

二季度沪深 300 或迎超额收益窗口

——公募调仓风向标

研究院 FICC 组

研究员

汪雅航

✉ wangyahang@htfc.com

从业资格号: F03099648

投资咨询号: Z0019185

蔡劭立

☎ 0755-23887993

✉ caishaoli@htfc.com

从业资格号: F3063489

投资咨询号: Z0014617

高聪

☎ 021-60828524

✉ gaocong@htfc.com

从业资格号: F3063338

投资咨询号: Z0016648

投资咨询业务资格:

证监许可【2011】1289 号

策略摘要

基于公募基金股指期货持仓分析, 期货品种和基金类型两个前瞻性策略均指向二季度市场波动风险。相对收益方面, 二季度沪深 300 指数有望实现相对于上证 50 指数的超额收益, 中证 500 指数获取超额收益的难度可能上升。

核心观点

■ 市场分析

资产配置

大类资产配置: 截至一季度末, 截至一季度末, 公募基金资产管理规模缩水至 33.85 万亿元, 其中债券类资产占比达 58% (19.7 万亿元) 创历史新高, 权益类资产占比见底回升至 20% (6.9 万亿元), 现金类资产规模锐减 28%, **资金布局积极性提升, 机构正通过权益仓位调整捕捉收益机会**。股票配置: A 股持仓占比降至 85%, **公募基金加速布局港股及海外股市, 投资组合全球化特征凸显**。被动指数型基金股票配置规模同比扩张 11%, 推动市场集中度提升, 指数化投资浪潮正重塑权益资产定价机制。股指期货配置: 公募基金股指期货持仓市值收缩至 206 亿元, 市场占比回落至 1.8%。持仓结构呈现多头倾向, 多头持仓占比达 79%, **四大品种维持全面净多头状态**。基金类型方面, 被动指数型基金占据 66% 的期指持仓及 83% 的多头持仓, 股票多空型基金持仓占比大幅萎缩至 14%, 但仍主导空头持仓。

策略方法

期货品种策略: 公募基金期指持仓与指数走势呈现领先一期的相关性, IF 总持仓与下一期四大指数走势正相关均超 0.7 (沪深 300 达 0.87)。空头持仓则释放反向信号, IF 空头持仓与沪深 300、上证 50 指数负相关系数突破 -0.8, 持仓结构对指数具有锚定效应。**基金类型策略:** 股票多空型基金通过持有期指空头对冲系统性风险, 其总持仓规模变化与下一期股指走势呈现强领先正相关 ($r > 0.7$), 该类基金持仓集中于 IF (2025Q1 占比 78%), 对上证 50、沪深 300 指数具有更强指引。相对影响方面, **普通股票型基金 IC 持仓与上证 50 相对沪深 300 超额收益正相关 ($r = 0.74$)**, 增强指数型基金持仓与中证 500 超额收益负相关 ($r = -0.75$)。

■ 策略

二季度关注多 IF 空 IH 策略

■ 风险

模型基于历史数据构建, 市场环境大幅变化将导致模型失效

目录

策略摘要	1
核心观点	1
公募基金资产配置	4
大类资产配置	4
股票配置	5
股指期货配置	7
股指策略	11
期货品种	11
基金类型	13

图表

图 1: 公募基金资产配置 单位: 亿元	4
图 2: 2025Q1 公募基金资产配置构成 单位: %	5
图 3: 公募基金季度资产配置比例 单位: %	5
图 4: 公募基金资产净值及增速 单位: 亿元, %	5
图 5: 公募基金债券配置市值及增速 单位: 亿元, %	5
图 6: 公募基金股票配置市值及增速 单位: 亿元, %	6
图 7: 公募基金股票配置比重 单位: %	6
图 8: 公募基金 A 股配置市值及增速 单位: 亿元, %	6
图 9: 公募基金 A 股持股市值占股票投资比例 单位: %	6
图 10: 公募基金持有一期指数量和市值 单位: 手, 亿元	8
图 11: 公募基金期指持仓占股指期货持仓比重 单位: %	8
图 12: 公募基金期指多空持仓量 单位: 手	8
图 13: 公募基金期指多空持仓占比 单位: %	8
图 14: 2025Q1 公募基金期指持仓品种构成 单位: %	9
图 15: 公募基金期指净持仓品种构成 单位: 手	9
图 16: 2025Q1 期指总持仓的基金类型占比构成 单位: %	9
图 17: 期指总持仓的基金类型占比变动 单位: 手	9
图 18: 2025Q1 期指多头持仓的基金类型占比构成 单位: %	10
图 19: 期指总持仓的基金类型占比变动 单位: 手	10
图 20: 2025Q1 基金类型的期指品种净持仓构成 单位: 手	10
图 21: 2025Q1 期指品种净持仓的基金类型构成 单位: 手	10
图 22: IF 总持仓与沪深 300 指数走势 单位: 手, 点	12
图 23: IF 空头持仓与沪深 300 指数走势 单位: 手, 点	12
图 24: 股票多空型基金的期指持仓构成 单位: 手	14
图 25: 股票多空 IF 持仓占总持仓比例 单位: %	14

