雪球产品情况介绍

近期，证券公司发行带敲出、敲入结构的雪球场外期权、收益凭证（以下统称雪球产品）规模持续上升，主要购买方为信托、基金子公司、私募基金等资管产品，再经由银行、证券公司等销售渠道将上述资管产品卖给个人投资者。考虑到雪球产品具有高票息但非保本的特点，当挂钩的指数发生大幅连续下跌时，投资者可能面临本金较大幅度亏损，属于一类风险较高的产品，需要加强对终端投资者的风险提示。

什么是雪球结构产品？

自动敲入敲出产品特指一类含有敲入敲出条款的不保本的结构化产品，这类收益结构通过内嵌一系列期权组合实现，其本质是投资者卖出带有一系列触发条款的看跌期权并获得期权费作为收益来源。自动敲入敲出产品中，“雪球结构（Snowball）”是其中较为普遍的一种。

雪球结构产品的收益依赖于挂钩的标的价格的波动幅度。目前境内市场上雪球结构产品最常见的挂钩标的为中证500指数。

雪球结构产品最大的特点是——特定挂钩标的价格的变化可以触发“敲入”和“敲出”两类事件，产品收益随事件触发而变化。

1） 敲出机制：产品约定有一系列敲出价格，当标的价格上涨且在敲出观察日达到敲出价格时，触发敲出事件，产品立即结束并获得约定的年化票息收益。

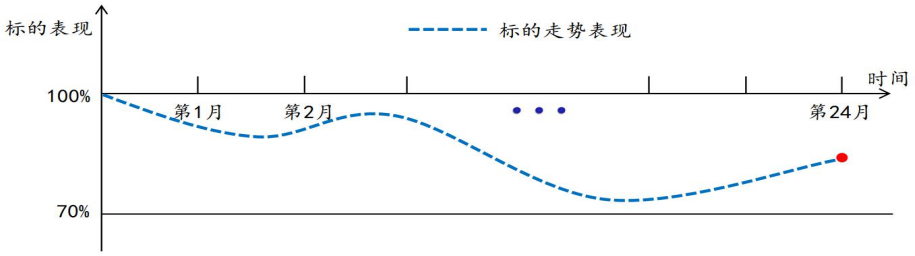
2） 敲入机制：产品约定有一系列敲入价格，当标的价格下跌且在敲入观察日低于敲入价格时，触发敲入事件。敲入事件的触发是产品产生亏损的前提条件，只要标的价格没有低于过敲入价格，即便到期时标的价格是下跌，客户也不会遭受本金的亏损。因此，敲入机制相当于引入了容忍标的价格一定程度下跌的缓冲空间。

如果曾经触发过敲入事件，且直至到期都没有触发敲出事件，投资者将可能承担本金亏损，亏损幅度与标的价格下跌幅度相同。

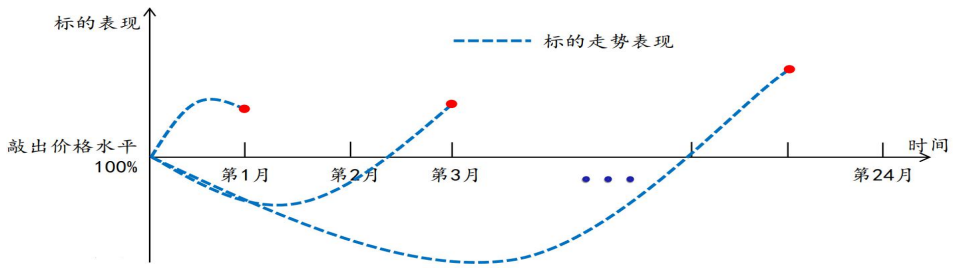
目前市场上主流的选择通常将雪球结构产品的敲入观察频率约定为日度、将敲出观察频率约定为月度。即每天进行一次敲入事件判断，每月约定一天进行一次敲出事件判断。如条件符合，则触发敲入或敲出条款。

产品损益情景：

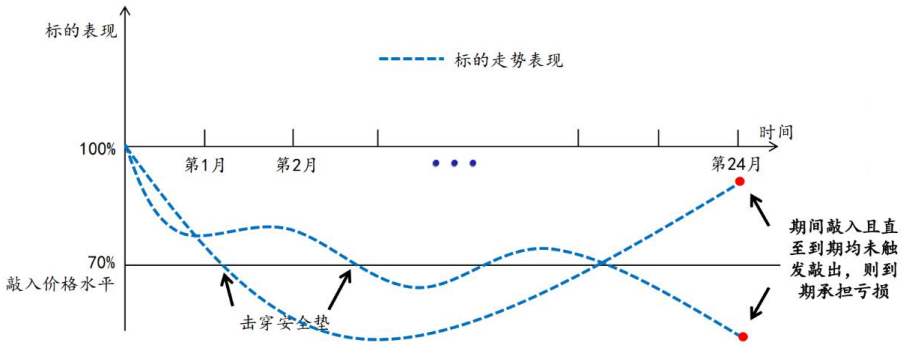
1） 到期获利（未敲入未敲出）。产品存续期间标的小幅度下跌，只要标的下跌幅度不足以触发敲入事件，投资人的本金到期一定安全，且能够获得红利票息收入。



