



2022 年 7 月 19 日

## 中证 1000 衍生品系列专题七：

### IM 上市对市场有何影响

✍ 虞堪 投资咨询从业资格号：Z0002804

✉ Yukan010359@gtjas.com

✍ 李宏磊（联系人）从业资格号：F3078764

✉ Lihonglei023572@gtjas.com

#### 报告导读：

- 对股票和股指市场的影响：（1）中证 1000 期货和期权上市可能会加热短期的交易情绪，抬升股票和指数层面的成交量，同时对指数的波动率和换手率产生一定的平抑效果，但对指数其他方面的影响并不明显。（2）提升指数知名度，吸引更多投资者关注中证 1000 的投资机会，进而提升优质小盘的流动性及市值，而这又可能使得更多的中证 1000 成分股纳入 MSCI 等国际化指数，吸引海外增量资金的进入。
- 对 ETF 市场的影响：（1）自新品种征求意见稿发布（6 月 22 日）以来，新成立的挂钩 1000 指数的基金产品数量和规模增速前所未见，市场热度远超其他股指期货品种上市时，中证 1000 衍生品正式挂牌交易后，基金产品的数量和规模有望迎来更加迅猛的增长。（2）参照 IC 的案例，中证 1000 新品种上市后将为管理人形成良好辅助，在控制跟踪误差、稳定业绩表现、提升超额收益方面发挥一定的作用。
- 对衍生品市场的影响：（1）新品种上市之后，将会有大量对冲需求从 IC 端转移至 IM 端，对 IC 基差形成影响，基差收敛还是扩大，取决于届时的参与者情况；（2）新品种上市对挂钩 500 指数的雪球产品的影响主要体现在对冲方式、票息和市场规模上。

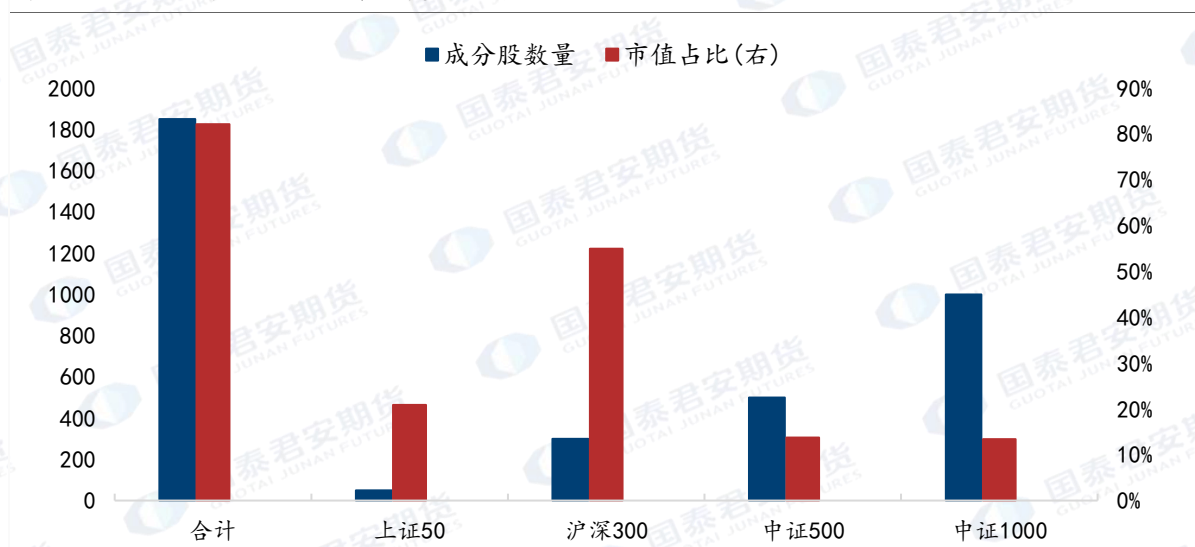
(正文)

中证 1000 股指期货和期权合约本周五即将上市，本文为中证 1000 衍生品系列专题的第七篇，通过观察既往新品种上市前后的市场情况，探讨中证 1000 新品种上市将对市场产生哪些影响，主要讨论可能对股票和股指市场、ETF 市场以及衍生品市场本身产生的影响。