图 26: 股票多空 IF 持仓与沪深 300 指数价格走势 | 单位: 手, 点 14

图 27: 股票多空期指总持仓与沪深 300 指数价格走势 | 单位: 手, 点 14

表 1: 2025Q1 各类型基金配置股票及 A 股情况..... 7

表 2: 公募基金股指期货品种持仓与四大指数的同步相关性系数 11

表 3: 公募基金股指期货品种持仓与四大指数的领先相关性系数 (领先一期) 12

表 4: 股票多空型基金股指期货品种持仓与四大指数的同步相关性系数 13

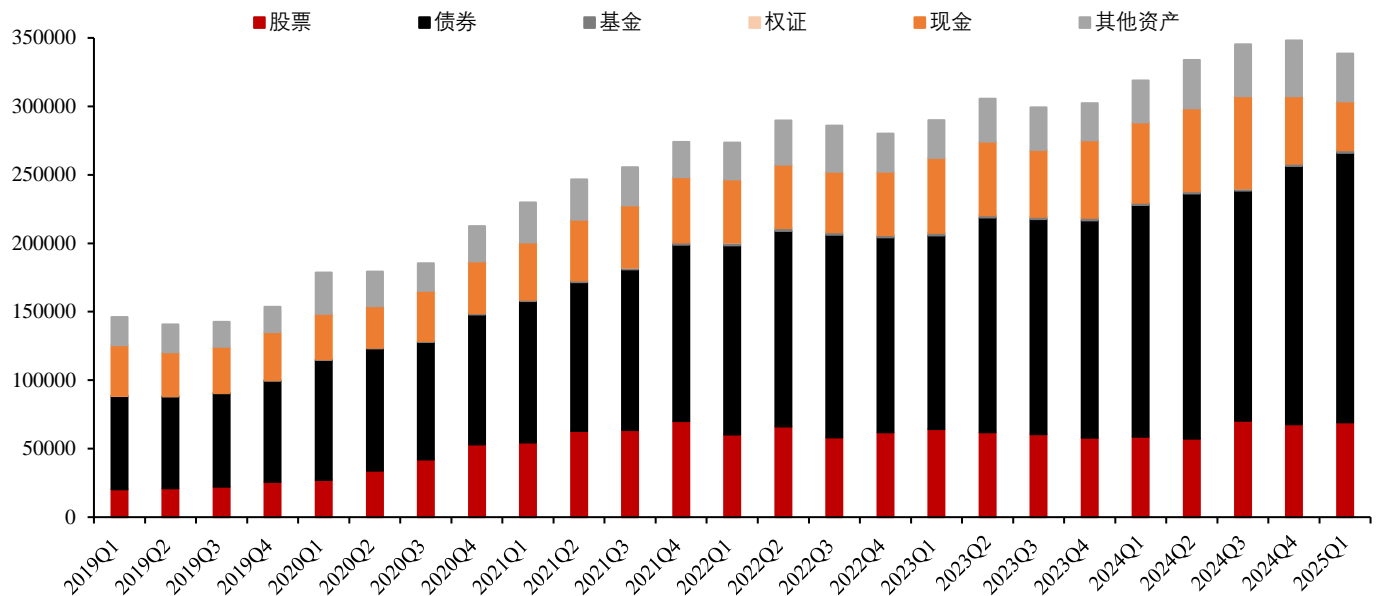
表 5: 股票多空型基金股指期货品种持仓与四大指数的领先相关性系数 (领先一期) 14

公募基金资产配置

大类资产配置

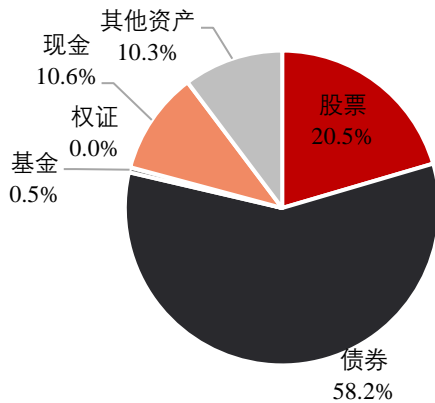
近期公募基金公布 2025 年一季度业绩，数据显示，截止一季度末，公募基金整体资产管理规模为 33.85 万亿元，较上年末缩水 2.8%。从大类资产配置格局来看，债券类资产（58%）与权益类资产（20%）仍构成核心配置方向，分别对应 19.7 万亿元和 6.9 万亿元持仓市值。其中债券的配置占比连续两个季度上升，目前为历史最高水平。而现金类资产规模收缩至 3.5 万亿元，占比降至 2011 年四季度以来低位，环比降幅达 27.5%，现金市值及比例同步下降，反映机构资金布局积极性回升，正通过权益仓位结构性调整寻求收益弹性。

