

2017年02月17日

“小步慢走”也能行致远

——股指期货监管放松政策点评

相关研究

证券分析师

王胜 A0230511060001
wangshengq@swsresearch.com
傅静涛 A0230516110001
fujt@swsresearch.com

研究支持

沈盼 A0230116080008
shenpan@swsresearch.com

联系人

沈盼
(8621)23297818×7445
shenpan@swsresearch.com

主要内容:

- **事件:** 中金所发布股指期货新政, 2017年2月17日, 将单日投机开仓数量限制由10手提升至20手; 沪深300、上证50股指期货非套期保值保证金由40%调整为20%, 中证500股指期货非套期保值交易保证金由40%调整为30%, 将股指期货平今日仓交易手续费自万分之二十三调整为成交金额的万分之九点二。
- **本次股指期货监管放松可以视为特别时期监管阶段的终结。** 2015年下半年A股市场的异常波动成为了股指期货监管的分水岭, 股指期货监管经历了从“正常监管”逐渐过渡到“特别时期监管”的三个阶段: (1) 2015年7月8日之前, 属于“正常监管”阶段; (2) 2015年7月8日至9月7日, 属于“逆周期监管”阶段, 股指期货交易手续费和保证金要求逐步提升, 但并未明显影响到市场的有效性。 (3) 2015年9月7日之后, 属于“特别时期监管”阶段, 日内投机开仓超过10手就被认为是“异常交易行为”, 使得股指期货市场的流动性骤降。本次股指期货监管放松标志着“特别时期监管阶段”宣告终结, 股指期货监管进入到逐步恢复阶段, 后续监管放松将有望以“小步慢走”的方式逐步推进。
- **股指期货短期影响: 股指期货监管政策放开, 投机开仓的边际增量将以多单为主, 对期指短期走势形成支撑。** 主要逻辑有以下两点: (1) 股指期货目前是普遍贴水的, 多头享受额外的收益, 空头承担额外的成本。 (2) 现货决定期货, 春季行情仍处于健康阶段, 关键预期处于低位, 市场特征处于高性价比区域, 对应股指期货做空投机的风险远大于做多投机。
- **股指期货长期影响: 监管逐渐放松贴水中枢逐渐回归零值是趋势, 但本次监管放松可能还只是“量变”, “质变”仍需耐心等待。** “特别时期监管”对于期货市场的流动性的伤害主要体现在以下3个方面: (1) 成交量大幅下行: 2015年9月之后三大股指期货成交量仅为2015年牛市期间的2%, 2014年9月牛市前的5%; (2) 持仓量下滑, 但下滑幅度小于成交量: 严厉监管后期指的持仓量为之前的1/3; (3) 贴水回复天数明显增加, 市场纠正错误定价的能力下降。贴水是期指流动性下降的表征, 其根本的决定性因素是投机需求和套保需求的强弱对比。2015年9月的监管政策限制了日内投机开仓数量, 但对于套保开仓无限制, 使得多头投机需求和空头套保需求的平衡被打破。我们用成交量/持仓量度量多头持仓建立的效率, 我们认为这是评估贴水中枢变化方向和程度的关键观察指标。2014年3月至2014年9月牛市开始前, 沪深300股指期货的成交量/持仓量日均值为4.60, 而2015年9月之后, 成交量/持仓量回落至0.41, 多头持仓建立的效率不及2014年9月牛市开始前的10%。相应的两个区间贴水率的均值分别为0.08%和1.04%。所以贴水实际上是对多头持仓建立效率下降的一种补偿。根据我们的测算, 在非常激进的假设下, 本次监管放松之后成交量中枢可能提高到原来的4倍, 这意味着多头持仓的建立效率依然无法回到2014年9月牛市前的水平。所以, 我们认为本次监管正式实施后, 期指贴水仍会存在, 长期随着监管的逐步放松, 贴水中枢逐渐回归零值是趋势, 但“量变到质变”仍需耐心等待。
- **股票现货长期影响: 量化对冲基金在“资产荒”中本应高速发展, 监管逐渐放松, 这类产品有望重回高速增长阶段, 给A股市场带来增量资金。** 期货市场监管正常化对于股票市场长期的积极作用处于被低估的状态。我们关注的长期影响主要有两个方面: (1) 中国量化对冲基金的发展(现货多头Alpha策略; 期货空头套保)由于监管趋严陷入停滞, 随着监管的放松, 这类在“资产荒”时期理应获得长足发展的产品会重新进入高速发展期。 (2) A股市场进一步吸引外资、养老金和社保等长期资金, 需要提供更丰富的风险管理工具。
- **股票现货短期影响: 监管进一步放松可期稳定市场预期, 长期积极影响认识逐渐充分有望映射为短期走强。** 监管放松对于A股市场短期预期的稳定肯定不是坏事, 管理层进行了相对充分的预期管理, 短期政策本身的预期差并不大。但我们依然关注三方面的积极影响: (1) 股指期货短期获得支撑对于现货走强存在“反身性”的影响。监管放松短期支撑期货, 也会通过“反身性”支撑现货。 (2) 后续监管进一步放松可期, 期货监管逐步回归正常化走出了第一步, 期权交易制度的完善(组合保证金, 备兑开仓差异保证金)的窗口也已打开, 后续监管进一步放松仍可期待。另外, 如果由于股灾停滞的新增金融衍生品(关注上交所的ETF期权新品种和中金所的股指期权)能够重新进入监管视野将构成超预期。 (3) 股指期货监管放松的长期影响尚存在预期差, 市场认识逐步明确存在长期逻辑短线映射的可能性。



