

# 国债期货赋能固收类产品效果几何？

## ——“固收+”基金策略系列

2025 年 4 月 4 日

### 核心观点

- 本文梳理了国债期货常用策略，结合公募基金持仓数据和 2024 年固收产品绩效分析国债期货在债券基金中的应用效果，为投资者提供相应参考。
- **国债期货常用策略。**1) **趋势策略：**直接通过判断利率方向或基差偏离均值获利。从历史数据来看，期货指数表现与现货到期收益率走势高度负相关，长期限合约与现货相关性更高。**多头替代策略的优势：**①保证金机制下资金低，有助于管理组合流动性。②基差偏离均值时可用多头替代策略，长期限合约空间更大。2) **套期保值策略：**在期货市场建立与现货头寸相反的交易以对冲利率波动风险，策略步骤包括确定目标和方向、计算套保比例（久期法、DV01 法）、建仓与平仓。3) **套利策略：**主要分为期现、跨期和跨品种三类。①**期现套利：**分为正向和反向，当净基差负向偏离且 IRR 高于资金成本时，适合正套策略；反之适合反套。反套机会更为密集，但风险较高。②**跨期套利：**交易同一国债期货品种不同到期月份合约的价差，通常受益于移仓换月的流动性博弈。③**跨品种套利：**包括判断收益率曲线形态、久期中性等方法。
- **当前公募基金参与国债期货概况。**2017-2024 年，公募基金参与国债期货市场的活跃度显著提升，截至 2024 年末共 46 家机构持仓、参与产品近百支、总规模超 2000 亿元。2024 年末持仓量同比降 7.6%至 10280 手，合约市值同比提升 16%至 137 亿元。公募基金参与情况有显著马太效应，24 年末头部基金持有合约市值规模占全市场 1/3，前十公司占市场规模和手数近九成。债基为国债期货主要公募参与者，纯债基金持仓规模占全公募市场 3/4，其中中长债基占比过半，固收+权益基金占比近 2 成。
- **公募基金参与国债期货持仓分析。**持仓结构策略由子弹型逐步过渡至阶梯型，2024 年末呈现哑铃型，短端+超长端为近期配置重点。国债期货平均仓位在 10%左右，2024 年末中长债基仓位接近上限 20%，空头仓位平均 7.3%（高于多头 4pp）。公募多头增强择时效果良好，在牛市环境下仓位与收益率表现相关系数超 0.3。空头对冲策略效果呈两阶段特征，2021 年前高杠杆环境下公募裸空对冲策略意图显著，2021 年以来杠杆低位波动、持续持仓空头以防范风险。聚焦到固收类基金，根据持仓划分裸多、裸空、多空三类策略。
- **“固收+国债期货”基金产品 2024 年绩效评估。**2024 年参与国债期货的“固收+权益”基金与纯债基金规模三七开、数量对半开，裸空/多空/裸多策略规模占比接近 7/2/1 成。从年度绩效来看，国债期货策略的运用帮助债基夏普整体改善 0.6-1.0，其中固收+权益+国债期货策略显著增厚收益（超额 0.9%-1.2%）、多空策略回撤改善 0.3%-1%，但纯债+国债期货收益回撤未见显著增效。国债期货牛市环境下高胜率产品裸多策略为主、纯债产品规模占比超六成，超长期和长期合约超六成。具体看三类策略：1) **固收+权益基金：**相比二级债基平均，固收+权益基金三类国债期货策略表现分化，全年裸多策略目标实现效果更佳。2) **纯债基金：**相比一级债基平均，使用国债期货策略主要在收益稳健性方面有改善（3.1-3.2/2.3），其中裸空策略单边行情（Q4、Q1）下有一定对冲效果，胜率超八成。国债期货整体实现效果不及固收+权益基金。

### 分析师

刘雅坤

☎：17887940037

✉：liuyakun\_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码：S0130523100001

### 研究助理：郝禹

☎：19801890018

✉：haoyu\_yj@chinastock.com.cn

### 风险提示

1. 样本统计不完全风险
2. 模型失效风险
3. 经济与政策超预期风险

目录

Catalog

一、 国债期货常用策略.....	3
(一) 趋势策略 .....	3
(二) 套期保值策略 .....	6
(三) 套利策略（期现/跨期/跨品种） .....	7
二、 当前公募基金参与国债期货概况 .....	11
三、 公募基金参与国债期货持仓分析 .....	13
四、 “固收+国债期货”基金 2024 年绩效评估.....	17
(一) 国债期货公募债券基金绩效.....	17
(二) 固收+权益基金国债期货策略绩效.....	19
(三) 纯债基金国债期货策略绩效.....	24
五、 风险提示 .....	29

国债期货作为兼具高流动性与杠杆特性的金融衍生品，在当前利率低位波动的市场环境下成为公募基金优化固收产品策略的重要工具。本文首先介绍国债期货常用的趋势策略、套期保值策略和各类套利策略，结合公募基金国债期货持仓数据和 2024 年固收产品绩效，评估国债期货各类策略在债券基金中的实际应用效果，为投资者提供相应参考。

## 一、国债期货常用策略

国债期货是固收类产品实现收益增强与风险对冲的核心工具，常用策略包括趋势、套期保值与套利。1) 趋势策略通过预判利率趋势进行单边交易，放大收益的同时需警惕杠杆风险；2) 套期保值通过反向头寸对冲利率波动，锁定组合风险敞口；3) 套利策略则聚焦期现价差、跨期价差及跨品种价差，捕捉市场定价偏差带来的无风险或低风险收益机会。三类策略逻辑互补，构建了不同市场环境下“固收+国债期货”策略的应用框架。本文开篇梳理国债期货常用策略的基本原理与适用场景，为后续分析产品实践效果、理解策略价值提供理论支撑。

### (一) 趋势策略

国债期货趋势策略是通过直接判断利率方向变动获利的交易方式。单边策略依赖市场择时能力，投资者基于对利率走势的预判，选择单向做多或做空国债期货——若预期利率下行则买入期货合约；若预期利率上行则卖出期货合约。在国债期货合约保证金制度下，相比现券，杠杆效应放大收益的同时也加剧风险，需紧密跟踪市场变化。

从历史数据来看，国债期货价格能有效反映现券市场预期。各期现合约上市至今，国债期货 TL、T、TF、TS 指数与国债 30 年、10 年、5 年、2 年到期收益率的相关系数分别为-0.994、-0.992、-0.983、-0.984，期货指数表现与现货到期收益率走势高度负相关，通过期货合约能精准对冲或捕捉利率变动风险。此外，长期限合约与现货相关性更高。

表1：国债期货合约指数与对应现券到期收益率高度负相关

合约/期现	TL/30Y	T/10Y	TF/5Y	TS/2Y
起始日期	2023/4/21	2015/3/20	2013/9/6	2018/8/17
相关系数	-0.994	-0.992	-0.983	-0.984

资料来源：Wind，中国银河证券研究院，数据截至 2025 年 3 月 20 日

考虑到利率债付息属性下的天然多头特征，多头国债期货持仓常见于固收+权益产品中，更多以收益增强为主要目的。具体来看，与持有相同久期的利率债现券相比，持有国债期货多头的优势主要在于以下两个方面：一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；二是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。

**1. 国债期货多头持仓有助于流动性管理。**银行等债券主要持有机构为应对负债端波动投资组合多有一定现金流动性要求，而国债期货保证金占用极低，TL/T/TF/TS 的保证金比例分别为 3.5%/2%/1%/0.5%，相比现券极低的资金占用有助于提升组合流动性管理。

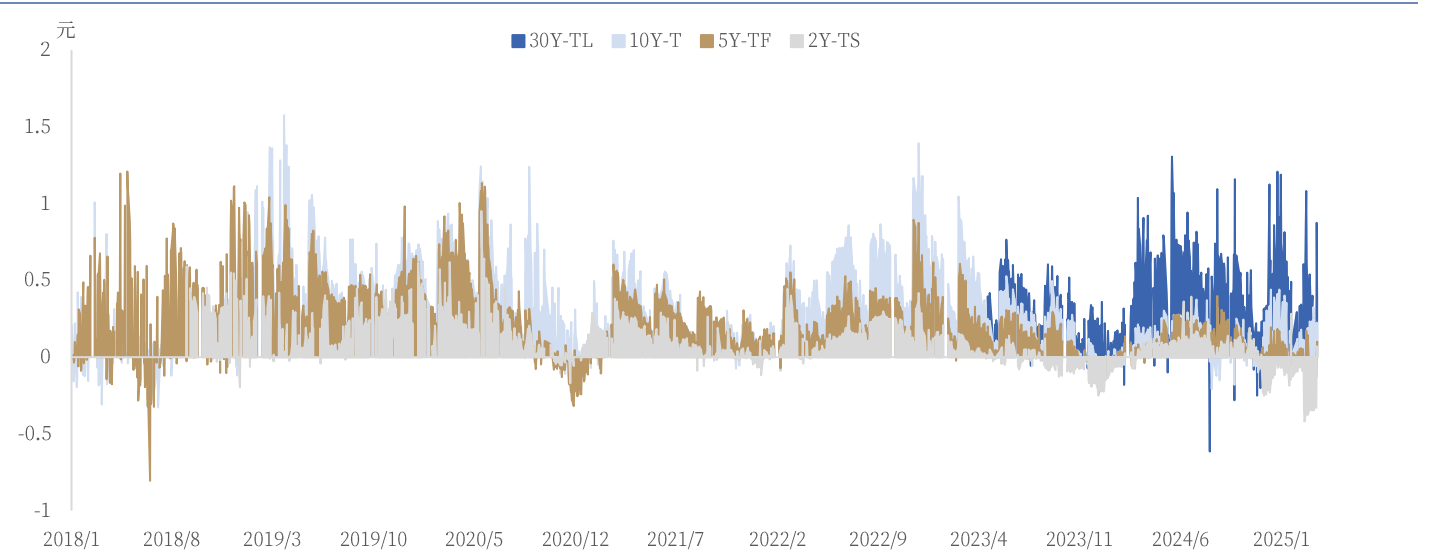
表2：各期限国债期货合约表

合约名称	30 年期国债期货	10 年期国债期货	5 年期国债期货	2 年期国债期货
合约代码	TL	T	TF	TS
合约标的	面值为 100 万元、票面利率为 3%的名义超长期国债	面值为 100 万元、票面利率为 3%的名义长期国债	面值为 100 万元、票面利率为 3%的名义中期国债	面值为 200 万元、票面利率为 3%的名义中短期国债
可交割国债	发行期限不高于 30/10/7/5 年，合约到期月份首日剩余期限不低于 25/6.5/4-5.25/1.5-2.25 年的记账式附息国债			
最低交易保证金	合约价值的 3.5%	合约价值的 2%	合约价值的 1%	合约价值的 0.5%
每日价格最大波动	上一交易日结算价的±3.5%	上一交易日结算价的±2%	上一交易日结算价的±1.2%	上一交易日结算价的±0.5%
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）			
最后交易日	最后交易日后的第三个交易日			

资料来源：中国金融期货交易所，中国银河证券研究院

**2. 多头策略利用基差均值回归特性与杠杆效率优势实现收益增强。**历史经验表明，国债期货基差（现货价格-期货价格×转换因子）具备一定的均值回归特性，而国债多头替代策略正是基于这一理论依据而具备可行性。当国债期货基差收益+杠杆交易节约的资金成本>持有现券期间票息收益时，投资者可通过买入期货合约替代现券持仓，从而实现收益增强。

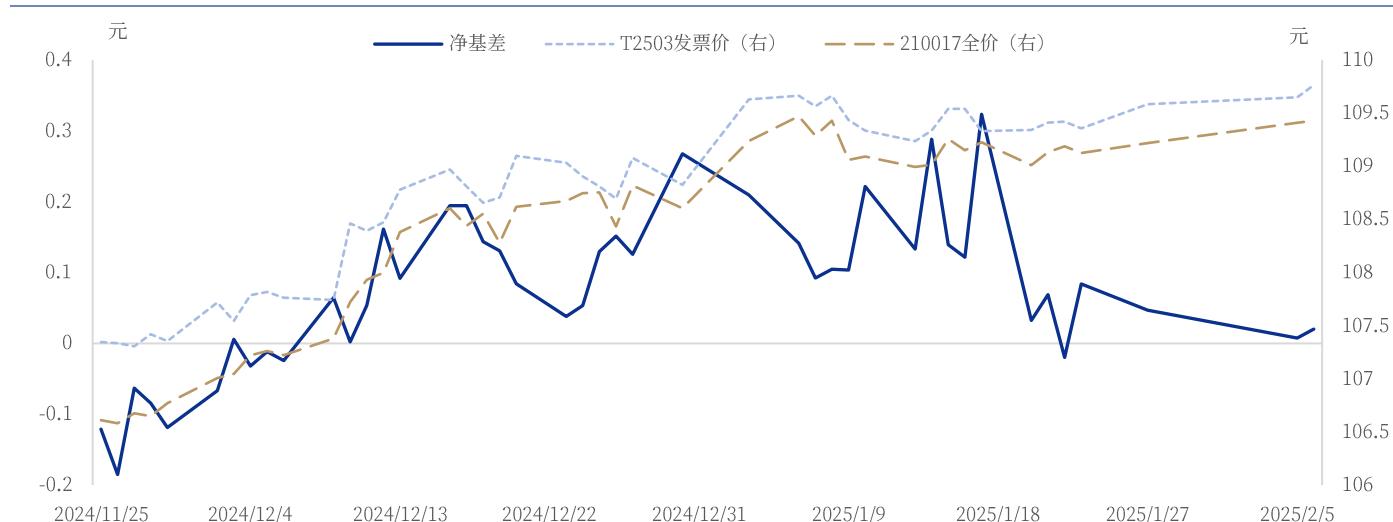
图1 国债期货基差整体呈现均值回归特点



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

**我们通过一个具体例子说明期货多头替代策略原理。**相比持有现券，国债期货合约的保证金机制对资金的占用更小，对流动性的约束也更为宽松。回顾 2024 年末，十年期国债 T2503 合约净基差出现了显著正向走扩趋势，根据均值回归原理，若部分投资者预期未来 1 个月内基差将负向收敛。因此可采用期货多头替代策略。接下来，在不考虑交易成本的情况下，我们将选择一个区间作为多头替代策略案例，按照实盘数据进行国债期货的建仓、平仓，剩余资金投入货币市场获得利息收益，并与持有现券的基准方案进行比较。

图2 T2503 合约与可交割券全价、净基差走势



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

我们以 1000 万元现金作为交易本金，于 2024 年 12 月 12 日建仓，2025 年 1 月 21 日平仓，持有期共 40 天。净基差在建仓时为 0.1615，投资者预期基差有望收敛（实际平仓时录得 0.0688，小幅负向收敛）。建仓当日，10 年期国债现券 210017 全价为 107.9994 元、平仓时全价为 109.1339 元。T2503 合约发票价在建仓时为 108.4737 元、平仓时为 109.4124 元。

**1) 投资方案 1:** 若投资者全额持有现券，按照当日全价，1000 万元在建仓时可购入现券 92593 张，剩余资金约为 0，并在平仓日全部卖出以赚取现券的全价价差。

**2) 投资方案 2:** 若投资者持有同等面值的国债期货合约（100 万人民币），按照合约现价可取证购入国债期货 9 手。T 合约仅需缴纳 2% 的保证金，即约 18 万元，剩余 982 万投入货币市场。根据建仓日和平仓日的 FR007 求均值估算货币市场利率约为 2.175%，从建仓日到平仓日总计 40 个自然日。

