

广东证券期货业协会行业课题研究

金融衍生品助力中长期资金风险管理的应用研究

Empirical Study on the Use of Financial Derivatives by Mutual Funds

2024 年 12 月

摘要

近十年，公募基金发展快速，其资产管理规模从 2014 年底的 4.54 万亿元增长至 2024 年 Q3 的 32.07 万亿元，其中截至 2024 年 Q2，股票型基金增长 2.3 倍，混合型基金增长 5.9 倍，债券型基金增长 19.84 倍。与此同时，金融衍生品市场发展稳健，品种逐渐扩容，市场规模稳步增长，为资本市场提供了分散投资组合风险、优化资产配置的有效工具。但公募基金对金融衍生品的应用却相对滞后，运用金融衍生品投资工具的规模占比约 11.3%，相对于海外 50% 以上水平存在较大差距。本文通过实证研究，从实践的角度探讨公募基金应用金融衍生品过程中的机遇与挑战，发现存在广度与深度不足、投资限制较多、工具缺乏创新等问题，通过对比公募基金在金融衍生品市场中的应用特点，为公募基金更好运用衍生品工具、参与衍生品市场提出建议。

关键词：公募基金；金融衍生品；风险管理

Abstract

In the past decade, the development of mutual funds has been rapid, with the scale of asset management increasing from CNY 4.54 trillion to CNY 32.07 trillion. Among these, equity funds have grown 2.3 times, mixed funds have increased 5.9 times, and bond funds have surged by 19.84 times. Concurrently, the financial derivatives market has exhibited robust growth, expanding its variety and steadily increasing in size, providing effective tools for diversifying portfolio risks and optimizing asset allocation in the capital market. However, the application of financial derivatives by mutual funds has lagged behind, with the proportion of assets utilizing derivative investment tools at around 11.3%, revealing a significant gap compared to the 50% or more levels seen overseas.

This article conducts empirical research to explore the opportunities and challenges in the process of mutual funds applying financial derivatives, examining the issues of insufficient breadth and depth, numerous investment restrictions, and a lack of innovative tools. By comparing the characteristics of mutual funds in the financial derivatives market, the article aims to provide recommendations for better utilization of derivative tools and participation in the derivative market by mutual funds.

Keywords: Public Funds; Financial Derivatives; Risk Management

目录

摘要.....	2
Abstract.....	3
第一部分、绪论.....	1
一、研究背景和意义.....	1
二、文献综述.....	2
三、本文研究方法与创新点.....	3
四、研究内容与框架.....	4
第二部分、国内外公募基金参与金融衍生品现状.....	5
一、海内外公募基金发展情况.....	5
（一）海外基金发展现状.....	5
（二）我国公募基金发展现状.....	7
二、海内外金融衍生品发展情况.....	9
（一）海外金融衍生品发展现状.....	9
（二）我国金融衍生品发展现状.....	11
三、海内外基金参与衍生品发展现状.....	14
（一）海外基金运用衍生品的情况.....	14
（二）我国公募基金运用衍生品的现状.....	16
第三部分、我国公募基金应用金融衍生品的效果分析.....	21
一、公募基金运用金融衍生品的行为分析.....	21
第四部分、总结及建议.....	36
一、当前我国公募基金使用金融衍生品存在的问题.....	36
二、原因分析.....	40
三、结论及建议.....	40
参考文献.....	42

图表目录

图表 1 历年全球公募基金规模与地区构成.....	6
图表 2 我国分类型公募基金净值规模.....	7

图表 3 2024 年 Q3 中报公募基金市场情况	8
图表 4 全球期货期权成交量（地域）（手，单边）	10
图表 5 全球期货期权成交量（产品）（手，单边）	10
图表 6 各国家或地区 2023 年场内衍生品成交量排名情况	11
图表 7 我国商品期货与金融期货成交额对比	11
图表 8 目前我国场内金融期衍生品体系	14
图表 9 目前我国各类型公募基金情况	17
图表 10 持有股指期货的基金产品数	18
图表 11 持有股指期货的基金公司数	18
图表 12 公募基金持有股指期货市值（亿元）	18
图表 13 公募基金持有国债期货市值（亿元）	18
图表 14 持有国债期货的基金产品数	19
图表 15 持有国债期货的基金公司数	19
图表 16 不同基金类型的股指期货情况	19
图表 17 2024 年三季度使用衍生品的公募基金数量	21
图表 18 2024 三季度多空基金持仓示例	22
图表 19 多空基金的股指期货持仓量（手）	24
图表 20 多空基金的股指期货合约市值（万）	24
图表 21 股指期货近几年升贴水情况	25
图表 22 2024 年三季度末投资股指期货占净值比重排名前 20 的规模 5 亿以 上的被动型指数基金	25
图表 23 2024 年三季度末投资股指期货占净值比重排名前 20 的规模 2 亿以 上的增强指数型基金	26
图表 24 各类公募基金持有股指期货多头市值（单位：亿元）	27
图表 25 被动型基金股指期货持仓市值分布	28
图表 26 增强指数基金股指期货持仓市值分布	28
图表 27 各类型公募基金产品中对国债期货的配置统计	30
图表 28 公募基金持仓占市场总持仓的比例	31
图表 29 对冲基金平均 vs. 股票型基金指数	32
图表 30 月度收益率	32
图表 31 股指期货当季连续合约年化基差率（单位：%）	32
图表 32 公募基金中，股指期货多空配置情况	33
图表 33 中证 500ETF 表现（归一处理）	34
图表 34 2024 以来中证 500ETF 收益对比	34

图表 35 中证 1000 增强基金表现（归一处理）	34
图表 36 2024 以来中证 1000 指增收益对比	34
图表 37 观察产品平均 vs. 债券型基金指数.....	35
图表 38 月度收益率	35
图表 39 多头国债期货的公募基金业绩表现	35
图表 40 空头国债期货的公募基金业绩表现	36

第一部分、绪论

一、研究背景和意义

近年来，我国公募基金和金融衍生品市场发展均较为稳健，不过公募基金使用金融衍生品并不多。根据中国证券投资基金业协会数据，截至 2024 年第三季度，存续公募基金产品共 12175 支，总规模达 32.07 万亿元，非货币基金 11084 支，规模 19.03 万亿，其中使用衍生品的基金规模约为 2.20 万亿元，占公募基金总规模及非货币基金规模的比重分别为 6.86%、11.56%。与美国、欧洲等发达市场中相比，这些市场公募基金使用衍生品的规模比例都在 50% 以上，我国公募基金在衍生品运用方面还有较大的提升空间。

从投资者角度，公募基金运用衍生品工具对丰富基金行业的策略有较大帮助。传统公募基金产品存在现货市场交易限制及效率等问题，而金融衍生品市场的效率会高于现货市场，例如，股指期货是 T+0 交易，国债期货交易效率也优于国债现券等。这一问题使得公募基金投资策略灵活性有所不足，而合理运用金融衍生品可丰富投资策略的多样性，创建更灵活、风险收益特征更匹配的投资组合，在提高投资收益和风险管理水平的同时，满足不同投资者的风险收益需求，获得超额收益。例如，对于被动型权益基金，用股指期货替代股票现货以及对现金头寸的积极管理（如持有低风险债券组合获取超额收益），可实现对指数的复制和增强。再如，对于混合型基金，可以根据对未来市场的判断使用股指期货或国债期货进行资产配置，降低资金占用，提升收益率表现。又如，对于股票型主动基金，若对股票头寸同时采用股指期货进行部分仓位或完全仓位的对冲，可以一定程度剥离股票组合的系统性风险，以获得选股带来得绝对收益。

从衍生品市场角度，公募基金运用金融衍生品工具可以提升衍生品市场的专业性及有效性。期货市场的诸多制度，例如 T+0 交易、保证金制度和当日无负债结算等，要求市场参与者具备更高的专业投资知识和风险管理能力，而公募基金作为规模庞大、专业性高、影响广泛的机构投资者，其深度参与衍生品市场将对期货市场建设意义重大：首先，公募基金的参与将直接注入增量资金，提高市场流动性；其次，公募机构的参与有助于优化期货市场投资者结构，降低市场投机氛围，促进期货合理定价；最后，公募机构的参与提高市场效率，有利于培养更健康的资本市场秩序，有助期货服务实体经济功能的发挥。

因此，研究公募基金对衍生品的运用效果，一方面有助于公募基金优化提升投资策略和风险管理方法论，为投资者创设多元化投资品种，另一方面有助于监管机构更好地了解市场风险和投资者保护的需求，对促进期货市场稳健发展具有实际意义和重要价值。

二、文献综述

金融衍生品市场起源及成熟于欧美市场，海外关于公募基金对金融衍生品投资的情况进行了多项研究，主要集中在衍生品的运用目的、运用风格、运用效果方面。Koski 和 Pontiff（1999）的研究基于美国 675 只股票类共同基金在 1992-1994 年期间的数据，发现不同投资风格的基金在金融衍生品投资比例上存在差异，而主要的投资目的是进行套期保值。Johnson 和 Yu（2004）的研究结果显示，对于股票型基金来说，投资风格积极的更倾向于投资衍生品；对于固定收益型基金和外国股票型基金，基金成立时间越短，越有可能投资金融衍生品。Marin 和 Rangel（2006）的研究发现，在西班牙，有 60% 的基金投资了金融衍生品。Frino、Lepone 和 Wong（2006）对澳大利亚的基金进行了实证研究，结果显示约 60% 的基金投资了衍生品，其中 40% 的基金使用衍生品进行现金流管理。这些研究共同揭示了不同地区公募基金在金融衍生品投资方面的趋势和实际情况。

国内方面，我国金融衍生品市场发展起步较晚，因此相关研究历史也比较短。公募基金多以证券投资为主，对衍生品的应用主要为与股指相关衍生品，将其作为风险管理的重要手段。巴曙松和谭迎庆（2011）从新兴古典经济学的角度出发，以专业化分工理论为基础，对公募基金产业进行了深入分析。他们认为，股指期货的引入为国内公募基金的投资管理带来了横向和纵向扩张的可能性。范向鹏（2012）指出，基金管理人可以通过运用衍生品，特别是股指期货，来有效地实现资产配置。此外，股指期货还能被用于灵活地管理资金流动性。蓝昭钦（2013）在研究中以沪深 300 股指期货为例，对指数基金的大额申购和赎回过程进行了实证分析。他的研究发现，股指期货在管理基金现金流方面发挥了积极作用，有助于提升基金的业绩表现。张森婷（2013）通过多种模型对 15 只代表性开放式基金进行了研究，套期保值策略显著降低了风险，为基金投资带来了稳定性。成艳丽（2015）用 DV01 法或者久期方法检验国债期货对中期国债和长期国债的套保效果最好，用收益率贝塔方法修正后对短期国债套保效果也得到较为明显的改善。这些研究探讨了股指期货在公募基金投资管理中的重要作用，包括资产配置、风险管理以及业绩提升等方面，为行业提供了有益的理论 and 实证支持。

除了实证研究外，国内还有学者专门进行相关的案例分析。范辛亭和俞科进（2007）的研究突出了股指期货在中国证券市场的重要性。通过研究国外市场公募基金参与股指期货的历史和发展，他们总结出四种成熟模式和成功策略，为我国公募基金提供了启发。龙玲（2017）的研究关注衍生品和公募基金市场，强调衍生品在基金风险管理、多策略产品创新和提升投资能力方面的重要性，他深入分析了我国公募基金在衍生品应用方面的现状和问题，比较了国内外衍生品应用情况，并提出改善发展、合规监管和激励机制等建议。

整体上看，当前大部分学术研究及实证研究主要集中在成熟的海外市场，如美国和欧洲等，而对中国国内衍生品市场的最新动态尚未有一个全面的研究分析。在过去的十年里，中国的衍生品市场经历了快速的发展，特别是股指期货的发展及扩容，为公募基金风险管理提供了有效工具。至今我国中金所上市了四个股指期货及三个指数期权，包括上证 50、沪深 300、中证 500 和中证 1000 四个品种，全面覆盖了超大盘股、大盘股、中盘股和小盘股。另外沪深交易所上市了九个 ETF 期权，其中上交所上市了上证 50ETF、沪深 300ETF、中证 500ETF、科创 50ETF、科创板 50ETF，深交所上市了创业板 ETF、深证 100ETF、沪深 300ETF、中证 500ETF。这些合约不仅为投资者提供了对冲风险的机会，还为投资者提供了增加超额收益的工具。深入研究中国衍生品市场的发展，可以揭示其市场特点、价格形成机制和投资策略，为投资者提供更多的决策参考。此外，尚未有足够多的研究关注公募基金在中国衍生品市场中的应用和策略。公募基金在中国资本市场中占据重要地位，因此了解它们如何在股指期货和场外期权等新兴产品中进行投资和风险管理，对于指导和推动中国资本市场的发展至关重要。相关研究可以深入探讨公募基金的投资组合构建、风险管理策略以及与新兴衍生品市场的关联等问题，为我国金融市场提供更全面的认识。

三、本文研究方法与创新点

本课题在研究过程中拟采用的主要研究方法如下：

一是文献研究法，对海内外文献及相关资料收集和整理，尽可能全面、系统地掌握和梳理学术界和实务界对公募基金在衍生品运用相关领域的研究情况。

二是外文资料翻译，对美国期货业协会（NFA）等统计数据及工作论文进行翻译整理，为海内外经验对比研究提供基础。

三是数据分析法，本课题将着力搜集整理中美公募基金及衍生品市场尽可能全面的数据，采用定性与定量结合的方法分析总结中美各自在衍生品的发展历程以及各阶段的发展特征。

四是对比研究，对中美公募基金在衍生品运用方面的具体情况进行对比分析，包括衍生品的定义、法律及监管体系、发展历程及现状、公募基金参与衍生品市场的情况及发挥的功能。对比分析的目的在于理清中美在衍生品运用差异的内在逻辑，理解不同的业务发展路径，更好地选取发展经验。

五是逻辑推演。通过逻辑推理，总结在中国的金融环境和市场监管下，公募基金运用衍生品的目的、策略、方式，以及存在的困难和解决方式，对公募基金行业和公司的发展具有实际指导意义。

创新点主要有三：第一，虽然对于我国公募基金运用衍生品的作用和意义有不少学术研究，但是在公募基金运用衍生品实证分析上文献较少，实证分析主要集中在成熟的海外市场。相对于这些国际市场而言，国内的衍生品市场和公募基金市场仍然处于不断成长壮大的过程中，发展阶段有所不同，实证结果可能有差异。第二，当前的研究大部分侧重于国内衍生品市场和公募基金市场的单一视角，而对于二者有机结合的探讨仍然较为有限。第三，关于公募基金如何巧妙运用衍生品的研究是尚未被充分探索的领域，它对于提升基金运作效率、风险管理能力以及为投资者创造更多价值具有重要意义。本文在一定程度上填补上述研究空白，更全面地认知国内市场的独特性和发展轨迹，结合理论分析及实证分析，为公募基金更好利用衍生品工具提升风险管理能力提出建议。