申万宏源研究微信服务号

目 录

1. 政策定位：特别时期监管阶段的终结	4
2. 期指短期影响：投机开仓边际增量多单为主	5
3. 期指长期影响：“量变到质变”需耐心等待	6
4. 股票长期影响：对冲基金发展带来增量资金	11
5. 股票短期影响：后续催化有助于稳定预期	13

图表目录

图 1: 股指期货长期处于贴水状态	6
图 2: 三大股指期货成交金额快速回落	7
图 3: 2014 年 9 月前股指期货成交量均值为 78 万手	7
图 4: 14 年 10 月-15 年 9 月成交量均值为 186 万手	7
图 5: 15 年 9 月以后成交量均值缩小至约 4 万手	7
图 6: 2015 年 9 月后三大股指监管后持仓量急速下滑	8
图 7: 2015 年 9 月后贴水回复天数明显增加	8
图 8: 沪深 300 期指升贴水与现货走势正相关	8
图 9: 中证 500 期指升贴水与现货走势正相关	8
图 10: 基于 2015 年 6 月 15 日数据测算套保比例为 57%	10
图 11: 总持仓/总成交金额的回落能够较好的解释贴水中枢的下移	10
图 12: 2015 年 9 月监管后多头头寸的建立效率不及 2014 年 9 月前的 10%	11
图 13: 对冲量化基金规模在 2015 年高点后持续回落	12
图 14: 银行理财产品 2015 年 9 月后总体维持正增长	12
图 15: 保本基金在 2016 上半年得到了长足发展	12
图 16: 2016 年万能险增速出现了井喷	12
表 1: 本次监管放松应可以视为“特别时期监管阶段”的终结(沪深 300)	4
表 2: 本次监管放松应可以视为“特别时期监管阶段”的终结(中证 500)	5
表 3: 本次监管放松应可以视为“特别时期监管阶段”的终结(上证 50)	5

事件：中金所发布股指期货新政，2017年2月17日，将单日投机开仓数量限制由10手提升至20手；沪深300、上证50股指期货非套期保值保证金由40%调整为20%，中证500股指期货非套期保值交易保证金由40%调整为30%，将股指期货平今日仓交易手续费自万分之二十三调整为成交金额的万分之九点二。

我们认为，股指期货监管放松对于股票现货构成利好。尽管此次监管放松的力度并不大，但却可以视为“特别时期监管阶段”的终结，股指期货监管逐渐回归正常化的进程已经开始。值得注意的是此次监管放松，管理层进行了较为充分的预期管理。其中保证金要求下调和投机开仓限制放宽市场已经有充分预期。

尽管我们承认政策本身超预期的程度有限，但交易制度的变革对于期货市场的影响将是立竿见影的，有必要进行更深入的数据分析。同时，本次政策作为监管渐进放松的起点，其对股指期货和现货的长期影响处于低估状态。本文我们就将对监管放松政策的定位，及其对期指、对现货的短期和长期影响进行系统性的分析。

1. 政策定位：特别时期监管阶段的终结

2015年下半年A股市场的异常波动成为了股指期货监管的分水岭，股指期货监管经历了从“正常监管”逐渐过渡到“特别时期监管”的三个阶段：

(1) 2015年7月8日之前，属于“正常监管”阶段，体现在关键的监管指标上，平今日仓的手续费为合约价值的0.23(万分之一)，套保和非套保的保证金要求均为10%，单日投机开仓数量不受限制，仅限制单边投机持仓的总额(沪深300股指期货为5000手，中证500和上证50股指期货为1200手)。

(2) 2015年7月8日至9月7日，属于“逆周期监管”阶段，市场大幅回调，但总体仍处高位，监管逐渐趋严的进程虽然相对滞后，但仍属于逆周期监管的范畴。在这个过程中，平今日仓的手续费从0.23(万分之一)提升至1.15(万分之一)；套保保证金要求维持不变，但非套保保证金要求提升至30%。