图1： 公募基金资产配置 | 单位：亿元



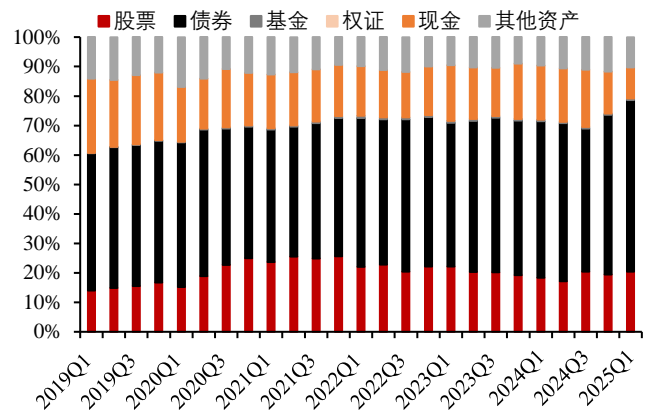
数据来源：Wind 华泰期货研究院

图2： 2025Q1 公募基金资产配置构成 | 单位：%



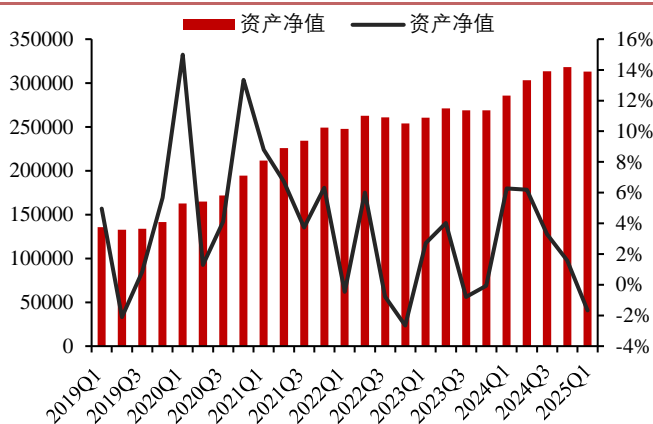
数据来源：Wind 华泰期货研究院

图3： 公募基金季度资产配置比例 | 单位：%



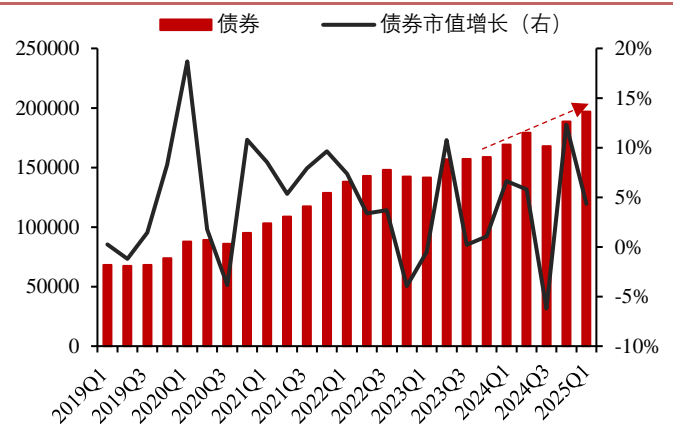
数据来源：Wind 华泰期货研究院

图4： 公募基金资产净值及增速 | 单位：亿元，%



数据来源：Wind 华泰期货研究院

图5： 公募基金债券配置市值及增速 | 单位：亿元，%



数据来源：Wind 华泰期货研究院

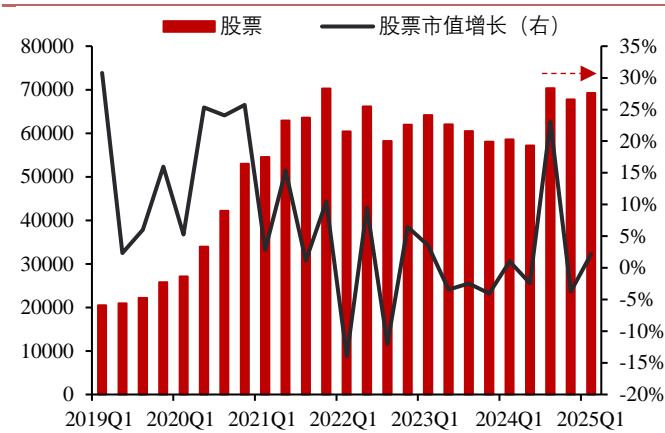
股票配置

截至 2025 年一季度末，公募基金股票持仓市值为 6.9 万亿元，环比增长 2.2%，配置比例呈现触底回升。数据显示，股票仓位自 2024 年二季度低点（17.1%）后逐步修复，近三个季度稳定在 20% 附近，反映机构投资者风险偏好边际改善。

从资产配置结构看，A 股持仓规模为 5.87 万亿元，占股票配置总市值的 84.8%，较上季度下降 2.2 个百分点，并首次跌破 85%。这一比例的持续下滑，表明公募基金正加速拓展港股及海外股市布局，股票投资组合的全球化与多元化特征增强。

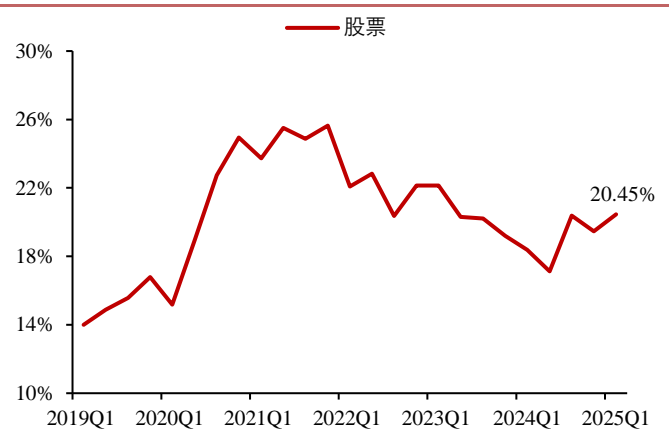
分基金类型来看，被动指数型、偏股混合型、灵活配置型及普通股票型基金构成权益资产配置的主力军。2025 年一季度，上述四类基金的股票配置市值占公募基金股票持仓总规模的 88.4%，其中配置 A 股的市值占公募基金 A 股持仓总量的 93.5%，凸显四类产品在 A 股市场中的核心定价地位。值得关注的是，被动指数型基金股票配置规模同比扩张 11.1%至 3.17 万亿元，其 A 股配置增量更达 13.2%，挤压了偏股混合型和灵活配置型基金的配置空间。显现出机构投资者通过 ETF 等工具加速布局被动投资，推动市场集中度提升；同时，指数化投资浪潮正重塑权益资产定价机制，主动管理型基金在传统选股领域的优势面临考验。

