

国债期货专题报告：**从期债的公募持仓看入市前景****摘要：**

2016 年以来，公募基金参与期债的深度稳步提升，主要以空头套保为主，多数机构对期债的投资比重仍然偏低，未来随着中金所长风计划的推进，公募参与金融期货的深度有望进一步提升。

2016 年以来，公募基金对于期债的投资情况对于其他类型的中长期资金入市提供了较高的参考价值，根据公募参与期债情况的分析，我们认为，中长期资金仍主要将国债期货作为对冲现券波动风险的工具，且以流动性最佳的 T 合约上的操作为主。虽然策略较为单一，但将套利思路融入套保后，可操作空间将大大增加。诸如根据利率曲线的平陡变化决定是否纳入其他品种的头寸，以及根据近远月价差的变化决定是否加入远月合约的头寸等都是值得思考的方向。

套保分为多空两个方向，我们建议，中长期资金参与期债交易时，多头替代现券策略应当是持续参与的长期策略，这有助于组合的收益增强；仅在预计市场短期出现较大调整或基差趋于扩张时才阶段性参与期债的空头套保，持续时间通常较短，以组合回撤最小化为最终目标。

国债期货专题报告**作者姓名：孙玉龙**

邮箱：sunyulong@csc.com.cn

电话：023-86769757

期货投资咨询从业信息：Z0019397

发布日期：2023 年 8 月 22 日

目录

一、	公募持仓期债概况	3
二、	运用期债对公募产品收益的影响分析	7
三、	代表性基金产品分析	9
四、	对中长期资金入市的启示	16

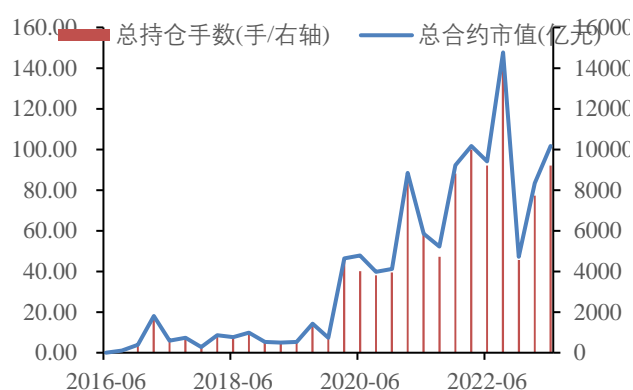
图表目录

图表 1: 持有期债的总持仓和总市值	3
图表 2: 持有期债的净持仓和净市值	3
图表 3: 各产品季度期债持仓市值/持现券总市值的均值	4
图表 4: 按持仓绝对值历史求和值对公募基金排序	4
图表 5: 按净持仓历史求和值对公募基金排序	5
图表 6: 按持仓绝对值历史求和值对基金产品排序	6
图表 7: 按净多持仓历史求和值对公募基金排序	6
图表 8: 按净空持仓历史求和值对公募基金排序	6
图表 9: 基金产品最大回撤与相应的期债持仓均值	7
图表 10: 基金产品年化收益与相应的期债持仓均值	7
图表 11: 基金产品最大回撤与相应的期债净持仓均值（多头套保）	8
图表 12: 基金产品年化收益与相应的期债净持仓均值（多头套保）	8
图表 13: 基金产品最大回撤与相应的期债净持仓均值（空头套保）	8
图表 14: 基金产品年化收益与相应的期债净持仓均值（空头套保）	8
图表 15: 004544.OF 各季度参与期债具体情况	9
图表 16: 004544.OF 与基准、中债指数的净值比较	10
图表 17: 嘉实旗下两只相似基金的净值走势对比	11
图表 18: 009338.OF 各季度参与期债具体情况	12
图表 19: 009338.OF 与基准、中债指数的净值比较	12
图表 20: 万家旗下两只相似基金的净值走势对比	13
图表 21: 001316.OF 各季度参与期债具体情况	14
图表 22: 001316.OF 的净值走势	14
图表 23: 安信旗下两支相似基金的净值走势对比	15
图表 24: TF2212 合约在 2022 年 8 月-2022 年 11 月期间的基差走势	15

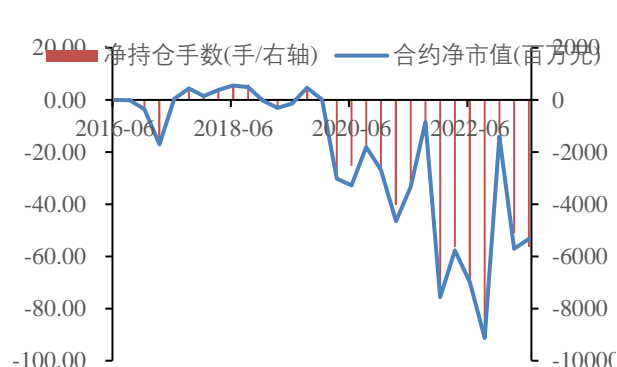
一、公募持仓期债概况

我们将分别从期债持仓量、期债持仓市值、期债持仓占比等多个维度分析公募持有期债的情况。统计 2016 年一季度至 2023 年二季度公募基金持有期债的整体情况，计算出每个季度总（净）持仓和总（净）市值，图 1-2 所示，可以看到，T 合约上市以来，持仓手数和市值稳步增长表明市场参与深度逐步提升；净持仓多为负，这意味着公募基金主要将国债期货作为对冲现券波动风险的工具。

