



【鑫期汇】期指专题：股指期货 IC / IM 基差修复滚动交易分析报告——基于“远期合约贴水现货”的滚动基差交易的结构、实证与择时

核心观点

截至 9 月 21 日收盘，中证 500 指数报 **7850.5** 点、中证 1000 指数报 **7766.3** 点；主力季月合约 IC2612 收 7672.6 点、基差率 **2.27%**（年化贴水 **9.62%**），IM2612 收 7560.6 点、基差率 **2.65%**（年化贴水 **11.29%**）；远季月 IC2703、IM2703 的基差率进一步走阔至 **4.57%**、**5.26%**——期货深度贴水现货，且“远月贴水更深”。这一结构为“买入期货、以基差收敛获利”提供了可持续的收益来源。

- **结构**：贴水是常态，且远月更深。IC 年化贴水长期均值 **7.88%**、IM **9.62%**；IM 系统性深于 IC（均值 **+2.76pp**，88% 的交易日为正）。当前二者处历史 **62.4%**、**60.4%** 分位，属中性偏有利。
- **实证**：季月接力滚动，IC 22 期累计 **+39.1%**（胜率 95%）、IM 16 期 **+40.2%**（胜率 100%），折年化 **6.95% / 9.51%**；扣除资金成本后为 **5.14% / 7.92%**。收益与建仓贴水高度对应（相关 **0.978 / 0.956**），**可预期、可复算**。
- **择时**：以“贴水水位分位 × 价差分位”构造打分卡，水位与下期收益相关 IC **0.899**、IM **0.834**。当前水位 4 分、价差 2 分，对应**偏高仓位、IC / IM 均衡（略偏 IC）**。

须强调，该收益来自**基差收敛**，而非**无风险套利**：贴水路径的波动会带来显著盯市回撤（最差单期 **-3.5%**），2024 年 2 月小盘流动性冲击一度使贴水单期走阔逾 4 个百分点。贴水提供的是“可复算的收益来源”，而非方向信号。

一、结构：贴水是常态，且远月更深

（一）长周期：贴水常态，且带年度周期。以主力季月合约口径（剔除交割前 15 日收敛噪声）度量，2020 年 7 月以来 IC 年化贴水均值 **7.88%**、中位数 7.84%，10%—90% 分位区间 0.72%—14.47%；IM 自 2022 年 7 月以来均值 **9.62%**、中位数 9.81%，分位区间 2.10%—17.20%。截至 9 月 21 日，IC、IM 分别为 **9.62%**、**11.29%**，处历史 **62.4%**、**60.4%** 分位——较 9 月中旬有所上移，属中性偏有利。

年度节奏上，IC 由 2020 年的 12.10% 收敛至 2023 年的 **2.38%**（历史极低），2025 年回升至 11.53%，2026 年至今 9.28%；IM 由 2023 年的 3.93% 走阔至 2025 年的 **14.61%**（历史高位），2026 年至今 10.72%——2023 年贴水极度收敛，当年“吃贴水”空间被显著压缩。

IM 贴水长期系统性深于 IC：两者年化贴水之差均值 **+2.76pp**，**88.4%** 的交易日为正——中证 1000 的对冲工具更稀缺、空头套保需求更强，折价因而更深。该价差当前为 **1.67pp**（**31.9%** 分位），处历史偏低位置（详见图5）。



图1 IC / IM 主力合约年化贴水率长周期走势与 IM-IC 贴水差 (2020/7—2026/9/21) 数据来源WIND

表1 IC / IM 年化贴水率的长周期统计 (主力季月合约口径, 剔除交割前 15 日)

项目	IC	IM
样本区间	2020/7—2026/9	2022/7—2026/9
样本交易日	1,500	1,012
均值 / 中位数	7.88% / 7.84%	9.62% / 9.81%
10%—90% 分位	0.72%—14.47%	2.10%—17.20%
2023 年 (低点)	2.38%	3.93%
2025 年 (高点)	11.53%	14.61%
2026 年至今	9.28%	10.72%
当前 (9/21)	9.62% (62.4% 分位)	11.29% (60.4% 分位)

