

交易咨询资格号：
证监许可[2012]112

股指期货品种
策略报告

2024 年 6 月 6 日

分析师

张月
宏观与股指期货高级分析师
期货从业资格：F03087913
交易咨询资格：Z0016584

联系电话：13472807758
E-mail: zhangyue@ztqh.com
客服电话：400-618-6767
公司网址：

中泰微投研小程序



中泰期货公众号



- **根据关键性指引文件**，当前公募基金产品结构中可以参与股指期货交易的基金类型包括股票型基金（普通股票型、被动指数型、增强指数型）、混合型基金（偏股混合型、偏债混合型、灵活配置型）、特殊类型基金（股票多空型）以及 QDII 基金，不能参与股指期货交易的基金产品类型包括债券型基金、货币市场基金以及 FOF 基金。同时，公募基金参与股指期货交易，应当根据风险管理的原则，以套期保值为目的，并按照中金所套期保值的有关规定执行。
- **根据 2023 年年报数据披露**，当前国内公募运用股指期货进行风险管理的空间尚未显性打开，期指持仓基金产品数量占比稳定在 4% 左右。截至 2023 年末，总计 58 家公募基金的产品具有股指期货持仓，环比增加 3 家，具体涉及 295 只基金产品，其中股票型基金 197 只、混合型基金 75 只、另类投资基金（股票多空型）23 只，分别环比增加 21 只、13 只、持平。**持仓方向看**，自 2022 年末开始，公募基金股指期货多头持仓更为集中且持仓演绎节奏上空头减仓而多头增仓。**持仓数量方面**，截至 2023 年末，股指期货多单和空单持仓数量分别为 10999 手和 4876 手，其中多单持仓量首次突破 10000，净持仓整体表现为多头且已经连续 5 个季报结点呈现净多头持仓。**持仓市值方面**，截至 2023 年末，公募基金股指期货多、空持仓市值分别为 107.72 亿元、52.83 亿元，净持仓市值规模为 54.89 亿元。**期指持仓品种结构上**，公募基金在 IH 品种上的持仓已经明显转为多头但是 IH 品种持仓占比较低。公募基金在 IM 品种上的净持仓更多表现为空头且从角度看 IM 空单持仓显著增加。此外，公募基金多单持仓偏好逐渐从 IC 品种向 IF 品种转移，而空单持仓当前更加偏好 IF，公募基金对 IM 品种的空配积极性持续抬升。**期指持仓期限结构上**，公募基金对股指期货多单持仓更加集中于当月以及当季合约，趋势上当月合约占比在回落而当季合约占比在抬升，但是 2023 年四季度边际变化与整体趋势显性背离。
- **分析公募基金机构季报数据**，股票型基金大类中被动指数基金与普通股票型基金产品在股指期货上表现为单边多单持仓，同时增强指数型基金也大多数情况下同样为股指多单持仓，从持仓集中度来看被动指数型基金占比具有绝对优势；混合型基金中偏股混合基金以及平衡混合基金在股指期货上表现为单边多单持仓，而灵活配置型基金以及偏债混合型基金产品的期指持仓具有双边特征，从持仓集中度来看灵活配置型基金具有绝对优势；特殊类型基金大类中主要是追求绝对收益的股票多空型基金运用股指期货进行系统性风险的对冲，其在股指期货持仓上表现为单边空单持仓。
- **风险提示**：公募基金季报股指期货数据披露与现实情况存在差异

从季报持仓看股指期货在公募基金中的应用

——2024 年 2 月股指期货月度策略报告

一、公募基金参与股指期货交易相关规则

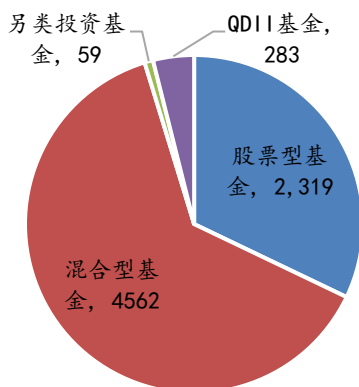
- 根据《证券投资基金参与股指期货交易指引》第三条，基金参与股指期货交易，应当根据风险管理的原则，以套期保值为目的，并按照中金所套期保值的有关规定执行。同时，《证券投资基金参与股指期货交易指引》第四条规定股票型基金、混合型基金及保本基金可以按照本指引参与股指期货交易，债券型基金、货币市场基金不得参与股指期货交易。此外，根据《合格境外机构投资者参与股指期货交易指引》第三条，合格投资者参与股指期货交易，只能从事套期保值交易，并按照中金所的有关规定执行。并且，根据《基金中基金（FOF）审核指引》（2019 年 6 月 3 日）第三条，基金中基金可以投资 QDII 基金份额、香港互认基金份额，但不能投资分级基金份额、股指期货、国债期货和股票期权。
- **目前可以参与股指期货交易的基金类型**包括股票型基金（普通股票型、被动指数型、增强指数型）、混合型基金（偏股混合型、偏债混合型、灵活配置型）、特殊类型基金（股票多空型）以及 QDII 基金，不能参与股指期货交易的基金产品类型包括债券型基金、货币市场基金以及 FOF 基金。
- **普通类型基金产品**根据风险管理原则并以套期保值为目的参与股指期货交易过程中，应该遵守《证券投资基金参与股指期货交易指引》第五条中的持仓以及成交限制要求。其中关键性规则包括但不限于以下六点：
 - （一）在任何任意日日终，持有的买入股指期货合约价值，不得超过基金资产净值的 10%。
 - （二）开放式基金在任何交易日日终，持有的买入期货合约价值与有价证券市值之和，不得超过基金资产净值的 95%。封闭式基金、开放式指数基金（不含增强型）、交易型开放式指数基金（ETF）在任何交易日日终，持有的买入期货合约价值与有价证券市值之和，不得超过基金资产净值的 100%。
 - （三）基金在任何交易日日终，持有的卖出期货合约价值不得超过基金持有的股票总市值的 20%。
 - （四）基金所持有的股票市值和买入、卖出股指期货合约价值，合计（轧差计算）应当符合基金合同关于股票投资比例的有关约定。
 - （五）基金在任何交易日内交易（不包括平仓）的股指期货合约的成交金额不得超过上一交易日基金资产净值的 20%。
 - （六）开放式基金（不含 ETF）每个交易日日终在扣除股指期货合约需缴纳的交易保证金后，应当保持不低于基金资产净值 5% 的现金或到期日在一年以内的政府债券。封闭式基金、ETF 每个交易日日终在扣除股指期货合约需缴纳的交易保证金后，应当保持不低于交易保证金一倍的现金。
- **对于 QDII 基金来说**，根据《合格境外机构投资者参与股指期货交易指引》第四条，在任何交易日日终，合格投资者持有的股指期货合约价值不得超过其投资额度；在任何交易日日内，合格投资者的股指期货成交金额（不包括平仓）不得超过其投资额度及法律法规的其他规定。

