.cn