(3) 2015年9月7日之后，属于“特别时期监管”阶段，平今日仓的手续费提升至23(万分之一)；非套保保证金要求提升至40%；最重要的是日内投机开仓超过10手就被认为是“异常交易行为”，需要向监管部门进行申报和说明。投机开仓受限使得股指期货市场的流动性骤降。

表1：本次监管放松应可以视为“特别时期监管阶段”的终结(沪深300)

沪深300	正常监管				逆周期监管					特别时期监管
	7/8前	7/8	7/9	7/31	8/3	8/26	8/27	8/28	8/31	9/7
手续费(万分之一)	0.23	0.23	0.23	0.23	0.23	1.15	1.15	1.15	1.15	23

套期保值保证金	10%	10%	10%	10%	10%	10%	10%	10%	10%	20%
非套期保值保证金	10%	10%	10%	10%	10%	12%	15%	20%	30%	40%
投机单边持仓数量(手)	5000	5000	5000	5000	5000	5000	5000	5000	5000	5000
单日内开仓数量(手)	超过10手为异常									

资料来源：申万宏源研究

表 2：本次监管放松应可以视为“特别时期监管阶段”的终结(中证 500)

中证 500	正常监管				逆周期监管					特别时期监管
	7/8 前	7/8	7/9	7/31	8/3	8/26	8/27	8/28	8/31	9/7
手续费(万分之一)	0.23	0.23	0.23	0.23	0.23	1.15	1.15	1.15	1.15	23
套期保值保证金	10%	10%	10%	10%	10%	10%	10%	10%	10%	20%
非套期保值保证金	卖出	10%	20%	30%	30%	30%	30%	30%	30%	40%
	买入	10%	10%	10%	10%	10%	12%	15%	20%	30%
投机单边持仓数量(手)	1200	1200	1200	1200	1200	1200	1200	1200	1200	1200
单日内开仓数量(手)	超过10手为异常									

资料来源：申万宏源研究

表 3：本次监管放松应可以视为“特别时期监管阶段”的终结(上证 50)

上证 50	正常监管				逆周期监管					特别时期监管
	7/8 前	7/8	7/9	7/31	8/3	8/26	8/27	8/28	8/31	9/7
手续费(万分之一)	0.23	0.23	0.23	0.23	0.23	1.15	1.15	1.15	1.15	23
套期保值保证金	10%	10%	10%	10%	10%	10%	10%	10%	10%	20%
非套期保值保证金	10%	10%	10%	10%	10%	12%	15%	20%	30%	40%
投机单边持仓数量(手)	1200	1200	1200	1200	1200	1200	1200	1200	1200	1200
单日内开仓数量(手)	超过10手为异常									

资料来源：申万宏源研究

本次监管放松的定位：“特别时期监管阶段”宣告终结，股指期货监管进入到逐步恢复阶段，后续监管放松将有望以“小步慢走”的方式逐步推进。非套保保证金要求降低至 20%，距离“正常监管阶段”的 10% 仍有距离。而单日内投机开仓的数量限制依然构成影响股指期货市场流动性的关键因素，本次放松将单日内投机开仓限制从 10 手提高到 20 手有助于改善股指期货市场的流动性状况，但根据我们的分析，股指期货长期贴水的状态尚无法发生根本扭转，仍需等待监管政策的进一步放松“从量变到质变”。所以，本次监管放松充分体现了管理层“小步慢走”的渐进思路，充分的预期管理也反映出管理层在推进股指期货监管正常化的进程中，不希望造成明显市场冲击的倾向，我们认为后续延续这种方式的概率较高。