- 对于特殊类型的基金（如股票多空型基金）来说，其股指期货持仓不受《证券投资基金参与股指期货交易指引》部分条款限制，但需要在基金合同中予以说明，同时根据《中国金融期货交易所套期保值与套利交易管理办法》中对于卖出套期保值期现匹配的要求，其股指期货、股指期货卖出套期保值持仓合约价值之和，不得超过其持有的可匹配现货资产市值之和的 1.1 倍。

二、公募基金产品最新年报中股指期货持仓情况汇总

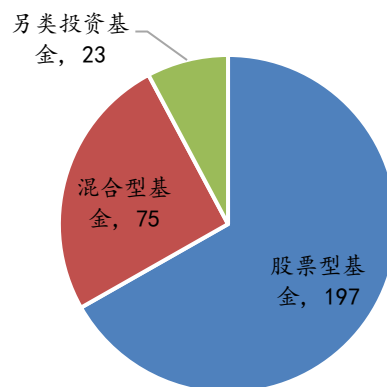
- 从参与期货期货的公募基金公司以及产量覆盖度来看，当前国内公募运用股指期货进行风险管理的空间尚未显性打开，近年来实际参与期指交易的基金产品数量占比稳定在 4% 左右。截至 2023 年末，总计 58 家公募基金发行产品资产配置结构中持有股指期货，环比增加 3 家，具体涉及 295 只基金产品，其中股票型基金 197 只、混合型基金 75 只、另类投资基金（股票多空型）23 只，分别环比增加 21 只、13 只、持平，公募基金产品参与股指期货交易的整体情况相对稳定，参与积极性并没有伴随 2017 年中国金融期货交易所逐步放开限制规则而快速提升。