## 1. 对股票和股指市场的影响

中证 1000 指数是由全部 A 股中，剔除中证 800 指数成分股后的 1000 只股票组成，因此中证 1000 指数的成分股与中证 500、沪深 300 不相重叠，在实质上与中证 500、沪深 300 指数互补，覆盖 A 股市场的偏小市值公司，沪深 300、中证 500、中证 1000 合计以 37% 的股票数量覆盖 82% 的 A 股市值。中证 1000 股指期货一方面可以作为多头替代的工具，分流指数 ETF 产品对股票现货的持仓，另一方面可以刺激中性产品规模的扩张，增加此类产品在股票的现货的持仓，具体情况取决于投资者和管理人对中证 1000 的认可程度，因此我们观察以往新品种上市前后，股票和股指市场是否有显著变化，为中证 1000 上市后提供参考。

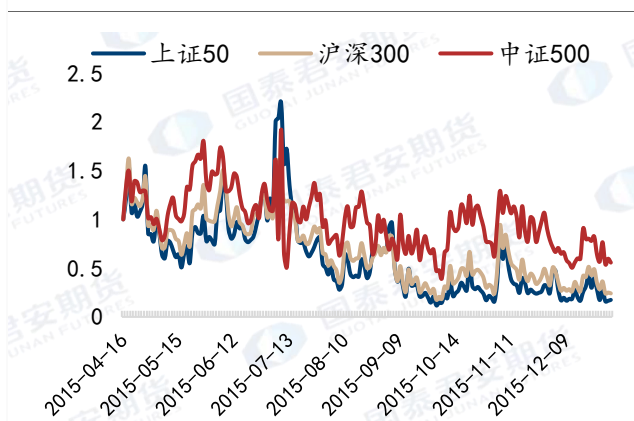
图 1：各指数的成分股数量及市值覆盖比例



资料来源：Wind、国泰君安期货金融衍生品研究所

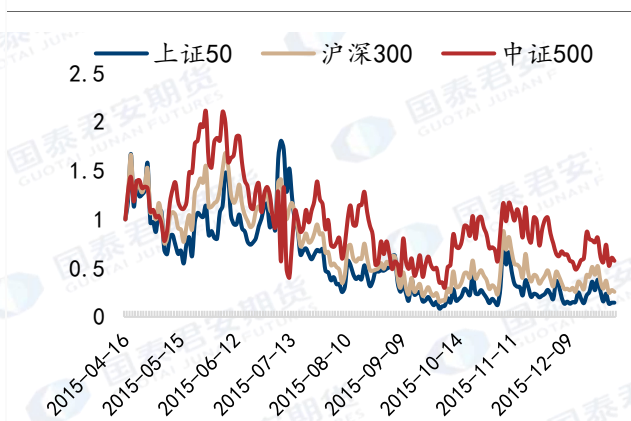
股票成交方面，2015 年 4 月 16 日 IH 和 IC 上市后上证 50 和中证 500 成分股成交量曾有短暂的上升。我们以 2015 年 4 月 16 日为起点，观察上证 50 和中证 500 相对于沪深 300 成交量的变化，中证 500 在 IC 上市后成交放量较明显，成交量和成交金额增速明显快于沪深 300。而上证 50 成交近年来与沪深 300 较为接近，略低于沪深 300，在 IH 上市后，上证 50 成交量增速一度接近沪深 300 甚至短暂高于沪深 300，这可能主要由市场行情主导，但不可否认 IH 和 IC 的上市对此亦有贡献。

