

股指期货机构应用和市场特征分析

从宏观视角到实战策略研讨会

国泰君安期货研究所·李宏磊（金融工程研究员）

投资咨询从业资格号：Z0018445

日期：2023年6月16日

Guotai Junan Futures all rights reserved, please do not reprint

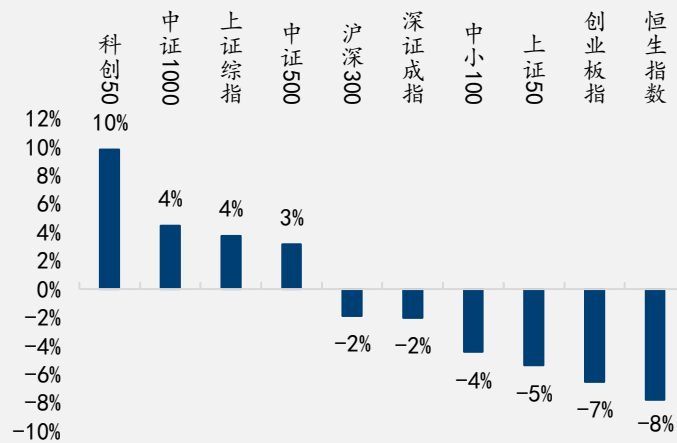
投资有风险 入市需谨慎

2023市场概况

基金类型	数量合计(只)	较2022年末增速(%)	资产净值合计(亿元)	较2022年末增速(%)
股票型基金	2,080	4.3%	23,763.32	5.6%
普通股票型基金	533	1.1%	7,069.88	5.6%
被动指数型基金	1,311	4.2%	14,719.10	4.6%
增强指数型基金	236	12.4%	1,974.34	13.7%
混合型基金	4,431	2.7%	48,219.82	0.8%
偏股混合型基金	2,220	6.4%	29,105.09	2.5%
平衡混合型基金	25	0.0%	427.55	-2.3%
偏债混合型基金	739	1.8%	5,031.91	-10.3%
灵活配置型基金	1,447	-2.2%	13,655.27	1.9%
债券型基金	3,235	3.6%	77,306.50	1.0%
中长期纯债型基金	1,742	3.0%	48,674.45	0.7%
短期纯债型基金	333	2.8%	7,269.17	14.4%
混合债券型一级基金	400	2.8%	6,627.93	7.8%
混合债券型二级基金	500	6.2%	9,376.23	-0.2%
可转换债券型基金	38	0.0%	411.08	10.0%
被动指数型债券基金	221	5.2%	4,933.13	-16.8%
增强指数型债券基金	1	0.0%	14.52	-4.2%
货币市场型基金	371	0.0%	109,530.42	4.8%
另类投资基金	57	-3.4%	352.40	-5.8%
股票多空	23	-4.2%	89.19	-28.3%
商品型基金	34	-2.9%	263.21	5.5%
QDII基金	247	11.3%	3,210.55	9.3%
FOF基金	430	13.5%	1,961.99	1.8%
REITs	27	12.5%	893.39	16.3%
合计	10,879	3.7%	265,268.81	3.0%

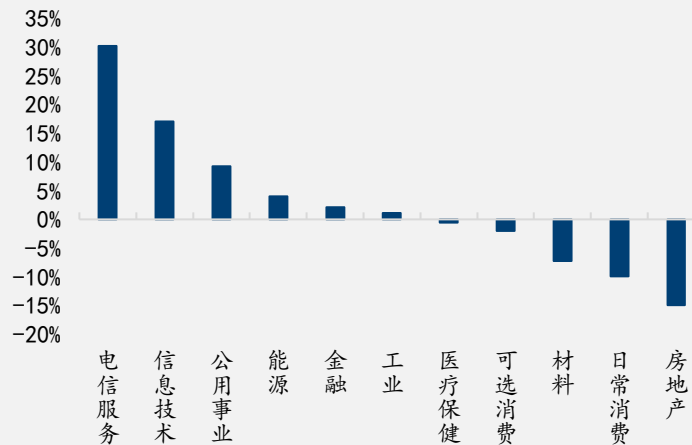
资料来源: Wind, 国泰君安期货研究

股票指数上半年跌幅



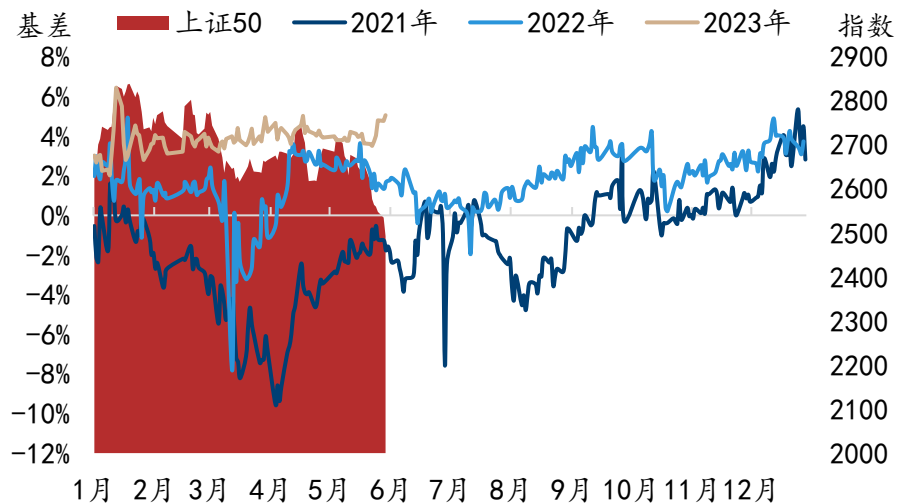
资料来源: Wind, 国泰君安期货研究

行业指数上半年跌幅

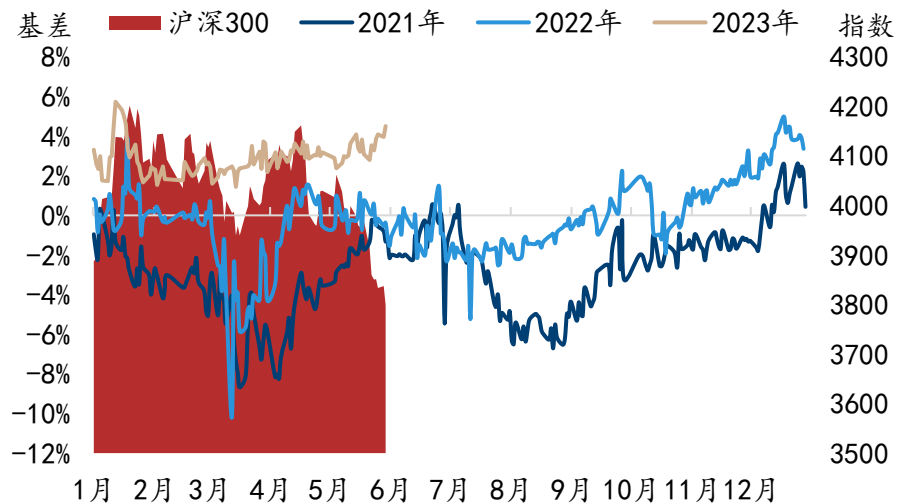


资料来源: Wind, 国泰君安期货研究

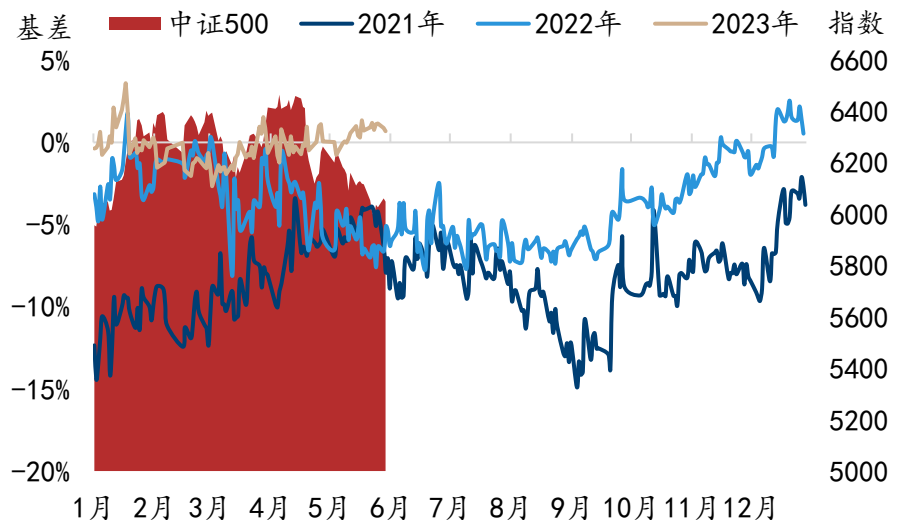
股指基差回顾：升水成为“新常态”