图表 1：可参与期指交易产品数量（单位：只）



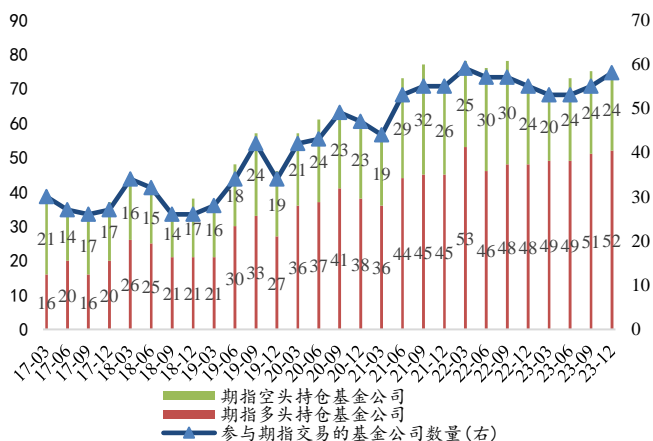
来源：iFinD，中泰期货研究所整理

图表 2：实际参与期指交易产品数量（单位：只）



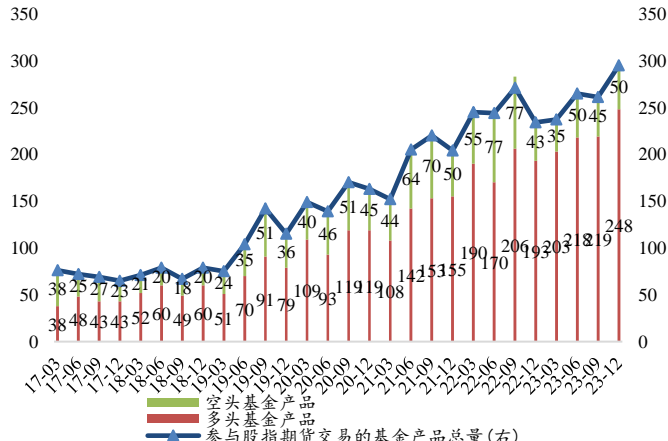
来源：iFinD，中泰期货研究所整理

图表 3：基金公司多空持仓结构（单位：家）



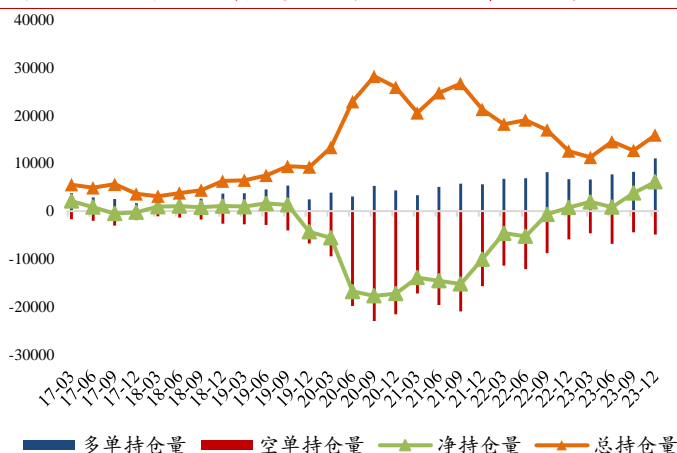
来源：iFinD，中泰期货研究所整理

图表 4：基金产品多空持仓结构（单位：只）

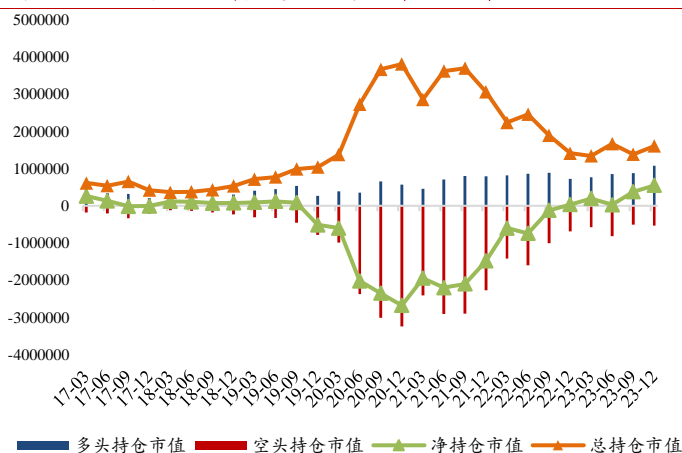


来源：iFinD，中泰期货研究所整理

- **从持仓方向来看**，自 2022 年末开始，无论是参与基金公司数量还是涉及基金产品数量，公募基金股指期货多头持仓更为集中且持仓演绎节奏上主要表现为空头减仓而多头增仓。截至 2023 年末，存在股指期货多头和空头持仓的基金公司分别有 52 家和 24 家，基金产品数量分别是 248 只和 50 只，运用股指期货进行流动性管理和多头替代为主要应用场景，产品类型更多涉及股票型基金。持仓数量方面，截至 2023 年末，公募基金股指期货多单和空单持仓数量分别为 10999 手和 4876 手，其中多单持仓量首次突破 10000，净持仓整体表现为多头且已经连续 5 个季报结点呈现净多头持仓状态，贡献度主要表现为多单增持。持仓市值方面，截至 2023 年末，公募基金股指期货多、空持仓市值分别为 107.72 亿元、52.83 亿元，净持仓市值规模为 54.89 亿元。