数据来源WIND 华鑫期货研究所

注：年化贴水率 = (现货 / 期货 - 1) × 365 / 剩余到期天数。样本为 IC / IM 主力季月合约日频序列，剔除交割前 15 个自然日的收敛噪声。

(二) 期限结构：绝对贴水随到期日单调加深。9 月 21 日快照显示，IC2610 (25 天)、IC2612 (88 天)、IC2703 (179 天) 的基差率依次为 **0.68%、2.27%、4.57%**，IM 三条腿依次为 **0.82%、2.65%、5.26%**——合约越远、绝对折价越深。其含义在于：在远月建仓并持有一整个季度，可锁定近似等于远月年化的收敛收益，且不依赖指数方向判断。年化口径上当前曲线近乎平坦。

表2 期限结构快照 (2026-09-21 收盘)

合约	到期天数	期货点位	基差率	年化贴水	成交量 (手)
IC2610	25	7797.4	0.68%	9.94%	31,105
IC2612	88	7672.6	2.27%	9.62%	66,867
IC2703	179	7491.8	4.57%	9.76%	11,232
IM2610	25	7702.8	0.82%	12.04%	43,099
IM2612	88	7560.6	2.65%	11.29%	104,625
IM2703	179	7357.8	5.26%	11.32%	16,559

数据来源WIND 华鑫期货研究所

注 现货基准：中证 500 指数 7850.5、中证 1000 指数 7766.3。基差率 = (现货 - 期货) / 现货



图2 期限结构：绝对贴水随到期日单调加深，年化口径两条曲线近乎平行

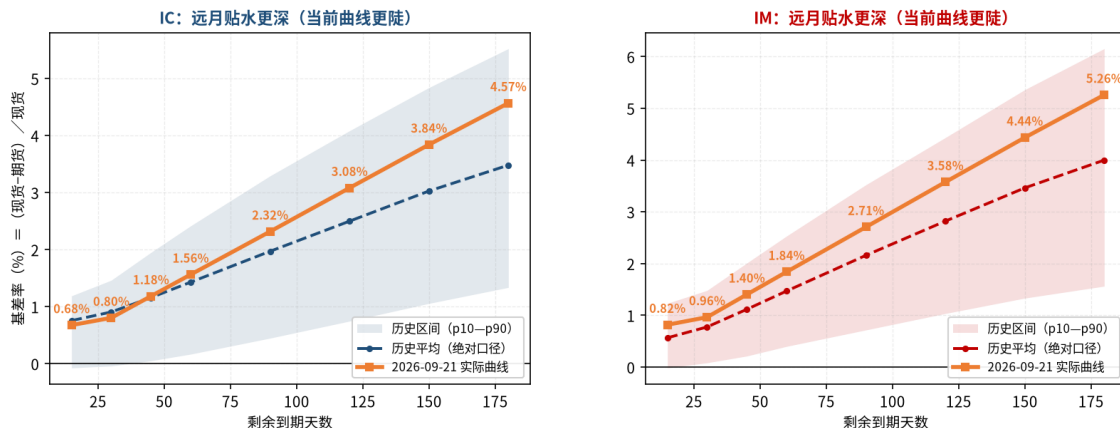


图2 期限结构：绝对贴水随到期日单调加深，年化口径两条曲线近乎平行 来源华鑫期货研究所

二、机制：现金交割下的必然收敛

股指期货采用**现金交割**，到期日基差必然归零——这是“贴水收敛”收益的制度性来源。对期货多头而言，贴水被抹平即形成相对现货的正向超额；只要能覆盖资金与展期成本，贴水本身就是一份“可被时间兑现”的收益凭证。

图3 将 IC 的 25 个、IM 的 19 个季月合约的基差率按剩余到期天数对齐：所有合约均呈现由远月向交割日**单调收敛至零**的路径，建仓时平均基差率 IC **4.54%**、IM **5.19%**。以“合约上市首日买入、持有至到期前一日”测算，IC 25 期平均收益 **+4.78%**、IM 19 期 **+5.50%**，胜率均为 100%。但收敛并非线性：受对冲需求与流动性冲击影响，贴水可能阶段性走阔，形成路径风险。

