

股票质押、两融资金与雪球风险分析

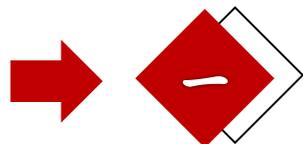
[期货交易咨询业务资格：证监许可〔2011〕1461号]



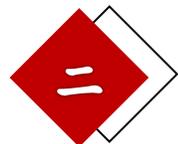
分析师：刘超 期货交易咨询从业信息：Z0012924
助理分析师：孟庆姝 期货从业信息：F03108218
2024年2月6日

目录

Contents



股票质押风险分析



两融资金风险分析

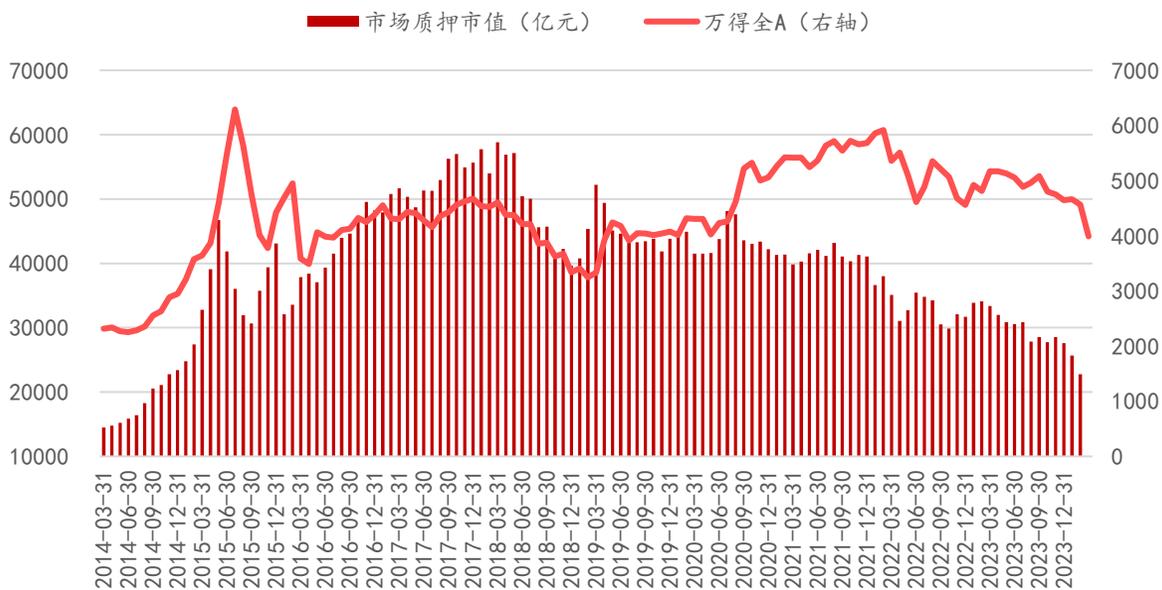


雪球敲入风险分析

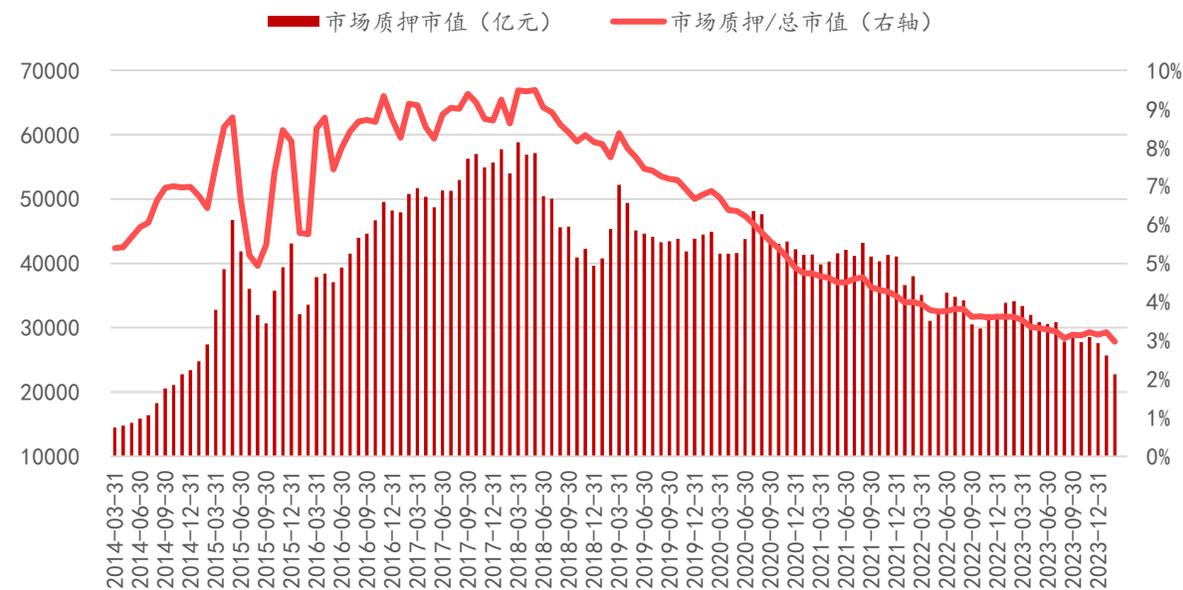
股权质押：总量较2018年高峰期明显下降

- 证监会：截至2月2日，两市股票质押市值占总市值的比重由2018年高峰时的10.51%降为3.38%，质押融资余额由2.69万亿元降为1.59万亿元，上市公司第一大股东质押比例超过80%的数量由702家降为227家。
- 从沪深两市数据看，今年以来股票质押违约强平金额合计为2740.32万元，占市场日成交额的比重很小。
- 截至2024/2/5，未解押的股权质押市值规模为2.63万亿元，其中跌破平仓线的股权质押累计规模为1.8万亿元、占比为68.3%。