图 2：指数成交量变化（以 2015.4.16 为起点）



资料来源：Wind、国泰君安期货金融衍生品研究所

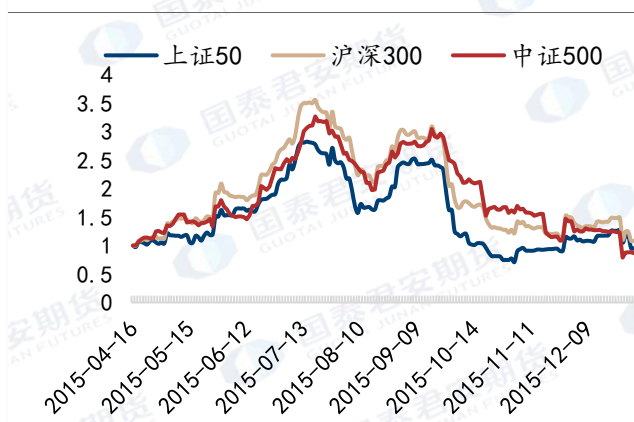
图 3：指数成交金额变化（以 2015.4.16 为起点）



资料来源：Wind、国泰君安期货金融衍生品研究所

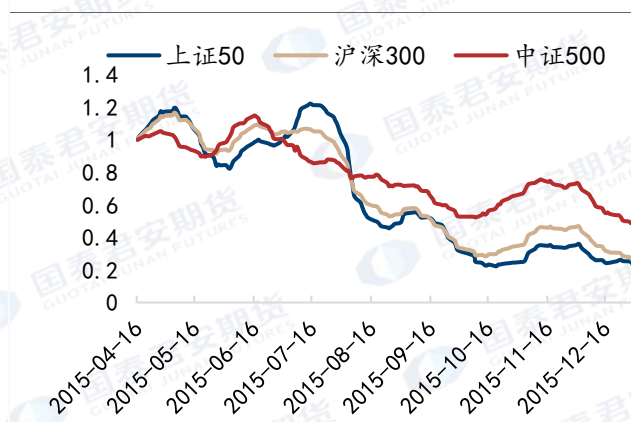
指数波动率方面，IH 和 IC 上市时一定程度上平抑了股指的波动率。长期来看，中证 500 波动率高于沪深 300 高于上证 50，但 IH 和 IC 上市后，2015 年第二季度的上涨行情中，沪深 300 的波动率升幅高于上证 50 和中证 500 的波动率，而在三四季度，三个指数的波动率重新回到中证 500 > 沪深 300 > 上证 50 的序列，因此 IH 和 IC 的上市可能对上证 50 和中证 500 指数短期内的波动率有一定的平抑作用。

图 4：指数 20 日滚动波动率（以 2015.4.16 为起点）



资料来源：Wind、国泰君安期货金融衍生品研究所

图 5：指数 20 日换手率（以 2015.4.16 为起点）



资料来源：Wind、国泰君安期货金融衍生品研究所

指数换手率方面，IC 上市后中证 500 换手率升幅落后沪深 300。与波动率类似，长期来看中证 500 换手率高于沪深 300，但 IC 上市后中证 500 的换手率升幅低于沪深 300，8 月份后回归正常，这也能说明 IC 的上市对中证 500 换手率有一定的影响。上证 50 换手率与沪深 300 比较接近，IH 的上市对上证 50 换手率并没有明显的影响。

综合以上几点，中证 1000 期货和期权上市可能会加热短期的交易情绪，抬升股票和指数层面的成交量，同时对指数的波动率和换手率产生一定的平抑效果，但对指数其他方面的影响并不明显。另外，中证 1000 期货和期权上市还可能提升指数知名度，吸引更多投资者关注中证 1000 的投资机会，进而提升优质小盘的

