



2023 年 6 月 25 日

二〇二三年度

# 2023 金融工程半年报（金融期货篇）

---市场变幻莫测，我们相伴同行

虞堪	投资咨询从业资格号：Z0002804	yukan010359@gtjas.com
赵景男	投资咨询从业资格号：Z0011700	zhaojingnan012468@gtjas.com
李宏磊	投资咨询从业资格号：Z0018445	lihonglei023572@gtjas.com
林致远（联系人）	从业资格号：F03107886	linzhiyuan026783@gtjas.com

## 报告导读：

股指期货市场：

1. 上半年标的指数市场低波回落，股指基差“岿然不动”，长期稳定在高升水的位置。股指期货的空头需求方中性产品表现较弱，规模下滑；多头需求方指增产品和雪球产品具备收益优势，吸引市场注目。未来宏观预期和投资者偏好若仍难以扭转，基差可能维持高位新常态；
2. 公募指增产品盛行，而股票多空型基金大幅减少，当前公募市场热度集中于债券型基金，公募基金一季度对股指期货的参与程度基本维持稳定；
3. 上半年多头展期策略有一定的超额收益，空头展期策略不及预期。IF、IH、IC 和 IM 多头展期年化超额收益分别为 0.4%、-0.3%、0.8% 和 1.7%；空头展期年化超额收益分别为 -0.1%、-1.2%、1.0% 和 -0.4%。
4. 上半年（截至 5/31 日）潮汐指数在无杠杆情况下，IF 收益率 1.16%，IH 收益率 5.77%，二者收益特征基本符合对应市场趋势环境，策略收益表现符合设计目标与收益预期。

国债期货市场：

1. 国债期货市场“债牛”延续：2023 年开年以来，国债期货市场先后经历了经济复苏预期定价、资金面结构性摩擦、稳增长预期交易等几轮行情切换，国债期货价格走势整体延续“债牛”。截至 5 月 31 日，十年期国债收益率自年初 2.8 下行至 2.7% 左右水平，处于磨底震荡走势。
2. 随着 30 年期国债期货品种的上市，国债收益率曲线的“最后环节”得到补齐，为投资者提供了超长久期风险管理工具的同时，促进 10 年期以上超长期国债现券的流动性。进一步改善国债收益率曲线的形态平滑化与政策传导效率，推动以国债收益率作为基准利率载体的利率市场化进程。
3. 国债期货多因子择时策略今年策略年化收益率为 2.14%，最大回撤 1.32%，夏普 0.90，卡玛 1.12；加入仓位管理后，年化收益率为 1.26%，最大回撤 0.20%，夏普 2.06，卡玛 6.21，平均仓位为 23.4%。

请务必阅读正文之后的免责条款部分

国泰君安期货研究所

## 目录

1. 股指期货市场 .....	3
1.1 2023 年上半年市场回顾 .....	3
1.2 股指期货基差回顾及展望 .....	5
1.3 公募基金的股指期货持仓回顾 .....	10
1.4 展期策略绩效回顾 .....	15
1.5 潮汐指数策略绩效回顾 .....	17
2. 国债期货市场 .....	20
2.1 2023 年上半年国债期货市场回顾 .....	20
2.2 30 年期国债期货上市运行情况 .....	23
2.3 公募基金的国债期货持仓情况回顾 .....	25
2.4 国债期货套利策略相关 .....	30
2.5 久期中性价差策略 .....	32
2.6 多因子择时策略 .....	34

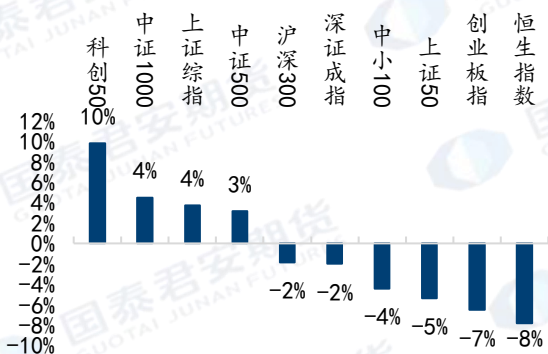


## 1. 股指期货市场

### 1.1 2023 年上半年市场回顾

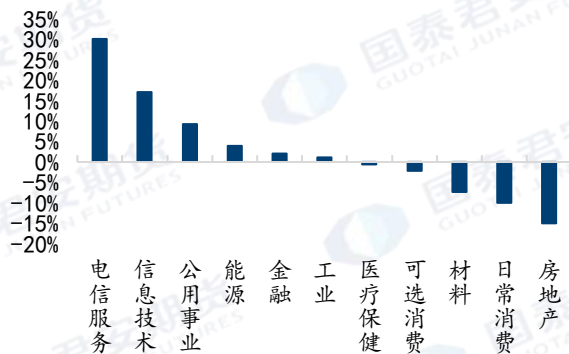
2023 年年初，第一波“阳康”为经济修复奏出了最强音，市场一致预期经济基本面开足马力，修复预期之强前所未有，叠加消息面和政策面的密集支持，外资坚定加仓，指数层面一派太平盛世的景象，沪深指数从年初一路上涨到春节。但在歌舞升平的表面之下却危机四伏，最明显的表征就是一月份的上涨并未得到成交量的配合，1 月成交量甚至位于年内偏低点，表明场内交易虽然偏多，但极为克制。于是伴随着春节假期数据的出炉，谨慎情绪逐步抬头，实体层面并未按照年初强烈预期中的节奏一步步兑现，同时利多驱动后继乏力，谨慎情绪逐步恶化为悲观情绪，市场进入存量博弈阶段。在此期间，个别题材的超涨回调一己之力带崩指数，也是内资情绪极度脆弱的表现，这种脆弱的情绪一直持续至今。3 月万众瞩目的两会政策以不及预期收尾，虽然上半年政策面和消息面暖风频吹，但均未有实质性的效果落地，致使交易情绪在一次次的“狼来了”之后变得麻木。市场处于对利多极端迟钝、对风险高度敏感的这种不对称的消极情绪之中，因此指数层面连续下跌，上证 50 和沪深 300 抹去了一月份涨幅。AI、半导体等题材是上半年的上涨重点，中小盘指数在此类题材的支持下相对抗跌，而科创 50 录得接近 10% 涨幅，领跑 A 股主要指数。行业指数表现也印证了成长板块强于价值板块的市场风格，电信服务涨超 30%，而地产、消费这两个传统的价值板块跌幅均在 10% 及以上。

图 1：主要股指年内涨跌幅（截至 5 月 31 日）



资料来源：Wind，国泰君安期货研究

图 2：一级行业指数年内涨跌幅（截至 5 月 31 日）

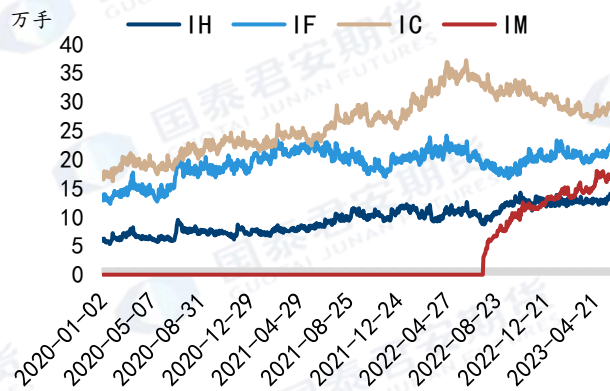


资料来源：Wind，国泰君安期货研究

从股指期货的持仓成交来看，IH、IF、IM 三个品种的持仓量继续上升，截至 5 月 31 日的持仓量分别较年初增长了 20,169 手、19,582 手和 37,652 手，而 IC 的持仓量仍处于 2022 年年中开始的下滑趋势当中，2023 年上半年持仓量较年初下降 15,560 手。成交量方面，2023 年成交量较 2022 年有所萎缩，特别是较 2022 年同期相比明显下降，2023 年上半年 IH、IF、IC、IM 四个品种的日均成交量分别为 6.3 万手、9.0 万手、6.9 万手和 5.2 万手。

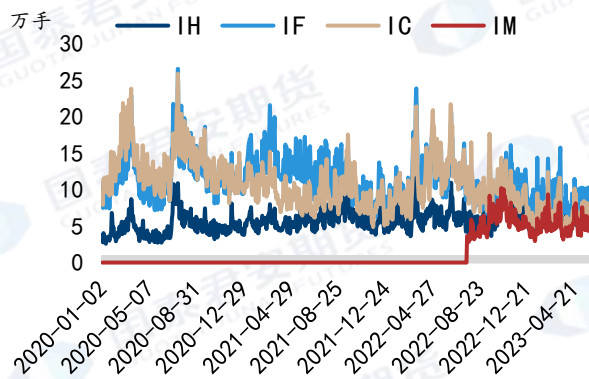
上半年各品种大部分时间内处于震荡区间，因此整个上半年股指期货处于低波状态，且波动率有持续走低趋势，直至 4 月中旬各品种波动率纷纷跌破 10%，创近年新低。截至 5 月 31 日，IH、IF、IC、IM 四个品种的年化波动率分别为 14.7%、12.1%、9.9% 和 9.5%，低波状态也反映了投资者交投的沉闷，各类量化 CTA 策略的发挥空间受到较大的限制。

图 3：股指期货总持仓量



资料来源：Wind，国泰君安期货研究

图 4：股指期货总成交量



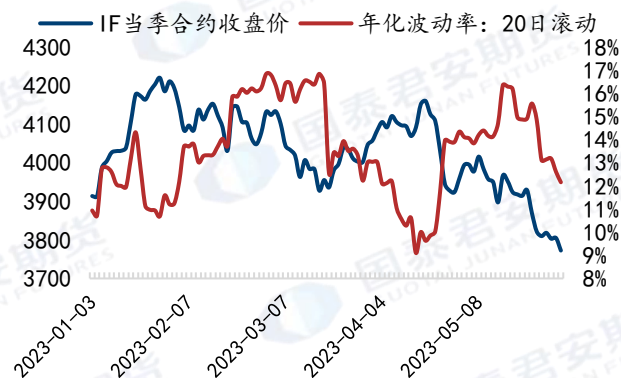
资料来源：Wind，国泰君安期货研究

图 5：IH 当季合约及历史波动率



资料来源：Wind，国泰君安期货研究

图 6：IF 当季合约及历史波动率



资料来源：Wind，国泰君安期货研究

图 7：IC 当季合约及历史波动率



资料来源：Wind，国泰君安期货研究

图 8：IM 当季合约及历史波动率

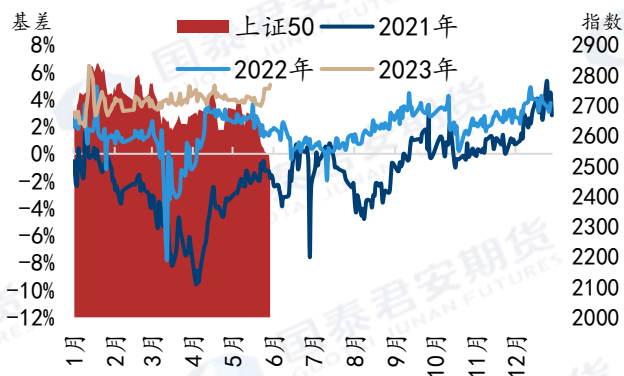


资料来源：Wind，国泰君安期货研究



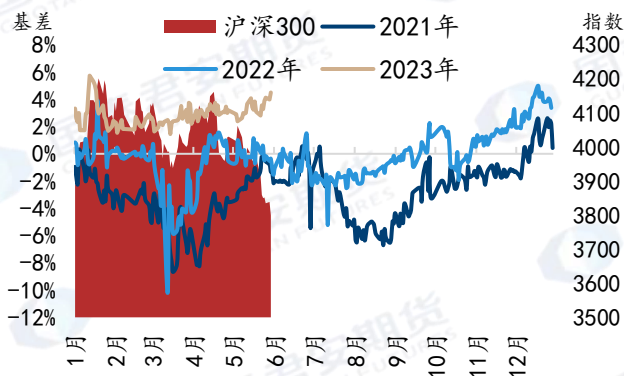
## 1.2 股指期货基差回顾及展望

图 9：上证 50 指数及 IH 年化基差率



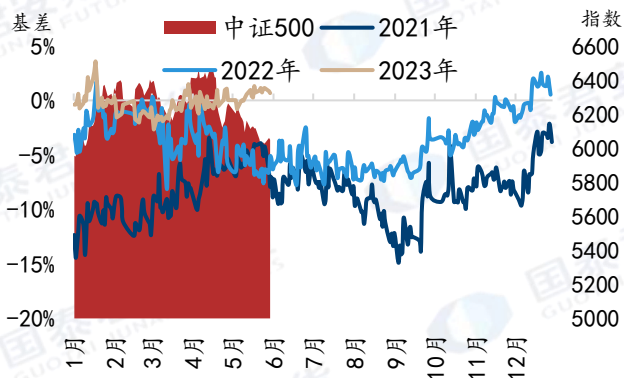
资料来源：Wind，国泰君安期货研究

图 10：沪深 300 指数及 IF 年化基差率



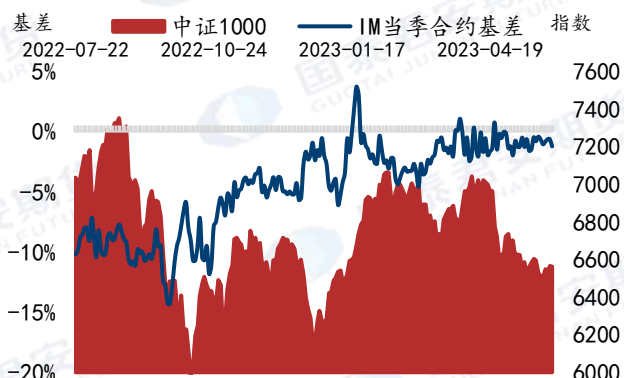
资料来源：Wind，国泰君安期货研究

图 11：中证 500 指数及 IC 年化基差率



资料来源：Wind，国泰君安期货研究

图 12：中证 1000 指数及 IM 年化基差率

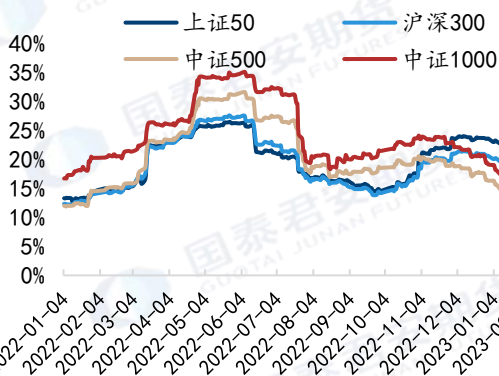


资料来源：Wind，国泰君安期货研究

“任尔风起云涌，我自岿然不动”是 2023 年上半年股指基差的真实写照，不论政策面出现什么样的利好，或是全球市场出现什么样的危机，不论标的指数上涨还是下跌，基差在今年上半年不为所动，长期地稳定在高位，打破了基差近年来的季节性特征，也打破了股指期货长期贴水的“天性”。从 2022 年 10 月起，由于市场的看涨预期强烈，对冲意愿较弱，股指期货各品种的基差携手上升，IH 和 IF 升水幅度越来越大，IC 也在 2022 年末终结贴水状态，进入上市以来罕见的长期升水状态。

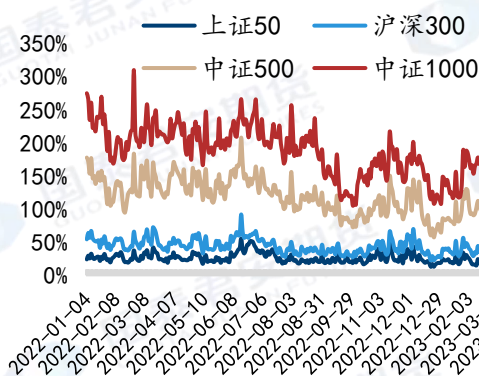
从标的指数运行情况来看，指数上半年涨跌切换、大小风格切换频繁，但这种切换更多来自于题材的短期炒作和国际突发事件的短期刺激，对于国内复苏、海外通胀甚至是衰退的交易均停留在预期层面，因此其影响持续时间较短。上半年并没有出现如 2022 年同期的系统性风险对市场形成全盘实质性的打击，市场在存量博弈的格局下观望心态较重，即使指数浮浮沉沉，我们也总能在过程当中看到超跌反弹和获利兑现的力量。整个上半年，指数层面并未呈现出较为明确的趋势，标的指数最深的跌幅也仅有 5%，上半年指数波动率和换手率均明显低于去年同期，是市场交易心态的最直观表征。