图表 1：持有期债的总持仓和总市值



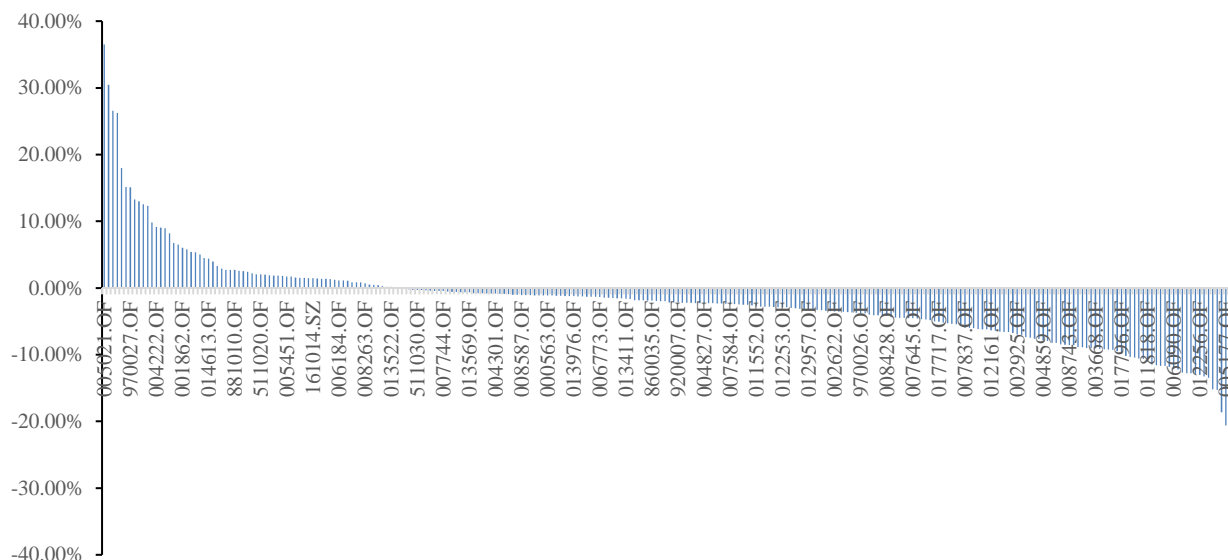
图表 2：持有期债的净持仓和净市值



数据来源：Wind、中信建投期货

计算各基金产品季度期债净持仓市值/持现券总市值的均值，多头最高占比超 36%，均值空头最高占比近 30%，且期债的最高持仓不具备持续性，或反映公募倾向于在认为市场出现重大变化时，运用期债在短期内进行组合久期的快速调整，一旦市场趋于稳定，将适时进行减仓操作。多头和空头的期债净持仓市值/持现券总市值均值皆在 5% 左右，反映出期债的参与集中度非常高，较多公募在期债上的投资权重偏低，未来有较大的提升空间。

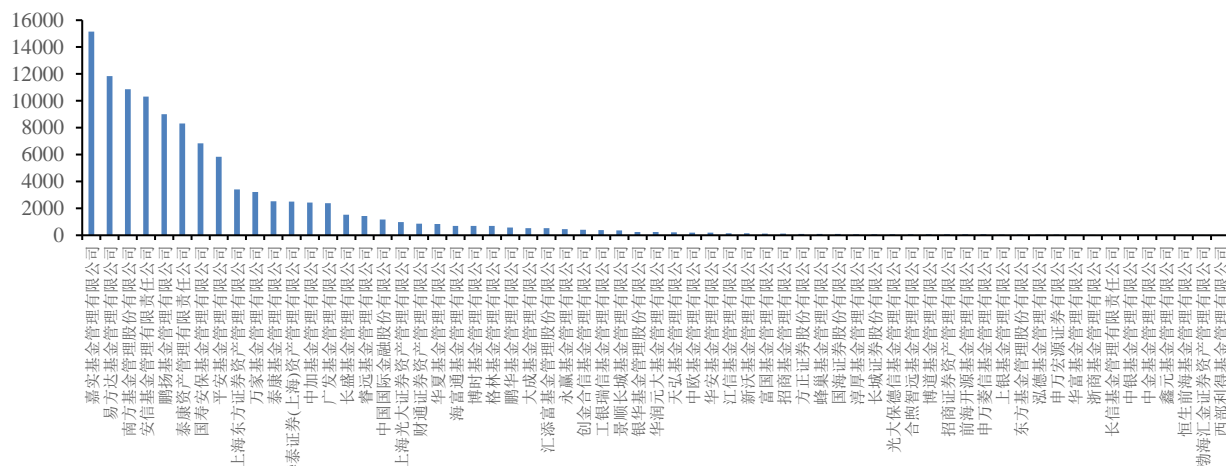
图表 3：各产品季度期债持仓市值/持现券总市值的均值



数据来源：Wind、中信建投期货

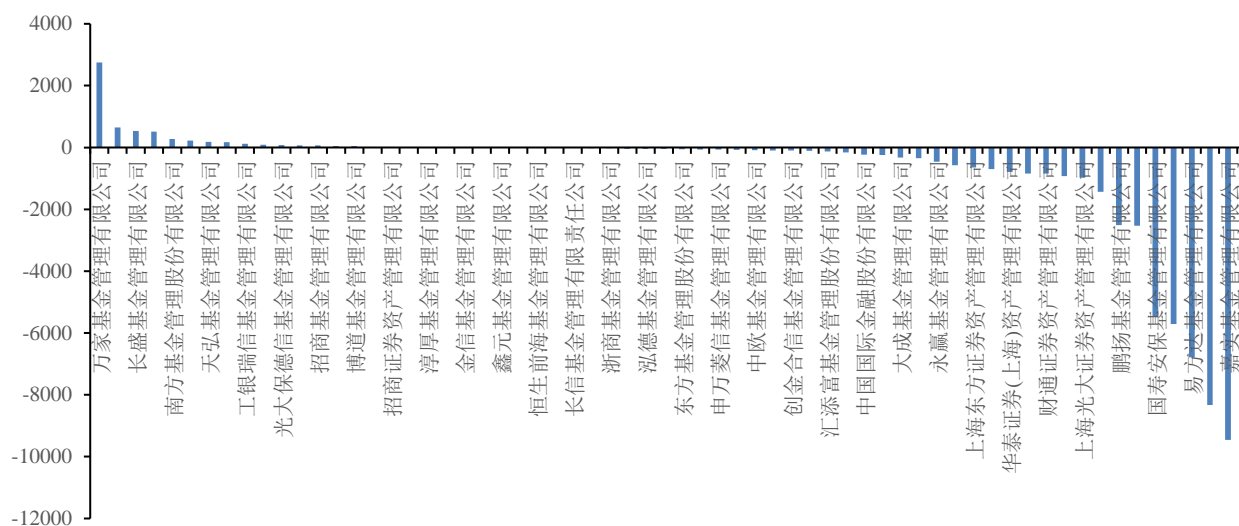
统计 2016 年一季度至 2023 年二季度公募基金公司持有期债总持仓（绝对值求和），排名前三分别是嘉实、易方达和南方；从净持仓（直接求和）情况来看，多头排名前三分别是万家、中加和长信，空头排名前三分别是安信、嘉实和泰康资产。就参与期债的持续性而言，我们发现，2016 年-2023 年每年均参与的机构主要有四家：上海东方证券资产管理、南方、嘉实和广发。