图6： 公募基金股票配置市值及增速 | 单位：亿元，%



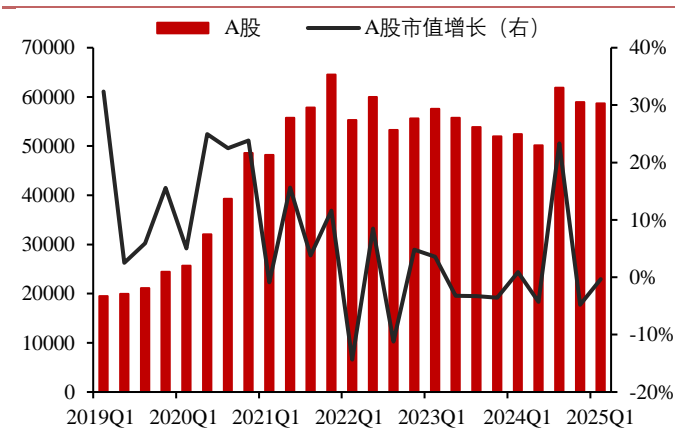
数据来源：Wind 华泰期货研究院

图7： 公募基金股票配置比重 | 单位：%



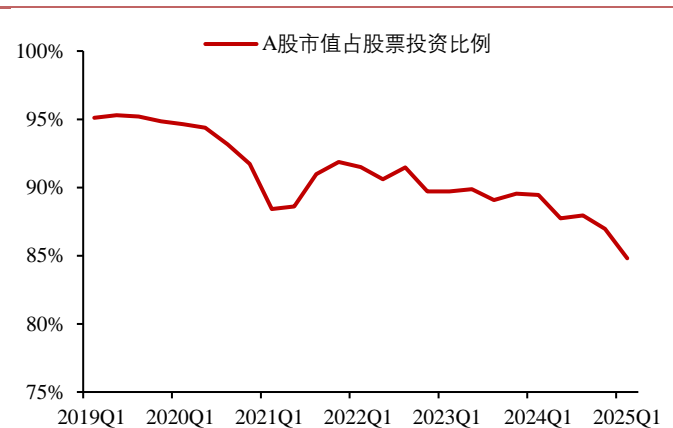
数据来源：Wind 华泰期货研究院

图8： 公募基金 A 股配置市值及增速 | 单位：亿元，%



数据来源：Wind 华泰期货研究院

图9： 公募基金 A 股持股市值占股票投资比例 | 单位：%



数据来源：Wind 华泰期货研究院

表 1：2025Q1 各类型基金配置股票及 A 股情况

基金类型	2025Q1 股票配置市值 (亿元)	占比 (%)	基金类型	2025Q1 A 股配置市值 (亿元)	占比 (%)
被动指数型	31748.09	45.9%	被动指数型	30083.17	51.2%
偏股混合型	18146.63	26.2%	偏股混合型	14760.01	25.1%
灵活配置型	6635.32	9.6%	灵活配置型	6092.77	10.4%
普通股票型	4665.58	6.7%	普通股票型	3940.08	6.7%
QDII 股票型	3798.24	5.5%	增强指数型	1839.62	3.1%
增强指数型	1847.75	2.7%	混合债券型二级	984.07	1.7%
混合债券型二级	1065.12	1.5%	偏债混合型	421.55	0.7%
偏债混合型	520.11	0.8%	平衡混合型	160.61	0.3%
QDII 混合型	418.01	0.6%	QDII 股票型	132.83	0.2%
平衡混合型	164.00	0.2%	可转换债券型	98.67	0.2%
可转换债券型	98.67	0.1%	QDII 混合型	88.02	0.1%
混合债券型一级	53.12	0.1%	混合债券型一级	53.12	0.1%
股票多空	33.09	0.0%	股票多空	33.09	0.1%
混合型 FOF	22.94	0.0%	混合型 FOF	19.84	0.0%
QDII 另类投资	10.16	0.0%	类 REITs	1.97	0.0%
类 REITs	1.97	0.0%	股票型 FOF	0.10	0.0%
股票型 FOF	0.11	0.0%	债券型 FOF	0.03	0.0%
债券型 FOF	0.03	0.0%			

数据来源：Wind 华泰期货研究院

股指期货配置

截至 2025 年第一季度末，公募基金持有股指期货合约总量为 1.8 万手，对应市值规模 206.4 亿元，较 2024 年末收缩约 22%，其在股指期货市场持仓中的占比也从 2.4%回落至 1.8%。

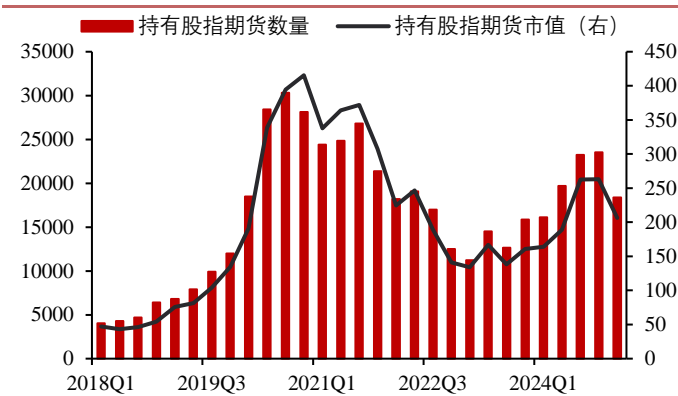
持仓结构呈现多头倾向。一季度末多头持仓占比达 79%，空头持仓规模缩减至 3811 手。自 2021 年二季度以来，多头持仓比例持续攀升，并于 2022 年四季度实现对空头持仓的反超，形成多头主导格局。

从品种布局看，公募基金持仓呈现差异化分布。2025 年第一季度末，IF 以 38%的持仓占比居首位，IC 与 IM 持仓比例相近，各占 24%-25%，IH 占比最小。动态趋势方面，IF 的持仓权重延续下行，IC、IM 持仓占比自低位逐步回升，IH 维持低位运行。**自 2024 年二季度起，公募基金对四大股指期货品种的持仓结构全面转向净多头状态。**

从基金类型拆分来看，**被动指数型基金在股指期货持仓中占据绝对主导地位**，其持仓占比自 2021 年三季度持续攀升，至 2025 年一季度已达 66%。与之形成鲜明对比的是，

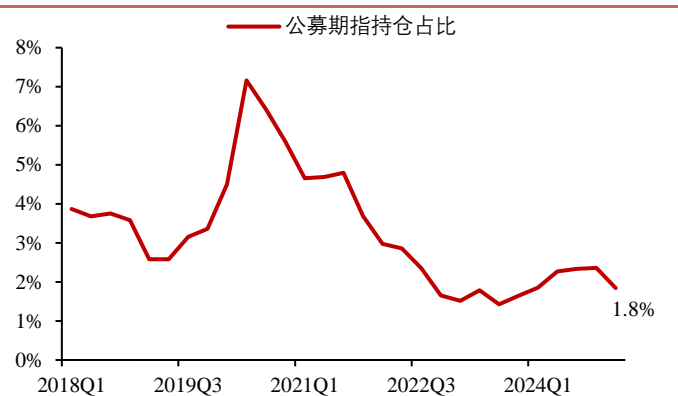
股票多空型基金持仓占比从 2019 年四季度的历史峰值 78%大幅萎缩至 14%，呈现此消彼长态势。此外，偏债型基金和普通股票型基金的期指持仓占比较低，比例小于 1%。**多头持仓集中于被动指数型基金**，其持仓量占多头总量的 83%；增强指数型基金以 12% 的占比次之；偏股混合型、灵活配置型、普通股票型、偏债混合型基金的多头持仓占比均不足 3%，股票多空型基金未参与多头持仓。**空头持仓由股票多空型基金主导**，其持仓量占空头总规模的七成；灵活配置型基金空头持仓占比明显提升，从 2023 年第三季度的 0.5%增至 2025 年一季度的 20%；被动指数型、普通股票型及增强指数型基金基本未参与空头持仓。净持仓方面，被动指数型基金仅持有净多头持仓且规模最大；股票多空型、灵活配置型、偏债混合型及偏股混合型基金为净空头持仓，股票多空型基金仅持有空头持仓且净空头规模居首。从品种维度看，**四大股指期货的净持仓均由被动指数型基金主导**，IM 的基金参与结构相对均衡。