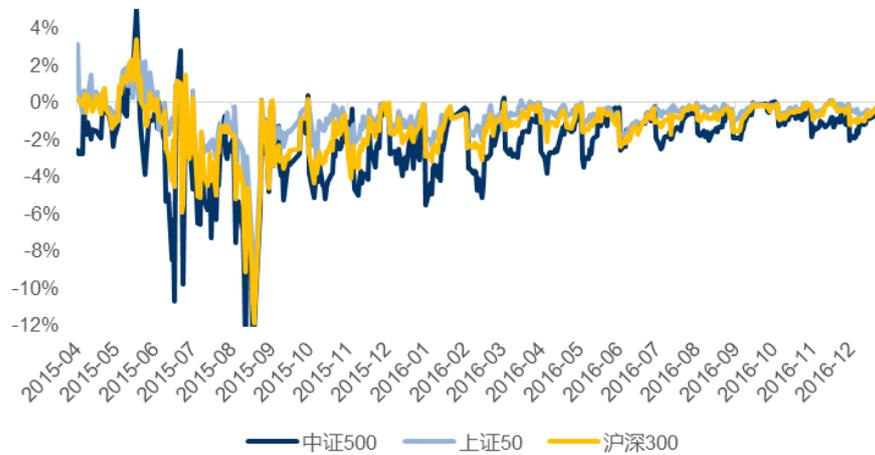
2. 期指短期影响：投机开仓边际增量多单为主

在我们看来，分析本次监管放松对于股指期货的短期影响，特别是单日内投机开仓数量限制由 10 手提升至 20 手政策的短期影响，核心在于分析投

投机开仓的边际增量是多单为主还是空单为主。我们认为，投机开仓的边际增量可能以多单为主，本次监管放松对于短期期指价格形成支撑。主要逻辑有以下两个：

(1) 股指期货目前是普遍贴水的，继续下行空间有限。2015 年股票现货大幅下跌，期货市场出现“交易拥挤”的单边市，流动性的缺失使得股指期货大幅贴水，随后“特别时期监管”出现，套保开仓不受限，投机开仓受限，使得贴水长期存在。贴水意味着空单投机开仓需要承担额外的成本，而多单投机开仓则可以获得额外的收益。(期货合约到期，贴水会回归到零值附近。)，而贴水长期存在本身与股指期货市场流动性不足直接相关，改善流动性的政策有利于贴水收窄，所以监管放松短期对于多单开仓形成刺激，空单开仓则形成抑制。

图 1：股指期货长期处于贴水状态



资料来源：Wind，申万宏源研究

(2) 现货决定期货，春季行情仍处于健康阶段，股票现货易涨难跌，对股指期货做空投机的风险远大于做多投机。总的来看，现货对于期货的影响仍是决定性的，而期货对于现货的反身性影响却相对间接，所以现货的短期展望对于期货的短期影响至关重要。我们认为，目前作为 A 股市场的主要矛盾经济增长预期仍处低位，市场特征也处于健康状态。一季度经济向好不断确认，二季度目前一致悲观，但最终结果的验证仍有足够的时间和空间。我们的融资情绪指数维持上行通道，宏观流动性趋紧的情况下，股市流动性的改善正在发生。春季行情窗口下，投机做多的风险收益比高于做空。所以，投机开仓边际增量以多单为主，本次监管放松对于短期期指价格形成支撑。

3. 期指长期影响：“量变到质变”需耐心等待

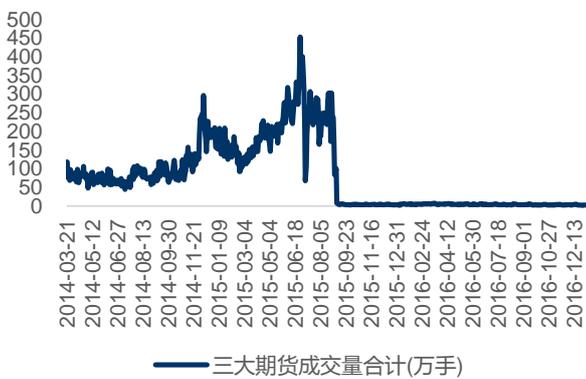
众所周知的是单日内投机开仓限制放松，对于股指期货流动性的改善存在积极影响，但市场对于影响程度的讨论却不多。我们对于贴水存在的原因进行了思考，并尝试给出观察中枢贴水水平变化的关键指标。我们认为，监

管放松和贴水消失之间的关系应当是“量变到质变”的关系，随着监管的逐渐放松，“质变”是可以期待的，但目前监管放松只走出第一步，还只是“量变”，尚不到“质变”的时刻。

“特别时期监管”对于期货市场的流动性的伤害主要体现在以下 3 个方面：

(1) 成交金额的断崖式下跌：2014 年 9 月之前，三大股指期货日均成交量为 78 万手，而随着 2014Q4 股票市场牛市开启，股指期货市场也进入了快速扩张的阶段，2014 年 10 月至 2015 年 9 月间，日均成交量放大至 186 万手。而 2015 年 9 月之后，股指期货的日均成交量萎缩至 4 万手，约为 2014 年 10 月开始的牛市区间的 2%，约为 2014 年 9 月之前的 5%，股指期货市场几乎进入休眠状态。