图表 4：按持仓绝对值历史求和值对公募基金排序



数据来源：Wind、中信建投期货

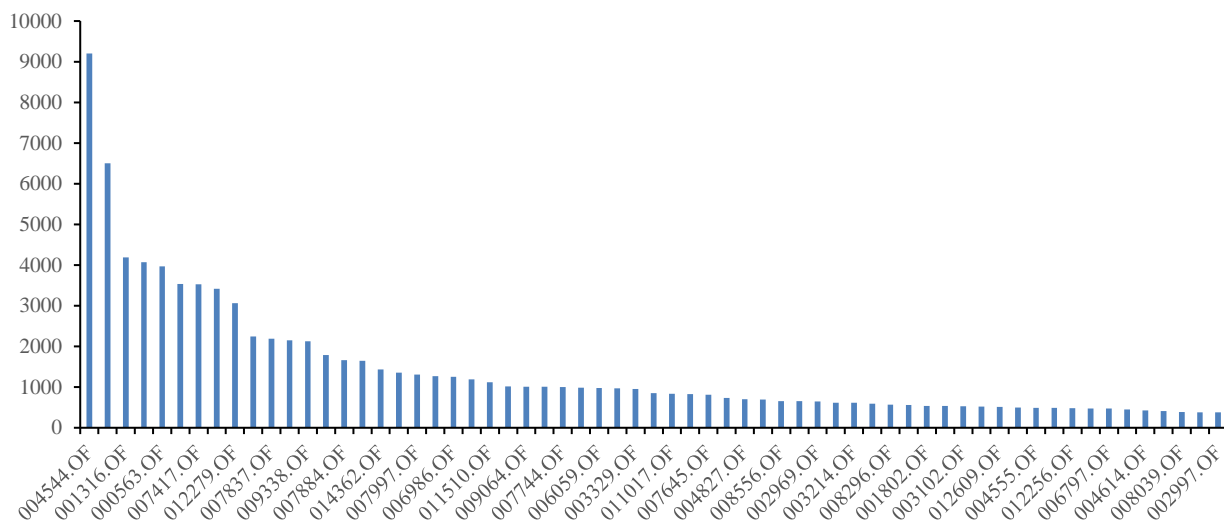
图表 5：按净持仓历史求和值对公募基金排序



数据来源：Wind、中信建投期货

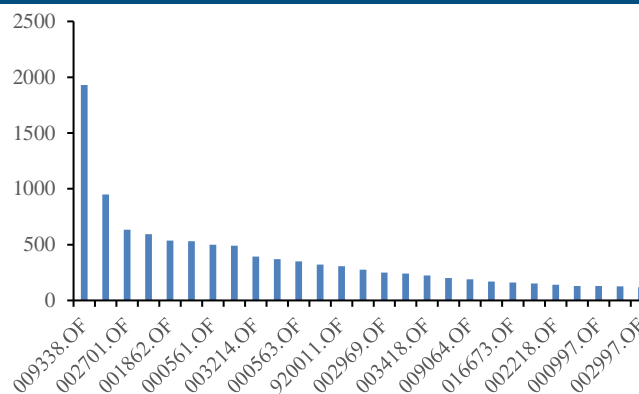
统计 2016 年一季度至 2023 年二季度公募基金产品持有期债总持仓（绝对值求和），排名前三分别是 004544.OF(嘉实)、004859.OF(泰康资产)和 001316.OF(安信)；从净持仓（直接求和）情况来看，多头排名前三分别是 009338.OF(万家)、003329.OF(万家)和 002701.OF(上海东方证券资管)，空头排名前三分别是 004859.OF(泰康资产)、004544.OF(嘉实)和 001316.OF(安信)。就参与期债的持续性而言，我们发现，2016 年-2023 年持续参与的产品主要有四只，代码分别为：004544.OF(嘉实)、000563.OF(南方)、004585.OF(鹏扬)。

图表 6：按持仓绝对值历史求和值对基金产品排序

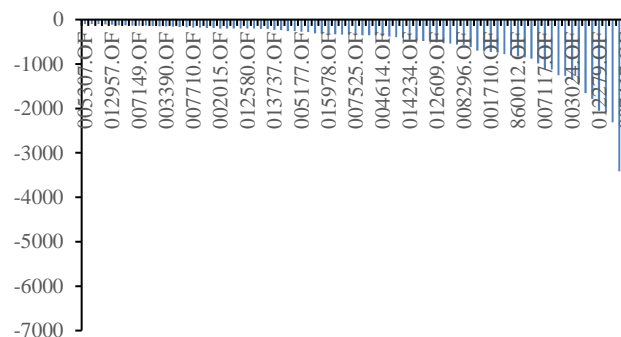


数据来源：Wind、中信建投期货

图表 7：按净多持仓历史求和值对公募基金排序



图表 8：按净空持仓历史求和值对公募基金排序



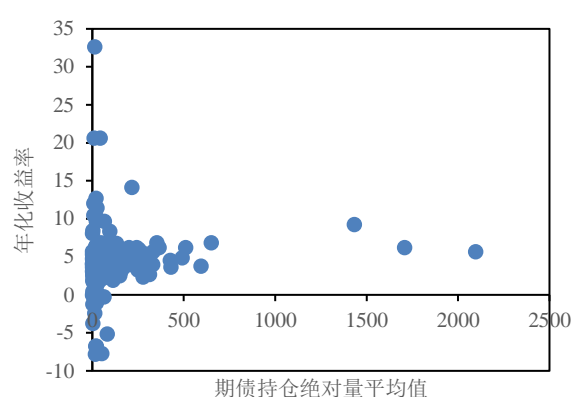
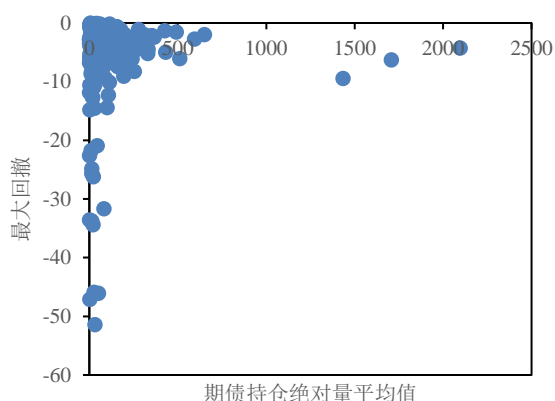
数据来源：Wind、中信建投期货

综上所述，不难看出，嘉实基金是期债市场参与程度最高的公募，且以套期保值为主，也不乏参与多头套保；万家基金是参与程度最高的以多头套保为主的公募；安信基金作为新锐，于去年试水国债期货，去年三季度在国债期货的空头头寸大幅提升，是同期持空单量最高的公募。考虑到深度参与国债期货的公司及产品将更有助于分析中长期资金入市国债期货市场的前景，故后文将以这三家公募的重点产品进行分析。