四、研究内容与框架

本文旨在通过分析比较海内外发展情况，深入研究公募基金在金融衍生品市场的应用，强调其在我国资本市场中的重要性与实际意义。第一部分介绍本研究的背景和意义，回顾相关文献，在总结现有研究成果的基础上提出研究方向，并概述研究方法与创新点。第二部分分析对比海外及我国公募基金发展情况、金融衍生品市场发展情况及公募基金参与衍生品市场的程度，阐述公募基金参与金融衍生品市场的原理和目的，并对海内外市场发展差距进行分析。第三部分聚焦于公募基金应用衍生品的行为分析，基于公募基金净值表现及持仓数据做归因分析，对不同策略类型基金使用衍生品的风格与目的做统计并进行运用效果分析。第四部分总结前文研究成果，针对目前市场发展过程中存在的问题提出政策建议，以促进公募基金更有效地运用金融衍生品，提高资本市场的稳定性和发展活力。

第二部分、国内外公募基金参与金融衍生品现状

金融衍生品根据合约类型的不同被划分为期货、远期、期权和互换；其标的物也可以包括股票、债券、商品、货币、利率、指数等金融资产或指标。这些工具在金融市场中发挥着多重功能，如风险管理、价格发现和提供杠杆效应。对于公募基金而言，参与金融衍生品市场有助于丰富产品线，提升风险管理能力，以更好地满足投资者需求。衍生品的灵活性允许基金经理采用不同的策略和工具，比如通过期货对冲风险、利用期权开展避险策略，以及参与更广泛的资产配置。但由于海内外基金行业与衍生品发展时间与路径不尽相同，法律法规、市场环境等差异引致各国的公募基金行业参与衍生品的发展与特点均有所差异。本部分将详细分析国内外的公募基金发展情况、衍生品市场发展情况及公募基金参与衍生品的现状。

一、海内外公募基金发展情况

（一）海外基金发展现状

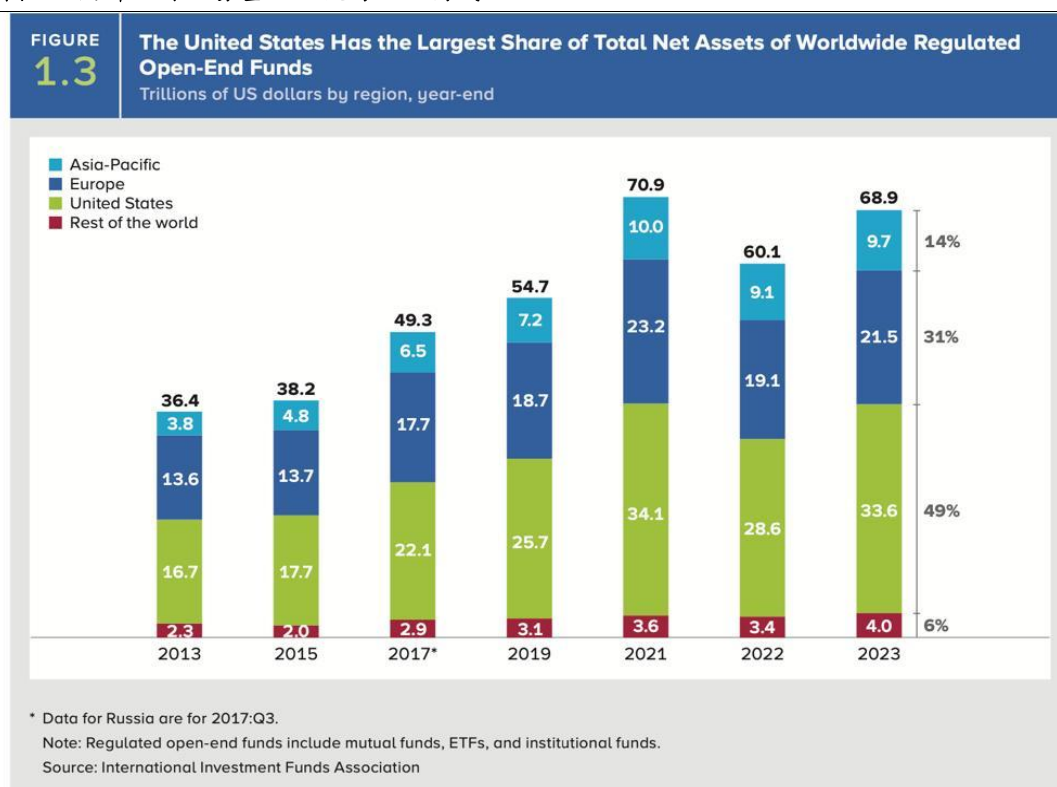
海外基金有多种形式，依照美国《投资公司法》，投资公司分为管理型投资公司和非管理型投资公司，美国受监管基金包括开放式基金（共同基金（Mutual Fund）和交易型开放式指数基金（Exchange-Traded Funds，简称“ETFs”））、单位投资信托基金（Unit Investment Trust，简称“UIT”）和封闭式基金。另外，对冲基金也在全球金融市场中扮演重要的角色，它们以其灵活的投资策略和使用衍生品工具的广泛程度而闻名。对冲基金只允许“合格投资者”投资，如过去两年的年收入超过 20 万美元或净资产超过 100 万美元的个人。因此，海外共同基金相当于我国的公募基金，对冲基金则相当于我国的私募基金。

共同基金的历史可以追溯到 1868 年英国的外国与殖民地政府信托基金，不过现代概念上的第一个共同基金是 1924 年在美国波士顿成立的马萨诸塞投资信托基金。20 世纪 80 年代以来美国金融业进入到放松管制时代，同时金融技术创新以及美国金融分散化的政治传统驱动了包括共同基金在内的机构投资者的快速成长，美国迎来了其历史上一个少见的大牛市，共同基金便在大牛市期间逐步

成为美国资本市场的中流砥柱。1940 年美国市场共同基金的管理规模只有 4.5 亿美元，产品数量 68 个，而目前规模 33.6 万亿美元，产品数量超 8000 个。

截至 2023 年末，全球受监管开放式基金合计净资产规模达 68.9 万亿美元，其中，股票基金规模 31.8 万亿美元，债券基金规模 12.9 万亿美元，混合基金 7.3 万亿美元，货币基金规模 10.4 万亿美元。从基金分布上看，全球公募基金总资产的大部分集中在美国(33.6 万亿美元，49%)和欧洲(21.5 万亿美元，31 %)，亚太地区公募基金占比 14%，这与美欧具有更有力的监管框架和更繁荣的金融市场有关。从公募基金的持有者来看，以美国为例，2023 年，美国共同基金规模达 22.5 万亿美元，其中 1.16 亿个人投资者持有共同基金，覆盖 6,870 万美国家庭，绝大部分长期共同基金的净资产(95%)由美国家庭持有。此外，考虑到人口规模、经济和财富的快速增长、以个人账户为基础的储蓄和投资的精力，亚太地区的共同基金市场具有持续增长的潜力。

图表 1 历年全球公募基金规模与地区构成



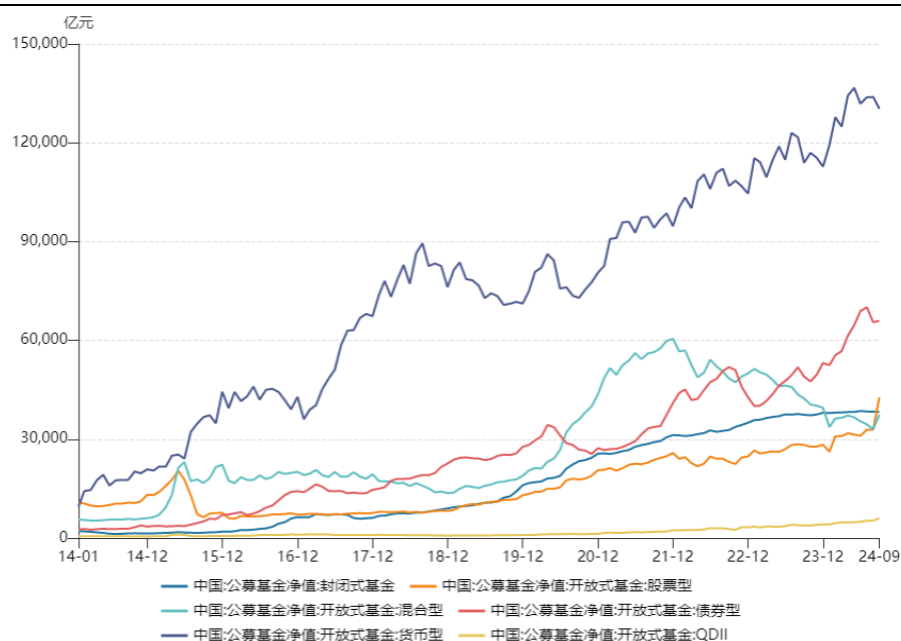
数据来源：美国投资公司协会（ICI）

（二）我国公募基金发展现状

在我国并没有使用“共同基金”这个词语，最为接近的名词是“公募基金”。根据《中华人民共和国证券投资基金法（2015 年修正）》释义：基金根据募集方式不同，可以分为公募基金与私募基金。公募基金是指通过公开发售基金份额向不特定对象募集资金设立的基金。私募基金是指向特定对象非公开发售基金份额募集资金设立的基金。从以上公募基金和私募基金的区分，我们可以这么定义公募基金：公募基金一般为中国证监会批准的基金管理公司管理、公开发售的且成立后份额可以上市交易的证券投资基金，公募基金有着严格的法律法规监管，在中国由中国证监会监管。

截至 2024 年三季度，我国公募基金管理规模达 32.07 万亿元，产品数量达 12175 只，规模和数量双双处于历史高位。我国境内共有公募基金管理机构 163 家，其中基金管理公司 148 家，外商投资基金管理公司 51 家（包括中外合资和外商独资），内资基金管理公司 112 家；取得公募资格的资产管理机构（证券公司或证券公司资管子公司、保险资产管理公司）15 家。

图表 2 我国分类型公募基金净值规模



数据来源：Wind

从基金分类别来看，开放式基金中，货币市场基金、债券基金、混合型基金、股票型基金规模分别为 13.03 万亿、6.59 万亿、3.75 万亿、4.27 万亿。股票基金

2,531 支，混合基金 5,082 支，货币型基金 371 支，债券基金 2,544 支，QDII 基金 305 支。

图表 3 2024 年 Q3 中报公募基金市场情况

类别	基金数量(只) (2024/9/30)	份额(亿份) (2024/9/30)	净值(亿元) (2024/9/30)
封闭式基金	1,342	35,551.88	38,300.23
开放式基金	10,833	257,334.57	282,381.76
其中：股票基金	2,531	30,429.61	42,703.6
其中：混合基金	5,082	32,573.66	37,465.16
其中：债券基金	2,544	58,179.13	65,933.67
其中：货币基金	371	130,369.69	130,334.76
其中：QDII 基金	305	5,782.49	5,944.57
合计	12,175	292,886.45	320,681.99

数据来源：中国证券投资基金业协会 中国证监会

公募基金发展二十余年，已成为大资管行业的重要标杆及典范，行业发展呈以下特点：

一是规模持续扩张。基金业协会数据显示，截至 2024 年三季度，公募基金管理人达 163 家，管理规模增长至 32.07 万亿，持有 A 股流通市值占比达 41.93%，处于历史高位。

二是社会接受度较高。作为普惠金融的代表，公募基金为近 8 亿个人投资者和广大机构投资者创造了良好的收益，“炒股不如买基金”的理念深入人心。公募基金目前已建立了包括银行、券商、互联网等第三方代销渠道和自有直销平台在内的、覆盖线上线下的销售体系，能覆盖和服务广泛的客户群体。

三是产品体系较丰富。目前全市场已有过万只基金产品，并涵盖了货币型、债券型、混合型、股票型、QDII 基金等多种类型，较好地满足了各类投资者多样化的理财需求。

四是业务多元化。公募基金已经形成了包括公募业务、私募资管业务、养老金业务、国际业务、子公司业务在内的五大板块，为各类投资者提供全方位的理财服务。

五是严密的合规风控。公募基金以基金法和配套法规构建了完善的法律法规体系，并由证监会的监管，基金业协会、同业公会的行业自律，交易所、会计事务所的外部监督，以及基金公司的内控，共同构筑成严密的合规风控体系，有效防范了各类风险。

二、海内外金融衍生品发展情况

（一）海外金融衍生品发展现状

发达国家的成熟衍生品市场一般为多层次的市场，不同标的资产的衍生品可能同时存在于场内和场外交易中，监管和统计口径存在区别。但是不同交易场所主要交易的种类还是有所区分，比如场内一般是期货、期权和权证；而场外一般是期权、互换和结构性产品。因此，在总结国际衍生品发展现状和特征时，需要区分场内与场外交易，由于本文对公募基金进行研究，因此主要关注场内衍生品市场。

国际上的场内衍生品市场以期货和期权市场为主，期货和期权是两种主要的衍生产品，它们的交易主要在场内市场进行，并逐渐发展为以金融衍生品为主的市场体系。最早的期货交易可追溯到 1865 年，当时芝加哥期货交易所（CBOT）推出了第一个标准化的期货合约，旨在应对农产品价格波动的风险。此后，美国和欧洲相继涌现了芝加哥商业交易所（CME）、纽约商业交易所（NYMEX）、伦敦金属交易所（LME）等，这些交易所专注于不同商品领域，如农产品、金属和能源的期货交易。进入 20 世纪 70 年代，全球金融体系发生了显著变革。布雷顿森林体系解体、浮动汇率制度的形成以及利率市场化的推进，使金融市场面临更多的风险。为满足市场对金融衍生产品的需求，1972 年 5 月，芝加哥商业交易所推出了历史上第一个外汇期货合约，标志着金融期货的诞生。随后，利率期货和股票期货逐渐问世，使金融期货产品得以不断完善，市场规模不断扩大。自上世纪 90 年代以来，金融期货已成为全球期货市场中成交量最大的品种类别，近年来，全球金融期货已占据了全球期货交易总量的 90% 以上。

至于期权，其理论基础可以追溯到 1972 年，当时芝加哥大学的两位教授 Fisher Black 和 Myron Scholes 发表了“期权定价与公司负债”的论文，成功解决了期权定价的难题。随后，于 1973 年，芝加哥期权交易所（CBOE）首次推出了股票期权，最初以 16 只个股为标的。此后，不同标的资产和不同类型的期权，如股指期权、利率期权、外汇期权和商品期权等，陆续在世界各地推出，极大地繁荣了全球期权市场。

2023 年，全球期货和期权成交达到创纪录的 1372.93 亿手，较 2022 年增长了 534.45 亿手，增幅 63.7%，远高于 2022 年的增幅，更是远高于过去六年来的平均增幅，这是连续六年全球成交持续创纪录。其中，金融总成交量为 1255.95 亿手，同比增长 68.1%，高于 2022 年 43.7% 的增长，占全球市场份额的 91.5%，较

2022 年提升了 2.4 个百分点；商品总成交量为 116.98 亿手，同比增长 27.8%，与 2022 年 13.6% 的增长相比提升了 14.2 个百分点，在全球市场的占比为 8.5%，延续 2023 年以来金融和商品类产品成交的“九一”格局。值得注意的是，2023 年美国金融衍生品成交量高达我国十余倍，但美国股票市场规模却仅为中国的 2.5 倍左右。因此海外发达国家金融衍生品发展规模远高于我国，我国在这方面存在较大的空间。