股权质押市值与万得全A走势



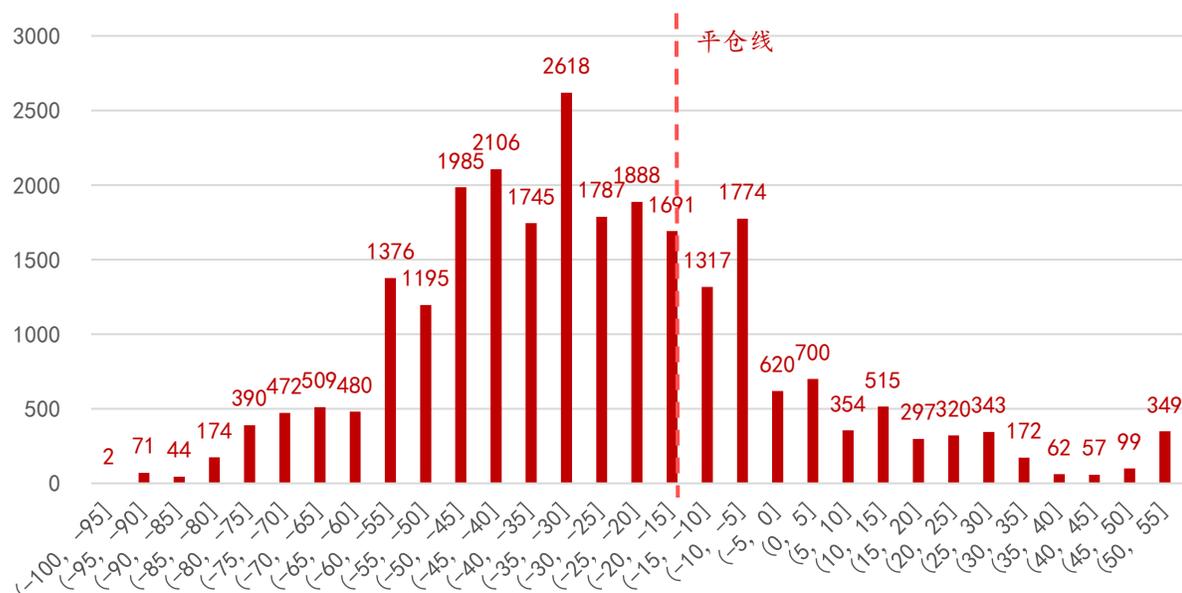
股权质押市值占比



股权质押：触及平仓比例与进一步出清风险

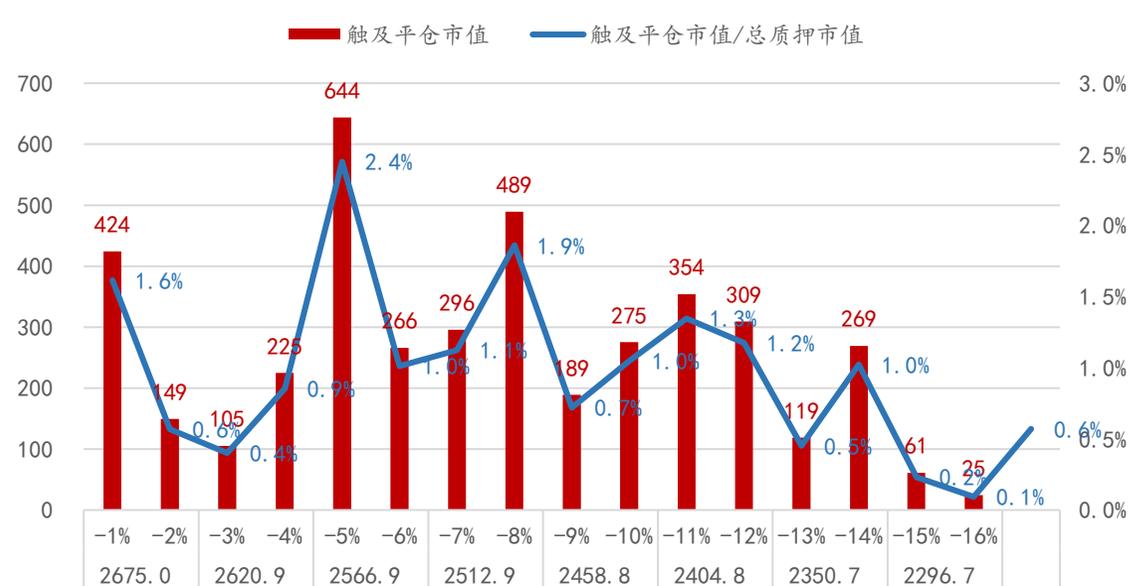
- █ 质押率（质押交易融资/质押股票的参考市值）是由金融机构依据被质押的股票质量及借款人的财务和资信状况与借款人商定，一般而言在3-6折之间。根据证监会数据，可估计出当前股票质押率约为60%。
- █ 平仓线 = 平仓价 / (参考价 × 质押率 × (1 + 融资成本))，平仓价按照60%质押率、130%平仓线、7%融资成本估算，则下跌**16.54%**即触发平仓。