**以持有国债现券的方案 1 为基准情况**，总收益为现货损益，即现券全价波动（109.1339-107.9994）×持有量（92593）=10.5047 万元，年化收益率为 9.59%。

**持有国债期货多头合约的投资方案 2 中**，总收益=期货损益（109.4124-108.4737）\*9+利息收益（9820000\*2.175%\*40/365）=10.7332 万，年化收益率为 9.79%。

在此区间，国债期货多头替代方案较现券持有产生超额年化收益为 0.21%。

表3：对 T2305 合约进行国债期货多头替代现券实现收益增强的实例

现金 1000 万元	2024/12/12 (建仓日)	2025/1/21 (平仓日)
210017 全价 (元)	107.9994	109.1339
T2503 发票价 (元)	108.4737	109.4124
T2503 净基差	0.1615	0.0688
转换因子	—	0.9934
购入张数/手数	92593	9.00
剩余现金 (万)	≈0	982
FR007	1.95%	2.40%
持有期 (天)	40	40
指标	现券持有 (至平仓日)	期货替代 (至平仓日)
期货损益 (万元)	—	8.3925
现货损益 (万元)	10.5047	—
利息收益 (万元)	—	2.3407
总收益 (万元)	10.5047	10.7332
年化收益率	9.59%	9.79%
超额收益	—	0.21%

资料来源：Wind，中国银河证券研究院，模拟方案不考虑交易成本、流动性等问题

从均值回归角度看，长期/超长期国债期货合约更适合多头替代策略。根据 2016 年以来数据统计，T 合约基差均值分布概率最高（81.4%）、基差均值和标准差最大（0.39/0.42），说明 10 年期品种既具备足够的波动空间，又保持相对稳定分布。TL 合约基差均值/标准差/均值分布概率分别 0.36/0.27/81.0%，显示 30 年期品种波动空间和稳定性略低于 T 合约。而中短期 TF 和 TS 合约均值分布概率稍低（分别 76.1%/74.0%）、均值较小（0.28/0.10），策略有效性及收益空间或相对有限。

表4：各期限国债期货合约基差分布（元）

合约/指标	30Y-TL	10Y-T	5Y-TF	2Y-TS
基差均值	0.36	0.39	0.28	0.10
标准差 (STD)	0.27	0.42	0.34	0.15
最大值	1.31	3.02	2.10	1.12
均值+1STD	0.63	0.81	0.62	0.26
均值-1STD	0.10	-0.04	-0.05	-0.05
最小值	-0.62	-0.48	-0.81	-0.42
均值分布概率	81.0%	81.4%	76.1%	74.0%

资料来源：Wind，中国银河证券研究院，均值分布概率计算公式为：[基差处在极值与均值±1 倍标准差区间的交易日数]/合约总交易日数

## （二）套期保值策略

国债期货套期保值策略是通过在国债期货市场建立与现货头寸相反的交易，对冲利率波动风险的风险管理工具。其本质是风险中性化操作，核心目标是锁定利率成本或收益（而非交易获利）。

策略的实施通常分为以下步骤：确定目标和方向、计算套保比例、建仓与平仓。

**1) 确定套期保值目标与方向。**首先需明确风险敞口类型，有空头套保和多头套保两种。空头套保指持有现券，若预期利率上升，需卖空期货以对冲价格下跌风险，多头套保即未来计划买入现货，预期利率下降，需锁定买入期货合约锁定价格以对冲涨价风险。

**2) 计算套期保值比例。**为匹配期现货利率风险敞口，可以通过久期中性或基点价值对冲法匹配期货合约数量。

$$\text{①久期法：合约数量} = \frac{\text{现券价值} \times \text{现券修正久期}}{\text{期货价值} \times \text{期货修正久期} \times \text{转换因子}}$$

**久期匹配的计算方法相对简单**，通过匹配资产与负债的久期来简化利率风险管理，适用于利率出现平行变动且对冲目标为整体风险敞口的场景。

$$\text{②基点价值（DV01）法：期货合约数量} = \frac{\text{现券DV01}}{\text{期货DV01} \times \text{转换因子}}$$

**基点价值法相比久期法精度更高**，能够直接对冲每基点利率变动带来的价值波动。基点价值法更适用于收益率曲线非平行移动或需逐笔对冲的场景，尤其关注短期利率风险。

需要注意的是，国债期货合约可交割券的票面利率、剩余期限不同，直接交割会导致价格不可比，因此需要通过转换因子来调整。票面利率高于标准券的债券转换因子会大于1，反之则小于1。交割时，买方支付给卖方的金额为：发票价格 = 期货结算价 × 转换因子 + 应计利息。转换因子在此将期货价格转化为特定债券的实际交割价格。

**3) 合约选择与建仓平仓。**优先选择流动性高、剩余期限与现券久期匹配的主力合约。通过比较各可交割券的IRR或基差，结合转换因子确定最廉可交割券（CTD）。若市场波动导致现货与期货价格变动不完全同步（基差风险），需动态调整头寸以优化对冲效果；到期时反向平仓期货头寸，同步完成现货交易。

图3 国债期货套期保值策略实现过程



资料来源：中国银河证券研究院

### （三）套利策略（期现/跨期/跨品种）

国债期货套利策略通过捕捉市场定价偏差与结构机会，形成多元化的收益来源。期现套利聚焦基差波动，跨期套利围绕同一品种不同月份合约的价差变化，跨品种套利则通过久期对冲剥离利率方向性风险。三类策略适用于不同的市场环境、互为补充，期现套利适用于利率平稳期的基差修复，跨期套利受益于移仓换月的流动性博弈，而跨品种套利则在收益率曲线形态变化中发挥优势。接下来将分别介绍这三类策略。

**1. 期现套利。**与期货多头替代策略不同，期现套利是典型的市场中性策略，其目标并非单边押注利率方向，而是通过基差捕捉期货与现券价格的短期偏离，反向操作期货与现券构建对冲组合锁定无风险收益。期限套利策略不依赖利率方向变动，其主要风险来自基差持续偏离或收敛不及预期。



①**正套策略（做多基差）**。当净基差处于历史较低水平（负向偏离），且 IRR 高于资金成本时，适合做多现券+做空期货，此时，期货价格相对现货低估，基差存在回归合理价差可能。

②**反套策略（做空基差）**。若净基差处于历史较高水平（显著高于正常区间），且 IRR 低于资金成本时，即期现套利的年化收益无法覆盖资金成本，可能存在期货价格相对现货高估的情况。此时，反套策略做多期货+做空现券博取基差收窄的机会获利。

表5：国债期货和现货正套策略 vs 反套策略

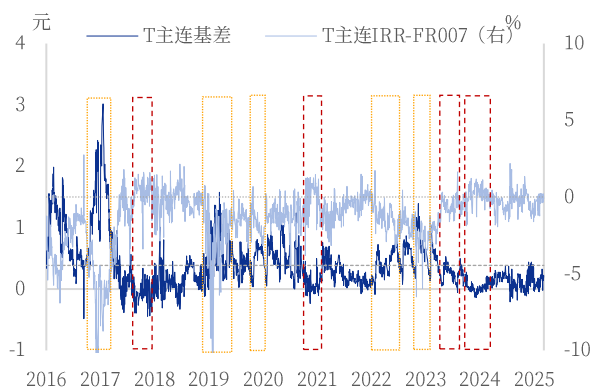
对比维度	正套策略	反套策略
操作方向	买现券（CTD）+卖期货	卖现券（借券）+买期货
核心逻辑	期货贴水→基差收敛获利	期货升水→基差扩大/升水回落获利
适用基差	净基差为负（期货<现券），IRR>资金成本	净基差为正（期货>现券），覆盖借券成本
收益来源	基差收敛+票息-融资成本	基差扩大+期货时间价值衰减
资金占用	全额资金	保证金杠杆
风险	基差走阔、资金成本上升	借券成本高、交割券种风险
适合场景	利率平稳期、交割月临近	利率反转预期、市场波动大
收益稳定性	高（依赖交割机制）	低（依赖市场情绪、流动性）

资料来源：中国银河证券研究院

**我们选取十年期和三十年期国债期货合约来观察正套策略机会。**当净基差负向偏离均值，同时 IRR 高于资金成本时具备正套机会，T 主连合约在 17 年 11 月、20 年 10 月、23 年 12 月等时段满足条件；TL 主连合约在 23 年 10 月期间满足正套条件，后续净基差逐渐修复至历史均值位置。

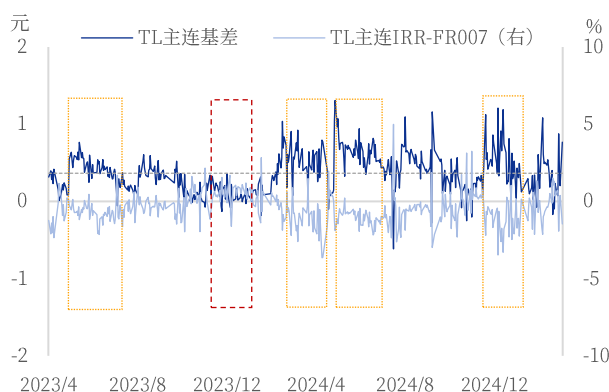
**T 和 TL 合约显示反套机会时间分布上相对正套更为密集，但风险较高。**期货受强流动性影响对利率看多预期、资金面收紧等信号有领先反应，推动基差快速正向扩大、贴水幅度超常规，形成反套机会窗口。但反套策略卖空现券受制于流动性、利率不及预期修复贴水时短期内调整剧烈，因而反套策略承担更强不确定性。

图4 T 主连合约潜在正套、反套策略机会



资料来源：Wind，中国银河证券研究院，红/黄色分别代表潜在正套/反套机会

图5 TL 主连合约潜在正套、反套策略机会



资料来源：Wind，中国银河证券研究院，红/黄色分别代表潜在正套/反套机会

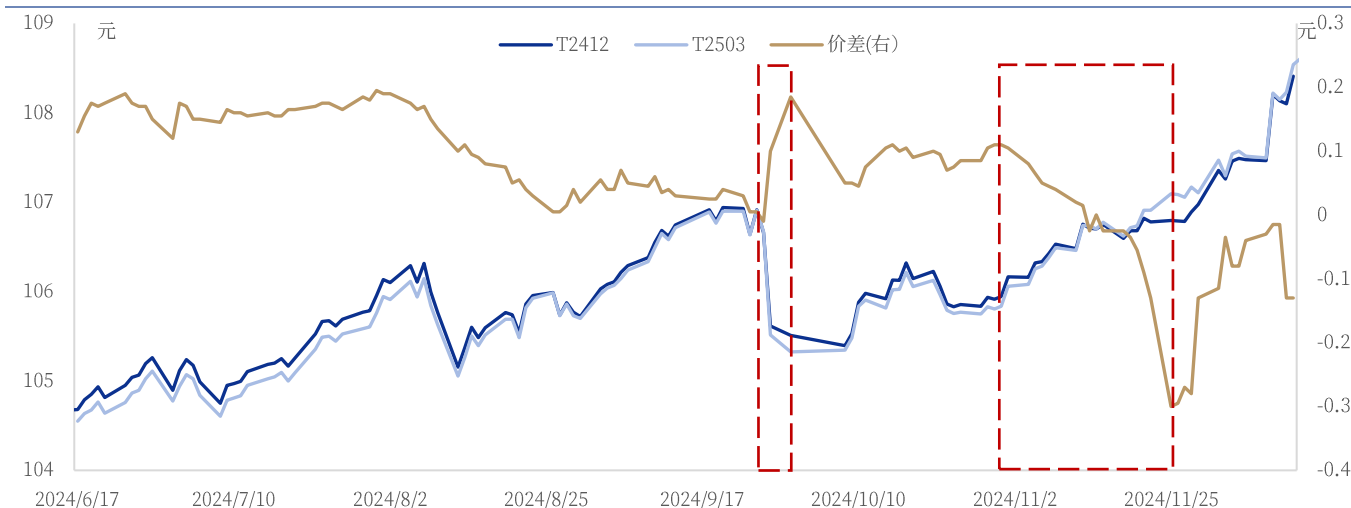
**2. 跨期套利。**通过交易同一国债期货品种不同到期月份合约的价差，捕捉因市场预期、流动性差异或收益率曲线变化导致的价差波动收益。跨期套利分为正向和反向，当远期合约价格被高估导致价差过阔时，正向买入近期合约+卖出远期合约，待价差缩窄后平仓。当远月合约价格被低估导致价差过窄时，反向卖出近期合约+买入远期合约，待价差走阔后平仓。

**以 T2412 和 T2503 合约为例介绍正向套利。**T2412 在 2024 年 3 月上市，T2503 在 2024 年 6 月上市，价差逐步回落，在 2024 年 9 月 26 日由-0.001 元附近快速上调至 9 月 30 日的 0.185 元，在此期间买入 T2412、卖出 T2503 即可套利。



**反向套利的典型案例为移月换仓。**比如 2024 年 11 月以来，临近主力新旧合约交割，市场主力资金从旧合约（T2412）向新合约（T2503）迁移时，会集中卖近买远，可能导致近月合约价格被压制、远月合约价格被推高，T2412-T2503 的差值快速扩大（至-0.3 元）；随着移仓进程推进，市场对新旧合约的定价逐步平衡，或部分资金反向调整持仓，又会推动价差上行修复，出现反向套利机会。

图6 10 年期国债期货结算价格与跨期价差走势



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

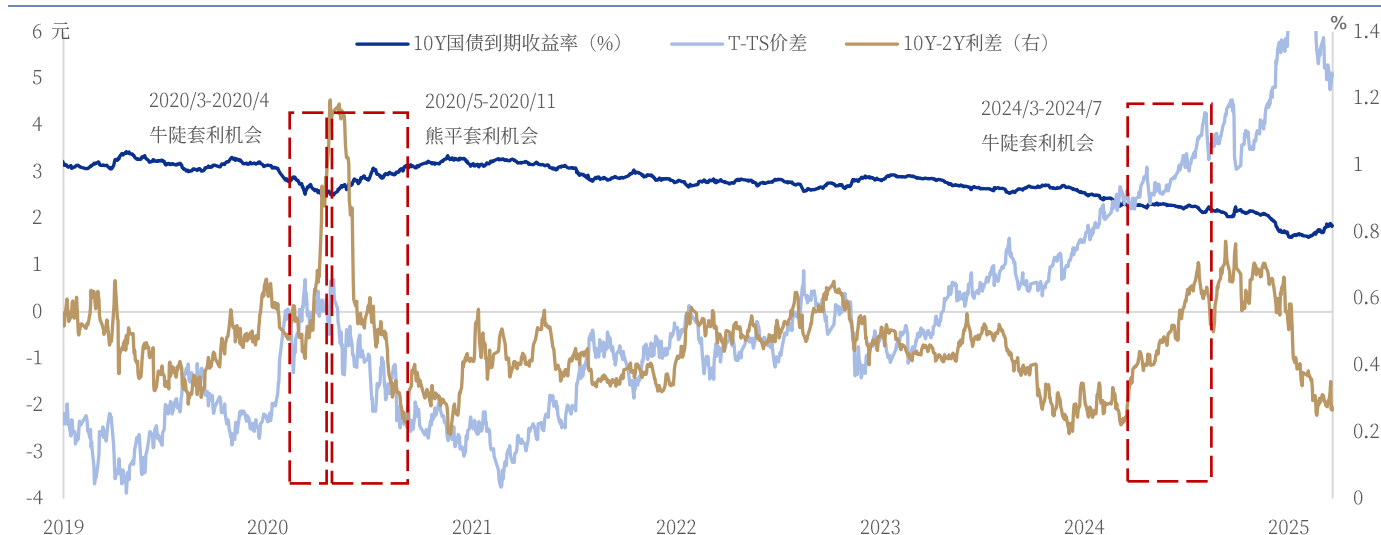
**3. 跨品种套利。**跨品种套利的核心逻辑在于捕捉期限国债期货合约间的收益率差或久期差异，通过配置多空组合对冲利率方向性风险，从而获取相对价值收益。