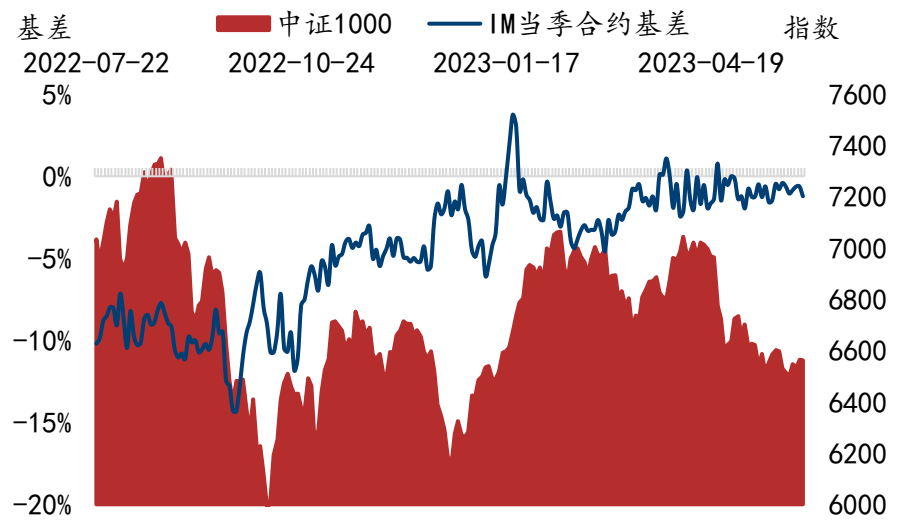
资料来源：Wind，国泰君安期货研究



资料来源：Wind，国泰君安期货研究



资料来源：Wind，国泰君安期货研究

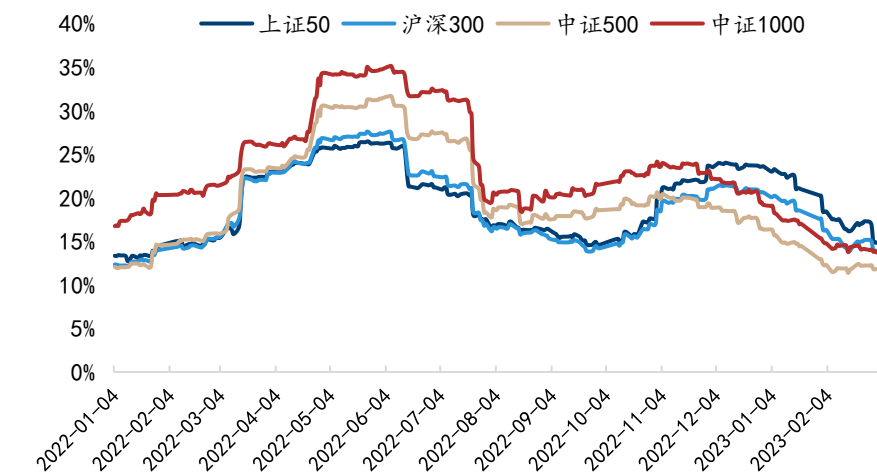


资料来源：Wind，国泰君安期货研究

股指基差回顾：标的低波，轮动提速

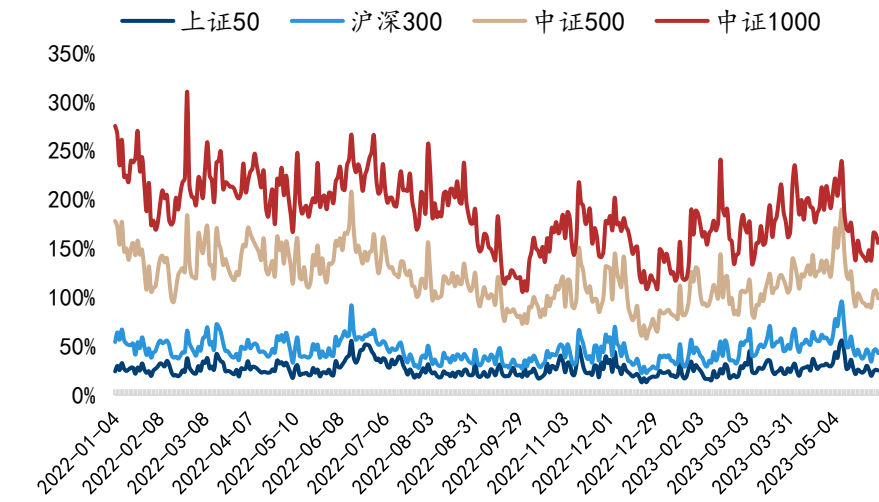
- ◆ **标的指数波动率创新低，市场观望心态重。** 2023年上半年标的指数受到题材炒作和突发事件的助推，涨跌切换、大小切换频繁，交易多围绕预期展开，行情持续性不强。标的指数历史波动率下探至**14%**以下，成交活跃度下降，是市场交易心态偏谨慎防守的直观表征。