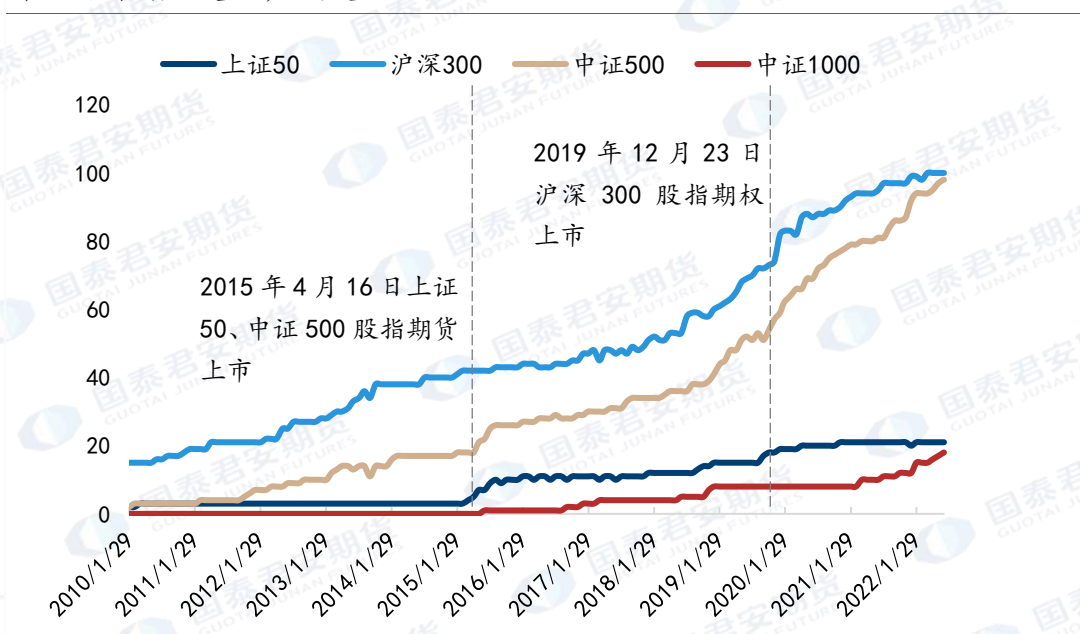


流动性及市值，而这又可能使得更多的中证 1000 成分股纳入 MSCI 等国际化指数，吸引海外增量资金的进入，螺旋式渐进地提升指数的交易活跃度。

## 2. 对 ETF 市场的影响

股指期货期权新品种上市除了提升指数和相关指数 ETF 的关注度外，还能为指数 ETF 提供更为便捷的多头替代工具，有助于指数 ETF 降低跟踪误差，吸引更多投资者申购，提升产品规模和流动性。首先从跟踪各个指数的产品数量来看（对于分级基金，仅保留初始基金），在 2015 年 4 月 16 日上证 50 和中证 500 股指期货上市，跟踪上证 50 和中证 500 指数的基金数量明显增加；2019 年 12 月 23 日沪深 300 股指期货上市，跟踪沪深 300 指数的公募基金亦迅速扩容，同时带领跟踪其他指数的产品一并扩容。

图 6：跟踪指数的基金产品数量（只）



资料来源：Wind、国泰君安期货金融衍生品研究所

此次中证 1000 股指期货期权的上市与以往不同的是，长期以来市场对于中证 1000 关注度较低，因此跟踪中证 1000 指数的基金产品较少，截至 2022 年 7 月份仅有 18 只，较其他指数差距较大，不足沪深 300 和中证 500 的 1/5，而此次新品种上市又是史上首次期货和期权品种同时上市，对市场的影响必然更加显著。今年以来，新成立的中证 1000 指数基金和指增产品已有 8 只；自新品种征求意见稿发布（6 月 22 日）以来，新成立 3 只基金产品，其中已有近 10 亿规模的新产品，基金规模增速前所未见；截至 7 月 19 日，仍有 5 只 ETF 产品处于正在发行或等待发行阶段，将于 7 月中下旬陆续开始募集，这般盛景远超其他三个品种上市时，这也侧面反映机构投资者对于中证 1000 中潜藏的丰富投资机会的期待。中证 1000 股指期货和期权正式挂牌交易后，随着市场情绪和投资者结构逐步稳定，跟踪中证 1000 的基金产品有望迎来更加迅猛的增长。

表 1：现存跟踪中证 1000 指数的被动指数型产品

基金代码	基金简称	成立日期	基金规模（亿元）	成立以来 年化超额	成立以来 跟踪误差
512100.SH	南方中证 1000ETF	2016-09-29	20.23	3.9%	0.03%
159845.SZ	华夏中证 1000ETF	2021-03-18	2.02	3.7%	0.03%
006486.OF	广发中证 1000A	2018-11-02	0.81	0.1%	0.05%
516300.SH	华泰柏瑞中证 1000ETF	2021-03-15	0.49	-0.6%	0.06%
162413.OF	华宝中证 1000A	2015-06-04	0.37	-1.9%	0.07%