**1) 收益率曲线套利。**该策略基于对利率期限结构变化的预判，分为陡峭化套利与平坦化套利两种方向。若预期经济基本面向好或流动性收紧，收益率曲线陡峭化（呈现牛陡或熊陡形态），可选择做空短久期合约（如 TS）+做多长久期合约（如 T），短端合约下跌幅度若大于长端，或长端上涨幅度超过短端，均可通过价差扩大获利。若预期收益率曲线平坦化（牛平/熊平），则反向操作，做多短久期、做空长久期。

以 T 和 TS 为例，2019 年以来，比较典型的陡峭化套利机会包括 2020 年 3 月-4 月、2024 年 3 月-7 月等。这一策略机会的显著特征是国债收益率下行，同时 10Y-2Y 期现利差扩大，呈现“牛陡”特征，此时国债期货合约做多 T+做空 TS，能够通过 T-TS 价差变动获利。

一个典型的 T-TS 平坦化套利机会出现在 2020 年 5 月-11 月。此阶段国债收益率上行，10Y-2Y 利差收窄，且，形成“熊平”趋势。此时做空 T+做多 TS 亦能获得品种间价差调整的收益。

图7 10年期国债到期收益率、T-TS 价差与 10Y-2Y 利差走势



资料来源：Wind，中国银河证券研究院，T-TS 价差采用活跃合约收盘价计算

**2) 久期中性套利。**该策略核心是通过构建多空组合，使整体久期趋近于零，剥离利率整体波动的方向性风险，仅捕捉不同期限国债期货品种间的相对价值变动。例如，利用 T+TF（10Y+5Y）、TL+T（30Y+10Y）的久期差异，在组合 CTD 久期对冲的基础上，赚取品种间价差收敛或扩大的收益。久期中性套利策略不依赖利率上行或下行，而是聚焦于品种间定价偏差的修复。

①**选定交易组合。**如选定 T 和 TF 合约，分析历史价差波动规律，判断当前价差是否偏离合理区间。

②**计算头寸比例。**根据久期公式确定多空头寸：
$$\text{头寸比例} = \frac{\text{期货A(CTD)久期} \times \text{期货A(CTD)价格}}{\text{期货B(CTD)久期} \times \text{期货B(CTD)价格}}$$

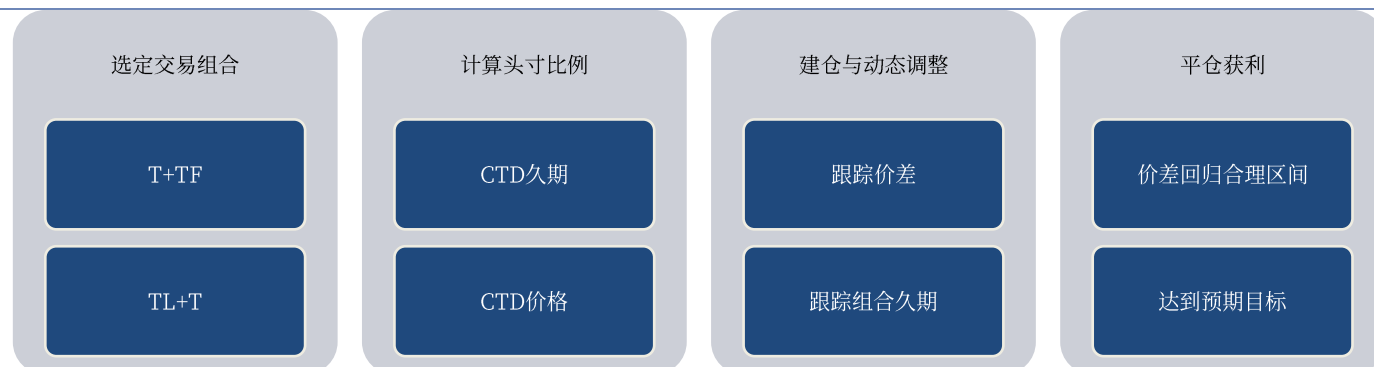
例如，若 T 久期为 6 年，TF 久期为 3 年，做多 1 手 TF 时，需做空 T 的合约手数为  $\frac{3 \times \text{TF 价格}}{6 \times \text{T 价格}}$ ，

以确保组合久期中性。

③**建仓、动态调整。**按计算比例买入低估品种、卖出高估品种。如 T 相对 TF 高估时，做空 T+做多 TF。跟踪组合久期，若因价格波动导致久期偏离中性，及时调整头寸。同时监测价差变化，等待回归信号。

④**平仓获利。**当价差回归合理区间，或达到预期收益目标时，反向平仓多空头寸，锁定利润。

图8 国债期货久期中性跨品种套利策略实现过程



资料来源：中国银河证券研究院

前文展开介绍的几类国债期货策略在固收+权益产品中均得到广泛应用。总结来看，趋势策略通过单边投机放大收益，但需承担高波动风险；套期保值以成本为代价，显著降低组合波动

率；期现套利依托基差收敛实现低风险收益，但受限于现券流动性；跨期套利捕捉价差回归机会，收益中低但稳定性较强；跨品种套利聚焦曲线形态变化，中等收益需精准把握结构偏差。不同策略的风险收益特征与应用场景形成互补，共同构成固收+权益产品的多样化策略工具箱。

表6：各类国债期货策略优劣势及典型收益率特征

策略类型	核心逻辑	优势	劣势	典型收益率特征
趋势策略	单边方向投机	逻辑简单；潜在收益高，杠杆放大效果显著	高波动；依赖择时精准度	高波动，极端收益或亏损
套期保值	对冲利率风险	降低组合波动，锁定利率；可调整对冲比例	基差风险偏差；对冲成本侵蚀收益	低收益/负收益，波动极低
期现套利	基差收敛套利	理论无风险，收益确定性高；适合高频量化	现券流动性限制大；依赖资金成本	低风险低收益，现金流稳定
跨期套利	跨期价差回归	政策窗口等多事件驱动；中低风险敞口	展期损耗；价差回归周期不确定	中低收益，阶段性爆发
跨品种套利	曲线形态套利	期限结构机会灵活；久期中性对冲方向风险	需判断曲线形态、交割规则致偏差	中等收益，依赖曲线变动

资料来源：中国银河证券研究院

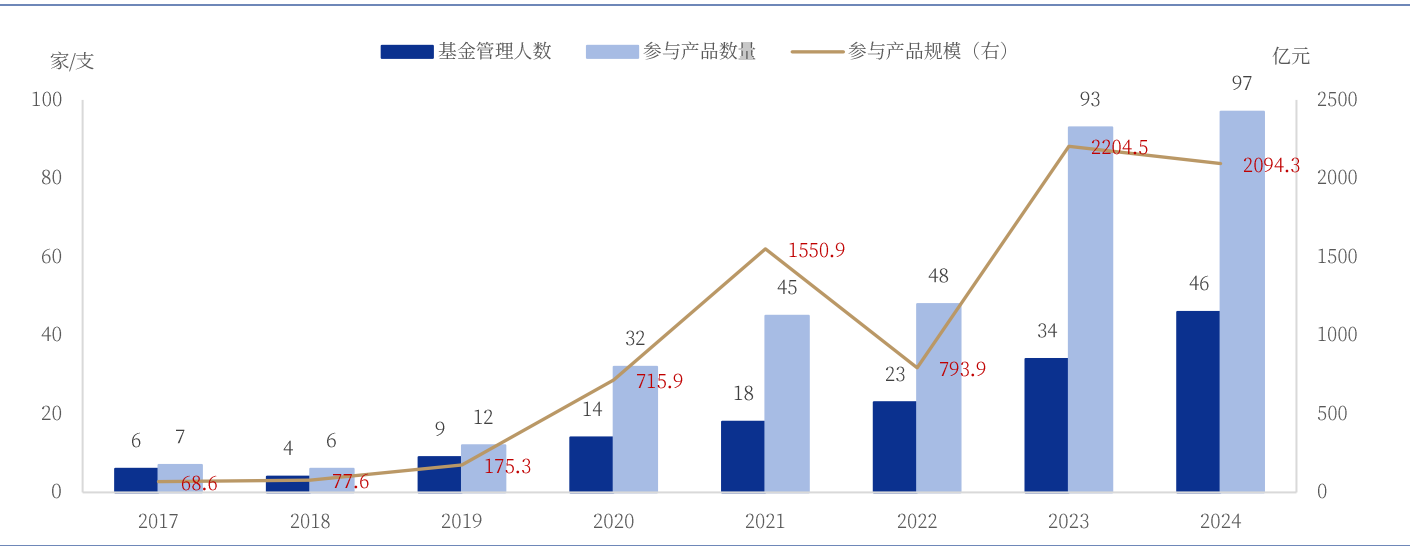
在对策略进行初步介绍后，我们将结合当前公募基金参与国债期货的实际情况，分析持仓结构、策略选择及绩效表现，探讨国债期货在固收+权益产品中的实际效果与价值。

## 二、当前公募基金参与国债期货概况

我国首支国债期货合约于2013年上市,作为利率风险管理与收益增强的核心工具,自2016、2017年起在公募基金中逐步应用。近年来，随着市场环境变化及监管政策完善，公募基金参与国债期货的深度与广度显著提升，形成了多元化的持仓结构与策略选择。**接下来，我们将从参与主体、持仓规模、品种偏好及策略分布等维度，梳理公募基金在国债期货市场的参与情况，为后续分析其策略与绩效表现奠定基础。**

**近年来公募基金参与国债期货市场的活跃度显著提升，截至2024年末共46家机构持仓、参与产品近百支、总规模超2000亿元。**2017年至2024年，公募基金参与国债期货的活跃度与规模显著提升。根据各年四季报数据统计，从2017年末到2024年末，参与国债期货的基金管理人数6家增至46家，产品数量从7支增至97支，产品规模从68.6亿元增至2024年末的2094.3亿元，整体呈现出参与主体数量、产品数量及管理规模多维度增长的趋势。

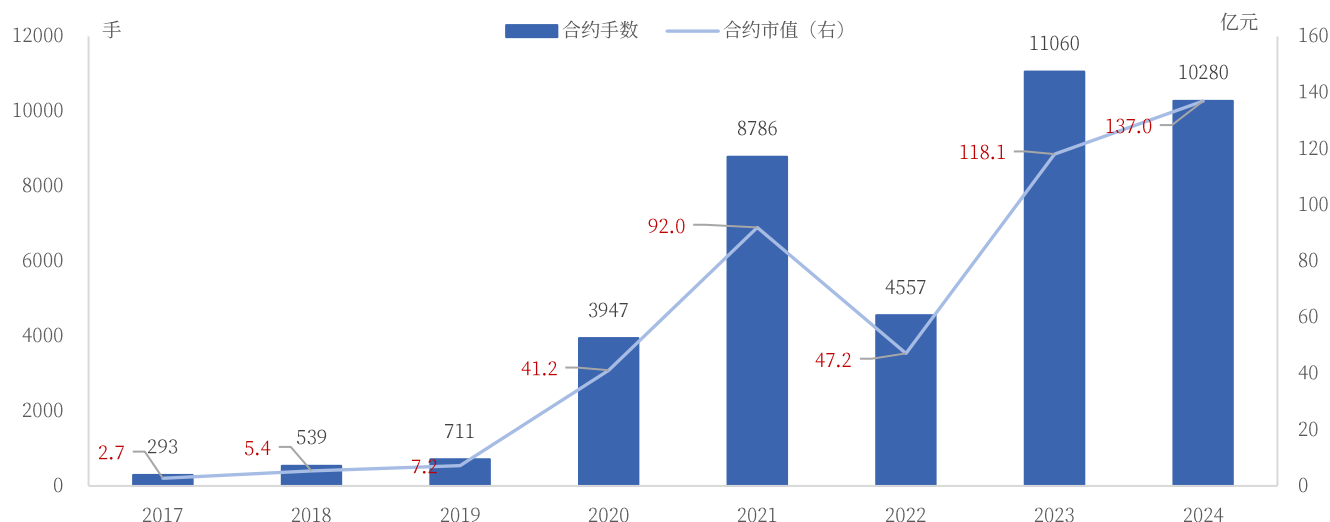
图9 2017年至今参与国债期货的机构及产品情况



资料来源：Wind，中国银河证券研究院，按每年四季报数据统计

规模方面，2017 年至 2024 年末公募基金参与国债期货活跃度快速增长至高位，24 年末同比呈现手数减、市值增特征，持仓量同比降 7.6%至 10280 手，合约市值同比提升 16%至 137 亿元。2017 年以来机构陆续入场，2020 年末持仓规模和数量分别为 41.2 亿、3947 手，同比实现 4-5 倍增长，此后震荡增长至 2023 年规模突破百亿、合约手数超万亿，至 2024 年末数量维持高位、市值继续增长。

图10 2017 年至今公募基金参与国债期货的持仓手数、规模情况



资料来源：Wind，中国银河证券研究院，按每年四季报数据统计，合约手数和市值采用绝对值，后同

公募基金在国债期货市场的参与度有显著马太效应，24Q4 头部基金持有合约市值规模占全市场 1/3，前十公司占市场规模和手数近九成。截至 24 年四季度末，头部公募基金产品参与国债期货的合计持仓市值规模和手数占机构总合分别 34%、29%，46 家机构中前 10 名分别占总规模和手数的 88%、87%，国债期货参与度的头部集中效应显著。

表7：2024 年 Q4 参与国债期货的基金公司 Top10

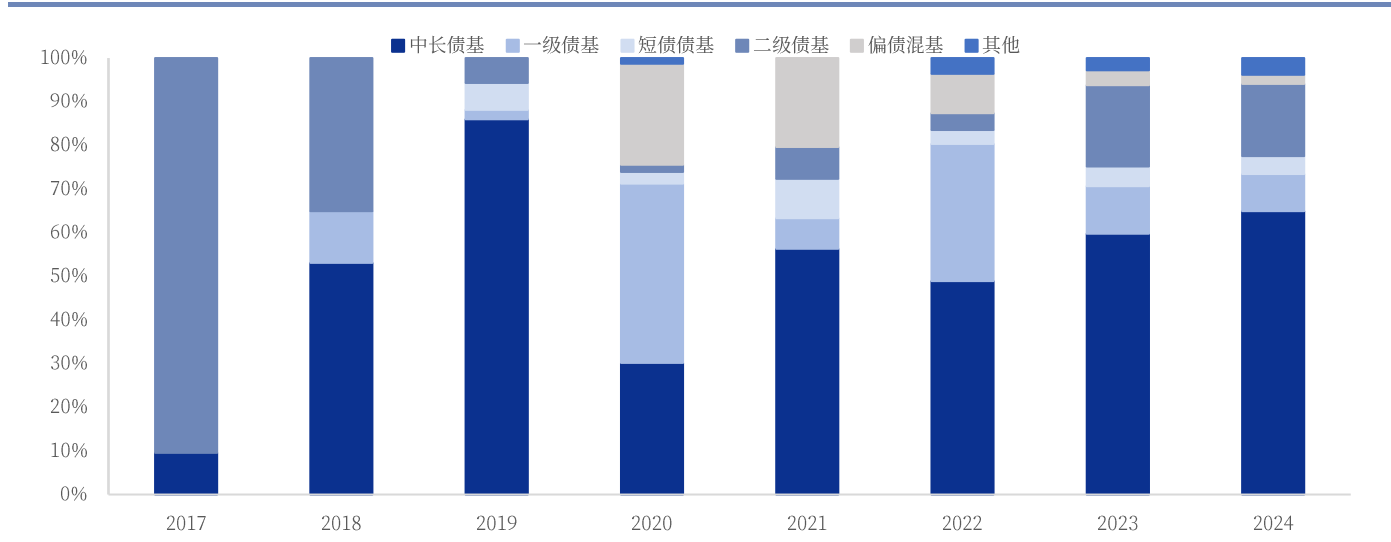
基金公司	参与产品数	参与产品规模（亿元）	持有合约规模（亿元）	持有合约手数
A 基金	4	384.7	46.4	2966
B 基金	7	256.7	15.9	1270
C 基金	8	347.2	14.0	1179
D 基金	3	124.1	12.6	1160
E 基金	2	85.3	6.6	525
F 基金	2	15.7	6.5	420
G 基金	8	259.3	5.2	447
H 基金	1	106.6	5.1	250
I 基金	4	57.1	4.8	400
J 基金	4	83.2	4.0	339

