

2025-10-17

研究咨询部

股指期货基差分析之年化对冲成本

◆ 核心观点

在 2020 年以后，三大股指（上证 50、沪深 300、中证 500）的股指期货的年化对冲成本受股票分红的影响加深，在到期日尤为明显。

上证 50 与沪深 300 股指期货的远季合约对冲成本长期稳定在零值附近，且多数时段略高于盈亏平衡点。中证 500 股指期货的远季合约成本同样围绕零值波动，但在收益表现层面，其在 2023 年之前整体优于上证 50 与沪深 300 合约，显示出相对更优的成本收益特征。

对 2025 年第四季度的预估显示，在现有市场结构下，优先配置以 IC 股指期货为代表的对冲工具，可能是构建市场中性策略的更优选择。

公司资质

长江期货股份有限公司交易咨询业务资格：鄂证监期货字{2014}1 号

研究员

 张志恒

- ◆ 咨询电话: 027-65777106
- ◆ 从业证号: F03102085
- ◆ 投资咨询编号: Z0021210

目录

一、 前言	3
二、 三大股指成分股分红情况	3
(一) 三大股指股息点指数	3
(二) 三大股指的分红收益情况	4
三、 三大股指期货年化对冲成本	5
(一) 三大股指期货年化对冲成本历史数据估计	5
(二) 三大股指期货年化对冲成本第四季度表现预测	7
风险提示	10
免责声明	10

一、前言

在股票市场中性策略的实践框架下，随着我国转融通机制的持续深化，以及场内与场外期权、收益互换等衍生工具市场的快速发展，策略组合的对冲手段已得到显著丰富与结构性扩充。然而，就当前市场实际应用而言，股指期货仍为构建市场中性敞口的核心对冲工具。在此背景下，股指期货基差的升贴水结构，不仅直接决定了中性策略的对冲成本，更成为影响策略最终收益表现的关键变量。因此，对股指期货基差动态的持续监测与深入分析，具有重要的研究价值与实践意义。

一般地，股指期货的基差通常可解构为三个核心驱动维度：一是源于资金时间价值的成本维度，二是源于指数成分股在期内派发股息的现金流维度，三是反映市场多空力量对比的情绪与预期维度。其理论关系可表述为：