指数历史波动率年内持续下滑



资料来源：Wind，国泰君安期货研究

指数换手率亦低于去年同期

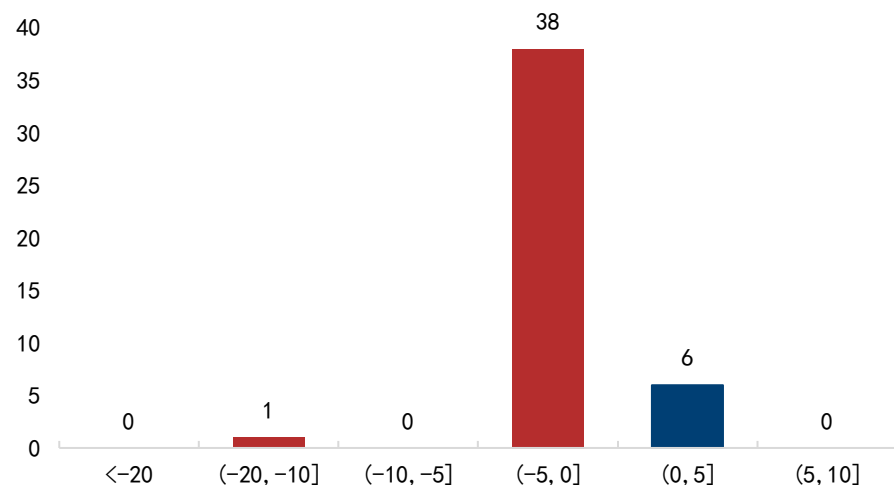


资料来源：Wind，国泰君安期货研究

股指基差回顾：公募中性产品份额继续下滑

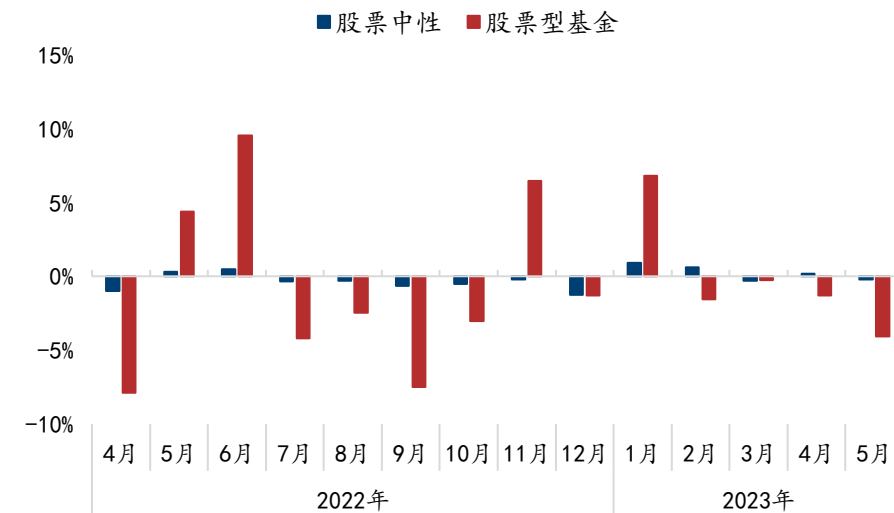
- ◆ **公募产品仍无新发，存续产品份额继续下滑。** 2021年后公募中性产品再无任何产品新发，甚至2023年个别产品遭到清盘，产品数量不升反降。存续的**45只**公募对冲产品中，**39只**产品一季报份额下滑，其中一只产品降幅超过10亿份。上半年股票中性产品净值基本持平，未跑出可观的正收益。

公募中性产品份额缩水居多



资料来源：Wind，国泰君安期货研究

中性产品正收益较薄

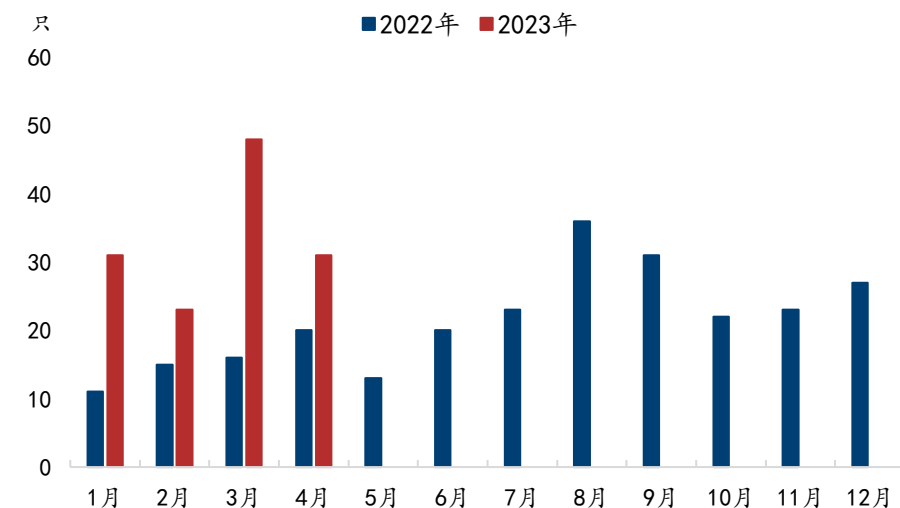


资料来源：国泰君安期货研究

股指基差回顾：私募量化对冲新发加快，但业绩提升不明显

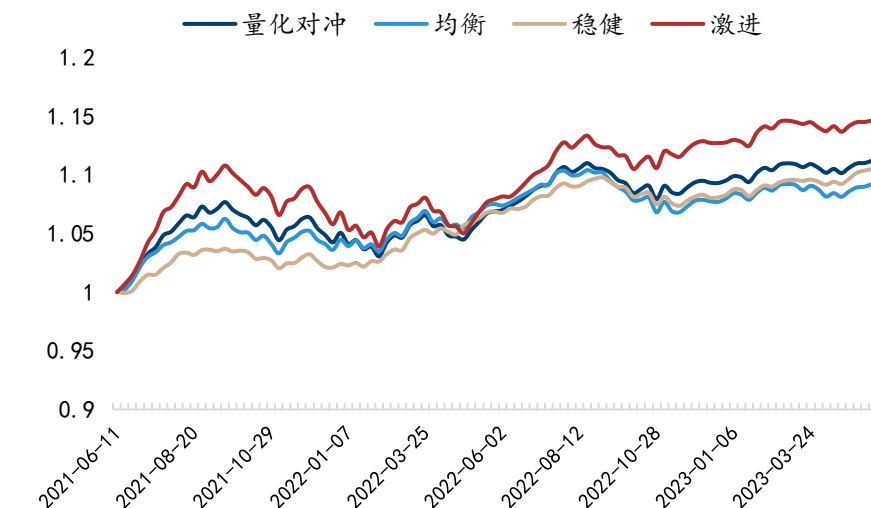
- ◆ **私募量化对冲产品亦面临规模压力。**上半年私募量化对冲产品新发速度较2022年同期提升，共计发行**133**只产品。但其业绩提升并不明显，上半年股票市场轮动加快，行情持续性较弱，2023年量化对冲产品累计收益率为**1.8%**，并未跑出明显的超额收益，仍面临较大的规模压力。

私募对冲产品新发



资料来源：Wind，国泰君安期货研究

量化对冲产品业绩提升不明显

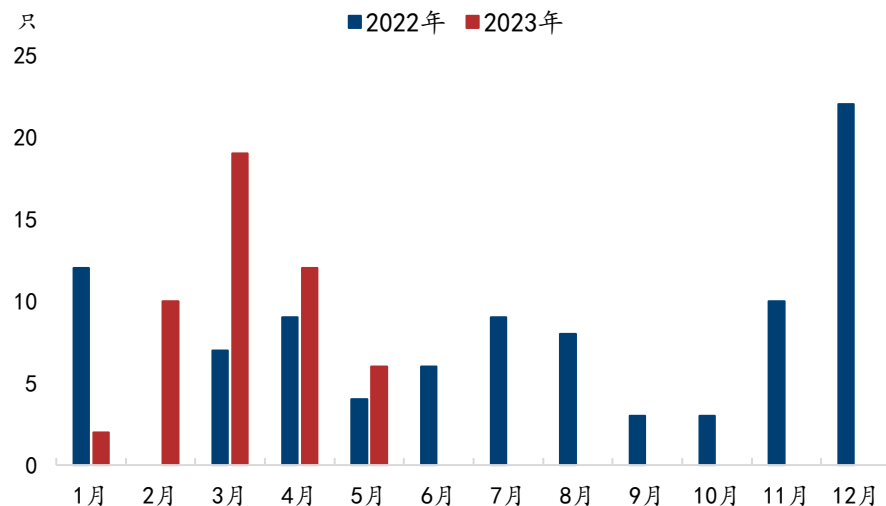


资料来源：Wind，国泰君安期货研究

股指基差回顾：公募指增新发增长，多跟踪中小盘指数

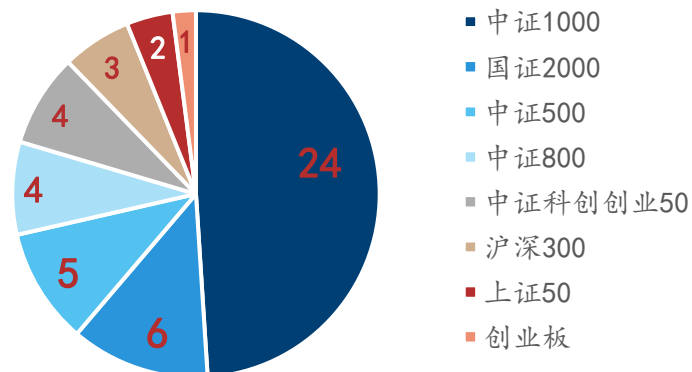
- ◆ **公募指增产品新发同比多于去年。** 2023年上半年，共计新发49只公募指数增强产品，一季报披露情况来看，指增产品持仓股指期货规模合计超过**11亿**。今年指增产品进一步向中小盘聚集，中证1000、国证2000、中证800都是热门标的。