图10： 公募基金持有期指数量和市值 | 单位：手，亿元



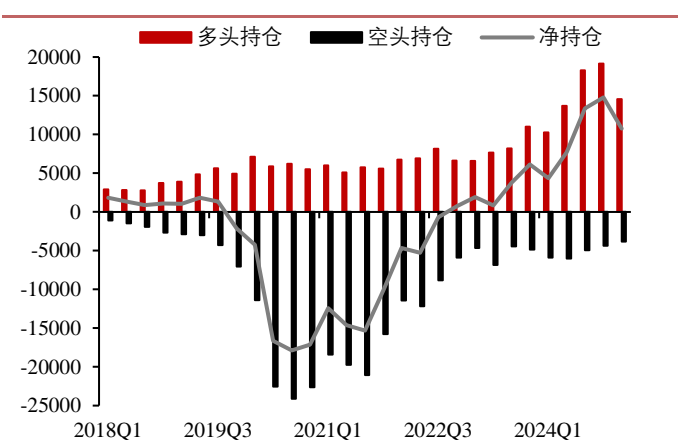
数据来源：Wind 华泰期货研究院

图11： 公募基金期指持仓占股指期货持仓比重 | 单位：%



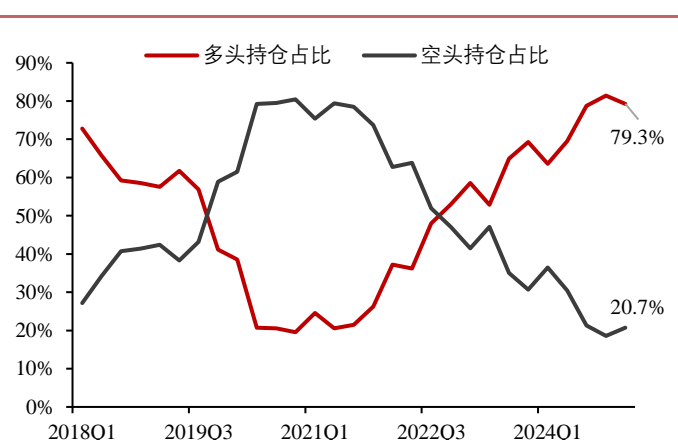
数据来源：Wind 华泰期货研究院

图12： 公募基金期指多空持仓量 | 单位：手



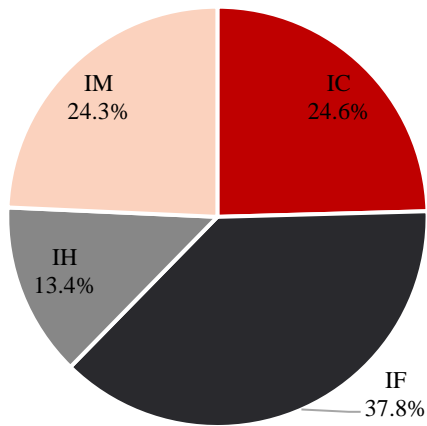
数据来源：Wind 华泰期货研究院

图13： 公募基金期指多空持仓占比 | 单位：%



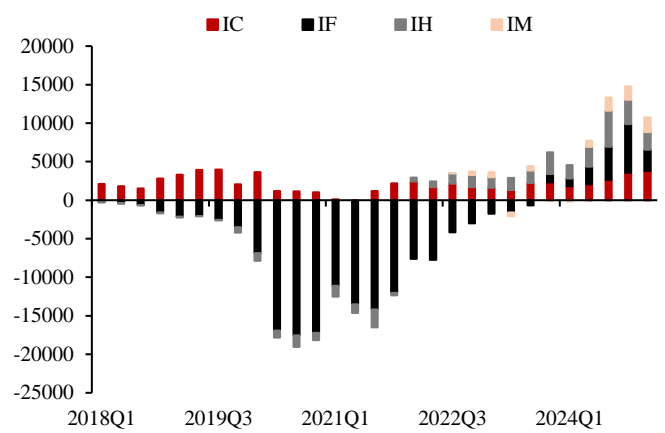
数据来源：Wind 华泰期货研究院

图14： 2025Q1 公募基金期指持仓品种构成 | 单位：%



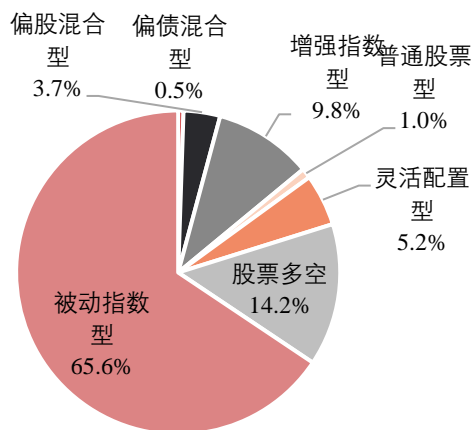
数据来源：Wind 华泰期货研究院

图15： 公募基金期指净持仓品种构成 | 单位：手



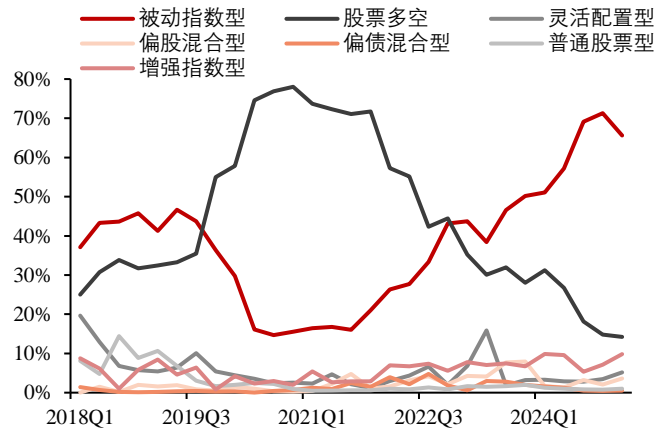
数据来源：Wind 华泰期货研究院

图16： 2025Q1 期指总持仓的基金类型占比构成 | 单位：%



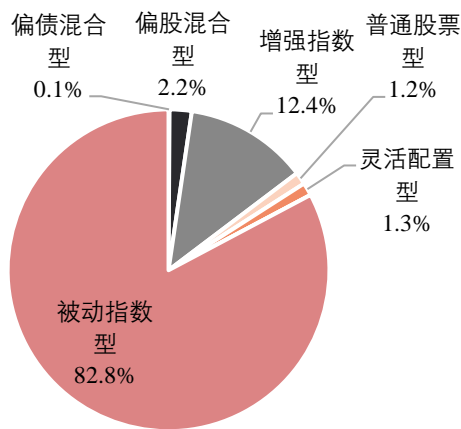
数据来源：Wind 华泰期货研究院

图17： 期指总持仓的基金类型占比变动 | 单位：手



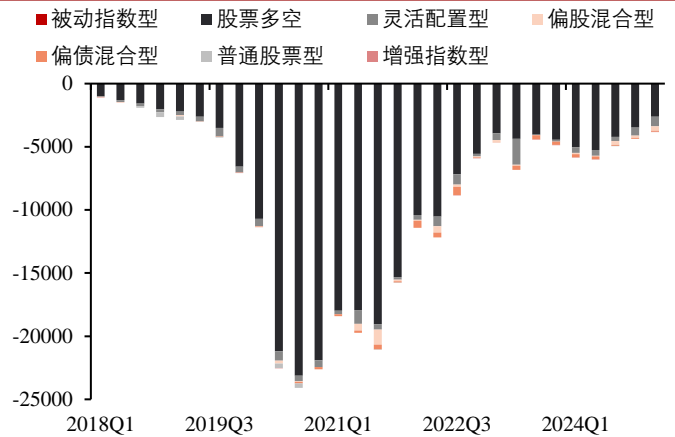
数据来源：Wind 华泰期货研究院