- █ 截至2024/2/5，未解押的股权质押规模为2.63万亿元，其中跌破平仓线的股权质押累计规模为1.8万亿元、占比为68.3%。其中，最近一周（2024/1/29-2024/2/5）A股跌破平仓线质押股权规模约为2400亿元（占股权质押规模比重约为9.2%）；按照补足保证金至警戒线水平，股权质押交易出质方需补充保证金 480亿元。

全市场质押市值变化的规模分布(亿元)



数据来源：Wind、中信建投期货

未来每下跌1%质押平仓规模 (亿元)

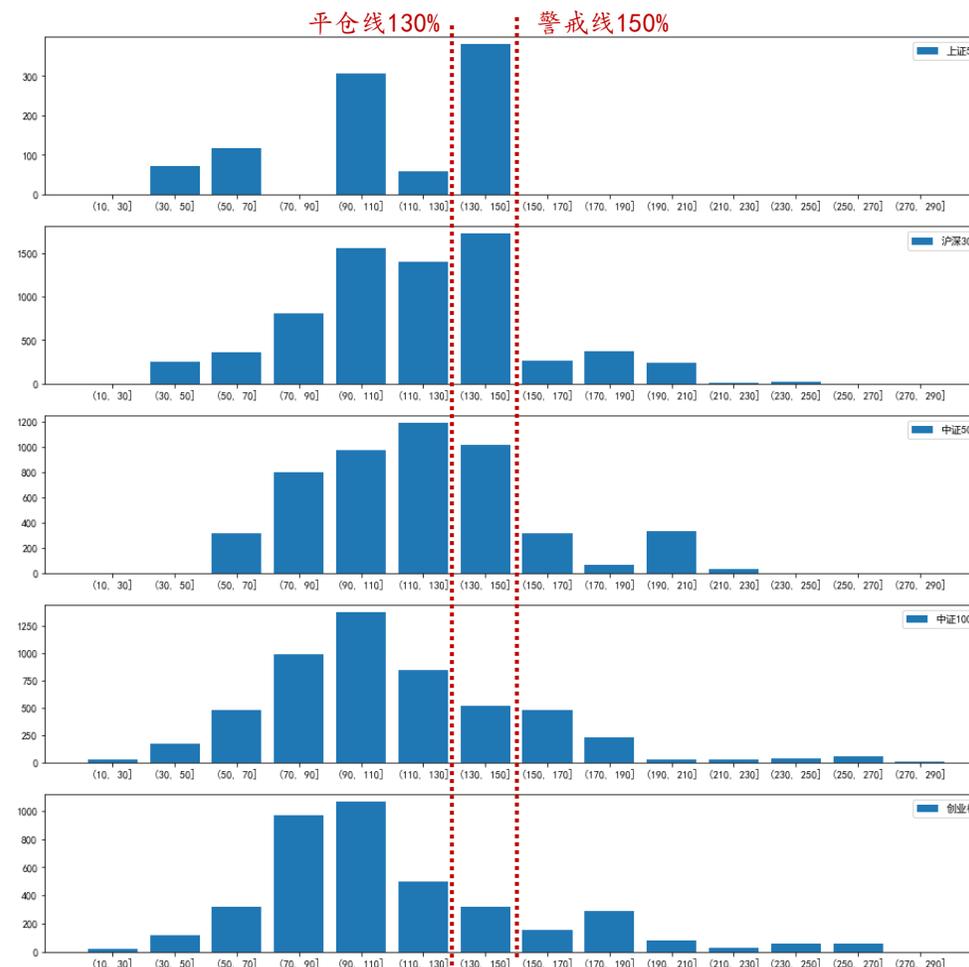


股权质押：指数成分股质押风险

- 假设不追保的情况下，担保比例 = 最新价 / (参考价 × 质押率 × (1 + 融资成本))，按照质押率为60%、融资成本为7%估算。
- 从存在风险的公司市值占比情况来看，中证1000成分股中跌破平仓线占比明显高于其他几个重要指数的成分股。