图表 4 全球期货期权成交量（地域）（手，单边）

地区	2023	2022	同比增减
亚太	103,476,363,176	50,634,315,816	104.36%
欧洲	4,929,571,844	4,802,600,636	2.64%
拉美	8,637,494,326	8,624,377,398	0.15%
北美	17,852,469,949	16,807,195,297	6.22%
其他	2,397,000,843	2,979,319,590	-19.55%
总计	137,292,900,138	83,847,808,737	63.74%

数据来源：FIA，其他地区包括希腊、以色列、南非和土耳其

图表 5 全球期货期权成交量（产品）（手，单边）

类别	产品	2023 年成交量	2022 年成交量	同比增减	市场份额占比
金融类	股指	99,851,881,839	48,619,252,629	105.38%	72.73%
	个股	12,583,958,837	13,215,937,627	-4.78%	9.17%
	外汇	7,077,589,485	7,713,948,827	-8.25%	5.16%
	利率	6,081,131,573	5,145,795,927	18.18%	4.43%
	金融类小计	125,594,561,734	74,694,935,010	68.14%	91.48%
商品类	能源	2,774,973,767	2,067,307,204	34.2%	2.02%
	农产品	3,132,675,218	2,393,911,563	30.9%	2.28%
	其他	3,219,018,909	2,497,750,317	28.88%	2.34%
	非贵金属	1,855,787,454	1,630,235,887	13.84%	1.35%
	贵金属	715,883,056	563,668,756	27.00%	0.52%
	商品类小计	11,698,338,404	9,152,873,727	27.81%	8.52%
总计		137,292,900,138	83,847,808,737	63.74%	100.00%

数据来源：FIA，其他包括化学品、塑料、加密货币、排放、运费、波动性、天气

（二）我国金融衍生品发展现状

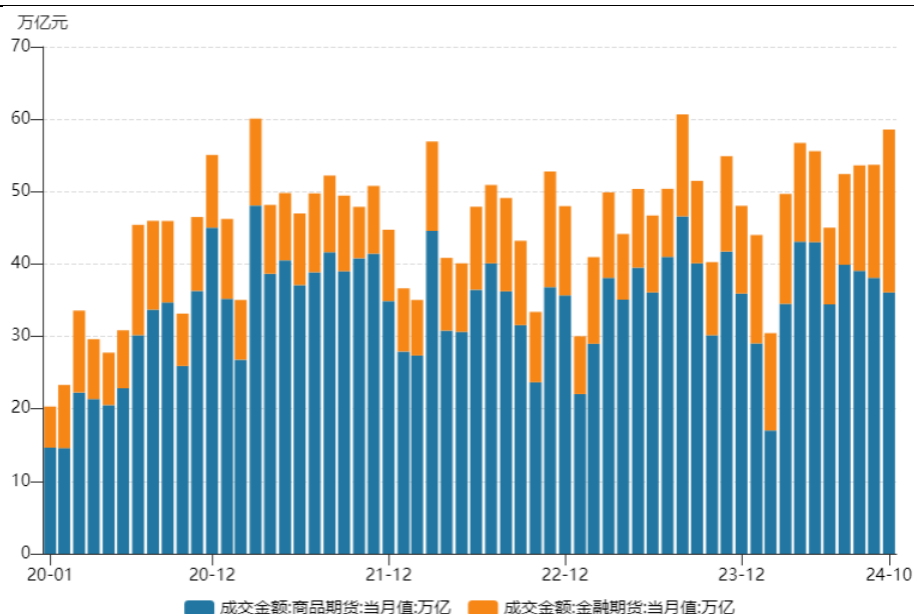
国际期货市场大致经历了由商品期货到金融期货、交易品种不断增加、交易规模不断扩大的过程。我国衍生品市场尚处于高速发展阶段，产品结构明显不同。与目前全球场内衍生品市场金融类成交占比约 91.5%、商品类占约 8.5%相比，我国商品类衍生品成交量占比 9 成以上。我国期货市场在全球的地位和优势主要体现在商品衍生品上，按 2023 年场内衍生品成交手数统计，中国五大期货交易所排名有所变化，郑州商品交易所比 2022 年前进 1 名至第 7 名，大连商品交易所维持第 9 名，上海期货交易所排名从 2022 年的第 12 名升至第 10 名，中国金融期货交易所维持在第 25 名。广州期货交易所首次上榜，位居第 29 名。

图表 6 各国家或地区 2023 年场内衍生品成交量排名情况

2023 年排名	2022 年排名	国家或地区	成交量（亿手）	同比增减	市场份额
1	1	印度	911.67	128.10%	66.40%
2	2	美国	176.8	6.14%	12.88%
3	4	中国大陆	85.01	25.60%	6.19%
4	3	巴西	83.15	0.01%	6.06%
5	5	土耳其	20.86	-23.52%	1.52%

数据来源：FIA

图表 7 我国商品期货与金融期货成交额对比



数据来源：Wind

权益衍生品方面，1993 年 3 月，海南证券交易中心推出股票指数期货，但因为市场不具备开展交易的条件，当时的股指期货涉及恶意投机，仅仅运营了半年时间就停止运营。2010 年 4 月，我国首个场内股指期货品种沪深 300 股指期货（IF）合约正式在中国金融期货交易所上市交易。2015 年 2 月，我国证券市场首只期权产品上证 50ETF 期权在上海证券交易所上市交易，其后在上海证券交易所及深圳证券交易所陆续上市了更多不同品种 ETF 期权。2015 年 4 月，中证 500 股指期货（IC）与上证 50 股指期货（IH）在中国金融期货交易所上市。随着股市出现牛市，股指期货成交量一路飙升，一度成为全球成交量最大的期货品种，在 2015 年 6 月 29 日创下单日 288.2 万手的历史记录。然而由于 2015 年股市异常波动，中国金融期货交易所对股指期货交易布下严格限制，股指期货成交量陡降、流动性锐减，此后随着市场行情缓和，交易限制逐渐有所放开。2019 年 12 月，沪深 300 股指期权作为 A 股首个股指期权在中国金融期货交易所上市交易。2022 年 7 月，中证 1000 股指期货（IM）与股指期权于中国金融期货交易所上市，同年 12 月上证 50 股指期权上市。截至目前，中国金融期货交易所上市了四个股指期货及三个指数期权产品，包括上证 50、沪深 300、中证 500 和中证 1000 四个品种，全面覆盖了超大盘股、大盘股、中盘股和小盘股，同时，沪深证券交易所上市了九个股指 ETF 期权，其中上海证券交易所上市了上证 50ETF、沪深 300ETF、中证 500ETF、科创 50ETF、科创板 50ETF，深圳证券交易所上市了创业板 ETF、深证 100ETF、沪深 300ETF、中证 500ETF。

利率衍生品方面，1992 年 12 月，上海证券交易所首先向证券公司推出了国债期货交易，随后有 14 家证券交易所或证券交易中心开展国债期货交易，当时类型有 60 多种。但是当时国债期货交易的法律和条例不完善，国债期货市场交易发生了严重违规定的事情，1995 年 2 月发生了国债期货“327”事件，同年 5 月又发生了“3 19”事件，使国务院证券委及中国证监会于 1995 年 5 月暂停了国债期货交易。。2005 年 6 月、2006 年 2 月、2007 年 9 月中国人民银行在银行间市场分别推出了远期债券、利率互换、远期利率协议等利率类衍生品，其中主流还是利率互换，2022 年成交量 21 万亿，占银行间利率类衍生品市场的 98%以上。参与机构主要为股份制商业银行、证券公司和外资银行为主。三者占比达 79.5%，其他类型投资者中，境外投资者交投活跃度持续提高，其成交量同比增加 291.5%。参考利率以 FR007 和 Shibor 为主。2022 年，以 FR007 和 Shibor 为标的的利率互换交易量占比达 99.2%，其中，以 FR007 为标的的利率互换成交 18.8 万亿元，占交易总量的 89.4%；以 Shibor 为标的的利率互换成交 2.0 万亿元，占交易总量的 9.8%。交易量集中于中短期品种。1 年及 1 年以下期限品种共成交 14.2 万亿元，占总量的 67.8%；1-5 年(含 5 年)期限品种共成交 6.7 万亿元，占总

量的 32.1%。表明现在利率类衍生品主要是针对货币市场短期利率波动的一个工具。2013 年 9 月，中国金融期货交易所推出 5 年期国债期货交易，于 2015 年 3 月推出了 10 年期国债期货，成为最活跃的国债期货品种，此后随着利率市场化进程加快和国债现券市场活跃度上升于 2018 年推出 2 年期国债期货，于 2023 年推出 30 年期国债期货，利率曲线管理工具日趋成熟。至此，我国覆盖国债收益率曲线的国债期货产品体系基本建立，债券发行、交易、风险管理三位一体市场架构的初步形成，“短一中一长一超长”的国债期货产品体系已经形成，投资者结构亦以机构为主。目前利率衍生品市场已经形成了银行间市场的场外利率衍生品和中国金融期货交易所的场内利率衍生品的双重格局，各自参与者和对应标的有所不同。

汇率衍生品方面，我国最早曾在 1992 年 6 月上海的外汇调剂中心推出外汇期货产品交易，由于当时国内对外汇制定双轨条例进行管理，外汇期货的法律和条例也不完善，市场秩序混乱，所以在经过一年多后就暂停交易。2005 年 7 月，中国人民银行正式启动了人民币汇率形成机制改革后，依托全国银行间市场建立起了外汇衍生品市场。2005 年 8 月，中国人民银行发布《关于加快发展外汇市场有关问题的通知》，在银行间市场推出远期外汇业务，从而诞生了首款国内人民币外汇衍生品产品；2005 年 8 月，批准人民币与外币掉期交易业务；2007 年 8 月开展人民币外汇货币掉期业务；2011 年 2 月 14 日推出了人民币对外汇期权交易。另外，中国金融期货交易所持续在研究开发场内外汇期货品种，自 2014 年以来陆续推出过不同外汇期货的仿真交易，包括在 2014 年 10 月推出的了欧元兑美元交叉汇率期货与澳元兑美元交叉汇率期货仿真交易业务、欧元兑美元交叉汇率期货与澳元兑美元交叉汇率期货仿真交易。随着我国金融对外开放和人民币汇率市场化改革的深入推进，在境内适时推出外汇期货具有重大的现实意义

综上，我国的金融衍生品市场目前已经基本上形成了以下格局：在上海证券交易所、深圳证券交易所和中国金融期货交易所交易权益类衍生品，在中国金融期货交易所和银行间市场交易利率类衍生品，在银行间市场交易外汇类衍生品。此外还有通过证券公司衍生品部门和期货公司风险管理子公司进行场外金融衍生品业务。

截至 2024 年 9 月底，中国金融期货交易所上市的上证 50、沪深 300、中证 500、中证 1000 股指期货持仓量分别达 13.34 万手、29.45 万手、26.04 万手、30.74 万手，1-9 月累计成交额分别达 7.62 万亿、19.37 万亿、18.22 万亿、30.42 万亿，2 年期、5 年期、10 年期、30 年期国债期货持仓量分别达 6.64 万手、13.18 万手、20.25 万手、8.54 万手，1-9 月累计成交额分别达 12.67 万亿、11.05 万亿、14.00 万亿、9.70 万亿。

图表 8 目前我国场内金融期衍生品体系

交易所	期货	期权
中国金融期货交易所（11 个品种）	股指期货：沪深 300、中证 500、上证 50、中证 1000 国债期货：2 年期、5 年期、10 年期、30 年国债	沪深 300、上证 50、中证 1000
上海证券交易所（5 个品种）	-	上证 50ETF、沪深 300ETF、中证 500ETF、科创 50ETF、科创板 50ETF
深圳证券交易所（4 个品种）	-	创业板 ETF、深证 100ETF、沪深 300ETF、中证 500ETF

数据来源：各交易所官网

三、海内外基金参与衍生品发展现状

（一）海外基金运用衍生品的情况

近一个世纪以来，全球金融市场的不断变化和风险加剧使得投资者对于使用衍生品管理风险的需求不断增加。

1、共同基金（公募基金）：是一种广泛投资于各类资产的集合型投资工具，它们不断适应市场需求和投资者的偏好，积极探索多样化的投资策略和产品形式。近年来，一些共同基金已经开始积极使用衍生品，以实现不同的投资目标。在美国市场表现优异的共同基金中，约有 53% 的大盘基金参与了股指期货，但投资比例不超过 5%；中盘基金参与度为 60%，投资比例不超过 2%；小盘基金参与度为 23%，投资比例不超过 1%。另外，有相关研究表明，加拿大、澳大利亚的共同基金衍生品使用率比较低，欧洲国家的共同基金对衍生品的运用在不断增加，2005 年已有 60% 的西班牙共同基金在投资中使用衍生品。大中盘基金通常对股指期货等衍生品感兴趣，这有助于优化市场回报和对冲市场风险，虽然衍生品在其投资组合中的权重还是相对较低。而小盘基金则相对较少使用衍生品。这种差异反映了共同基金对风险管理的高度重视，同时也反映了监管机构对共同基金的严格监管，这些监管要求旨在确保基金经理的投资决策不会过于冒险，以保护投资者的利益。因此，共同基金在衍生品市场的参与程度虽然有所增加，但仍受到监管和风险管理的限制。这一发展趋势也突显了共同基金行业在不断寻求更多多样化的投资工具和策略，以满足投资者的需求。

2、对冲基金（私募基金）：在全球金融市场中扮演着独特而重要的角色，它们以其灵活的投资策略和使用衍生品工具的广泛程度而闻名。随着市场的不断演进，对冲基金的投资策略和衍生品的使用也呈现出多样性和复杂性。根据统计数据，约有 70%至 80%的对冲基金采用各种衍生品工具，以执行不同类型的对冲策略。这种广泛应用表明了对冲基金在寻求绝对收益和风险管理方面的决心。全球宏观策略的对冲基金在衍生品的使用上率最高，达到 93%。这类基金的投资策略通常涵盖全球不同市场和资产类别，因此需要在全球市场中灵活应对不同宏观经济变化。由于衍生品工具包括股指期货和期权等，允许它们更好地根据全球经济动态进行调整，从而实现更好的风险管理和回报优化。另一方面，市场中性策略的对冲基金衍生品使用率相对较低，但仍有 53%的基金采用这些工具。市场中性策略通常侧重于市场中不同资产的相对价值，因此其对冲需求可能较低。然而，衍生品工具仍然可以在市场中性策略中发挥重要作用，帮助基金经理降低特定资产类别的风险。