图 2：三大股指期货成交金额快速回落



资料来源：Wind，申万宏源研究

图 3：2014 年 9 月前股指期货成交量均值为 78 万手



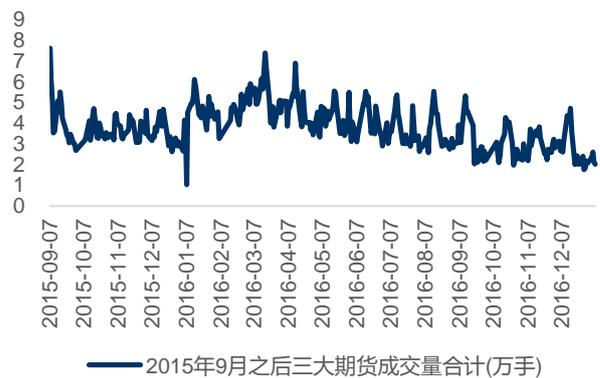
资料来源：Wind，申万宏源研究

图 4：14 年 10 月-15 年 9 月成交量均值为 186 万手



资料来源：Wind，申万宏源研究

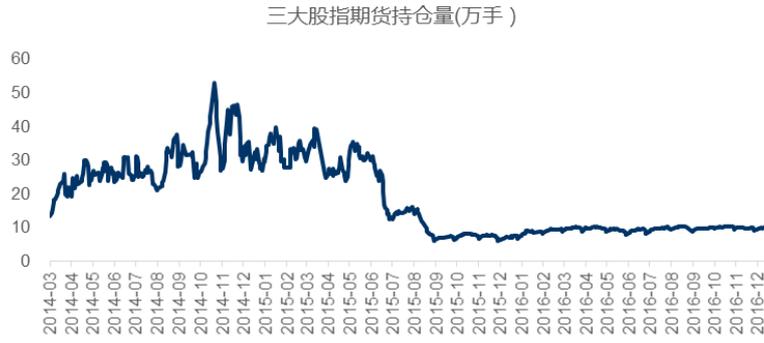
图 5：15 年 9 月以后成交量均值缩小至约 4 万手



资料来源：Wind，申万宏源研究

(2) 持仓量下滑：2014 年 3 月至 2015 年 6 月期间，三大股指期货日持仓量中枢约为 30 万手，而 2015 年 9 月实施单日投机开仓限额之后，持仓量的中枢下降至约 10 万手左右，约为限制政策出台前的 1/3。

图 6：2015 年 9 月后三大股指监管后持仓量急速下滑

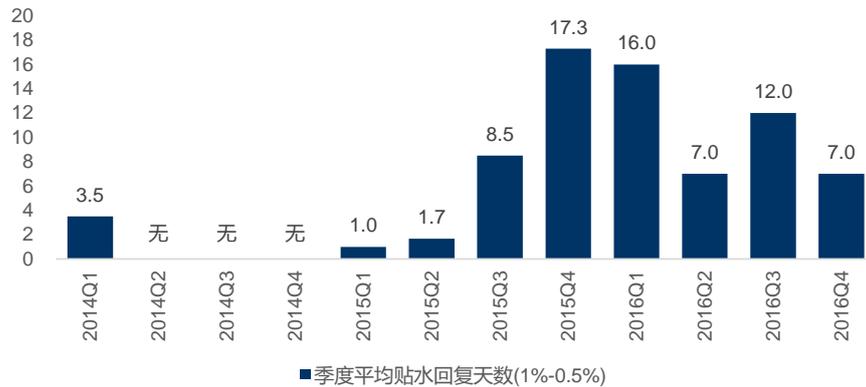


资料来源：Wind，申万宏源研究

(3) 贴水的回复速度明显降低：反映市场定价有效性降低的一个重要的指标是市场纠正错误定价所需要的时间。由于限制单日投机开仓限额之后市场处于长期贴水状态，微幅升水已很难持续，大幅升水几乎绝迹，所以只讨论贴水的回复速度。

我们看到限制单日投机开仓之后，贴水的回复天数明显增加，贴水的回复速度明显降低。

图 7：2015 年 9 月后贴水回复天数明显增加



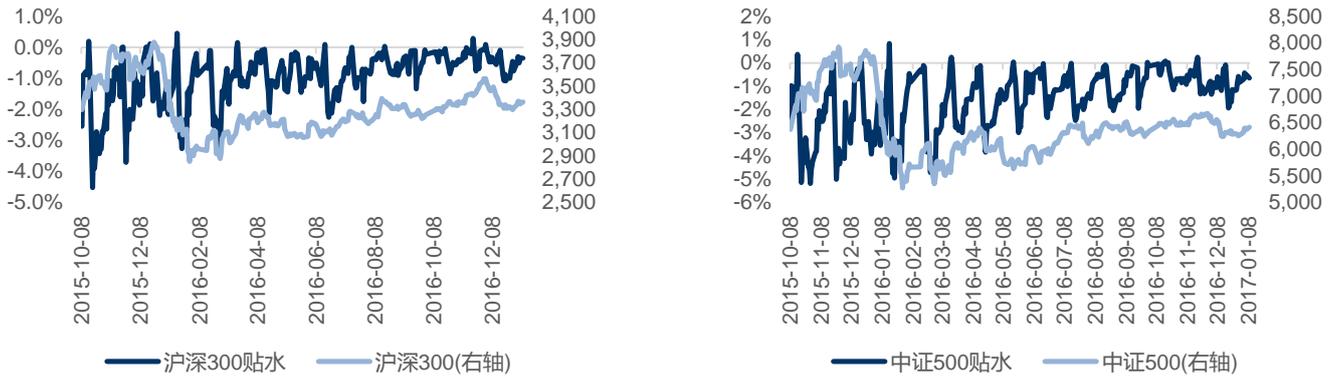
资料来源：Wind，申万宏源研究

随着股指期货监管的逐步放开，股指期货的流动性问题势必将逐渐改善，但在监管放松渐进推进的情况，如何度量改善的程度可能更为重要，这决定了贴水中枢的变化。在我们看来，决定贴水中枢的因素主要因素有两个：