资料来源：Wind，中国银河证券研究院

债基为国债期货主要公募参与者，纯债基金持仓规模占全公募市场 3/4，其中中长债基占比过半，固收+权益基金占比近 2 成。17 年以来，纯债基金逐渐成为国债期货参与主力，其中 2024 年中长债基占比提升至 6 成，或主因中长债基金久期管理、对冲利率风险诉求较强。在固收+权益基金中，二级债基为参与主力（24 年末占比 16.5%），通过持有国债期货或能对冲债券部分的利率风险、平衡权益市场波动影响，实现收益与风险的更优匹配。2020 年末以来，灵活配置、

平衡混基、偏股混基和指数混基等多类型产品陆续参与到国债期货市场中，但市场规模总占比不足 5%。

图11 2017 年至今参与国债期货的公募产品投资分类占比



资料来源：Wind，中国银河证券研究院，采用历年四季报数据；纯债基金包括中长债基、短债基金和一级债基，固收+权益产品包括偏债混基和二级债基，其他分类包括灵活配置、平衡混基、偏股混基和指数混基

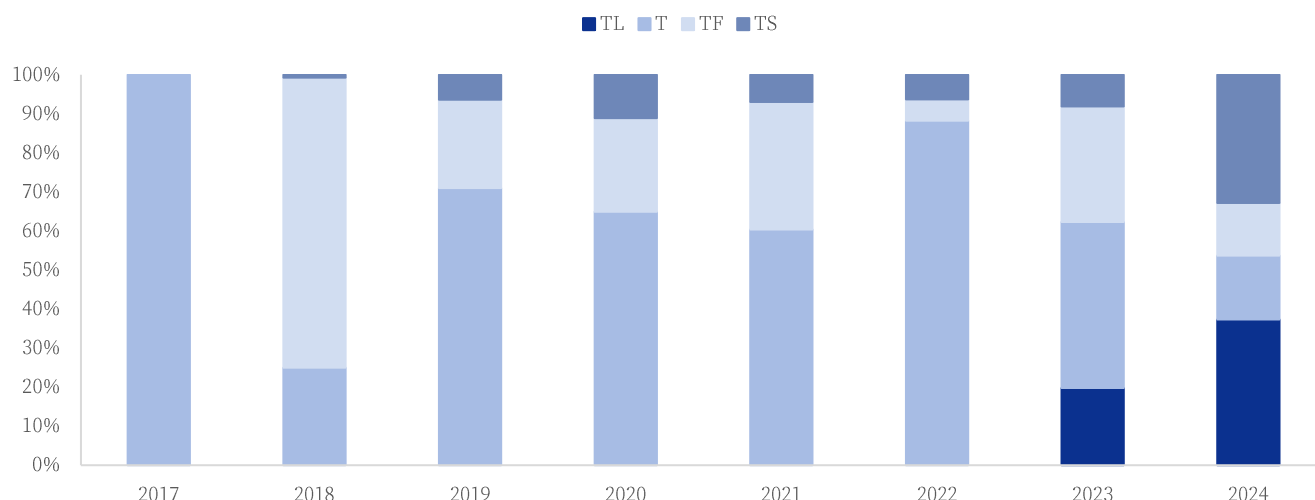
综上所述，公募基金在国债期货市场的参与度持续提升，从规模增长到品种配置，从纯债基金到偏权类产品，国债期货已成为公募机构优化组合风险收益的重要工具。接下来，将进一步分析公募基金在国债期货市场的实际操作偏好及策略效果。

### 三、公募基金参与国债期货持仓分析

本节我们从公募基金的持有国债期货的情况出发，分析公募使用国债期货策略的整体变化趋势，并进一步区分固收+权益与纯债两类债券基金使用裸多、裸空和多空三类国债期货策略的目标，为后文 2024 年按策略和产品类型进行绩效分析做好铺垫。

近年来，国债期货持仓结构策略由子弹型逐步过渡至阶梯型，2024 年末呈现哑铃型，短端+超长端为近期配置重点。TF/T/TS/TL 分别于 2013/2015/2018/2023 年上市，2017 年以来机构陆续参与国债期货市场，直到 2022 年末，均呈现集中配置单一期限的“子弹型”特征，除 18 年重仓 TF 合约外，各年份均主配 10 年期 T 合约。随着 23 年 TL 合约上市，公募逐渐转向阶梯型配置，T/TF/TL/TS 合约分别占 4/3/2/1 成。截至 2024 年末，公募持有国债期货呈现 TL+TS 各占 3 成以上的哑铃型配置，债市低位震荡或促使超长端和短期利率风险管理需求提升。

图12 近年国债期货持仓品种占比



资料来源：Wind，中国银河证券研究院，采用历年四季报数据

公募基金持有国债期货平均仓位在 10%左右，2024 年末中长债基金仓位接近上限 20%。近五年来，公募基金国债期货仓位稳定在 7%-10%，中长债基金多在 10%以上，二级债基金近两年升至 10%。2024 年末，固收+权益基金仓位升至历史高位 10%，短债、一级债基金仓位偏低（分别 2%/5%）。根据《公募基金运作管理办法》第三十条规定，债券型基金需满足债仓不低于 80%的要求，在债市快速走牛环境下，中长债基金国债期货仓位逼近上限。

表8：国债期货持仓规模占各类产品净资产比重（%）

持仓占比	2024	2023	2022	2021	2020	2019	2018	2017
中长债基	19.9	16.7	9.2	19.8	10.9	11.8	7.7	5.1
短债债基	2.2	2.9	2.0	7.5	2.3	6.4	—	—
一级债基	5.2	8.9	8.2	11.3	11.6	3.3	14.2	—
二级债基	10.4	10.6	5.0	5.1	5.7	0.5	10.1	4.0
偏债混基	8.7	2.2	5.2	5.3	8.0	—	—	—
灵活配置	6.0	13.5	7.0	—	3.5	—	—	—
偏股混基	4.8	1.9	—	—	—	—	—	—
指数债基	—	9.9	5.5	—	0.2	—	—	—
纯债基金	11.5	11.8	7.8	15.5	9.9	10.6	8.4	5.1
固收+权益基金	10.2	6.7	5.1	5.2	7.8	0.5	10.1	4.0
平均	10.7	9.4	7.2	10.0	8.0	4.8	8.9	4.1

资料来源：Wind，中国银河证券研究院，采用历年四季报数据；纯债基金包括中长债基、短债基金和一级债基，固收+权益产品包括偏债混基和二级债基，后同

从仓位看，空头仓位平均更高，24 年年末在 7.3%，高于多头 4pp。公募基金运用空头工具管理风险的核心需求更强，长久期产品尤甚。2024 年末，中长债基金空头（14%）高于多头（6%）约 8pp，空头仓位占优或反映中长债基金通过套保策略对冲利率风险需求更强。含权类固收产品组合风险更为复杂，多空差值波动明显，二级债基 24 年末空头（8%）高于多头（3%）约 5pp。

根据《公募基金参与国债期货交易指引》，公募基金买入国债期货合约仓位上限 15%、卖出合约仓位上限 30%，叠加对债基仓位的约束，国债期货套保策略比例相对受限。

表9：国债期货买入合约（多头）规模占各类产品净资产比重（%）

持仓占比	2024	2023	2022	2021	2020	2019	2018
中长债基	6.1	2.3	3.8	2.3	2.9	6.4	1.5
短债债基	0.2	0.2	0.5	1.2	2.1	1.5	—
一级债基	1.9	1.8	2.8	0.0	1.5	0.0	5.4
二级债基	2.9	0.5	4.3	0.0	4.3	0.2	9.6
偏债混基	0.2	0.0	0.0	0.1	0.0	—	—
灵活配置	3.9	13.2	0.0	—	0.0	—	—
偏股混基	4.8	1.9	—	—	—	—	—
指数债基	—	0.0	0.0	—	0.2	—	—
纯债基金	3.4	1.7	3.0	1.7	2.1	5.4	1.9
固收+权益基金	2.5	0.3	1.3	0.1	0.4	0.2	9.6
平均	3.4	1.3	2.5	0.8	1.4	2.5	4.3

资料来源：Wind，中国银河证券研究院

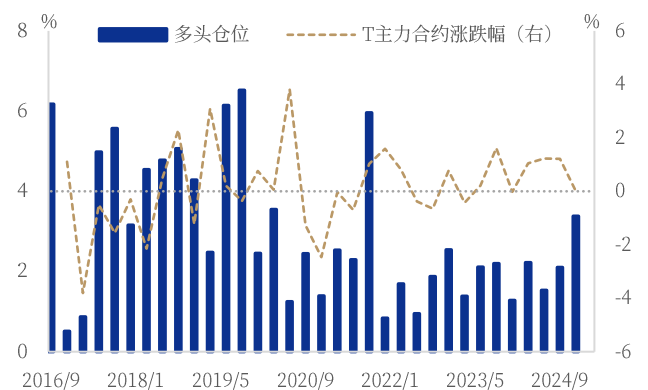
表10：国债期货卖出合约（空头）规模占各类产品净资产比重（%）

持仓占比	2024	2023	2022	2021	2020	2019	2018
中长债基	13.8	14.4	5.4	17.5	8.0	5.4	6.2
短债债基	2.0	2.7	1.5	6.3	0.3	4.8	—
一级债基	3.3	7.1	5.4	11.3	10.1	3.3	8.7
二级债基	7.6	10.1	0.7	5.1	1.4	0.3	0.5
偏债混基	8.6	2.2	5.2	5.2	8.0	—	—
灵活配置	2.1	0.3	7.0	—	3.5	—	—
偏股混基	0.0	0.0	—	—	—	—	—
指数债基	—	9.9	5.5	—	0.0	—	—
纯债基金	8.1	10.1	4.8	13.8	7.8	5.1	6.5
固收+权益基金	7.7	6.4	3.8	5.1	7.4	0.3	0.5
平均	7.3	8.1	4.7	9.2	6.6	2.3	4.6

资料来源：Wind，中国银河证券研究院

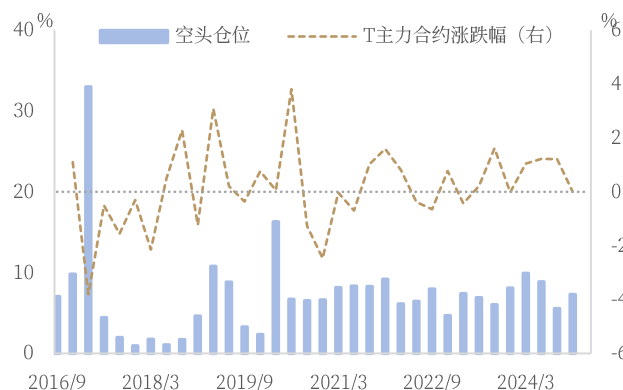
从国债期货多头仓位与 T 主力合约涨跌来看，公募多头增强择时效果良好。相比空头仓位，公募国债期货多头仓位高低与 10 年期国债期货主力合约涨跌幅趋势更为一致，或反映出公募基金产品参与国债期货整体的择时能力较优，能够较好使用国债期货完成收益增强的效果。

图13 公募基金国债期货多头仓位与期货指数涨跌幅



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图14 公募基金国债期货空头仓位与期货涨跌幅



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

公募使用国债期货在牛市环境下有一定收益增强（相关系数超 0.3）、熊市环境下部分风险对冲（-0.27）。我们进一步通过 T 合约主力涨跌幅、10Y 国债到期收益率变动衡量市场环境，数据显示全区间多头与国债期现表现相关系数（0.22）高于空头（0.07），牛市环境下多头仓位与期货、现券表现相关系数分别为 0.31、0.32，或体现公募基金使用国债期货增强收益；现券熊市下空头与现券表现相关系数为-0.27，显示期货空头能部分对冲利率风险效果。

表11：公募多空合约持仓规模与期现货表现相关系数

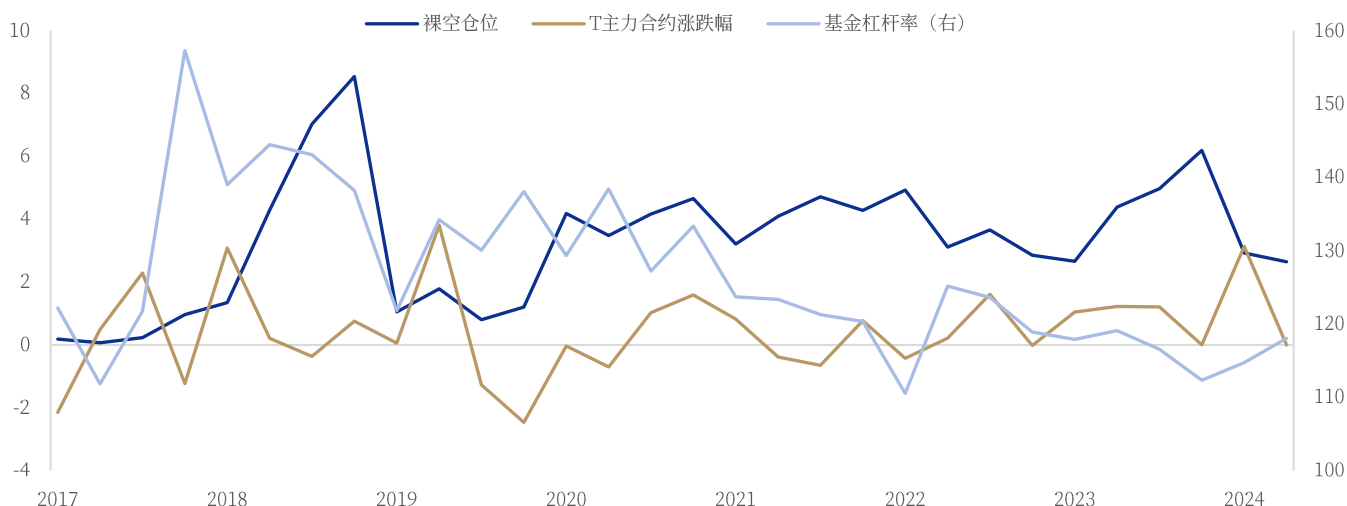
测算区间	合约类型	期货表现	现券表现（BP，负）
全区间	多头	0.22	0.18
全区间	空头	0.07	-0.02
牛市	多头	0.31	0.32
熊市	空头	0.09	-0.27

资料来源：Wind，中国银河证券研究院，测算区间为 2016Q2-2024Q4，期货表现采用 T 合约主力季度涨跌幅、现券表现采用 10Y 国债到期收益率变动负值，牛市/熊市以当季变动方向划分