公募指增产品新发



资料来源：Wind，国泰君安期货研究

新发指增产品基准指数

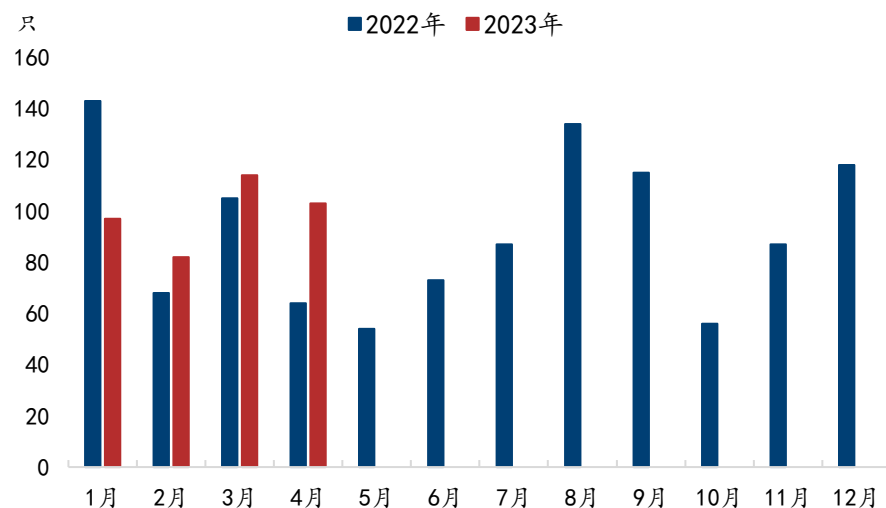


资料来源：Wind，国泰君安期货研究

股指基差回顾：私募指增新发同比增长，雪球火热

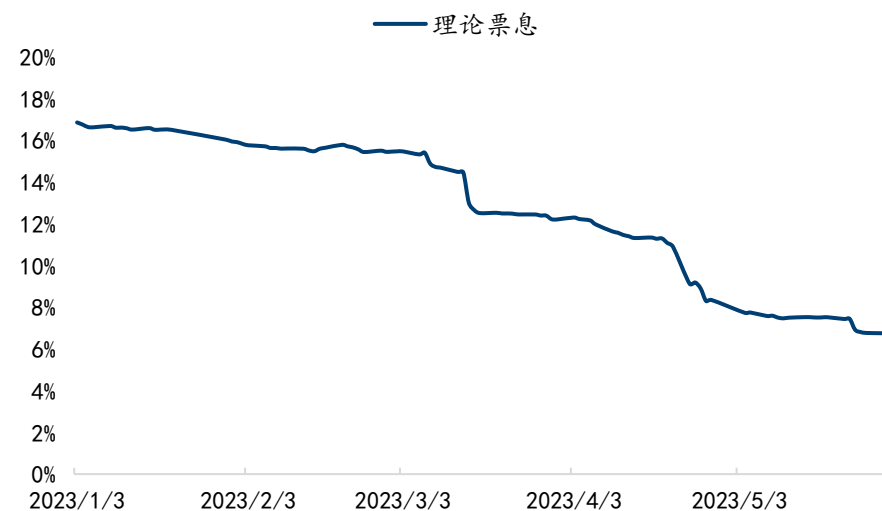
- ◆ **私募指增亦发行加速，雪球产品优势显现。**上半年私募指增合计新发396只，较2022年同期**增加16只**，仍以中小盘指增为主。上半年各类资产收益受限，雪球产品的优势得以体现，发行规模激增，吸引了较大规模的资金，也提供了较强的多头对冲力量。

私募指增产品新发



资料来源：Wind，国泰君安期货研究

雪球产品票息丰厚



资料来源：Wind，国泰君安期货研究

股指基差展望：基差可能维持升水的“新常态”

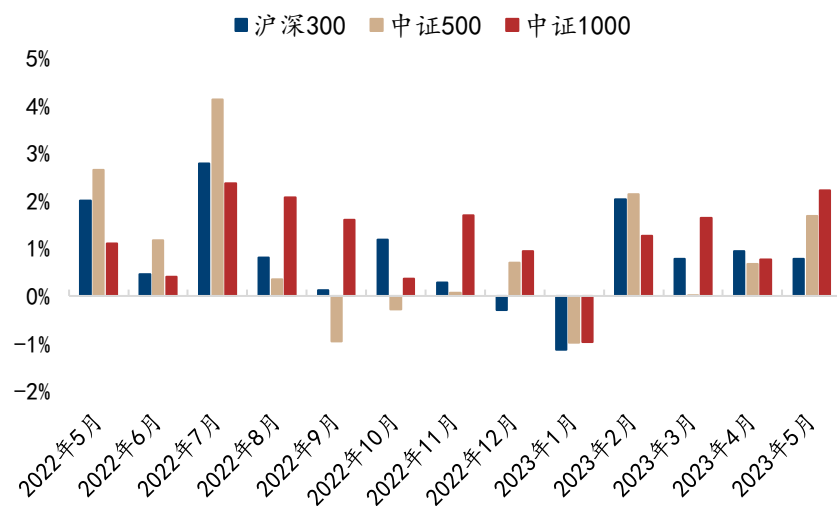
上证50					
合约	收盘价	基差	考虑分红后的基差	预期总分红点数	年化升贴水幅度
IH2306	2578.00	1.26	1.34	0.08	18.92%
IH2307	2541.60	-35.14	18.89	54.03	7.43%
IH2309	2552.00	-24.74	33.29	58.03	5.13%
IH2312	2567.80	-8.94	49.09	58.03	3.80%
沪深300					
合约	收盘价	基差	考虑分红后的基差	预期总分红点数	年化升贴水幅度
IF2306	3924.20	-1.30	-0.47	0.83	-4.37%
IF2307	3894.20	-31.30	23.96	55.26	6.19%
IF2309	3896.40	-29.10	35.38	64.48	3.58%
IF2312	3891.80	-33.70	30.78	64.48	1.56%
中证500					
合约	收盘价	基差	考虑分红后的基差	预期总分红点数	年化升贴水幅度
IC2306	6093.60	-3.21	-0.05	3.16	-0.28%
IC2307	6077.20	-19.61	17.11	36.72	2.85%
IC2309	6057.00	-39.81	3.80	43.61	0.25%
IC2312	6010.40	-86.41	-42.80	43.61	-1.40%
中证1000					
合约	收盘价	基差	考虑分红后的基差	预期总分红点数	年化升贴水幅度
IM2306	6607.20	-6.75	-4.52	2.24	-24.93%
IM2307	6585.00	-28.95	-6.98	21.98	-1.07%
IM2309	6553.00	-60.95	-34.17	26.78	-2.05%
IM2312	6495.60	-118.35	-91.57	26.78	-2.76%

资料来源：Wind，国泰君安期货研究

股指基差展望：基差可能维持升水的“新常态”

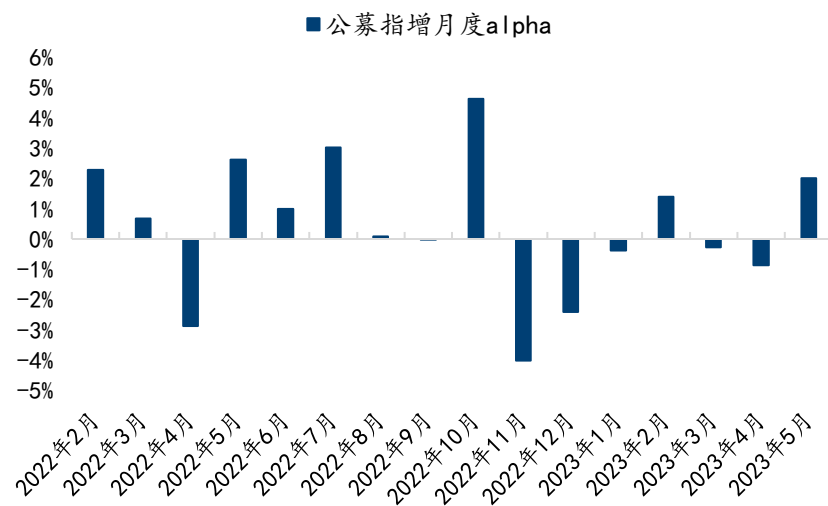
- ◆ **Alpha收益不足以吸引增量资金。** 上半年不论是公募还是私募，虽然alpha收益有所回暖，但在历史上看仍不突出，业绩持续性有待投资者考察，短期内难以扭转资金偏好，不构成吸引资金涌入的条件。且股票市场缺乏持续的驱动和增量资金，题材炒作的氛围可能延续，选股难度仍然较高，对中性产品规模仍是挑战。

