

金融知识普及月 | 什么是股指期货跨期套利?

中国期货业协会2022-09-21 17:10发表于北京



跨期套利是指利用同一股指期货市场上不同月份的期货合约之间的价差，同时进行一买一卖相反交易以从中获利的交易行为。跨期套利的基础是：建立在不同月份期货指数合约价差会规律性地收敛或扩大，投资者获得的只是不同月份指数期货合约的价差收益。从跨期套利机会看，股指期货上市初期跨期套利机会较多。



股指期货跨期套利具体又分为多头跨期套利、空头跨期套利和蝶式跨期套利三种类型。

A

多头跨期套利

当股票市场趋势向上时，投资者发现，交割月份较远的期货合约价格往往会比近期月份合约价格更容易迅速上升，即涨幅会大一些。此时投资者可以考虑在卖出近期月份合约的同时买进同等数量的远期月份合约，等到未来价格上升后，远月合约与近月合约的价差将变大，在买入近期合约平仓的同时卖出远期合约平仓，从而赚取多涨的那部分价差。这种交易行为称为“多头跨期套利”。可见，多头跨期套利赢利的条件是股票市场趋势要向上，此时的操作策略是“卖近买远”。但如果对股票市场趋势判断错误，即股票市场趋势向下，则很明显多头跨期套利就会出现亏损（见图 1）。

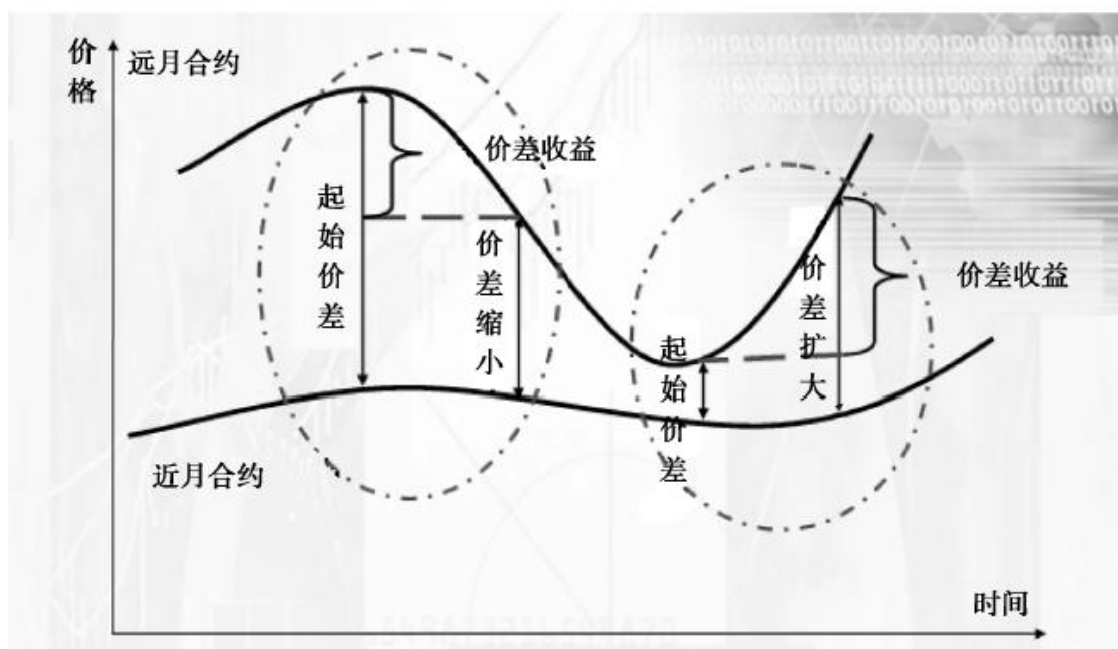


图 1 股指期货跨期套利原理

案例

2月8日，沪深300股指期货近期合约3月合约与远期合约6月合约两者价格基本持平，偶尔3月合约价格还高于6月合约。此时，投资者判断当时市场仍处牛市当中，正常情况下，远期合约的价格应高于近期合约，且远期合约上涨幅度也应大于近期合约。因此，该投资者抓住这个机会进行多头跨期套利。他采取的套利策略为：卖出3月合约的同时买进6月合约。

图 2 股指期货多头跨期套利价差图

该跨期套利操作过程见表 1。

表 1 股指期货多头跨期套利过程分析

由于套利者对大市上涨判断正确，使得远期 6 月合约与近期 3 月合约之间的基差扩大，获利 88 万多元。但如果套利者对大市上涨判断错误，也就是说，大市下跌，结果会怎样呢？当然是出现亏损！

