

非银金融行业点评报告

行业点评：强平风险可控，踩踏概率较低

增持（维持）

2024年02月06日

证券分析师 胡翔

执业证书：S0600516110001

021-60199793

hux@dwzq.com.cn

证券分析师 葛玉翔

执业证书：S0600522040002

021-60199761

geyx@dwzq.com.cn

研究助理 罗宇康

执业证书：S0600123090002

luoyk@dwzq.com.cn

投资要点

事件：2024年2月5日，证监会新闻发言人先后就股票质押以及“两融”融资业务有关情况答记者问，表示证监会将密切监测，采取有力措施，防范股票质押及两融风险。近期市场持续下行，引发投资者对于雪球产品、两融、股票质押等资金面负反馈的担忧，我们认为以上风险均整体可控。

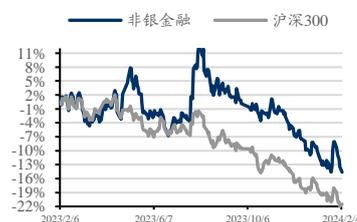
■ **雪球：**敲入风险基本释放完毕。1) 雪球产品本质上属于障碍期权，投资者特定情况下需承担本金损失。雪球产品在合约中框定其所挂钩标的资产的价格变动区间，上界称为敲出价格，下界称为敲入价格，若雪球产品所挂钩的标的资产价格在存续期内跌破敲入价格且未能再次超出敲出价格，则投资者收益率为0，甚至需要承担本金损失；反之，若标的资产价格在存续期内突破敲出价格或在区间内震荡，则投资者能够享有约定票息。2) 以当前点位反推建仓点位，预计未敲入雪球规模可基本忽略不计。2024年2月5日，中证500/中证1000当日分别收跌2.26%/6.16%至4,460/4,293点。以80%敲入线计算，中证500/中证1000挂钩雪球产品建仓点位分别为5,575/5,366点，对应过去两年内的建仓时间区间为2022.4.25-2022.4.28以及2023年11月至今。考虑到2022.4.25-2022.4.28建仓产品或已于2022年下半年敲出，2023年11月后新设雪球产品仍有较长存续期，当前剩余未敲入雪球产品规模已较为有限。后续若市场仍持续下行，雪球敲入所造成的抛压亦不必过分担忧。

■ **两融：**维保比例触底，下行空间有限。1) 当前两融余额较年初已大幅缩水，去杠杆趋势显著。2023年8月起，受益于监管层“活跃资本市场，提振投资者信心”的积极表态以及调降融资保证金比例的实质性举措，两融余额逆势提升，至2023年11月23日达到年内高点16,764亿元；2023年12月以来，由于市场行情不振，两融余额加速回落。截至2024年2月2日，沪深两融/融资/融券余额分别为15,236/14,599/637亿元，较年初分别-8.01%/-7.95%/-9.39%。2) 两融平均担保比例接近历史底部，出现踩踏概率较低。目前大多数券商将维保比例平仓线水平设置为130%。受市场单边下行影响，2024年以来全市场两融平均担保比例持续下行，截至2024年2月2日，全市场两融平均担保比例已跌至225.90%，2013年以来历史分位数为2.64%。从历史情况来看，市场位于阶段性底部时，两融平均担保比例基本处于215%-225%区间内，当前两融平均担保比例已接近历史极值，且仍远高于130%平仓线，预计两融大规模平仓风险总体仍可控。2024年2月5日，证监会新闻发言人就融资业务有关情况答记者问时亦表示将减少强平风险和市场压力。

■ **股票质押：**规模持续压降。1) 股票质押规模持续压降，存量风险有限。据Wind统计，截至2024年1月末，市场质押股数3,550亿股，较2018年高点缩减39%；市场质押股数占总股本比为4.47%，较2018年高点下降4.86pct；市场质押市值25,701亿元，较2018年高点缩减56%。2) 证监会明确表示股票质押风险可控，后续仍将密切监测。2024年2月5日，证监会新闻发言人就股票质押有关情况答记者问时表示，2018年以来，证监会会同有关部门持续推进股票质押风险化解，沪深两市股票质押整体风险明显下降。从沪深两市数据看，2024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。后续证监会仍将密切监测，采取有力措施，防范股票质押风险。