质押率为60%时主要指数成分股股权质押风险测算

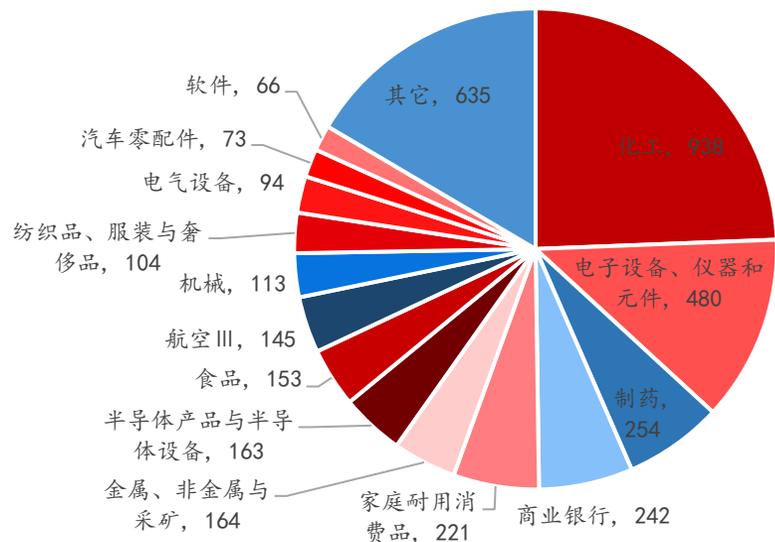
指数成份股	未解押参考市值 (亿元)	未解押最新市值 (亿元)	跌破平仓线 (130%) 规模	跌破平仓线 (130%) 占比	130%~150% 占比	未跌破平仓线 (130%) 部分: 平均担保比例
上证50	1512.2	937.8	557.1	59.4%	40.6%	141.4%
沪深300	10271.0	7121.0	4360.9	61.2%	24.2%	171.2%
中证500	7293.2	5441.4	3282.9	60.3%	18.7%	209.3%
中证1000	8589.4	5317.1	3880.8	73.0%	9.7%	167.1%
创业板指	6578.3	4202.5	2985.8	71.0%	7.6%	225.1%



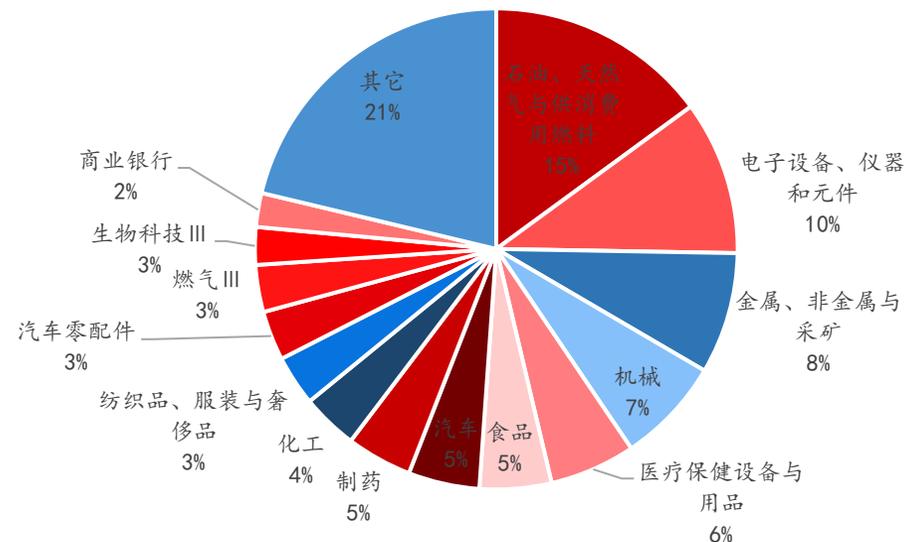
股权质押：行业质押风险

- 担保比例 = 最新价 / (参考价 × 质押率 × (1 + 融资成本))，按照质押率为60%、融资成本为7%估算。
- 全市场中目前担保比例在130%~150%之间的股票质押跌破平仓线风险较大，市值规模约为3846.3亿，主要集中于化工、电子、制药、银行、消费等行业。
- 担保比例在150%以上的市值规模约为4452.3亿，主要集中于石油、电子、金属、机械、医疗等行业。