资料来源：Wind、国泰君安期货金融衍生品研究所

表 2：现存跟踪中证 1000 指数的增强指数型产品

基金代码	基金简称	成立日期	基金规模 (亿元)	成立以来 年化超额	成立以来 跟踪误差
161039.SZ	富国中证 1000 指数增强 A	2018-05-31	22.24	15.5%	0.27%
015784.OF	中信建投中证 1000A	2022-06-28	9.13	16.0%	0.00%
014126.OF	华夏中证 1000 指数增强 C	2021-12-07	6.09	8.8%	0.31%
014201.OF	天弘中证 1000 指数增强 A	2022-01-04	5.70	25.3%	0.22%
013331.OF	富国中证 1000 指数增强 C	2021-08-19	4.33	2.7%	0.18%
005313.OF	万家中证 1000 指数增强 A	2018-01-30	4.06	10.0%	0.21%
015495.OF	景顺长城中证 1000A	2022-04-27	3.17	-185.3%	0.50%
015466.OF	太平中证 1000A	2022-04-29	2.08	-122.8%	0.43%
006165.OF	建信中证 1000 指数增强 A	2018-11-22	2.08	14.9%	0.23%

资料来源：Wind、国泰君安期货金融衍生品研究所

表 3：今年以来新成立的中证 1000ETF 和指增产品

基金代码	基金名称	基金规模(亿元)	基金成立日	基金公司	基金类型
015148.OF	华安中证 1000 指数增强 A	1.75	2022-07-12	华安基金	增强指数型
016033.OF	华宝中证 1000C		2022-07-01	华宝基金	被动指数型
015784.OF	中信建投中证 1000A	9.13	2022-06-28	中信建投基金	增强指数型
015466.OF	太平中证 1000A	2.08	2022-04-29	太平基金	增强指数型
015495.OF	景顺长城中证 1000A	3.17	2022-04-27	景顺长城基金	增强指数型
014831.OF	兴银中证 1000 指数增强 A	1.61	2022-01-26	兴银基金	增强指数型
013922.OF	华夏中证 1000 联接 A	0.15	2022-01-25	华夏基金	被动指数型
014201.OF	天弘中证 1000 指数增强 A	5.7	2022-01-04	天弘基金	增强指数型

资料来源：Wind、国泰君安期货金融衍生品研究所

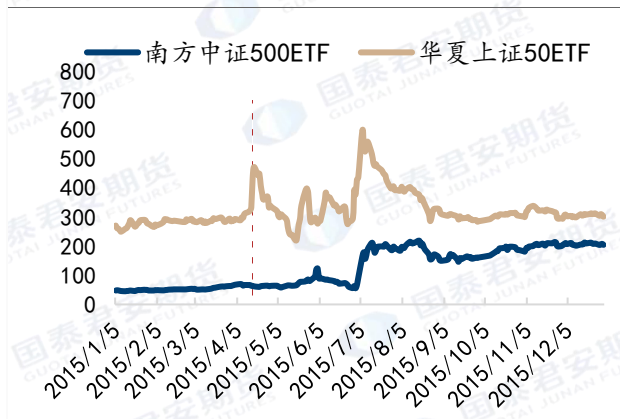
表 4：待上市的 1000ETF（截至 7 月 19 日）

基金名称	募集起始日	计划募集截止日	发行状态
富国中证 1000ETF	2022/7/22	2022/7/26	等待发行
易方达中证 1000ETF	2022/7/22	2022/7/29	
广发中证 1000ETF	2022/7/22	2022/7/26	
汇添富中证 1000ETF	2022/7/22	2022/7/26	
华夏中证智选 1000 价值稳健策略 ETF	2022/7/18	2022/7/22	正在发行