二、运用期债对公募产品收益的影响分析

统计 2016 年-2023 年所有参与过期债交易的基金产品的持仓绝对量均值、最大回撤及年化平均收益率，图 9-10 反映它们之间的关系，历史数据表明，虽然回撤较低的产品并非持有较高仓位的国债期货，但高回撤的产品均持有较低仓位的国债期货；同时，虽然持有较高仓位期债的产品并非获得较高的收益率，但负收益的产品均持有较低仓位的国债期货。以上两点现象充分凸显期债在公募产品控制回撤和增厚收益方面的重要性。

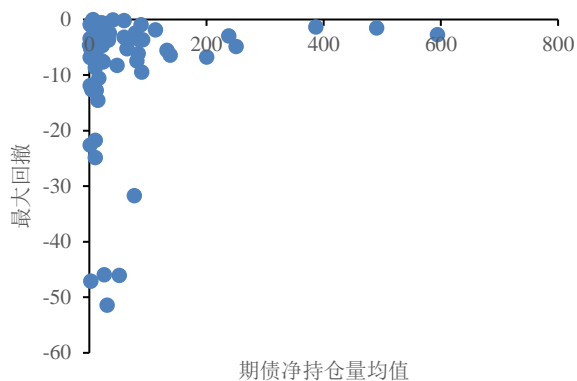
图表 9: 基金产品最大回撤与相应的期债持仓均值 图表 10: 基金产品年化收益与相应的期债持仓均值



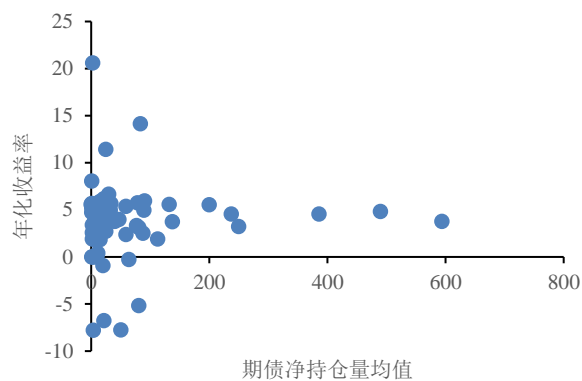
数据来源: Wind、中信建投期货

统计 2016 年-2023 年所有参与过期债交易的基金产品的净持仓（区分多空）均值、最大回撤及年化平均收益率，图 11-14 反映它们之间的关系，得出结论与持仓绝对量类似，无论是对于参与多头还是空头套保的基金产品，期债的运用在控制回撤和增厚收益方面均有很强的必要性。

图表 11: 基金产品最大回撤与相应的期债净持仓均值 (多头套保)

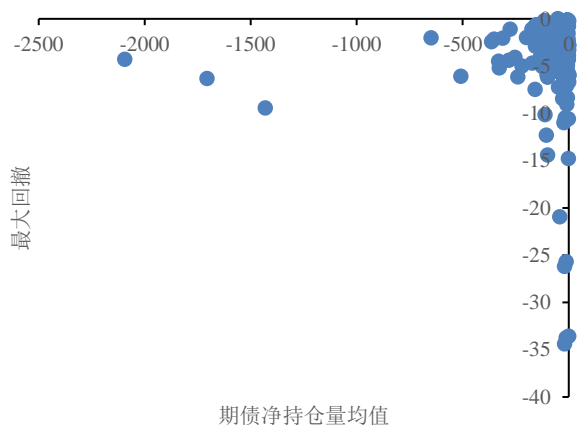


图表 12: 基金产品年化收益与相应的期债净持仓均值 (多头套保)

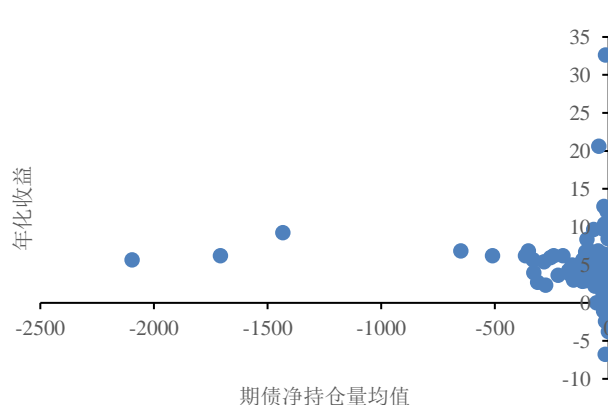


数据来源: Wind、中信建投期货

图表 13: 基金产品最大回撤与相应的期债净持仓均值 (空头套保)



图表 14: 基金产品年化收益与相应的期债净持仓均值 (空头套保)



数据来源: Wind、中信建投期货

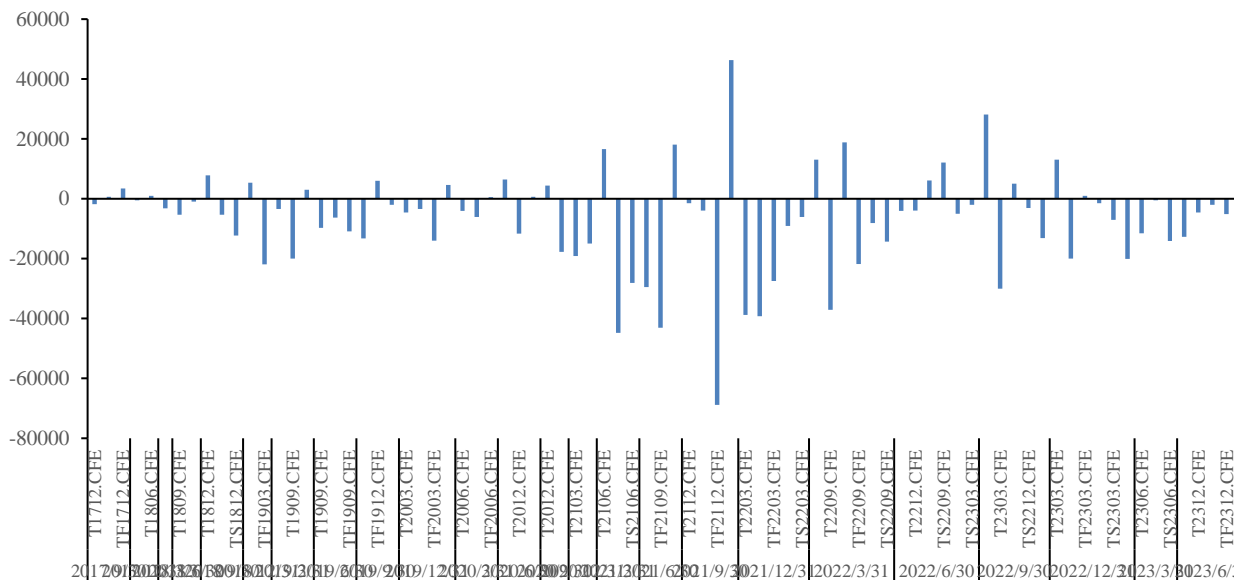
三、代表性基金产品分析

前文提到嘉实、万家、安信的基金产品是我们重点分析的对象，由此我们筛选出三只产品深入剖析，分别是：004544.OF(嘉实稳华纯债 A)、009338.OF(万家鑫安纯债 A)、001316.OF(安信稳健增值 A)。

