



2024年1月9日

## 自动赎回型期权产品再度面临集中敲入，影响几何？

虞堪	投资咨询从业资格号：Z0002804	<a href="mailto:yukan010359@gtjas.com">yukan010359@gtjas.com</a>
毛磊	投资咨询从业资格号：Z0011222	<a href="mailto:maolei013138@gtjas.com">maolei013138@gtjas.com</a>
张银	投资咨询从业资格号：Z0018397	<a href="mailto:zhangyin023941@gtjas.com">zhangyin023941@gtjas.com</a>
李宏磊	投资咨询从业资格号：Z0018445	<a href="mailto:lihonglei023572@gtjas.com">lihonglei023572@gtjas.com</a>

### 报告导读：

- 进入到 2024 年，指数再度呈现调整态势，从背后驱动来看，外部“美联储降息交易”降温拖累；内部经济环比回落、政策利多跟进有限，市场对宏观展望预期依然偏弱；在行情调整后担忧下跌造成资管产品被动平仓，又增加了避险情绪。在外部拖累、内部利多驱动不足环境下，多个指数创下调整新低。
- 近日贴水迅速而剧烈地走阔，IH、IF、IC、IM 四个品种的当季合约年化基差率分别位于 0.52%、-1.27%、-9.35%和-13.49%，其中 IC 贴水已下行至三年来 10%分位数附近，IM 贴水率更是逼近上市以来新低。我们将其原因归结为三点：（1）500 和 1000 自动赎回型期权产品（文中称“产品”）部分触及敲入线，导致了一定规模的股指期货多头仓位平仓，致使贴水迅速走阔，这与我们一直以来提示的风险情形如出一辙；（2）此前部分公募基金在股票端的操作受到监管约束，近期存在一定的调仓需求，是股票端下跌的原因之一。历史经验来看，短期指数行情的快速下跌也会驱动基差的迅速下行；（3）指数在没有明确强烈刺激下的快速下跌本身以负反馈的方式成为空头情绪的理由，带领一部分原本没有明确方向的资金趋同抛售，使得场内的空头情绪进一步强化。
- 对照近两年两次敲入来看，本轮贴水不论从深度还是走阔的幅度均已大于近两年的两次历史敲入。随着 IC 和 IM 基差已下行至近年来低位，对冲端的成本较高，而短期吃贴水增强则可获得较高收益，因此我们认为，如果指数继续下行触发更低的敲入线，短期内基差可能会进一步走阔，但空间可能有限。
- 产品敲入潮已经开始，根据当前市场价格来看，中证 1000 股指产品已发生敲入事件的概率相对更大，而中证 500 股指产品尚未发生大面积敲入。目前处于敲入线附近的指数产品规模约为 300 亿元。另外约有 600 亿元规模的产品距离敲入线还存在 5%-10%的空间。中证 1000 指数产品下一个较为集中的敲入点位约为 5200，中证 500 指数产品下一个较为集中的敲入点位约为 4845。根据我们估算，其期指多头在敲入时的减仓头寸估计约为产品敲入规模的 40%。

(正文)

## 1. 近期行情再度走弱驱动因素分析

开年以来，市场未如预期出现开门红，以沪深300指数为例，自2023年以来累计跌幅超过15%，并在今年初创下五年来新低。从背后驱动来看，近期的一波下跌主要与外部影响拖累，内部利多支撑不足，情绪依然偏弱有关。

图1：外部扰动加剧，国内预期不振，指数录得阶段性调整新低



资料来源：Wind、国泰君安期货研究

外部因素来看，开年以来，全球股债双杀，据Zero hedge统计，今年第一周全球股债市值减少达3.18万亿美元，主要原因在于此前过于拥挤的“美联储降息交易”降温。美联储12月议息会议纪要并未表现出降息的紧迫感，加之美国就业数据表现稳健，此前已充分交易的降息预期出现修正。美债收益率创下去年10月以来最大反弹，压制全球股市。