图3 基差修复路径：贴水随到期临近单调收敛至零（浅线=单合约，粗线=均值）

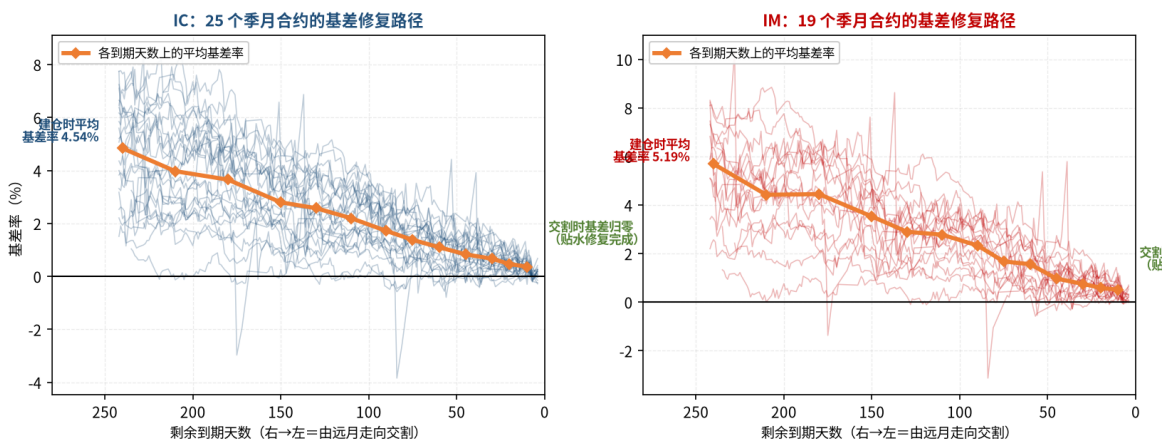


图3 基差修复路径：贴水随到期临近单调收敛至零（浅线=单合约，粗线=均值）来源华鑫期货研究所

三、实证：季月接力的滚动收益与可复算性

本报告采用两种口径互证。口径 **A**（季月接力，主口径）：自上一季月合约到期次日起买入本季月合约，持有至到期前 1 日，逐季滚动，贴近实盘。口径 **B**（远月持有至到期，辅助）：自合约上市首日起持有至到期前 1 日，刻画完整基差修复幅度（各期重叠，仅作单期统计）。

口径 A 下，IC 共 22 期，期均超额 **+1.78%**、累计 **+39.07%**、胜率 95%、平均持有 87 天，折年化 **6.95%**；IM 共 16 期，期均 **+2.51%**、累计 **+40.16%**、胜率 100%，折年化 **9.51%**。口径 B 下，IC 25 期期均 **+4.78%**、IM 19 期 **+5.50%**，胜率均为 100%；两者年化水平其实接近（IC 6.95% vs 6.87%，IM 9.51% vs 8.59%）——评价该策略的“含金量”应以年化为准，而非单期绝对收益。

表3 季月接力滚动绩效（2021—2026/9，相对现货指数的超额）

口径	品种	期数	期均收益	累计收益	胜率	平均持有	折年化	相关系数
A 季月接力	IC	22	+1.78%	+39.07%	95%	87 天	6.95%	0.978
A 季月接力	IM	16	+2.51%	+40.16%	100%	87 天	9.51%	0.956
B 远月持有	IC	25	+4.78%	+119.48%	100%	229 天	6.87%	0.865
B 远月持有	IM	19	+5.50%	+104.44%	100%	210 天	8.59%	0.609

来源：华鑫期货研究所

相关系数为期收益与建仓年化贴水的皮尔逊相关系数。口径 B 各期存在重叠，累计为单期求和，不代表可顺序执行的组合收益

收益高度可复算。若收益来自机械收敛，期末收益应约等于“建仓年化贴水 × 持有期”。实测支持该推断：期收益与建仓年化贴水的相关系数 IC **0.978**、IM **0.956**，理论值 1.66% / 2.28% 对实测 1.78% / 2.51%，残差为正且稳定——指数下跌、空头对冲需求上升时，贴水走阔会额外增厚多头收益。