图 13：标的指数历史波动率



资料来源：Wind，国泰君安期货研究

图 14：标的指数换手率

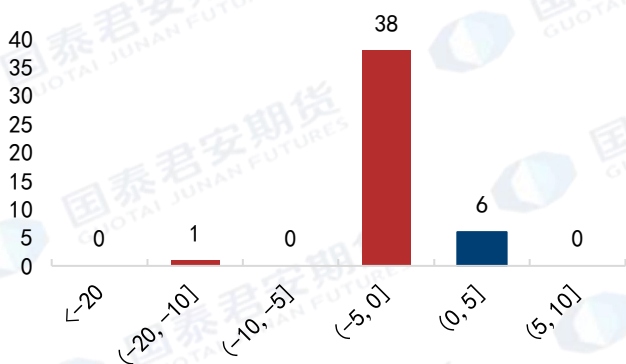


资料来源：Wind，国泰君安期货研究

接下来我们仍从公募和私募两个市场、多头和空头两个方向观察市场上与股指期货相关的机构投资者对于股指期货的需求情况。

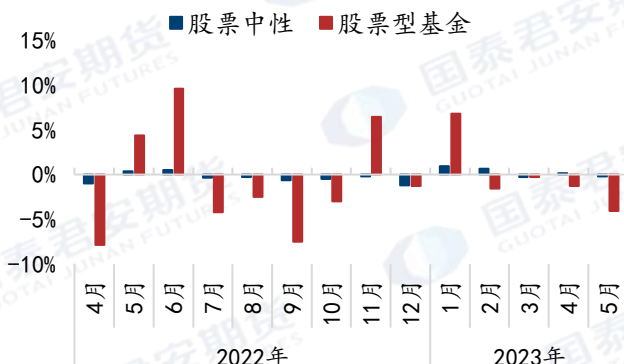
1. **空头端：公募中性产品未有新发，存续产品份额继续下降。**自 2021 年后，公募中性产品再无一只新产品发行，甚至 2023 年一季度个别产品出现了连续 60 交易日资产净值低于 5000 万元而遭到清盘的情况，公募中性产品数量不升反降，是中性产品热度下降的一个代表。同时存续的 45 只公募对冲产品中，39 只产品一季报份额较去年年末下降，1 只产品规模降幅超过 10 亿份。

图 15：多数公募中性产品份额下降



资料来源：Wind，国泰君安期货研究

图 16：中性产品正收益较薄

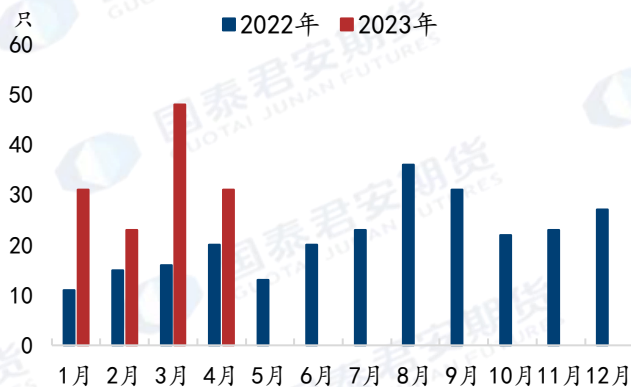


资料来源：Wind，国泰君安期货研究

2. **空头端：私募中性产品新发同比加快，但业绩并没有明显提升。**2023 年私募中性产品的新发速度较 2022 年同比提升，前 4 个月分别新发 31、23、48 和 31 只新产品，上半年共计发行 133 只产品，较 2022 年同期翻倍，但从中性产品业绩来看，业绩提升并不明显，2023 年累计收益率为 1.8%，虽然净值曲线拐头向上、回撤较小，但由于上半年股票市场板块轮动较快，行情持续性不强，中性产品的选股难度较大，难以跑出较厚的超额收益，因此私募中性产品仍然面临较大的规模压力。

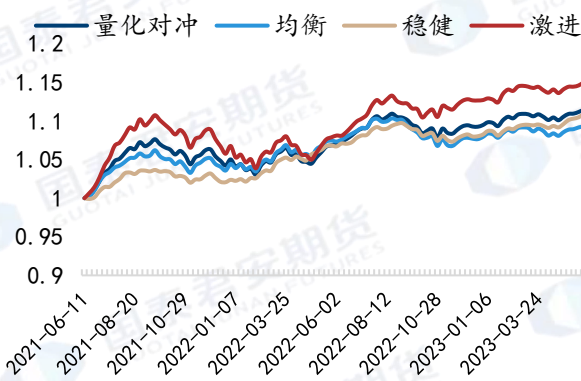


图 17：私募中性产品新发



资料来源：Wind，国泰君安期货研究

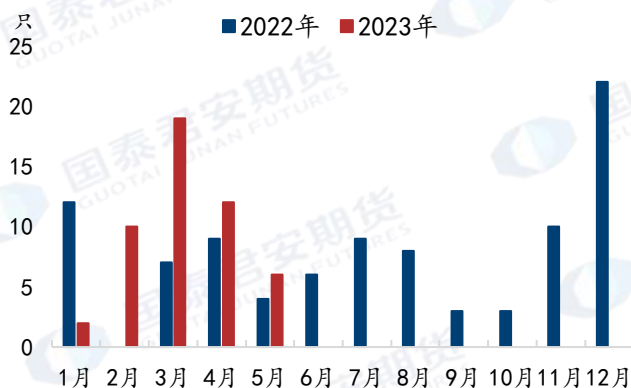
图 18：私募量化对冲产品业绩提升不明显



资料来源：国泰君安期货研究

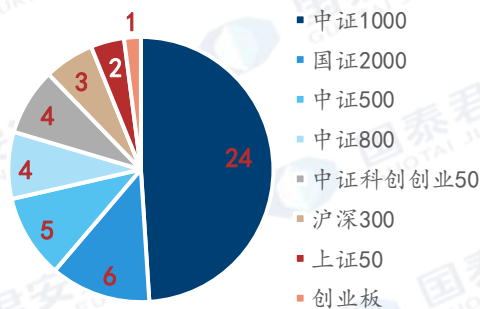
3. **多头端：上半年公募指增产品新发同比多于去年，且多数跟踪中小盘指数。**2023 年上半年共计新发 49 只指数增强产品，除 1 月份外均同比大幅增长，虽然在股指期货升水的环境下，通过做多股指期货进行指数增强的收益空间有限，但从一季报披露情况来看，41 只指数增强产品持有了合计超过 11 亿的股指期货多头头寸，股指期货仍能通过其杠杆交易发挥作用。与存续指增产品对照可以发现，今年新发的指增产品进一步向中小盘聚集，近一半新发产品跟踪中证 1000 指数，另外国证 2000、中证 800 也是较为热门的指增标的，这可能是 IM 基差上升的原因之一。

图 19：公募指增产品新发



资料来源：Wind，国泰君安期货研究

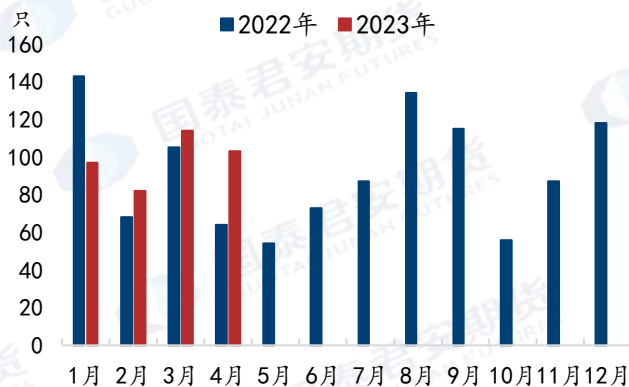
图 20：新发指增产品基准指数



资料来源：Wind，国泰君安期货研究

4. **多头端：私募指增产品发行同期增长，雪球产品表现优异。**2023 年上半年，私募指增产品合计新发 396 只，较 2022 年同期增加 16 只，且同样以中小盘指增为主。雪球产品与指增产品都是股指期货的多头方，对基差的影响方向一致。上半年，在各类资产收益均受限的市场环境下，雪球产品的收益优势得以体现，成为大量资金的庇护所，上半年雪球发行规模激增。我们计算了上半年 103%敲出线雪球的理论票息，年初票息一度高达 16%，随后逐渐下降至 6%左右，但这个收益率水平相对于其他资产而言依然具备足够的吸引力。且大部分资金对雪球产品的粘性较强，尽管在雪球产品表现下滑期间仍能够保持稳定的规模，因此与雪球产品挂钩的多头对冲仓位在持续地为基差提供下方支撑，特别是大量雪球产品挂钩的 500 和 1000 两个品种。

图 21：私募指增产品新发



资料来源：Wind，国泰君安期货研究

图 22：雪球产品上半年票息丰厚

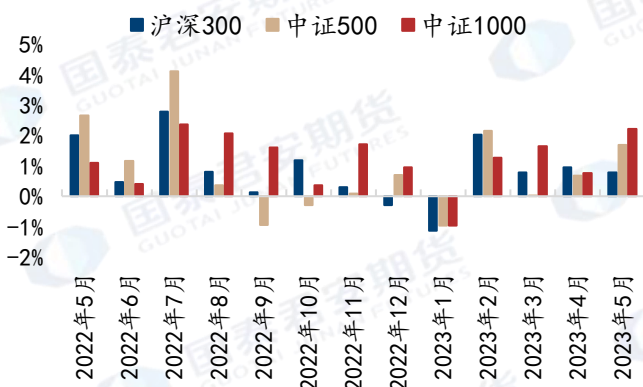


资料来源：国泰君安期货研究

目前股指基差维持高位已有长达半年之久，虽然当前高升水的格局对于对冲资金而言较为友好，但我们认为未来基差回落的难度依然较大，可能维持升水的“新常态”，主要原因在于投资者对于中性产品的态度依然保持冷落，导致对冲需求延续偏弱的状态。

1. **Alpha 收益已有所回暖，但仍不足以吸收大量资金。**我们分别计算私募和公募产品 alpha 收益，不难发现，今年上半年不论是私募还是公募，alpha 收益均较低，特别是公募前 5 个月仅有 2 个月 alpha 为正。从 5 月份情况来看，虽然公募 alpha 收益已经转正，私募收益有所回暖，但这在历史上仍不突出，且业绩持续性仍有待投资者考察，短期内很难扭转资金偏好，还不构成吸引大量资金涌入的条件。从选股角度角度来看，若缺乏充分且持续的驱动因素以及新增资金的流入，市场可能依然保持板块轮动、题材炒作的氛围，选股难度依然较大，中性产品的规模依然难以做大。

图 23：私募 alpha 收益回暖



资料来源：国泰君安期货研究

图 24：公募 alpha5 月份转正

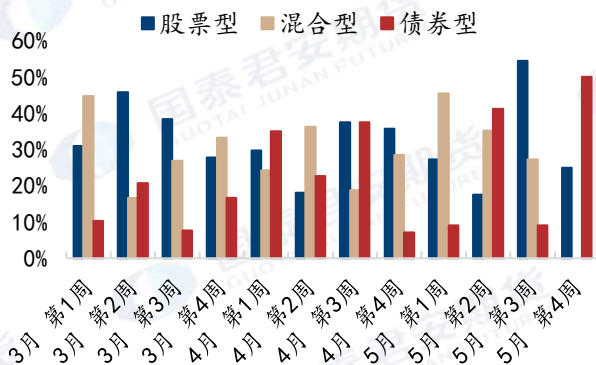


资料来源：Wind，国泰君安期货研究

2. **宏观预期难以扭转，投资者对于资产稳健性的要求不会降低。**在宏观预期不断下修的背景下，投资者对于权益类资产的投资体验不理想，对于稳健型资产的需求提升。因此从公募市场来看，偏股型产品热度进一步下降，而固收类产品的发行热度进一步上升。从 5 月份的发行情况来看，共计有 43 只公募基金产品发行，债券型基金共计 11 只，但其合计份额达到 239.16 亿份，占 5 月发行总份额超过 60%。其中两只同业存单指数基金发行份额远高于同期发行基金，且均获得大量认购，导致提前结束募集，这表明当前投资者对资产稳健性的要求远高于资产收益的考量，该趋势在宏观预期偏弱的背景下难以扭转，因此投资者对包括中性产品在内的风险资产的需求将延续偏弱状态。

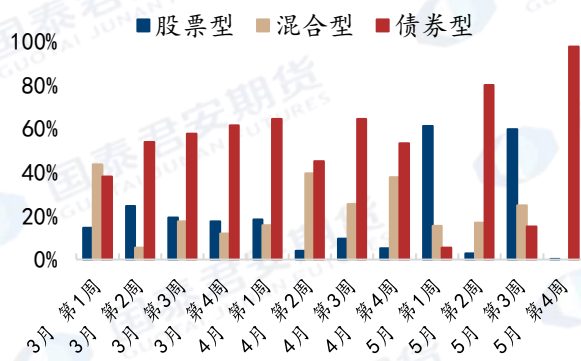


图 25：新发公募基金数量占比



资料来源：Wind，国泰君安期货研究

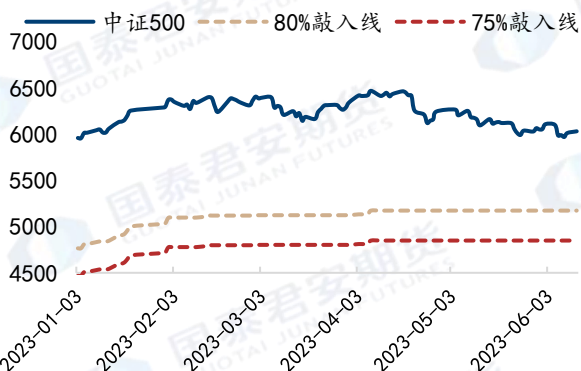
图 26：新发公募基金份额占比



资料来源：Wind，国泰君安期货研究

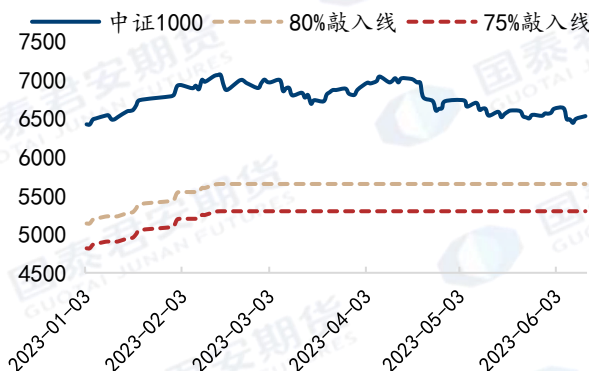
3. 指数不具备深度下跌的基础，雪球产品需求可能延续旺盛。从上半年指数走势来看，超跌后有反弹，超涨后有回调，表明投资者并不坚定看空，只是缺乏做多的理由，因此指数上半年虽然偏弱，但跌幅有限，特别是 500 和 1000 还保持上涨。因此从雪球产品的角度来看，以目前较为普遍的 80%和 75%敲入线计算，标的指数下跌至敲入线的概率较低。按指数年内最高点计算，500 雪球距离 80%敲入线还有 14.2% 的下跌空间，1000 雪球还有 13.5% 的下跌空间，这也就意味着投资者买入雪球产品大概率可获得较高的票息收入。截至 6 月份，挂钩中证 500 指数的 2 年期 80%敲入的雪球产品仍有接近 9%的票息收益（100%保证金），因此雪球产品可能延续较高的热度，挂钩的多头对冲需求也将继续对股指基差形成支撑。

图 27：500 雪球距离 80%敲入线仍有 14.2%的空间



资料来源：Wind，国泰君安期货研究

图 28：1000 雪球距离 80%敲入线仍有 13.5%的空间



资料来源：Wind，国泰君安期货研究

4. 私募市场短期内仍将受到新规制约，中小型产品合并和清盘压力大。4月28日中基协就《私募证券投资基金运作指引》（下称《指引》）公开征求意见，5月1日《私募投资基金登记备案办法》（下称《办法》）正式生效，对私募管理人的登记备案和私募产品的募集、投资、运作等均提出了新的要求。（1）在登记备案环节，《办法》要求私募管理人实缴资本不低于 1000 万，同时对高管和股东等均有严格要求。在备案新规的冲击下，5 月无一家证券类私募完成备案，创近 10 年来新低。《办法》代表了监管收紧的态度，未来中小私募的生存环境可能恶化，甚至面临淘汰出局的风险。（2）在投资运作环节，《指

引》明确了证券私募产品的募集和存续规模不得低于 1000 万，连续 60 交易日资产净值低于 1000 万则进入清算流程，使得市面上部分中小规模的私募产品合并以满足新规要求，无法合并的产品将遭遇清盘。因此，短期内中小型私募产品的合并和清盘压力较大，可能限制私募市场的成交热度。而私募基金又是股指期货市场重要的参与者，私募市场的短期降温可能使得股指期货市场的降温。但长期来看，产品规模要求的提升有助于管理人充分发挥规模效应，将同类策略资金拧成一股绳，提升同类策略对市场的定价话语权。

### 1.3 公募基金的股指期货持仓回顾

2023 年上半年，全市场资产表现均不理想，公募基金数量保持增长，全市场公募基金产品总数达到 10,879 只，但总份额却较 2022 年末有所下滑。从基金类型来看，2023 年上半年指增产品盛行，较 2022 年末数量上增长 12.4%，资产净值增长 13.7%。短期纯债型基金亦有所增长，数量增长 2.8%，资产净值增长 14.4%。而股票多空型基金则是重灾区，数量减少 4.2%，规模大幅下滑 28.3%，受到严峻考验。上文提到，在宏观预期下修的影响下，投资者对于稳健资产的需求进一步提升，从 5 月情况来看，当前公募市场的热度集中于债券型基金，5 月份发行规模最大的四只基金均属于债券型基金。在市场情绪逐渐转向的过程当中，公募基金一季度对股指期货的参与程度基本维持稳定。