私募alpha收益回暖



资料来源：Wind，国泰君安期货研究

公募alpha5月转正

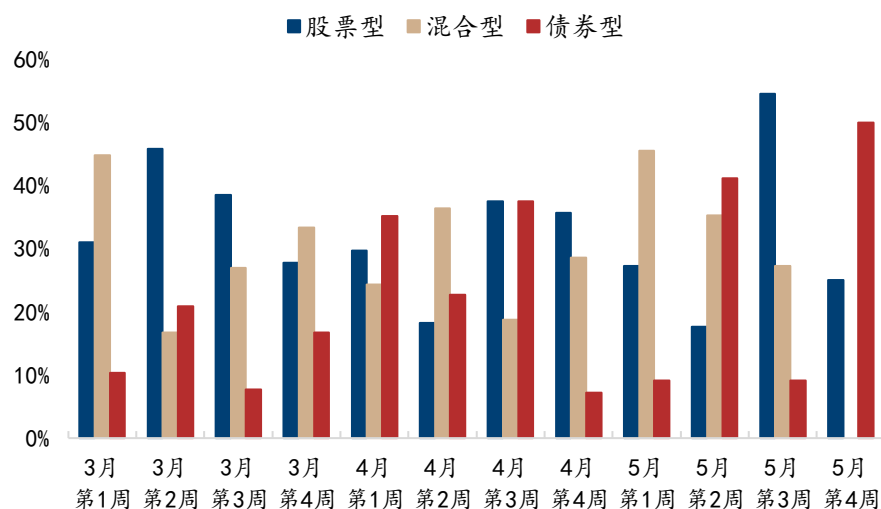


资料来源：Wind，国泰君安期货研究

股指基差展望：市场聚焦于稳健型资产

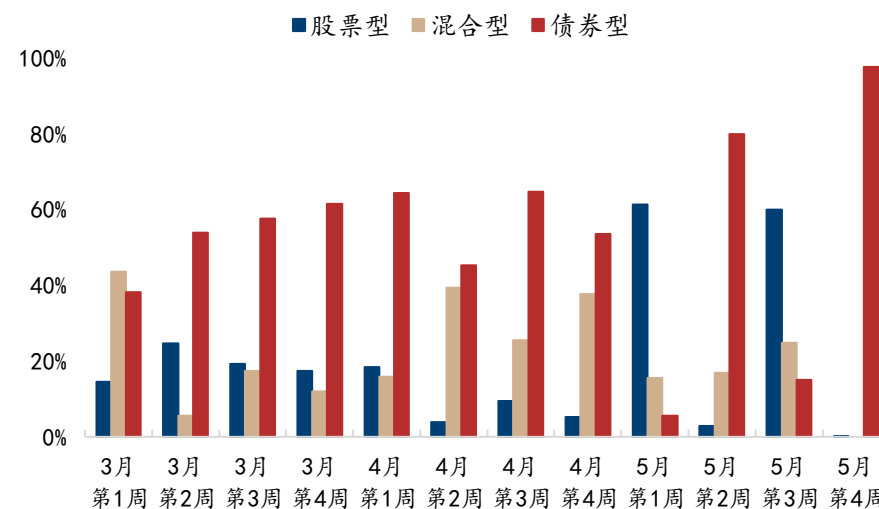
- ◆ **投资者对于资产稳健性要求较高。** 宏观预期不断下修，投资者的权益投资体验不佳，对于稳健型资产的需求提升，5月份新发的**11只**债券型基金合计份额达到**239.16亿份**，发行规模最大的4只产品均为债券型基金，该趋势在宏观预期偏弱的背景下难以扭转。

新发公募基金数量占比



资料来源：Wind，国泰君安期货研究

新发公募基金份额占比

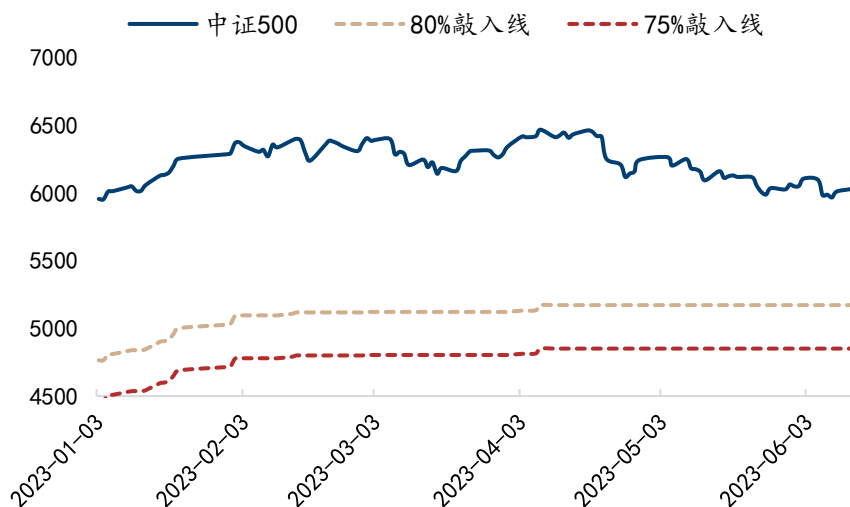


资料来源：Wind，国泰君安期货研究

股指基差展望：雪球产品支撑基差，私募调整压力大

- ◆ 指数不具备深度下跌基础，雪球产品需求或保持旺盛。上半年行情来看，虽然情绪偏弱，但并不一致地坚定看空，指数跌幅有限。而指数距离敲入线还有较大的空间，500雪球距离80%敲入线还有至少**14%**的下跌空间，因此敲入概率较小。而同时票息报价依然较高，因此雪球产品对基差的支撑较强。

目前指数距离雪球敲入线较远



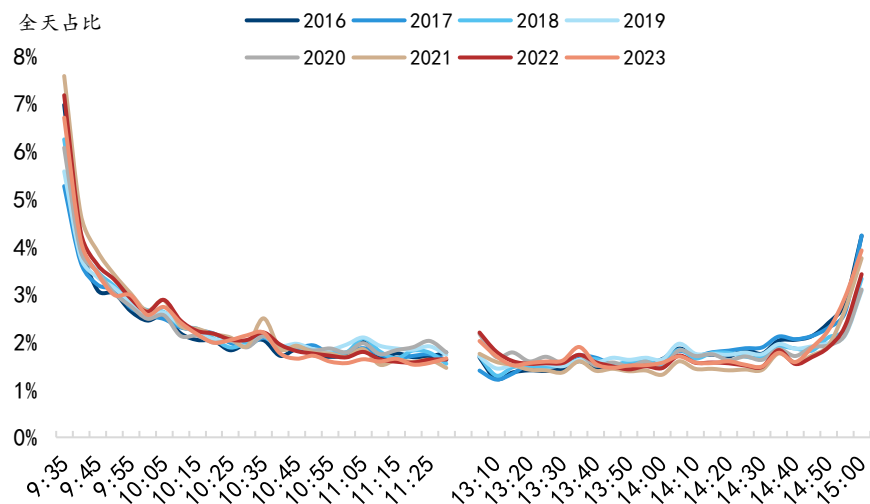
资料来源：Wind，国泰君安期货研究

- ◆ 私募短期受新规制约，调整压力大。4月28日《**私募证券投资基金运作指引**》、5月1日《**私募投资基金登记备案办法**》要求私募管理人实缴资本不低于1000万、私募产品的募集和存续规模不低于**1000万**，连续**60交易日**资产净值1000万则进入清算流程。
- ◆ 短期内，市面上部分中小规模私募产品可能需要合并以满足新规要求，无法合并的产品或将遭遇清盘。这在短期内可能降低来自私募基金的成交热度。