扣除资金成本后仍显著为正。以中国 2 年期国债收益率为无风险利率（2026 年至今 1.30%，近五年均值 1.97%），资金成本约侵蚀毛收益的四分之一：IC 净年化 **5.14%**、IM **7.92%**。若按交易所 12% 保证金计量（理论杠杆 8.33 倍），资金效率口径的净年化放大至 IC **56.1%**、IM **77.7%**；按 15% / 20% 占用预留安全垫，则分别为 44.5% / 32.9% 与 61.8% / 46.0%。

表4 收益可复算性与资金口径（口径 A）

项目	IC	IM
建仓年化贴水（均值）	6.95%	9.51%
理论期收益（贴水 × 持有期）	+1.66%	+2.28%
实测期收益	+1.78%	+2.51%
扣资金成本：净期均 / 净累计	+1.31% / +28.90%	+2.09% / +33.45%
扣资金成本：净年化	5.14%	7.92%
保证金口径（12%）：净年化	56.1%	77.7%
保证金口径（15% / 20%）	44.5% / 32.9%	61.8% / 46.0%

来源：华鑫期货研究所

注：资金成本 = 2 年期国债收益率（各期持有区间均值）× 持有天数 / 365。保证金口径净收益率 = 毛收益率 ÷ 保证金率 - 无风险利率 × 持有期；满杠杆口径仅用于度量策略资金效率，不代表可实现的稳健收益。



图4 季月滚动基差交易的实证绩效与收益可复算性（2021—2026/9）

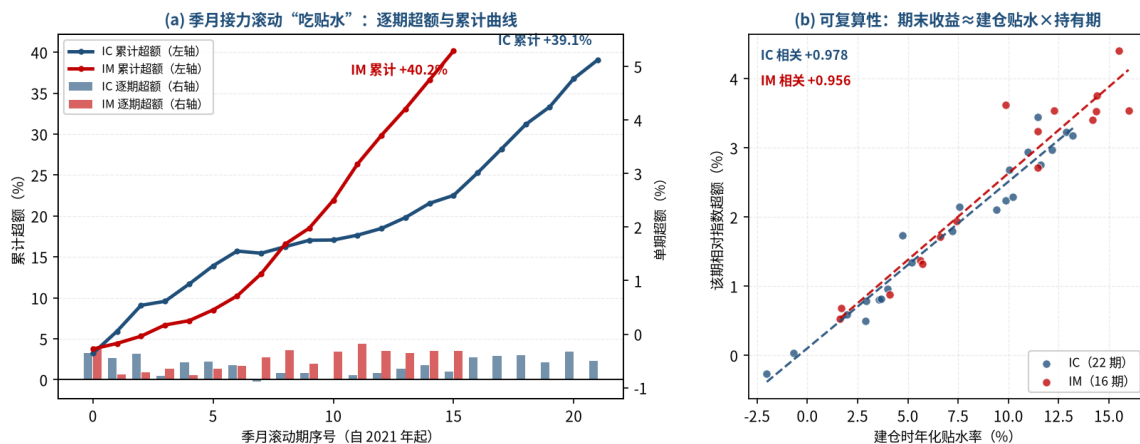


图4 季月滚动基差交易的实证绩效与收益可复算性（2021—2026/9）数据来源：WIND 华鑫期货研究所

四、风险与展期管理

贴水收益并非无风险。口径 A 中，IC 期内相对指数的最低点平均 -0.52%、最差 -3.52%；IM 平均 -0.53%、最差 -3.45%；全程不浮亏的期数占比仅 IC 14%、IM 31%。贴水期内最大走阔，IC 平均 0.53pp、最大 3.95pp，IM 平均 0.59pp、最大 4.41pp，均出现在 2024 年 2 月小盘流动性冲击期间。杠杆在放大收益的同时等比放大回撤，故须以安全垫管理仓位，而非满杠杆运作。

离场（换月）时点显著影响收益。以“到期前 1 日离场”为基准，提前至到期前 10 日，IC / IM 累计分别少赚 9.3pp、9.2pp，根源在于收益高度集中于临近交割的最后阶段（此时尚有 0.40% / 0.50% 的基差未被兑现）。若持有至到期日当日，累计与基准几乎持平，但 IC 胜率由 95.5% 降至 86.4%，且需承担交割环节的不确定性。综合收益与风险，最优点位于“到期前 1—3 日”离场。