B

空头跨期套利

当股票市场趋势向下时，交割月份较远的期货合约价格往往会比近期月份合约价格更容易迅速下跌，即跌幅会大一些，此时投资者可以考虑买入近期月份合约的同时卖出同等数量的远期月份合约，等到未来价格下跌后，远月合约与近月合约的价差将缩小，在卖出近期合约平仓的同时买入远期合约平仓，从而赚取多跌的那部分价差。这种交易行为称为“空头跨期套利”。可见，空头跨期套利盈利的条件是，股票市场趋势如果向下，此时的操作策略是“买近卖远”。但如果对股票市场趋势判断错误，即股票市场趋势向上，则空头跨期套利就会出现亏损。

案例

6 月 20 日，沪深 300 股指期货 7 月合约为 4605 点，9 月合约为 5208 点，两者价差达 600 余点，差价过大。价差区间缩小的可能性远大于价差区间扩大的可能性，特别是投资者判断当时市场已处于熊市当中，远期合约下跌幅度应大于近期合约。因此，该投资者抓住这个机会进行空头跨期套利（见图 3）。他采取的套利策略为：买入 7 月合约的同时卖出 9 月合约。

该跨期套利操作过程见表 2。

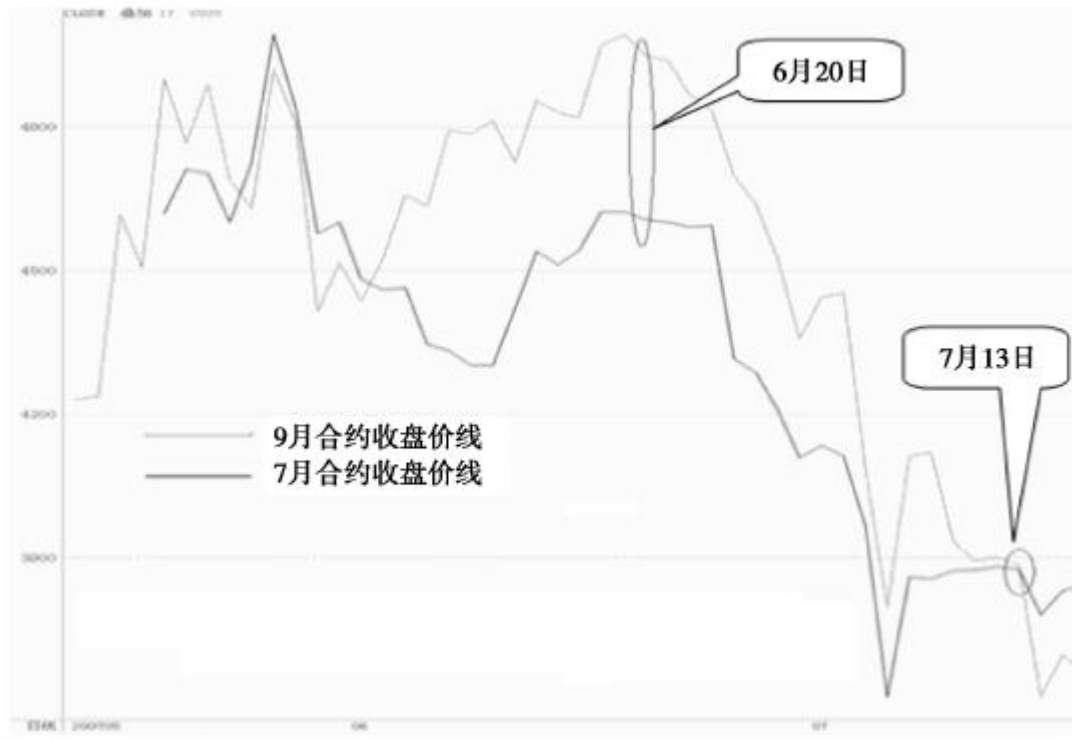


图 3 股指期货空头跨期套利价差图

表 2 股指期货空头跨期套利过程分析

套利时间	股票市场 沪深 300 指数	股指期货市场		两者价差
		7 月合约	9 月合约	
6 月 20 日	收盘价 4157.60	以 4605.0 收盘价买入开仓 10 手	以 5208.0 收盘价卖出开仓 10 手	$4605.0 - 5208.0 = -603.0$
7 月 13 日	收盘价 3820.12	以 3876.8 收盘价卖出平仓 10 手	以 4153.2 收盘价买入平仓 10 手	$3876.8 - 4153.2 = -276.4$
盈亏计算	指数下跌： $3820.12 - 4157.60$ $= -337.48$ 点	亏损： $3876.8 - 4605.0$ $= -728.2$ 点	盈利： $5208.0 - 4153.2$ $= 1054.8$ 点	基差缩小： $603.0 - 276.4 = 326.6$ 点
盈亏相抵后： $(1054.8 - 728.2) \times 300 \times 10 = 979800$ 元				