潜在质押平仓总规模的行业分布（跌13%以内）



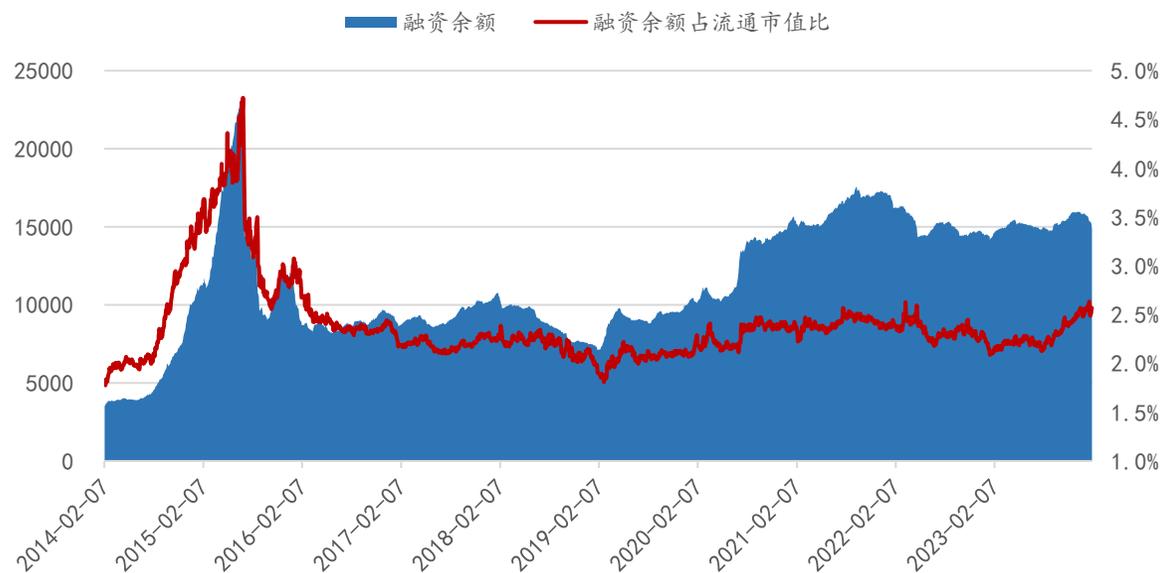
潜在质押平仓总规模的行业分布（跌13%以上）



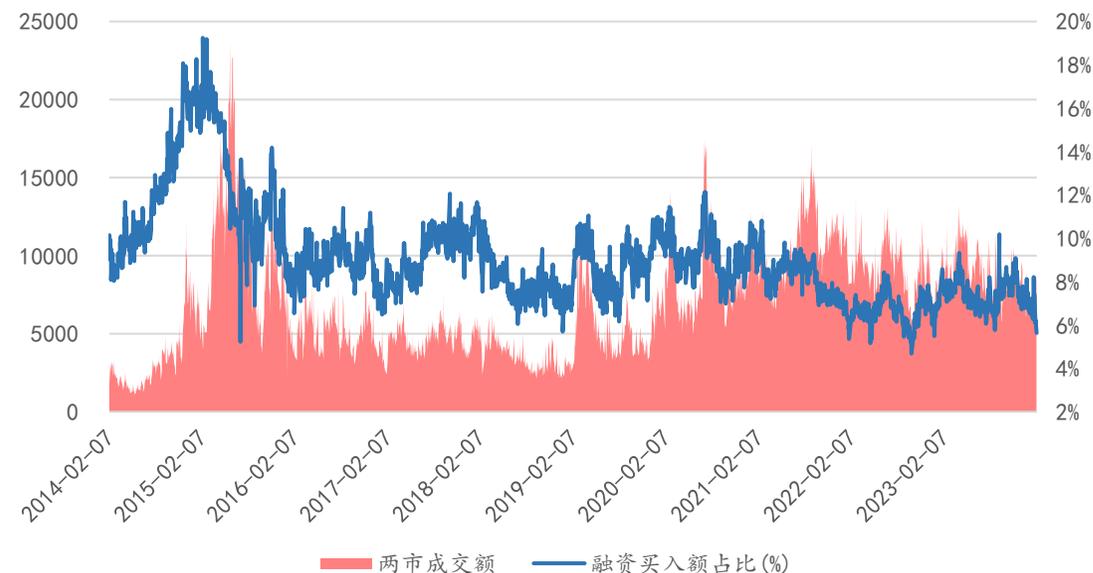
融资融券：去年9月以来融资余额占比持续上升

- 证监会：截至目前，全市场平均维持担保比例226%，较年初有所下降，平仓线通常为130%。1月以来全市场累计平仓金额约9亿元，占融资规模的万分之6，且标的和投资者都高度分散，整体风险可控。
- 截至 2024/2/1，A股融资余额占流通市值比重为2.6%，低于15年6月时的4.7%，但高于18年10月的2.2%。
- 从融资交易占比看，目前融资买入额占A股成交额的比重为6.5-7%，低于15年6月时的13%左右、18年10月时的8%左右。