$$\text{期货价格} - \text{指数价格} = \text{时间价值} - \text{指数期内分红} + \text{市场情绪预期}$$

为简化分析并聚焦于对冲成本的核心影响因素，本研究将时间价值与市场情绪预期合并，定义为“矫正基差”。据此，上述模型可简化为：

$$\text{期货价格} - \text{指数价格} = \text{矫正基差} - \text{指数期内分红}$$

本文以此框架为基准，估算三大股指期货的矫正基差和年化对冲成本，并对 2025 年第四季度的对冲情况进行简单预测。

二、三大股指成分股分红情况

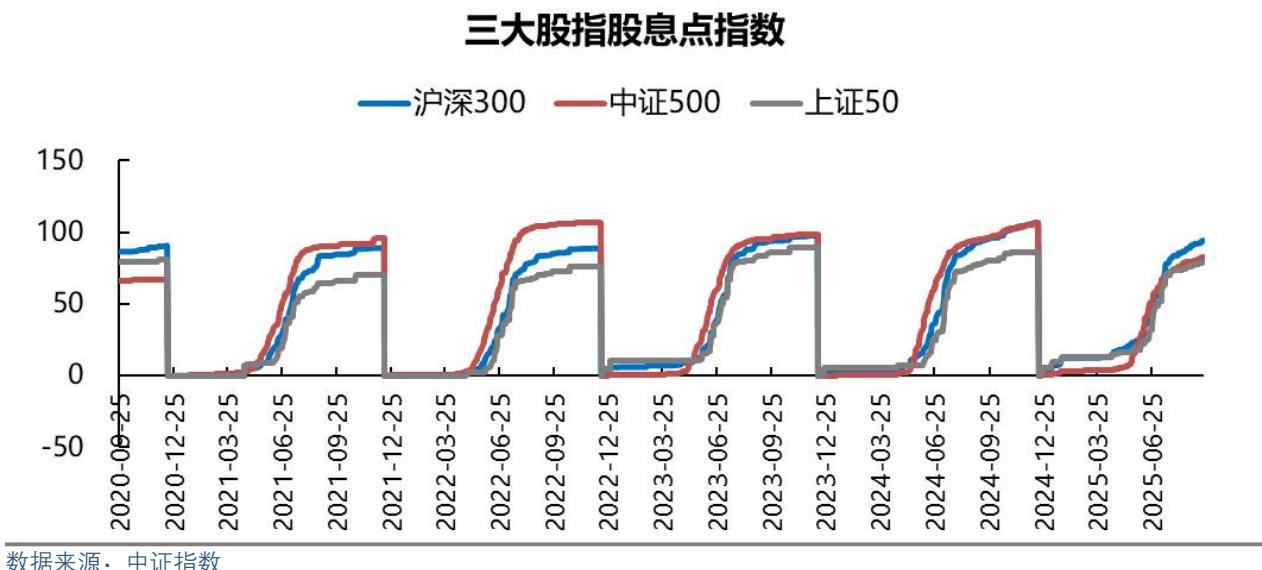
(一) 三大股指股息点指数

在上述框架下，“矫正基差”实质上剥离了确定性的分红影响，更为纯粹地反映了市场中性策略所面临的真实对冲成本。因此，对该项成本的精准测算，关键在于对“指数期内分红”进行高精度的估算。为此引入股息点指数作为估算工具，以下是近五年内（2020–2025）三大股指的股息点指数的变化：

基于对股息点指数历年变动趋势的观察，可以发现三大主要指数成分股的分红行为具有显著的季节性特征，其股息发放高度集中于每年 4 月至 9 月期间。其中，6、7、8 三个月为全年分红的高峰，尤以 6 到 7 月最为集中。

值得注意的是，与 2020 年之前的市场惯例相比，近年来三大指数成分股在年末（即第四季度）进行分红的现象呈现增多态势，这一变化在过往实践中相对少见。

图 1：三大股指股息点指数变化情况



基于对股息点指数历年变动趋势的观察，可以发现三大主要指数成分股的分红行为具有显著的季节性特征，其股息发放高度集中于每年 4 月至 9 月期间。其中，6、7、8 三个月为全年分红的高峰，尤以 6 到 7 月最为集中。

值得注意的是，与 2020 年之前的市场惯例相比，近年来三大指数成分股在年末（即第四季度）进行分红的现象呈现增多态势，这一变化在过往实践中相对少见。

综合研判，自 2023 年以来，A 股市场分红格局呈现出三个值得关注的新趋势：其一，年末分红现象开始显现；其二，部分公司的传统分红日期有所延后；其三，分红行为对股指及衍生品定价的整体影响程度有所深化。以上演变对基于股指期货的市场中性策略之成本估算与风险管理提出了新的考量。

（二）三大股指的分红收益情况

为系统评估现金分红对股指期货基差及市场中性策略对冲成本的影响，本节对主要指数的红利收益进行量化测算。我们采用市场通行的计算方法，即通过对比全收益指数与价格指数的收益率差异，回溯过去五年（2020 年至 2024 年，因 2025 年数据尚不完整）内三大主要指数的年度股息收益表现。

从过去五年的分红收益趋势来看，上证 50 与沪深 300 指数呈现出先降后升的“V 型”特征，这一走势与 2023 年末至 2024 年初市场整体经历的阶段性调整密切相关。相比之下，中证 500 指数的股息率中

相较于 2020 年之前水平则有所下移。

图 2：三大股指分红收益率变化情况

	2020	2021	2022	2023	2024	均值
上证 50	3.97%	3.06%	2.51%	1.88%	3.10%	2.90%
沪深 300	3.49%	2.23%	1.80%	1.66%	2.65%	2.37%
中证 500	2.28%	1.50%	1.41%	1.63%	1.36%	1.63%

数据来源：同花顺 iFind

从过去五年的分红收益趋势来看，上证 50 与沪深 300 指数呈现出先降后升的“V 型”特征，这一走势与 2023 年末至 2024 年初市场整体经历的阶段性调整密切相关。相比之下，中证 500 指数的股息率相较于 2020 年之前水平则有所下移。