图2：全球股市新年首周出现明显调整



资料来源：Bloomberg、国泰君安期货研究

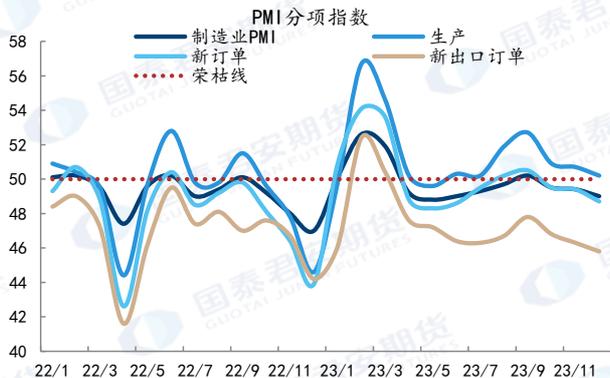
图3：美联储鸽派交易拐头，美元类资产反弹



资料来源：Wind、国泰君安期货研究

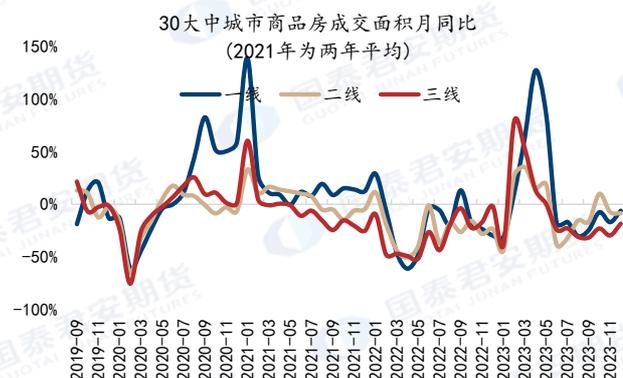
国内方面来看，政策跟进有限，经济数据环比走弱，市场情绪依旧偏弱，成为近期行情最大的拖累。政策方面，虽然政策性银行上月净新增PSL达3500亿元，规模为2022年11月以来的最大，但新年以来央行公开市场操作净回笼规模创下2020年2月以来最大。据彭博报道，中国已公布的一季度地方债发行计划较去年同期下降24%。在货币信贷方面，受央行官员频频发声提到“均衡投放，适度平滑信贷波动”影响，市场对年初信贷开门红的预期降温。整体上，当前政策面仍注重结构优化，在产业政策、科技创新领域着墨较多，但未出台明显的增量宽松刺激举措，在货币、财政端的进一步托底仍待落地。经济数据方面，12月官方制造业PMI低于预期，环比回落幅度大于季节性，主要供需分项均回落。从市场更关心的地产行业趋势来看，高频销售数据方面，2023年12月，TOP100房企销售操盘金额同比降低34.6%，同比降幅保持在年内高位；重点30城新房成交量同比下降21%。在经济数据表现低于预期的情况下，叠加市场并未看到政策面加快推动宽松政策落地，特别在房地产领域，因此对后期经济复苏的信心有所削弱。风险偏好方面，当前指数走势回落至阶段性低点，对于资管产品强行平仓风险的担忧，又反过来加剧了弱势情绪的强化。此外，诸如金融行业发展、薪酬等问题的讨论，也使得市场信心有所波及。

图 4：PMI 数据环比弱于季节性



资料来源：Wind、国泰君安期货研究

图 5：去年基数偏低下，12 月住房销售延续负增长



资料来源：Wind、国泰君安期货研究

## 2. 近期基差走势的主要原因

2023年11月以来，股指各品种基差先下行至年内低位，随后在现货市场预期和指数ETF被动资金的带领下回升至2023年全年中枢。近两个月基差走势基本以自然月为界，呈现“V”型走势，11月以贴水走阔为主，12月则逆转为贴水收敛态势。我们认为11月的基差下行更多由政策驱动，特别是融券新规导致的对冲端生态的变化。而12月的贴水收敛则主要仍由自动赎回型期权（下文称“产品”）主导，2021年末产品发行量较大，至2023年末这一批产品基本到期，而恰逢此时贴水走阔，指数波动率上升，交易商有更强的倾向提高票息报价，以提早占据市场份额，因此12月份产品新发有所回升。但在私募新规的影响下，零售端产品门槛大幅提高，新发增速受到一定的限制。此外，近两个月指数ETF规模与基差走势仍保持高度的正相关性，不管是在基差的下行阶段还是收敛阶段，指数ETF规模都保持同步变动，解释力度较强。