期货日内成交分布：远端合约尾盘放量更明显

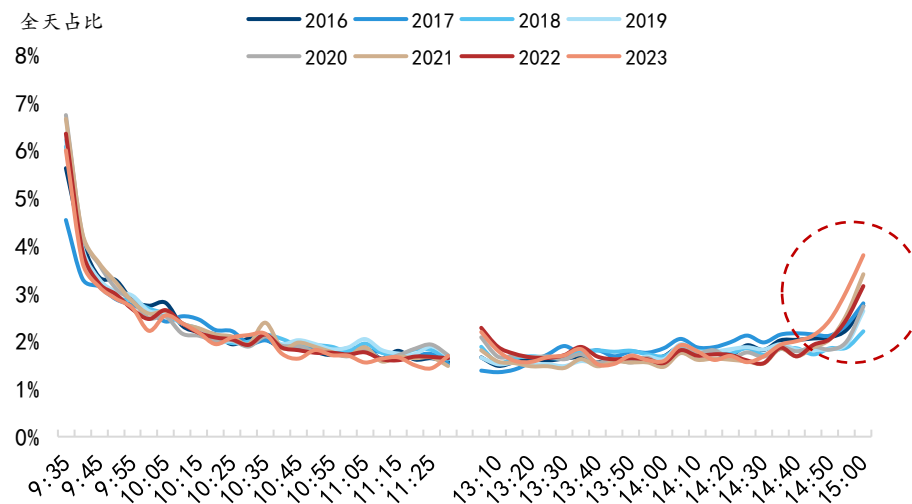
- ◆ **整体与指数现货相同，尾盘略有差异：**IC分时成交量整体与中证500类似，成交量高点出现在开盘和收盘附近，但IC并未出现收盘前成交量高点前移的情况，随着临近收盘，IC成交量逐渐放大。
- ◆ **远端合约尾盘放量更明显：**2023年以来，远端合约（当季和次季合约）尾盘成交量明显高于往年，而开盘时段成交量占比较低，开盘交易拥挤度下降。

IC当月合约成交量分布



资料来源：米筐，国泰君安期货研究

IC当季合约成交量分布

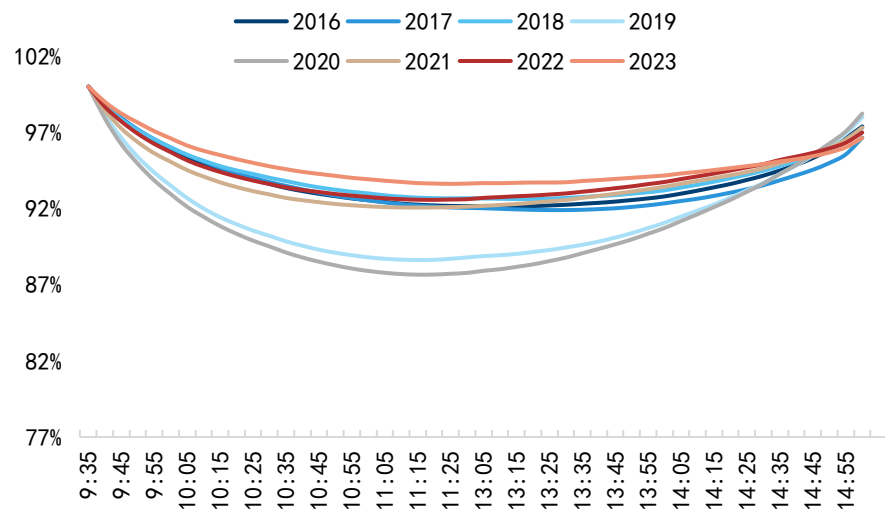


资料来源：米筐，国泰君安期货研究

期货日内持仓分布：开盘平仓，午后开仓

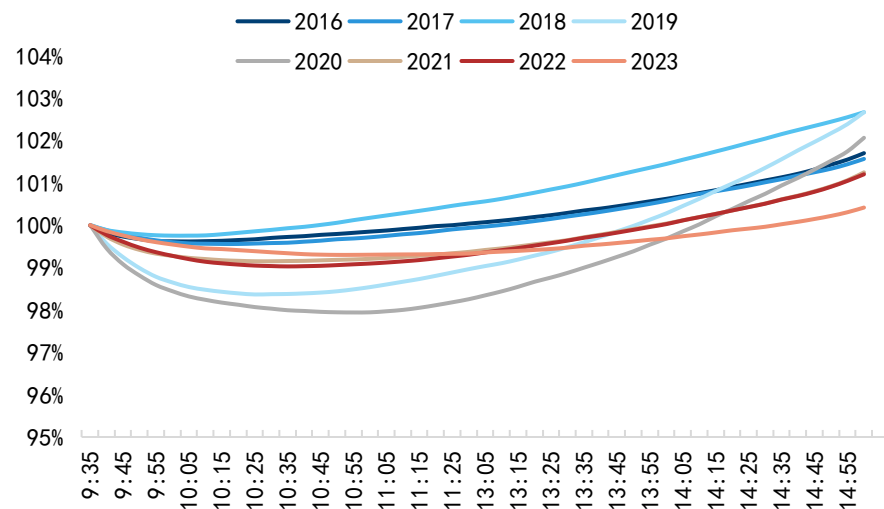
- ◆ **持仓量的日内趋势变化：**分时持仓量大致呈“U”型，表明开盘时平仓力量较大，可能对应锁仓后的平仓动作；开仓趋势从午后开始，当月和当季合约较明显，次月和次季合约全天持仓单调增长。
- ◆ **2023年早盘平仓力度较弱：**2019、2020年是早盘平仓力度最大的阶段，2023年以来，早盘平仓幅度均较弱。当季合约从2019年起呈现出早盘持仓下降的特点，近年来早盘平仓力度逐渐减弱，尾盘增仓力度同步减弱。