从持仓看，空头对冲策略效果呈两阶段特征，2021年前高杠杆环境下裸空对冲策略意图显著。我们通过2024年内仅看空国债期货的债基样本来看空头策略的运用，2021年前公募债基整体维持较高杠杆率，当国债期货下跌时，部分产品选择增加裸空仓位对冲利率上行风险，此时杠杆率与裸空仓位呈现一定正向关联；2021年以来债券市场整体走牛，利率降至低位，风险逐步累积。在此环境下，基金杠杆率持续在110%-120%的低位区间波动。即便处于牛市，公募基金仍维持一定裸空头寸，主要用于对冲利率低位可能反转调整的潜在风险，或体现对利率波动风险的前瞻性防控策略。

图15 裸空策略产品公募基金空头仓位、T合约涨跌幅与基金杠杆率（%）



资料来源：Wind，中国银河证券研究院，样本选取2024年四个季度仅卖出国债期货合约、无买入合约的公募固收基金

聚焦到固收类基金，我们能够根据权益仓位将固收产品分为纯债基金和“固收+权益”基金，并进一步根据国债期货持仓划分三类策略进行讨论。

**1. “固收+权益”基金国债期货策略目标。**裸多“固收+权益”基金通过国债期货多头加杠杆，在利率下行或市场上涨时显著放大收益，但需承担高波动风险；裸空“固收+权益”基金以国债期货空头持仓对冲债券资产波动，在利率上行时保留权益敞口，平衡组合风险；多空“固收+权益”基金通过多空组合开展套利，既能对冲利率风险，又能在市场流动性紧张时提供交易出口，兼顾风险控制与灵活操作。

**2. 纯债基金国债期货策略目标。**裸多纯债基金依赖国债期货多头杠杆，在利率下行周期放大现券收益，但利率上行时亏损风险较高；裸空纯债基金通过套期保值对冲利率风险，降低债券组合久期，控制净值回撤；多空纯债基金持有多空合约组合，既能对冲现有持仓利率风险，又能通过精细化套利捕捉利率结构性机会。

表12：固收类产品类型与国债期货策略划分

基金类型	核心策略	策略目标
裸多+固收+权益基金	单向做多国债期货	预期利率下行时加杠杆，增厚固收+权益组合收益
裸空+固收+权益基金	单向做空国债期货	对冲利率上行风险、保护债仓净值，保留权益敞口、平衡股债风险
多空+固收+权益基金	多空组合策略	可进行多种套利，对冲利率风险，降低股债联动性
裸多+纯债基金	单向做多国债期货	预期利率下行时放大债券组合收益
裸空+纯债基金	单向做空国债期货	通过套保对冲利率上行风险以控制回撤，合成久期动态管理
多空+纯债基金	多空组合策略	捕捉结构性机会，做精细化套利，对冲组合利率风险

资料来源：中国银河证券研究院

在区分两类产品使用三类国债期货策略的目标后，我们将对“固收+国债期货”产品在 2024 年的绩效表现进行具体分析。

## 四、“固收+国债期货”基金 2024 年绩效评估

我们选取 2024 年四个季度参与国债期货交易、Q4 管理规模在 1 亿以上、成立 1 年以上的 147 支固收公募基金产品作为全样本，24Q4 权益仓位（股票仓位+0.5\*转债仓位） $\geq 1\%$  的产品划分为“固收+权益”基金，权益仓位 $<1\%$ 的产品划分为纯债基金。若最近四个季度仅有买入国债期货合约持仓的视为国债期货裸多策略、仅有卖出国债期货合约持仓的视为裸空策略、年内先后或同时买卖合约的视为多空策略。基于上述标准划分了六类产品，以产品类型、规模、收益率、最大回撤和夏普比率等维度评估绩效表现，具体结果如表 13。

### （一）国债期货公募债券基金绩效

全样本来看，2024 年参与国债期货的“固收+权益”与纯债基金规模三七开、数量对半开，裸空/多空/裸多策略规模占比接近 7/2/1 成。2024 年持有国债期货的债基产品共 147 支，2024 年四季末总规模 2342.0 亿元。其中 70 支“固收+权益”产品数占总样本约 48%，规模占比约 32%。使用裸空/多空/裸多策略的产品规模占比约 69%/22%/9%、数量占比约 65%/22%/14%。

从 2024 年度绩效来看，国债期货策略的运用帮助债基夏普整体改善 0.6-1.0，其中固收+权益+国债期货策略显著增厚收益（超额 0.9%-1.2%）、多空策略回撤改善 0.3%-1%，但纯债+国债期货收益回撤未见显著增效。持有国债期货的固收+权益产品均相比偏债混基实现了小幅超额收益，其中裸空、裸多、多空策略分别超额 1.2%、1.0%、0.9%。而纯债+国债期货产品收益率在 4.2%-4.3%，最大回撤在-0.6%~-0.8%，收益和回撤均略逊于一级债基平均。年内夏普比率来看，收益稳健性得到显著增强，各类产品均较基准改善 0.6-1.0。

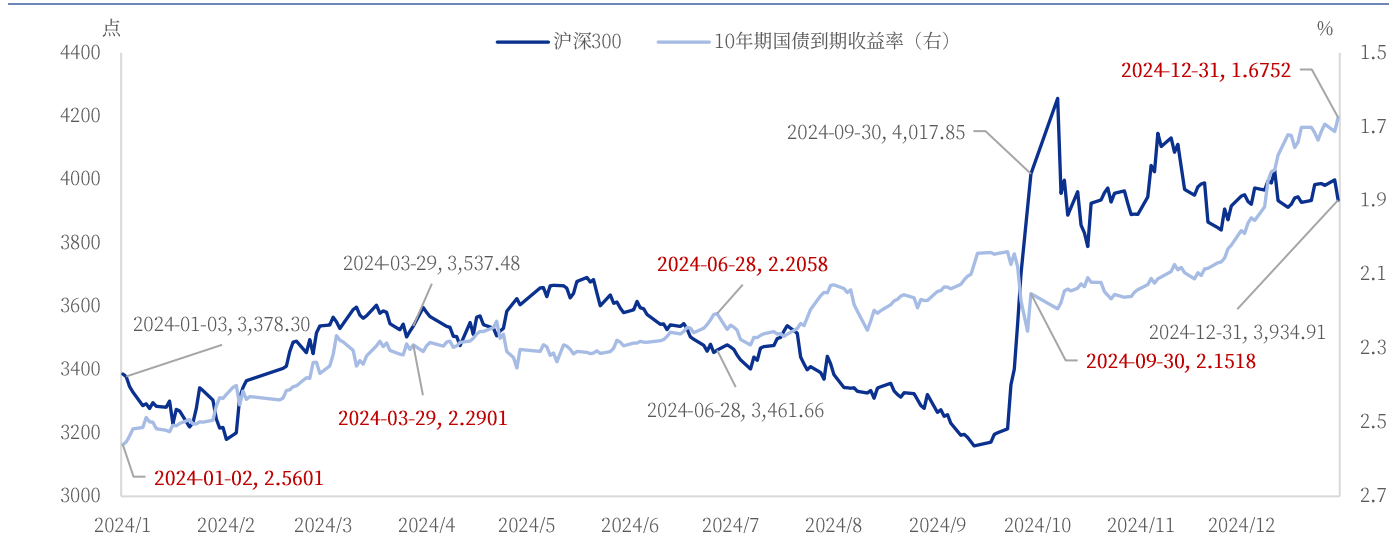
表13：各类“固收+国债期货”策略公募基金 2024 年情况一览

策略类型	持仓种类	产品个数	资产规模（亿）	平均规模（亿）	当年回报（%）	当年基准回报（%）	年内最大回撤（%）	年内基准回撤（%）	年内夏普比率	年内基准夏普
裸多	固收+	12	97.0	8.1	6.3	5.3	-2.5	-3.5	1.7	0.7
	纯债	8	115.6	14.5	4.3	4.7	-0.6	-0.6	3.2	2.3
裸空	固收+	48	531.5	11.1	6.6	5.3	-3.2	-3.5	1.3	0.7
	纯债	47	1077.8	22.9	4.2	4.7	-0.7	-0.6	3.1	2.3
多空	固收+	10	136.0	13.6	6.3	5.3	-2.6	-3.5	1.6	0.7
	纯债	22	384.0	17.5	4.2	4.7	-0.8	-0.6	3.0	2.3

资料来源：Wind，中国银河证券研究院，样本为 2024 年以来有国债期货持仓的公募固收类产品，固收+权益产品基准采用偏债混基指数，纯债产品基准采用一级债基指数，后同；数据截至 2024 年 12 月 31 日

我们以沪深 300 指数与 10 年期国债到期收益率来回顾 2024 年股债市场环境。一季度股市震荡上行 4.7%，债市波动走牛（-27BP）；二季度股市震荡下跌 2.1%、债市震荡走牛（-8BP）；三季度股市先抑后扬大幅上涨 16.1%，债市震荡上行（-5BP）；四季度股市震荡收跌 2.1%，债市快速走牛（-48BP）。

图16 沪深300指数与10年期国债到期收益率（逆序）走势



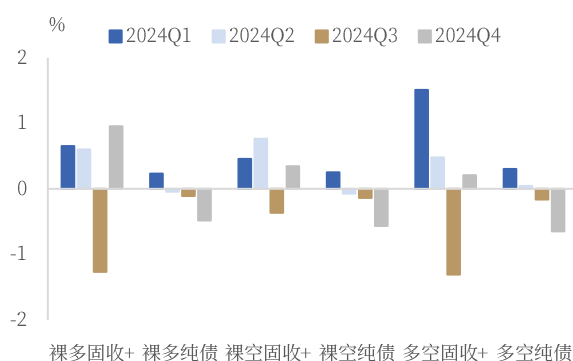
资料来源：Wind，中国银河证券研究院，样本选取2024年四个季度仅卖出国债期货合约、无买入合约的公募固收基金；红色为国债收益率数据

2024 全年来看，持有国债期货的固收+权益产品仅在 2024Q3 权益牛市下收益表现不及二级债基平均，大多数环境下均取得显著超额。而持仓国债期货的纯债产品在一季度债震荡走牛的行市下取得 0.2%-0.3%超额收益，下半年通过持有国债期货合约对最大回撤改善在 0.1pp-0.4pp。

2024 年上半年，债市震荡上行，为债基提供有利环境，国债期货各类策略整体实现超额收益，其中裸多固收+权益产品实现 0.5%-0.6%超额；回撤方面，股市震荡环境下固收+权益产品国债期货空头对冲策略回撤有不同幅度改善（0.2pp-2pp）。纯债产品的国债期货策略效果相对偏弱，裸空与多空策略回撤分别小幅改善 0.1pp-0.2pp。

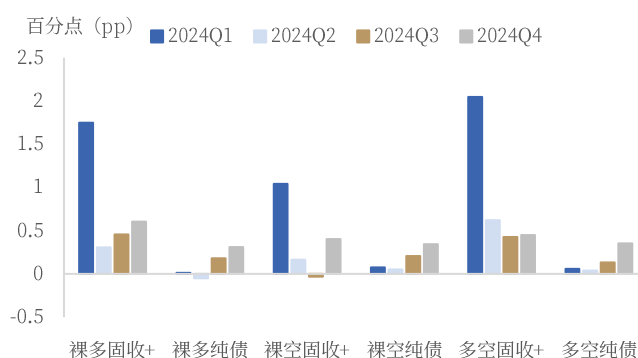
三季度市场波动加剧，股市快速走牛、债市震荡环境下，裸空策略、多空策略的纯债产品回撤分别改善 0.2pp、0.1pp，但裸多策略未贡献正向收益。四季度股熊债牛（类似于二季度），裸多策略的固收+权益基金取得 1.0%超额，债基整体回撤改善效果也达到 0.3%-0.6%。

图17 不同国债期货策略债基季度平均超额收益



资料来源：Wind，中国银河证券研究院，固收+代表固收+权益策略产品

图18 不同国债期货策略债基季度回撤相对基准的改善



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

若以当季持仓变动与主力合约涨跌幅来统计胜率，国债期货牛市环境下高胜率产品裸多策略为主、纯债产品规模占比超六成，超长期和长期合约超六成。2024 年 4 个季度内十年期国债期货主力合约均收涨，据我们统计共有 23 只现存规模过亿的固收基金加减国债期货合约的胜率为 100%。高胜率产品平均收益率为 5.4%（高于一级债基和二级债基平均），其中纯债产品共 10 支，规模占比约 64%。2024 年高胜率产品持仓种类上，以超长和长期现合约为主，TL/TF/T/TS 占比分别 40%/23%/36%/2%。

表14：最近 4 个季度国债期货加减仓胜率 100%的固收类基金产品

产品 代号	投资分类 (二级)	资产 规模 (亿)	策略 类型	产品 类型	年度回报 (%)	最大回 撤(%)	夏普 比率	持仓种类	24Q4	24Q3	24Q2	24Q1
A	中长债基	43.7	多空	纯债	5.4	-0.8	3.5	TL+TF	看多		看多	看多
B	中长债基	34.5	裸多	纯债	6.0	-1.7	2.1	TL	看多			
C	一级债基	29.6	裸多	固收+	6.2	-0.7	3.0	TL+T+TF	看多		看多	
D	短债基金	24.8	裸多	纯债	3.2	-0.7	2.0	TL+T+TF	看多			看多
E	中长债基	21.4	多空	纯债	3.2	-1.3	1.6	TL+T+TF		看多		看多
F	中长债基	21.3	裸多	纯债	5.4	-0.3	3.3	TL				看多
G	二级债基	18.5	裸多	固收+	6.9	-3.5	1.2	TL+T	看多	看多		
H	短债基金	11.8	裸多	纯债	3.2	-0.5	2.7	TS		看多		
I	二级债基	11.1	裸多	固收+	8.0	-1.3	1.9	TS				看多
J	中长债基	10.7	裸多	纯债	6.0	-0.8	3.9	TL+T+TF	看多	看多	看多	看多
K	一级债基	9.8	裸多	固收+	4.2	-1.6	1.2	TL+T	看多	看多	看多	看多
L	二级债基	5.9	裸多	固收+	6.7	-0.6	2.5	TL+T+TF+TS		看多	看多	
M	短债基金	5.6	裸多	纯债	3.8	-0.4	3.0	T				看多
N	一级债基	5.3	裸多	固收+	4.2	-2.6	0.9	TL				看多
O	中长债基	4.6	裸多	纯债	3.3	-0.2	3.6	TL			看多	
P	一级债基	4.6	多空	固收+	4.5	-1.3	1.6	TL+T+TF		看多		看多
Q	二级债基	4.5	裸多	固收+	10.1	-0.9	3.5	TL	看多			
R	偏债混基	4.1	裸多	固收+	6.3	-4.9	1.0	TF	看多			
S	偏债混基	3.0	裸多	固收+	5.5	-1.9	1.5	TL+TF		看多		
T	中长债基	2.2	裸多	纯债	3.5	-0.3	4.7	TS		看多		
U	二级债基	2.2	裸多	固收+	7.8	-1.1	2.6	TL+T+TF	看多	看多	看多	看多
V	一级债基	1.5	裸多	固收+	5.5	-8.6	0.5	TL				看多
W	二级债基	1.4	裸多	固收+	4.4	-2.3	0.8	TL+T+TF	看多		看多	看多
10 年期国债期货合约季度涨跌幅 (%)									3.1	0.0	1.2	1.2

资料来源：Wind，中国银河证券研究院，数据截至 2024 年 12 月 31 日；胜率计算方法为当季 T 主力合约收涨时，多空合约市值总规模>0 则计胜出 1 次；当 T 主力合约收跌时反之

(二) 固收+权益基金国债期货策略绩效

基于第三章文末的策略划分，我们分别统计了使用裸多/裸空/多空的固收+权益/纯债共六类产品的绩效表现，包括 2024 年及各季度收益率、最大回撤、夏普比率的胜率。胜率的方法为跑赢基准（固收+权益基金基准为二级债基，纯债基金基准为一级债基）的产品数量与对应类别产品总数，以观察前文中阐述六类策略在 2024 年股债双牛环境下对应的实现效果。