图18： 2025Q1 期指多头持仓的基金类型占比构成 | 单位：%



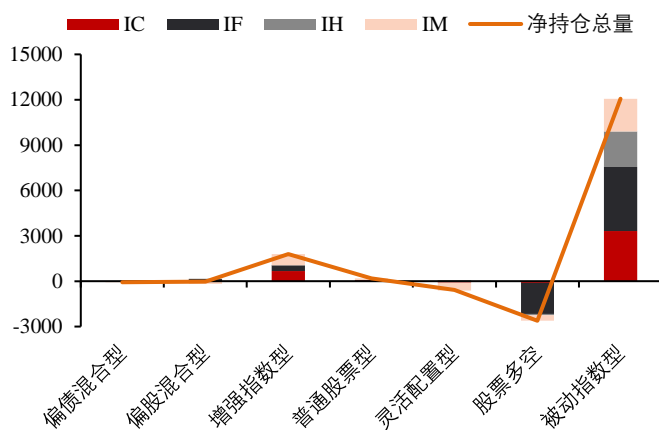
数据来源：Wind 华泰期货研究院

图19： 期指总持仓的基金类型占比变动 | 单位：手



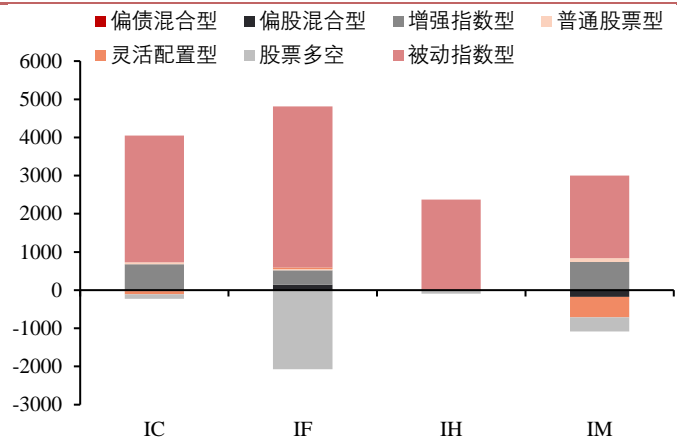
数据来源：Wind 华泰期货研究院

图20： 2025Q1 基金类型的期指品种净持仓构成 | 单位：手



数据来源：Wind 华泰期货研究院

图21： 2025Q1 期指品种净持仓的基金类型构成 | 单位：手



数据来源：Wind 华泰期货研究院

股指策略

期货品种

先从公募基金的股指期货品种配置视角切入，观察期指投资机会。需注意 IM 自 2022 年 7 月上市，2022 年三季度起方有持仓数据，因样本周期较短，暂不纳入策略考量范围。

公募基金期指持仓与指数走势领先一期的相关性普遍强于同步性。从持仓变动与指数联动性看，投资机会主要集中于上证 50 与沪深 300 两大指数。具体而言，IF 总持仓与下一期的四大指数走势呈现显著正相关，相关系数均大于 0.7，其中 IF 现货标的沪深 300 指数与其持仓联动性高达 0.87，印证资金配置对市场行情的锚定效应，机构增仓行为往往预示看涨预期。

同时，空头持仓释放强烈反向信号。IF 空头持仓与四大指数相关系数均低于-0.7，与沪深 300、上证 50 的关联度更是突破-0.8，IF 空头持仓与沪深 300 指数的负相关性达-0.88，期指空头总持仓亦呈现类似特征，与沪深 300 指数走势的负相关性同样为-0.88，凸显公募基金空头力量对市场的压制作用。