资料来源：Wind、国泰君安期货金融衍生品研究所

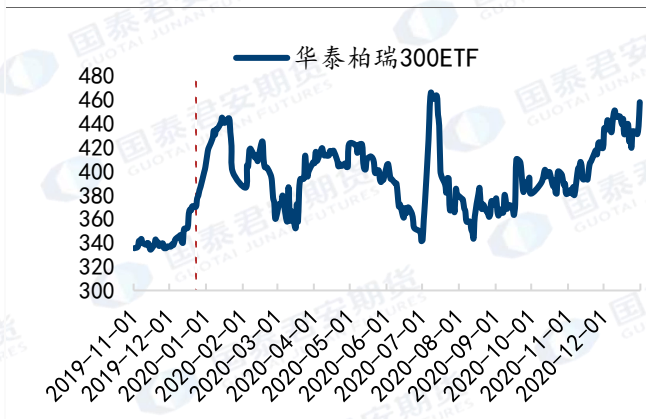
从基金规模来看, 2015 年 IH 和 IC 上市前后, 市场上规模最大的指数 ETF 华夏上证 50ETF (510050.SH) 和南方中证 500ETF (510500.SH) 的规模均有上升, 2019 年末沪深 300 股指期货上市, 华泰柏瑞 300ETF (510300.SH) 规模同样出现激增。中证 1000 期货和期权同时上市无疑也将刺激市场对 1000ETF 产品的需求, 迅速提升指数 ETF 产品的规模。

图 7: 50 和 500 指数 ETF 流通市值 (亿元)



资料来源: Wind、国泰君安期货金融衍生品研究所

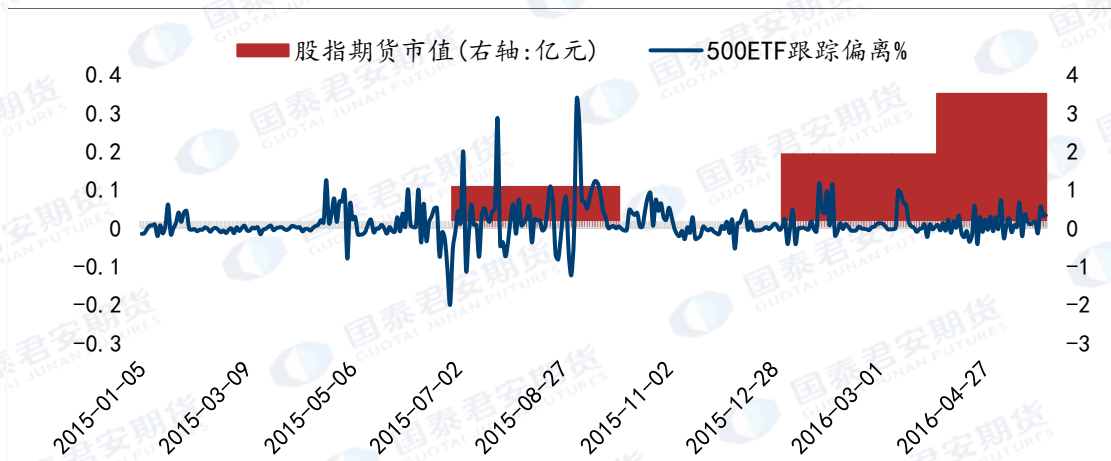
图 8: 华泰柏瑞 300ETF 流通市值 (亿元)



资料来源: Wind、国泰君安期货金融衍生品研究所

从跟踪误差看, IC 上市后配置股指期货的 ETF 产品跟踪误差有所下降。由于股指期货、期权交易难度较低, 新品种上市将为管理人提供控制跟踪误差的绝佳工具。对于基金管理人, 跟踪误差主要来自建仓期及每年指数成分股调整, 且由于成分股每日权重数据并不公布, 为了保证跟踪效果, 每日调整个股持仓难度较大且效果不一定理想, 而借助股指期货, 管理人可以在交易难度下降的同时控制跟踪误差。以南方中证 500ETF 为例, IC 上市后该产品于 2015 年半年报中首次出现股指期货持仓, 此后产品的日跟踪偏离大幅下降, 长期控制在 0.1% 以内, 2016 年增加股指期货持仓后, 跟踪偏离度进一步下降。