而近日贴水迅速而剧烈地走阔，截至1月8日收盘，IH、IF、IC、IM四个品种的当季合约年化基差率分别位于0.52%、-1.27%、-9.35%和-13.49%，分别较前一交易日走阔1.65%、2.85%、6.26%和7.12%，其中IC贴水已下行至三年以来10%分位数附近，IM贴水率更是逼近上市以来新低。

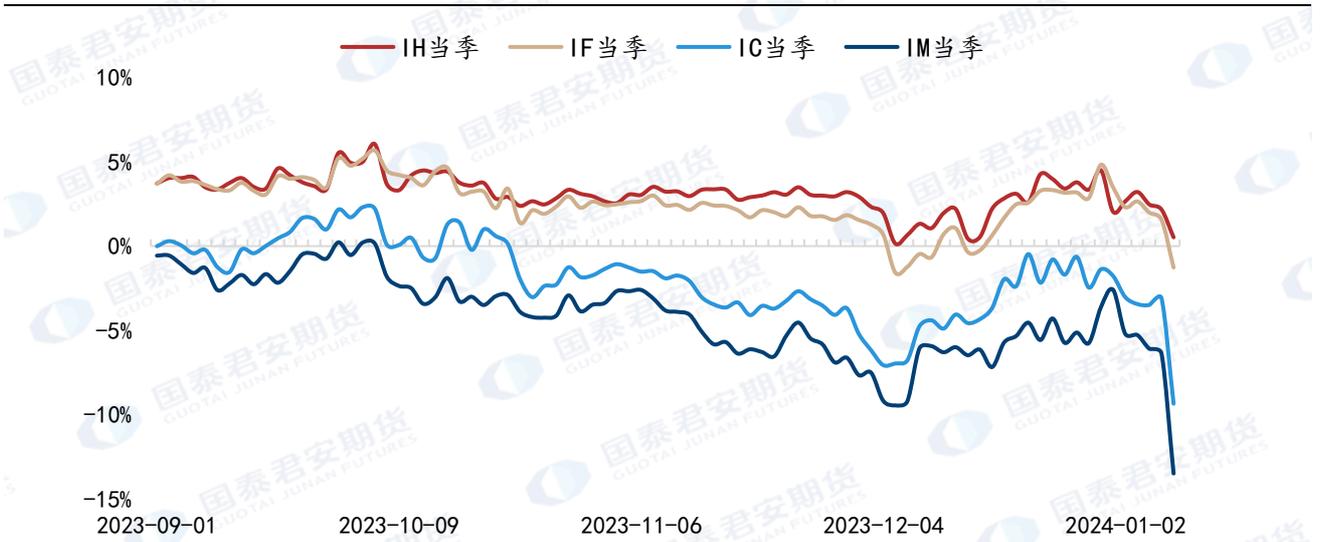
对于如此剧烈的贴水走势，我们将其原因归结为三点：

(1) 500 和 1000 产品部分触及敲入线，导致了一定规模的股指期货多头仓位平仓，场内情绪转向空头，致使贴水迅速走阔，这与我们一直以来提示的风险情形如出一辙；

