

股指期货再度松绑，龙头券商最先受益

证券 II

事件：

12月2日，中国金融期货交易所综合评估市场风险、积极完善监管制度的基础上，稳妥有序调整股指期货交易安排。

简评

中金所再度松绑股指期货相关政策。(1) 交易保证金占合约价值比重：自2018年12月3日结算时起，沪深300、上证50股指期货统一调整为10%（前标准为15%），中证500股指期货统一调整为15%（前标准为30%），调整后沪深300、上证50股指期货保证金率将恢复至2015股灾前的水平。(2) 日内过度交易行为手数：自2018年12月3日起调整为单个合约50手，折合单个品种200手，前标准为单个品种20手。(3) 平今仓交易手续费：自2018年12月3日起调整为成交金额的4.6%，前标准为6.9%，与2015股灾前0.23%的水平相比有较大下行空间。

政策松绑是化解股指期货市场流动性问题的直接手段。以最近一次合约交割（11月16日）结算价来看，沪深300股指期货合约的日内交易限额仅 $3267.76 \times 300 \times 20 = 1960.66$ 万元，上证50合约、中证500合约仅分别为1483.15万元和2801.09万元。日内交易限额过低，使得股指期货的套期保值功能严重受限，原有投资者陆续离场，进而引发市场流动性问题。2017年7月19日，IF1708合约甚至在集合竞价阶段被18手买单拉升至涨停，类似多起“乌龙指”事件释放了错误的交易信号，对股票市场造成干扰。因此，在当前时点适度松绑相关政策兼具适当性和必要性，有助于激活股指期货市场、恢复其股市前瞻的功能。

短期内市场风险偏好有望修复，利好券商强周期业务。股指期货的复苏是公募基金、外资机构等长线资金大胆入市的基础，政策松绑将为高风险投资策略提供充足的对冲手段。结合近期中美贸易战暂停加增关税率，短期内市场风险偏好有望边际修复，券商经纪、两融、权益类自营等强周期业务有望得到受益。

券商衍生品相关业务的弹性值得期待。2015年前10个月（期间多数时间，股指期货交易常态化，可代表业务空间），股指期货成交金额合计409.97亿元，相当于两市成交金额的191.40%；而2018年前10个月，股指期货成交金额合计12.06亿元，仅相当于两市成交金额的15.67%，显然股指期货交易量还有较大的上行空间。同时，股指期货是券商场外衍生品、融券等业务的主要风险对冲手段，交易限额的放宽将为上述业务的扩容提供前提条件，保证

维持

增持

张芳

zhangfang@csc.com.cn

010-85130961

执业证书编号：S1440510120002

发布日期：2018年12月03日

市场表现



相关研究报告

金比例的下调使得券商的对冲成本得以下降，最终将带动相关业务投资收益的提高。

龙头券商是最主要的受益者。无论从场内股指期货持仓量排名来看，还是从场外衍生品新增名义金额排名来看，龙头券商及其旗下期货子公司均名列前茅。龙头券商在资本规模、机构客户储备和风险定价能力上优势明显，场内外衍生品相关业务的马太效应仍将延续。建议投资者关注中信证券、华泰证券。

风险提示：股指期货常态化进度不达预期。

图表1： 股指期货交易规则调整

日期	持仓保证金占合约价值比重			日内过度交易行为手数	平今仓交易手续费
	IF	IH	IC		
2015.8.3	10%			600	0.23%%，申报费 1 元
2015.8.26	非套保 12%，套保 10%			600	1.15%%
2015.8.27	非套保 15%，套保 10%			600	1.15%%
2015.8.28	非套保 20%，套保 10%			100	1.15%%
2015.8.31	非套保 30%，套保 10%			100	1.15%%
2015.9.7	非套保 40%，套保 20%			10	23%%
2017.2.17	20%	非套保 30%，套保 20%		20	9.2%%
2017.9.18	15%	30%		20	6.9%%
2018.12.2	10%	15%		4×50=200	4.6%%

资料来源：中金所，中信建投证券研究发展部

图表2： 截至 2018.11.30 股指期货持仓量排行（手）

排行	中证 500 股指期货				沪深 300 股指期货				上证 50 股指期货			
	多单量		空单量		多单量		空单量		多单量		空单量	
1	中信期货	7595	中信期货	7476	国泰君安	5985	中信期货	6796	中信期货	2268	广发期货	2584
2	国泰君安	5137	永安期货	4359	中信期货	5796	华泰期货	5542	海通期货	1523	中信期货	2063
3	华泰期货	4425	国泰君安	3151	广发期货	3479	上海东证	4661	五矿经易	1082	海通期货	1823
4	中金期货	3973	银河期货	2682	海通期货	3170	国泰君安	3737	华泰期货	918	永安期货	1312
5	国富期货	2148	海通期货	2652	华泰期货	2212	银河期货	3007	永安期货	853	华泰期货	1174
6	银河期货	2070	广发期货	2580	申银万国	1734	兴证期货	2700	国泰君安	802	银河期货	1116
7	国投安信	1854	国金期货	2057	银河期货	1691	海通期货	2665	国信期货	799	国泰君安	1038
8	广发期货	1842	宝城期货	1974	永安期货	1499	平安期货	2111	上海东证	767	申银万国	973
9	永安期货	1791	国海良时	1971	上海东证	1461	广发期货	2064	广发期货	607	光大期货	762
10	海通期货	1567	天风期货	1892	兴证期货	1374	永安期货	1964	兴证期货	592	五矿经易	743