图 9: 南方中证 500ETF 日跟踪偏离度



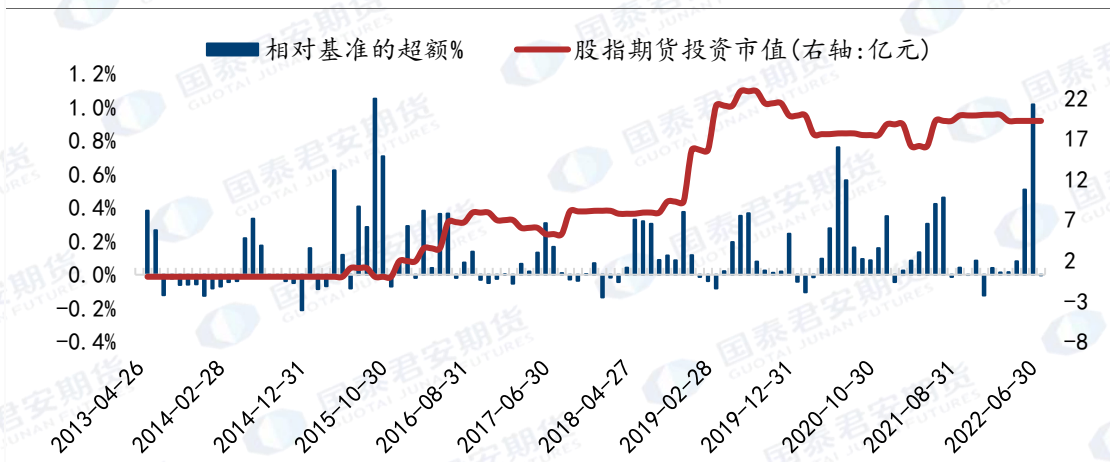
资料来源: Wind、国泰君安期货金融衍生品研究所

从超额收益角度来看, 中证 500ETF 在加大股指期货配置后, 提升了其相对基准的超额收益表现。中证 500 股指期货上市后, 中证 500ETF 较快地进入了股指期货市场, 随着对股指期货配置力度逐步加大, 产品的月度超额收益逐步稳定, 且跑赢基准的月份明显增多, 截至 2022 年一季度, 中证 500ETF 股指期货投资