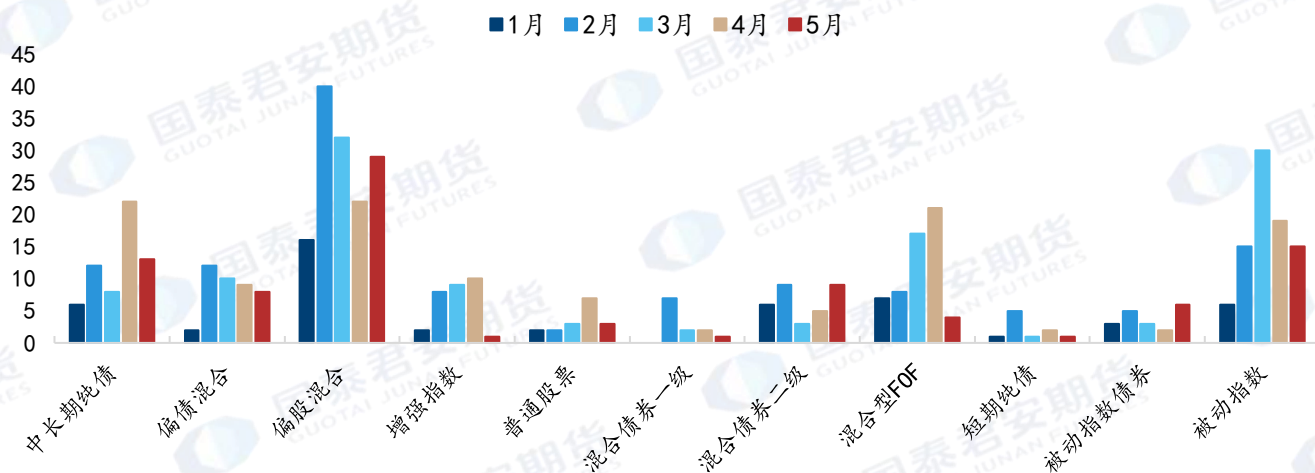
表 1：存量公募基金概况（截至 2023.5.31）

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(%)
<b>股票型基金</b>	<b>2,080</b>	<b>4.3%</b>	<b>23,763.32</b>	<b>5.6%</b>
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%
<b>混合型基金</b>	<b>4,431</b>	<b>2.7%</b>	<b>48,219.82</b>	<b>0.8%</b>
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%
<b>债券型基金</b>	<b>3,235</b>	<b>3.6%</b>	<b>77,306.50</b>	<b>1.0%</b>
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%
<b>货币市场型基金</b>	<b>371</b>	<b>0.0%</b>	<b>109,530.42</b>	<b>4.8%</b>
<b>另类投资基金</b>	<b>57</b>	<b>-3.4%</b>	<b>352.40</b>	<b>-5.8%</b>
股票多空	23	-4.2%	89.19	-28.3%
商品型基金	34	-2.9%	263.21	5.5%
<b>QDII 基金</b>	<b>247</b>	<b>11.3%</b>	<b>3,210.55</b>	<b>9.3%</b>
<b>FOF 基金</b>	<b>430</b>	<b>13.5%</b>	<b>1,961.99</b>	<b>1.8%</b>
<b>REITs</b>	<b>27</b>	<b>12.5%</b>	<b>893.39</b>	<b>16.3%</b>
<b>合计</b>	<b>10,879</b>	<b>3.7%</b>	<b>265,268.81</b>	<b>3.0%</b>

资料来源：Wind，国泰君安期货研究



图 29：上半年各类型基金发行数量趋势



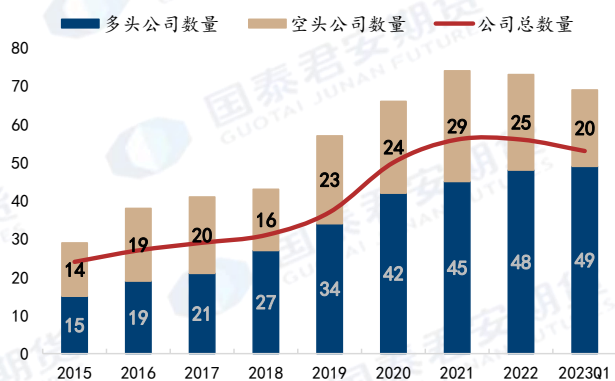
资料来源：Wind，国泰君安期货研究

2023 年一季度，股指期货市场上的公募基金较为稳定，较高的基差位置对于以期货替代的方式实现指数增强收益的空间有限，而空头对冲的成本较低，但我们并未观察到有较大规模的对冲资金进入，对冲需求依然处于极度萎缩的状态。截至 2023 年一季度末，参与股指期货的公募基金公司小幅减少至 53 家，多头持仓的产品增加至 206 只，空头持仓的产品则继续减少至 35 只，持仓股指期货的产品总数量略增加至 240 只。公募基金的空头持仓市值继续萎缩至 57 亿元，续创 2019 年以来新低，仅为 2022 年同期的 40%；多头持仓市值小幅增加至 76.97 亿元，较 2022 年末略有回升，但仍低于 2022 年同期。

截至 2023 年 3 月底，股指期货的市场总持仓量为 742,522 手(单边计算)，季度环比增速转负，录得-1.78%，公募基金持仓量下滑主要体现在空头持仓量的下滑，季度环比下降 21.34%至 4650 手，占全市场的比例为 2014 年以来新低；多头持仓环比下滑 1.2%至 6592 手，占全市场的比例与 2022 年末持平。

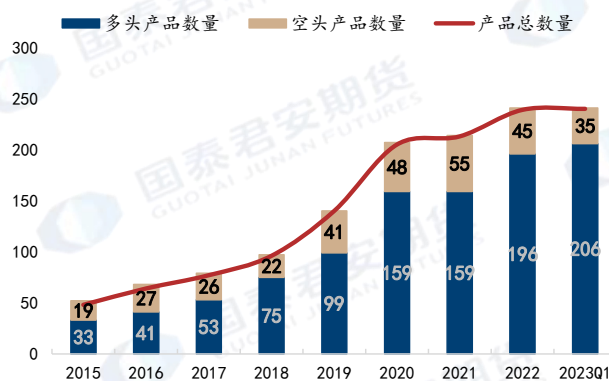
品种的角度来看，除 IM 外的品种的持仓量均有不同程度下滑。随着市场方向性减弱，进入震荡区间，IF 和 IC 的多空持仓量继续减少，其中公募应用最多的 IF 空头持仓量目前已减少至 3615 手，已低于 2019 年末水平。而在成长风格为主的行情下，IM 的多空持仓量均较 2022 年末上升，其中多头持仓量创上市以来新高。

图 30：参与股指期货的基金公司数量



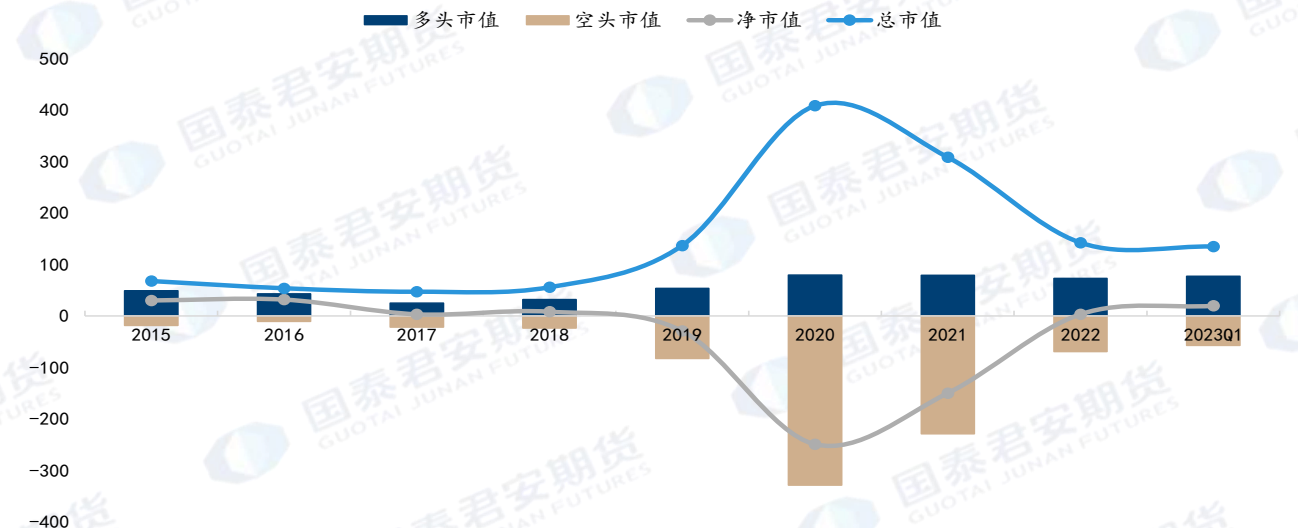
资料来源：Wind，国泰君安期货研究

图 31：持有股指期货的基金产品数量



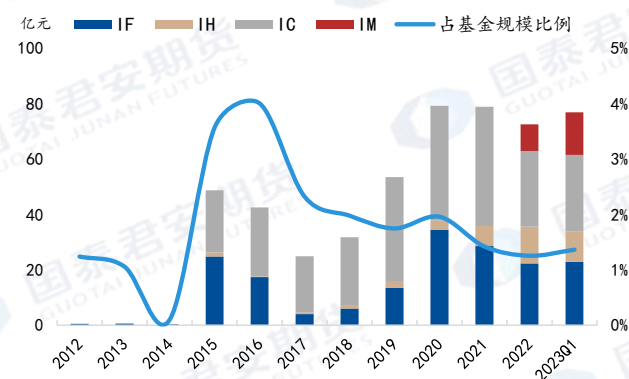
资料来源：Wind，国泰君安期货研究

图 32：公募基金持有股指期货市值（亿元）



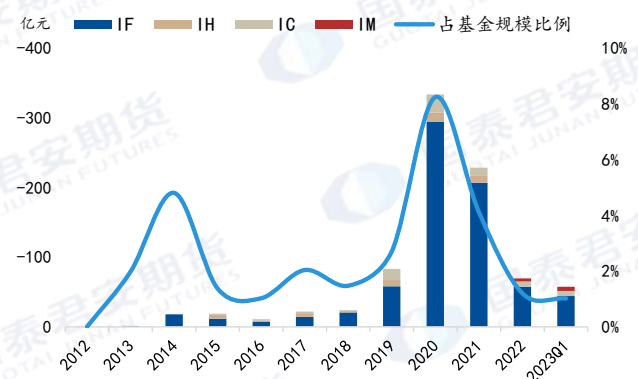
资料来源：Wind，国泰君安期货研究

图 33：公募基金中的股指期货多头（亿元）



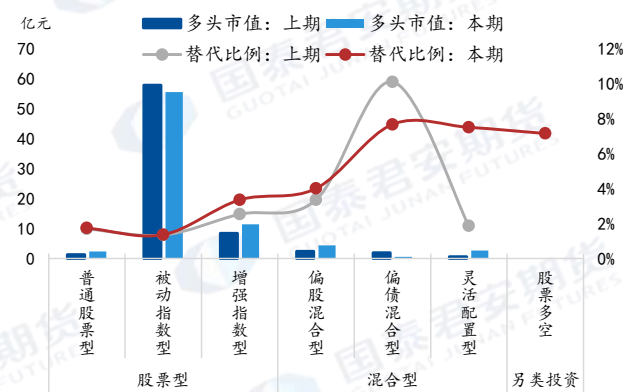
资料来源：Wind，国泰君安期货研究

图 34：公募基金中的股指期货空头（亿元）



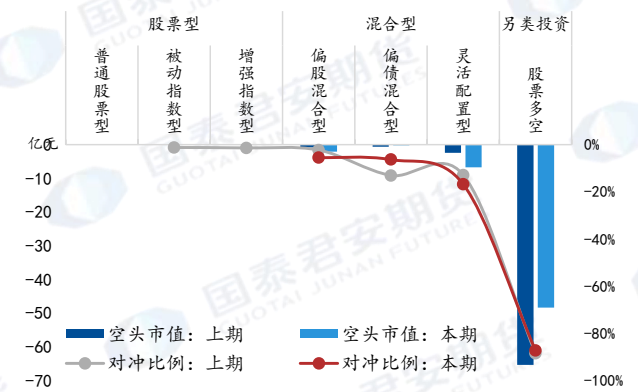
资料来源：Wind，国泰君安期货研究

图 35：公募基金多头市值和平均替代比例



资料来源：Wind，国泰君安期货研究

图 36：公募基金空头市值和平均对冲比例

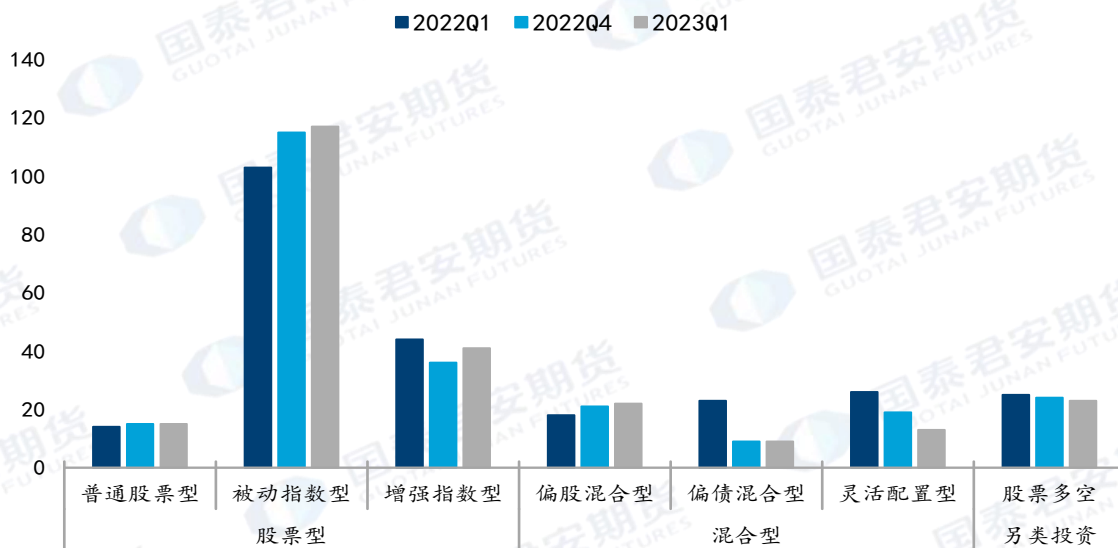


资料来源：Wind，国泰君安期货研究



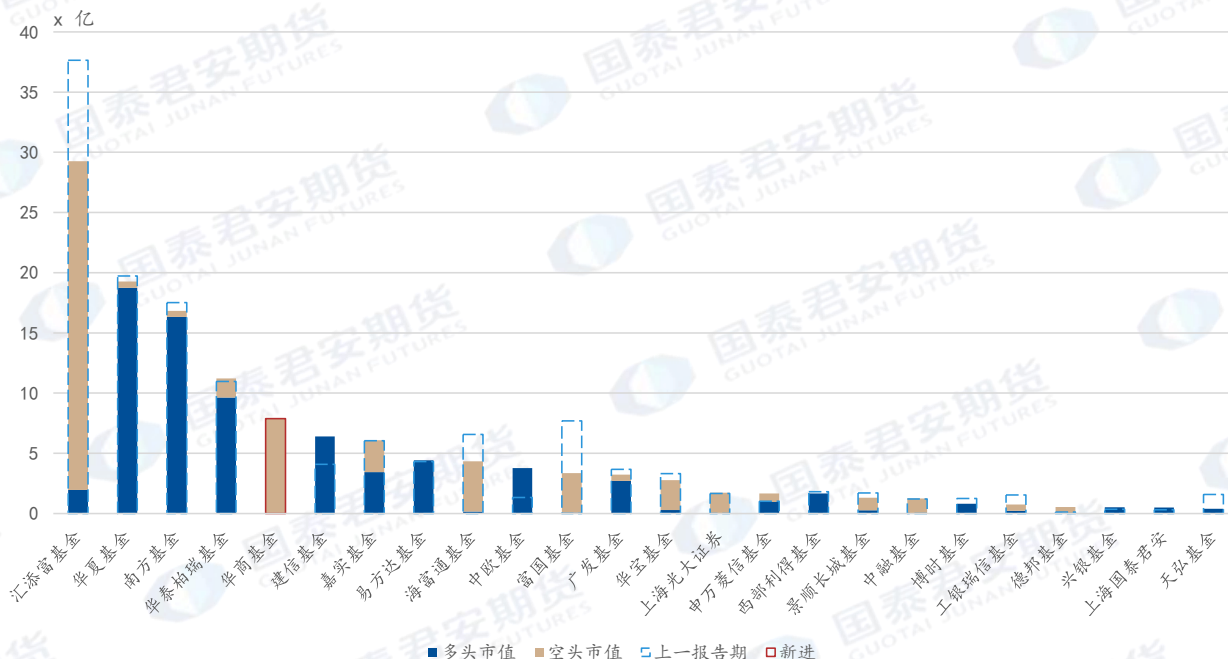
从基金类型来看，被动指数型基金和增强指数型基金有所增长，产品数量分别增加 2 只和 5 只，灵活配置型产品缩减明显，产品数量减少 6 只，但期货投资规模均有所上升，占股票投资比例也有较大提升。另外股票多空型基金近年来一直保持稳定，但 2023 年一季度，中金绝对收益策略（001059.OF）出现了资产净值连续 60 交易日低于 5000 万元情形，通过了终止基金合同的议案，产品终止。