■ **风险提示：**1) 权益市场大幅波动；2) 历史经验不代表未来。

行业走势



相关研究

《追溯基数使净利润下滑，现金分红或超预期保持平稳——上市险企2023年年报前瞻》

2024-02-04

《金融板块是最好的“杠铃”》

2024-01-28

内容目录

1. 雪球：敲入风险基本释放完毕	4
2. 两融：维保比例触底，下行空间有限	4
3. 股票质押：规模持续压降，存量风险可控	6
4. 风险提示	7

图表目录

图 1: 2023.01.03-2024.02.02 沪深两市两融余额	5
图 2: 2013-2024 年两融市场平均担保比例变化情况	6
图 3: 2017-2024 年市场质押股数及占总股本比	6
图 4: 2017-2024 年市场质押市值规模	6

1. 雪球：敲入风险基本释放完毕

雪球产品本质上属于障碍期权，投资者特定情况下需承担本金损失。雪球产品在合约中框定其所挂钩标的资产的价格变动区间，上界称为敲出价格，下界称为敲入价格，若雪球产品所挂钩的标的资产价格在存续期内跌破敲入价格且未能再次超出敲出价格，则投资者收益率为 0，甚至需要承担本金损失；反之，若标的资产价格在存续期内突破敲出价格或在区间内震荡，则投资者能够享有约定票息。当前市场中雪球产品合约存续期以 1 年期、2 年期为主，多数挂钩中证 500/中证 1000 指数，票息多为 15%-20%，敲入线多为 70%-80%，敲出线多为 100%-110%。雪球产品设定指定观察日，只有在观察日敲出敲入条件有效，敲出观察频率一般为每月一次，敲入观察频率则为每日一次。

以当前点位反推买入点位，预计未敲入雪球规模可基本忽略不计。2024 年 2 月 5 日，中证 500/中证 1000 当日分别收跌 2.26%/6.16%至 4,460/4,293 点，均达到两年内最低点。以 80%敲入线计算，中证 500/中证 1000 挂钩雪球产品建仓点位分别为 5,575/5,366 点，对应过去两年内的建仓时间区间为 2022.4.25-2022.4.28 以及 2023 年 11 月至今。考虑到 2022.4.25-2022.4.28 建仓产品或已于 2022 年下半年敲出，2023 年 11 月后新设雪球产品仍有较长存续期，当前剩余未敲入雪球产品规模已较为有限。后续若市场仍持续下行，雪球敲入所造成的抛压亦不必过分担忧。

2. 两融：维保比例触底，下行空间有限

当前两融余额较年初已大幅缩水，去杠杆趋势显著。从两融余额变化趋势来看，2023 年 1-7 月，沪深两融余额先增后减，变化情况与市场走势大致吻合；2023 年 8 月起，受益于监管层“活跃资本市场，提振投资者信心”的积极表态以及调降融资保证金比例的实质性举措，两融余额逆势提升，至 2023 年 11 月 23 日达到年内高点 16,764 亿元；2023 年 12 月以来，由于市场行情不振，两融余额加速回落。截至 2024 年 2 月 2 日，沪深两融/融资/融券余额分别为 15,236/14,599/637 亿元，较年初分别-8.01%/-7.95%/-9.39%。

