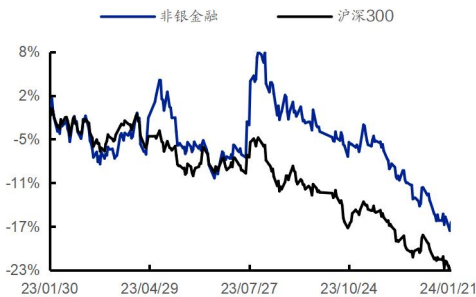


研究所：
证券分析师：孙嘉赓 S0350523120002
sunjg@ghzq.com.cn

理性辩证看待雪球衍生品，券商板块配置价值凸显

——非银金融行业动态研究

最近一年走势



行业相对表现

2024/01/23

表现	1M	3M	12M
非银金融	-4.1%	-10.2%	-17.2%
沪深300	-3.2%	-7.0%	-22.7%

相关报告

《证券行业事件点评：基金费改二期降佣成定局，马太效应下行业格局或将迎来洗牌（推荐）*证券II*孙嘉赓》——2023-12-11

事件：

据财联社报道，近期随着陆续有投资者雪球产品触发敲入，并由于其挂钩中证500和中证1000指数的特性，市场对于雪球产品发生大规模敲入的可能性以及发生敲入后对市场的影响程度产生广泛关注。

投资要点：

雪球绝非高息固收，择时对于投资雪球来说尤为重要。在理解雪球衍生品交易双方损益状况及其全方位影响之前，我们有必要弄清楚当前市场大行其道的雪球衍生品到底是什么。通俗解释起来，就是1)客户将看跌期权卖给了券商，因此券商是该期权的买方，客户是卖方；2)同时该看跌期权并非普通的香草期权，而是带有敲入与敲出障碍条件的奇异期权；3)敲入的意思就是只有当底层标的物的价格达到敲入线，期权的买方(即权利方)才有行权的权利，敲出的意思就是当底层标的物价格达到敲出线，合约就自动失效或终止。4)客户赚取的是期权的权利金，或者也可以理解为券商向客户支付的“保险金”，并且是以月度票息的形式支付；5)产品一旦发生敲入，敲入的当月将不再支付票息直到重回敲入线上方才重新支付票息；一般来说，即使发生敲入，只要后续产品敲出本金仍然无损，只有最终未敲出的产品，客户才需承担投资本金的损失，这种情况下只要不加杠杆，本金损失的程度往往比较可控。6)对于客户来说，既不敲入也不敲出是最佳的投资体验，能够获得长达2-3年的高息固定收入，但是投资雪球绝非投资一个高息的固收产品，面临敲入亏损本金与敲出后再配置的双重风险，需要慎重进行择时。

券商并非与客户对赌收益，而是尽量保持Delta中性。券商与客户之间没有对赌关系，这是因为券商在实际操作过程中会尽量最小化市场行情涨跌对其带来的影响。要理解这一点，我们需要弄清楚在雪球产品中券商的操作模式。1)上文已经提到，雪球产品的交易结构中券商持有了相关股指(比如中证500或中证1000)的看跌期权，也因此持有了市场的空头头寸，为了保持市场中性，券商在收到客户的投资本金之后会将部分仓位通过购买对应指数的期货来进行对冲以达成Delta中性。2)由于Delta会随着底层标的指数的涨跌而发生变化，因此为了保持Delta中性需要对对冲持仓进行动态调仓(即Gamma scalping或Gamma对冲)。3)一般来说，看跌期权的Delta取值范围是-1到0，指数下跌会导致Delta

降低（更接近-1），需要增加对冲持仓，反之 Delta 会提高（更接近 0），需要减少对对冲持仓，市场上一般称之为“低吸高抛”。

券商通过高波动率来赚钱，考验的是交易能力与定价能力。1) 券商交易平台通过持续的买卖交易，在维持 Delta 中性的同时，利用市场的波动率与期货的升贴水赚取买卖价差，极其考验券商的交易能力。2) 同时券商能否盈利也关乎产品的定价，当市场实际的波动率高于券商产品定价隐含的波动率，券商更易盈利，反之，券商更易亏损。3) 券商往往通过计算一段时期内的历史平均波动率并以此为定价依据，以期定价的波动率与实际波动率之间保持合理的安全空间进而增加其盈利空间。4) 券商难以保证每个雪球衍生品都实现盈利，而是通过在不同时间点与不同指数点位持续构建更多的产品组合，拉长周期来看，整体实现雪球衍生品策略的盈利。5) 券商与客户之间并非零和博弈的关系，券商能否赚钱并不关乎客户的盈亏状态，而更多的与整体市场波动率有关。当市场多空分歧较大之时，虽然指数没有明显的涨跌趋势但是只要波动足够大券商赚钱也更加容易；与之类似，如近期市场出现较大的恐慌情绪导致波动率快速上升同样给了券商较好的盈利可能性。相对而言，当市场出现单边的上行趋势，即使整体赚钱效应较好，但是低波动率反而使得券商的“低吸高抛”的交易策略难以赚钱。