图 37：各类基金的产品数量



资料来源：Wind，国泰君安期货研究

图 38：股指期货持有市值（亿元）



资料来源：Wind，国泰君安期货研究

表 2：公募对冲基金业绩表现

基金代码	基金名称	年内收益%	季度份额变化 (亿份)	年化收益%	年化波动%	历史最大回撤%	夏普
000762.OF	汇添富绝对收益策略A	-2.73	-12.98	3.62	5.28	-14.25	0.69
519062.OF	海富通阿尔法对冲A	-1.07	-3.41	4.89	5.35	-12.10	0.91
008835.OF	富国量化对冲策略三个月持有A	2.24	-4.22	2.01	5.07	-6.31	0.40
004475.OF	华泰柏瑞富利A	2.08	4.03	12.93	20.60	-34.94	0.63
000414.OF	嘉实绝对收益策略A	-1.16	-0.88	3.30	4.19	-6.69	0.79
009822.OF	鹏华招华一年持有A	0.04	-12.81	3.11	2.49	-2.71	1.25
000753.OF	华宝量化对冲A	0.13	-0.13	3.64	4.35	-8.61	0.84
008895.OF	申万菱信量化对冲策略	-0.90	-0.33	2.28	3.20	-2.88	0.71
860010.OF	光大阳光对冲策略6个月持有A	0.97	0.00	1.01	3.99	-7.31	0.25
008851.OF	景顺长城量化对冲策略三个月	-1.33	-1.00	0.71	4.88	-7.61	0.15
008831.OF	海富通安益对冲A	-0.07	-0.28	1.55	5.98	-7.84	0.26
000585.OF	嘉实对冲套利A	-0.99	-0.35	2.00	4.29	-12.79	0.47
008848.OF	中融智选对冲策略3个月定开	-5.10	0.32	0.36	6.15	-10.35	0.06
000667.OF	工银绝对收益A	-1.45	-0.71	2.82	4.11	-8.73	0.69
001073.OF	华泰柏瑞量化收益	1.16	-0.18	2.87	4.15	-5.79	0.69
000992.OF	广发对冲套利	0.17	-0.02	2.53	7.90	-15.73	0.32
008856.OF	华夏安泰对冲策略3个月定开	3.10	-0.21	4.96	5.36	-7.96	0.93
001641.OF	富国绝对收益多策略A	-1.41	0.01	2.93	4.89	-10.03	0.60

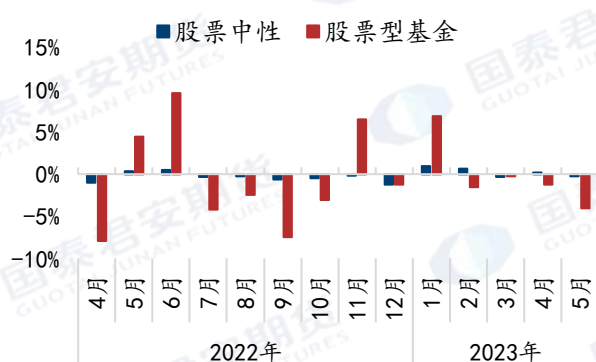
资料来源：Wind，国泰君安期货研究（注：年内收益%未经年化，年化收益%和年化波动%均为成立以来年化）

图 39：对冲基金平均 vs. 股票型基金指数



资料来源：Wind，国泰君安期货研究

图 40：月度收益率



资料来源：Wind，国泰君安期货研究



## 1.4 展期策略绩效回顾

在套期保值过程中，由于期货合约面临到期的问题，如果投资者的目标期限超过合约期限，投资者需要在合约临近到期时进行展期。此时除了要考虑展期后投资目标期限和合约期限的匹配以外，还应注意到的是，股指期货四个合约的基差并不总是单调递增或者单调递减的关系。在不同的市场环境中，各期限的合约会体现出不同的期限结构，这也决定了在不同时期，最优的合约可能发生变化。

我们在基差的基础上推出了两套逻辑互补的展期策略，按照相等权重合成为一个展期策略。多头展期策略代表做多股指期货、做空指数的收益；空头展期策略代表做空股指期货、做多指数的收益。同时根据股指期货各期限合约的市场持仓量，将 40%当月合约+10%次月合约+40%当季合约+10%次季合约的市场持仓组合作为策略基准组合，对照策略的相对收益。测算当中的成交价为全天均价，一方面尽量提升策略容量，另一方面采用相对保守的成交价，为潜在的冲击成本留足一定的空间。

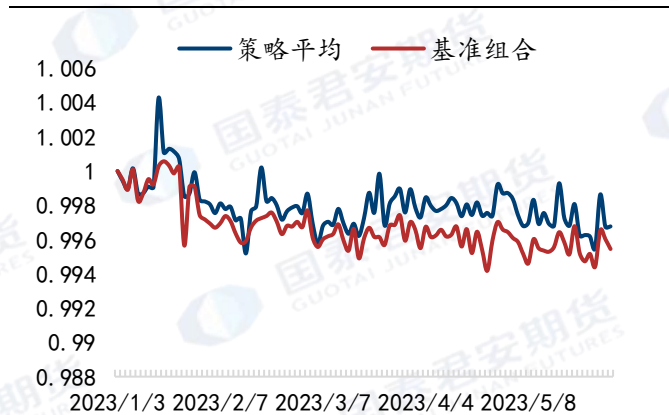
2023 年上半年，由于基差持稳于高位，且不降反升，因此多头展期策略较基准有一定的超额，空头展期策略收益不及预期。IF、IH、IC 和 IM 的多头展期策略上半年年化收益分别为 -0.8%、-4.1%、3.0% 和 6.5%，较基准组合的超额收益分别为 0.4%、-0.3%、0.8% 和 1.7%；IF、IH、IC 和 IM 的空头展期策略上半年年化收益分别为 1.0%、2.4%、-1.4% 和 -2.9%，较基准组合的超额收益分别为 -0.1%、-1.2%、1.0% 和 -0.4%，仅 IC 空头展期有超额收益。

表 3：IF 展期策略 2023 年绩效统计

	多头展期		空头展期	
	策略平均	基准组合	策略平均	基准组合
区间累计收益	-0.3%	-0.5%	0.4%	0.4%
年化收益率	-0.8%	-1.2%	1.0%	1.1%
年化波动率	2.0%	1.6%	2.1%	1.6%
最大回撤	-0.9%	-0.6%	-0.7%	-0.4%
夏普	-0.42	-0.73	0.46	0.68
卡玛	-0.92	-1.84	1.42	3.10

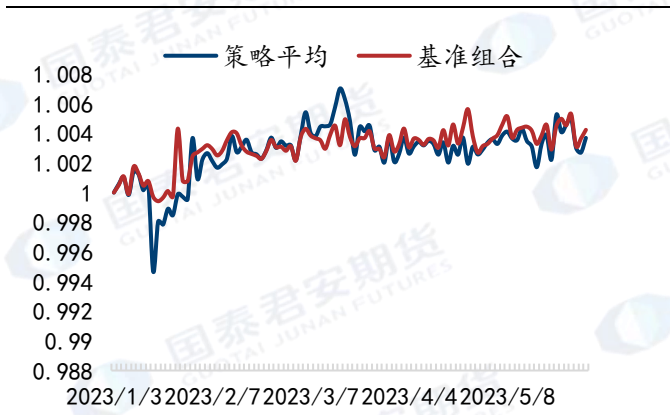
资料来源：国泰君安期货研究

图 41：IF 多头展期 2023 年净值



资料来源：国泰君安期货研究

图 42：IF 空头展期 2023 年净值



资料来源：国泰君安期货研究

表 4：IH 展期策略 2023 年绩效统计

	多头展期		空头展期	
	策略平均	基准组合	策略平均	基准组合
区间累计收益	-1.6%	-1.5%	0.9%	1.4%
年化收益率	-4.1%	-3.8%	2.4%	3.6%
年化波动率	4.3%	3.5%	2.9%	3.5%
最大回撤	-3.1%	-1.9%	-0.9%	-1.1%
夏普	-0.96	-1.10	0.83	1.06
卡玛	-1.32	-1.98	2.74	3.47

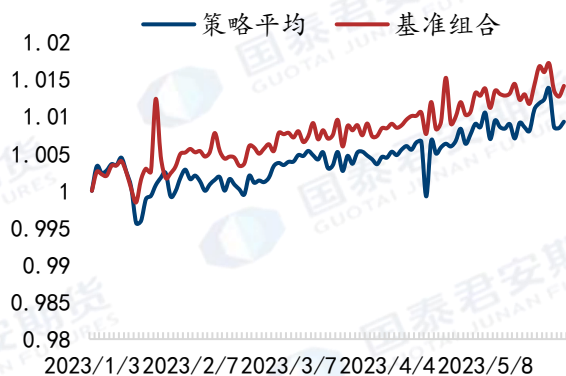
资料来源：国泰君安期货研究

图 43：IH 多头展期 2023 年净值



资料来源：国泰君安期货研究

图 44：IH 空头展期 2023 年净值



资料来源：国泰君安期货研究

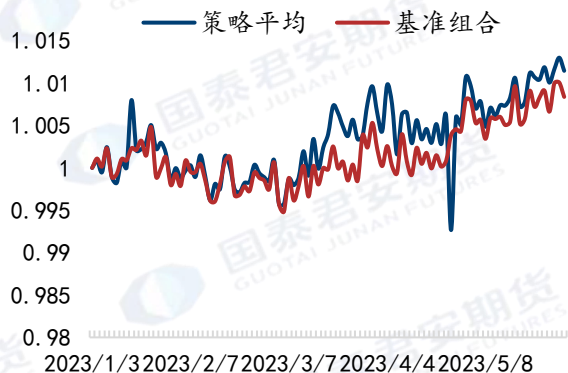
表 5：IC 展期策略 2023 年绩效统计

	多头展期		空头展期	
	策略平均	基准组合	策略平均	基准组合
区间累计收益	1.1%	0.8%	-0.5%	-0.9%
年化收益率	3.0%	2.2%	-1.4%	-2.4%
年化波动率	5.1%	3.7%	5.1%	3.7%
最大回撤	-1.7%	-1.0%	-2.0%	-1.6%
夏普	0.58	0.59	-0.27	-0.64
卡玛	1.74	2.18	-0.70	-1.51

资料来源：国泰君安期货研究

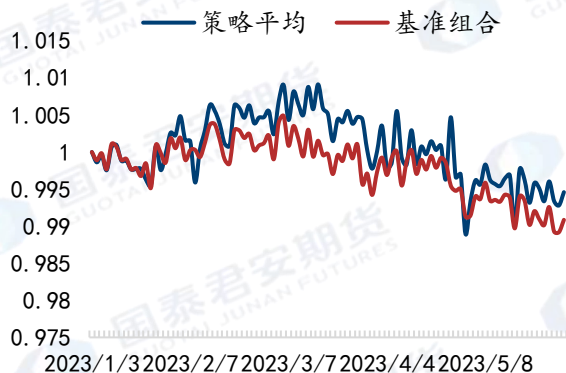


图 45：IC 多头展期 2023 年净值



资料来源：国泰君安期货研究

图 46：IC 空头展期 2023 年净值



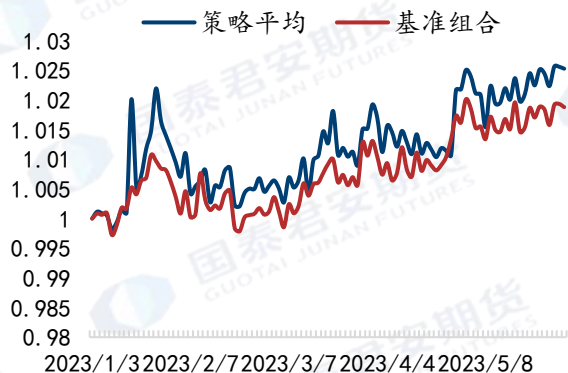
资料来源：国泰君安期货研究

表 6：IM 展期策略 2023 年绩效统计

	多头展期		空头展期	
	策略平均	基准组合	策略平均	基准组合
区间累计收益	2.5%	1.9%	-1.1%	-1.0%
年化收益率	6.5%	4.8%	-2.9%	-2.5%
年化波动率	6.4%	4.1%	3.3%	2.1%
最大回撤	-1.9%	-1.3%	-1.4%	-1.2%
夏普	1.02	1.17	-0.90	-1.22
卡玛	3.35	3.80	-2.14	-2.15

资料来源：国泰君安期货研究

图 47：IM 多头展期 2023 年净值



资料来源：国泰君安期货研究

图 48：IM 空头展期 2023 年净值

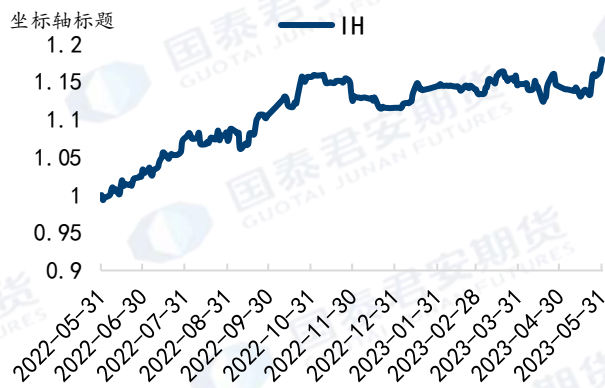


资料来源：国泰君安期货研究

## 1.5 潮汐指数策略绩效回顾

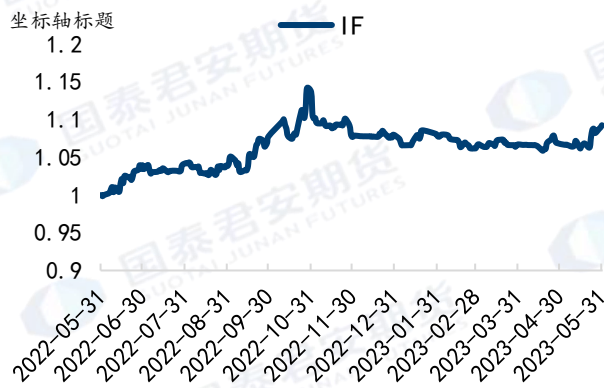
潮汐指数自 2022 年 2 月推出以来，陆续受到市场客户广泛关注，并已为一定数量的大型金融机构（券商、公募基金、私募基金等）提供了收益增厚或风险规避等不同方向的实际作用。本部分针对过去一年、今年两个时间维度，就潮汐指数具体运行情况展开统计描述，数据计算均基于每日实际推送的预测值进行展开。

图 49：IH 最近一年净值



资料来源：国泰君安期货研究

图 50：IF 最近一年净值



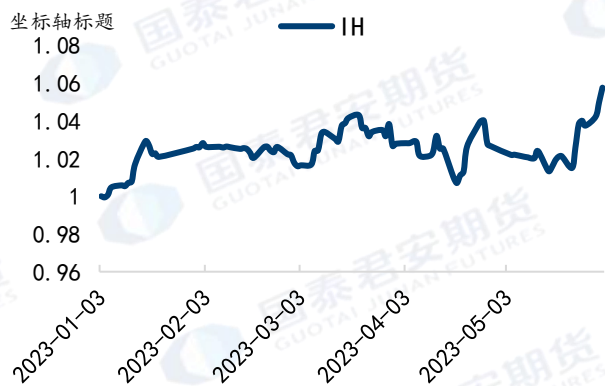
资料来源：国泰君安期货研究

表 7：最近一年绩效统计

	IF	IH	等权资产组合
收益率	9.25%	17.99%	13.62%
波动率	0.89%	1.17%	0.99%
年化收益率	9.25%	17.99%	13.62%
下行标准差	0.36%	0.67%	0.46%
最大回撤	7.28%	3.87%	5.05%
Sharpe 比率	1.12	2.13	1.84
Calmar 比率	1.27	4.65	2.69
年化波动率	6.40%	8.45%	7.12%