往期数据显示，IF 总持仓与空头持仓长期呈现相反走势。根据最新披露数据，IF 总持仓较上期环比下降 39%，同期空头持仓缩减 18%。基于上述期指持仓结构的联动规律，需关注 2025Q2 股指可能面临的压力。

表 2：公募基金股指期货品种持仓与四大指数的同步相关性系数

持仓类型	持仓品种	上证 50	沪深 300	中证 500	中证 1000
总持仓	IF	0.74	0.80	0.64	0.56
	IH	0.02	0.18	0.27	0.15
	IC	0.57	0.55	0.29	0.21
	期指总持仓	0.58	0.68	0.57	0.47
多头持仓	IF	-0.14	-0.01	0.08	-0.03
	IH	-0.41	-0.24	-0.02	-0.10
	IC	0.14	0.04	-0.14	-0.16
	期指多头持仓	-0.27	-0.14	-0.02	-0.11
空头持仓	IF	-0.80	-0.82	-0.63	-0.58
	IH	-0.73	-0.71	-0.48	-0.41
	IC	-0.66	-0.72	-0.51	-0.42
	期指空头持仓	-0.78	-0.81	-0.63	-0.57
净持仓	IF	-0.78	-0.76	-0.56	-0.55
	IH	-0.61	-0.48	-0.22	-0.25
	IC	-0.45	-0.56	-0.51	-0.45
	期指净持仓	-0.76	-0.73	-0.52	-0.51

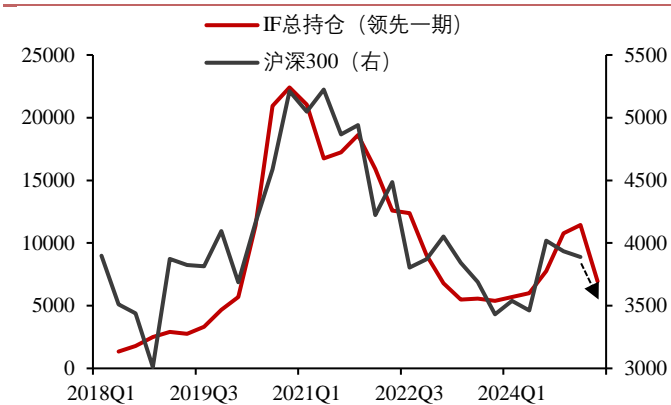
数据来源：Wind 华泰期货研究院

表 3：公募基金股指期货品种持仓与四大指数的领先相关性系数（领先一期）

持仓类型	持仓品种	上证 50	沪深 300	中证 500	中证 1000
总持仓	IF	0.78	0.87	0.79	0.73
	IH	0.05	0.24	0.41	0.35
	IC	0.68	0.71	0.57	0.48
	期指总持仓	0.65	0.79	0.76	0.68
多头持仓	IF	-0.08	0.06	0.20	0.14
	IH	-0.41	-0.24	-0.01	-0.05
	IC	0.37	0.28	0.12	0.09
	期指多头持仓	-0.20	-0.07	0.09	0.03
空头持仓	IF	-0.83	-0.88	-0.76	-0.71
	IH	-0.78	-0.80	-0.67	-0.65
	IC	-0.63	-0.75	-0.68	-0.59
	期指空头持仓	-0.81	-0.88	-0.77	-0.72
净持仓	IF	-0.80	-0.81	-0.65	-0.63
	IH	-0.64	-0.53	-0.30	-0.32
	IC	-0.29	-0.45	-0.50	-0.44
	期指净持仓	-0.77	-0.77	-0.60	-0.58

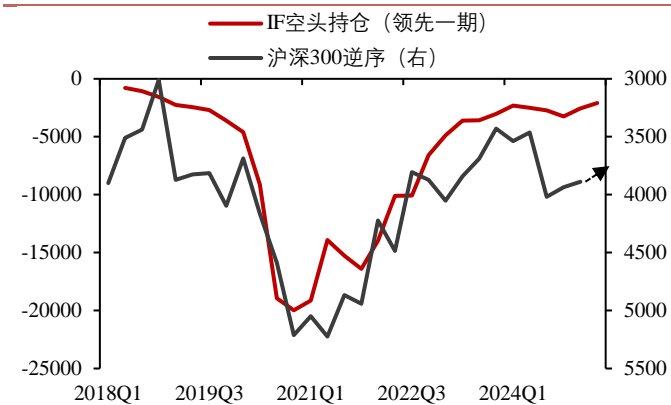
数据来源：Wind 华泰期货研究院

图22： IF 总持仓与沪深 300 指数走势 | 单位：手，点



数据来源：Wind 华泰期货研究院

图23： IF 空头持仓与沪深 300 指数走势 | 单位：手，点



数据来源：Wind 华泰期货研究院

基金类型

从基金类型角度切入股指期货投资策略，**股票多空型基金的对冲操作对指数走势呈现显著引导作用**。该类基金通过构建多空组合对冲市场系统性风险（Beta），专注捕捉个股超额收益（Alpha）。基于市场中性策略需求，股票多空型基金极少持有多头头寸，空头持仓占主导，四大品种净持仓长期维持净空头状态。由于净持仓已充分反映对冲目的，分析时可聚焦总持仓规模变化，其与下一期指数走势的领先相关性往往更为显著。

持仓结构与市场联动性方面，**股票多空基金的期货配置集中体现于 IF 合约**。2025 年一季度数据显示，IF 持仓占比达 78%，其持仓变动与股指期货整体持仓高度趋同，为重要观测指标。进一步分析发现，股票多空基金 IF 合约持仓与总持仓规模同四大指数的领先一期相关性均超过 0.7，尤其与上证 50、沪深 300 指数的相关系数突破 0.8。这种强关联性主要源于两方面，一是 IF 合约本身对沪深 300 指数的强代表性，二是股票多空基金持仓集中于大盘蓝筹相关品种，使其操作对上证 50、沪深 300 等大盘股指数具有更强的前瞻指引。最新披露数据显示，**股票多空型基金 IF 持仓与总持仓出现同步下降**，结合上述关联，这种持仓收缩态势或构成二季度股指运行的前瞻信号，需警惕潜在市场波动风险。