表5 期内风险与展期时点敏感性（口径 A）

项目	IC	IM
期内相对指数最低（均值 / 最差）	-0.52% / -3.52%	-0.53% / -3.45%
全程不浮亏的期数占比	14%	31%
期内贴水最大走阔（均值 / 最大）	0.53pp / 3.95pp	0.59pp / 4.41pp
T-1 累计（基准）	+39.07%（胜率 95.5%）	+40.16%（胜率 100%）
T-5 累计	+38.58%（90.9%）	+36.68%（100%）
T-10 累计（较基准少赚）	+29.81%（-9.3pp）	+30.97%（-9.2pp）

期内相对指数最低点 = 持有期内期货相对现货累计超额的最小值。T-N 指到期日前 N 个自然日内最后一个交易日离场；入场统一为一季月合约到期次日起的第一个交易日。

五、择时：贴水水位 × 价差分位

滚动基差交易的收益取决于两项可观测变量：贴水的绝对水位（决定“做不做、做多少”）与 IM-IC 价差（决定“选 IC 还是选 IM”）。以季月接力口径的 22 期（IC）与 16 期（IM）样本检验，建仓水位分位与随后实现的期收益高度单调正相关：IC 在水位分位 <20% 时期均仅 +0.26%，20%—40% 为 +1.34%，40%—

60% 为 +2.16%，60%—80% 达 **+3.02%**；IM 自 20%—40% 的 +0.70% 递增至 >80% 的 **+3.52%**。相关系数 IC **0.899**、IM **0.834**——水位是“下期收益”的强预测变量。

据此构造二维打分卡（表6）：水位分定仓位、价差分定品种，两者不可简单相加。当前读数——IC 水位 62.4%（4 分）、IM 水位 60.4%（4 分）、价差 1.67pp（31.9% 分位、2 分），综合结论为“**偏高仓位、IC / IM 均衡（略偏 IC）**”。

表6 择时打分卡当前读数（2026-09-21）

因子	当前读数	历史分位	近三年分位	得分	信号
贴水水位（IC）	9.62%	62.4%	60.3%	4	偏高水位：收益空间较充分
贴水水位（IM）	11.29%	60.4%	49.3%	4	偏高水位：收益空间较充分
IM-IC 价差	1.67pp	31.9%	25.5%	2	价差偏低：IM 溢价被压缩
综合结论	仓位：偏高（水位 4 分）	—	—	—	品种：均衡、略偏 IC

来源：WIND 华鑫期货研究所

注：历史分位=当前值在全样本中的分位；近三年分位=在最近约 750 个交易日样本中的分位。综合结论为“仓位档位 + 品种倾向”的二维判断，两维度不可简单相加。

阈值敏感性。若将打分卡落为“仅当水位分位 $\geq \theta$ 时才建仓”的规则，提高门槛并不增加总收益，而是以“牺牲部分期数”换取“更高的单位风险”。IC 的门槛由 0% 提至 20% 时，参与期数由 22 期降至 18 期，累计几乎无损（39.07% $\rightarrow$ 38.03%，**捕获率 97.3%**），但胜率升至 100%、最差单期由 -0.26% 转为 +0.59%，是一次“近乎免费的亏损过滤”；IM 门槛提至 40% 时仅剔除 2 期，累计仍有 34.32%（捕获率 96.1%）。结论：**IC 性价比拐点在 30% 附近、IM 在 40% 附近——打分卡应定位为“风险过滤器”而非“收益放大器”。**

表7 打分卡阈值敏感性（口径 A，T-1，毛超额）

水位门槛 θ	参与期数 (IC / IM)	累计收益 (IC / IM)	IC 胜率	IC 最差单期	单位风险 (IC / IM)	捕获率 (IC / IM)
0%（全样本）	22 / 14	+39.07% / +35.73%	95.5%	-0.26%	1.59 / 2.08	100% / 100%
20%	18 / 14	+38.03% / +35.73%	100%	+0.59%	2.31 / 2.08	97.3% / 100%
30%	14 / 13	+32.16% / +35.20%	100%	+0.82%	2.72 / 2.41	82.3% / 98.5%
40%	10 / 12	+27.30% / +34.32%	100%	+2.10%	5.49 / 2.79	69.9% / 96.1%
50%	8 / 12	+22.96% / +34.32%	100%	+2.15%	6.34 / 2.79	58.8% / 96.1%