(1) 市场的预期展望对于期指升贴水有直接影响：市场乐观预期升温时，贴水收窄，升水扩大；反之，市场悲观预期发酵时，贴水扩大，升水收窄。从下图中可以看出，股票现货的涨跌与股指期货的贴水波动存在较为稳定的正相关关系，同时期指贴水中枢在 2016 下半年的回复也与期指的走强直接相关。

图 8：沪深 300 期指升贴水与现货走势正相关

图 9：中证 500 期指升贴水与现货走势正相关



资料来源：Wind，申万宏源研究

资料来源：Wind，申万宏源研究

(2) 期指升贴水的决定性因素是投机需求和套保需求的强弱对比。套保需求对应空头持仓的需求，而做多投机对应多头持仓需求，做空投机对应空头持仓需求。在投机持仓不受明显约束的情况下，市场乐观预期升温，期指投机做多意愿提升，多头持仓需求增加，同时做空投机和套保意愿下降，空头持仓需求减弱；反之亦然。我们知道，股指期货的多空持仓始终相同，但多空持仓需求却会动态变化，只能通过价格变化调整有效供需的平衡，这个价格就是升贴水。乐观预期升温，空头持仓的投资者获得升水作为补偿；而悲观预期发酵，多头持仓的投资者获得贴水作为补偿。

限制单日投机开仓数量的影响，本质上就是投机需求被抑制，而套保需求受到的约束不明显。所以目前期指贴水的本质是受到约束的做多投机需求远小于基本不受约束的套保需求，所以贴水是套保提供给投机做多的补偿。基于这样的认识，分析贴水合理水平的关键是分析做多投机需求和潜在需求的是否能够近似匹配。

潜在的套保需求有多大？我们认为 2015 年 6-7 月间的水平是存在一定参考意义的。因为牛市高点主动套保需求会有所增加，同时常规进行套保的对冲基金和量化基金的扩张达到阶段性高点。考虑到中长期来看，A 股投资者的套保头寸仍是不足的，未来仍有较大的发展空间，而拥有套保思想和对冲思想的投资者群体已经形成，只要条件合适，套保的有效需求就会出现。所以采用牛市高点的套保需求来指代潜在的套保需求并不激进。

另一个有利的条件是，管理层在股灾期间(6 月 15 日和 7 月 2 日)对于各类投资者的多空持仓情况做了临时性的披露，我们可以依据各类投资者的属性合理假设套保需求的占比，从而计算出潜在套保需求的体量。

具体来说，我们假设自然人投资者已投机为主，套保需求仅占比 5%；而证券公司、基金公司、(R)QFII 和保险在目前的监管规定下投机头寸被严格限制，假设这类机构套保需求的占比为 95%；而信托公司、私募基金和一般法人已绝对收益投资者为主，套保需求和投机需求都客观存在，我们做中性假

设，套保需求占 50%。据此，根据 2015 年 6 月 15 日披露的数据，计算出的套保需求为 13.51 万手。

图 10：基于 2015 年 6 月 15 日数据测算套保比例为 57%

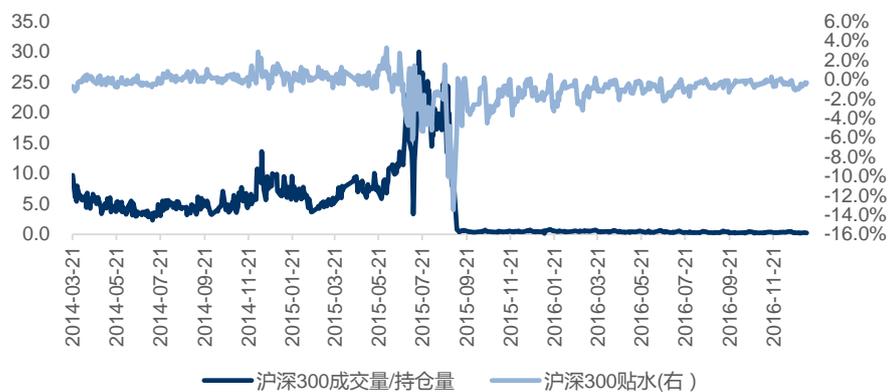
2015/6/15	空头持仓(手)	投机/空头	投机占比	套保占比
自然人投资者	109,822	95%	32.65%	1.72%
证券公司	84,881	5%	1.33%	25.23%
基金公司	47,277	5%	0.74%	14.05%
QFII 及 RQFII	27,765	5%	0.43%	8.25%
保险机构	3,028	5%	0.05%	0.90%
信托公司	14,386	50%	2.25%	2.25%
私募基金	15,404	50%	2.41%	2.41%
一般法人	16,995	50%	2.66%	2.66%
合计	319,558		42.52%	57.48%