2） 敲出获利（触发敲出）。当标的价格超过敲出界限时，雪球结构产品就会触发敲出并获利，即便是曾经触发过敲入也可以获利终止。



球结构产



总结而言，雪球结构产品适应于对标的温和看涨、区间震荡且不会大幅下跌的投资观点。

雪球结构产品示例

这一部分我们以举例的方法对雪球结构产品的收益情况进行进一步分析。以如下雪球结构产品为例：

挂钩标的	中证 500 指数	
存续期限	2 年	
敲出观察频率	每月	
敲入观察频率	每日	
敲入界限	70%	
敲出界限	100%	
敲出票息	15%（年化）	
红利票息	15%（年化）	
投资本金	100 万元	
产品回报	敲出	100%本金+敲出票息
	敲入	Min(期末价格/期初价格,100%)
	未敲出且未敲入	100%本金+红利票息

此产品会产生如下四种不同的收益情景:

情景一：不触发敲入也不触发敲出

如存续期内中证 500 指数既没有触发敲入也没有触发敲出，换言之，指数的波动一直保持在 70%-100%之间。那 2 年到期后，投资收益为 30 万。

情景二：在某时刻触发敲出条款

假设中证 500 指数在 3 个月后涨幅超过了 100%，触发了敲出，则产品会提前结束，按照 15%的年化收益率结算，投资收益为：100*15%*3/12=3.75 万元。

情景三：指数大跌，触发敲入，未触发敲出

如果中证 500 指数跌幅超过了 30%，则触发了敲入，收益率转为指数到期涨跌幅。假设到期后中证 500 总跌幅为 20%，那本金就会亏损 20%。

情景四：指数大跌后大涨，先敲入后敲出

如果中证 500 指数跌幅超过了 30%，发生了敲入，但指数又在存续期内涨回了 100%，触发了敲出。这种先敲入后敲出的情况，依然会按照 15%，也即敲出票息去结算收益率。

投资雪球产品是在与证券公司对赌吗？

投资者投资雪球产品，并非与证券公司在对赌市场方向。证券公司开展雪球业务属于风险中性业务。与客户达成雪球结构交易后，证券公司以自有资金在二级市场交易挂钩标的进行风险对冲，规避挂钩标的价格变动产生的方向性风险，证券公司将基于专业的量化模型计算风险敞口，通过动态对冲的方式始终保持风险中性。在这一过程中，投资者持有对市场“温和看涨、区间震荡”的观点，证券公司不持有

对市场的任何方向性观点，其目的是运用自身交易能力，帮助投资者在震荡行情下获得波动率收益。

证券公司开展雪球业务赚取稳定的价差收益。雪球结构的对冲交易体现为标的资产的低买高卖特征。通过动态对冲，证券公司在上涨周期中不断卖出挂钩标的资产、在下跌周期中不断买入标的资产。对冲过程中，证券公司不断累计收益，这一收益将在雪球结构期权触发敲出或到期时，按约定兑付给投资者。

投资雪球结构产品面临的风险?

雪球结构产品属于偏看涨方向的非保本的投资品，当挂钩标的出现在一段时间内的较大幅度下跌，亏损概率将大幅提高。因此，投资雪球结构产品并不一定“较高概率”获得收益，取决于挂钩标的（如股指）的市场周期。从历史回测数据来看，如果投资者在 2007 年、2010 年、2014 年、2016 年、2017 年购买挂钩中证 500、为期一年的雪球产品，受当时市场行情低迷影响，当年亏损概率高达 40%-60%。

例如，中证 500 指数自 2017 年 9 月 6700 点持续下行，最低于 2018 年 12 月达到 3948.56 点；直至 2020 年 7 月方才涨回 6800 点。这意味着，这段时间发行的以中证 500 为标的的雪球结构产品有较大可能会触发敲入而无法触发敲出。此在挂钩标的的价格大跌时，投资人需要自行承担其价



雪球产品适合哪类投资者？

1. 雪球结构适合的投资市况与投资观点

根据前文介绍可以看出，雪球结构是偏看涨观点的结构，持有雪球结构产品在横盘震荡长期偏上涨的市况下可获得最可观收益。因此雪球结构产品适合偏长期向好的慢牛市况。

若投资者持有温和看涨、区间震荡的投资观点，并且认为市场在未来一至两年内不会出现大幅下跌。那么投资于雪球结构产品将为客户带来最为匹配的投资体验。**需要关注的是，如果投资者对市场并不持有观点，或当前的市场周期属于持续下行阶段，投资雪球可能会产生预期之外的亏损。**

2. 投资雪球结构需要的风险承受能力和适当性标准

首先，雪球结构产品属于非本金保障型投资产品，投资者面临本金亏损的市场风险；其次，雪球结构产品的收益结算规则较一般投资品种要复杂；再次，雪球结构产品在投资期限内，投资者通常无法通过发起赎回主动终止投资，面临一定的流动性限制。

考虑到以上特性，雪球结构产品需作为权益类私募产品进行适当性管理。个人投资者进行雪球结构产品购买时，金融产品销售机构通常以专业个人投资者或者私募基金合格投资者的适当性要求进行适当性控制，并充分揭示雪球产品可能面临的风险。