对嘉实稳华纯债 A 各季度在国债期货上的持仓情况进行跟踪，发现该产品将套利思维充分运用至套保中，每个季度末持仓中不仅包含短中长期各品种及同一品种的近远月合约，而且常常涉猎多空两个方向的头寸。分析该产品背后的交易逻辑，策略以牛市多近空远，熊市空近多远为主，且牛市后期远月空头仓位较重，熊市后期远月多头仓位较重。我们猜测实施该策略的原因可能在于，债市牛熊拐点不易判断，但性价比是清晰的。

具体而言，在债券性价比较低但多头趋势尚存时，多近空远是在不过度套保的情形下对远端风险进行对冲的较佳策略；在债券性价比较高但空头趋势尚存时，空近多远则是在对冲短端风险的同时避免利率向下拐点突然出现时未持有足够头寸的情形发生。该策略对于市场变化的灵敏度提出了较高的要求，显示出该产品的投资经理对于债券市场有较强的把控能力。

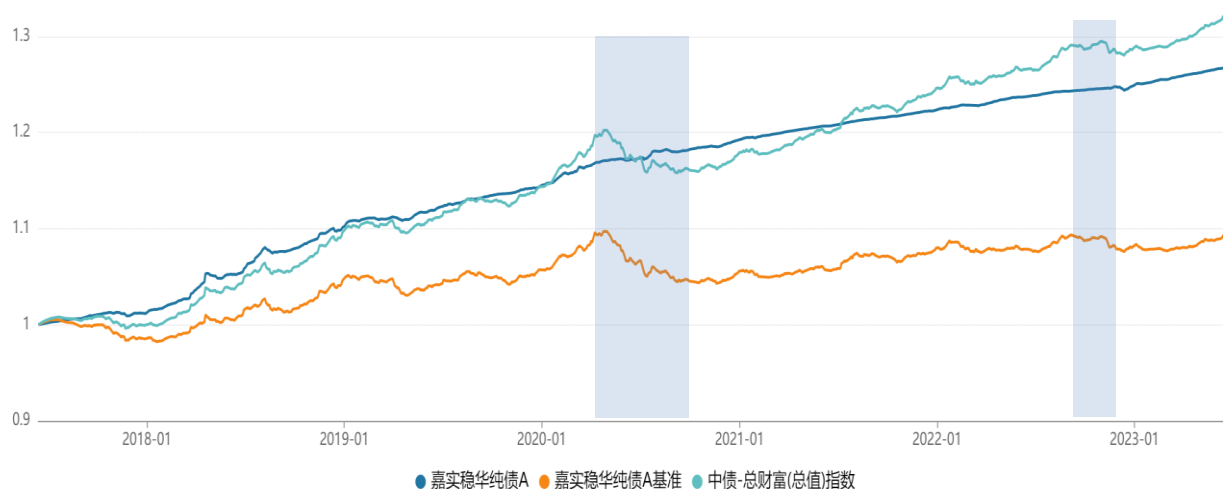
图表 15：004544.OF 各季度参与期债具体情况



数据来源：Wind、中信建投期货

嘉实稳华纯债 A 为中长期纯债型基金，夏普比率为 2.74，在同类型基金当中并不突出，由于期债基差具备硬收敛性，以空头套保为主的策略天然会削弱产品收益，但却控制了产品回撤，最大回撤仅-0.59%，排名第六，且在 2020 年下半年和 2023 年四季度两轮债市调整过程中，该产品的净值曲线均表现出较强的韧性，这是受益于运用期债对冲现券风险的主要体现。

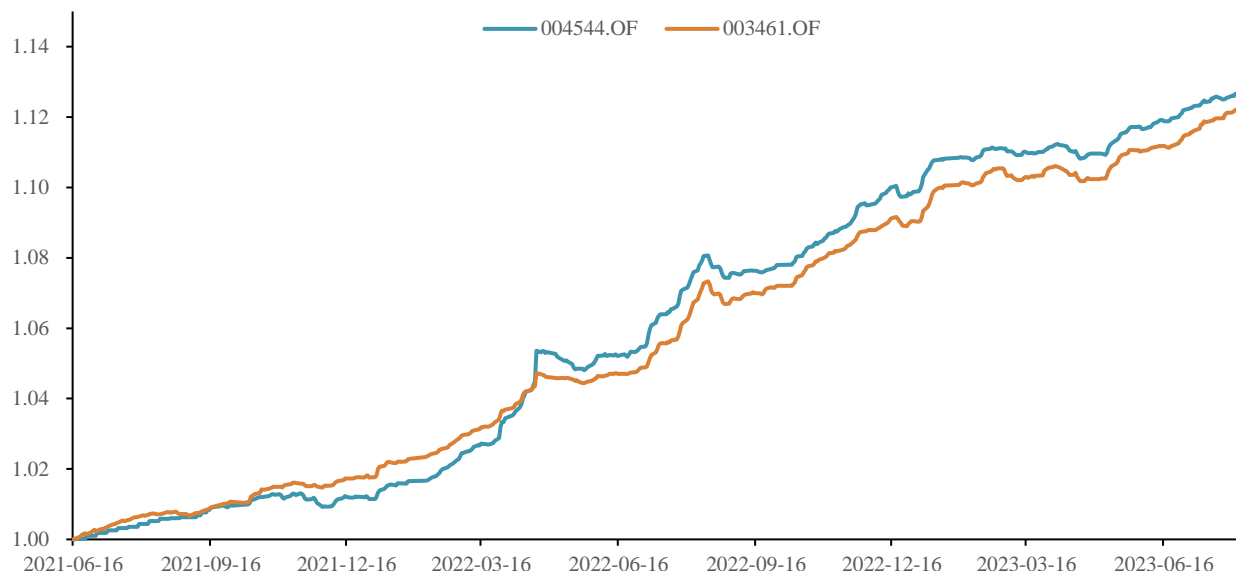
图表 16：004544.OF 与基准、中债指数的净值比较



数据来源：Wind、中信建投期货

嘉实旗下另一支基金 003461.OF 也属于中长期纯债型基金，但参与期债的程度远不及 004544.OF，对比两者的净值走势，如图 17 所示，004544.OF 表现明显更佳，或反映灵活运用期债工具的产品对于增强收益方面有一定优势。