IC日内持仓量分布：当月合约



资料来源：米筐，国泰君安期货研究

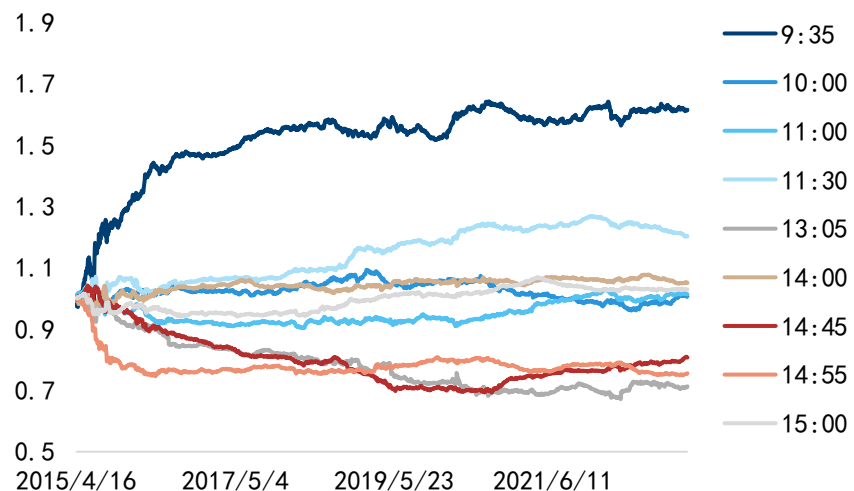
IC日内持仓量分布：当季合约



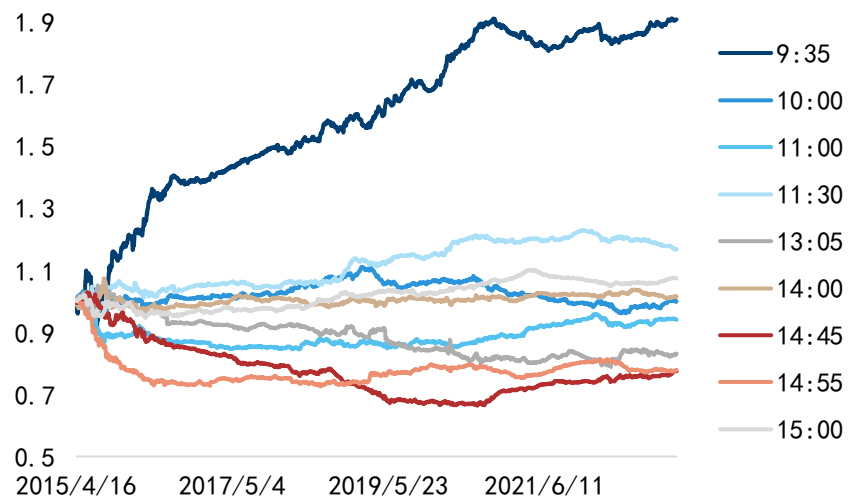
资料来源：米筐，国泰君安期货研究

期货日内收益率分布

IC分时累计收益率：当月合约



IC分时累计收益率：当季合约

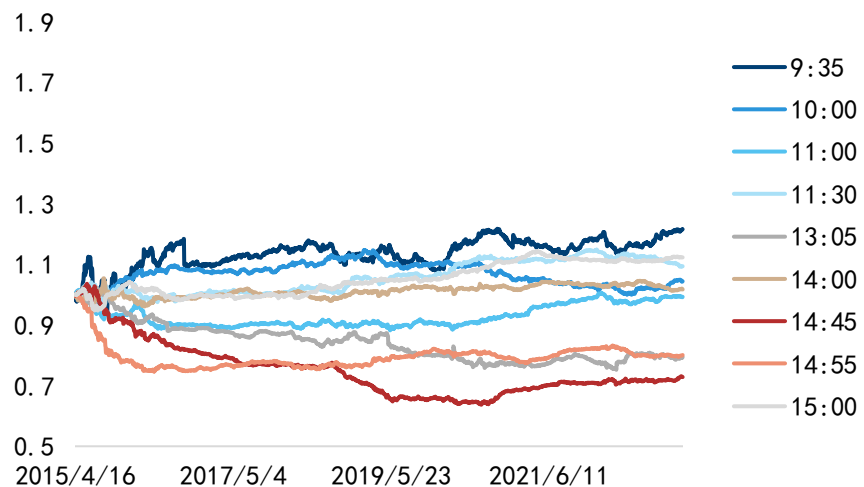


资料来源：米筐，国泰君安期货研究

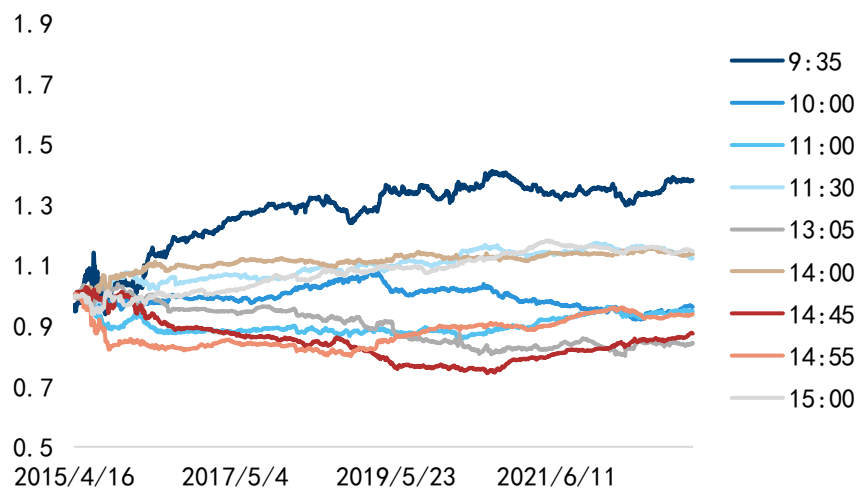
- ◆ **开盘5分钟 (9:30-9:35)**：有明显正收益，结合持仓量下滑，可大致说明该时段主要是空头平仓。但2020年以来开盘收益正在衰减；
- ◆ **午盘收盘前 (11:25-11:30)**：有一定的正收益，交易情绪偏多，但强度不及标的指数现货；
- ◆ **14:40-14:45**：2020年四季度前收益稳定为负，是空头增仓的密集区，与标的指数相同。但2020年后收益拐头向上，可能由于空头增仓动作前移，以及雪球产品扩容带来的增量多头集中于此；
- ◆ **日盘收盘前 (14:55-15:00)**：累计收益走平，成交持仓同步放大，多空力量较为均衡，没有明确的市场方向。