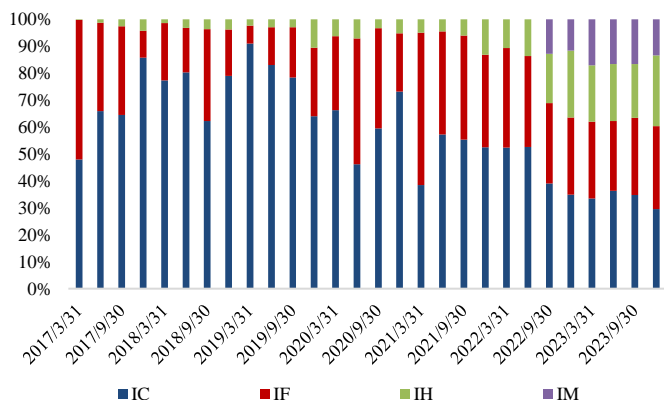
图表 5：公募基金期指多空持仓数量（单位：手）


来源：iFinD，中泰期货研究所整理

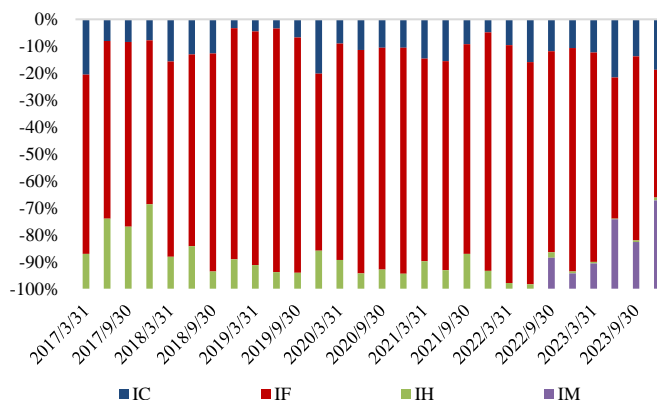
图表 6：公募基金期指多空持仓市值（单位：万元）


来源：iFinD，中泰期货研究所整理

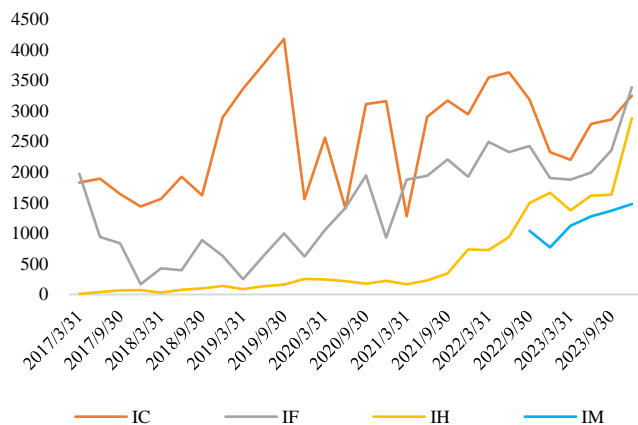
- **从公募基金在不同股指期货品种中的持仓分布来看**，公募基金在 IH 品种上的持仓已经明显转为多头但是 IH 品种持仓占比较低。公募基金在 IM 品种上的净持仓更多表现为空头且环比角度看 IM 空单持仓显著增加，具体数据方面，2023 年末公募基金在 IM 品种上的空单以及多单持仓量分别为 1596 手和 1478 手，分别环比增加 827 手和 108 手。公募基金多单持仓偏好逐渐从 IC 品种向 IF 品种转移，而空单持仓更加偏好 IF 品种，但是边际角度看机构对 IM 品种空配积极性持续抬升。具体数据方面，2023 年末公募基金对 IC 和 IF 品种多单持仓量分别为 3250 手和 3389 手，环比分别增加 387 手和 1031 手，同时公募基金对 IC 品种结点多单持仓最高记录为 2019 年三季报的 4179 手；公募基金对 IC 和 IF 品种空单持仓量分别为 914 手和 2311 手，环比分别增加 302 手和减少 715 手，同时公募基金对 IF 品种结点空单持仓最高记录为 2020 年三季报的 18880 手。

图表 7：公募期指多单持仓品种结构


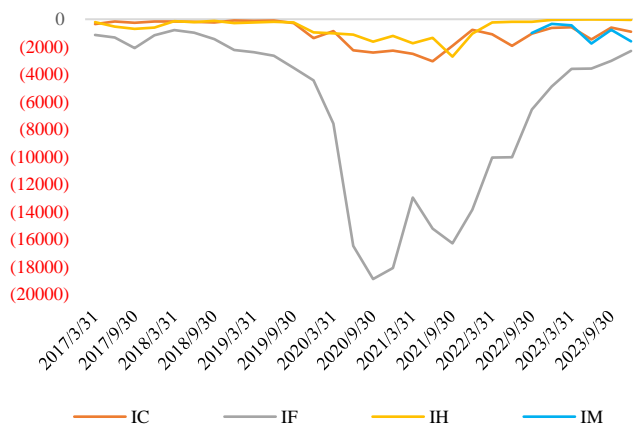
来源：iFinD，中泰期货研究所整理

图表 8：公募期指空单持仓品种结构


来源：iFinD，中泰期货研究所整理

图表 9：期指多单持仓在各品种的数量（单位：手）


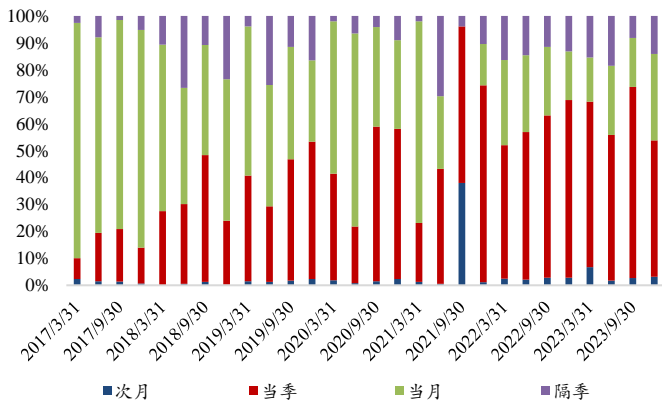
来源：iFinD，中泰期货研究所整理

图表 10：期指空单持仓在各品种的数量（单位：手）


来源：iFinD，中泰期货研究所整理

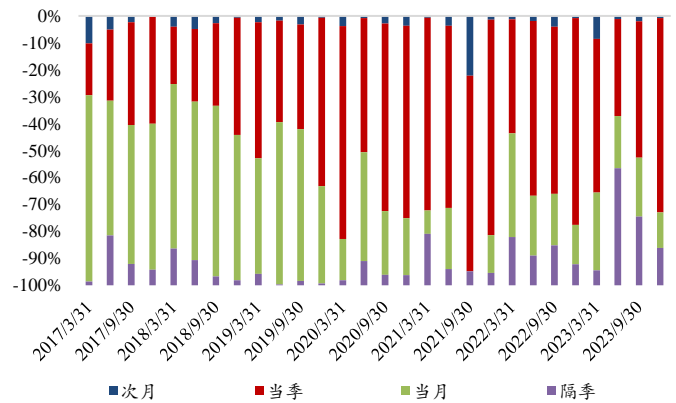
- 从公募基金对股指期货品种持仓合约的期限选择来看，公募基金对股指期货多单持仓更加集中于当月以及当季合约，趋势上当月合约占比在回落而当季合约占比在抬升，但是 2023 年四季度边际变化与整体趋势显性背离。具体数据方面，2023 年末公募基金在期指各品种当月、次月、当季以及隔季合约多单持仓量分别为 3523 手、343 手、5579 手和 1554 手，分别环比增加 2020 手、增加 124 手、减少 255 手和增加 885 手。公募基金对股指期货空单持仓大多数情况下更多集中于当季合约，具体数据方面，2023 年末公募基金在期指各品种当月、次月、当季以及隔季合约空单持仓量分别为 647 手、39 手、3516 手和 674 手，分别环比减少 321 手、减少 48 手、增加 1269 手和减少 456 手，当季合约在整体空单持仓比例超过 70%。