图表 17：嘉实旗下两只相似基金的净值走势对比

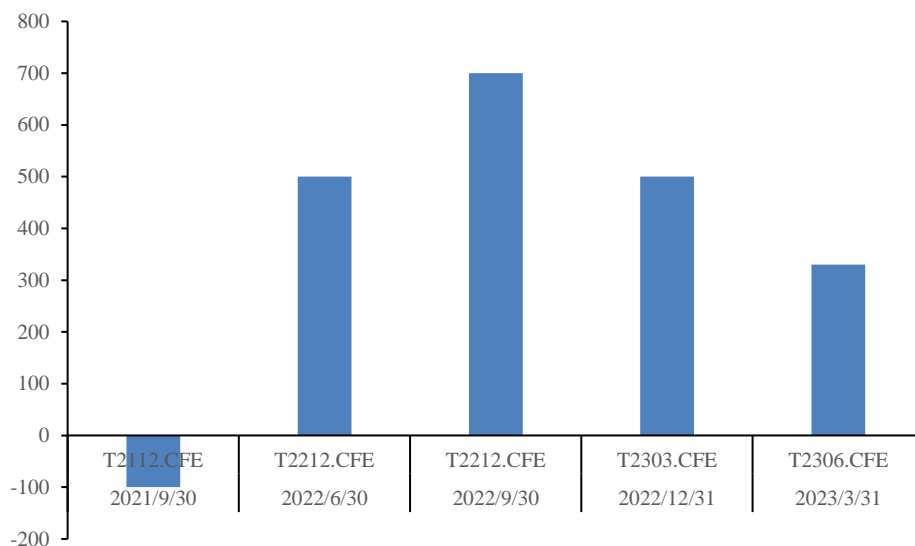


数据来源：Wind、中信建投期货

万家基金是一家擅长用期债多头替代现券来增强产品收益的机构，各产品基本是以期债多头头寸为主。相较而言，009338.OF 万家民瑞祥和 6 个月持有 A 这支产品在期债市场中的参与程度最高，2022 年二季度-2023 年一季度期间持有期债多头的平均市值为 5 亿左右（占持有现券市值的比重约 10.7%）。从持仓情况来看，该产品每个季度末仅持仓 T 合约这一个品种的多头头寸。

由于期债基差的硬收敛性存在，期货多头天然具备获利优势，这意味着期债多头替代现券（类似于基差空头头寸）策略是稳定获利的。相较持有现券而言，做多期债的劣势在于无法获得票息，但期货高杠杆、资金占用少的优势足以弥补此缺陷，配置与现券同等市值的期债，只需要动用少量的保证金就能实现，剩余资金可以投向增厚 carry 的其他品种如逆回购、高等级信用债等。

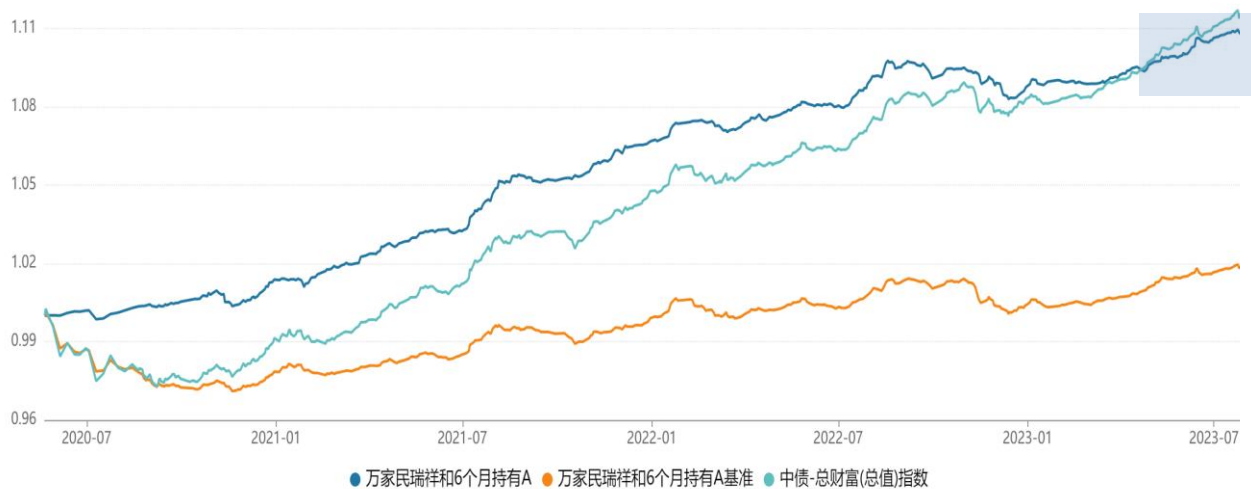
图表 18：009338.OF 各季度参与期债具体情况



数据来源：Wind、中信建投期货

多头替代现券策略增强了 009338.OF 这只产品获取收益的能力，是其收益多数情形下高于基准产品和 中债指数的重要支撑力量。值得注意的是，可能是担忧利率向上拐点将至，该产品便于 2023 年二季度平掉了所有期债多头头寸，但债市在二季度继续维持多头趋势，自此该产品的收益便逐渐跑输中债指数，侧面反映出在非熊市阶段下，期债多头替代现券策略对于产品收益的增强效果十分显著。