期货日内收益率分布

IC分时累计收益率：次月合约



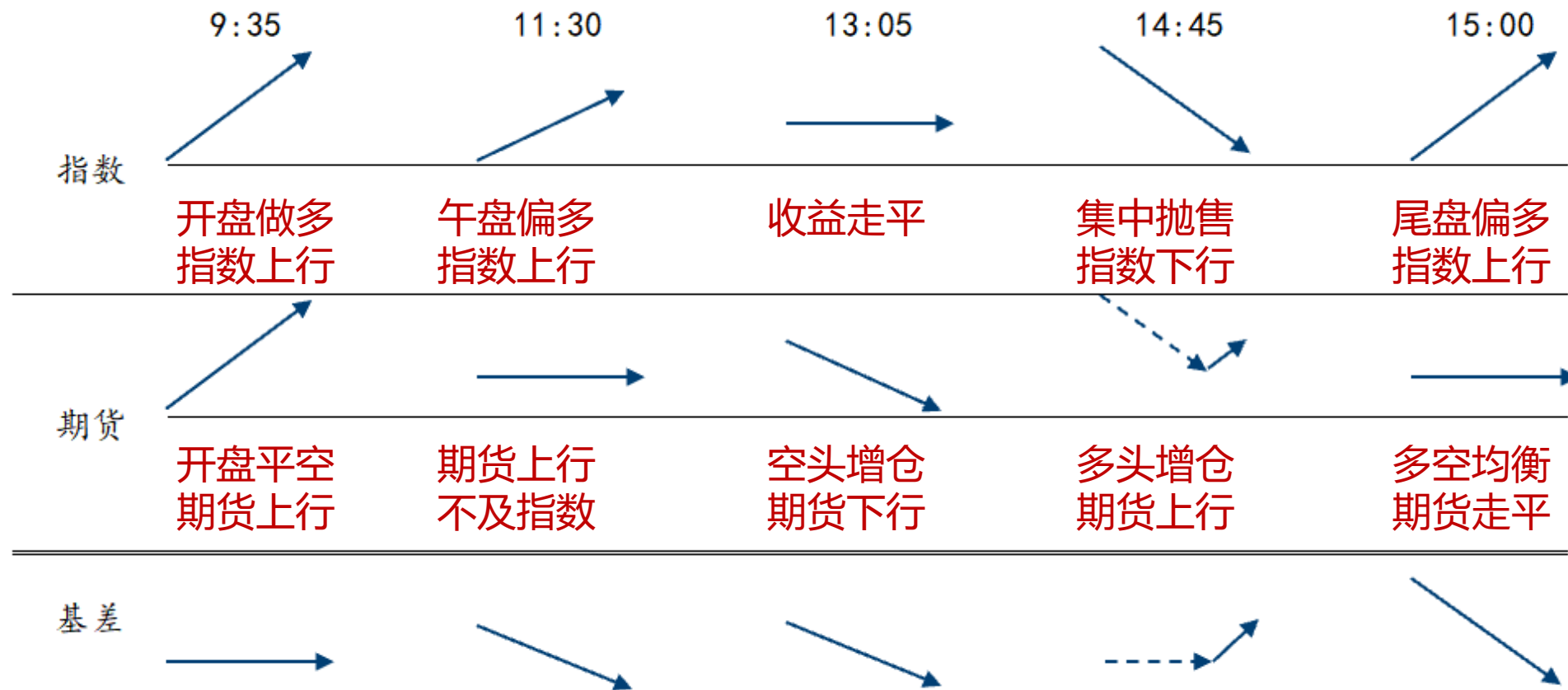
IC分时累计收益率：次季合约



资料来源：米筐，国泰君安期货研究

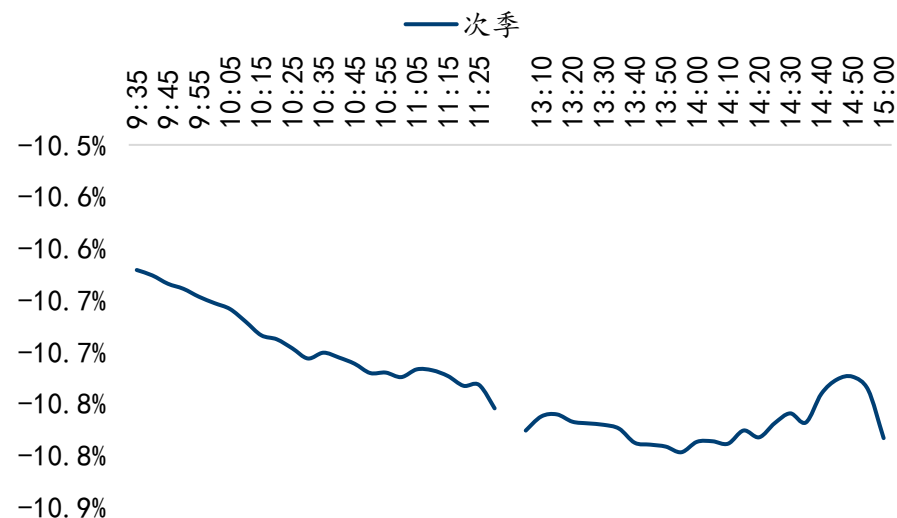
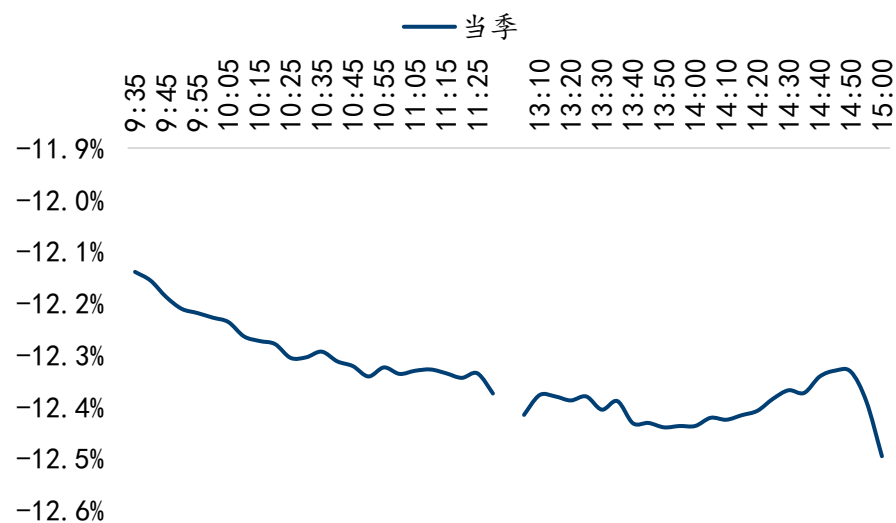
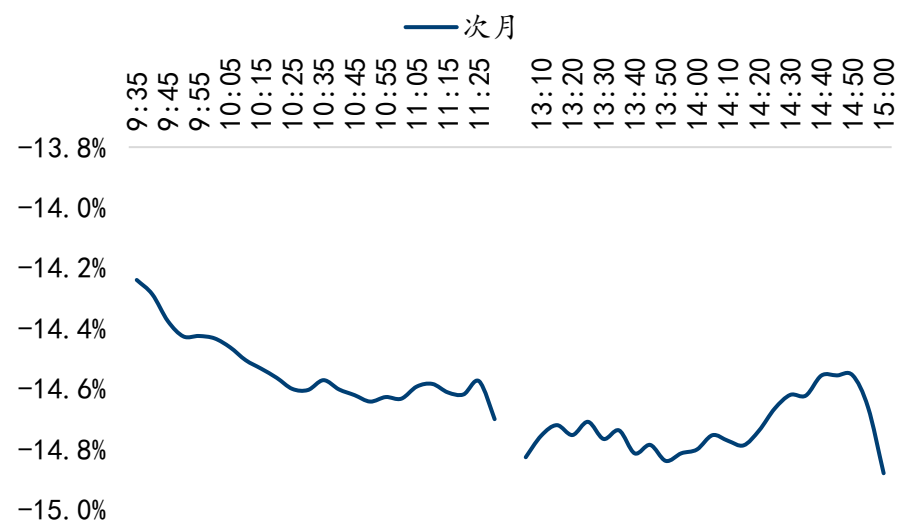
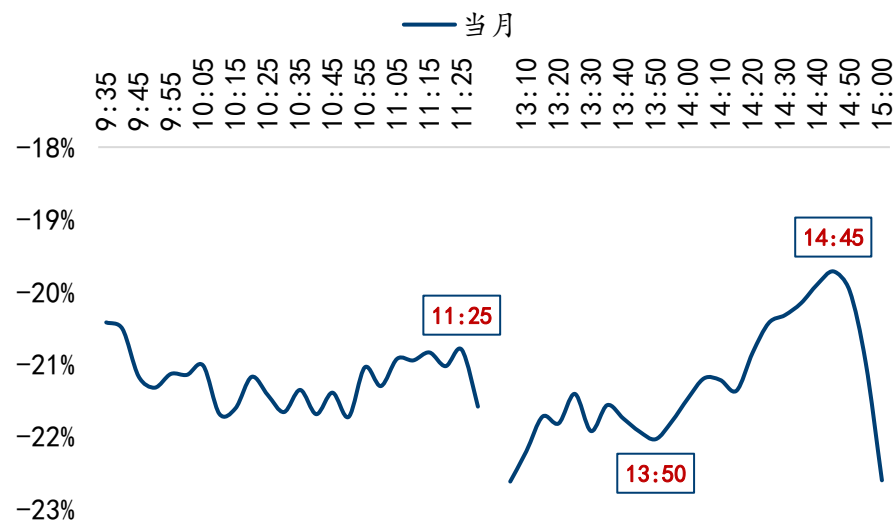
- ◆ **开盘5分钟 (9:30-9:35)**：没有较大规模的空头平仓，收益并不明显；
- ◆ **午盘收盘前 (11:25-11:30)**：收益不明显；
- ◆ **14:40-14:45**：2020年四季度前收益稳定为负，2020年后收益拐头向上。雪球产品在合约选择上并不集中于某一合约，因此各合约在该时段收益同步增强；
- ◆ **日盘收盘前 (14:55-15:00)**：累计收益走平，成交持仓同步放大，多空力量较为均衡，没有明确的市场方向。

日内基差走势简化：期货 - 现货



资料来源：国泰君安期货研究

年化基差日内走势：全样本平均



资料来源：米筐，国泰君安期货研究

本公司具有中国证监会核准的期货交易咨询业务资格

本内容的观点和信息仅供国泰君安期货的专业投资者参考。本内容难以设置访问权限，若给您造成不便，敬请谅解。若您并非国泰君安期货客户中的专业投资者，请勿阅读、订阅或接收任何相关信息。本内容不构成具体业务或产品的推介，亦不应被视为相应金融衍生品的投资建议。请您根据自身的风险承受能力自行作出投资决定并自主承担投资风险，不应凭借本内容进行具体操作。

分析师声明

作者具有中国期货业协会授予的期货投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的期货标的的价格可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告中所指的研究服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。本报告版权仅为本公司所有，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，需注明出处为“国泰君安期货研究”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

版权声明

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“国泰君安期货研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的期货品种。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。



THANK YOU

FOR WATCHING