图表 11：公募指多单期限持仓结构



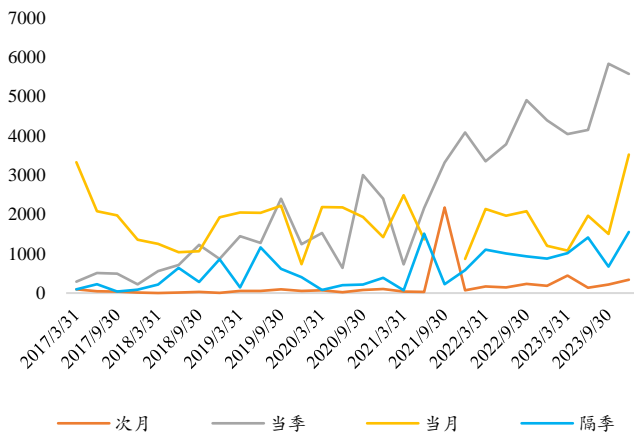
来源：iFinD，中泰期货研究所整理

图表 12：公募指空单期限持仓结构



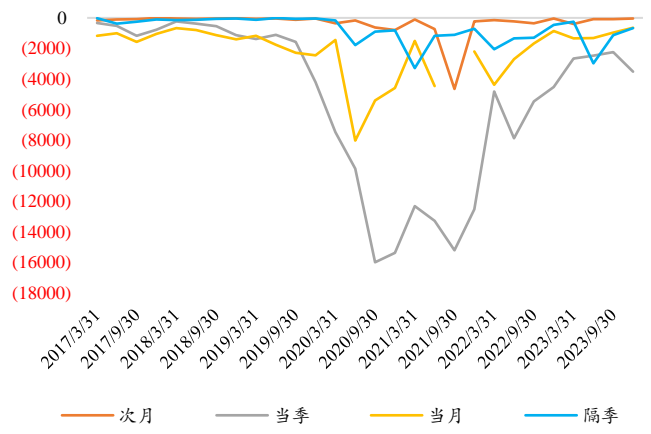
来源：iFinD，中泰期货研究所整理

图表 13：公募指多单各期限持仓数量（单位：手）



来源：iFinD，中泰期货研究所整理

图表 14：公募指空单各期限持仓数量（单位：手）



来源：iFinD，中泰期货研究所整理

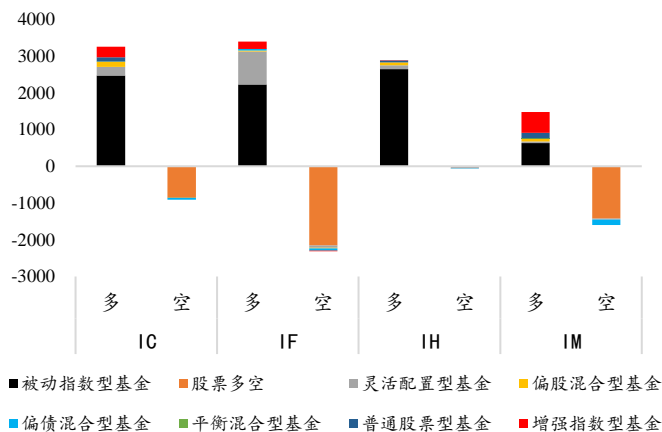
三、从期指持仓看股指期货在公募基金机构中的应用

- 从不同类型公募基金产品在 2023 年年报中的股指期货持仓数据来看，股票型基金大类中被动指数基金与普通股票型基金产品在股指期货上表现为单边多头持仓，同时增强指数型基金也大多数情况下同样为股指期货多头持仓，从持仓集中度来看被动指数型基金占比具有绝对优势；混合型基金中偏股混合基金以及平衡混合基金在股指期货上表现为单边多头持仓，而灵活配置型基金以及偏债混合型基金产品的期指持仓具有双边特征，从持仓集中度来看灵活配置型基金具有绝对优势；特殊类型基金大类中主要是追求绝对收益的股票多空型基金运用股指期货进行系统性风险的对冲，其在股指期货持仓上表现为单边空头持仓。接下来我们重点就单边多头持仓的被动指数型基金、双边持仓的灵活配置型基金以及单边空头持仓的股票多空型基金在股指期货上的应用场景进行展开分析。

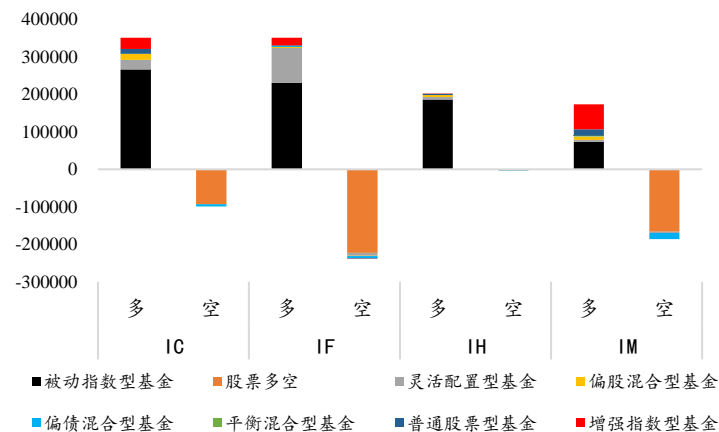
图表 15：2023 年年报中不同基金产品类型对股指期货各品种持仓情况（单位：手，只）