3、保险基金：在全球金融市场中扮演着极为重要的角色，这些基金需要管理庞大的资产负债表，同时有效地管理各种潜在风险，以确保能够履行其承诺的赔偿义务。为了达到这一目标，保险公司和保险基金通常积极利用衍生品工具，而其中期权是最为常见和重要的衍生品之一。在美国，期权是保险资金最常使用的衍生品工具，美国保险资金在衍生品上的资产分布，有 53.59%运用到期权上。英国保险同业协会的统计也表明，期权是保险资金最常使用的衍生品，占到衍生品资金分布的大约 44.83%。期权的运用主要分为持有资产和未持有资产但预期要持有。期权作为一种灵活多变的金融工具，为保险公司提供了多重优势。首先，期权合同允许保险公司对冲各种风险，包括市场波动风险、利率波动风险以及汇率波动风险等。这种对冲操作可以有效降低不利市场变动对保险资产和负债的影响，有助于保持资产负债表的稳定性。其次，期权合同的杠杆效应使其成为一种经济高效的风险管理工具。保险公司可以通过相对较小的成本获得对更大价值资产或负债的风险敞口，这有助于优化资产负债表，使其更好地匹配保险赔偿的需求。在欧美等国家，期权在保险基金中的广泛应用表明了其在资产负债表管理和风险管理中的不可或缺性。期权不仅用于风险对冲，还可用于资产组合管理和策略实施。它们允许保险公司灵活地调整其投资组合，以适应不断变化的市场条件和风险偏好。

因此，衍生品市场的发展已经在全球范围内引起了各种类型的投资机构的广泛应用。不同类型的机构使用衍生品来管理风险、追求收益和实现不同的投资策略。尽管监管和市场条件在不同国家和地区存在差异，但衍生品作为重要的金融工具已经成为现代投资组合管理的不可或缺的一部分。

（二）我国公募基金运用衍生品的现状

2023年7月24日，中央政治局会议对资本市场工作作出重要部署，明确提出“要活跃资本市场，提振投资者信心”，政策中涉及期货市场的政策也多次被提及，主要包括增加系列金融期货期权产品、放宽金融机构投资金融期货期权品种的限制等。拓宽公募基金投资范围和策略，放宽公募基金投资股票股指期货、股指期货、国债期货等品种的投资限制。

但过去较长时间以来，监管对金融机构参与衍生品的态度较为谨慎。股指期货方面，2010年4月，中国证监会发布《证券投资基金参与股指期货交易指引》，为公募基金参与金融衍生品市场开启正门，但由于操作层面的一些技术原因，当时公募基金尚未开始股指期货交易。2012年2月，中国证监会宣布公募基金参与股指期货的各项准备工作已经就绪，标志着内地基金业将正式进入衍生品时代。但基于对投资者保护，监管对公募基金通过衍生品参与投机交易进行明确限制并施加多个风险指标的把控，使得公募基金对衍生品的应用较为谨慎。第一，投资目的。根据当时2004年《基金法》规定公募基金参与股指期货交易，只能是以套期保值为目的交易。第二，可参与投资的基金类型。股票型基金、混合型基金及保本基金（目前该类型基金已逐渐退出市场）可以参与股指期货交易，但债券型基金、货币市场基金不得参与股指期货交易。第三，接受交易所的监督。基金管理公司应当按照中国金融期货交易所要求的内容、格式与时限向交易所报告所交易和持有的卖出期货合约情况、交易目的及对应的证券资产情况等。为控制风险也对参与股指期货的多头和空头套期保值进行严格限制。在多头方面，基金在交易日日终持有买入股指期货合约价值，不得超过基金资产净值的10%。在空头方面，基金交易日日终持有卖出期货合约价值不得超过基金持有的股票总市值的20%。此外，交易所的期货品种的交易规则调整对期货品种的流动性产生重大影响。2015年，中国金融期货交易所对股指期货连做5次调整，保证金比例从统一的10%增至40%（非套保）和20%（套保）；日内开仓限制先从不限调至600手，最后甚至调整为10手；日内交易手续费也从万分之0.23升至万分之23。在严格的交易限制下，股指期货成交量显著下滑，公募基金通过股指期货工具实现风险对冲及资产配置的效果也大幅下降。

国债期货方面，根据2013年9月3日中国证监会发布的《公开募集证券投资基金参与国债期货交易指引》，第一，可参与投资的基金范围，包括股票基金、混合基金、债券基金（短期理财债券基金除外），货币市场基金、短期理财债券基金不得参与；第二，比例限制，基金在交易日日终，持有买入国债期货合约价

值，不得超过基金资产净值的 15%，持有卖出国债期货合约价值不得超过基金持有的债券总市值的 30%，基金在任何交易日内交易（不包括平仓）国债期货合约成交金额不得超过上一交易日基金资产净值的 30%；第三，信息披露要求，参与国债期货交易的基金，应当在基金合同、招募说明书、产品方案等材料中列明交易方案，在季度报告、半年度报告、年度报告等定期报告和招募说明书等文件中披露国债期货交易情况。

近年关于公募基金投资信用衍生品的指引也陆续出台。2019 年 1 月，中国证监会发布《公开募集证券投资基金投资信用衍生品指引》、《证券投资基金投资信用衍生品估值指引（试行）》，标志着除专门投资期货的基金品种之外，其他非货币基金的基金产品也可以以风险对冲为目的，适当加入信用衍生品工具，审慎开展信用衍生品投资。

图表 9 目前我国各类型公募基金情况

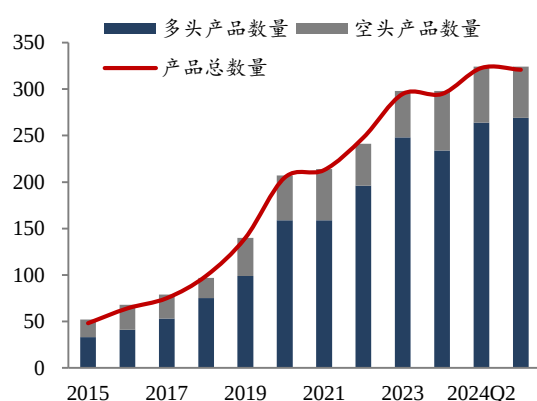
基金类型	数量合计(只)	较2023年末增速	资产净值合计(亿元)	较2023年末增速
股票型基金	2614	14.60%	40387.77	57.10%
普通股票型基金	571	3.30%	5589.48	-3.80%
被动指数型基金	1,755	19.80%	32,449.46	80.80%
增强指数型基金	288	9.50%	2348.83	20.60%
混合型基金	4650	2.40%	35069.96	-5.60%
偏股混合型基金	2529	7.10%	22144.24	-1.80%
平衡混合型基金	26	4.00%	343.72	-2.00%
偏债混合型基金	722	-3.30%	2832.67	-21.90%
灵活配置型基金	1373	-2.60%	9749.32	-8.30%
债券型基金	3741	7.80%	102977.62	13.90%
中长期纯债型基金	2042	8.00%	64302.98	13.60%
短期纯债型基金	343	1.80%	12863.86	27.80%
混合债券型一级基金	419	2.40%	7810.43	13.60%
混合债券型二级基金	592	9.40%	7253.57	-16.00%
可转换债券型基金	38	0.00%	449.61	-2.70%
被动指数型债券基金	306	20.90%	10270.56	32.50%
增强指数型债券基金	1	0.00%	26.6	35.60%
货币市场型基金	370	0.00%	130334.17	15.60%
另类投资基金	58	0.00%	716.42	71.70%
股票多空	23	0.00%	83.49	1.00%
商品型基金	35	0.00%	632.94	89.20%
QDII基金	303	9.40%	5216.12	41.20%
FOF基金	500	2.90%	1478.52	-4.90%
REITs	53	76.70%	1430.3	49.40%
合计	12290	6.70%	317641.3	16.50%

数据来源：基金业协会 Wind

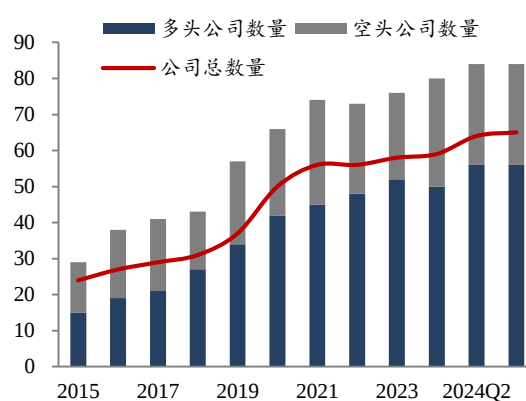
为梳理目前我国公募基金对衍生品的使用情况，我们统计了截至 2024 年三季报在运行的基金中，公布的产品合同中投资范围中包含衍生品的公募基金数量。按照中国基金业协会现分类，公募基金大类可分为股票基金、混合基金、债券基

金、货币市场基金、另类投资型基金、QDII 基金、FOF、REITs 等。根据持有的品种和仓位不同，在策略上会有所区别。被动指数型基金是需要完全复制指数的，而增强指数型基金则是在标的指数的基础上选取相对指数走势更强的一篮子股票，灵活配置基金的持仓比例可以在 0-95% 之间。股票多空型基金相对于普通的公募基金产品而言，去掉了做期指对冲最多只能覆盖 20% 的股票仓位的限制，最高可以覆盖 100% 的股票仓位。

图表 10 持有股指期货的基金产品数

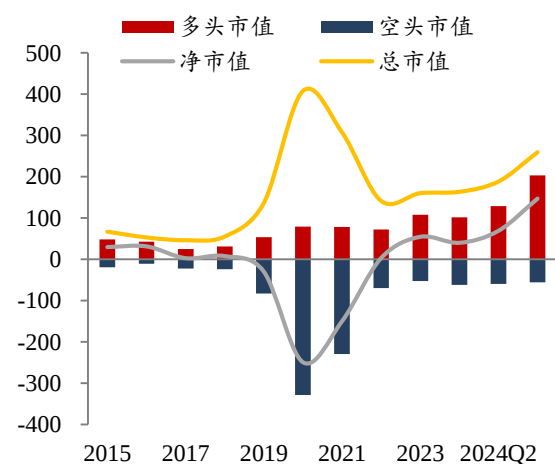


图表 11 持有股指期货的基金公司数

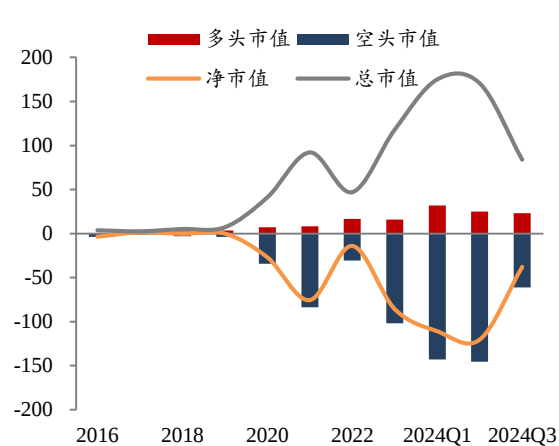


数据来源：Wind

图表 12 公募基金持有股指期货市值（亿元）



图表 13 公募基金持有国债期货市值（亿元）

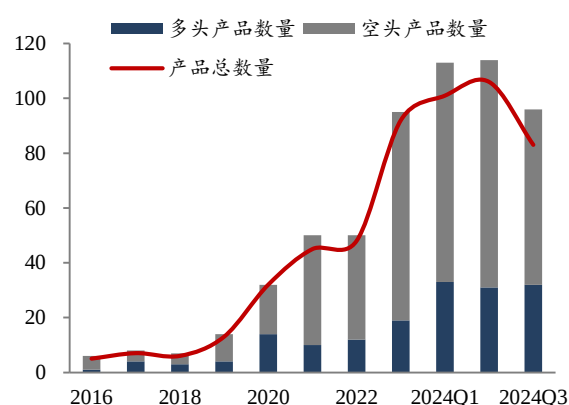


数据来源：Wind

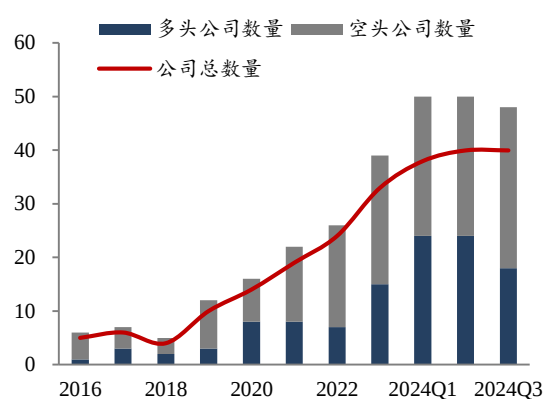
截至 2024 年三季度末，投资组合包括场内金融衍生品的公募基金 400 只，涉及基金规模 2.06 万亿元，涉及的公募基金及券商资管共计 79 家，金融衍生品

对应的名义本金规模 337 亿元；涉及投资股指期货的公募基金 321 只，其中涉及的多头、空头分别为 269 只、55 只，股指期货对应的名义本金规模 263 亿元，其中多头持仓市值 203.60 亿，环比增加 57.77%，空头持仓市值为-59.01 亿元，环比减少 1.07%。涉及的公募基金管理公司 65 家，其中涉及的多头、空头的公募基金管理公司分别为 56 家、28 家；涉及投资国债期货的公募基金 85 只，其中持有多头、空头的公募基金分别有 32 只、64 只，国债期货对应的名义本金规模 84.03 亿元，多头、空头分别持仓的名义规模 23.09 亿元、60.94 亿元，多头、空头涉及的公募基金管理公司分别是 18 家、30 家。

图表 14 持有国债期货的基金产品数



图表 15 持有国债期货的基金公司数



数据来源：Wind

图表 16 不同基金类型的股指期货情况

时间	类型	产品数量	股指期货多头 市值 (亿元)	占比 (%)	股指期货空头 市值 (亿元)	占比 (%)
2024Q2	普通股票型	19	1.88	1.34	-	-
	被动指数型	117	105.00	1.08	-	-
	增强指数型	86	18.50	3.42	-0.14	-2.77
	偏股混合型	32	2.19	2.81	-0.48	-2.51
	偏债混合型	23	0.11	8.62	-2.31	-9.03
	灵活配置型	23	1.25	3.10	-4.28	-10.20
	股票多空	23	-	-	-52.40	-88.00
2024Q3	普通股票型	17	2.20	1.49	-0.07	-0.76
	被动指数型	124	177.00	1.06	-	-
	增强指数型	74	14.80	2.77	-	-

	偏股混合型	40	5.55	4.89	-2.89	-5.62
	偏债混合型	16	0.23	45.00	-1.09	8.71
	灵活配置型	27	3.85	6.40	-3.68	-10.40
	股票多空	23	-	-	-51.30	-93.20

数据来源：Wind

公募基金在我国的衍生品运用同时面临着机遇和挑战。随着监管和市场的进一步演化，公募基金可以更好地利用衍生品工具来管理风险、追求收益，同时也需要高度的谨慎和合规性，以确保投资者的权益和市场的稳定性。这一发展趋势有望推动我国的衍生品市场进一步壮大和完善。

第三部分、我国公募基金应用金融衍生品的效果分析

一、公募基金运用金融衍生品的行为分析

已知在实际应用过程中，有很多基金虽然把衍生品加入了投资范围，但其中有真正参与衍生品交易的基金较少，占总量的 12.89%。本部分从使用股指期货及国债期货的不同策略类型基金，分析它们使用金融衍生品的具体参与程度、行为目的以及效果。