A股融资余额占流通市值比重



融资买入额占两市成交额比重



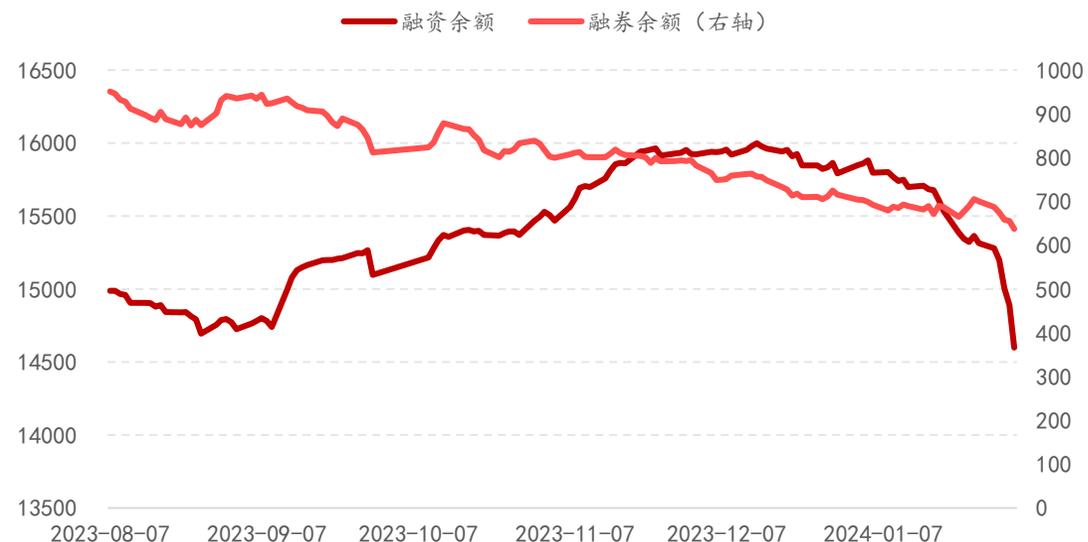
融资融券：今年1月以来担保比例快速下降

- 担保是融资融券业务主要风险管理方式之一，维持担保比例是指投资者在进行融资融券交易时，需要维持的担保资产与负债之间的比例。券商会设路维持担保比例的平仓线、警戒线和关注线，如果担保比例低于平仓线且没有及时追加担保品以提高维保比例，券商将进行强制平仓操作，即担保比例的下降对应着融资爆仓压力的增加。
- 从担保比例的变化趋势来看，最近一段时间担保比例下降较快，2023/12/29市场平均维保比例为254%，2024/2/5市场平均维保比例为222%，下降34个百分点。
- 最近一周，两融规模减少约1100亿元，2024/2/5融资余额为1.42万亿，融券余额为614亿。

近期融资融券担保比例快速下降



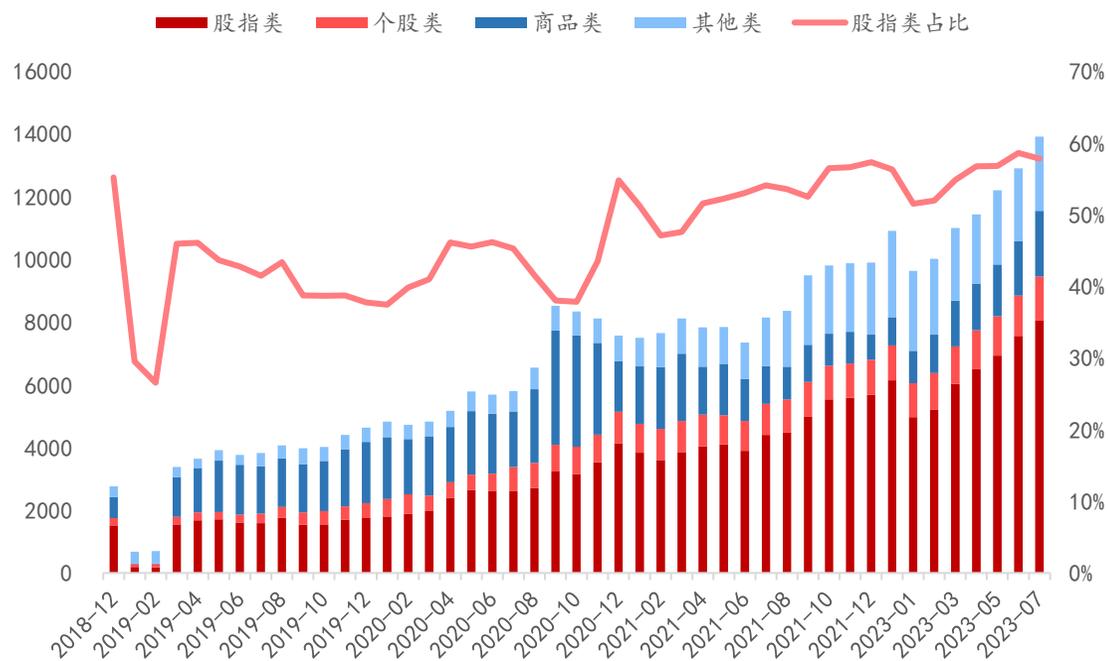
沪深融资融券余额 (亿元)