(2) 此前部分公募基金在股票端的操作受到监管约束，近期存在一定的调仓需求，是股票端下跌的原因之一。历史经验来看，短期指数行情的快速下跌也会驱动基差的迅速下行；

(3) 指数在没有明确强烈刺激下的快速下跌本身以负反馈的方式成为空头情绪的理由，带领一部分原本没有明确方向的资金趋同抛售，使得场内的空头情绪进一步强化。

图 6：各品种年化基差率迅速下行，IC 和 IM 最为显著



资料来源：Wind，国泰君安期货研究

图 7：中证 500 已触及敲入线



资料来源：Wind，国泰君安期货研究

图 8：中证 1000 同样触及部分敲入线



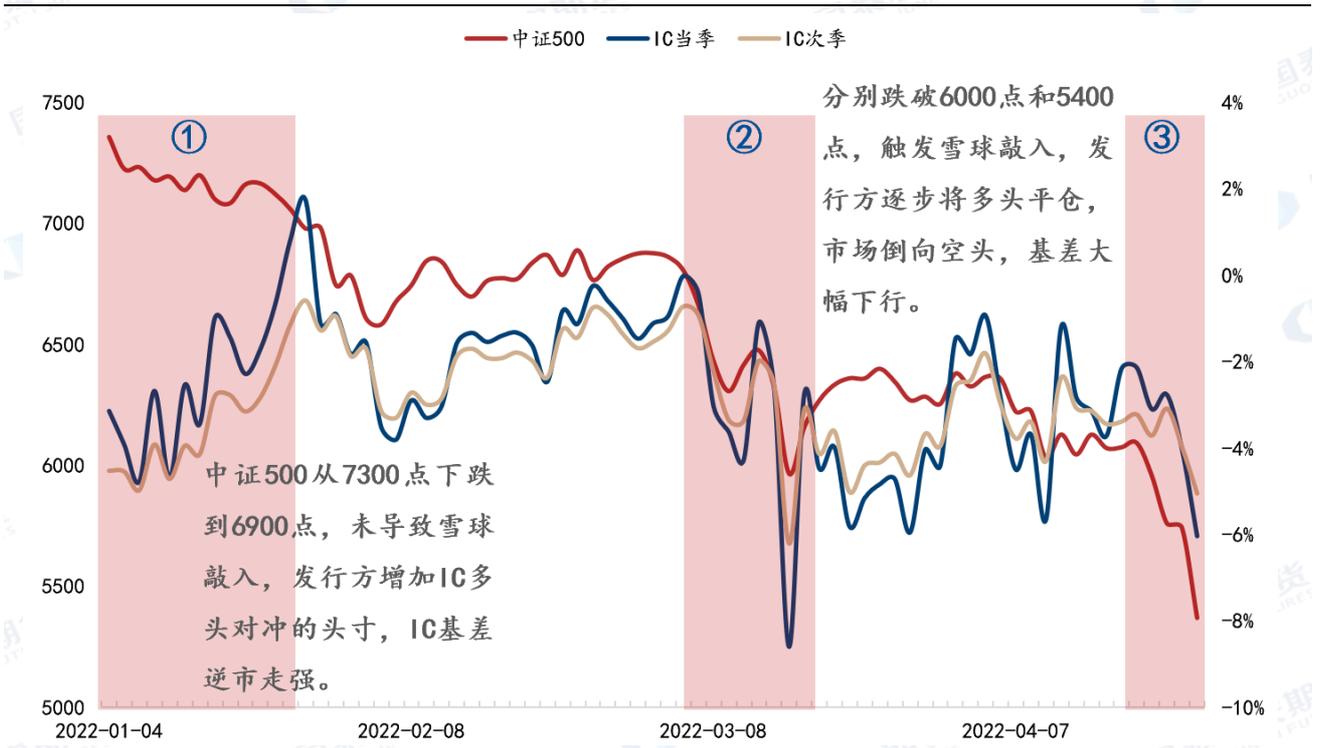
资料来源：Wind，国泰君安期货研究

这里我们着重观察中证 500 和中证 1000 产品的敲入情况，按照我们此前的调研和测算，2023 年产品发行主要集中在 1-2 月，其中中证 500 产品的敲入中枢位于 5100 点，这一敲入线的产品占比约为 70% 左右，同时有小部分敲入线为 5200 点的产品，占比约 15%。1 月 8 日中证 500 点位已触及该敲入线，触发