就五年均值而言，大盘蓝筹风格的上证 50 与沪深 300 指数展现出显著的分红优势，其年化股息收益稳定在 2%–3% 区间；而代表中小盘风格的中证 500 指数，其分红收益均值相对偏低。需要特别关注的是，由于 A 股市场分红高度集中于 6、7 月，若将此期间的分红影响进行年化测算，其对三大指数，尤其是上述关键月份内期货定价及基差结构的影响将十分显著，这在策略构建与成本评估中是不可忽视的因素。

三、三大股指期货年化对冲成本

经过以上梳理，我们更加清晰的了解到股票分红对股指期货基差的影响，为进一步掌握股指期货作为对冲工具的使用成本，为今后的股指期货交易得出更好的策略，本节对近五年三大股指期货的年化对冲成本进行估算，并对 2025 年第四季度的对冲情况作出简单预测。

（一）三大股指期货年化对冲成本历史数据估计

在计算股指期货合约的矫正基差时，需要提前预估当前到期货到期日的分红点位。这里采用如下简化模型来预估指数成分股的红点数，进而计算矫正基差：

- 1、对于成分股已经公布的分红预案（还未实施），使用分红预案计算分红总额
- 2、对于没有公布分红预案的成分股，使用滚动一年净利润预估成分股的净利润，并用近三年的平

均分红率当做未来分红的分红率，计算股票分红总额。同时假设该成分股的分红日和去年一样。

3、使用当前指数数值及成分股权重，计算成分股分红对指数的影响点数

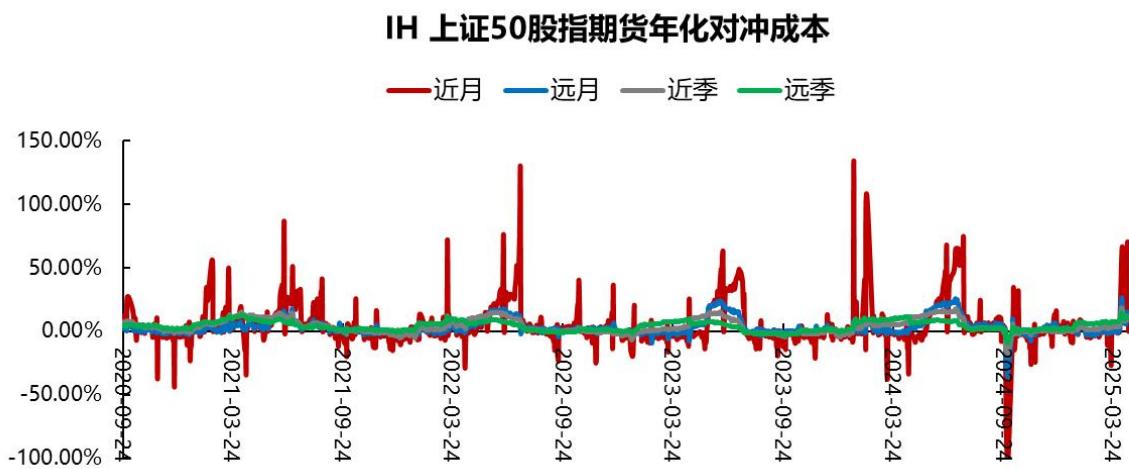
4、每个交易日，对每个股指期货，计算该交易日到期货到期日之间的分红点数，进而得到当前的矫正基差，也就是真实对冲成本的估计。