资料来源：，申万宏源研究

接下来，多头投机的需求该如何评估？在 1% 的贴水中枢和相对乐观的市场展望下 2017 年 1 月 6 日的三大合约持仓总计为 10.21 万手，与潜在套保需求之间的差额并不大，但我们认为这并不意味着监管放松之后，股指期货的贴水就将迅速收窄。一方面，空头持仓需求不仅包括套保需求，还有投机需求，目前潜在的套保需求尚无法得到有效释放。另一方面，多头持仓建立的效率(成交量/持仓量)依然明显处于 2014 年 9 月前的水平，较 2015 年牛市高点，更是天差地别。

具体来说，2014 年 3 月至 2014 年 9 月牛市开始前，沪深 300 股指期货的成交量/持仓量日均值为 4.60，而 2015 年 9 月之后，成交量/持仓量回落至 0.41，多头持仓建立的效率不及 2014 年 9 月牛市开始前的 10%。相应的两个区间贴水率的均值分别为 0.08% 和 1.04%。所以，我们认为，判断贴水中枢回复的程度的关键指标，就是成交量/持仓量，新规落地后该指标的变化值得重点关注。

图 11：总持仓/总成交金额的回落能够较好的解释贴水中枢的下移



资料来源：Wind，申万宏源研究

所以，日均 1% 的贴水率实际上是对多头投资者头寸建立效率大幅降低的一种补偿。本次监管政策放松提升期指流动性可以拆解为两部分，(我们只讨论愿意做多投机的投资者)，一部分是单日投机限仓由 10 手提升到 20 手，单个投资者单日建立做多投机头寸的数量可以翻倍，另一部分是投机限仓提高，保证金比率要求降低，潜在风险敞口扩大，将吸引更多大资金规模和风险偏好更高的投资者参与其中。

这里我们做一个简单的估算：(1) 投机限仓提升一倍，存量投资者交易量提升的上限是一倍；(2) 尽管监管放松扩大了投资者的潜在风险敞口，但在市场缺乏强趋势的情况下，也很难出现明显的增量博弈，我们做激进假设投资者数量也提升一倍。综合(1)和(2)，愿意做多投资者贡献的成交量大概率不超过原来的 4 倍。(3) 期指成交量的影响还受到其他因素的影响，比如空头平仓单(多头)和空头投机单同样可以构成交易对手，但空头之间的交易受之前监管政策的影响本来就被多头来得小，所以这部分成交量增量幅度不会比多头贡献的大，所以也大概率不会超过原来的 4 倍。这种情况下，即使我们不考虑持仓量的提升，以成交量/持仓量度量的多头持仓建立效率提升应该在 4 倍以内，无法回到 2014 年 9 月前牛市开始前的水平。所以，我们认为，贴水作为多头持仓建立效率降低的补偿，大概率不会消失，而且可能收窄的程度非常有限。

但我们并未看到成交量能够放大 10 倍以上的可能性。所以，目前监管放松带来的影响还只是“量变”，尚不到“质变”的时刻。看长期，随着估值期货监管地进一步放松，贴水逐渐回归零值是大势所趋。

图 12：2015 年 9 月监管后多头头寸的建立效率不及 2014 年 9 月前的 10%



资料来源：Wind，申万宏源研究

4. 股票长期影响：对冲基金发展带来增量资金

期货市场监管正常化对于股票市场长期的积极作用处于被低估的状态。我们关注的长期影响主要有两个方面：(1) 中国量化对冲基金的发展(现货多

头 Alpha 策略；期货空头套保)由于监管趋严陷入停滞，随着监管的放松，这类在“资产荒”时期理应获得长足发展的产品会重新进入高速发展期。(2) A 股市场进一步吸引外资、养老金和社保等长期资金，需要提供更丰富的风险管理工具。

(1) 中国量化对冲基金(Alpha 策略+期货对冲)的发展因期货监管陷入停滞，“资产荒”时代这类产品应该能够做大做强，而对冲基金在股票现货市场上是多头。在有效控制回撤的情况下，带套保的 Alpha 策略实现 5% 以上收益并不困难。但股指期货由于监管趋严进入休眠状态，使得对冲基金的套保效率和可容纳体量明显回落。