图表 17 2024 年三季度使用衍生品的公募基金数量

策略类型	数量	占比
被动指数型基金	124	27.56%
增强指数型基金	75	16.44%
偏股混合型基金	40	8.89%
国际(QDII)股票型基金	31	6.89%
灵活配置型基金	27	6.22%
偏债混合型基金	25	5.56%
股票多空	23	5.11%
混合债券型二级基金	22	4.89%
中长期纯债型基金	22	4.89%
混合债券型一级基金	18	4.00%
普通股票型基金	17	3.78%
短期纯债型基金	10	2.22%
商品型基金	7	1.56%
国际(QDII)混合型基金	5	1.11%
国际(QDII)债券型基金	4	0.89%
总计	450	100%

数据来源：wind

1.多空基金运用股指期货实现阿尔法对冲

股票多空策略（EquityLong/Short，或 ESL）是买入某些资产，同时又卖出另一些资产，可以说是对冲基金的鼻祖，至今也依然广泛应用于对冲基金领域，是一种有相当长历史的成熟策略。根据晨星统计，目前采用多空策略的对冲基金资

产规模在全球对冲基金资产总规模中的占比已经超过 20%。股票多空策略多为买入市场上被低估或具有成长空间的股票,然后再通过融券或者衍生品的方式卖空股票或者指数。建立空头主要有两个目的,一是对股票有看空的预期,通过做空获取收益;二是对多头头寸形成对冲保护。因为公募基金不允许融券,所以目前这一类基金多是采用股指期货来进行阿尔法对冲策略。阿尔法对冲策略是指利用股指期货与具有阿尔法价值的股票进行对冲而获得超额收益。阿尔法最初来源于资本资产定价模型(CAPM 模型),该模型假设个股的股价为:

$$R_{it} = \alpha_i + \beta M_t + \varepsilon_t$$

其中 R_{it} 为股票 i 在 t 时刻的收益, α 刻为该股票的特有的收益。 β 衡量了该股票收益对市场平均收益变动的敏感程度,也可以说是该股票均具有的系统性风险, M_t 为市场总体在 t 时刻的收益率。CAPM 模型将股票的收益分为市场收益(也称贝塔收益)和股票个体差异带来的超额收益(阿尔法收益)。运用股指期货可以对冲市场风险(贝塔),通过组合、行业、选股等方式获取稳定阿尔法。从国内外的经验来看,阿尔法的收益与市场有效性的强弱有关。目前我国股票市场还是一个效率比较低的新兴市场,从过往研究来看的确存在着超额收益阿尔法。

在我国公募基金市场样本中全部的 23 支股票多空基金,从命名上有名为绝对收益、对冲套利、量化对冲、阿尔法对冲等。这 23 支在任何公布持仓的时点都是持有的股指期货的空头,这是按照规定因为这类基金的策略基本都是股票多空策略,它们采用股指期货完全对冲,剥离股票组合的系统性风险,同时在市场情绪剧烈波动的市场环境中积极参与和把握期限套利机会,以获取绝对收益。从下表可以看出,所有该类型基金对冲比例都极高,持有股指期货空头的市值均在股票投资市值的 80%以上。

图表 18 2024 三季度多空基金持仓示例

证券简称	股指期货投资 市值(万元)	方向	资产净值 (万元)	股票投资市值 (万元)	投资类型	期货市值占 股票持仓
基金 1	-6,426.40	空	9,406.61	7,466.84	股票多空	-86.07%
基金 2	-1,338.84	空	2,391.63	1,419.35	股票多空	-94.33%
基金 3	-3,722.04	空	3,923.75	3,857.70	股票多空	-96.48%
基金 4	-89,794.55	空	37,882.76	87,715.56	股票多空	-102.37%
基金 5	-231,635.44	空	284,134.29	243,171.29	股票多空	-95.26%
基金 6	-3,097.99	空	7,548.85	3,128.69	股票多空	-99.02%
基金 7	-4,212.94	空	5,842.19	4,666.60	股票多空	-90.28%

基金 8	-2,356.53	空	3,879.48	2,389.92	股票多空	-98.60%
基金 9	-6,282.28	空	6,050.15	7,128.07	股票多空	-88.13%
基金 10	-1,903.15	空	1,171.02	2,205.45	股票多空	-86.29%
基金 11	-1,364.75	空	4,518.87	1,487.14	股票多空	-91.77%
基金 12	-1,296.02	空	1,909.87	1,298.23	股票多空	-99.83%
基金 13	-3,765.96	空	2,988.37	3,682.54	股票多空	-102.27%
基金 14	-9,683.25	空	4,725.38	10,869.24	股票多空	-89.09%
基金 15	-23,945.12	空	9,686.42	26,951.01	股票多空	-88.85%
基金 16	-1,116.52	空	1,424.60	1,410.41	股票多空	-79.16%
基金 17	-9,043.52	空	12,283.38	9,857.50	股票多空	-91.74%
基金 18	-5,222.00	空	6,424.48	5,274.08	股票多空	-99.01%
基金 19	-66,764.96	空	209,161.14	82,563.05	股票多空	-80.87%
基金 20	-2,977.63	空	5,669.88	3,189.69	股票多空	-93.35%
基金 21	-4,392.57	空	3,655.92	4,540.20	股票多空	-96.75%
基金 22	-22,028.81	空	28,554.95	24,537.58	股票多空	-89.78%
基金 23	-10,340.50	空	242.23	11,415.56	股票多空	-90.58%

数据来源：Wind

从持仓合约市值来看，多空基金曾在 2020 年经历过一波疯狂。当时由于我国疫情爆发后得到有效控制，市场信心回归，A 股走出了一波小牛市。公募基金在大众中的存在感提升，抱团股成为股民追捧的投资方向，并孕育一大批明星基金经理。在此公募基金市场迅速发展的背景下，基金对冲需求也急剧上升，因此多空基金在投资组合中使用股指期货的市值也创出历史新高，其中大部分为空头合约。但 2021 年后随着抱团风气逐步退却，基金市场回归平静，多空基金中股指期货的市值也逐步回落，2022 年以来，市场单边下跌，股指期货长期贴水，超额收益难做，量化对冲策略收益出现下滑，使得公募的对冲基金赛道进一步萎缩。经历过高速发展以及波折后，公募量化对冲基金规模在今年维持在 85 亿元上下，最新规模跌回五年前。

截止至 2024 年 9 月 30 日，股票多空基金数量与二季度保持一致，共有 23 只，资产净值总和从相比二季度的 87.83 亿元下降至 83.49 亿元。从股指期货市值占基金产品规模的比例的角度，股票多空基金股指期货持仓市值占其基金产品规模比值的均值有所提高，2024 年三季度末该比例为-63.46%（2024Q2 为-

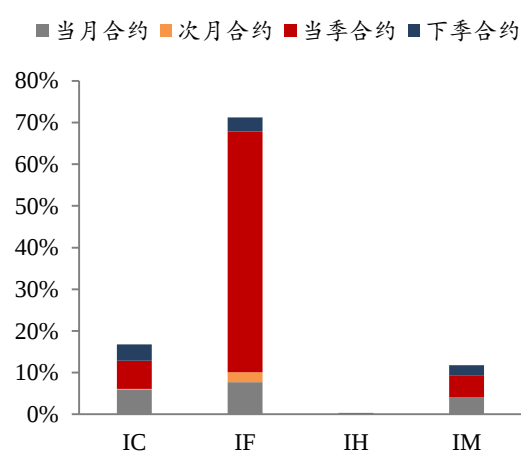
59.46%)。多空基金的对冲比例与二季度相比范围扩大，中位数基本不变，对冲比例范围为 79.16%-102.37%，中位数为 91.77%。

从股指期货持仓明细来看，2024 年三季度末沪深 300 股指期货合约空单市值仍然为最大，合计市值占比为 71.22%，IF 合约中当季合约使用占比较高。中证 500 股指期货合约情况类似，当季合约持仓相对较高，这与 Q2 的当月合约高持仓占比有一定差异，IC 所有合约市值占比为 16.70%。中证 1000 股指期货合约市值占比较 2024Q2 显著下降，三季度合约市值占比 11.75%，较 2024Q2 的 25.59% 大幅降低。

图表 19 多空基金的股指期货持仓量（手）



图表 20 多空基金的股指期货合约市值（万）



数据来源：Wind

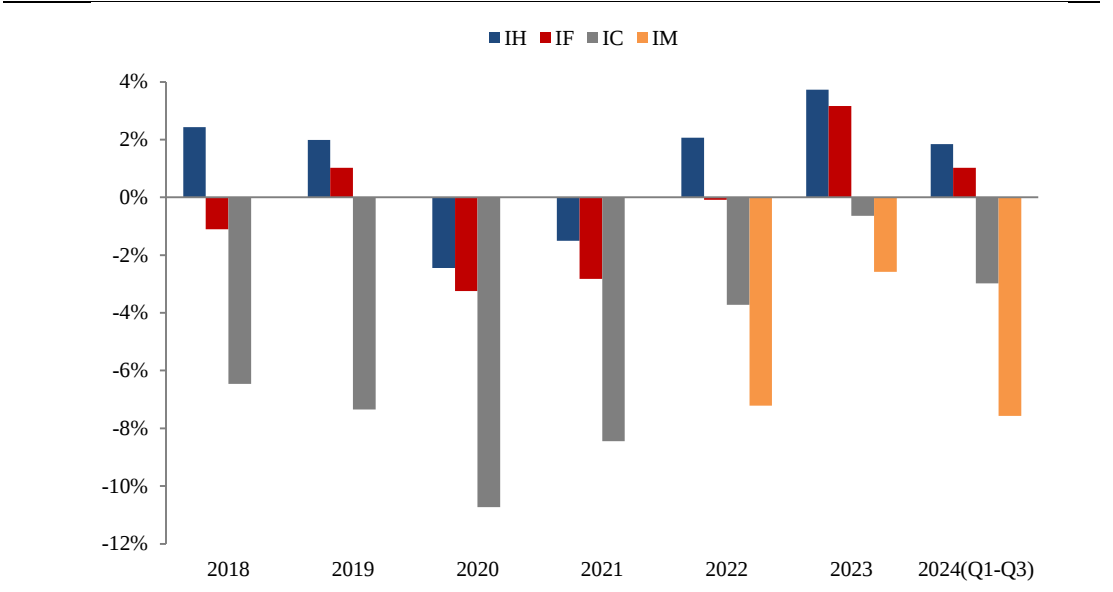
2.股票基金利用股指期货实现多头替代

股指多头替代就是用股指期货替代股票现货，应用在于合成指数基金以及增强型指数基金，这类指数基金仅将部分资产甚至零资产投资于指数成份股，其余则通过持有期货多头，以及对现金头寸的积极管理（如持有低风险债券组合获取超额收益），实现对指数的复制和增强。股指替代可以应用于公募基金的如下场景：首先，在指数出现突破性上涨行情时可以迅速建仓。第二，A 股上涨初期一般都是个别大盘股带动指数上涨，此时采用股指期货，不用受制于单个股票持仓限制，可以等到指数上涨进入加速期、多支个股上涨行情启动之后再更换为股票。第三，在换仓时可以利用股指期货先锁定指数收益，然后再选择合适的价格陆续更换股票。第四，由于股指期货只需要较少的保证金就可以达到投资目标，存在

杠杆效应。公募基金尤其是指数基金可以用股指期货构建现货，其它的现金可以投资于货币市场工具等流动性较强的金融资产。这样在现金增加的情况下，既可以使自己的收益与基准收益保持一致，又可以享受期货市场流动性强和效率高的好处。

相对来说，当股指期货从贴水的转变成升水转换时，使用了股指期货进行替代的基金都会获得较好的收益。

图表 21 股指期货近几年升贴水情况



数据来源：Wind

样本中所有增强指数型基金、被动指数型基金、普通股票型基金中全部持有了股指期货多头，其中增强指数型基金、被动指数型基金根据监管要求，股票型基金的运用股指期货投资的市值均在 10%以下。增强指数型与普通股票型基金的持有资产中主要为股票，被动指数型投资的主要资产为 ETF 基金。在衍生品运用中使用股指期货进行多头投资，主要是利用股指期货实现多头替代。

图表 22 2024 年三季度末投资股指期货占净值比重排名前 20 的规模 5 亿以上的被动型指数基金

证券简称	资产净值 (亿元)	股指期货投资 市值 (亿元)	方向	股票投资占 资产净值比 (%)	股指期货占 资产净值比 (%)	投资类型 (二级分类)
基金 1	25.23	1.36	多	94.37	5.37	被动指数型
基金 2	35.69	1.62	多	95.05	4.53	被动指数型
基金 3	78.68	3.22	多	6.37	4.09	被动指数型
基金 4	32.84	1.17	多	96.17	3.58	被动指数型
基金 5	118.22	3.67	多	96.82	3.11	被动指数型

基金 6	27.39	0.77	多	0	2.8	被动指数型
基金 7	22.3	0.6	多	0.31	2.69	被动指数型
基金 8	170.43	4.24	多	96.18	2.49	被动指数型
基金 9	1650.33	40.24	多	97.17	2.44	被动指数型
基金 10	68.97	1.32	多	97.82	1.91	被动指数型
基金 11	253.17	4.81	多	97.65	1.9	被动指数型
基金 12	27.59	0.46	多	78.1	1.66	被动指数型
基金 13	1239.13	18.29	多	98.09	1.48	被动指数型
基金 14	31.23	0.45	多	98.49	1.43	被动指数型
基金 15	23.03	0.33	多	0.1	1.43	被动指数型
基金 16	701.59	9.66	多	97.95	1.38	被动指数型
基金 17	27.86	0.36	多	93.64	1.28	被动指数型
基金 18	73.24	0.74	多	98.28	1.01	被动指数型
基金 19	87.82	0.8	多	98.9	0.92	被动指数型
基金 20	23.09	0.2	多	99.01	0.86	被动指数型

数据来源：Wind

图表 23 2024 年三季度末投资股指期货占净值比重排名前 20 的规模 2 亿以上的增强指数型基金

证券简称	资产净值 (亿元)	股指期货投资 市值 (亿元)	方向	股票投资占资 产净值比 (%)	股指期货占资 产净值比 (%)	投资类型 (二级分类)
基金 1	3.15	0.25	多	86.56	7.88	增强指数型
基金 2	58.56	4.2	多	83.14	7.18	增强指数型
基金 3	2.2	0.14	多	88.74	6.34	增强指数型
基金 4	15.62	0.83	多	88.73	5.32	增强指数型
基金 5	3.26	0.16	多	89.34	4.94	增强指数型
基金 6	2.2	0.1	多	84.51	4.5	增强指数型
基金 7	10.45	0.42	多	90.39	3.99	增强指数型
基金 8	4.41	0.17	多	90.38	3.94	增强指数型
基金 9	9.2	0.33	多	89.77	3.64	增强指数型
基金 10	2.76	0.1	多	88.89	3.6	增强指数型
基金 11	4.59	0.16	多	90.09	3.51	增强指数型
基金 12	25.79	0.9	多	89.22	3.51	增强指数型