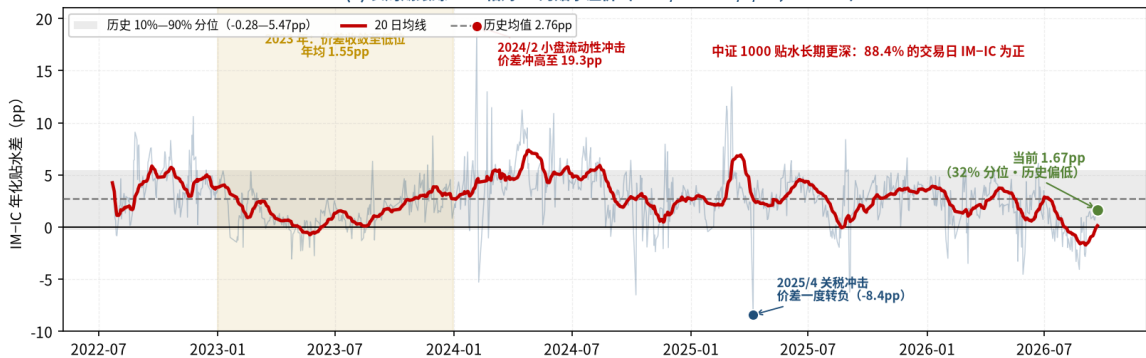
来源：WIND 华鑫期货研究所

θ 为建仓时点年化贴水的历史分位门槛（要求历史样本 ≥ 120 个交易日，故 IM 全样本为 14 期、少于表3 的 16 期）。单位风险 = 期均收益 $\div$ 期收益标准差；捕获率 = 该门槛累计收益 $\div$ 全样本累计收益。累计与期均为毛超额（相对现货指数），未扣资金成本。

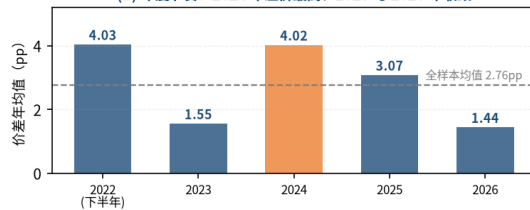


图5 IM-IC 贴水价差独立跟踪：长周期、年度节奏与分布位置

(a) 长周期跟踪：IM 相对 IC 的贴水溢价 (2022/7—2026/9/21, n=1012)



(b) 年度节奏：2024 年溢价最高、2023 与 2026 年收敛



(c) 分布位置：当前处分布左尾 (偏低)

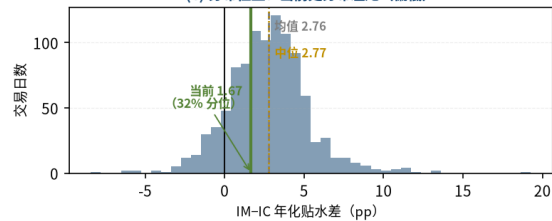
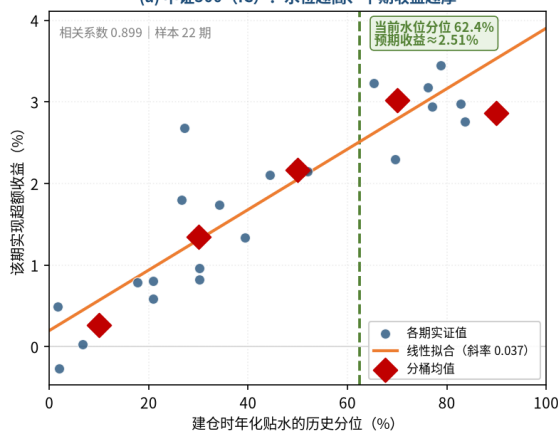