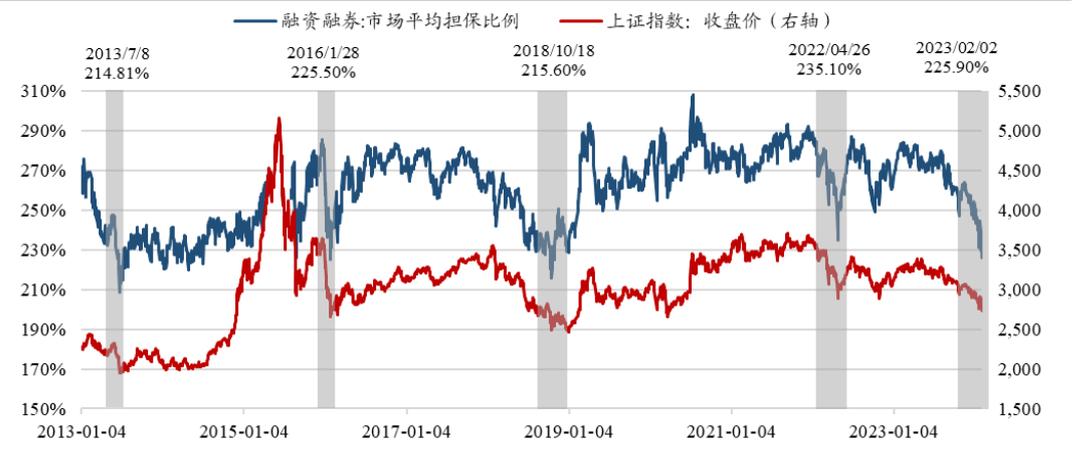
图 1: 2023.01.03-2024.02.02 沪深两市两融余额



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

两融平均担保比例接近历史底部, 出现踩踏概率较低。根据沪深交易所《融资融券交易实施细则(2023年修订)》规定, 维持担保比例= (现金+信用证券账户内证券市值总和+其他担保物价值)/(融资买入金额+融券卖出证券数量×当前市价+利息及费用总和)。虽然2019年证监会已指导沪深交易所取消130%平仓线限制, 但是目前大多数券商仍将维保比例平仓线水平设置为130%。受市场单边下行影响, 2024年以来全市场两融平均担保比例持续下行, 截至2024年2月2日, 全市场两融平均担保比例已跌至225.90%, 2013年以来历史分位数为2.64%。从历史情况来看, 市场位于阶段性底部时, 两融平均担保比例基本处于215%-225%区间内, 当前两融平均担保比例已接近历史极值, 且仍远高于130%平仓线, 预计两融大规模平仓风险总体仍可控。2024年2月5日, 证监会新闻发言人就融资业务有关情况答记者问时亦表示, 在当前市场形势下, 为维护市场正常秩序, 证监会将引导证券公司全方位做好客户服务, 通过延长追保时间、动态下调平仓线, 保持平仓线弹性, 以减少强平风险和市场压力。

图 2：2013-2024 年两融市场平均担保比例变化情况

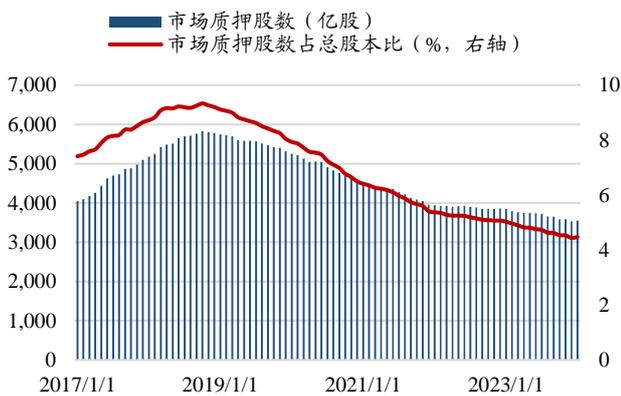


数据来源：Wind，东吴证券研究所

3. 股票质押：规模持续压降，存量风险可控

股票质押规模显著下降，存量风险有限。据 Wind 统计，截至 2024 年 1 月末，市场质押股数 3,550 亿股，较 2018 年高点缩减 39%；市场质押股数占总股本比为 4.47%，较 2018 年高点下降 4.86pct；市场质押市值 25,701 亿元，较 2018 年高点缩减 56%。

图 3：2017-2024 年市场质押股数及占总股本比



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图 4：2017-2024 年市场质押市值规模



数据来源：Wind，东吴证券研究所

证监会明确表示股票质押风险可控，后续仍将密切监测。2024 年 2 月 5 日，证监会新闻发言人就股票质押有关情况答记者问时表示，2018 年以来，证监会会同有关部门持续推进股票质押风险化解，沪深两市股票质押整体风险明显下降。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。就 2024 年以来的情况看，质押规模较 2023 年末还有所下降。同时，证监会引导券商等机构增加平仓线弹性，促进市场平稳运行。从沪深两市数据看，2024 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。后续证监会仍将密切监测，采取有力措施，防范股票质押风险。

4. 风险提示

1) **权益市场大幅波动**：若权益市场大幅波动、市场行情持续下行，则雪球、两融、股票质押等资金层面风险或将集中暴露。

2) **历史经验不代表未来**：本文部分结论由历史数据推算得出，若后续发生大规模系统性风险，则实际情况或将与推算结果存在较大出入。

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（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。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，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。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。

在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的），北交所基准指数为北证 50 指数），具体如下：

公司投资评级：

- 买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15% 以上；
- 增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5% 与 15% 之间；
- 中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 -5% 与 5% 之间；
- 减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 -15% 与 -5% 之间；
- 卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 -15% 以下。

行业投资评级：

- 增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于基准 5% 以上；
- 中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对基准 -5% 与 5%；
- 减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于基准 5% 以上。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议。投资者买入或者卖出证券的决定应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号
邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>