**相比二级债基平均，固收+权益基金三类国债期货策略表现分化，全年裸多策略目标实现效果更佳。**1) 裸多策略的固收+权益基金 2024 年超额收益 1.4%、回撤和夏普均改善，半数产品收益回撤均跑赢基准，股市震荡环境下策略效果更突出。2) 裸空策略的收益率、夏普比率分别 1.7%、0.5 的超额，且胜率超 8 成，但对回撤改善仅体现在债市单边走牛环境。3) 多空策略的收益和风险收益比分别超额 1.4%/0.8，最大回撤持平基准，各指标胜率在 6-8 成以上。

1. 国债期货裸多策略的固收+权益基金

2024 年使用国债期货多头策略的固收+权益基金相对二级债基的整体超额收益为 1.4%、回撤小幅改善，夏普高出 1.1，其中半数产品收益和回撤均跑赢基准。我们统计的 12 支使用国债期货裸多策略的固收+权益基金 2024 年平均收益率为 6.3%（超额 1.4%）、平均最大回撤为 -2.5%（基准-2.6%），平均夏普为 1.7（基准 0.8），收益、回撤及夏普比率跑赢二级债基整体的胜率分别为 75%、67%和 92%。

表15：国债期货裸多策略的固收+权益基金 2024 年绩效

产品代码	基金规模（亿）	投资分类	年度回报(%)	年内最大回撤(%)	夏普比率
A	29.6	一级债基	6.2	-0.7	3.0
B	18.5	二级债基	6.9	-3.5	1.2
C	11.1	二级债基	8.0	-1.3	1.9
D	9.8	一级债基	4.2	-1.6	1.2
E	5.9	二级债基	6.7	-0.6	2.5
F	5.3	一级债基	4.2	-2.6	0.9
G	4.5	二级债基	10.1	-0.9	3.5
H	4.1	偏债混基	6.3	-4.9	1.0
I	3.0	偏债混基	5.5	-1.9	1.5
J	2.2	二级债基	7.8	-1.1	2.6
K	1.5	一级债基	5.5	-8.6	0.5
L	1.4	二级债基	4.4	-2.3	0.8
均值			6.3	-2.5	1.7
基准（二级债基）			4.9	-2.6	0.8
胜率			75%	67%	92%

资料来源：Wind，中国银河证券研究院

分季度来看，裸多固收+权益基金在 2024Q3 权益牛市环境下仅三成产品跑赢二级债基平均，在股市震荡环境下超额收益率在 0.4%-0.7%，胜率在 65-75%。裸多固收+权益基金相比二级债基最近 4 个季度收益平均胜率为 63%，主要受股市快速走牛的三季度拖累。而在权益市场震荡（Q1、Q2、Q4）的情况下，裸多固收+权益基金产品胜率在 65%以上，更易跑赢基准。根据我们统计，三季度裸多固收+权益基金的权益仓位中位数在 19.1%，低于“固收+”基金的 20.8%，国债期货策略产品权益仓位偏低或对胜率有一定影响。

表16：国债期货裸空策略的固收+权益产品季度收益率、最大回撤及当季胜率（%）

产品代码	基金规模（亿）	投资分类	Q4 回报	Q3 回报	Q2 回报	Q1 回报	Q4 回撤	Q3 回撤	Q2 回撤	Q1 回撤
A	29.6	一级债基	2.9	0.4	1.4	1.4	-0.3	-0.7	-0.4	-0.1
B	18.5	二级债基	2.1	1.3	1.2	2.2	-1.8	-2.2	-1.8	-1.7
C	11.1	二级债基	0.9	2.7	2.6	1.7	-1.3	-1.0	-0.4	-1.1
D	9.8	一级债基	2.9	-0.3	1.0	0.6	-0.5	-1.3	-1.0	-0.6
E	5.9	二级债基	1.2	2.8	1.4	1.1	-0.5	-0.6	-0.2	-0.2
F	5.3	一级债基	3.4	0.4	0.3	0.0	-1.1	-1.6	-2.0	-1.0
G	4.5	二级债基	2.3	2.1	1.8	3.6	-0.9	-0.7	-0.3	-0.5
H	4.1	偏债混基	0.8	1.3	0.8	3.2	-1.9	-3.4	-2.4	-0.8
I	3.0	偏债混基	2.1	1.0	1.4	0.9	-1.2	-1.4	-0.9	-0.6
J	2.2	二级债基	3.5	1.1	1.7	1.4	-1.0	-0.9	-0.7	-0.6
K	1.5	一级债基	3.7	0.6	1.7	-0.5	-4.1	-6.8	-3.5	-3.4
L	1.4	二级债基	0.8	2.3	0.6	0.6	-1.4	-1.5	-1.1	-1.9
均值			2.2	1.3	1.3	1.3	-1.3	-1.8	-1.2	-1.0
基准（二级债基）			1.7	1.6	0.9	0.6	-1.6	-1.8	-1.2	-2.4
沪深 300			-2.1	16.1	-2.1	3.1	-11.0	-10.7	-6.4	-6.1
胜率			67%	33%	75%	75%	75%	75%	67%	92%

资料来源：Wind，中国银河证券研究院

2. 国债期货裸空策略的固收+权益基金

综合来看，持有纯空头国债期货的固收+权益产品 2024 年收益、风险收益比相对二级债基分别有 1.7%、0.5 的超额，且胜率超 8 成，但裸空策略对最大回撤改善有限，或因权益市场波动对回撤影响更大。48 支裸空固收+权益基金平均收益率/最大回撤/夏普比率分别录得 6.6%/-3.2%/1.3，相对二级债基的胜率在 85%/38%/83%，收益率和收益风险表现更优，而回撤未见明显改善，或因固收+权益基金的权益仓位在 20%中枢附近，产品回撤主要跟随股市波动。

表17：国债期货裸空策略的固收+权益基金 2024 年绩效

序号	规模 (亿)	投资分类	年度回 报(%)	年内最大回 撤(%)	夏普比 率	序号	规模 (亿)	投资分类	年度回 报(%)	年内最大回 撤(%)	夏普比 率
1	68.8	灵活配置	9.8	-7.2	1.0	26	3.7	二级债基	5.8	-0.8	2.6
2	47.0	二级债基	7.8	-4.1	1.1	27	3.4	偏债混合	5.2	-3.2	1.1
3	42.4	偏债混合	11.0	-9.3	0.9	28	3.4	偏债混合	6.5	-2.9	1.0
4	39.9	偏债混合	6.8	-3.8	1.0	29	3.3	偏债混合	4.3	-3.1	0.8
5	36.4	二级债基	8.8	-4.7	1.3	30	3.3	偏债混合	2.4	-1.2	0.5
6	27.3	二级债基	7.5	-3.2	1.3	31	3.3	二级债基	5.9	-4.0	0.8
7	24.2	二级债基	4.3	-1.0	1.4	32	3.3	偏债混合	9.5	-5.9	1.0
8	20.4	偏债混合	11.0	-3.0	2.2	33	3.1	偏债混合	6.4	-3.0	1.0
9	19.0	二级债基	7.3	-3.8	1.0	34	3.0	二级债基	3.0	-4.6	0.4
10	18.4	一级债基	7.2	-8.9	0.7	35	2.4	一级债基	5.6	-1.9	1.7
11	15.5	二级债基	4.1	-3.6	0.6	36	2.1	偏债混合	6.9	-1.6	1.6
12	13.4	二级债基	6.2	-2.8	1.0	37	2.1	偏债混合	7.9	-4.0	1.1
13	13.1	二级债基	5.9	-2.9	0.9	38	1.9	二级债基	5.9	-1.5	1.6
14	12.7	灵活配置	9.4	-4.2	1.4	39	1.7	偏债混合	8.9	-6.6	1.0
15	11.9	一级债基	5.7	-0.5	4.0	40	1.7	二级债基	5.3	-1.1	1.6
16	11.5	一级债基	5.3	-1.7	1.6	41	1.6	偏债混合	6.6	-1.3	2.1
17	10.3	偏债混合	5.4	-5.3	0.6	42	1.6	偏债混合	7.7	-2.5	1.5
18	8.4	一级债基	6.1	-0.8	3.0	43	1.5	偏债混合	6.4	-3.0	1.0
19	7.6	偏债混合	6.5	-1.7	1.5	44	1.3	偏债混合	5.4	-2.2	1.2
20	7.0	偏债混合	8.0	-0.8	3.5	45	1.3	灵活配置	6.2	-0.5	3.4
21	5.6	偏债混合	6.7	-2.8	1.1	46	1.2	偏债混合	10.3	-7.2	1.0
22	5.3	二级债基	6.9	-3.1	1.0	47	1.2	一级债基	2.6	-2.3	0.5
23	4.9	偏债混合	6.4	-2.8	1.0	48	1.2	偏债混合	6.6	-2.9	1.0
24	4.2	偏债混合	6.6	-3.0	1.0	均值			6.6	-3.2	1.3
25	3.8	灵活配置	4.1	-1.1	1.3	基准（二级债基）			4.9	-2.6	0.8
胜率									85%	38%	83%

资料来源：Wind，中国银河证券研究院

分季度来看，裸空策略在固收+权益产品中的回撤改善效果偏弱，债牛环境下有正向控制回撤效果。债牛环境下（Q1、Q4）回撤改善胜率在 60%以上，债市震荡环境下（Q2、Q3）分别有 0.6%超额，但回撤表现不及二级债基，最大回撤分别较基准高出 0.2pp、0.5pp。



表18：国债期货多空策略固收+权益基金季度收益率、最大回撤及当季胜率（%）

产品代码	基金规模 (亿)	投资分类	Q4回报	Q3回报	Q2回报	Q1回报	Q4回撤	Q3回撤	Q2回撤	Q1回撤	产品代码	基金规模 (亿)	投资分类	Q4回报	Q3回报	Q2回报	Q1回报	Q4回撤	Q3回撤	Q2回撤	Q1回撤
1	68.8	灵活配置	1.5	2.7	2.2	3.0	-2.7	-6.1	-2.1	-1.2	25	3.8	灵活配置	1.1	-0.3	0.7	2.6	-0.5	-1.1	-0.6	-0.7
2	47.0	二级债基	1.4	2.2	2.0	2.0	-2.3	-3.0	-1.5	-3.1	26	3.7	二级债基	1.7	0.7	2.0	1.2	-0.7	-0.5	-0.2	-0.3
3	42.4	偏债混基	1.0	3.6	4.3	1.7	-3.0	-7.4	-3.1	-2.4	27	3.4	偏债混基	2.2	1.2	0.6	1.0	-2.1	-2.1	-1.6	-1.3
4	39.9	偏债混基	1.3	3.3	-0.1	2.2	-2.6	-2.5	-1.5	-1.6	28	3.4	偏债混基	2.0	4.0	0.7	-0.4	-1.0	-1.8	-1.8	-2.5
5	36.4	二级债基	-0.4	1.9	2.3	4.9	-1.9	-4.1	-1.8	-1.6	29	3.3	偏债混基	0.6	1.3	1.4	1.0	-1.3	-2.1	-1.4	-2.6
6	27.3	二级债基	0.3	3.0	1.9	2.2	-1.5	-2.2	-1.6	-1.4	30	3.3	偏债混基	0.6	0.7	0.6	0.6	-0.8	-0.8	-0.6	-1.2
7	24.2	二级债基	0.6	0.8	1.2	1.5	-1.0	-0.8	-0.3	-0.5	31	3.3	二级债基	0.3	4.8	0.4	0.3	-2.0	-1.4	-2.2	-3.6
8	20.4	偏债混基	4.0	1.9	1.8	2.9	-1.8	-2.5	-1.3	-0.8	32	3.3	偏债混基	-0.6	3.7	2.4	3.8	-3.1	-4.6	-2.3	-2.0
9	19.0	二级债基	0.8	3.1	1.9	1.3	-2.6	-3.2	-1.3	-2.8	33	3.1	偏债混基	2.0	4.1	0.5	-0.3	-1.0	-1.8	-1.9	-2.4
10	18.4	一级债基	4.5	1.0	1.6	0.0	-4.0	-7.0	-3.5	-3.5	34	3.0	二级债基	1.8	-1.2	1.4	1.0	-0.3	-3.3	-1.6	-1.4
11	15.5	二级债基	1.3	2.4	0.6	-0.3	-1.4	-1.6	-1.8	-3.6	35	2.4	一级债基	2.8	-0.2	2.0	0.9	-0.9	-1.5	-0.9	-0.8
12	13.4	二级债基	2.2	3.8	0.2	-0.1	-1.0	-1.6	-2.0	-2.5	36	2.1	偏债混基	1.4	3.4	1.5	0.5	-1.6	-0.6	-0.7	-0.9
13	13.1	二级债基	1.3	3.9	0.6	0.1	-1.2	-1.9	-1.7	-2.1	37	2.1	偏债混基	4.4	2.6	2.4	-1.6	-2.0	-3.9	-1.3	-3.9
14	12.7	灵活配置	3.6	2.2	1.6	1.6	-2.7	-3.3	-1.9	-1.3	38	1.9	二级债基	1.2	1.6	1.7	1.4	-1.5	-0.9	-0.3	-0.2
15	11.9	一级债基	1.8	0.8	1.2	1.8	-0.2	-0.3	-0.5	-0.2	39	1.7	偏债混基	0.3	3.1	3.7	1.6	-2.3	-5.2	-2.2	-1.8
16	11.5	一级债基	2.9	0.0	1.6	0.8	-0.7	-1.6	-0.7	-0.8	40	1.7	二级债基	1.0	1.0	2.0	1.2	-1.1	-0.9	-0.4	-0.5
17	10.3	偏债混基	-0.6	0.4	1.9	3.6	-3.7	-4.3	-1.5	-3.8	41	1.6	偏债混基	2.0	0.5	1.3	2.6	-1.3	-0.8	-0.3	-0.8
18	8.4	一级债基	2.3	0.6	1.3	1.8	-0.4	-0.8	-0.4	-0.2	42	1.6	偏债混基	4.1	2.2	1.8	-0.6	-1.4	-2.5	-0.9	-2.4
19	7.6	偏债混基	1.1	3.4	1.2	0.6	-1.7	-0.6	-0.8	-0.8	43	1.5	偏债混基	1.8	4.0	0.8	-0.3	-1.0	-1.9	-1.7	-2.7
20	7.0	偏债混基	1.3	0.7	1.9	4.0	-0.5	-0.5	-0.1	-0.3	44	1.3	偏债混基	0.4	1.4	2.3	1.2	-1.3	-1.6	-0.9	-1.4
21	5.6	偏债混基	2.2	4.1	0.7	-0.4	-1.0	-1.7	-1.8	-2.6	45	1.3	灵活配置	2.7	1.8	1.5	0.1	-0.5	-0.4	-0.3	-0.4
22	5.3	二级债基	1.2	4.5	0.6	0.5	-1.7	-1.5	-2.3	-2.7	46	1.2	偏债混基	-0.1	4.1	4.4	1.6	-2.6	-6.0	-2.3	-2.1
23	4.9	偏债混基	1.9	4.1	0.6	-0.3	-1.0	-1.7	-1.8	-2.6	47	1.2	一级债基	1.8	-1.3	1.0	1.1	-0.9	-1.9	-0.8	-0.7
24	4.2	偏债混基	2.1	4.1	0.5	-0.3	-1.0	-1.8	-1.9	-2.3	48	1.2	偏债混基	1.9	4.1	0.8	-0.4	-1.0	-1.7	-1.6	-2.7
均值			1.6	2.2	1.5	1.1	-1.5	-2.3	-1.4	-1.8	中证全债			3.1	1.2	1.9	2.3	-0.3	-0.9	-0.6	-0.4
基准（二级债基）			1.7	1.6	0.9	0.6	-1.6	-1.8	-1.2	-2.4	胜率			47%	60%	66%	60%	64%	51%	38%	62%