持仓量 涉及产品数量			被动指数型基金	股票多空	灵活配置型基金	偏股混合型基金	偏债混合型基金	平衡混合型基金	普通股票型基金	增强指数型基金
持仓量	IC	多	2467		238	145	1		116	283
		空		-860		-1	-53			
	IF	多	2228		898	24	43		2	194
		空		-2154	-67	-16	-61			-13
	IH	多	2646		105	77			47	7
		空		-11	-42		-2			
产品数量	IM	多	628		44	80	7	4	146	569
		空		-1427	-27		-142			
	IC	多	51		6	9	1		8	30
		空		12			4			
	IF	多	51		16	4	6		2	14
		空		19	9		10			3
	IH	多	13		4	4			2	2
		空		2	6		1			
	IM	多	20		9	11	3	2	9	26
		空		11	1		1			

来源：iFinD，中泰期货研究所整理

图表 16：各类基金产品对期指持仓量（单位：手）


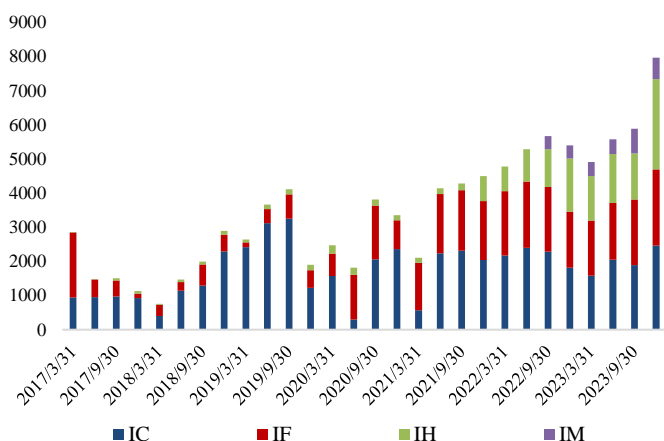
来源：iFinD，中泰期货研究所整理

图表 17：各类基金产品对期指持仓市值（单位：万元）


来源：iFinD，中泰期货研究所整理

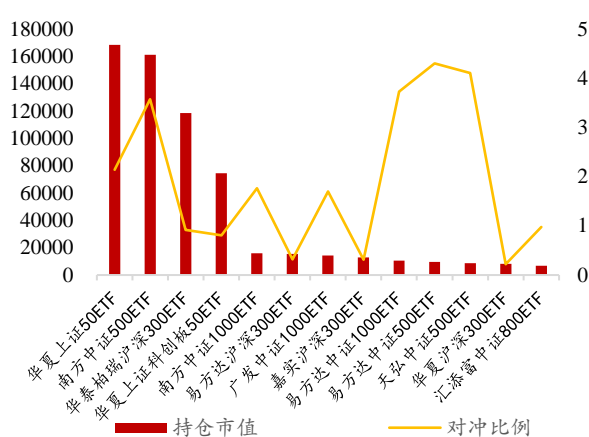
- 被动指数型基金一般选取特定的指数成份股作为投资的对象，不主动寻求超越市场的表现，而是试图复制指数的表现。被动指数型基金参与股指期货的具体产品通常会挂钩特定宽基指数，尤其是对应宽基指数在股指期货品种上有覆盖，那么其可以直接利用股指期货进行多头替代，开展流动性管理，同时也更方便应对申赎时股票买卖带来的交易成本，降低跟踪误差。从被动指数型基金产品在股指期货不同品种上持仓可以发现在 IM 上市前 IC 品种多单持仓相对更加集中，这在一定程度上或因 IC 品种统计角度来看贴水率较其他两个品种更高，运用股指期货进行多头替代过程中能够带来期货贴水端的一部分增厚收益。此外，被动指数型基金整体期指多单市值占比近年来持续从 5% 回落至 1%-2% 区间，这或在一定程度上反应中期指盘面升贴水对多头替代策略的影响。