了一部分的产品敲入。对于中证 1000 而言，敲入中枢位于 5300-5400 点，在这一区间的上下 100 点亦有部分产品分布，近两日指数下跌同样触发了一部分产品的敲入，导致交易商的场内多头集中平仓。

产品的批量敲入近两年以来已发生了两次，分别是 2022 年 3 月-4 月，以及 2023 年的 10 月末，我们对此进行简单复盘。2022 年 3 月中旬，中证 500 指数跌破 6000 点，股指基差同步下行，IC 当季合约年化基差率由 -2.16% 下行至 -8.14%，下行幅度 5.99%；2022 年 4 月下旬，中证 500 指数跌破 5400 点，由于这是短期内的第二次敲入，因此影响规模相对较小，IC 当季合约年化基差率由 -4.36% 下行至 -5.99%，下行幅度仅 1.63%。

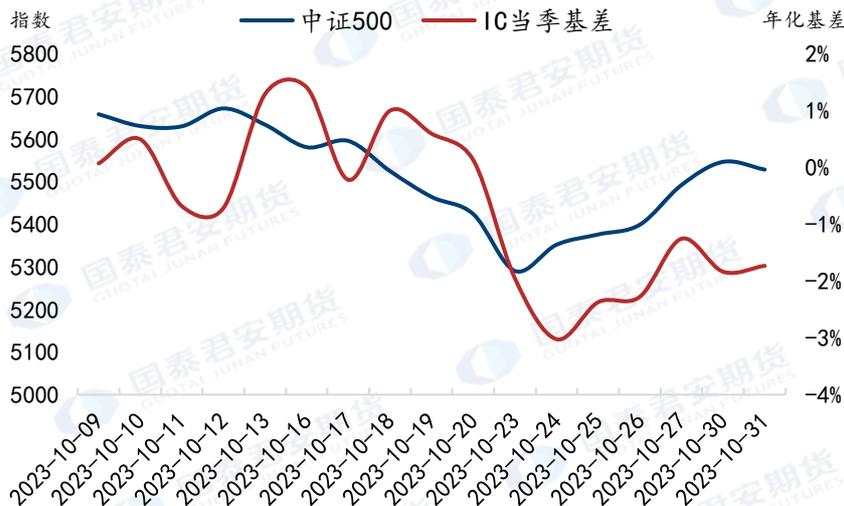
图 9：2022 年 3-4 月产品敲入情况



资料来源：Wind，国泰君安期货研究

另外一次小规模敲入发生在 2023 年 10 月 23 日，当日指数跌幅 2.46%，日内最低价 5269.83，亦触及一定规模的 500 产品敲入，当日 IC 当季合约由轻微平水下行至 2% 贴水，下行幅度为 2.1%。而本次产品敲入后，IC 年化贴水率走阔至 9.35%，下行幅度 6.26%，由于今年的存量产品规模较大，因此本轮贴水不论深度还是走阔的幅度均已大于近两年的两次历史敲入。随着 IC 和 IM 基差已下行至近年来低位，对冲端的成本较高，而短期吃贴水增强则可获得较高收益，因此我们认为，如果指数继续下行触发更低的敲入线，短期内基差可能会进一步走阔，但空间可能有限。

图 10：2023 年 10 月末指数下跌亦导致小部分敲入



资料来源：Wind，国泰君安期货研究

### 3. 存量产品开始敲入的影响分析

随着市场的下跌，备受关注的产品敲入潮开始了。由于产品的敲入线大部分处于 70%-80%之间，且产品的合同期一般为两年，因此可反推出当前最低收盘价下敲入的产品的进场价格。中证 1000 指数在 2024 年 1 月 8 日收盘价为 5544，敲入产品的进场价约需高于 6930，中证 500 指数在 2024 年 1 月 8 日收盘价为 5168，敲入产品的进场价约需高于 6460。根据这两个进场价位来看，中证 1000 股指产品面临敲入的概率相对更大。