资料来源：Wind，中国银河证券研究院

3. 国债期货多空策略的固收+权益基金

2024 年全年来看，国债期货多空策略的固收+权益基金收益和风险收益比优于二级债基整体分别超额 1.4%/0.8，最大回撤持平基准，三类指标胜率在 6-8 成。10 支产品 2024 年度回报平均为 6.3%（超额 1.4%），最大回撤持平于基准的-2.6%，夏普比率平均录得 1.6（基准 0.8），三类指标跑赢二级债基的胜率分别 60%、70%、80%，且半数产品（5 支）三指标均优于基准。

表19：国债期货多空策略的固收+权益基金 2024 年绩效

产品代码	基金规模（亿）	投资分类	年度回报（%）	年内最大回撤（%）	夏普比率
A	53.9	二级债基	3.6	-4.7	0.5
B	22.8	一级债基	5.8	-1.7	1.7
C	21.8	二级债基	5.7	-4.2	0.8
D	10.0	偏债混基	13.9	-2.0	3.4
E	8.1	二级债基	8.7	-1.7	2.4
F	7.1	二级债基	7.5	-2.0	1.9
G	5.2	一级债基	4.0	-1.3	1.6
H	4.6	一级债基	4.5	-1.3	1.6
I	1.5	偏债混基	2.4	-5.7	0.3
J	1.1	二级债基	6.7	-1.2	2.0
均值			6.3	-2.6	1.6
基准（二级债基）			4.9	-2.6	0.8
胜率			60%	70%	80%

资料来源：Wind，中国银河证券研究院

分季度来看，以国债期货多空对冲下行风险的固收+权益基金在单边牛市下效果凸显。多空策略的固收+权益产品在股债牛市且窄幅波动环境下（Q1）效果最佳，收益率和回撤改善幅度在1.6pp-1.7pp，且胜率为100%；而市场波动剧烈（Q4）时效果稍弱，未见显著超额收益率且回撤持平基准，胜率在5-6成。

表20：国债期货多空策略的固收+权益基金季度收益率、最大回撤及当季胜率（%）

产品代码	基金规模（亿）	投资分类	Q4 回报	Q3 回报	Q2 回报	Q1 回报	Q4 回撤	Q3 回撤	Q2 回撤	Q1 回撤
A	53.9	二级债基	-0.7	1.7	0.2	2.4	-1.7	-3.8	-1.8	-1.3
B	22.8	一级债基	2.6	0.4	1.5	1.1	-1.1	-1.4	-0.9	-0.5
C	21.8	二级债基	-0.4	2.2	2.6	1.2	-1.6	-3.6	-1.2	-1.2
D	10.0	偏债混基	2.2	3.3	2.6	5.1	-2.0	-0.8	-0.3	-0.9
E	8.1	二级债基	1.1	0.6	1.3	5.5	-1.7	-1.4	-0.5	-0.3
F	7.1	二级债基	2.6	1.7	0.8	2.3	-1.5	-1.6	-0.7	-0.4
G	5.2	一级债基	2.0	-0.5	1.0	1.4	-0.3	-0.9	-0.3	0.0
H	4.6	一级债基	2.7	-0.3	1.1	1.0	-0.9	-1.2	-0.2	-0.3
I	1.5	偏债混基	-0.1	1.9	-0.8	1.3	-3.3	-3.5	-2.8	-1.3
J	1.1	二级债基	2.7	1.6	1.6	0.7	-0.8	-0.5	-0.5	-1.2
均值			1.5	1.3	1.2	2.2	-1.5	-1.9	-0.9	-0.7
基准（二级债基）			1.7	1.6	0.9	0.6	-1.6	-1.8	-1.2	-2.4
沪深300			-2.1	16.1	-2.1	3.1	-11.0	-10.7	-6.4	-6.1
中证全债			3.1	1.2	1.9	2.3	-0.3	-0.9	-0.6	-0.4
胜率			60%	50%	70%	100%	50%	70%	70%	100%

资料来源：Wind，中国银河证券研究院

### （三）纯债基金国债期货策略绩效

相比一级债基平均，纯债基金使用三类国债期货策略主要在收益稳健性方面有改善，整体实现效果不及固收+权益基金。1) 裸多策略全年未贡献显著超额收益（4.3%/4.7%）且胜率约仅四成，Q1 贡献超额 0.2%；全年回撤控制持平基准（-0.6%）、风险收益表现相对基准更稳健（3.2/2.3）。2) 裸空策略年内回撤未见显著改善（低于基准 0.1pp）且胜率仅 55%，但夏普比率明显改善且胜率超八成。单边行情（Q4、Q1）下裸空策略对冲效果更好。3) 多空策略年内回撤效果改善不佳（-0.8%/-0.6%），风险收益比高于基准（3.0/2.3）。在 Q4 单边债牛行情下效果卓越，回撤较基准收窄 0.3pp 至 -0.2% 且胜率高达 100%。

#### 1. 裸多策略的国债期货固收+权益基金

2024 年数据显示，纯债基金国债期货纯多头策略未贡献显著超额收益（4.3%/4.7%）且胜率约仅四成，回撤控制持平基准（-0.6%）、风险收益表现相对基准更稳健（3.2/2.3）。2024 年持有纯多头国债期货合约的纯债基金约 8 支，其收益率和最大回撤不及一级债基整体，胜率分别 38% 和 63%，年化夏普比率均值为 3.2/基准 2.3 且胜率在 75%。

表21：国债期货裸多策略的纯债基金 2024 年绩效

产品代码	投资分类	资产规模（亿元）	年度回报（%）	年内最大回撤（%）	夏普比率
A	中长债基	34.5	6.0	-1.7	2.1
B	短债基金	24.8	3.2	-0.7	2.0
C	中长债基	21.3	5.4	-0.3	3.3
D	短债基金	11.8	3.2	-0.5	2.7
E	中长债基	10.7	6.0	-0.8	3.9
F	短债基金	5.6	3.8	-0.4	3.0
G	中长债基	4.6	3.3	-0.2	3.6
H	中长债基	2.2	3.5	-0.3	4.7
均值			4.3	-0.6	3.2
基准（一级债基）			4.7	-0.6	2.3
胜率			38%	63%	75%

资料来源：Wind，中国银河证券研究院

分季度来看，超额收益率偏低主要受债市单边走牛的四季度拖累，收益率低于基准 0.5pp。从杠杆率来看，裸多纯债产品 Q4 杠杆率平均在 113%（Q4 纯债基金均值 114%），与体现纯债基金未预判到单边行情而及时加仓，而一季度债牛股熊行情下，国债期货多头策略为纯债基金带来 0.2%超额，收益胜率也高达 75%。

表22：国债期货裸多策略的纯债产品季度收益率、最大回撤及当季胜率（%）

产品代码	投资分类	资产规模	Q4 回报	Q3 回报	Q2 回报	Q1 回报	Q4 回撤	Q3 回撤	Q2 回撤	Q1 回撤
A	中长债基	34.5	2.6	-0.4	1.9	1.8	-0.6	-1.3	-1.1	-0.7
B	短债基金	24.8	1.0	0.0	1.1	1.0	-0.2	-0.4	-0.2	-0.1
C	中长债基	21.3	2.1	0.7	1.2	1.2	-0.2	-0.3	-0.1	-0.1
D	短债基金	11.8	1.2	0.2	0.9	0.9	-0.2	-0.3	-0.2	-0.1
E	中长债基	10.7	2.2	0.4	1.6	1.8	-0.2	-0.6	-0.4	-0.2
F	短债基金	5.6	1.4	0.4	0.9	1.1	-0.2	-0.3	-0.4	-0.2
G	中长债基	4.6	1.1	0.4	0.8	1.0	0.0	-0.2	-0.2	-0.1
H	中长债基	2.2	1.1	0.4	0.9	1.0	-0.1	-0.2	-0.1	-0.1
均值			1.6	0.3	1.2	1.2	-0.2	-0.5	-0.3	-0.2
基准（一级债基）			2.1	0.4	1.2	1.0	-0.5	-0.6	-0.3	-0.2
中证全债			3.1	1.2	1.9	2.3	-0.3	-0.9	-0.6	-0.4
胜率			38%	63%	38%	75%	88%	88%	63%	88%

资料来源：Wind，中国银河证券研究院

2. 国债期货裸空策略的纯债基金

裸空策略的纯债基金 2024 年内回撤未见显著改善（低于基准 0.1pp）且胜率仅 55%，但夏普比率衡量的风险收益表现相对有明显改善（3.1/2.3），胜率超八成。2024 年持有国债期货纯空头合约的纯债基金约 47 支，其收益率和最大回撤均不及一级债基整体，但年化夏普比率均值高达 3.1，较一级债基平均改善 0.8，且胜率录得 81%。

表23：国债期货裸空策略的纯债基金 2024 年绩效

序号	投资分类	资产规模 (亿)	年度回报 (%)	年内最大回撤 (%)	夏普比率	序号	投资分类	资产规模 (亿)	年度回报 (%)	年内最大回撤 (%)	夏普比率
1	短债基金	94.7	3.2	-0.6	2.3	24	一级债基	12.5	4.8	-1.1	2.7
2	短债基金	87.4	3.4	-0.4	3.2	25	中长债基	11.6	6.9	-0.6	3.9
3	短债基金	80.8	3.4	-0.7	2.5	26	中长债基	11.5	4.3	-1.6	1.8
4	短债基金	73.8	3.1	-0.3	3.4	27	中长债基	11.3	4.5	-1.5	1.8
5	中长债基	52.3	5.3	-1.0	3.4	28	一级债基	10.5	3.1	-0.5	2.5
6	一级债基	52.2	3.3	-0.3	3.7	29	一级债基	10.0	5.3	-1.1	2.9
7	中长债基	44.0	5.8	-0.9	3.2	30	短债基金	9.2	3.3	-0.3	4.2
8	一级债基	40.2	4.8	-1.4	2.3	31	中长债基	9.1	5.5	-0.6	3.8
9	一级债基	39.3	4.2	-0.6	3.3	32	一级债基	8.6	7.6	-1.0	3.9
10	一级债基	35.5	5.0	-1.8	1.8	33	中长债基	8.3	3.5	-0.2	4.6
11	中长债基	35.4	5.0	-1.0	3.0	34	短债基金	8.0	3.4	-1.2	1.7
12	短债基金	35.2	3.3	-0.3	3.5	35	短债基金	7.2	2.6	-0.4	2.6
13	一级债基	34.9	4.8	-1.1	2.3	36	中长债基	5.0	4.1	-0.3	2.8
14	中长债基	34.7	3.5	-0.9	2.0	37	一级债基	4.9	3.7	-0.4	3.8
15	中长债基	26.2	5.0	-1.1	3.0	38	中长债基	4.7	3.3	-0.3	3.7
16	短债基金	25.1	2.9	-0.2	3.8	39	中长债基	3.7	4.8	-0.5	4.2
17	中长债基	22.9	3.3	-0.6	1.7	40	一级债基	3.6	3.0	-0.7	2.1
18	中长债基	20.5	6.1	-0.5	3.3	41	中长债基	3.2	7.7	-0.9	3.6
19	中长债基	20.5	5.6	-0.5	3.1	42	中长债基	3.1	3.7	-0.2	4.7
20	一级债基	19.7	4.9	-0.7	2.8	43	中长债基	2.3	3.1	-0.6	2.1
21	短债基金	17.3	3.9	-0.1	5.5	44	短债基金	2.1	3.2	-0.2	3.5
22	短债基金	16.3	3.2	-0.3	4.1	45	中长债基	2.0	4.9	-1.1	2.3
23	中长债基	13.7	0.8	-0.2	-1.6	46	短债基金	1.4	3.2	-0.2	4.8
均值			4.2	-0.7	3.1	47	短债基金	1.2	3.2	-0.2	4.1
基准（一级债基）			4.7	-0.6	2.3	胜率			38%	55%	81%

资料来源：Wind，中国银河证券研究院

分季度来看，单边行情（Q4、Q1）下裸空策略对冲效果更好。裸空纯债基金回撤在 2024 年相比一级债基整体有 0.1pp-0.2pp 的改善，其中四季度表现突出，平均回撤由基准-0.5%缩窄至-0.2%，产品最大回撤胜率高达 98%；一季度同样波动偏低、债市整体显著上行，胜率高达 81%，或显示单边行情下利率风险更易捕捉。