图表 18：被动指数型基金对期指持仓（单位：手）



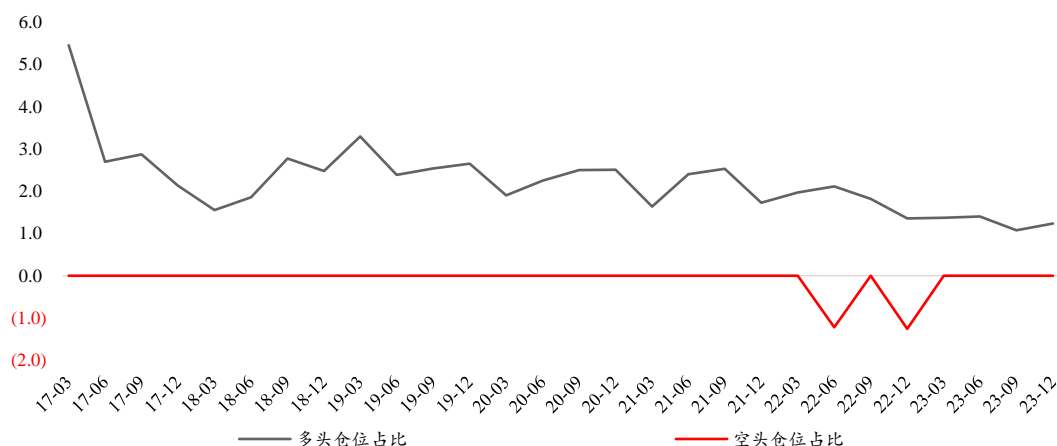
来源：iFinD，中泰期货研究所整理

图表 19：前十被动指数型股指多单持仓（单位：手，%）



来源：iFinD，中泰期货研究所整理

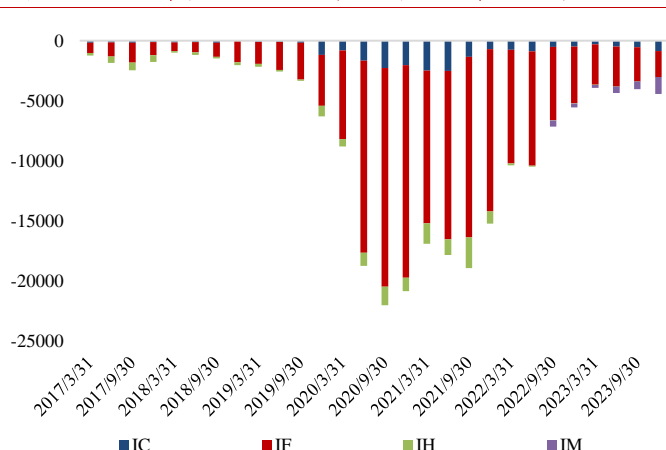
图表 20：整体被动指数型基金对冲持仓市值占比变化过程（%）



来源：iFinD，中泰期货研究所整理

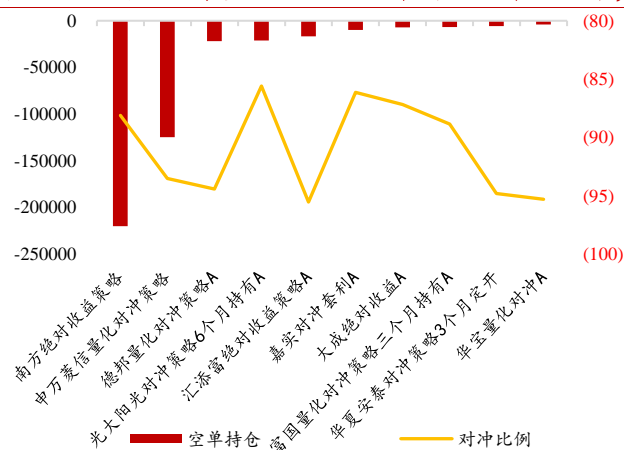
■ 股票多空型基金产品作为一种经典另类投资基金，管理人通过灵活应用多种绝对收益策略以寻求基金资产的长期稳健增值，股指期货在该类型产品运行过程中主要是进行空单配置以实现系统风险中性的目标。以 2023 年股指期货空单持仓市值占比第一位的南方绝对收益收益(000844.OF)为例，2023 年 4 季度，该基金投资主要包括量化对冲操作及现金管理。量化对冲上，使用包括风格趋势模型及量化基本面模型对上市公司的投资价值进行综合评价，精选具有较高投资价值的上市公司构建多头组合，同时使用相应股指期货为空头，对冲掉市场系统性风险。股指期货品种选择上，股票多空型基金产品更加偏好 IF 品种配置空单，同时主要爆发期出现在 2020 年附近公募基金发行放量阶段。同时，该类型基金产品一旦确定选择股指期货进行对冲，那么其整体对冲比例较为稳定并维持在 80%-100%区间水平。