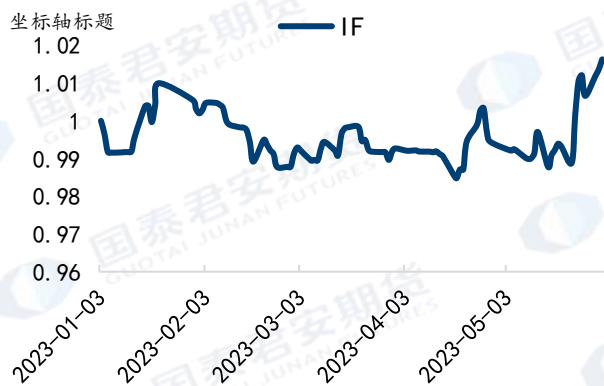
资料来源：国泰君安期货研究

图 51：IH 今年净值（截至 2023/5）



资料来源：国泰君安期货研究

图 52：IF 今年净值（截至 2023/5）



资料来源：国泰君安期货研究



表 8：今年绩效统计（截至 2023/5）

	IF	IH	等权资产组合
收益率	1.16%	5.77%	3.50%
波动率	0.76%	1.04%	0.83%
年化收益率	2.81%	14.42%	8.62%
下行标准差	0.26%	0.62%	0.35%
最大回撤	2.49%	3.46%	2.46%
Sharpe 比率	0.78	2.39	1.88
Calmar 比率	1.12	4.16	3.51
年化波动率	5.45%	7.52%	6.01%

资料来源：国泰君安期货研究

上半年（截至 5/31 日）沪深 300 指数下跌 1.72%，上证 50 指数下跌 5.15%，市场走势整体呈现出上下反复震荡行情，纵观来看震荡市占比较高，市场演绎特征较不利于趋势类策略盈利贡献。同期潮汐指数无杠杆收益率情况，IF 收益率 1.16%，IH 收益率 5.77%，二者收益特征基本符合对应市场趋势环境，策略收益表现符合设计目标与收益预期。

## 2. 国债期货市场

### 2.1 2023 年上半年国债期货市场回顾

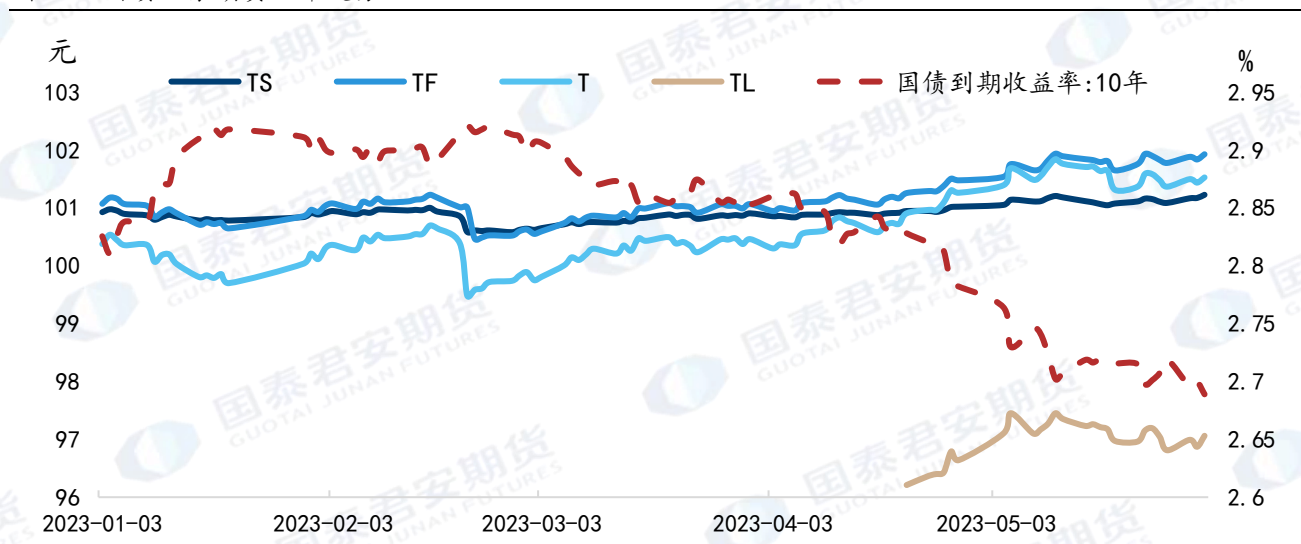
2023 年开年以来，国债期货市场整体延续“债牛”走势。市场先后经历了经济复苏预期定价、资金面结构性摩擦、稳增长预期交易等几轮行情切换，具体走势呈现为 1 月受复苏预期火热影响，期债价格承压下行；2 月经济数据反映复苏尚未转向，叠加春节前后产能下降，期债价格震荡修复回升；3 月 CPI、PPI 同比增速下行，“剪刀差”走阔，债市延续震荡回升走势；4 月，受央行“降准”落地驱动利好，利率下行推动期债价格加速上行；5 月，经济数据转弱反映复苏不及预期，复苏步伐放缓推动市场悲观情绪升温。资金面收紧使得“股债跷跷板”联动加强，债市成为避险首选，国债期货价格延续上行。

5 月底临近 2306 合约到期交割，本轮主力合约切换受多头主导移仓换月行情驱动，期债价格有所回落，开启震荡行情。十年期国债收益率目前下行至 2.7% 左右水平，整体收益率曲线形态趋平，反映短端国债收益率或已下行触底，而长端仍具有进一步下行空间。

截至 5 月 31 日，TS、TF、T 三品种的总持仓量受移仓换月影响有所下行，但整体来看，成交持仓稳步上行。总成交量峰值分别达到 67,159 手、101483 手以及 140737 手，总持仓量峰值分别达到 73379 手、126190 手以及 225491 手。虽相较于 2022 年 11 月历史峰值有所回落，但整体反映国债期货市场流动性良好，投资者参与度延续火热呈增长趋势。

目前债市运行方向主要受市场预期主导，市场对于央行公开市场操作以及货币政策呈现“脱敏”症状，实际政策落地效果不及预期。2022 年，市场投资者基于避险交易逻辑进入债市，流动性随着市场参与度提高而转好的同时，“强预期，弱现实”影响债市整体波动风险加剧。

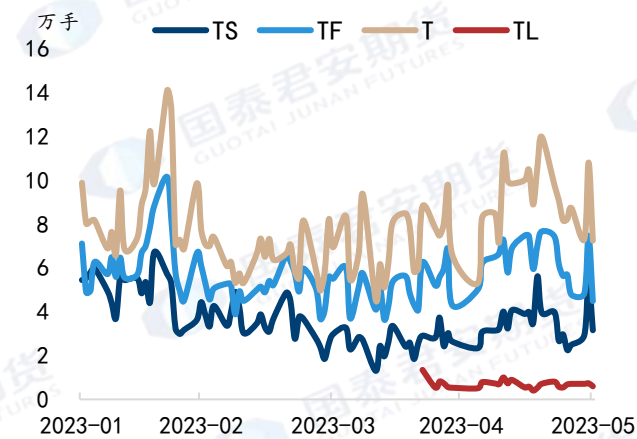
图 50：国债现券期货全年走势



资料来源：Wind，国泰君安期货研究

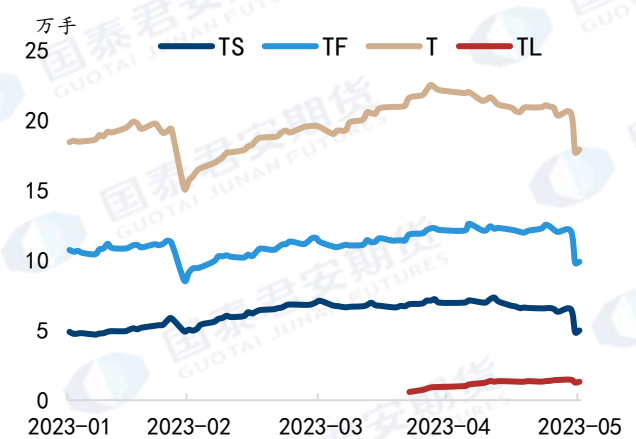


图 51：国债期货总成交量



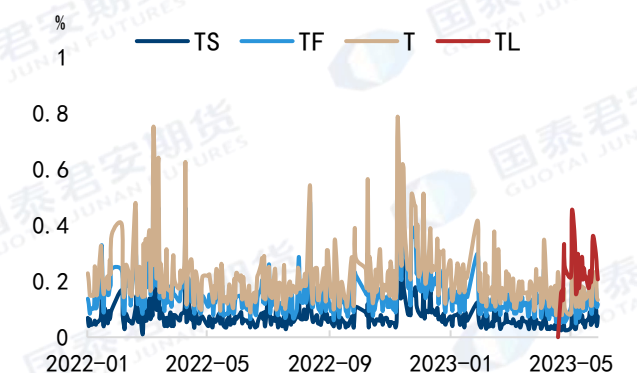
资料来源：iFind，国泰君安期货研究

图 52：国债期货总持仓量



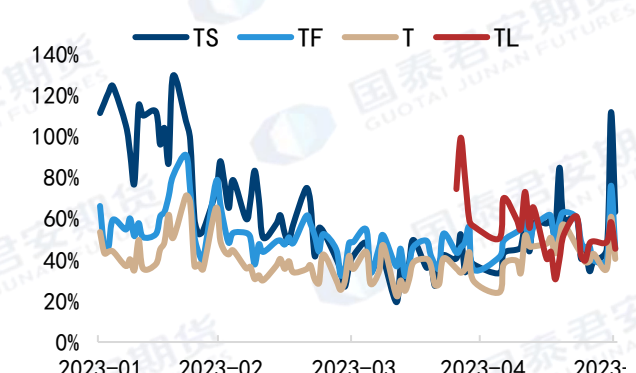
资料来源：iFind，国泰君安期货研究

图 53：振幅：22 年 11 月以来，日内波动风险加剧



资料来源：iFind，国泰君安期货研究

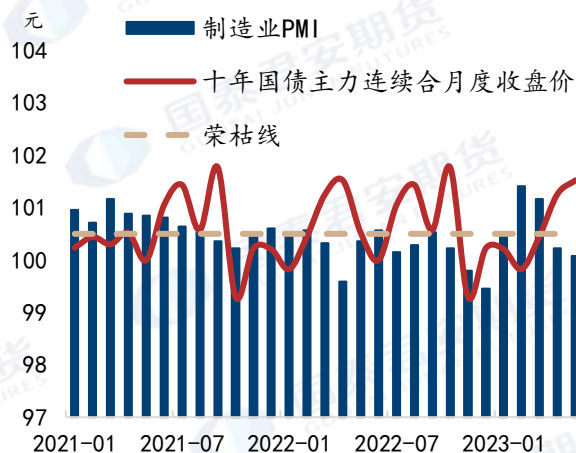
图 54：换手率：国债期货价格上行，换手逐渐缩减



资料来源：iFind，国泰君安期货研究

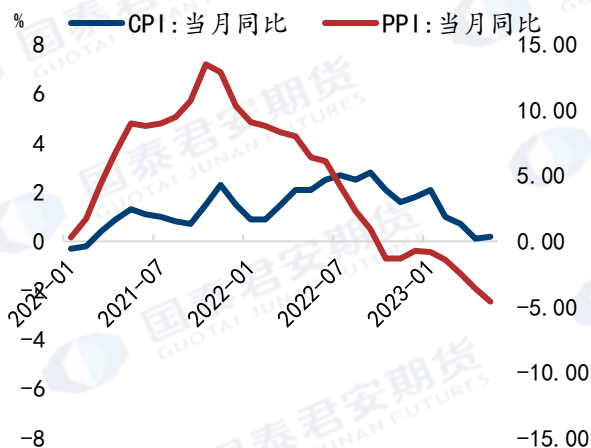
今年以来，市场延续预期驱动的市场风格，国债期货价格更多反映了市场对于经济复苏预期的情绪。经济数据方面持续处于，“真空期”，CPI、PPI 指标“剪刀差”持续走阔反映复苏不及预期；PMI 指数领先指标效果衰退，国债期货价格提前反映 PMI 变动方向，复苏预期不断降温驱动债市于 4-5 月开启强势上行走势。随着下半年脱离了“高基数效应”影响，经济数据预计将有所回暖驱动市场悲观预期转向。去年以来市场处于“宽货币”过渡至“宽信用”阶段，利率整体呈现下行走势，为国债期货价格上涨提供了空间。但随着今年上半年以来央行公开市场操作规模逐渐回归合理区间、货币政策落地效果有限、LPR 以及利率走廊维持不变，反映了央行公开市场操作手段较为保守，合理稳定促进复苏步伐。因此利率水平继续下行空间有限，债市预计将开启高位震荡行情。市场目前静待“宽信用”政策释放，具体落地时间点将决定“债熊”行情启动。

图 55: PMI 指数领先性衰减



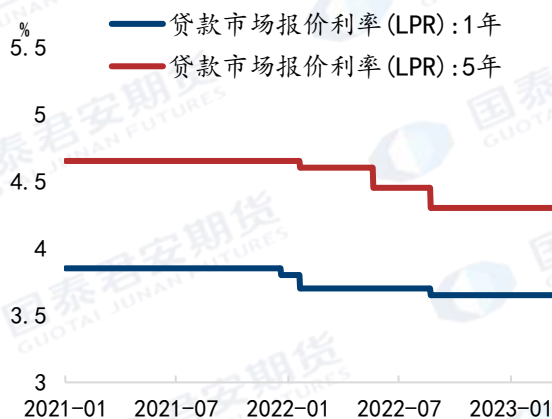
资料来源: iFind, 国泰君安期货研究

图 56: CPI、PPI “剪刀差”持续走阔



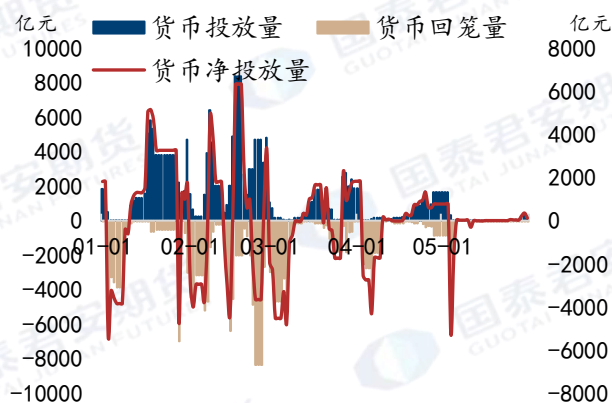
资料来源: iFind, 国泰君安期货研究

图 57: 2023 年以来, LPR 保持不变



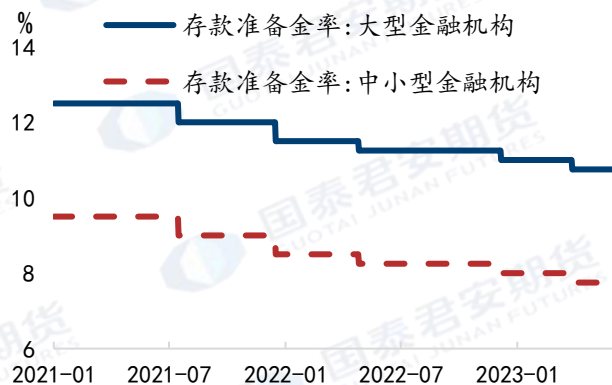
资料来源: iFind, 国泰君安期货研究

图 58: 央行 3 月以来公开市场操作规模放缓



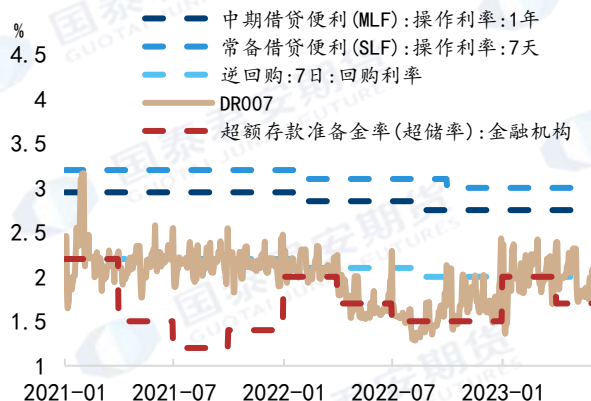
资料来源: iFind, 国泰君安期货研究

图 59: 央行 2023 年 3 月进行“降准”



资料来源: iFind, 国泰君安期货研究

图 60: 利率走廊 2023 上半年下行空间有限



资料来源: iFind, 国泰君安期货研究



## 2.2 30 年期国债期货上市运行情况

30 年期国债期货于 2023 年 4 月 21 日正式开始交易，合约设计方面根据 30 年期国债超长久期特征以及仿真交易情况进行了调整。

（一）**面值**方面延续 5 和 10 年期国债期货合约标的设计标准，30 年期国债期货品种考虑到现券交割的便利性，合约面值设置为 100 万元，票面利率维持 3%。相较于短久期 2 年期国债期货品种的 200 万元面值，

（二）**票面利率**方面则与已上市国债期货合约设置相同为 3%。从票面利率以及转换因子的计算出发，上市初期我们认为当收益率超过 3% 时，新发行的长久期国债将更有可能成为 CTD，30 年期 CTD 券变动情况将会相对比较稳定。但是由于近期利率水平持续下行，30 年期国债收益率下行至 3% 附近，引起 CTD 变动频繁程度超我们此前预期。