具体来看中证 1000 股指产品的敲入情况，过去两年中价格高于 6930 的时间段主要集中在 2022 年 7-8 月份，以及 2023 年 2 月份和 4 月份。由于指数产品的敲出线一般为 101%或 103%，而在 2022 年 8 月中旬为近两年来的高位，当时几乎实现了前序存量产品的全部敲出，且在 2022 年 7-8 月份的产品增量较少，因此在 2024 年 1 月 8 日敲入的产品产品中几乎很少有 2022 年高位建仓的产品，大多数是在 2023 年 2 月份和 4 月份高位震荡时期进场的产品。而中证 500 股指产品，过去两年中的盘中最低价几乎没有高于 6460，因此目前中证 500 股指产品尚未发生大面积敲入。

再观产品的发行规模情况，根据中国证券业协会和中国期货业协会公开发布的数据，2023 年 2 月份证券公司场外衍生品新增场外期权名义本金约 3590 亿元，估算其中股指类占比 50%，产品类型再占股指类场外期权比例约 30%，则可得出券商场外期权规模中约有 538.5 亿元的股指产品；而风险管理公司在 2023 年 2 月份新增期权名义本金约 2203 亿元，估计其中股指类产品约占 2.5%，得出这一部分股指产品新增规模约为 55 亿元。汇总证券公司场外衍生品和期货风险管理子公司的期权新增数据中股指产品的估算规模，2023 年 2 月份约新增 593 亿元。同样的方式计算 2023 年 4 月份新增规模约为 681 亿元，加总后得出在 2023 年 2 月份和 4 月份高位建仓的指数产品规模约为 1274 亿元，然而并非指数产品挂钩标的均为中证 100 和中证 500 这两个指数，假设这两个指数占比 75%，那么面临敲入风险的指数产品规模约为 950 亿元。

图 11：证券公司 2023 年 2 月场外业务开展数据

		单位：笔/亿元				
业务类型	统计项	期初存量	本期新增	本期终止	期末存量	本年累计新增
收益互换	名义本金	7,922.05	3,749.12	3,673.48	7,997.69	6,378.88
	交易笔数	74,084	95,550	86,565	83,069	134,492
场外期权	名义本金	9,643.31	3,589.48	3,210.71	10,022.08	5,946.86
	交易笔数	28,401	12,726	8,450	32,677	22,224
合计	名义本金	17,565.36	7,338.60	6,884.19	18,019.77	12,325.74
	交易笔数	102,485	108,276	95,015	115,746	156,716

资料来源：中国证券业协会、国泰君安期货研究

图 12：风险管理公司 2023 年 2 月场外业务分合约类型统计表

合约类型	累计新增名义本金 (亿元)	占比	月末存续名义本金 (亿元)	占比
期权	2202.90	60.78%	2600.60	70.19%
远期	488.72	13.48%	282.58	7.63%
互换	932.83	25.74%	821.80	22.18%
总计	3624.45	100%	3704.98	100%

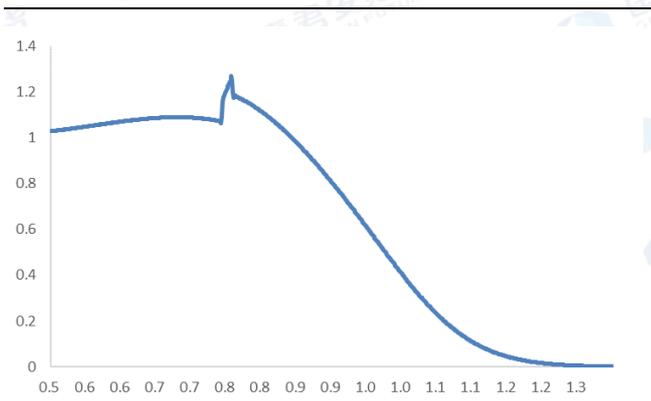
资料来源：中国期货业协会、国泰君安期货研究

我们进一步拆分市场上的产品结构，存量产品中敲入线主要分布在 70%-80%，一般来说投资者偏向于购买整数线位产品，因此我们可假设 70%、75%和 80%敲入线的产品结构平均分配，那么目前处于敲入线附近的产品规模约为 300 亿元。因为市场整体产品建仓时间点和价位较为分散，所以其中部分产品已经敲入，还有部分产品处于临界值附近。另外有 600 亿元规模的产品距离敲入线还存在 5%-10%的空间。下一个较为集中的敲入点位在中证 1000 指数上约为 5200，在中证 500 指数上约为 4845。