从相对影响分析，**普通股票型基金的 IC 总持仓与下一期上证 50 相对于沪深 300 的收益差呈正相关**，相关系数为 0.74。最新一期数据显示，该类型基金 IC 总持仓量环比回落，或表明二季度沪深 300 的收益率可能高于上证 50 指数。另一方面，**增强指数型基金总持仓与下一期中证 500 相对于万得全 A 指数的超额收益具有反向指引**，相关系数达-0.75，最新统计周期数据显示，增强指数型基金总持仓增加，这预示着二季度中证 500 指数获取相对市场整体超额收益的难度可能上升。

表 4：股票多空型基金股指期货品种持仓与四大指数的同步相关性系数

基金类型	持仓品种	上证 50	沪深 300	中证 500	中证 1000
股票多空	IF	0.79	0.81	0.63	0.58
	IH	0.74	0.73	0.51	0.44
	IC	0.70	0.72	0.44	0.32
	总持仓	0.79	0.81	0.62	0.55

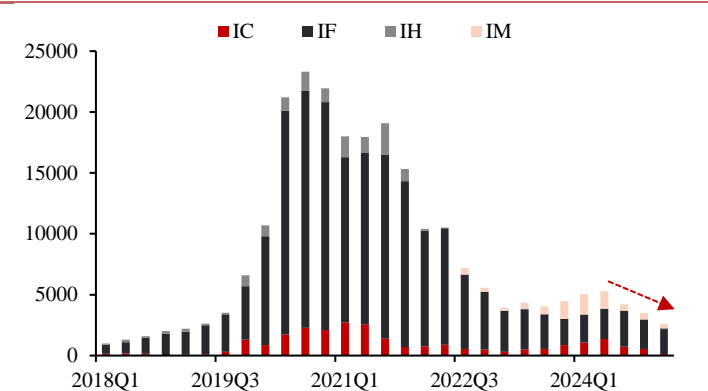
数据来源：Wind 华泰期货研究院

表 5：股票多空型基金股指期货品种持仓与四大指数的领先相关性系数（领先一期）

基金类型	持仓品种	上证 50	沪深 300	中证 500	中证 1000
股票多空	IF	0.82	0.88	0.75	0.70
	IH	0.77	0.79	0.67	0.65
	IC	0.71	0.80	0.65	0.54
	总持仓	0.82	0.89	0.76	0.70

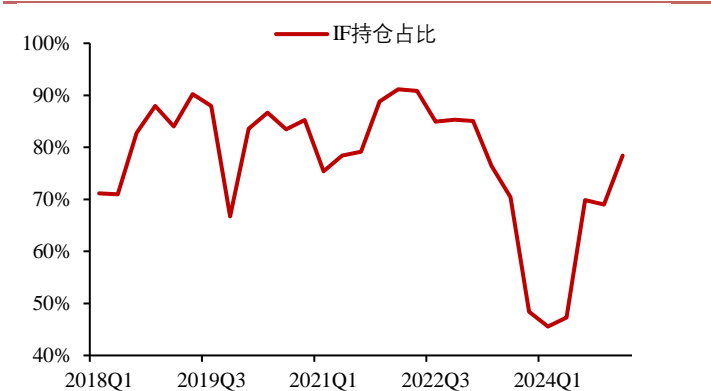
数据来源：Wind 华泰期货研究院

图24： 股票多空型基金的期指持仓构成 | 单位：手



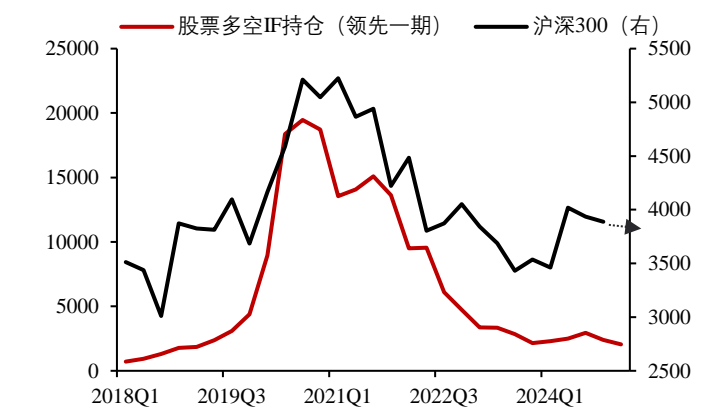
数据来源：Wind 华泰期货研究院

图25： 股票多空 IF 持仓占总持仓比例 | 单位：%



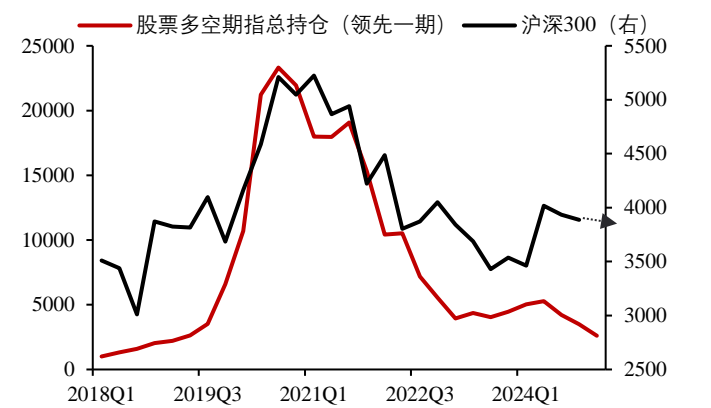
数据来源：Wind 华泰期货研究院

图26： 股票多空 IF 持仓与沪深 300 指数价格走势 | 单位：手，点



数据来源：Wind 华泰期货研究院

图27： 股票多空期指总持仓与沪深 300 指数价格走势 | 单位：手，点



数据来源：Wind 华泰期货研究院

免责声明

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、结论及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，投资者并不能依靠本报告以取代行使独立判断。对投资者依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。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“华泰期货研究院”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

华泰期货有限公司版权所有并保留一切权利。

公司总部

广州市天河区临江大道1号之一2101-2106单元 | 邮编：510000

电话：400-6280-888

网址：www.htfc.com