雪球产品临近敲入时段，券商会先超买后卖出，并非单一操作。1) 如上文提及，普通的香草看跌期权的 Delta 取值是-1 到 0，然而拥有敲入与敲出条款的奇异期权的则不然，其取值范围更大，这里我们仅讨论与敲入条款相关的 Delta 取值下限。当底层指数持续下跌逐渐接近敲入点之前，此时奇异期权的价值包含两部分，其中普通香草期权的部分已经达到深度实值状态，其对应的 Delta 接近-1，而另一部分敲入条款带来的额外价值使得该奇异期权整体 Delta 取值低于-1（比如-1.2 或-1.5），因此券商在雪球产品接近敲入的时候需要购买超过 100% 仓位的期货来对冲。2) 当产品真正触发敲入，Delta 又会重回-1，因此在敲入点上方的一小段区间内，Delta 会随着指数的下跌呈现出较为罕见的增长态势，这一段区间对应的 Gamma 值是负的，这在普通香草期权上（Gamma 总是正值）是不会出现的。3) 正是因为这一段负 Gamma 值的存在，使得券商在临近敲入的时候会出现先超买（即超过 100% 仓位）后卖出（至 100% 的仓位）的操作，这与常规的“低吸高抛”操作并不一致。

雪球敲入直接引发市场加速下跌缺乏理论基础。1) 近期市场持续担忧的“雪球敲入引发市场加速下跌”的论调即与这一非常规操作相关，但是通过分析不难看出，在临近敲入之前券商会先超买后卖出，并非单一的卖出操作；2) 券商操作的是指数期货而非现货，不会直接加剧指数的涨跌，只会改变期货的升贴水程度。3) 当然相关指数的雪球敲入会使得市场忌惮相关指数的下跌，短期内减少对相关指数及其成分股的参与度，或间接导致相关指数表现的疲软。

分散化发行的特征也在很大程度上避免了雪球产品大规模集中敲入的发生。1) 为了实现大数法则下的分散投资，券商发行雪球产品往往是分散且持续的，到期时点各不相同，发行的点位也是高低不同。因此雪球产

品大规模集中敲入的可能性也相对较低，往往是渐续分批次发生的。2) 上周，中证报价公司称，近期证券公司发生敲入的“雪球”产品规模占比约 7%，远远小于 2022 年 4 月的敲入规模，且敲入点位及产品到期日比较分散。考虑到本周中证 500 与中证 1000 发生了进一步的回撤，或将导致更多批次的雪球产品发生敲入，但是我们预计整体占比仍然较低，风险可控。

行业评级：虽然当前市场行情较为一般且见底信号尚不明晰，但是随着 A 股短时间内的快速回撤，下行空间持续被压缩，综合考虑到当前低估值与高性价比的特征，我们认为配置期渐行渐近，券商板块下跌韧性较强同时兼具较强的向上弹性，符合“进可攻退可守”的板块定位，比较适合筑底阶段与反弹早周期布局，市场多方也逐渐意识到板块当前的绝佳投资机会。首次覆盖，给予行业板块“推荐”评级，建议重点关注有合并预期以及高弹性标的。

投资建议：头部券商方面，建议关注中国银河、中信证券，中小券商方面，建议关注国联证券、华创云信、华鑫股份、信达证券。

风险提示：系统性风险对业绩与估值的压制；监管超预期趋严；假设条件影响测算结果风险；行业竞争加剧，重点关注公司业绩不及预期。

重点关注公司及盈利预测

重点公司 代码	股票 名称	2024/01/23		EPS			PE			投资 评级
		股价	2022	2023E	2024E	2022	2023E	2024E		
601881.SH	中国银河	10.83	0.70	0.8	0.95	13.27	13.56	11.41	未评级	
600030.SH	中信证券	19.78	1.42	1.73	1.76	14.02	15.34	11.24	未评级	
601456.SH	国联证券	9.90	0.27	0.34	0.41	41.67	29.34	24.14	未评级	
600155.SH	华创云信	7.61	0.22	0.3	0.35	29.55	25.01	21.95	未评级	
600621.SH	华鑫股份	14.06	0.33	-	-	31.30	-	-	未评级	
601059.SH	信达证券	18.06	0.42	-	-	-	-	-	未评级	

资料来源：Wind 资讯，国海证券研究所

未评级公司盈利预测来源于 wind 一致预期

【非银小组介绍】

孙嘉赓，非银金融与金融科技团队首席分析师，主要覆盖证券、保险、多元金融、金融科技等若干领域，专注中小市值成长股挖掘，善于开展差异化、特色化行业深度研究。

【分析师承诺】

孙嘉赓，本报告中的分析师均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，独立、客观的出具本报告。本报告清晰准确的反映了分析师本人的研究观点。分析师本人不曾因，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取到任何形式的补偿。

【国海证券投资评级标准】

行业投资评级

推荐：行业基本面向好，行业指数领先沪深 300 指数；
 中性：行业基本面稳定，行业指数跟随沪深 300 指数；
 回避：行业基本面向淡，行业指数落后沪深 300 指数。

股票投资评级

买入：相对沪深 300 指数涨幅 20%以上；
 增持：相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间；
 中性：相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间；
 卖出：相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

【免责声明】

本报告的风险等级定级为 R3，仅供符合国海证券股份有限公司（简称“本公司”）投资者适当性管理要求的客户（简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户及/或投资者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，需以本公司的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于公开资料及合法获得的相关内部外部报告资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证其中的信息已做最新变更，也不保证相关的建议不会发生任何变更。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。报告中的内容和意见仅供参考，在任何情况下，本报告中所表达的意见并不构成对所述证券买卖的出价和征价。本公司及其本公司员工对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。

【风险提示】

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视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，投资者务必向本公司或其他专业人士咨询并谨慎决策。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。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。

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。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议。

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。

【郑重声明】

本报告版权归国海证券所有。未经本公司的明确书面特别授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他任何方式非法使用本报告的部分或者全部内容，否则均构成对本公司版权的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。