（三）**可交割国债期限**设置为不高于 30 年，剩余期限在 25 年以上的国债现券。保证了可交割券的可选择范围充分的同时，也保证了可交割 CTD 券的流动性，剔除了流动性相对更加低的国债现券（50 年期老券），这个规则思路和其他国债期货品种一致。

（四）**最小变动价位**的调整基于久期角度考虑，0.01 元的最小变动价位设置对于超长端国债期货合约的久期结构来说更为合理。

（五）**交易保证金比例和每日价格最大波动限制**分别设置为 3.5% 和 ±3.5%，相较于仿真交易的 4.0% 和 ±4.0% 均进行下调。从现券的历史波动情况来看，仅在波动超过 20bp 时才会触发涨跌停板，±3.5% 的涨跌幅限制能够保证市场的稳定程度的同时满足日内的波动诉求。资金使用效率的优势也能够吸引投资者参与 TL 合约交易，促进流动性改善。

表 7：合约设计

国债期货合约品种	2 年期 (TS)	5 年期 (TF)	10 年期 (T)	30 年期 (TL)
合约标的	面值为 200 万元人民币、票面利率为 3% 的名义中短期国债	面值为 100 万元人民币、票面利率为 3% 的名义中期国债	面值为 100 万元人民币、票面利率为 3% 的名义长期国债	面值 100 万元人民币、票面利率为 3% 的名义超长期国债
可交割国债	发行期限不高于 5 年，合约到期月份首日剩余期限为 1.5-2.25 年的记账式付息国债	发行期限不高于 7 年，合约到期月份首日剩余期限为 4-5.25 年的记账式付息国债	发行期限不高于 10 年，合约到期月份首日剩余期限不低于 6.5 年的记账式付息国债	发行期限不高于 30 年，合约到期月份首日剩余期限不低于 25 年的记账式付息国债
报价方式	百元净价报价			
最小变动价位	0.005 元			0.01 元
合约月份	最近的三个季月（3 月、6 月、9 月、12 月中的最近三个月循环）			
交易时间	9:15-11:30, 13:00-15:15; 最后交易日：9:30-11:30			
每日价格最大波动限制	上一交易日结算价的 ±0.5%	上一交易日结算价的 ±1.2%	上一交易日结算价的 ±2.0%	上一交易日结算价的 ±3.5%
最低交易保证金	合约价值的 0.5%	合约价值的 1.0%	合约价值的 2.0%	合约价值的 3.5%
最后交易日	合约到期月份的第二个星期五			
交割方式	实物交割			

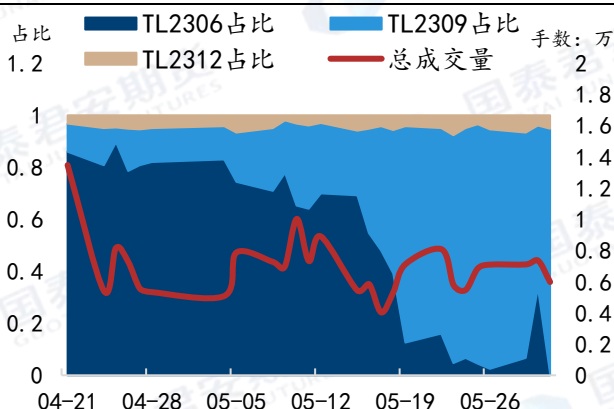
最后交割日	最后交易日后第三个交易日
上市交易所	中国金融期货交易所

资料来源：中金所，国泰君安期货研究

TL 合约上市初期自身定价偏低，叠加利率下行，收益率曲线形态整体由陡转平等因素，超长端收益率下行空间较大，TL 合约价格快速上涨。投资者谨慎态度导致合约交易参与度较低、观望情绪较浓等因素影响，成交量有所缩量下行，持仓量稳步增加，受移仓换月影响有所回落。成交占比和持仓占比目前均维持在国债期货市场总成交量和总持仓量的 4% 左右，可以看到持仓占比自上市以来保持稳定上行，而成交占比反映市场整体参与度尚处于初期阶段，进入交易成熟期仍需要时间。参照美国国债期货市场，30 年期国债期货随着交易成熟，成交占比和持仓占比将分别达到 6% 和 10% 左右的水平。

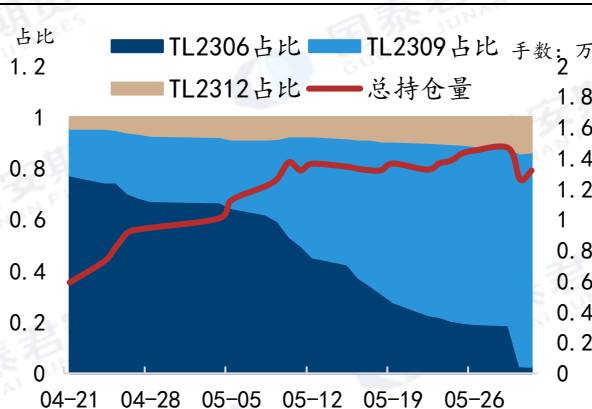
30 年期国债期货的上市将会带动超长久期现券交易的流动性，为超长久期风险管理提供衍生品工具灵活调整久期的更多选择，发挥现券端“价格发现”的作用。收益率曲线的整体结构和平滑度将会得到进一步改善，发挥基准收益率载体以及市场政策传导中枢的作用与重要性。

图 61：TL 合约成交分布情况



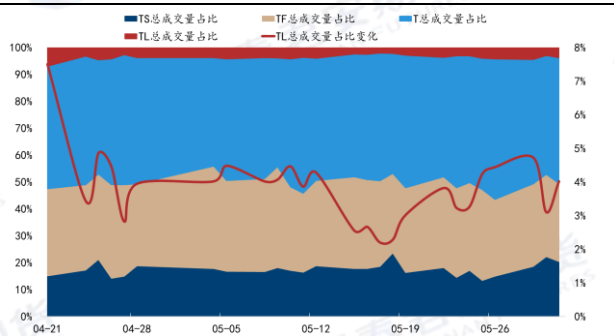
资料来源：iFind，国泰君安期货研究

图 62：TL 合约持仓分布情况



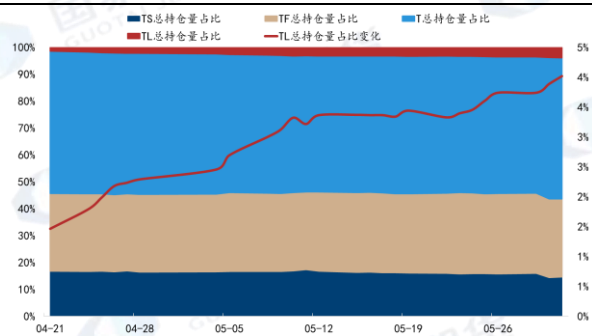
资料来源：iFind，国泰君安期货研究

图 63：TL 合约成交占比情况



资料来源：iFind，国泰君安期货研究

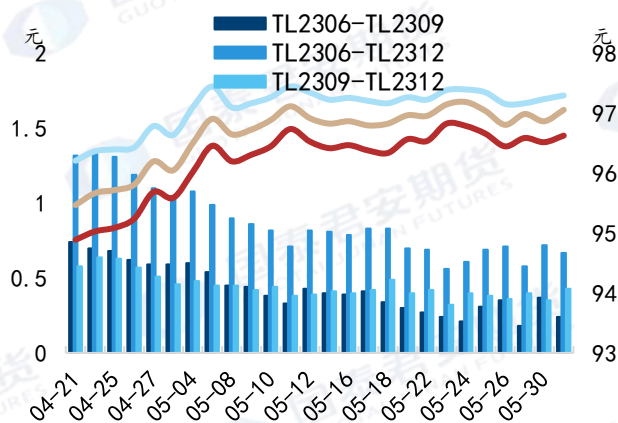
图 64：TL 合约持仓占比情况



资料来源：iFind，国泰君安期货研究

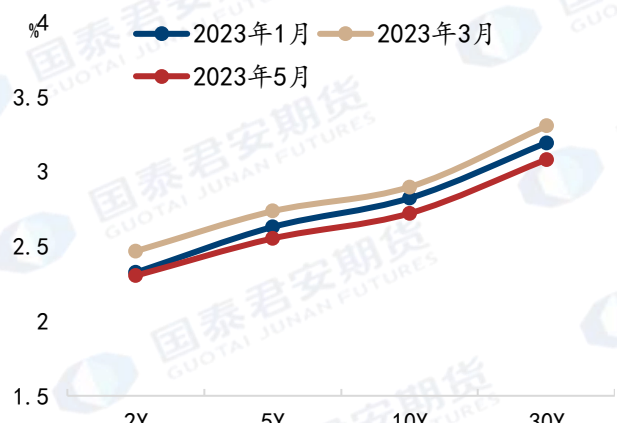


图 65: TL 合约跨期价差走势变化



资料来源: iFind, 国泰君安期货研究

图 66: 收益率曲线结构



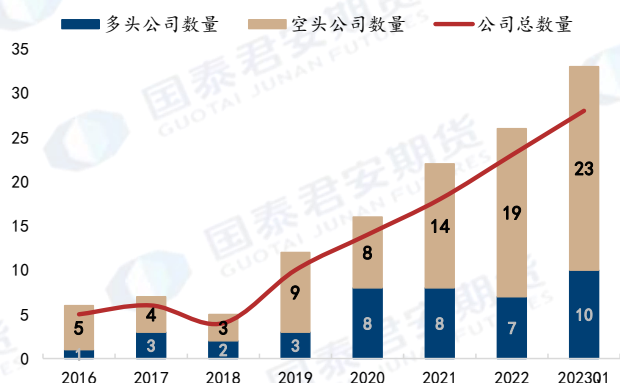
资料来源: iFind, 国泰君安期货研究

### 2.3 公募基金的国债期货持仓情况回顾

2023 年一季度，国债期货走低后再度上扬，期债指数均创新高，公募基金参与度有所回升。年初稳增长政策集中推出，叠加权益及商品市场的上涨，市场对复苏有强烈预期致使期债走弱；年后数据显示复苏程度不及预期，降准预期渐强，叠加 3 月海外银行风险事件，期债屡创新高。公募基金公司数量从 2022 年末的 23 家增加至 28 家，产品数量亦从 48 只上升至 65 只，回到 2022 年三季度末的水平，至四季度末，国债期货多头产品仍为 12 只，空头产品则从 48 只增至历史新高的 55 只。

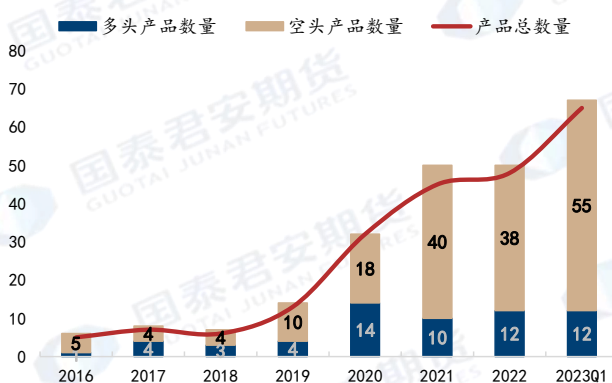
从市值来看，公募基金多头持仓市值进一步下降至 13.14 亿（前值 16.58 亿），空头持仓市值则上升至 70.28 亿（前值 30.6 亿），相较四季度末翻倍。此外，上述基金产品的总规模环比上升接近 50%，表明基金产品参与国债期货市场的热度逐渐回升。

图 67: 参与国债期货的公募基金公司数量



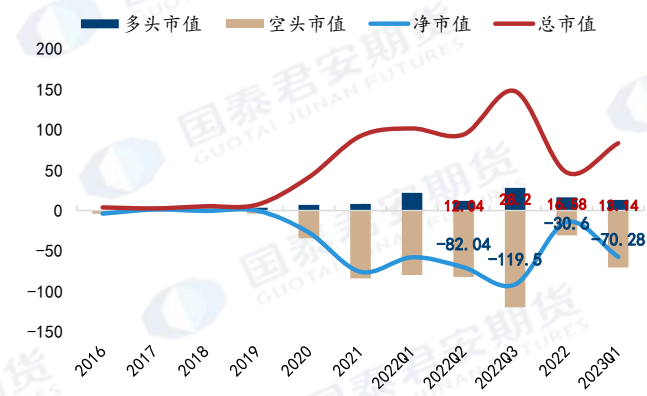
资料来源: Wind, 国泰君安期货研究

图 68: 参与国债期货的公募基金产品数量



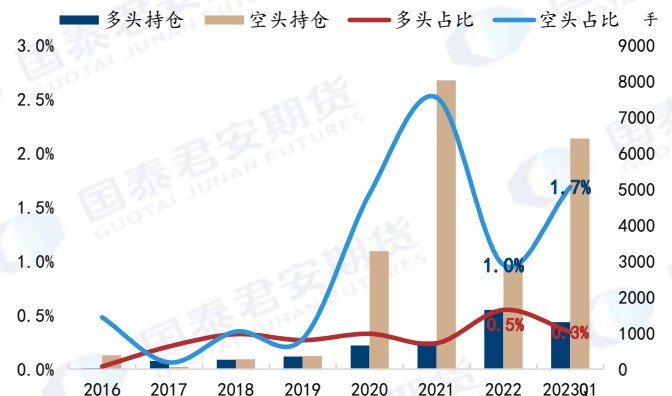
资料来源: Wind, 国泰君安期货研究

图 69：公募基金持有国债期货市值（亿元）



资料来源：Wind，国泰君安期货研究

图 70：公募基金持仓占市场总持仓的比例

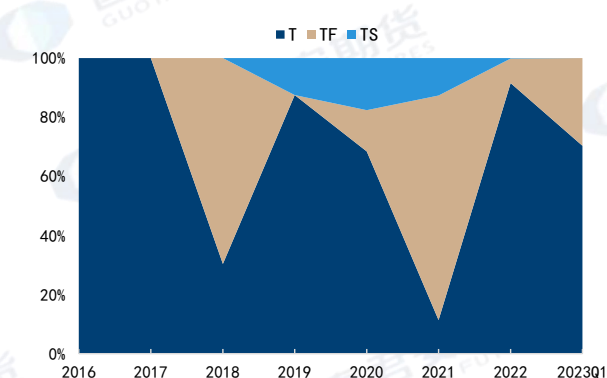


资料来源：Wind，国泰君安期货研究

截至 2023 年 3 月末，全市场总持仓量为 379,562 手（单边计算），较三季度末环比上升 26.32%，较 2022 年同期上升 12.32%。公募基金多头持仓量进一步从 1652 减少至 1306 手，市场占比从 0.5% 降至 0.3%，但空头持仓量则从 2905 手大幅增加至 6419 手，市场占比则从 1.0% 提升至 1.7%。

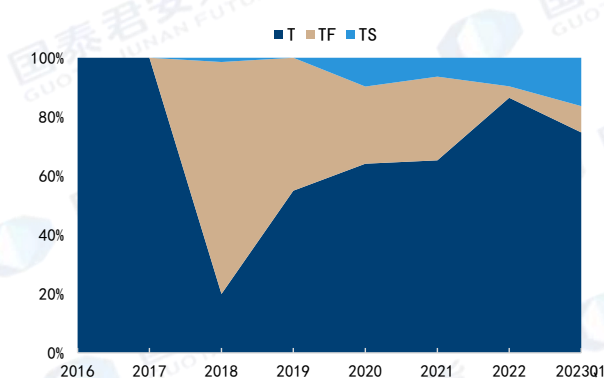
公募对国债期货品种的偏好未有明显变化，10 年期品种占比仍然较高，而 2 年期品种多头被清仓。分品种来看，公募基金在多头持仓中仅对 5 年期品种有所增仓，而空头持仓中各品种均有增仓。多头持仓中，5 年期品种持仓由 137 手增至 386 手，市值由 1.38 亿增长至 3.9 亿；空头持仓中，10 年期品种持仓从 2641 手翻倍至 5227 手，而 2 年期和 5 年期品种持仓量均由 100-150 手区间增至 550-650 手区间。因此多头持仓中 10 年期品种占比较上季末有所下降，空头持仓中 2 年期及 5 年期品种占比均有所上升。

图 71：国债期货多头持仓的品种构成



资料来源：Wind，国泰君安期货研究

图 72：国债期货空头持仓的品种构成



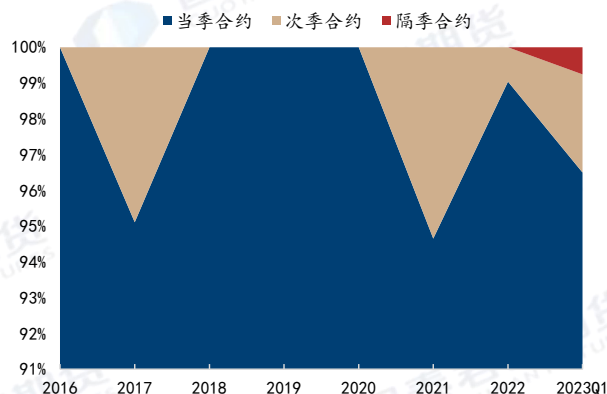
资料来源：Wind，国泰君安期货研究

持仓期限方面，当季合约仍是公募基金最为偏好的期限。除 2022 年二季度外，多头持仓中的当季合约占比长期以来在 95% 以上，2023 年一季度末这一比例略高于 96%，这表明在国债期货的多头配置中流动性仍是首要考量，但本季度末则首次出现了隔季合约的持仓，占比约为 0.76%。而本季末空头持仓中当季合约占比则有所提升，2023 年一季度末当季合约占比为 97.08%，次季合约占比从 14% 降至不足 3%，这意味着对冲资金在这类有