基金 13	9.72	0.32	多	90.56	3.3	增强指数型
基金 14	2.56	0.08	多	89.94	3.2	增强指数型
基金 15	2.58	0.08	多	95.84	3.2	增强指数型
基金 16	10.87	0.34	多	91.09	3.09	增强指数型
基金 17	16.48	0.49	多	90.6	2.95	增强指数型
基金 18	24.52	0.65	多	91.14	2.64	增强指数型
基金 19	2.2	0.06	多	92.14	2.64	增强指数型
基金 20	8.32	0.21	多	92.24	2.53	增强指数型

数据来源：Wind

从趋势上看，2012 年以来股票型基金使用股指期货的持仓合约市值规模逐步扩大，意味着股票型基金股指替代的需求逐步上升，其中被动指数型基金占比 70%左右，近年来主要增量来自于增强指数型基金，可以观察到近来指数基金开始采用较为主动管理的策略以意图进一步提高收益。但 2024 年由于被动指数型投资的兴起，被动型指数参与股指期货的规模。

图表 24 各类公募基金持有股指期货多头市值（单位：亿元）				
日期	2024Q3	2024Q2	2024Q1	2023Q4
被动指数型基金(多)	177.01	105.13	80.90	75.58
灵活配置型基金(多)	3.85	1.25	0.70	13.13
偏股混合型基金(多)	5.25	2.19	1.72	3.30
偏债混合型基金(多)	0.23	0.11	0.03	0.54
普通股票型基金(多)	2.13	1.88	2.11	3.31
增强指数型基金(多)	14.75	18.35	16.42	11.69
平衡混合型基金(多)	-	-	0.02	0.05

数据来源：Wind

在市场普涨行情中，公募基金大幅增加了股指期货的多头配置，利用股指期货作为现货的替代，可以达到快速建仓的目的，同时也可获取可观的基差收益多头需求上升。三季度末多头 268 家，较 Q2 的 264 家小幅上升，对应股指期货持有市值 203.60 亿元，市值增加 57.77%。参与多头的基金中：

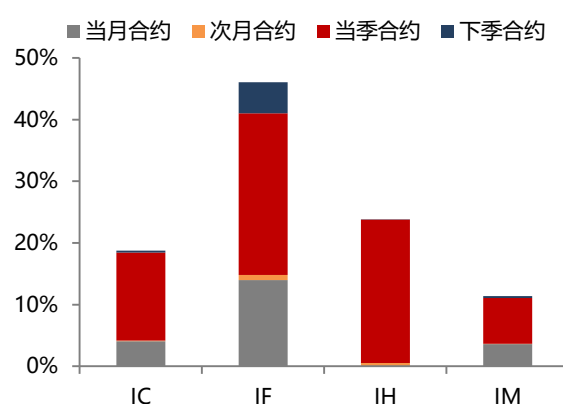
（1）被动指数型基金三季度末数量共有 124 只，环比二季度增加 5.98%，数量占有被动指数型基金总数的比值约 7.34%（2024Q2 为 7.14%），其持有的股指期货合约市值约 177.01 亿元（2024Q2 为 105.13 亿元）。

(2) 普通股票型基金参与数量小幅下降，期末有 17 只，较二季度的 19 只减少 2 只，数量占比为 3.00%（2024Q2 为 3.37%），其持有的股指期货合约市值约 2.13 亿元（2024Q2 为 1.88 亿元）。

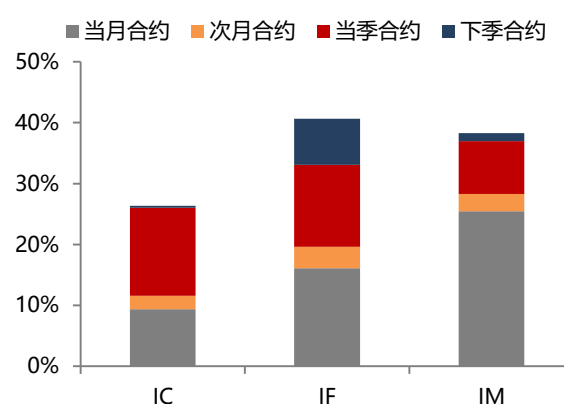
(3) 增强指数型基金多头数量和市值均明显降低。使用股指期货的基金数量减少至 75 只（2024Q2 为 86 只），数量占比约 26.24%（2024Q2 为 30.94%），持有股指期货多头市值约 14.75 亿元（2024Q2 为 18.35 亿元）。

从结构上看，2024Q3 被动型指数基金中多以当季合约持有为主，其中 IF 当季合约持仓最大，增强型指数基金中则以 IF、IM 当月合约持仓量较大，IC 当季合约持仓量较大。

图表 25 被动型基金股指期货持仓市值分布



图表 26 增强指数基金股指期货持仓市值分布



数据来源：Wind

1、从被动指数基金来看，三季度末各类合约多以当季合约持有为主，其中占比最高的 IF 合约主要为当季合约持有。从股指期货持仓明细来看，持有中证 500 股指期货合约共 2816 手（2024Q2 为 2847 手），其中 IC2412 合约 2146 手，对应市值占股指期货总持仓市值（以下简称对应市值占比）的比重 14.28%；持有沪深 300 股指期货合约共 6577 手（2024Q2 为 4505 手），其中 IF2410 合约 1999 手，对应市值占比为 13.97%，IF2412 合约 3736 手，对应市值占比为 26.19%；持有上证 50 股指期货合约共 4931 手（2024Q2 为 2581 手），其中 IH2412 合约 4810 手，对应市值占比 23.26%；持有中证 1000 股指期货合约共 1743 手（2024Q2 为 1338 手），其中 IM2412 合约 1138 手，对应市值占比 7.41%。

2、从增强指数型基金来看，三季度末 IF、IM 当月合约持仓量较大，IC 当季合约持仓量较大。从股指期货持仓明细来看，持有中证 500 股指期货合约共 330 手（Q2 为 607 手），其中 IC2412 合约最多为 181 手，对应市值占股指期货

总持仓市值（以下简称对应市值占比）的比重为 14.45%；持有沪深 300 股指期货合约共 421 手（Q2 为 431 手），其中 IF2410 合约 192 手，对应市值占比为 16.10%；持有中证 1000 股指期货合约共 488 手（Q2 为 820 手），其中 IM2410 合约 324 手，对应市值占比 25.48%，较 Q2 显著下降。

3. 债券基金运用衍生品实现套期保值

国债期货是一个天然的套保品种，对于公募基金而言，其不仅可以用于对冲债券现券的利率风险，还可以用于调整组合久期。从政策层面上，公募基金参与国债期货交易应以套期保值为主要目的。根据中国期货业协会发布的《公开募集证券投资基金投资参与国债期货交易指引》，自 2013 年起，公募基金被允许参与国债期货市场交易。《指引》中明确指出，公募基金参与国债期货交易应以风险管理为原则，主要目的在于套期保值；在可参与基金类型方面，《指引》明确指出股票基金、混合基金和债券基金（短期理财债券基金除外）可以参与国债期货交易，而货币市场基金和短期理财债券基金不得参与。此外，《指引》对公募基金持有国债期货的仓位上限做了明确要求：基金在任何交易日日终持有的买入国债期货合约价值不得超过基金资产净值的 15%，卖出国债期货合约价值不得超过基金持有债券总市值的 30%；且基金在任何交易日内的国债期货合约成交金额（不包括平仓）不得超过上一交易日基金资产净值的 30%。这些规定旨在规范公募基金的国债期货交易行为，有效控制基金风险，确保市场稳定运行。

在期货套期保值操作中，投资者会根据现货头寸反向建立期货头寸，运用期货的盈亏完全或者部分对冲现货市场的盈亏。如此操作的原理在于，期货和对应现货价格之间存在较强的相关关系，而且随着到期日的临近二者价格收敛。因此可以在出现系统性风险的情况下，运用衍生品对进行套期保值。从历史数据来看，5 年期国债期货与中债 5 年期国债净价指数相关性高达 0.986，10 年期国债期货与中债 10 年期国债净价指数相关性高达 0.9704。成艳丽（2015）使用国债期货上市以来的市场数据对国债期货的套保效果进行了实证检验和分析，分别检验了国债期货对短、中、长不同期限的国债、国开债和城投债这三类债券的套保效果，结果显示，在债券熊市中，当债券市值经历亏损的时候，利用国债期货套期保值后均不同程度地降低了组合的亏损。张革（2017）测算认为，如果根据套保后组合净值方差减少的程度来测算过国债期货的整体套期保值效果可以看到，10 年期国债期货合约对利率债从上市到 2016 年 10 月的平均套保效果为 62.26%。2016 年 11 月到 2017 年 6 月期间，国债期货套期保值效果进行了跟踪测算，发现虽然

从净值方差减少程度来说，效果并不明显，只有 40%左右，但其对最大回撤的控制有较大帮助。

图表 27 各类型公募基金产品中对国债期货的配置统计

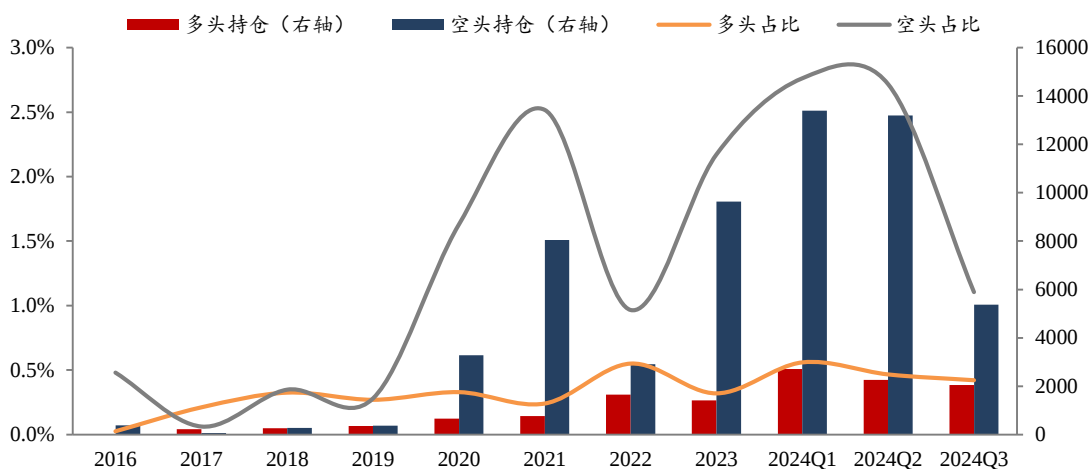
报告期	基金类型	产品个数	国债期货市值(亿元)		占债券规模比例	
			多	空	多	空
2024Q2	短期纯债型基金	12	1.7	-14.3	2.44%	-1.75%
	中长期纯债型基金	22	15.2	-35.2	4.02%	-5.15%
	混合债券型一级基金	19	5.1	-6.6	5.41%	-3.45%
	混合债券型二级基金	25	2.8	-42.2	7.82%	-9.34%
	偏债混合型基金	24	0.3	-22.3	16.80%	-11.10%
	灵活配置型基金	4	0.0	-25.0	4.94%	-26.10%
	被动指数型债券基金					
2024Q3	短期纯债型基金	10	1.3	-4.0	1.68%	0.99%
	中长期纯债型基金	22	14.2	-35.6	2.86%	-8.05%
	混合债券型一级基金	18	3.9	-10.0	4.27%	-2.84%
	混合债券型二级基金	22	3.3	-8.3	7.30%	-2.89%
	偏债混合型基金	12	0.3	-0.9	4.82%	-2.99%
	灵活配置型基金	1		-2.2		-25.80%
	被动指数型债券基金					

数据来源：Wind

按照国债期货多空持仓的情况可分为纯多头国债期货持仓和有多空头国债期货持仓两类，其中前者主要目的为加杠杆与增厚收益，后者主要目的为对冲下行风险。多头国债期货持仓的基金产品更多以收益增强为主要目的。与持有相同久期的利率债相比，持有国债期货多头的优势一方面是以国债期货保证金计算的资金占用远远小于现券占用，有助于管理组合流动性，另一方面，在期现基差被高估时可以利用国债期货多头替代策略进行收益增强。兼有多头与空头国债期货持仓的基金产品更多以风险对冲或套保为主要目的。国债期货空头套保的意义：其一是提供做空工具对冲现有组合风险，降低组合回撤；其二是对冲短期内的拟买入资产风险或锁定其未来交易价格；其三是在现券交易有难度或者短期市场快速调整时，提供流动性出口。

公募基金在国债期货市场的参与程度不断抬升，其中空头合约持仓增长量更为显著。2019 年以来，公募基金在国债期货市场的多头和空头持仓量呈现逐步上升的趋势，截至 2024 年 9 月末，全市场总持仓量为 486,107 手（单边计算），较今年前两个季度末基本持平。其中，公募基金多头持仓量为 2045 手，空头持仓量为 5375 手。公募基金参与国债期货市场多头的持仓量占全市场的比例在 0.5%左右；公募基金对国债期货空头的参与程度相对更高，持仓量增长明显但波动性较大，近年来公募基金空头持仓占全市场的比例在 1%-4%范围内波动。

图表 28 公募基金持仓占市场总持仓的比例



数据来源：Wind

按基金类型区分，混合债券型二级基金、偏债混合型、灵活配置型三类基金产品的空头持仓缩减最为明显，三类产品数量合计减少 18 只，合计持仓市值缩水超过 70 亿。与之相对，中长期纯债型基金的产品数量和持仓市值都较为稳定。

二、公募基金在金融衍生品中的运用效果

1、多空对冲：公募量化对冲基金是公募基金行业中较为小众的一类产品，也是公募行业中为数不多允许使用做空工具做对冲的中性策略基金。这类基金多数在基金合同中约定，采用量化对冲的投资策略，通过量化基本面选股模型构建宽基指数的指数增强组合，同时利用相应的股指期货对冲掉系统性风险，以获得绝对收益。因此，此类基金业绩和波动往往相对较小，从长期看具备高夏普特点，在追求稳健收益和风险控制的投资者中受到青睐。

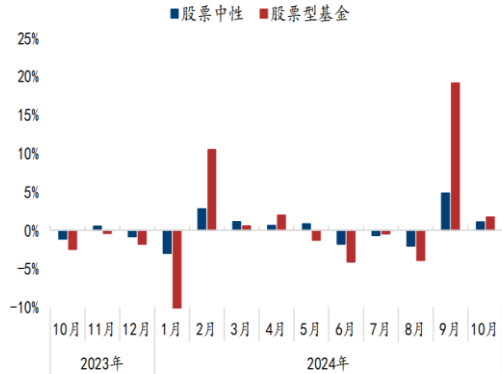
但今年 9 月底以来，A 股市场迎来反弹，无论是主动权益基金还是被动基金多数收复年内失地，小部分基金甚至修复近年回撤，基金净值创历史新高。不过，一向以“稳”称道的公募量化对冲基金却成了此轮反弹行情中最“失意”的一类基金。数据显示，20 只公募量化对冲基金年内业绩亏损，其中多数基金业绩在此轮大盘反弹行情中业绩由盈利转亏损，遭遇较大回撤。而基金净值出现较大回撤主要受股指期货基差的快速大幅收敛所拖累。由于前期市场低迷时各合约贴水加深，9 月底以来，市场出现明显单边走势，期指迅速转为大幅升水且幅度一度达