图 13：对冲量化基金规模在 2015 年高点后持续回落

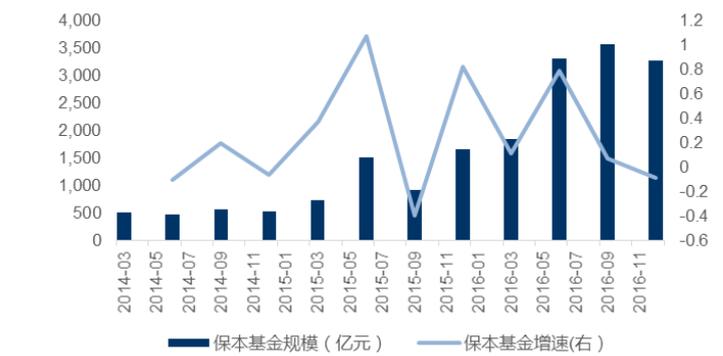


资料来源：Wind，申万宏源研究

我们参考同类产品在 2015 年 9 月后的发展情况，理财产品总体、保本基金、万能险的规模都维持了正增长。

图 14：银行理财产品 2015 年 9 月后总体维持正增长

图 15：保本基金在 2016 上半年得到了长足发展

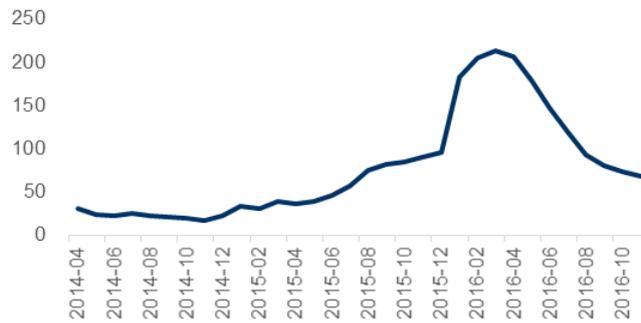


资料来源：Wind，申万宏源研究

资料来源：Wind，申万宏源研究

图 16：2016 年万能险增速出现了井喷

保险公司万能险规模累计同比 (%)



资料来源: Wind, 申万宏源研究

长期来看, 股指期货监管放松, 量化对冲基金大发展, 有望给股票市场带来增量资金。

(2) A 股市场进一步吸引外资、养老金和社保等长期资金, 需要提供更丰富的风险管理工具。 外资、养老金和社保等长期资金, 包括集中持股策略基本确立的险资, 长期来看都需要期货期权等风险管理工具低成本地进行仓位和敞口的管理。现阶段特别是外资, 使用衍生工具的技巧已相对成熟, 股指期货市场逐渐被激活对于吸引外资是有促进作用的。所以长期来看, 股指期货市场的正常发展, 对于吸引长期资金入市也是有利的。

5. 股票短期影响: 后续催化有助于稳定预期

监管放松对于 A 股市场短期预期的稳定肯定不是坏事, 管理层进行了相对充分的预期管理, 短期政策本身的预期差并不大。但我们依然关注股指期货“反身性”影响, 后续催化剂变化, 以及长期利好认识逐渐充分对于短期市场的映射。

(1) 股指期货短期获得支撑对于现货走强存在“反身性”的影响。 短期投机多单是主要的增量需求, 股指期货获得支撑。贴水适当修复可期, 而贴水率是现货投资者观察市场强弱的重要指标; 现货投资者“看期货, 做现货”也构成股指期货“反身性”存在的主要传导路径。所以, 监管放松短期支撑期货, 也会通过“反身性”支撑现货。

(2) 后续监管进一步放松可期, 除了期货和期权监管放松之外, 还可以关注新增衍生工具落地的可能性。 期货监管逐步回归正常化走出了第一步, 期权交易制度的完善(组合保证金, 备兑开仓差异保证金)的窗口也已打开, 后续监管进一步放松仍可期待, 构成稳定预期的催化剂。另外, 如果由于股灾停滞的新增金融衍生品(关注上交所的 ETF 期权新品种和中金所的股指期货)能够重新进入监管视野将构成超预期。

(3) 股指期货监管放松的长期影响尚存在预期差, 市场认识逐步明确存在长期逻辑短线映射的可能性。

信息披露

证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可，资格证书编号为：ZX0065。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 compliance@swsresearch.com 索取有关披露资料或登录 www.swsresearch.com 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

机构销售团队联系人

上海	陈陶	021-23297221	18930809221	chentao@swsresearch.com
北京	李丹	010-66500610	18930809610	lidan@swsresearch.com
深圳	胡洁云	021-23297247	13916685683	hujy@swsresearch.com
海外	张思然	021-23297213	13636343555	zhangsr@swsresearch.com
综合	朱芳	021-23297233	18930809233	zhufang@swsresearch.com

法律声明

本报告仅供上海申银万国证券研究所有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司并接受客户的后续问询。本报告首页列示的联系人，除非另有说明，仅作为本公司就本报告与客户的联络人，承担联络工作，不从事任何证券投资咨询服务业务。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。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，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。

客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司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。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。