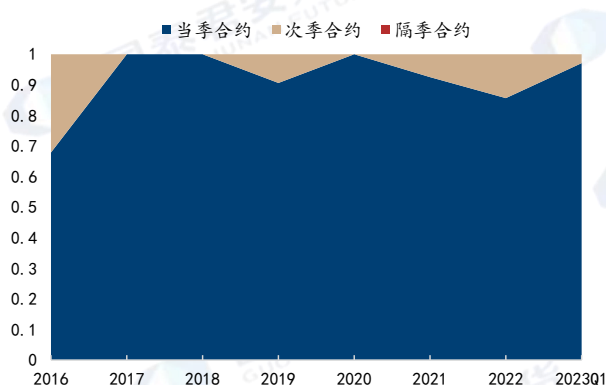
利行情中首选做空近月合约。

图 73：国债期货多头持仓的合约分布



资料来源：Wind，国泰君安期货研究

图 74：国债期货空头持仓的合约分布



资料来源：Wind，国泰君安期货研究

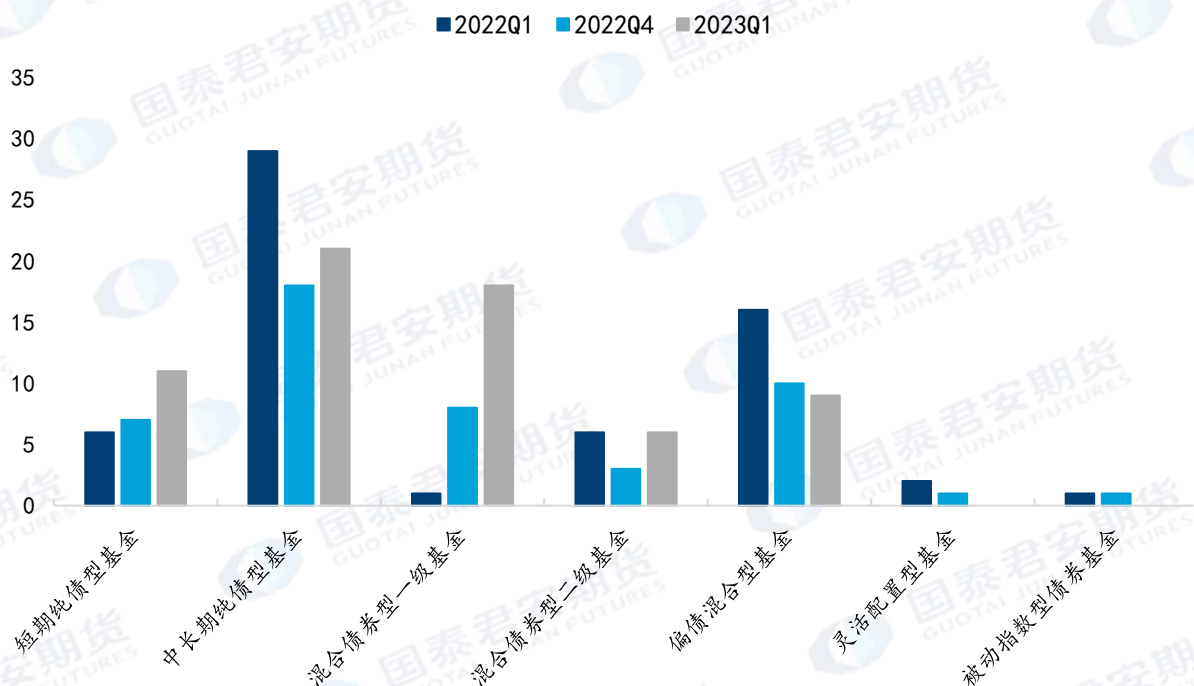
表 8：各类型基金产品中国债期货配置统计

报告期	基金类型	产品个数	国债期货市值（亿元）		占债券规模比例	
			多	空	多	空
2022Q4	短期纯债型基金	7	0.4	-1.2	6.90%	-0.88%
	中长期纯债型基金	18	9.6	-13.6	5.83%	-6.42%
	混合债券型一级基金	8	5.0	-9.6	11.70%	-5.06%
	混合债券型二级基金	3	1.6	-0.2	3.39%	-4.00%
	偏债混合型基金	10	-	-4.3	-	-4.74%
	灵活配置型基金	1	-	-0.8	-	-6.49%
	被动指数型债券基金	1	-	-0.9	-	-4.16%
2023Q1	短期纯债型基金	11	0.3	-7.1	2.84%	-4.77%
	中长期纯债型基金	21	5.5	-33.3	3.54%	-6.18%
	混合债券型一级基金	18	6.0	-23.8	11.60%	-7.26%
	混合债券型二级基金	6	1.3	-2.4	1.84%	-4.98%
	偏债混合型基金	9	-	-3.7	-	-4.68%
	灵活配置型基金	0	-	-	-	-
	被动指数型债券基金	0	-	-	-	-

资料来源：Wind，国泰君安期货研究

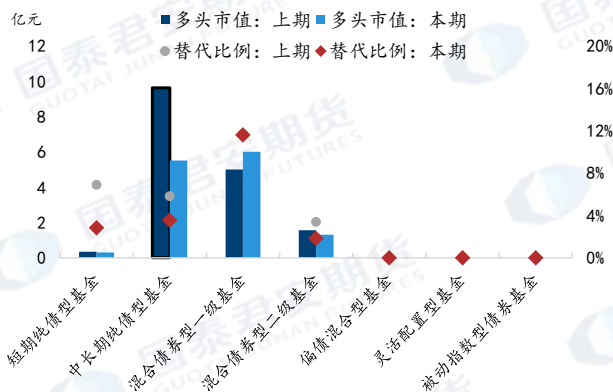
各类基金产品的产品数量增减不一，短期纯债型和混合债券型一级基金数量上升较多，多头替代比例有所下降，空头对冲比例有所上升。中长期纯债型基金的产品数量虽然有所增加，但其多头替代市值及比例则下降近一半；混合债券型一级基金对冲市值则从 9.6 亿元大幅上升至 23.8 亿元，比例亦从 5.06% 提升至 7.26%。

图 75：配置国债期货的公募基金产品数量（只）



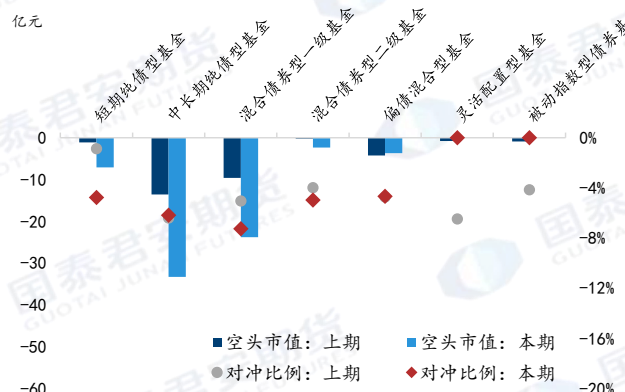
资料来源：Wind，国泰君安期货研究

图 76：国债期货多头市值和平均替代比例



资料来源：Wind，国泰君安期货研究

图 77：国债期货空头市值和平均对冲比例

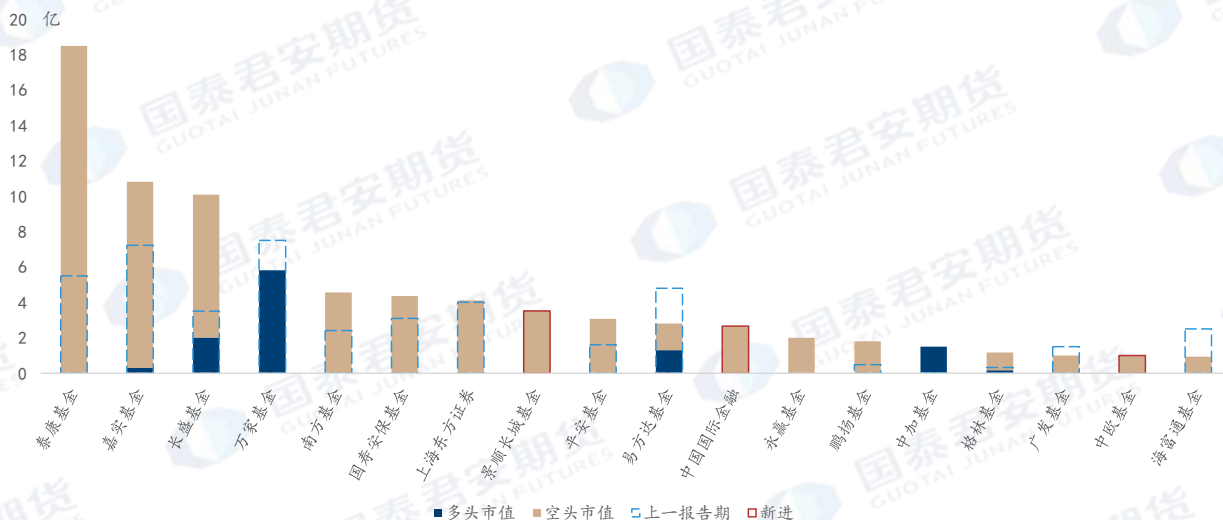


资料来源：Wind，国泰君安期货研究

一季度主要参与者以空头增仓为主。国债期货主要参与者中，泰康基金、嘉实基金和长盛基金持仓市值均升至 10 亿元以上，较上期有较大提升，且以空头持仓占绝大部分。万家基金对于国债期货的多头持仓市值则从上期的 7.52 亿元下降至约 5.82 亿元；易方达基金的持仓规模则从上期的 4.81 亿元降至 2.82 亿元。此外，景顺长城基金、中国国际金融、中欧基金等 8 家基金公司新进国债期货市场，前述 3 家公司持仓市值分别为 4 亿元、3 亿元和 1 亿元，其余持仓市值均在 1 亿元以下。



图 78：2022 年末公募基金持仓市值（亿元）



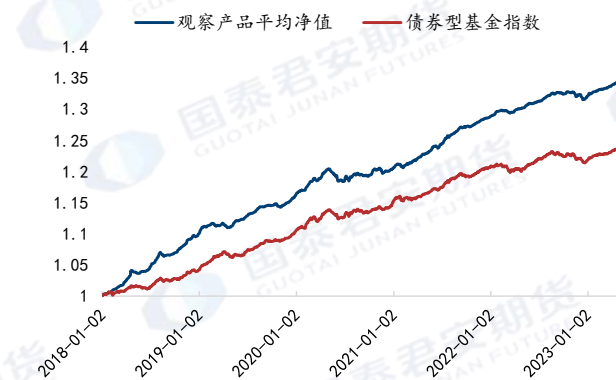
资料来源：Wind，国泰君安期货研究

表 9：配置国债期货的公募基金业绩表现

基金代码	基金名称	季度收益%	季度份额变化 (亿份)	年化收益%	年化波动%	历史最大回撤%	夏普
004859.OF	泰康年年红一年定开	1.70	0.00	5.39	3.08	-2.03	1.75
007744.OF	长盛安逸纯债A	1.76	9.03	4.60	1.34	-4.61	3.42
012279.OF	嘉实稳和6个月持有A	1.14	39.20	3.44	0.54	-0.45	6.39
007417.OF	泰康信用精选A	1.65	-10.30	3.59	0.92	-2.16	3.89
007262.OF	东方红聚利A	1.73	-1.47	6.80	4.50	-4.08	1.51
007603.OF	景顺长城中短债A	0.93	7.52	2.89	0.61	-1.12	4.72
009338.OF	万家民瑞祥和6个月持有A	0.44	-9.86	3.10	0.94	-1.35	3.29
920007.OF	中金恒瑞A	1.06	-2.26	4.03	2.98	-3.13	1.35
004544.OF	嘉实稳华纯债A	0.79	-0.23	4.04	0.71	-0.59	5.67
003329.OF	万家鑫安纯债A	0.38	-1.64	3.97	0.82	-2.98	4.87
003102.OF	长盛盛裕纯债A	1.86	3.93	3.78	1.80	-5.57	2.11
007837.OF	国寿安保尊耀纯债A	1.45	-2.76	3.96	1.20	-1.65	3.31
014234.OF	永赢轩益	0.95	0.00	2.69	1.10	-2.05	2.45

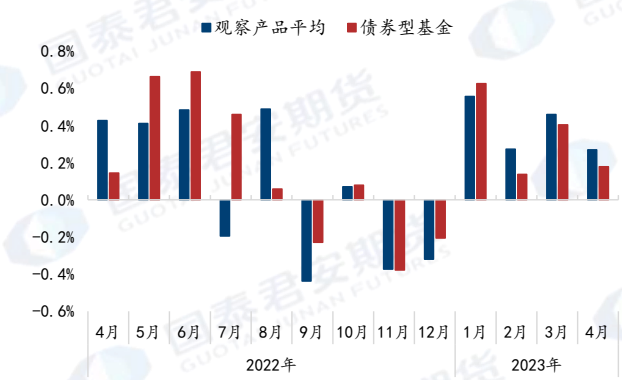
资料来源：Wind，国泰君安期货研究（注：季度收益%未经年化，年化收益%和年化波动%均为成立以来年化）

图 79：观察产品平均 vs. 债券型基金指数



资料来源：Wind，国泰君安期货研究

图 80：月度收益率



资料来源：Wind，国泰君安期货研究

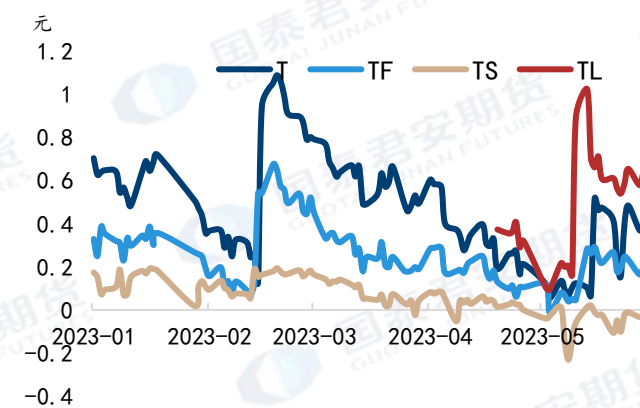
## 2.4 国债期货套利策略相关

对于常规国债期货市场套利策略方面，重点关注国债期货与现券之间的基差、净基差以及 IRR 数据，国债期货跨品种合约间和跨期合约间价差变化，寻找相对价格强弱变化产生的套利机会。

从国债期货基差走势来看目前市场随着投资者参与度逐渐提升，基差呈现出显著收敛规律，波动水平有所降低，因此基于基差均值回归特征套利的机会相应减少。具体表现为移仓换月阶段，主力合约切换后基差走阔后，临近新一轮交割日来临逐渐收敛于 0 的规律性走势，此前国债期货与现券市场之间由于流动性状况较差导致存在一定的定价差异，基差呈现波动水平较高，基于其均值回归方向进行套利是基差套利策略构建的主要逻辑。自 2022 年 11 月以来，国债期货市场流动性转好，带动国债现券流动性的同时，两市场之间定价差异产生的套利机会逐渐减少，基差走势与海外成熟的国债期货市场类似反映了目前我国债市随着参与度上升逐渐发展完善。

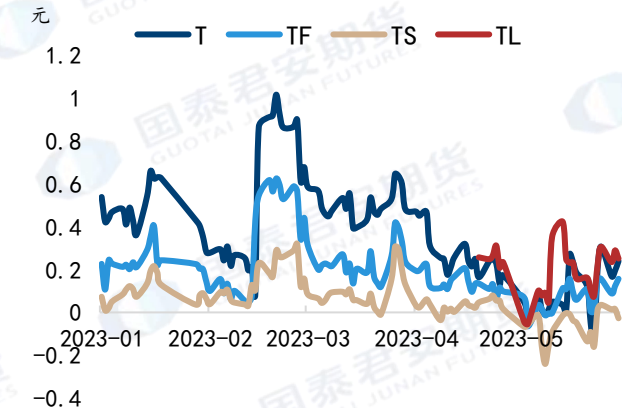
净基差则从理论上反映了国债交割期货或转换期权的价格，目前随着 10 年期国债收益率下行至 2.7% 水平，使得 T、TF、TS 主力合约净基差具有了看跌期权价格属性，随着国债期货价格上行逐渐收敛于 0。实际上净基差与 IRR 指标呈现反向变化，均能够作为反映市场情绪变化、衡量国债期货与现券之间相对价格强弱变化的指标，IRR 走高与净基差收敛表示国债期货目前价格相对于现券价格有所高估，或已上行见顶，进一步走强空间有限，利率目前也将延续磨底震荡走势。因此基于上半年以来净基差以及 IRR 走势观察，目前国债期货市场随着价格上涨性价比相对减弱，对于现券的多头替代效果较差，基差套利以及 IRR 套利策略方面建议保持观望。