到 2014—2015 年的极端值，中性策略在股票市场单边大涨之际，期货对冲端面临爆仓、强平等风险，若投资经理没有做好仓位控制则往往会出现较大幅度回撤。

图表 29 对冲基金平均 vs. 股票型基金指数

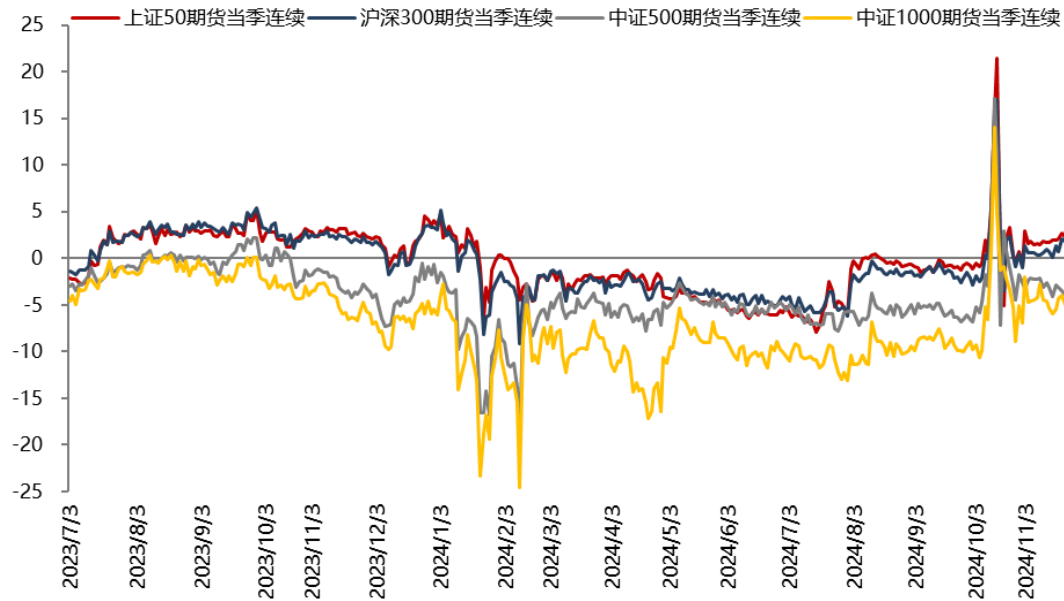


图表 30 月度收益率



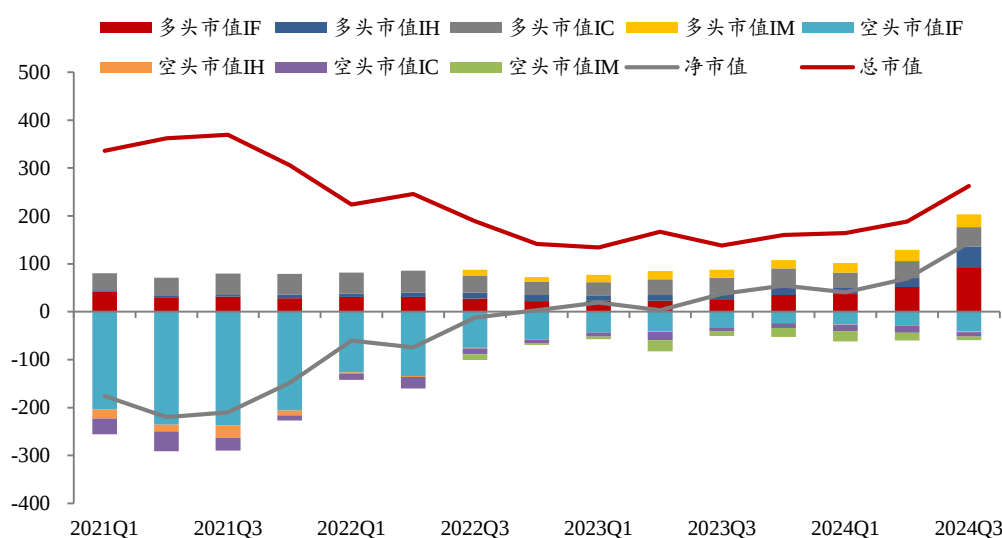
数据来源：Wind

图表 31 股指期货当季连续合约年化基差率（单位：%）



数据来源：Wind

图表 32 公募基金中，股指期货多空配置情况



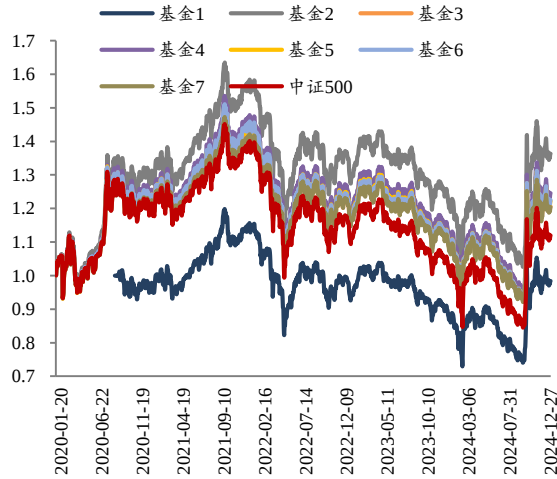
数据来源：Wind

2、多头替代：2024 年以来，公募基金使用股指期货多头的需求明显上升，主要也与行情因素及大资金流入被动指数型基金（ETF）有关。公募基金中使用股指期货进行多头替代主要是被动指数型基金与指数增强型基金。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。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。而 IM 上市后，其多单持仓量也出现明显上升。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映出期指盘面升贴水对多头替代策略的影响。

基于我们的观察样本，拉长看，被动型指数基金与增强型指数基金大部分都能相对宽基指数跑出超额收益。以中证 500ETF 为代表的被动型指数基金在 2024 年全年均跑赢中证 500 指数，而指数增强型基金则部分跑输宽基指数，其中中证 1000 增强效果相对不尽如人意，原因在于指数增强还有量化/主动管理获取个股阿尔法，会进行择时及部分调仓，但由于今年以来，大资金主要通过直接购

买ETF托底市场，针对性较强，反而使得部分指数增强跑输宽基指数。此外，由于年内基差波动加大，移仓换月或存在基差损失。

图表 33 中证 500ETF 表现（归一处理）

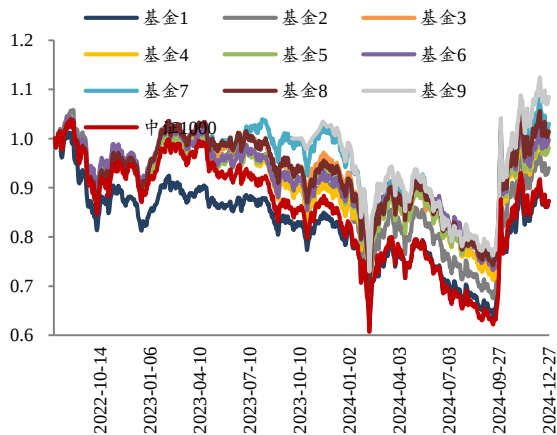


图表 34 2024 以来中证 500ETF 收益对比

名称	累计收益率	年化收益率	夏普比率	卡玛比率
基金1	10.78%	11.26%	0.29	0.45
基金2	10.99%	11.47%	0.29	0.46
基金3	9.41%	9.82%	0.25	0.39
基金4	10.13%	10.57%	0.26	0.41
基金5	10.23%	10.68%	0.27	0.41
基金6	10.67%	11.14%	0.28	0.44
基金7	9.78%	10.21%	0.26	0.41
中证500	8.66%	9.03%	0.21	0.3

数据来源：Wind

图表 35 中证 1000 增强基金表现（归一处理）



图表 36 2024 以来中证 1000 指增收益对比

名称	累计收益率	年化收益率	年化主动收益率	夏普比率	卡玛比率
基金1	23.87%	54.51%	21.65%	1.61	4.45
基金2	23.82%	54.38%	21.52%	1.54	4.09
基金3	25.23%	57.99%	25.13%	1.69	4.57
基金4	23.19%	52.78%	19.92%	1.53	3.95
基金5	21.29%	48.03%	15.17%	1.46	3.85
基金6	19.03%	42.49%	9.63%	1.18	3
基金7	25.30%	58.14%	25.28%	1.72	4.72
基金8	23.65%	53.95%	21.09%	1.56	4.3
基金9	31.22%	73.72%	40.86%	2.17	5.84
中证1000	26.05%	60.10%	27.23%	1.61	4.51

数据来源：Wind

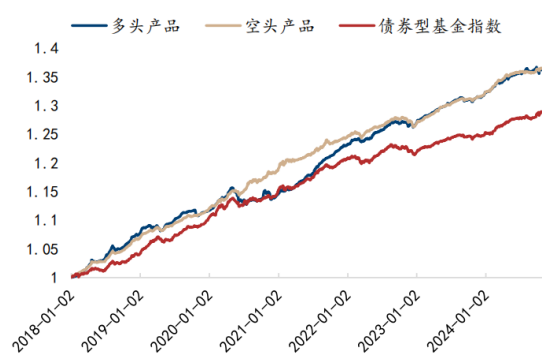
3、债券型基金方面，国债期货在纯债基金中的应用相对更广泛。收益、回撤及夏普比率指标上，应用国债期货的纯债基金表现也优于应用国债期货的“股+债”基金。配置国债期货的公募产品中，规模较大的产品过去一个季度多数录得正收益，但产品份额多数下降。配置国债期货多头和空头的公募产品二季度末

以来平均净值分别增长 0.28%和 0.5%，同期债券型基金指数净值增长 0.75%，时间上看收益的差异主要体现在 9 月份。

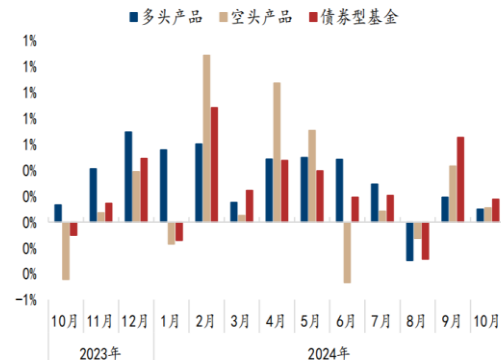
利率+国债期货（多+空/多头）产品整体表现优于基准，且回撤指标上胜率更高。其中含国债期货多头的纯债基金最大回撤及夏普方面更优，较一级债总体更好，最大回撤跑赢基准的胜率为 90.2%。以国债期货对冲的纯债基金收益及回撤控制均优于基准，年化收益率和最大回撤跑赢一级债基整体的胜率分别为 59.6%和 86.0%。

利率+权益+国债期货（多+空/多头）产品整体表现不及基准。其中含国债期货多头的“固收+”基金的绩效表现不如二级债基整体，且股票牛市时含国债期货多头的“固收+”基金胜率更低，没有实现收益增强效果。以国债期货风险对冲的“固收+”基金的收益、回撤及夏普比率绩效表现均不如二级债基整体。

图表 37 观察产品平均 vs. 债券型基金指数



图表 38 月度收益率



数据来源：Wind

图表 39 多头国债期货的公募基金业绩表现

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
基金1	0.38	-0.73	4.03	1.66	-5.57	2.42
基金2	0.11	3	4.43	1.18	-4.61	3.77
基金3	0.31	2.93	4.49	1.05	-1.91	4.26
基金4	0.37	-1	4.07	0.9	-0.66	4.52
基金5	0.38	-0.3	4.03	1.66	-5.57	2.42
基金6	0.11	3	4.43	1.18	-4.61	3.77
基金7	1.33	45	3.01	4.1	-5.68	0.73
基金8	-0.53	2	4.55	1.18	-2.99	3.85
基金9	-0.31	-0.65	2.78	1.22	-1.61	2.28
基金10	-0.31	-0.65	2.78	1.22	-1.61	2.28

数据来源：Wind

图表 40 空头国债期货的公募基金业绩表现

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
基金1	0.27	68	2.73	0.45	-0.45	6.07
基金2	1.7	892	4.48	3.06	-5.99	1.46
基金3	0.25	5	3.52	0.66	-0.59	5.33
基金4	0.34	11.31	3.45	0.42	-0.31	8.28
基金5	-0.04	-0.97	3.64	0.87	-2.43	4.16
基金6	0.41	-19	3.13	0.52	-0.81	6.05
基金7	0.34	3.96	4.34	0.83	-2.25	5.23
基金8	-0.28	0.05	5.2	3.19	-4.64	1.63
基金9	-0.14	0.27	3.71	2.73	-2.04	1.36
基金10	0.55	0	3.18	2.07	-0.51	1.53

数据来源：Wind

第四部分、总结及建议

一、当前我国公募基金使用金融衍生品存在的问题

尽管国内公募基金对于金融衍生品的应用相较国外还有长足发展，但近年来，使用度及关注度出现明显提升，尤其是多空对冲及被动型指数基金、指数增强型基金等在股指期货上的运用，及纯债型基金在国债期货上的运用已相对成熟。从中长期维度看，在套期保值、增厚收益等方面取得不错成效，但是面对市场突发的极端行情仍会出现一定风险事件。经过上述分析，当前我国公募基金使用金融衍生品情况存在以下几个问题：

第一、金融衍生品品种的局限性和机构制定金融产品结构或避险方案的不合理及同质化。

2024 年 2 月份小微盘流动性挤兑及 9 月份政策超预期带来的“闪电牛”行情都给行情及投资者带来不小冲击。前者由于近 2 年受到量化指增暴露小市值风格敞口影响叠加部分小规模量化管理人走极端做微盘股，使得量化模型全市场不断下沉个股 alpha 赚取超额收益，由于小微盘市场容量本身较小，最终引发雪球、DMA 等的“挤兑性”卖出和中性策略等的“挤兑性”调仓，带来流动性危机。后者则是机构投资者对于行情和仓位把握的不合理，加之可供中性策略对冲的标的较少，股指对冲端出现大量爆仓、强平事件及期货基差的大幅升水使得中性策

略净值出现阶段性的大幅回撤。对此，可对相关金融机构产品尤其是私募基金策略施行更为透明的监管，同时针对市场运行情况，适时推出更多品种的金融工具以供投资者使用。

第二，应用金融衍生品的广度和深度不足。

在第三章当中分析可以看到，目前国内全市场公募基金使用衍生品的占比为不到一成。在此，把这个数据和国际数据做一下对比：1994年，美国投资公司协会（以下简称“ICI”）进行了关于共同基金投资衍生品的调查。在受调查的5000只基金中，回复的有1728只基金，其中475只基金投资衍生品（约占总数的27%）。此次调查的衍生品包含了资产证券化抵押产品，以及其他金融衍生品，如期货、期权和互换。Koski和Pontiff(1999)通过对美国675只股票类共同基金在1992-1994年的数据进行分析发现，平均有21%的股票型基金运用衍生品，积极成长型基金为27.3%，小盘股基金为16.7%；Johnson和Yu（2004）对加拿大988只基金1998-2002年的数据分析显示平均有21.36%的使用衍生品，其中28.12%的国内股票型基金使用衍生品，而只有10.74%的债券型基金使用衍生品；而且对于股票型基金而言，投资风格积极的更倾向于去投资衍生品；对于固定收益型基金和外国股票型基金，基金成立时间越短，投资金融衍生品的可能性越高，他们对此的解释是年轻基金的投资风格不保守。Jose和Rangel（2006）对西班牙1707只基金在1995-2005年的数据分析显示平均有40%的基金投资金融衍生品，其中65%的股票型基金使用衍生品，19%的货币型基金使用衍生品。根据台湾证券投资信托暨顾问公会公布的数据，统计显示，台湾790支基金中，有140支使用了衍生品，比例为17.72%。