资料来源：中金所，中信建投证券研究发展部

图表3： 2018 年 9 月券商场外衍生品新增名义本金排行（亿元）

排行	互换		期权		合计	
	券商	金额	券商	金额	券商	金额
1	中信证券	50.02	中信建投	184.5	中信建投	185.53
2	中金公司	20.26	中信证券	93.95	中信证券	143.97

行业简评研究报告

3	国泰君安	16.19	广发证券	39.41	国泰君安	49.92
4	华泰证券	8.61	国泰君安	33.73	中金公司	47.82
5	国信证券	4.84	申万宏源	29.63	广发证券	39.41

资料来源：中证协，中信建投证券研究发展部

分析师介绍

张芳：中国人民大学管理学硕士，十年以上行业研究经验。

报告贡献人

韩雪 18612109722 hanxuezs@csc.com.cn

王欣 18518181321 wangxin@csc.com.cn

庄严 18511554388 zhuangyan@csc.com.cn

研究服务

机构销售负责人

赵海兰 010-85130909 zhaohailan@csc.com.cn

保险组

张博 010-85130905 zhangbo@csc.com.cn

高思雨 gaosiyu@csc.com.cn

张勇 010-86451312 zhangyongzgs@csc.com.cn

王罡 wanggangbj@csc.com.cn

张宇 010-86451497 zhangyuyf@csc.com.cn

北京公募组

黄玮 010-85130318 huangwei@csc.com.cn

朱燕 85156403 zhuyan@csc.com.cn

任师蕙 010-8515-9274 renshihui@csc.com.cn

黄杉 010-85156350 huangshan@csc.com.cn

杨济谦 010-86451442 yangjiqian@csc.com.cn

私募业务组

赵倩 010-85159313 zhaopian@csc.com.cn

上海销售组

李祉瑶 010-85130464 lizhiyao@csc.com.cn

黄方禅 021-68821615 huangfangchan@csc.com.cn

戴悦放 021-68821617 daiyuefang@csc.com.cn

翁起帆 wengqifan@csc.com.cn

李星星 021-688216-859 lixingxing@csc.com.cn

范亚楠 fanyanan@csc.com.cn

李绮绮 liqiqi@csc.com.cn

薛姣 xuejiao@csc.com.cn

许敏 xuminzgs@csc.com.cn

深广销售组

胡倩 0755-23953981 huqian@csc.com.cn

许舒枫 0755-23953843 xushufeng@csc.com.cn

程一天 chengyitian@csc.com.cn

曹莹 caoyingzgs@csc.com.cn

张苗苗 020-38381071 zhangmiaomiao@csc.com.cn

廖成涛 0755-22663051 liaochengtao@csc.com.cn

陈培楷 020-38381989 chenpeikai@csc.com.cn

评级说明

以上证指数或者深证综指的涨跌幅为基准。

买入：未来 6 个月内相对超出市场表现 15% 以上；

增持：未来 6 个月内相对超出市场表现 5—15%；

中性：未来 6 个月内相对市场表现在-5—5% 之间；

减持：未来 6 个月内相对弱于市场表现 5—15%；

卖出：未来 6 个月内相对弱于市场表现 15% 以上。

重要声明

本报告仅供本公司的客户使用，本公司不会仅因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证本报告所包含的信息或建议在本报告发出后不会发生任何变更，且本报告中的资料、意见和预测均仅反映本报告发布时的资料、意见和预测，可能在随后会作出调整。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不构成投资者在投资、法律、会计或税务等方面的最终操作建议。本公司不就报告中的内容对投资者作出的最终操作建议做任何担保，没有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。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，据本报告做出的任何决策与本公司和本报告作者无关。

在法律允许的情况下，本公司及其关联机构可能会持有本报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或类似的金融服务。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布本报告。任何机构和个人如引用、刊发本报告，须同时注明出处为中信建投证券研究发展部，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和/或修改。

本公司具备证券投资咨询业务资格，且本文作者为在中国证券业协会登记注册的证券分析师，以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映了作者的研究观点。本文作者不曾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。

股市有风险，入市需谨慎。

中信建投证券研究发展部

北京

东城区朝内大街 2 号凯恒中心 B 座 12 层（邮编：1010）
电话：(8610) 8513-0588
传真：(8610) 6560-8446

上海

浦东新区浦东南路 528 号上海证券大厦北塔 22 楼 2201 室（邮编：2120）
电话：(8621) 6882-1612
传真：(8621) 6882-1622

深圳

福田区益田路 63 号荣超商务中心 B 座 22 层（邮编：518035）
电话：(0755) 8252-1369
传真：(0755) 2395-3859