图5 IM-IC 贴水价差独立跟踪：长周期、年度节奏与分布位置 (2022/7—2026/9/21) 来源：WIND 华鑫期货研究所

图6 建仓贴水水位分位与下期实现收益：择时打分卡的实证依据 (季月接力口径, 2021—2026/9)

(a) 中证500 (IC)：水位越高、下期收益越厚



(b) 中证1000 (IM)：水位越高、下期收益越厚

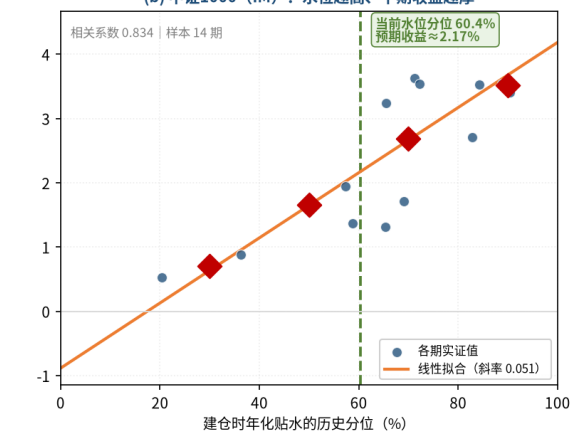


图6 建仓贴水水位分位与下期实现收益：择时打分卡的实证依据 (季月接力口径, 2021—2026/9) 来源：WIND 华鑫期货研究所

六、结论与跟踪要点

结论：IC / IM 期货"远期合约贴水现货"是一种结构性、可复算的收益来源。以季月接力滚动持有，可将贴水转化为年化约 7%—10% 的相对超额 (IC 6.95%、IM 9.51%)，扣除资金成本后仍达 **5.14% 与 7.92%**；按交易所 12% 保证金计，净年化进一步放大至 **56.1% 与 77.7%**，按 20% 占用预留安全垫则为 32.9% 与 46.0%。但其本质是**"收敛收益"而非"方向判断"**：收益取决于贴水水位，风险来自贴水路径波动与展期时点选择。



跟踪要点：① 年化贴水的水平与分位——当前 IC 9.62%、IM 11.29%，处历史 62.4% / 60.4% 分位，中性偏有利；② **IM-IC 贴水价差**——当前 1.67pp、31.9% 分位，小盘贴水溢价偏低，回升则 IM 相对吸引力上升（见图5）；③ **展期时点管理**——临近到期 1—5 日内完成换月（见表5）；④ **择时门槛**——IC 建议 30%、IM 建议 40%（见表7）。

风险提示：本报告基于历史数据进行量化回测，不构成投资建议，历史绩效不代表未来表现。贴水收益受对冲需求、市场情绪、流动性与制度安排影响，存在贴水走阔、基差转为升水而导致策略回撤的风险；资金成本口径下的净超额会随无风险利率变动而变化。

注意事项

本文中的信息均来源于公开资料，华鑫期货研究所及相关研究人员力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。我们已力求文章内容客观、公正，但文章中的信息与所表达的观点不构成所述期货买卖的出价或询价的依据，该等信息、意见并未考虑到获取本文人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。对依据或者使用本文所造成的一切后果，华鑫期货及其关联人员均不承担任何法律责任。

本文中的资料、意见、预测均只反映文章初次发布时的判断，可能会随时调整。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。华鑫期货没有将此意见及建议向文章所有接收者进行更新的义务。本文仅供内部参考交流使用，不构成投资建议。如未经授权，私自转载或转发本文，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。华鑫期货将保留随时追究其法律责任的权利。

华鑫期货研究所立足诚信和专业，秉承“高效研究 创造价值”的理念，深谙“见微知著 臻于至善”的投研内核，并基于宏观、产业、市场风偏和估值构建“四维一体”决策模型，助力各类客户包括产业型客户和交易型客户的成长。

章致海

期货从业资格：F03117293

投资咨询资格：Z0019353

邮箱：zhangzh@shhxqh.com

华鑫期货有限公司研究所

地址：上海市徐汇区云锦路277号9F、10F（电梯楼层10F、11F）

邮编：200000

电话：400-186-8822

华鑫期货

华鑫研究（鑫期汇）