图表 21：股票多空基金对期指持仓（单位：手）



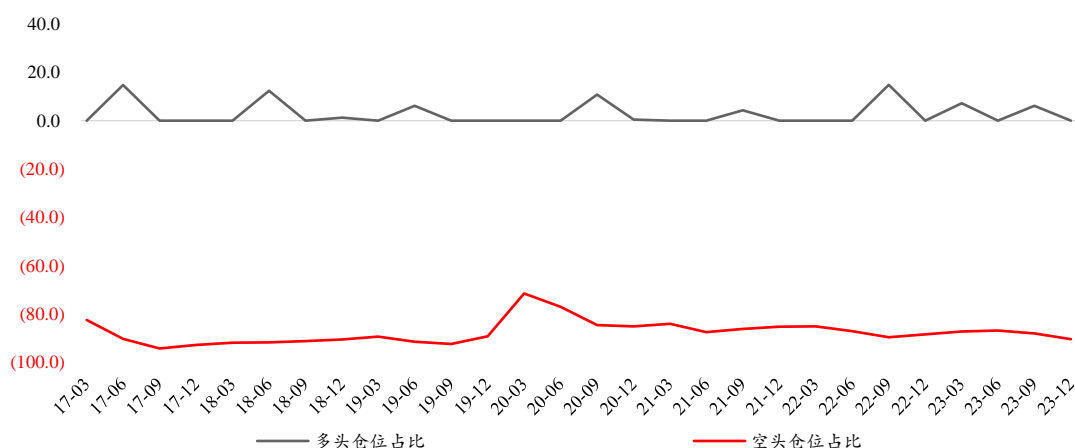
来源：iFinD，中泰期货研究所整理

图表 22：前十股票多空型股指空单持仓（单位：手,%）



来源：iFinD，中泰期货研究所整理

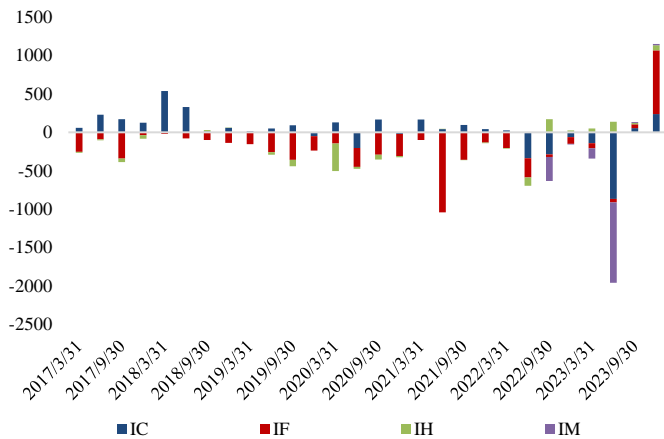
图表 23：整体股票多空型基金对冲持仓市值占比变化过程（%）



来源：iFinD，中泰期货研究所整理

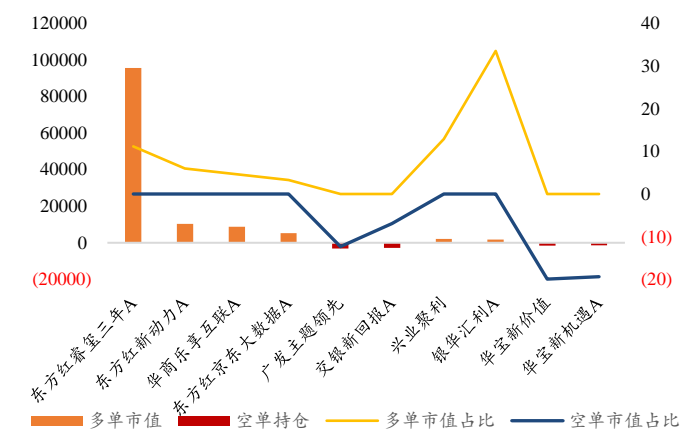
■ 灵活配置基金是指在投资范围、资产比例和投资策略等方面具有灵活性的基金。与传统的股票、债券基金等单一资产类别基金不同，灵活配置基金通常会根据市场情况和基金经理的判断，灵活调整投资组合，以达到资产最优配置的目的。通过研究灵活配置型基金产品策略可以发现，这类产品主要以一些主题、题材为主，其交易策略较为广泛，股票资产端配置盘市值风格更加聚焦小盘以及微盘，因此在 IM 股指期货上市之前，既有股指期货品种对现货资产系统性风险的对冲程度较为有限，但是从季报股指期货持仓数据来看 2022 年 IM 上市后运用股指期货进行风险对冲的积极性有所抬升，期指持仓数量以及市值规模显性增加。2023 年内灵活配置型基金在股指期货端的持仓变化较大，中报持有集中性 IC 以及 IM 品种空单，三季度股票现货市场集中性快速下跌后其场内对冲仓位已经转为多头，但是持仓量以及产品参与数量大幅回落，而年报中股指期货端的配置已经转为显性多头且品种上 IF 占比大幅抬升。可以看到 2023 年年报中东方红睿玺三年 A (501049.OF) 在 IF 品种上多单持仓市值达超 9.56 亿元，对灵活型配置基金期指品种持仓结构变化具有极大解释力度。

图表 24：灵活性配置基金对期指持仓（单位：手）



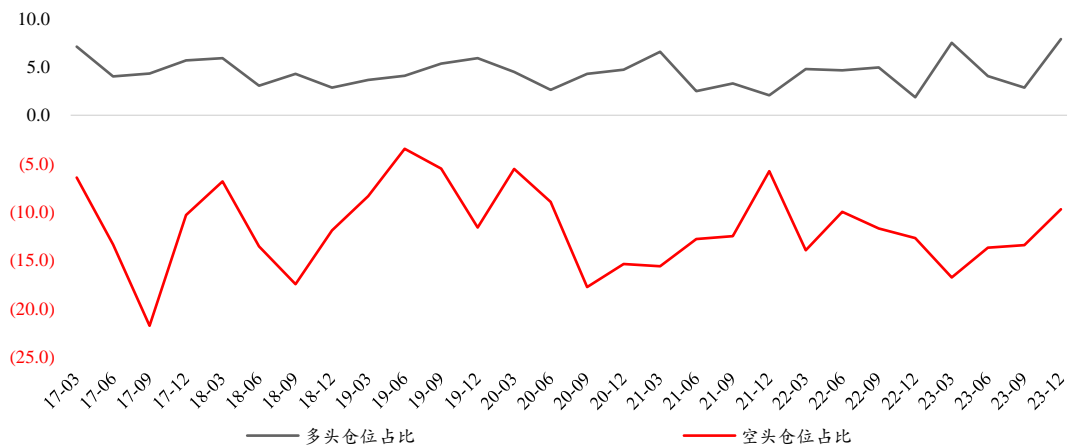
来源：iFinD，中泰期货研究所整理

图表 25：前十灵活配置型基金股指持仓（单位：手,%）



来源：iFinD，中泰期货研究所整理

图表 26：整体灵活配置型基金对冲持仓市值占比变化过程 (%)



来源：iFinD，中泰期货研究所整理

免责声明：

中泰期货股份有限公司（以下简称本公司）具有中国证券监督管理委员会批准的期货交易咨询业务资格（证监许可〔2012〕112）。本报告仅限本公司客户使用。

本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的交易建议，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。市场有风险，投资需谨慎。

本报告所载的资料、观点及预测均反映了本公司在最初发布该报告当日分析师的判断，是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可在不发出通知的情况下发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与本公司其他业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。本公司并不承担提示本报告的收件人注意该等材料的责任。

本报告的知识产权归本公司所有，未经本公司书面许可，任何机构和个人不得以任何方式进行复制、传播、改编、销售、出版、广播或用作其他商业目的。如引用、刊发、转载，需征得本公司同意，并注明出处为中泰期货，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。