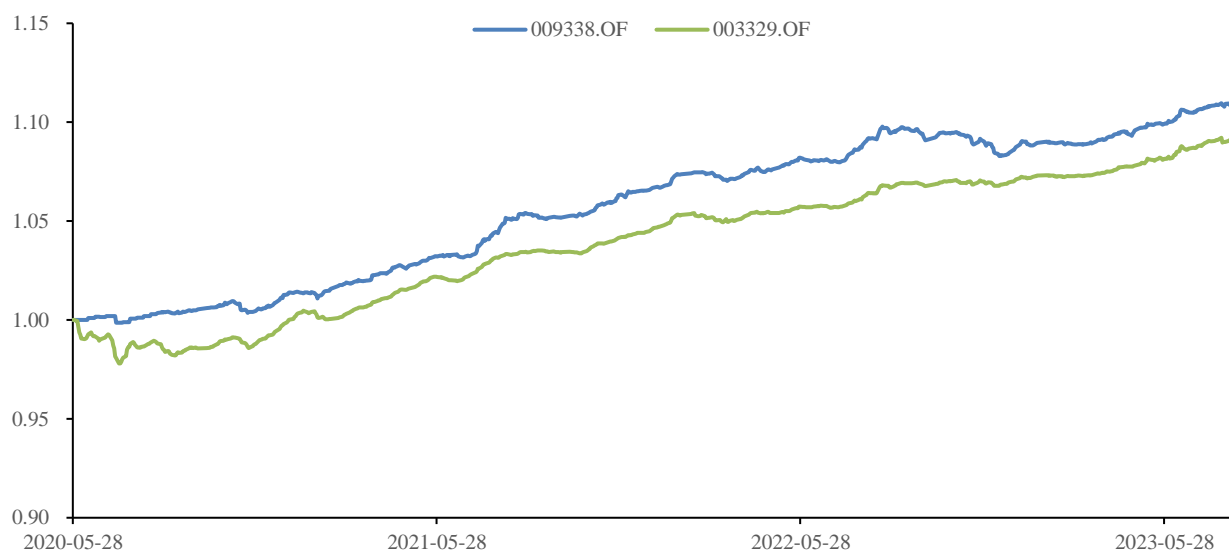
图表 19：009338.OF 与基准、中债指数的净值比较



数据来源：Wind、中信建投期货

万家旗下另一只基金 003329.OF(万家鑫安纯债 A)也参与了不少期债的多头策略,2022 年二季度-2023 年一季度期间平均持仓市值为 2 亿左右(占持有现券市值的比重约 8.95%),少于 009338.OF。图 20 展示出 009338.OF 的收益明显高于 003329.OF,反映期债多头替代策略参与深度更高的基金产品,其长期收益会倾向于更高。

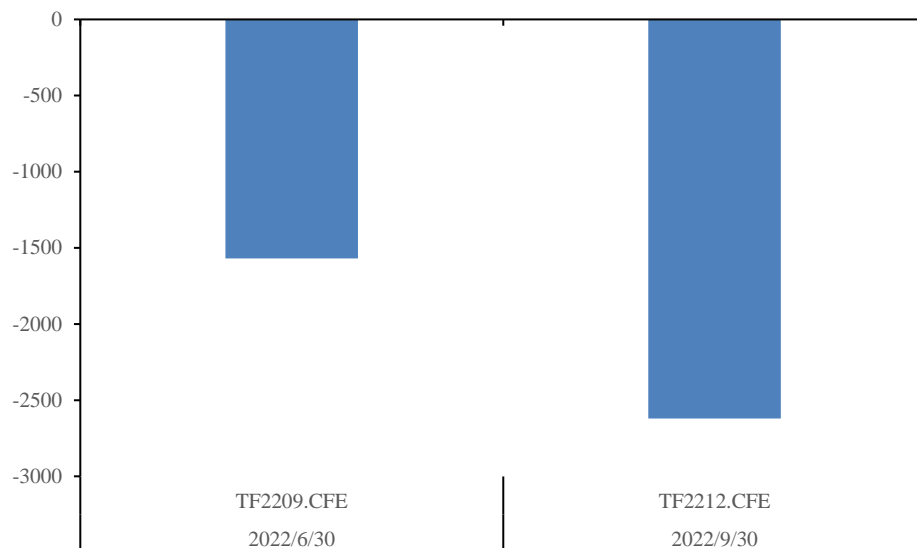
图表 20: 万家旗下两只相似基金的净值走势对比



数据来源: Wind、中信建投期货

安信基金进军国债期货市场较晚,于 2022 年才开始,旗下有多支产品参与期债的投资交易,尤其偏爱做 TF 合约,主要原因在于其重仓债券以短久期转债为主。001316.OF(安信稳健增值 A)是灵活配置型基金,于 2022 年二季度建仓较高市值的期债空头头寸,总市值接近 16 亿,占持有现券市值的比重约 9.2%;并于 2022 年三季度提高期货空头头寸的持仓市值至 26 亿,占持有现券市值的比重超 14%,又再度于四季度平掉所有空头头寸。回顾 2022 年的债券市场行情,债市自 8 月开始涨势逐渐疲弱,三季度末至四季度初迎来显著调整,四季度下半程债市逐渐企稳回升,该产品的净值曲线在此期间展现出较强的稳定性,并未受到理财赎回潮的冲击而出现显著回撤,也充分展示出该基金产品的投资经理在国债期货套保择时方面的出色能力。