由于套利者对大市下跌判断正确，使得远期 9 月合约与近期 7 月合约之间的基差缩小，获利近 98 万元。但如果套利者对大市下跌判断错误，也就是说，大市上涨，结果又会怎样呢？请读者思考。

C

蝶式跨期套利

蝶式套利是跨期套利另一种不太常用的形式，它也是利用不同交割月份的价差进行套期获利，由两个方向相反、共享居中交割月份合约的跨期套利组合构成。蝶式跨期套利的原理是，套利者比较三个相邻的期货合约价格时，认为中间月份的期货合约价格与两边月份合约价格之间的相关关系出现了差异。投资者同时进行三个不同月份的合约买卖，通过中间月份合约与前后两月份合约的价差变化来获利。例如，卖出 1 手近期合约，同时买入 2 手中期合约，再卖出 1 手远期合约；或买入 1 手近期合约，同时卖出 2 手中期合约，再买入 1 手远期合约。这种套利做法称为蝶式跨期套利。

我们以上证 50 股指期货 3 月、4 月、6 月合约为例介绍蝶式套利如何操作。

案例

假设当前上证 50 股指期货 3 月交割的合约的价格为 1570 点，4 月交割的股指期货价格为 1550 点，6 月交割的股指期货价格为 1500 点。如果某投资者认为 4 月合约的价格被高估，即 3 月、4 月合约的价差和 4 月、6 月合约的价差均不合理，他希望通过两个价差中获利，则可以选择买入 1 手 3 月合约、1 手 6 月合约，并卖出 2 手 4 月合约。假设在 3 月合约到期前某时间的价格为 1530 点，6 月合约的价格为 1460 点，而 4 月合约的价格则变为 1490 点。表 3 给出该投资者蝶式套利的操作方法和收益。

表 3 股指期货蝶式跨期套利过程分析

时间	蝶式跨期套利操作策略			收益计算
当前时间	1570 点买入 1 手 3 月合约	1550 点卖出 2 手 4 月合约	1500 点买入 1 手 6 月合约	(1) $1530 - 1570 = -40$ (2) $(1550 - 1490) \times 2 = 120$ (3) $1460 - 1500 = -40$
未来某时	1530 点卖出平仓 1 手 3 月合约	1490 点买入平仓 2 手 4 月合约	1460 点卖出平仓 1 手 6 月合约	(4) 盈亏合并 $(120 - 40 - 40) \times 300 = 12000$ 元

在上面的案例中，蝶式套利实际上由一个熊市套利（买 1 手 3 月合约，卖 1 手 4 月合约）和一个牛市套利（卖 1 手 4 月合约，买 1 手 6 月合约）组成。既然是一个牛市套利加一个熊市套利，为什么不分两次进行套利操作呢？如果将一个蝶式套利分成两个套利进行操作，有可能丧失第二个套利的机会。这是因为第一次套利结束后，4 月合约的价格在套利行为的影响下会趋于合理，即使 4 月合约的价格仍然被高估，其留给第二次套利的空间也大大变小。由此可见，一旦判断中间合约的价格与两头合约的价格相比被高估或低估，则应该采用蝶式套利来获取两个价差波动带来的利润。由于蝶式套利实际使用并不多，加上较为复杂，投资者只需了解。

从上述 3 个案例中我们可以总结出跨期套利的交易特点是：

两个相同：即交易的数量相同；买和卖的交易时间相同。

两个不同：即合约月份不同；合约价格不同。

严格来讲，跨期套利不是无风险套利，投资者需要对不同到期月份的期货合约的价差作出预测，具有一定的投机性，但因为交易行为是建立在价差基础上的，所以风险要远远小于纯粹的投机交易。跨期套利的重点在于判断不同到期月份合约的价差将来是扩大还是缩小，而不是判断整个市场未来的走势。

作为对跨期套利的小结，表 4 给出了如何对近期和远期股指期货进行操作以实现多头跨期套利和空头跨期套利。

表 4 跨期套利操作总结

	套利机会触发点	套利操作
多头套利	当前价差低于正常水平，预期价差将增大	卖近期合约，买远期合约
空头套利	当前价差高于正常水平，预期价差将减小	买近期合约，卖远期合约

股指期货跨期套利买入和卖出交易均在期货市场实施，不涉及股票现货市场，整个交易策略制定和执行相对容易。在实际交易中，跨期套利所占用资金不多，交易灵活，风险较小而收