市值约为 19.20 亿元，占其股票投资市值 5% 左右，由此可见 IC 为管理人形成了良好辅助，在稳定业绩表现、提升超额收益方面发挥了一定的作用。

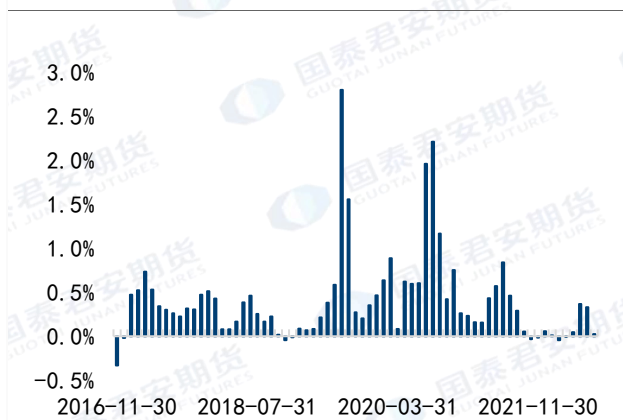
图 10：南方中证 500ETF 配置股指期货后超额收益有所提升



资料来源：Wind、国泰君安期货金融衍生品研究所

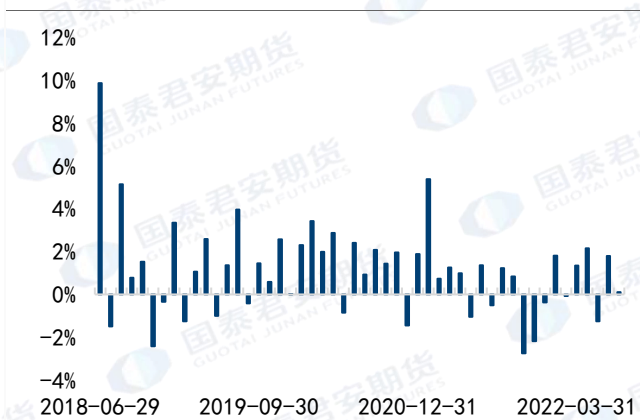
目前市场最大的跟踪中证 1000 指数的 ETF 产品为南方中证 1000ETF (512100.SH)，于 2016 年 9 月 29 日成立，基金规模超过 20 亿元，自产品募集以来，月度维度稳定跑赢基准，最高月度超额收益率接近 3%，历史表现较为稳定；市场最大的 1000 指增产品为富国中证 1000 指数增强 A (161039.SZ)，于 2018 年 5 月 31 日成立，也是全市场唯一一规模超过 20 亿的 1000 指增产品，超额收益表现优异，成立以来年化超额收益 15.5%。预计中证 1000 上市后，以南方中证 1000ETF 为代表的 ETF 产品，和以富国中证 1000 指增为代表的指数增强产品的表现将得到进一步提升。

图 11：南方中证 1000ETF 相对于基准的月度超额收益



资料来源：Wind、国泰君安期货金融衍生品研究所

图 12：富国 1000 指增相对于基准的月度超额收益



资料来源：Wind、国泰君安期货金融衍生品研究所

### 3. 对衍生品市场的影响

由于目前现有品种 IH、IF、IC 的投资者群体相对分化，IM 上市之后我们认为只会对 IC 的基差产生影响。至于 IC 的基差会收敛还是扩大，我们认为都有可能，取决于届时的参与者情况。

对冲需求将向 IM 转移。在 IM 上市之前，有很多管理人采用 300+500 的组合去拟合中证 1000 的走势，对冲效果必然不理想，新品种上市之后，将会有不少对冲需求从 IC 端转移至 IM 端，但 IC 贴水并不一定会因为对冲需求的转移而收敛，因为从动态的角度来看，IM 的加入，可能会刺激市场整体中性产品规模的上升，届时 IC 贴水也有可能不降反升。

由于中证 1000 股指期货和期权为场外雪球产品提供了更匹配的对冲工具，填补了挂钩中小票的雪球期权在 Vega 风险上的欠缺，因此新品种上市将对挂钩 500 指数的雪球产品的对冲方式、票息和市场规模形成一定的影响。（1）当 IC 与 IM 基差差值较大时，对冲方式可能有所改变，可能增加场内期权对冲；（2）挂钩中证 1000 的雪球产品票息更高是毫无疑问的，如果大量雪球产品转移到中证 1000 上来，中证 500 的买入对冲需求会减少，IC 的基差可能走弱。根据我们测算，雪球的 IC 多头对冲盘，可能占到市场 1/4 左右的头寸，对基差的影响非常大，可以参考上半年雪球敲入之后基差的变化（详情参考专题《雪球产品集中敲入的影响分析》）。但投资者对 1000 雪球的参与意愿和市场认知尚有待继续观察，IC 贴水能否收敛存在不确定性；（3）500 雪球市场规模可能受到影响，前期规模被分流，后期随市场发展整体规模有望增加。（详细内容见《中证 1000 衍生品系列专题五：中证 1000 衍生品对雪球市场的影响分析》）



## 本公司具有中国证监会核准的期货投资咨询业务资格

本内容的观点和信息仅供国泰君安期货的专业投资者参考。本内容难以设置访问权限，若给您造成不便，敬请谅解。若您并非国泰君安期货客户中的专业投资者，请勿阅读、订阅或接收任何相关信息。本内容不构成具体业务或产品的推介，亦不应被视为相应金融衍生品的投资建议。请您根据自身的风险承受能力自行作出投资决定并自主承担投资风险，不应凭借本内容进行具体操作。

### 分析师声明

作者具有中国期货业协会授予的期货投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

### 免责声明

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的期货标的的价格可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，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。

本报告中所指的研究服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为“国泰君安期货研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

#### 国泰君安期货产业服务研究所

上海市静安区新闻路 669 号博华大厦 30 楼 电话：021-33038635 传真：021-33038762

#### 国泰君安期货金融衍生品研究所

上海市静安区新闻路 669 号博华大厦 30 楼 电话：021-33038982 传真：021-33038937

#### 国泰君安期货客户服务电话 95521