图表 21：001316.0F 各季度参与期债具体情况



数据来源：Wind、中信建投期货

图表 22：001316.0F 的净值走势

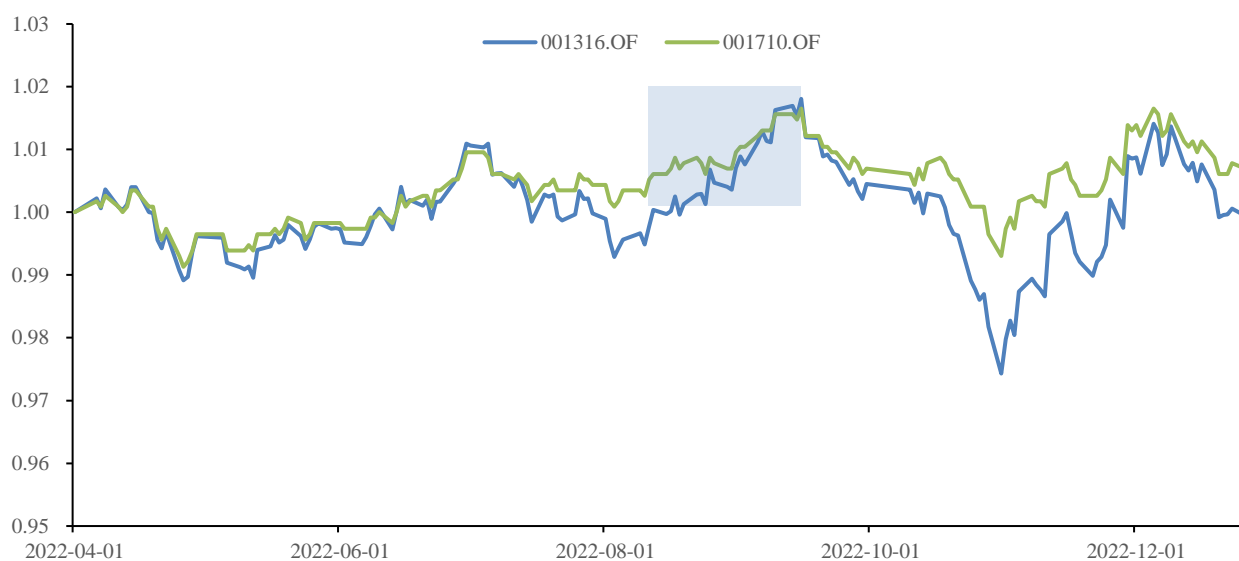


数据来源：Wind、中信建投期货

安信旗下另一只灵活配置型产品是 001710.0F（安信新趋势 A），平均持有期债的市值约 3.7 亿，占持债总市值比重约 8.9%，总体低于 001316.0F。我们比较两支产品在 2022 年二季度-2022 年四季度的走势，发现空套比率更低的 001710.0F 表现反而更佳，即使在市场出现调整的 9-11 月期间亦是如此，除两者配置资产有一定区别外，另一重要原因在于期债套保效果取决于基差的波动，基差扩张时段将有利于空套组

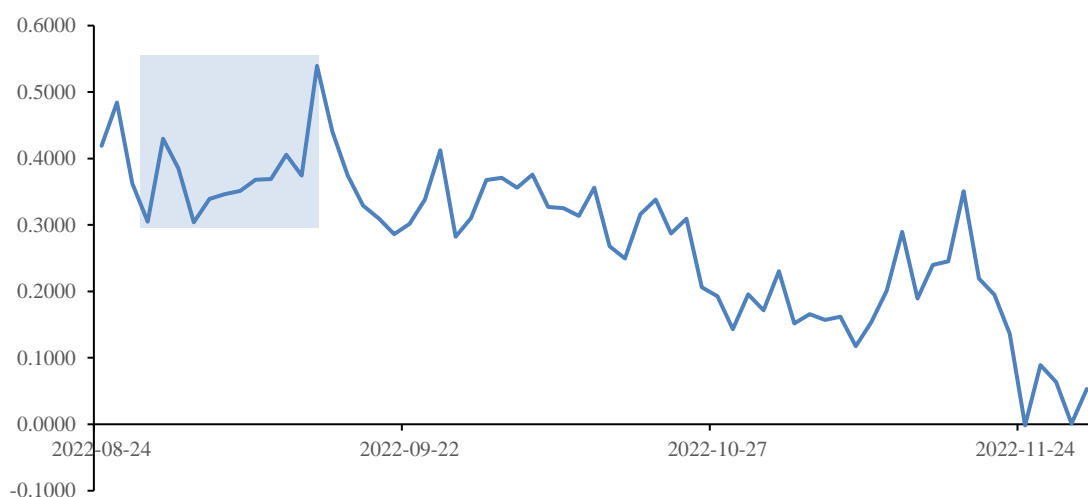
合，比如在8月底-9月上旬期间，001316.OF的走势逐渐好于001710.OF，同期TF2212合约的基差正处于扩张状态；9月下旬之后，基差重回收敛状态，001316.OF的走势也再次差于001710.OF。因此，安信基金的投资经理在单边择时方面展现较出色的实力，并很好地运用在期债投资过程中，但可能低估了基差的收敛性，使得最终套保效果未达预期。

图表 23：安信旗下两支相似基金的净值走势对比



数据来源：Wind、中信建投期货

图表 24：TF2212 合约在 2022 年 8 月-2022 年 11 月期间的基差走势



数据来源：Wind、中信建投期货

四、对中长期资金入市启示

2016 年以来，公募基金参与期债的深度稳步提升，主要以空头套保为主，多数机构对期债的投资比重仍然偏低，未来随着中金所长风计划的推进，公募参与金融期货的深度有望进一步提升。

2016 年以来，公募基金对于期债的投资情况对于其他类型的中长期资金入市提供了较高的参考价值，根据公募参与期债情况的分析，我们认为，中长期资金仍主要将国债期货作为对冲现券波动风险的工具，且以流动性最佳的 T 合约上的操作为主。虽然策略较为单一，但将套利思路融入套保后，可操作空间将大大增加。诸如根据利率曲线的平陡变化决定是否纳入其他品种的头寸，以及根据近远月价差的变化决定是否加入远月合约的头寸等都是值得思考的方向。

套保分为多空两个方向，我们建议，中长期资金参与期债交易时，多头替代现券策略应当是持续参与的长期策略，这有助于组合的收益增强；仅在预计市场短期出现较大调整或基差趋于扩张时才阶段性参与期债的空头套保，持续时间通常较短，以组合回撤最小化为最终目标。

联系我们

全国统一客服电话：400-8877-780

网址：www.cfc108.com

获取更多研报报告、专业客户经理一对一服务、
了解公司更多信息，扫描右方二维码即可获得！



重要声明

本报告观点和信息仅供符合证监会适当性管理规定的期货交易者参考，据此操作、责任自负。中信建投期货有限公司（下称“中信建投”）不因任何订阅或接收本报告的行为而将订阅人视为中信建投的客户。

本报告发布内容如涉及或属于系列解读，则交易者若使用所载资料，有可能会因缺乏对完整内容的了解而对其中假设依据、研究依据、结论等内容产生误解。提请交易者参阅中信建投已发布的完整系列报告，仔细阅读其所附各项声明、数据来源及风险提示，关注相关的分析、预测能够成立的关键假设条件，关注研究依据和研究结论的目标价格及时间周期，并准确理解研究逻辑。

中信建投对本报告所载资料的准确性、可靠性、时效性及完整性不作任何明示或暗示的保证。本报告中的资料、意见等仅代表报告发布之时的判断，相

关研究观点可能依据中信建投后续发布的报告在不发布通知的情形下作出更改。

中信建投的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见不一致的市场评论和/或观点。本报告发布内容并非交易决策服务，在任何情形下都不构成对接收本报告内容交易者的任何交易建议，交易者应充分了解各类交易风险并谨慎考虑本报告发布内容是否符合自身特定状况，自主做出交易决策并自行承担交易风险。交易者根据本报告内容做出的任何决策与中信建投或相关作者无关。

本报告发布的内容仅为中信建投所有。未经中信建投事先书面许可，任何机构和/或个人不得以任何形式对本报告进行翻版、复制和刊发，如需引用、转发等，需注明出处为“中信建投期货”，且不得对本报告进行任何增删或修改。亦不得从未经中信建投书面授权的任何机构、个人或其运营的媒体平台接收、翻版、复制或引用本报告发布的全部或部分内容。版权所有，违者必究。

全国统一客服电话：400-8877-780

网址：www.cfc108.com