第三，应用金融衍生品受限较大。

公募产品的投资范围由证监会规定，传统公募产品的投资范围只有股票、债券、货币市场工具等。在此后随着投资工具的不断推出，公募基金的投资范围也在不断扩展。中国证监会《关于股权分置改革中证券投资基金投资权证有关问题的通知（2005-8-15）》规定基金可以持有在股权分置改革中被动获得的权证，并可以根据证券交易所的有关规定卖出该部分权证或行权，也可以主动投资于在股权分置改革中发行的权证。虽然具有明显的中国时代特色，但这是法规上首次允许公募基金投资于衍生品。

2010年股指期货上市前夕，证监会发布《证券投资基金参与股指期货交易指引（2010-4-21）》允许股票基金、混合基金、债券基金（短期理财债券基金除外）参与股指期货交易，要求基金应当根据风险管理的原则，以套期保值为目的，并按照中国金融期货交易所套期保值管理的有关规定执行。2013年推出国债期货前夕，证监会发布《公开募集证券投资基金参与国债期货交易指引（2013-9-3）》

允许股票基金、混合基金、债券基金（短期理财债券基金除外）参与国债期货交易，要求基金应当根据风险管理的原则，以套期保值为目的。2014年12月，中国证监会发布《公开募集证券投资基金运作指引第1号——商品期货交易型公募基金指引》，该指引的发布为商品期货ETF的推出奠定了坚实基础。2015年7月20日国投瑞银发售的白银期货上市型公募基金，该产品即LOF，采用被动管理，无杠杆，要投资标的为上期所挂牌交易的白银期货合约，持有白银期货合约价值合计不低于基金资产净值的90%、不高于基金资产净值的110%，收益目标为扣除相关费用后，基金净值增长率与上海期货交易所白银期货主力合约收益率相当。国投瑞银基金也借此成为国内公募基金领域设立商品期货投资基金的首发者。此后又有多家基金公司报备了多支商品期货基金，但其他基金上市进度还是十分缓慢。

在期权方面，国内现在上交所与深交所已上市上证50ETF、沪深300ETF、创业板ETF等期权，并且具备一定的流动性，公募基金可以利用期权做一些对冲型产品，买卖期权工具。原来公募基金采用沪深300指数对冲，但是过去一段时间因为股指期货大部分处于贴水状况，导致套期保值成本较高。基金可以采用上证50ETF期权进行套期保值。同时，上证50ETF期权也可以用来作为一个增强，做一些期权备兑开仓，卖期权出去。但首先公募基金的投资范围没有放开期权；另外公募有明确的规定，不能买基金只能买股票，即便投资范围中可以加入期权，也不能做备兑开仓，就只能用保证金来开仓；指数基金对于这种头寸有很高要求，而指数型基金在正常情况下，是没有钱做保证金的。因此，公募基金尽管存在需求，但是从制度上也无法合理使用期权。

对于目前的法规限制，可以和美国市场的情况做一个对比。美国现在主要有四部法律对共同基金的衍生品投资进行限制。The Investment Company Act of 1940从根本上监管共同基金的衍生品投资行为；Sub chapter M of the Internal Revenue Code 监管共同基金衍生品交易的税收行为；Regulation T 监管共同基金的融资融券行为；The Commodity Exchange Act 监管共同基金的期货或商品期权投资。但是在法律中并没有严格限定能够投资衍生品的基金类型、投资衍生品的仓位比例等。这就使得海外基金对衍生品的使用非常广泛，不但可以利用衍生品对冲风险，而且可以替代标的资产进行直接投资。

第四，金融衍生品工具创新不足。

过去近20年，公募基金行业也的确有很多创新举措，这些创新主要是集中在组织形式、运作模式、投资标的和收益分配的创新，比如2001年第一只开放式基金上市；2006年第一支ETF基金成立；2007年第一支分级基金设立；2009

年出现联接基金；2012 年出现定期开放基金、跨境 ETF、理财基金；2013 年设立国债 ETF 基金等等。但是其中投资策略和产品结构创新寥寥无几。

而在国际市场上，衍生品在基金产品设计和策略研究中被广泛运用。首先，衍生品的加入能够拓展投资品种，大大丰富了投资策略，扩大基金产品的差异性；第二，衍生品交易方向、风险收益比等各方面和现货都存在差异，比如多数衍生品是具备双向交易的功能的，因此可以实现产品结构的多元化。在产品结构上，2007 年面世的分级基金应该我国公募基金的重要创新之一，实际上是起到了一个杠杆的作用。然而公募分级基金复杂的交易制度使得中小散户对此缺乏了解，在行情剧烈波动时基金净值频繁“上折”、“下折”，在 2015 年股市异常波动时甚至有不知情的投资者在分级基金即将出现下折的前一个交易日买入 B 级，结果导致损失 40%-90%不等的情况出现。目前监管层对于分级基金一方面不接受新基金审批，另一方面也提高了投资门槛，导致这一创新结构的产品迅速萎靡。

但如果运用衍生品工具的话，可以实现结构上的杠杆效应，而且风险可控。比如近年来海外金融市场上广受欢迎的杠杆基金和反向杠杆基金，就可以通过股票、现金、股指期货、互换等金融工具与金融衍生品实现杠杆及反向投资。目前国内对于 ETF 使用衍生品工具的要求是市值加总不能超过 95%，也就是不允许动用到杠杆。因此目前对 ETF 无法像海外那样拥有杠杆基金，更不用说反向杠杆基金，创新受到一定的约束。这也就使得目前的 ETF 和行业股票基金的差异模糊化，同时因为市场容量问题，主要大盘指数已经有对应的的 ETF，后进入市场者难以出现显著的差异化也难以形成良好的竞争机制，依然会是拼渠道资源。在商品期货基金方面也规定了持有所有商品期货合约的价值合计（买入、卖出轧差计算）在基金资产净值的 90%-110%之间，这表明在目前证监会监管下，商品期货 ETF 的策略只能是跟踪对应商品指数单向做多，不允许反向，同时整体基金不涉及杠杆。由于商品和股票存在差别，前者并不具备企业盈利增加带来的股票内生性增长，而由商品本身的供需决定，因此很多商品价格存在周期性。只能单向做多的商品期货基金不利于投资者更好的抓住商品市场机遇。

同时，公募基金运用衍生品的交易策略创新也很少。长久以来我国的基金策略就存在单一化的问题。虽然从投资标的看，无论股票型、债券型、混合型还是 QDII 型，都有较多的产品推出。但是比较这些基金产品的策略会发现，从大的择股获取股票收益的思路、到如何选择股票的思路，都有很多雷同。通过前文的分析可以看到，即便加入了衍生品，公募基金运用衍生品进行的策略也比较相似，主要集中在套期保值和套利策略上，产品名称尽管有了灵活配置基金、股票多空基金等的区分，但综合看来，运用衍生品进行的策略较少，实现方式大同小异。

比较投资范围中加入了衍生品和实际交易了衍生品的基金比例可以看到，衍生品对于多数基金只是一个口号而非切实有效落实的工具。

二、原因分析

针对上述公募基金运用衍生品存在的问题，我们认为主要有以下两个原因：

一是市场流动性不足。对于公募基金而言，期货市场流动性决定了衍生品投资产品的市场容量以及开平仓、移仓换月等交易成本。在股指期货市场，这一问题尤为突出。2015 年股市异常波动后，股指期货市场的日内手续费激增至原水平的 100 倍，持仓保证金上涨至原水平的 5 倍，然而，日均可成交手数仅为 10 手，这被视为历史上最严格的规定之一。这些限制导致沪深 300 指数期货市场急剧式衰退，市场流动性急剧匮乏，成交量降至不足 2015 年上半年巅峰时期的 1%。流动性匮乏导致了双重问题：一方面，大量正常的套期保值交易无法找到合适的交易对手，另一方面，一些机构出于套期保值的刚性需求，被迫冒着风险参与交易，这导致期货价格明显低于现货价格。因此，2015 年至 2017 年上半年期间，股票多空策略的公募基金备受其害，而其他需要使用股指期货进行对冲的公募基金也不得不削减对冲或甚至放弃。随着交易所对股指期货交易持仓限制的逐步放开，股指期货流动性恢复，目前交投活跃度处于较合理水平，但股指期货相对流动性仍较差。

二是市场教育不足。衍生品由于其杠杆性及收益曲线的多变性，是相对复杂和专业性的产品，对投资者教育工作提出较高要求。在我国衍生品市场发展初期时，曾经出现过较多风险事件，导致一般投资者乃至一部分专业人员对于衍生品都有谈之色变的心理；甚至一部分市场专业人士也认为衍生品是市场风险的来源，从而妖魔化衍生品。因此，公募基金在运用衍生品及产品设计的时候，也会受到市场教育不足的影响，在内部和合规风控沟通、外部和监管以及投资者揭示的时候，衍生品的问题都有一定的敏感性。这也对更广泛的市场教育工作提出要求，包括监管机构、行业协会、金融机构等在内的监管及服务主体均应合作加强关于运用衍生品进行风险管理的投资者交易活动。

三、结论及建议

我国公募基金在应用衍生品无论从广度和深度上和国际成熟市场有着较大差距，关于衍生品策略的开发与应用也存在着市场容量有限、创新力度不足、人员技术要求高、市场投资者教育等众多因素制约，这与监管政策及体制较严、金

融衍生品工具仍不够丰富、部分衍生品工具流动性不足等有关。我们认为公募基金运用衍生品的程度及效率主要取决于三点：一是金融衍生品市场的发展程度；二是监管及合规制度的规范及要求；三是基金公司创新机制。因此本文将从这三个方面分别提出改进措施和建议。

一是鼓励及加快发展金融衍生品市场。公募基金运用衍生品的广度和深度的不足和衍生品市场发展程度有关。与海外发达国家的衍生品市场相比，我国衍生品市场在金融领域差距明显。与海外金融衍生品市场中权益、利率、外汇、信用等标的品种齐全、期货与场内外期权百花齐放等相比，我国金融衍生品产品较少，外汇衍生品明显空缺，已上市的国债期货、股指期货相关品种的持仓量及成交量虽稳步增长但仍有较大空间，股指期货的活跃度相较ETF期权活跃度明显不足。

二是在严守风险底线和做好投资者教育及保护工作的基础上，逐步放松关于公募基金使用金融衍生品的限定。在坚守合规底线、做好风险管理的基础上，建议适当放开公募基金使用衍生品的范围、持仓等方面限制。投资范围方面关于公募基金参与期权交易的引导及规范文件存在不足。投资持仓方面，建议提高套保比例和放宽基础资产仓位限制，在市场大幅下跌的行情中，基金套保比例不足很容易造成抛售甚至遭致“踩踏”，不利于市场的平稳发展。

三是鼓励公募基金公司重视衍生品策略，从体制机制改革激发创新活力。在大资管时代，公募基金与理财子公司产品、私募基金等同台竞争，投资范围及限制基本一致，公募基金应该充分发挥其规模效应，在技术、人力方面加大投入，以衍生品为突破口开展新一轮创新发展。同时，由于公募基金面对的客户包含了众多个人客户，投资者教育活动任重道远，也应重点关注该类产品的投资者适当性管理。包含非对冲用途的金融衍生品投资基金通常属于风险较高级别，例如某使用股票期权进行量化策略的基金，而目前的主流期货ETF基金产品作为跟踪指数型产品，多以对冲风险或进行有限度的指数增强，则其风险等级略低，具体要根据产品的实际情况来定。在产品推介时，销售部门和第三方销售机构应特别关注投资者风险测评的真实性和全面性，做好风险警示工作，注意记录销售活动的信息，并根据投资者的风险承受等级进行合理的适当性匹配，不得向风险承受等级低的投资者销售风险等级高的产品。

参考文献

- [1] 巴曙松,谭迎庆, 2011, 股指期货对资产管理行业的影响——基于新兴古典经济学视角[J].金融发展研究,2011(03):3-7.DOI:10.19647/j.cnki.37-1462/f.2011.03.001.
- [2] 范向鹏, 2011, 股指期货在海外基金中的应用[J].资本市场,2011(02):76-87.
- [3] 范辛亭,俞科进,黄媛等, 2007, 公募基金参与股指期货的模式和策略研究[C]//中国证券业协会.中国证券市场发展前沿问题研究(2007).中国财政经济出版社,2008:499-527.DOI:10.26914/c.cnkihy.2008.000278.
- [4] 蓝昭钦, 2013, 股指期货在现金流管理中的应用[C]//中国证券业协会, 上海证券交易所,深圳证券交易所,中国证券登记结算公司,中国证券投资者保护基金有限责任公司.创新与发展: 中国证券业 2013 年论文集.中国财政经济出版社,2013:11.
- [5] 李莉, 2018, 私募基金参与我国期货市场研究[J].中国证券期货,2018(05):47-51.DOI:10.19766/j.cnki.zgzqqh.2018.05.008.
- [6] 李志生,朱雯君,石叶娜, 2015, 衍生品交易可以提高基金价值吗?——基于中国开放式基金的证据[J].证券市场导报,2015(08):60-70.
- [7] 龙玲, 2021, 公募基金运用衍生品的调查分析与政策建议[D].上海交通大学,2021.DOI:10.27307/d.cnki.gsytu.2017.001196.
- [8] 缪小丽, 2020, 海证投资管理有限公司 CTA 基金运作管理研究[D].南京理工大学,2023.DOI:10.27241/d.cnki.gnjgu.2020.002217.
- [9] 张森婷, 2017, 沪深 300 股指期货对开放式基金套期保值研究[D].东北大学,2017.
- [10] 钟芸, 2019, 公募基金参与期货市场投资的意义与案例分析[J].中国证券期货,2019(06):68-73.DOI:10.19766/j.cnki.zgzqqh.2019.06.012.
- [11] Frino, Alex & Lepone, Andrew & Wong, Brad. (2006). Do Derivatives Improve Managed Fund Performance? The Effect of Cash Equitising Investor Flows.
- [12] Johnson, L.D., & Yu, W.W. (2004). An analysis of the use of derivatives by the Canadian mutual fund industry. Journal of International Money and Finance, 23(6), 947-970
- [13] Koski, J.L. and Pontiff, J. (1999), How Are Derivatives Used? Evidence from the Mutual Fund Industry. The Journal of Finance, 54: 791-816.

Marin, Jose M. and Rangel, Thomas A., The Use of Derivatives in the Spanish Mutual Fund Industry (November 15, 2006).