图 81：国债期货主力合约基差走势



资料来源：iFind，国泰君安期货研究

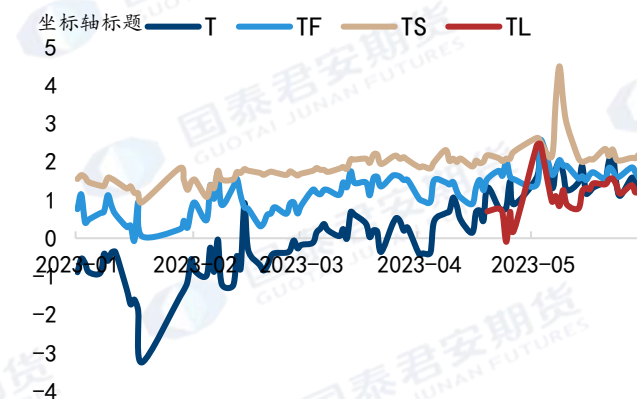
图 82：国债期货主力合约净基差走势



资料来源：iFind，国泰君安期货研究



图 83：国债期货主力合约 IRR 走势

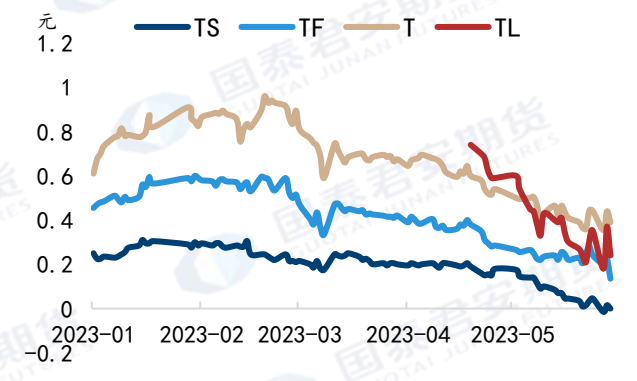


资料来源：iFind，国泰君安期货研究

从跨期价差走势来看，随着 4-5 月国债期货价格加速上行，本轮 2306 合约主力切换过程中，移仓换月受多头主导影响，跨期价差有所收敛，常规买近卖远的跨期套利策略产生亏损。跨期价差在移仓换月以外的阶段与国债期货价格走势保持高度正相关，跨期组合中近月合约受流动性影响，价格波动幅度高于远月合约。临近移仓换月阶段，常规空头套期保值配置持有期货空头方，将会提前进行移仓以减少套保成本。而本轮随着国债期货强势上行使得当季合约上行空间有限，国债期货空头方更倾向于持有至到期交割，而多头方选择提前切换主力合约获取更多上行空间。因此当季合约多头平仓以及下季合约多头开仓使得跨期价差出现走窄，常规买近卖远跨期套利策略产生亏损。短期内由于债市运行方向为明，建议等待债市拐点出现，进行买远卖近的跨期套利机会，在移仓换月阶段由空头主导将出现买近卖远的跨期套利机会。

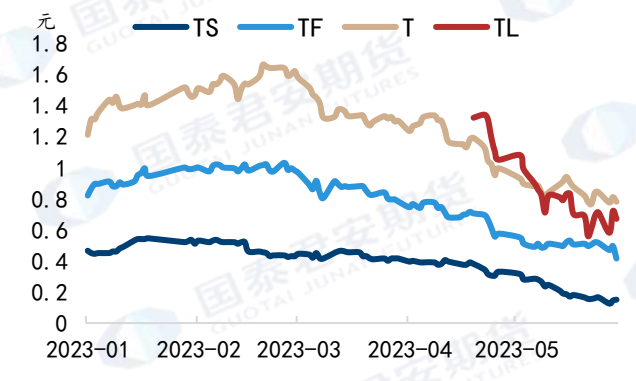
跨品种价差变化则整体反映国债期货收益率曲线结构变化，2023 年上半年以来，T-TF，TF-TS 价差均较年初有所上升，反映长端收益率与短端收益率之间利差收窄，收益率曲线整体趋平，做平收益率曲线组合存在套利空间，目前随着利率下行触底震荡，短端收益率将会相较于长端收益率更快出现回弹，2 年期国债期货与 10 年期国债期货价格涨跌将出现分化，存在进一步做平收益率曲线的套利空间。下半年可适当关注做陡收益率曲线的交易机会，受复苏预期升温影响，长端收益率或将出现上行。

图 84：跨期价差：当季-下季



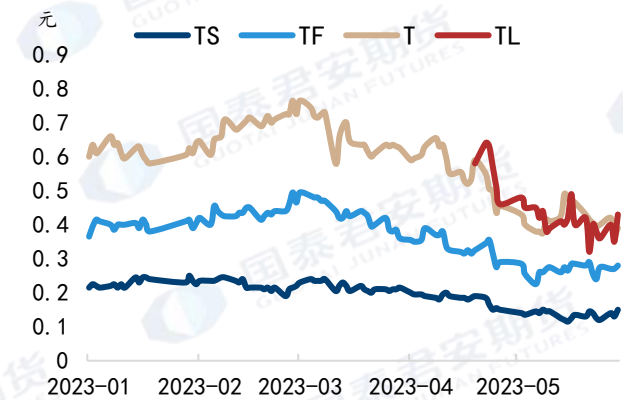
资料来源：iFind，国泰君安期货研究

图 85：跨期价差：当季-远季



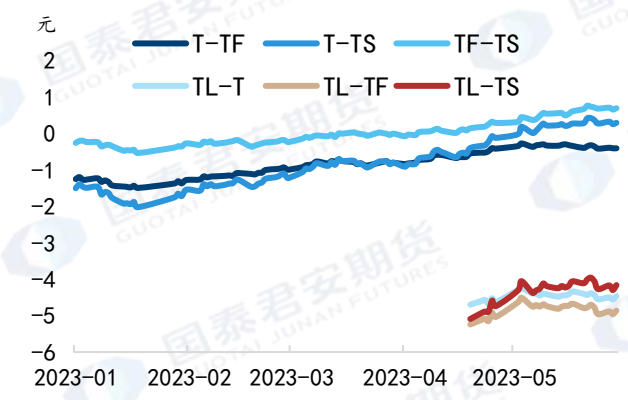
资料来源：iFind，国泰君安期货研究

图 86：跨期价差：下季-远季



资料来源：iFind，国泰君安期货研究

图 87：跨品种主力合约价差（根据开盘价向前复权）



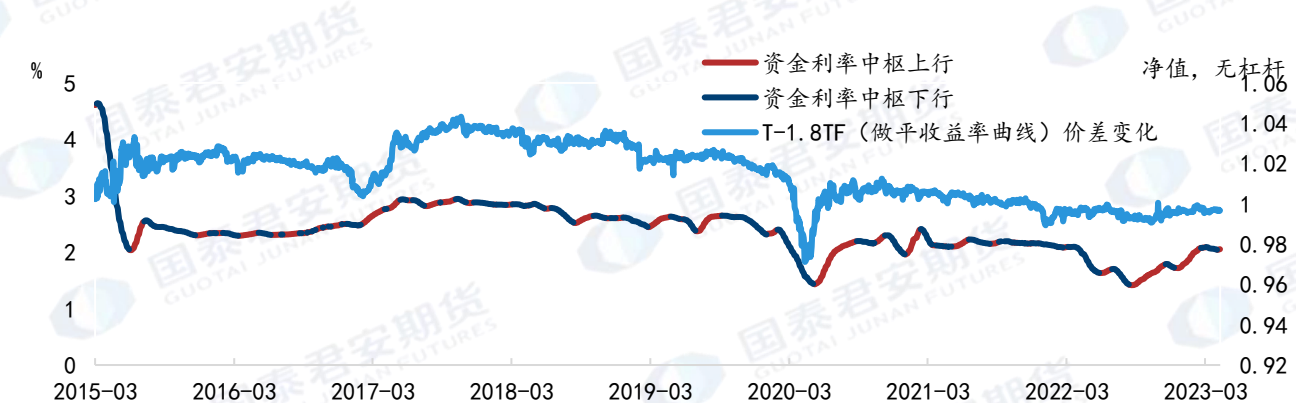
资料来源：iFind，国泰君安期货研究

## 2.5 久期中性价差策略

目前国债期货约覆盖了收益率曲线的短、中、长以及超长久期各个环节，为市场提供了灵活调整久期的可能性。国债期货交易发挥自身“价格发现”属性功能，促进现券流动性使得收益率曲线形态和平滑程度得到改善的同时，也促进了收益率曲线对于央行政策的传导效率，因此基于资金利率的位移方向构建久期中性价差策略进行套利成为了可能。

资金利率自身存在一定的月度性波动因素以及均值回归特征，呈现围绕水平中枢震荡的走势。通过对资金利率曲线进行平滑化处理剔除其自身短期内波动影响后得到均值水平中枢，根据资金利率水平中枢的上下行趋势能够找到曲线交易策略的平陡信号。

图 88：资金利率中枢与 T-1.8TF 价差变化走势相关



资料来源：iFind，国泰君安期货研究



表 10：回测设定

回测区间	2015.03.20-2023.05.31
交易品种	T、TF 主力合约
基准	做陡 (1.8TF-T) 曲线交易收益
指标计算	T 日收盘
开仓时点	T+1 日开盘
平仓时点	T+2 日开盘
保证金	100%，无杠杆，无手续费

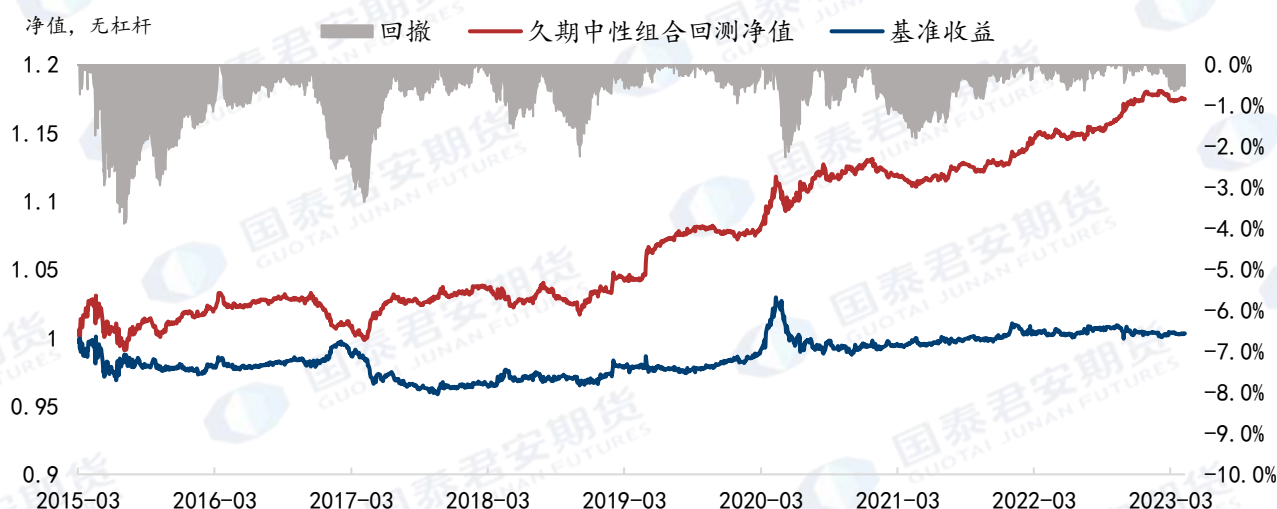
资料来源：国泰君安期货研究

表 11：久期中性组合曲线交易策略历史表现

	最大回撤	胜率	年化收益	年化波动率	夏普比率	卡玛比率
总表现	-3.88%	54.05%	2.08%	2.53%	0.82	0.53
2015	-3.80%	55.38%	2.50%	5.11%	0.49	0.66
2016	-1.06%	52.87%	0.46%	1.66%	0.28	0.44
2017	-2.37%	56.15%	1.00%	1.93%	0.52	0.42
2018	-2.25%	50.21%	0.12%	2.03%	0.06	0.05
2019	-0.58%	52.46%	4.26%	2.20%	1.94	7.32
2020	-2.19%	57.61%	4.95%	3.26%	1.52	2.25
2021	-1.80%	50.21%	-0.25%	1.30%	-0.19	-0.14
2022	-0.62%	58.26%	4.31%	1.63%	2.64	7.01
2023	-0.65%	52.56%	0.05%	0.98%	0.05	0.07

资料来源：国泰君安期货研究

图 89：久期中性组合曲线交易策略净值曲线



资料来源：国泰君安期货研究

## 2.6 多因子择时策略

债券市场承载着对未来经济、通胀、财政和货币政策的预期。通常情况下，利率趋势变化可以通过经济增长和通货膨胀来解释。然而，在政策和经济周期错位或不匹配的情况下，传统的分析思路可能难以解释或判断行情，因此需要引入更多的角度进行分析。我们拜访了多家机构的投资经理和研究员发现，目前债市分析主流仍然以宏观视角自上而下的框架为主，量化分析的应用相对较少，仅限于债券收益率的技术分析。然而，我们也观察到，在某些阶段，更加注重微观层面变化的量化结论更为有效，越来越多的机构开始设立固定收益的量化研究岗位。在这里，我们尝试通过量化的角度分析，做出更为全面的债市观察，实现更为精准的投资决策。

国债期货择时策略由多个子因子组成，包括量价因子，会员持仓因子，以及基本面数据因子三大类因子。量价因子包括中长期的动量因子，短期的反转因子，以及日内形态因子，基本面数据因子包括相关品种价格、市场利率数据、现券数据等。

图 90：多因子策略历史表现

	全周期	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年
收益率	6.48%	5.87%	3.75%	14.14%	8.05%	3.75%	9.05%	5.75%	3.28%	2.14%
波动率	4.39%	6.19%	5.44%	5.19%	4.15%	3.68%	4.73%	2.88%	2.88%	2.02%
夏普比率	1.48	0.95	0.69	2.73	1.94	1.02	1.91	2.00	1.14	1.06
最大回撤	6.51%	5.66%	6.23%	2.95%	2.85%	2.26%	2.68%	1.73%	1.65%	1.32%
卡玛	1.00	1.04	0.60	4.80	2.83	1.66	3.38	3.32	1.99	1.62
胜率	54.18%	54.36%	54.10%	56.97%	54.32%	54.10%	55.56%	53.91%	50.41%	53.64%
换手	15.25%	7.22%	12.35%	21.40%	10.74%	24.69%	20.66%	9.09%	9.96%	25.69%

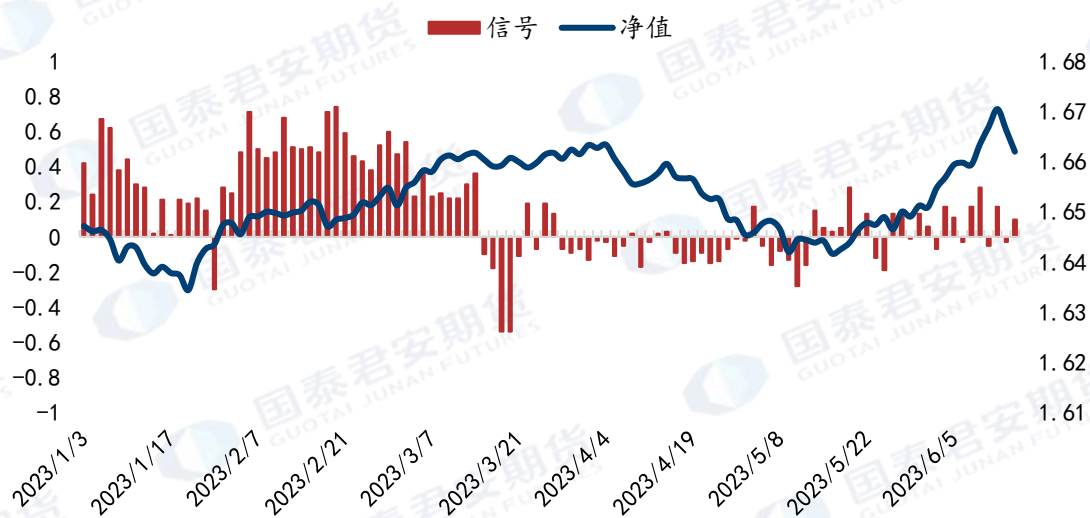
资料来源：国泰君安期货研究

今年债市整体来说超出市场预期，处于强趋势，信号在年初以强多头为主，2 季度后，有部分反转属性的因子发出多头止盈的信号，导致信号整体偏震荡，从策略表现来看，截至 6 月 14 号，1 倍杠杆下，今年策略年化收益率为 2.14%，最大回撤 1.32%，夏普 0.90，卡玛 1.12；加入仓位管理后，年化收益率为 1.26%，最大回撤



0.20%，夏普 2.06，卡玛 6.21，平均仓位为 23.4%。

图 91：多因子策略今年表现



资料来源：国泰君安期货研究