表24：国债期货多空策略纯债基金季度收益率、最大回撤及当季胜率（%）

产品代码	投资分类	资产规模	Q4回报	Q3回报	Q2回报	Q1回报	Q4回撤	Q3回撤	Q2回撤	Q1回撤	产品代码	投资分类	资产规模	Q4回报	Q3回报	Q2回报	Q1回报	Q4回撤	Q3回撤	Q2回撤	Q1回撤
1	短债基金	94.7	1.1	0.1	1.0	1.0	-0.2	-0.3	-0.2	-0.1	25	中长债基	11.6	2.2	0.8	1.5	2.3	-0.2	-0.4	-0.6	-0.3
2	短债基金	87.4	1.0	0.4	0.9	1.1	-0.2	-0.2	-0.2	-0.1	26	中长债基	11.5	1.8	-0.6	1.7	1.3	-0.3	-1.1	-0.6	-0.2
3	短债基金	80.8	1.3	0.1	1.0	1.0	-0.3	-0.3	-0.1	-0.1	27	中长债基	11.3	1.2	0.0	1.8	1.4	-0.4	-0.9	-0.3	-0.2
4	短债基金	73.8	1.0	0.2	1.0	0.9	-0.1	-0.2	-0.1	0.0	28	一级债基	10.5	0.9	0.2	0.9	1.1	-0.2	-0.3	-0.2	-0.1
5	中长债基	52.3	2.2	0.2	1.5	1.4	-0.3	-0.6	-0.3	-0.1	29	一级债基	10.0	2.0	0.0	1.8	1.5	-0.3	-0.7	-0.4	-0.2
6	一级债基	52.2	1.0	0.4	0.9	1.0	-0.1	-0.2	-0.2	-0.1	30	短债基金	9.2	1.0	0.4	0.7	1.1	-0.1	-0.2	-0.1	0.0
7	中长债基	44.0	2.4	0.3	1.0	1.9	-0.2	-0.7	-0.9	-0.2	31	中长债基	9.1	2.0	0.5	1.4	1.5	-0.2	-0.4	-0.4	-0.3
8	一级债基	40.2	1.4	-0.1	1.8	1.6	-0.3	-1.0	-0.2	-0.1	32	一级债基	8.6	3.2	0.5	1.8	1.9	-0.2	-0.7	-0.4	-0.2
9	一级债基	39.3	1.3	0.0	1.0	1.9	-0.1	-0.4	-0.4	-0.1	33	中长债基	8.3	0.9	0.3	1.1	1.1	-0.1	-0.1	-0.1	0.0
10	一级债基	35.5	1.1	0.0	2.2	1.6	-0.1	-0.8	-0.2	-0.2	34	短债基金	8.0	0.8	0.0	1.2	1.3	-0.6	-0.5	-0.2	-0.1
11	中长债基	35.4	2.2	0.1	1.3	1.3	-0.2	-0.7	-0.3	-0.1	35	短债基金	7.2	1.2	0.2	0.6	0.6	-0.1	-0.2	0.0	0.0
12	短债基金	35.2	1.0	0.4	0.8	1.0	-0.1	-0.2	-0.2	-0.1	36	中长债基	5.0	2.0	0.3	0.6	1.2	-0.1	-0.1	-0.3	-0.1
13	一级债基	34.9	1.9	-0.2	1.7	1.3	-0.3	-0.9	-0.2	-0.2	37	一级债基	4.9	1.1	0.5	1.1	1.0	-0.1	-0.2	-0.2	-0.1
14	中长债基	34.7	1.5	0.0	0.9	1.1	-0.2	-0.6	-0.4	-0.2	38	中长债基	4.7	0.8	0.3	1.0	1.2	-0.1	-0.2	-0.2	0.0
15	中长债基	26.2	2.3	0.1	1.3	1.2	-0.2	-0.7	-0.3	-0.1	39	中长债基	3.7	1.6	0.8	1.2	1.1	-0.2	-0.3	-0.3	-0.1
16	短债基金	25.1	0.9	0.3	0.7	0.9	-0.1	-0.1	-0.1	-0.1	40	一级债基	3.6	1.1	0.0	0.9	0.9	-0.2	-0.4	-0.3	-0.1
17	中长债基	22.9	2.2	0.0	0.8	0.3	-0.2	-0.5	0.0	-0.1	41	中长债基	3.2	3.2	0.5	1.2	2.5	-0.2	-0.7	-0.5	-0.2
18	中长债基	20.5	2.4	0.5	1.5	1.5	-0.2	-0.5	-0.2	-0.3	42	中长债基	3.1	0.9	0.4	1.1	1.2	-0.1	-0.1	-0.1	0.0
19	中长债基	20.5	2.4	0.4	1.3	1.4	-0.2	-0.5	-0.1	-0.2	43	中长债基	2.3	1.3	0.0	0.8	0.9	-0.2	-0.3	-0.1	-0.1
20	一级债基	19.7	2.1	0.0	1.5	1.2	-0.2	-0.6	-0.3	-0.1	44	短债基金	2.1	1.4	0.4	0.6	0.8	-0.1	-0.1	0.0	0.0
21	短债基金	17.3	1.0	0.5	0.9	1.5	-0.1	-0.1	-0.1	0.0	45	中长债基	2.0	2.3	-0.1	1.3	1.4	-0.4	-0.9	-0.7	-0.3
22	短债基金	16.3	0.9	0.4	1.0	0.9	-0.1	-0.1	-0.2	0.0	46	短债基金	1.4	1.1	0.5	0.6	0.9	-0.1	-0.1	0.0	0.0
23	中长债基	13.7	-0.1	0.3	0.3	0.4	-0.2	-0.2	-0.1	-0.1	47	短债基金	1.2	1.2	0.3	0.8	0.8	-0.1	-0.1	-0.1	-0.1
24	一级债基	12.5	1.4	0.0	1.5	1.9	-0.2	-0.8	-0.2	-0.1	中证全债			3.1	1.2	1.9	2.3	-0.3	-0.9	-0.6	-0.4
均值			1.5	0.2	1.1	1.2	-0.2	-0.4	-0.2	-0.1	胜率			23%	30%	43%	72%	98%	72%	74%	81%
基准（一级债基）			2.1	0.4	1.2	1.0	-0.5	-0.6	-0.3	-0.2											

资料来源：Wind，中国银河证券研究院

3. 国债期货多空策略的纯债基金

全年来看，使用国债期货多空对冲策略的纯债基金风险回撤效果改善不佳（-0.8%/-0.6%），风险收益比录得 3.0 高于基准的 2.3。2024 年 22 支多空纯债基金平均收益率录得 4.2%（基准 4.7%），最大回撤约-0.8%，表现不及一级债基，回撤胜率仅 45%。而从夏普比率来看，样本平均录得 3.0（一级债基均值为 2.3），风险收益比有明显改善效果。

表25：国债期货多空策略的纯债基金 2024 年绩效

产品代码	投资分类	资产规模（亿元）	年度回报（%）	年内最大回撤（%）	夏普比率
A	中长债基	91.3	6.1	-1.1	3.4
B	中长债基	48.3	7.2	-1.1	3.7
C	中长债基	43.7	5.4	-0.8	3.5
D	一级债基	36.6	5.9	-0.7	3.8
E	中长债基	23.6	1.4	-0.1	-0.4
F	中长债基	21.8	4.8	-0.9	3.3
G	中长债基	21.4	3.2	-1.3	1.6
H	中长债基	21.0	4.7	-1.3	2.5
I	短期债基	13.8	2.7	-0.2	3.6
J	中长债基	10.4	3.1	-0.1	4.4
K	短期债基	10.4	2.9	-0.2	3.8
L	短期债基	9.3	3.3	-0.1	5.6
M	一级债基	8.6	6.7	-1.5	2.8
N	一级债基	7.0	5.4	-2.0	2.3
O	一级债基	3.6	3.3	-1.0	1.7
P	短期债基	3.4	2.4	-0.5	1.7
Q	中长债基	2.1	4.1	-0.5	3.4
R	中长债基	2.0	3.7	-0.9	2.5
S	一级债基	1.7	3.0	-0.3	3.2
T	中长债基	1.6	6.5	-1.2	2.5
U	中长债基	1.5	3.8	-0.6	3.4
V	中长债基	1.1	3.8	-0.3	3.8
均值			4.2	-0.8	3.0
基准（一级债基）			4.7	-0.6	2.3
胜率			36%	45%	82%

资料来源：Wind，中国银河证券研究院

分季度来看，以国债期货多空对冲风险的纯债基金在单边债牛行情的四季度效果卓越，回撤均值较基准收窄 0.3pp 至-0.2%且胜率高达 100%。2024 年四个季度中，使用国债期货对冲策略的纯债基金相对一级债基的最大回撤平均胜率为 74%，四个季度全部跑赢基准的产品共 11 支，占总数的 50%。单边牛市行情下对冲效果更优，Q4 回撤仅录得-0.2%（一级债基-0.5%），胜率录得 100%。

表26：国债期货多空策略的纯债基金季度收益率、最大回撤及当季胜率（%）

产品代码	投资分类	资产规模 (亿元)	Q4 回报	Q3 回报	Q2 回报	Q1 回报	Q4 回撤	Q3 回撤	Q2 回撤	Q1 回撤
A	中长债基	91.3	2.5	0.2	1.6	1.8	-0.3	-0.8	-0.6	-0.3
B	中长债基	48.3	2.6	0.2	1.9	2.4	-0.3	-0.8	-0.6	-0.2
C	中长债基	43.7	2.2	0.3	1.4	1.4	-0.2	-0.6	-0.3	-0.2
D	一级债基	36.6	1.8	0.3	1.7	2.0	-0.3	-0.5	-0.1	0.0
E	中长债基	23.6	0.3	0.3	0.4	0.5	0.0	-0.1	0.0	-0.1
F	中长债基	21.8	1.9	0.1	1.3	1.4	-0.2	-0.6	-0.3	-0.1
G	中长债基	21.4	1.4	-0.5	1.2	1.2	-0.2	-1.0	-0.4	-0.1
H	中长债基	21.0	2.1	-0.1	1.5	1.1	-0.2	-0.9	-0.4	-0.2
I	短期债基	13.8	0.8	0.3	0.8	0.8	-0.1	-0.1	-0.1	0.0
J	中长债基	10.4	0.9	0.4	0.7	1.0	0.0	0.0	-0.1	-0.1
K	短期债基	10.4	0.7	0.4	0.9	0.9	-0.1	-0.1	-0.1	0.0
L	短期债基	9.3	0.7	0.5	0.7	1.3	0.0	0.0	0.0	0.0
M	一级债基	8.6	1.6	0.6	2.5	1.8	-0.1	-0.8	-0.1	-0.2
N	一级债基	7.0	2.3	-0.8	2.3	1.5	-0.4	-1.5	-0.5	-0.3
O	一级债基	3.6	0.7	0.0	1.2	1.3	-0.3	-0.6	-0.5	-0.3
P	短期债基	3.4	0.9	0.0	0.7	0.7	-0.2	-0.2	-0.1	0.0
Q	中长债基	2.1	1.3	0.2	1.2	1.4	-0.1	-0.3	-0.3	-0.2
R	中长债基	2.0	1.4	0.0	1.0	1.3	-0.2	-0.5	-0.3	-0.1
S	一级债基	1.7	0.9	0.4	0.7	1.0	-0.1	-0.1	-0.2	0.0
T	中长债基	1.6	2.2	1.0	1.7	1.4	-0.2	-1.0	-0.4	-0.3
U	中长债基	1.5	1.1	0.2	1.1	1.3	-0.2	-0.3	-0.2	-0.1
V	中长债基	1.1	1.1	0.5	1.0	1.1	-0.1	-0.3	-0.2	-0.1
均值			1.4	0.2	1.3	1.3	-0.2	-0.5	-0.3	-0.1
基准（一级债基）			2.1	0.4	1.2	1.0	-0.5	-0.6	-0.3	-0.2
中证全债			3.1	1.2	1.9	2.3	-0.3	-0.9	-0.6	-0.4
胜率			27%	32%	41%	77%	100%	68%	55%	73%

资料来源：Wind, 中国银河证券研究院

总体来看，国债期货作为利率衍生品的核心工具，凭借其杠杆性、高流动性及策略灵活特性在公募市场得到广泛应用，当前已成为固收类产品优化风险收益的重要手段。

展望未来，随着债市利率中枢整体下移与波动加剧的趋势深化，叠加市场化程度加深与衍生品工具的持续创新，国债期货的策略价值或进一步凸显，逐步发展成为大类资产组合风险管理及收益增强的关键枢纽。

## 五、风险提示

样本统计不完全风险、模型失效风险、经济与政策超预期风险。



## 图表目录

图 1	国债期货基差整体呈现均值回归特点.....	4
图 2	T2503 合约与可交割券全价、净基差走势 .....	5
图 3	国债期货套期保值策略实现过程 .....	7
图 4	T 主连合约潜在正套、反套策略机会 .....	8
图 5	TL 主连合约潜在正套、反套策略机会 .....	8
图 6	10 年期国债期货结算价格与跨期价差走势.....	9
图 7	10 年期国债到期收益率、T-TS 价差与 10Y-2Y 利差走势.....	10
图 8	国债期货久期中性跨品种套利策略实现过程.....	10
图 9	2017 年至今参与国债期货的机构及产品情况 .....	11
图 10	2017 年至今公募基金参与国债期货的持仓手数、规模情况 .....	12
图 11	2017 年至今参与国债期货的公募产品投资分类占比.....	13
图 12	近年国债期货持仓品种占比.....	14
图 13	公募基金国债期货多头仓位与期货指数涨跌幅 .....	15
图 14	公募基金国债期货空头仓位与期货涨跌幅 .....	15
图 15	裸空策略产品公募基金空头仓位、T 合约涨跌幅与基金杠杆率（%） .....	16
图 16	沪深 300 指数与 10 年期国债到期收益率（逆序）走势.....	18
图 17	不同国债期货策略债基季度平均超额收益 .....	18
图 18	不同国债期货策略债基季度回撤相对基准的改善 .....	18
表 1:	国债期货合约指数与对应现券到期收益率高度负相关 .....	3
表 2:	各期限国债期货合约表 .....	4
表 3:	对 T2305 合约进行国债期货多头替代现券实现收益增强的实例 .....	6
表 4:	各期限国债期货合约基差分布（元） .....	6
表 5:	国债期货和现货正套策略 vs 反套策略 .....	8
表 6:	各类国债期货策略优劣势及典型收益率特征.....	11
表 7:	2024 年 Q4 参与国债期货的基金公司 Top10.....	12
表 8:	国债期货持仓规模占各类产品净资产比重（%） .....	14
表 9:	国债期货买入合约（多头）规模占各类产品净资产比重（%） .....	15
表 10:	国债期货卖出合约（空头）规模占各类产品净资产比重（%） .....	15
表 11:	公募多空合约持仓规模与期现货表现相关系数.....	15
表 12:	固收类产品类型与国债期货策略划分 .....	16
表 13:	各类“固收+国债期货”策略公募基金 2024 年情况一览.....	17
表 14:	最近 4 个季度国债期货加减仓胜率 100%的固收类基金产品.....	19
表 15:	国债期货裸多策略的固收+权益基金 2024 年绩效 .....	20
表 16:	国债期货裸多策略的固收+权益产品季度收益率、最大回撤及当季胜率（%） .....	21

表 17: 国债期货裸空策略的固收+权益基金 2024 年绩效 .....	22
表 18: 国债期货裸空策略固收+权益基金季度收益率、最大回撤及当季胜率 (%) .....	23
表 19: 国债期货多空策略的固收+权益基金 2024 年绩效 .....	23
表 20: 国债期货多空策略的固收+权益基金季度收益率、最大回撤及当季胜率 (%) .....	24
表 21: 国债期货裸多策略的纯债基金 2024 年绩效 .....	25
表 22: 国债期货裸多策略的纯债产品季度收益率、最大回撤及当季胜率 (%) .....	25
表 23: 国债期货裸空策略的纯债基金 2024 年绩效 .....	26
表 24: 国债期货裸空策略纯债基金季度收益率、最大回撤及当季胜率 (%) .....	27
表 25: 国债期货多空策略的纯债基金 2024 年绩效 .....	28
表 26: 国债期货多空策略的纯债基金季度收益率、最大回撤及当季胜率 (%) .....	29

## 分析师承诺及简介

本人承诺以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告，本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告的具体推荐或观点直接或间接相关。

**刘雅坤，固定收益分析师。**8年买、卖方宏观固收及资产配置经验，长期从事中国经济与宏观利率、资产配置与固收+策略实践与产品绩效评估等研究工作。曾就职于方正证券、申港证券、宏观对冲私募基金，2023年10月加入中国银河证券，现任固定收益首席分析师。

## 免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券）向其客户提供。银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。若您并非银河证券客户中的专业投资者，为保证服务质量、控制投资风险、应首先联系银河证券机构销售部门或客户经理，完成投资者适当性匹配，并充分了解该项服务的性质、特点、使用的注意事项以及若不当使用可能带来的风险或损失。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户投资咨询建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告而取代自我独立判断。银河证券认为本报告资料来源是可靠的，所载内容及观点客观公正，但不担保其准确性或完整性。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券书面授权许可，任何机构或个人不得以任何形式转发、转载、翻版或传播本报告。特提醒公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告。

本报告版权归银河证券所有并保留最终解释权。

## 评级标准

评级标准	评级	说明
评级标准为报告发布日后的6到12个月行业指数（或公司股价）相对市场表现，其中：A股市场以沪深300指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准，北交所市场以北证50指数为基准，香港市场以恒生指数为基准。	行业评级	推荐：相对基准指数涨幅10%以上
		中性：相对基准指数涨幅在-5%~10%之间
		回避：相对基准指数跌幅5%以上
	公司评级	推荐：相对基准指数涨幅20%以上
		谨慎推荐：相对基准指数涨幅在5%~20%之间
		中性：相对基准指数涨幅在-5%~5%之间
		回避：相对基准指数跌幅5%以上

## 联系

中国银河证券股份有限公司 研究院

深圳市福田区金田路3088号中洲大厦20层

上海市浦东新区富城路99号震旦国际大楼31层

北京市丰台区西营街8号院1号楼青海金融大厦

公司网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

深广地区：程曦 0755-83471683 chengxi\_yj@chinastock.com.cn

苏一耘 0755-83479312 suyiyun\_yj@chinastock.com.cn

上海地区：陆韵如 021-60387901 luyunru\_yj@chinastock.com.cn

李洋洋 021-20252671 liyangyang\_yj@chinastock.com.cn

北京地区：田薇 010-80927721 tianwei@chinastock.com.cn

褚颖 010-80927755 chuying\_yj@chinastock.com.cn