为了更好研究对冲成本的变化趋势，这里了计算三大股指期货的近月合约、远月合约、近季合约、远季合约的年化对冲成本近三年的变化情况：

这里需要注意的是：由于近月合约到期日较近，对冲成本年化会有放大效果，特别是临近到期日的时候，近月合约的对冲成本年化后在图中会出现一些尖峰。

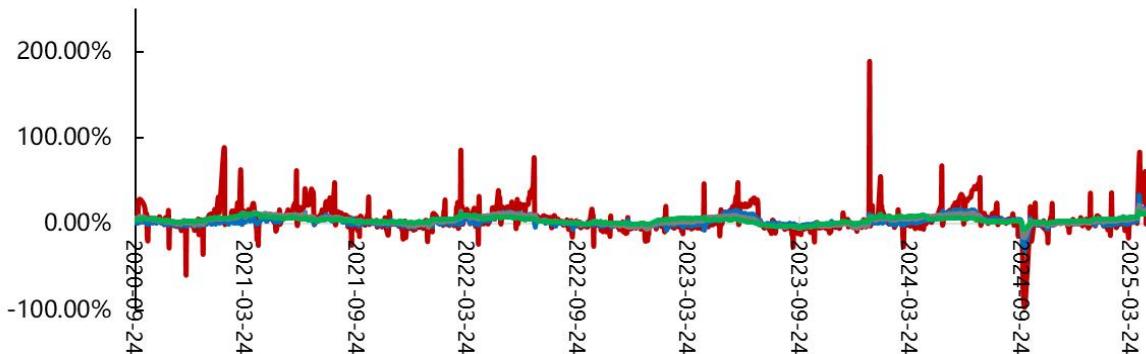
从对冲成本的时序变化来看，上证 50 与沪深 300 股指期货的远季合约对冲成本长期稳定在零值附近，且多数时段略高于盈亏平衡点。在此市场结构下，其历史平均对冲成本维持在较低水平，执行中性策略不仅无需承担显著成本，甚至可获取一定结构性收益。相比之下，中证 500 股指期货的远季合约成本同样围绕零值波动，但在收益表现层面，其在 2023 年之前整体优于上证 50 与沪深 300 合约，显示出相对更优的成本收益特征。

图 3：上证 50 股指期货年化对冲成本五年数据



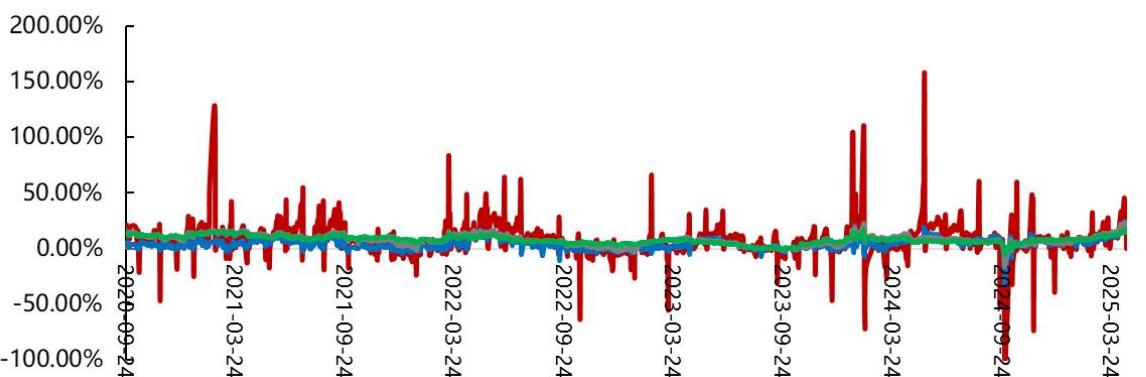
数据来源：中证指数、同花顺 iFind

图 4：沪深 300 股指期货年化对冲成本五年数据

IF 沪深300股指期货年化对冲成本
— 近月 — 远月 — 近季 — 远季


数据来源：中证指数、同花顺 iFind

图 5：中证 500 股指期货年化对冲成本五年数据

IC 中证500股指期货年化对冲成本
— 近月 — 远月 — 近季 — 远季


数据来源：中证指数、同花顺 iFind

进一步观察近月合约的年化对冲成本时序数据，可发现其中存在若干显著的峰值。这一现象表明，

市场中的股指期货合约在临近到期时，容易出现较为极端的基差波动（即深度升水或贴水）。

一个具有代表性的案例出现在 2024 年：数据分析中观测到两个年化对冲成本超过 150% 的异常峰值。经核查，这分别对应 IF2401 与 IC2405 合约在到期日前一天进入深度贴水状态所致。此类极端情形通常伴随着市场流动性变化或情绪冲击，会显著影响展期操作的实际成本与策略收益。