雪球产品：整体规模估算

- 据中国证券业协会发布的场外业务开展数据，截至7月末，证券公司场外期权存续规模为13923.07亿元，存续的场外期权标的以股指类为主，占比约为58%，规模为8048.95亿元。收益凭证期末存量为4299.21亿元，非固定收益类占比约为40-45%，其规模约为1720-1950亿元。按照中金公司的估算方法，将股指类场外期权规模和非固定收益类收益凭证规模相加，可得包含雪球的场外产品规模约为0.98-1万亿元。
- 假设雪球存续规模为上述产品总规模的20%，可估算出雪球存续规模约为2000亿元；较2023年期初，1月至7月期间雪球规模净增长约500亿元，其中挂钩中证500和中证1000雪球规模大体相当。

证券公司场外期权存续名义本金



数据来源: Wind、中信建投期货

场外衍生品存续情况与雪球产品规模估计

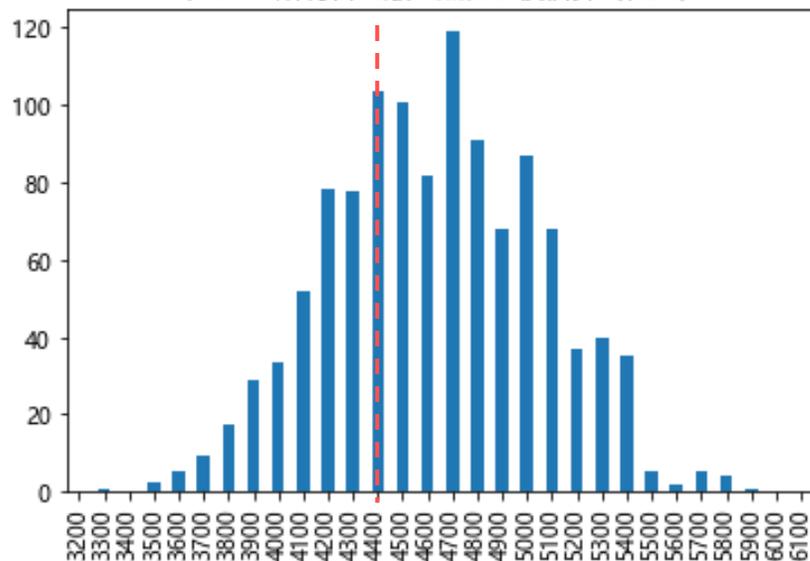
发行月份	证券公司场外衍生品业务 (单位: 亿元)				中证500					中证1000				
	场外股指类期权存续名义本金	收益凭证期末存量	雪球规模 (估算)	增量	均价	70%	75%	80%	85%	均价	70%	75%	80%	85%
2021-10-31	5543.42	4067.75	1434.104	110.1072	7050	4935	5288	5640	5993	7408	5186	5556	5926	6297
2021-11-30	5595.07	4233.51	1457.69	23.59	7126	4988	5345	5701	6057	7687	5381	5765	6150	6534
2021-12-31	5679.09	4142.24	1467.20	9.50	7292	5104	5469	5834	6198	7914	5540	5936	6331	6727
2022-01-31	6148.58	4454.38	1586.07	118.87	7044	4931	5283	5635	5987	7555	5289	5666	6044	6422
2023-01-31	4970.08	4208.89	1330.73	-255.34	5246 (年)	4372	4685	4997	5309	6740	4718	5055	5392	5729
2023-02-28	5210.43	4216.45	1379.40	48.67	6340	4438	4755	5072	5389	6956	4869	5217	5565	5913
2023-03-31	6032.34	3858.14	1515.12	135.72	6277	4394	4708	5022	5335	6848	4794	5136	5478	5821
2023-04-30	6496.75	4153.05	1631.59	116.47	6351	4446	4763	5081	5398	6890	4823	5168	5512	5857
2023-05-31	6935.64	4247.54	1726.93	95.34	6114	4280	4586	4891	5197	6583	4608	4937	5266	5596
2023-06-30	7566.62	4214.70	1850.50	123.57	6026	4218	4520	4821	5122	6557	4590	4918	5246	5573
2023-07-31	8048.95	4299.21	1953.73	103.23	6000	4200	4500	4800	5100	6508	4556	4881	5206	5532
2023-08-31	-	-	-	-	5871	4110	4403	4697	4990	6242	4369	4682	4994	5306
2023-09-30	-	-	-	-	5714	4000	4286	4571	4857	6085	4260	4564	4868	5172