观察近日指数产品处于敲入线附近时，股指期货贴水有所加大，深析其与产品的关系，我们认为产品发行商在敲入线附近会对股指期货对冲仓位进行调整，但敲入产品带来的股指期货多头减仓行为与新增产品带来的股指期货对头加仓行为有所对冲，且发行商交易台对于敲入线附近的对冲仓位调整会进行一定的平滑处理，减仓行为会根据敲入线的分散情况和平滑处理结果逐步进行，因此不会在某个价格点位产生集中的踩踏影响。

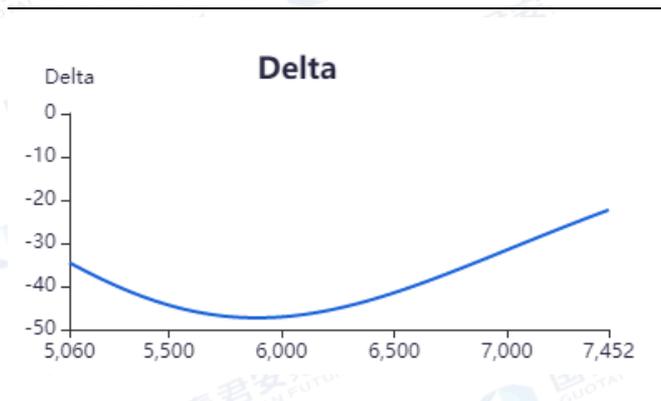
从产品对冲机制来看，通过平滑处理后，传统产品的对冲仓位变化情况如下左图所示，在敲入线附近增加至约 130%的仓位，然后在跌穿敲入线时会降低仓位至 100%的水平，因此会导致约 30%的期指多头减仓，但在敲入事件发生之后，期指多头的仓位几乎保持不变。而不追保产品（保底产品）在敲入后的对冲仓位变化情况与下右图相似，会在敲入线附近逐渐减仓，敲入事件发生瞬间，理论上的对冲仓位会降低约 50%的水平，若在击穿敲入线后价格继续下跌则会继续降低多头仓位，若价格反弹则会增加多头仓位。总的来看，假设敲入线集中，则敲入事件导致期指多头减少的仓位约为 40%。然而由于进场价格的离散，在固定价格附近，一部分产品临近敲入线但没有触及敲入，导致加仓行为，还有一部分产品突破敲入线导致减仓行为，另外还有一些产品已经在敲入线以下继续下行导致减仓行为，因此交易台在进行综合对冲时整体的减仓头寸估计低于 40%。

图 13：经典产品的对冲仓位随标的的价格变化



资料来源：国泰君安期货研究

图 14：中证 1000 熊市看跌价差组合的方向性风险敞口随指数价格变化情况



资料来源：同花顺、国泰君安期货研究

此外，在指数价格下跌和贴水走强的行情中，波动率水平也有所增加，当前市场参数下，产品的票息上升，或许会增强投资者新建产品的积极性。并且在敲入事件发生时，发行商交易平台对冲仓位减少后，其资金风险度也降低，此时发行商增加新产品的意愿也可能有所加强。因此在敲入线附近，可能会有增量产品出现，也会带来期指多头的增仓行为。按照新建产品的对冲仓位在 40%附近来看，敲入事件对于期指多头的减仓影响进一步降低。

## 本公司具有中国证监会核准的期货交易咨询业务资格

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做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做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。

## 版权声明

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、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“国泰君安期货研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的期货品种。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。