（二）三大股指期货年化对冲成本第四季度表现预测

展望 2025 年四季度至 2026 年年初，该时段处于 A 股年度分红周期的尾声。在市场整体预期稳定的前提下，分红因素对股指期货基差及对冲策略的扰动效应，相较于年中密集分红期已显著减弱。值得

注意的是，当期 IC（中证 500）、IF（沪深 300）主力合约的对冲成本已普遍为正值，这一市场结构为市场中性策略提供了较为有利的建仓窗口。

基于最近一个交易日（9月22日）的收盘数据，各主要股指期货合约的对冲成本估算如下：

图 6：三大股指期货年化对冲成本第四季度表现预测

合约代码	日期	到期日	剩余天数	预测分红	实际基差	矫正基差	年化对冲成本
IC2510	2025-09-22	2025-10-17	13	2.77	26.95	29.72	7.65%
IC2511	2025-09-22	2025-11-21	38	3.96	92.15	96.11	8.46%
IC2512	2025-09-22	2025-12-19	58	5.45	157.15	162.6	9.38%
IC2603	2025-09-22	2026-03-20	122	7.16	330.15	337.31	9.25%
IF2510	2025-09-22	2025-10-17	13	2.10	-4.48	-2.38	-0.98%
IF2511	2025-09-22	2025-11-21	38	5.26	8.52	13.78	1.94%
IF2512	2025-09-22	2025-12-19	58	6.92	17.92	24.84	2.29%
IF2603	2025-09-22	2026-03-20	122	13.91	42.92	56.83	2.49%
IH2510	2025-09-22	2025-10-17	13	1.69	-12.86	-11.17	-7.11%
IH2511	2025-09-22	2025-11-21	38	4.49	-12.26	-7.77	-1.69%
IH2512	2025-09-22	2025-12-19	58	6.21	-13.26	-7.05	-1.01%
IH2603	2025-09-22	2026-03-20	122	14.52	-14.66	-0.14	-0.01%

数据来源：中证指数、同花顺 iFind

基于前述数据分析，当前三大股指期货的整体对冲成本均处于相对低位。具体而言，在计入分红影响后，IC（中证 500）与 IF（沪深 300）系列合约的对冲成本多数为正值，其中 IC 近月与远月合约的正向成本尤为显著，反映出市场对中证 500 与沪深 300 指数短期行情预期相对审慎。在此环境下，基于 IC 与 IF 的近月对冲操作具备较高有效性。相比之下，IH（上证 50）合约的对冲成本相对较高，尤其在考虑分红因素后甚至呈现负值，这在一定程度上体现了当前市场对上证 50 板块成分股的结构性乐观情绪。

从策略配置角度看，当前采用 IC 或 IF 期货合约进行对冲的市场中性策略具备相对优势：IC 近季主力合约（如 IC2512）对冲成本较低，而 IF 的远季合约成本优势更为明显，但需关注季月合约存续期间

可能因市场短期波动带来的净值扰动。反观 IH 合约，因其对冲成本持续偏高，且市场上基于 IH 的同类策略规模有限，其综合性价比相对较低。综上，在现有市场结构下，优先配置以 IC 股指期货为代表的对冲工具，可能是构建市场中性策略的更优选择。

风险提示

本报告仅供参考之用，不构成卖出或买入期货、期权合约或其他投资标的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享投资收益或者分担投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应当充分了解报告内容的局限性，结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及员工对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

免责声明

长江期货股份有限公司拥有交易咨询资格。长江期货系列报告的信息均来源于公开资料，本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。本报告所载资料、意见及推测仅反映在本报告所载明日期的判断，本公司可随时修改，毋需提前通知，投资者应当自行关注相应的更新或修改。本公司已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不代表对期货价格涨跌或市场走势的确定性判断。报告中的信息或意见并不构成所述期货的买卖出价，投资者据此作出的任何投资决策与本公司和作者无关。本公司及作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的交易机会不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告版权仅为本公司所有，未经本公司书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、引用或再次分发他人，或投入商业使用。如征得本公司同意引用、刊发，需在允许的范围内使用，并注明出处为“长江期货股份有限公司”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。

联系方式

地址：武汉市江汉区淮海路 88 号 13、14 层

邮编：430000

电话：(027) 65777106

网址：<http://www.cjfco.com.cn>