雪球产品：敲入点位与对应规模估算

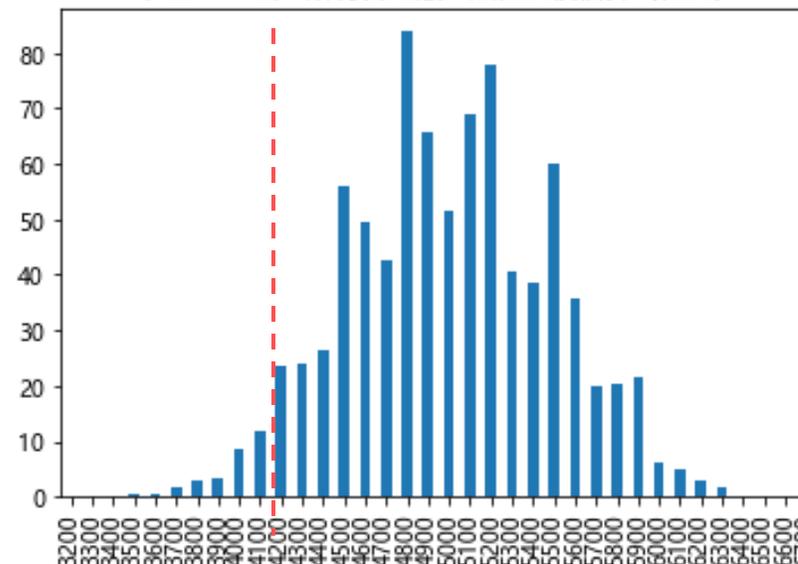
按照市场经验，假设以下条件成立：

- ❑ - 中证500、中证1000雪球存量规模总共在2000亿元左右，发行期限多数为2年；
- ❑ - 其中由于中证1000股指期货2022年7月上市；按比例估计，中证500雪球存量规模约在1150亿；中证1000雪球规模大约在850亿；
- ❑ - 产品在2022.1-2024.1区间内均匀发行，70%、75%、80%、85%比例分别为20%、30%、30%、20%。
- ❑ 基于以上假设，从2022年1月24日开始，以每日收盘价为基准价投资雪球产品，投资合约规模和比例按照上述假设进行，可推算出截止目前（2024年1月23日）仍存续且尚未敲入的雪球合约在不同价格区间内将面临的敲入合约规模。

中证500所有合约敲入点位规模估算 (亿元)



中证1000雪球所有合约敲入点位规模估算 (亿元)



- **股票质押风险：**未解押的股权质押市值规模为2.63万亿元，其中跌破平仓线的股权质押累计规模为1.8万亿元、占比为68.3%。
 - 全市场中目前担保比例在130%~150%（对应下跌空间10-15%）之间的股票质押跌破平仓线风险较大，市值规模约为3846.3亿，主要集中在化工、电子、制药、银行、消费等行业；
 - 担保比例在150%（对应下跌空间15%以上）以上的市值规模约为4452.3亿，主要集中于石油、电子、金属、机械、医疗等行业。
- **两融风险：**存量规模占总市值比例较低，但近期担保比例下降较快。
 - 最近一周，两融规模减少约1100亿元，2024/2/5融资余额为1.42万亿，融券余额为614亿。
 - 近期担保比例下降较快，2023/12/29市场平均维保比例为254%，2024/2/5市场平均维保比例为222%，下降34个百分点。
- **雪球风险：**雪球敲入风险基本释放，对于股指期货基差影响趋弱。
 - 中证500雪球敲入比例约为70%，中证1000敲入比例已经超过90%，风险已经基本释放。
- **操作策略：**
 - 近期市场处于存量博弈行情中，主要表现为板块或个股的结构性行情，基本面解释力度较低，短期谨慎观望或套保为主。
 - 中长期来看，在贴水程度处于高位的情况下，重点关注股指期货IC、IM2406合约持有到期贴水收敛所带来的指数超额收益机会。

风险提示

本报告内容仅供符合《证券期货投资者适当性管理办法》规定可参与期货交易的投资者参考。在任何情形下都不构成对接收本报告内容投资者的任何投资建议，投资者应充分了解各类投资风险并谨慎考虑本报告发布内容是否符合自身特定状况，自主做出投资决策并自行承担投资风险。中信建投期货不因任何订阅或接收本报告的行为而将订阅人视为中信建投的客户，投资者依据本报告内容作出的任何决策与中信建投期货或作者无关。

本报告发布内容如属于系列解读，则投资者可能会因缺乏对完整内容的了解而对其中假设依据、研究依据、结论等内容产生误解，提请投资者参阅我司已发布的完整系列报告，仔细阅读其所附各项声明、数据来源及风险。

中信建投期货对本报告所载资料的准确性、可靠性、时效性及完整性不作任何明示或暗示的保证，本报告意见仅代表报告发布之时的判断，相关研究观点可能依据我司后续发布的报告在不发布通知的情形下作出更改。

本报告发布内容为中信建投期货所有。未经我司书面许可，任何机构和个人不得以任何形式对本报告进行翻版、复制和刊发，如需引用、转发等，需注明出处为“中信建投期货”，且不得对本报告进行任何增删或修改。亦不得从未经我司书面授权的任何机构、个人或其运营的媒体平台接收、翻版、复制或引用本报告发布的全部或部分內容。版权所有，违者必究。

致 谢 !