

图说雪球

答疑篇

编者按：近期，较多投资者通过各种渠道咨询关于雪球产品相关事宜。为帮助投资者进一步了解雪球产品，本机构整理了投资者咨询较为集中的问题，供投资者参考。

一、雪球产品适合什么样的投资者？

首先，无论是什么样的投资者，都需要满足投资者适当性管理规定，通过不同的购买渠道，投资者适当性管理规定不一样。

其次，购买雪球产品的投资者，本质上表达了对挂钩标的价格将持续震荡或小幅上涨，但较难出现大幅连续下跌的预期。如果不认可这种预期，那雪球产品不适合你。

最后，雪球产品是一种高收益、高风险的金融产品，需要投资者具备相应的风险承受能力，购买前充分了解产品的风险收益特征，做出恰当的投资选择。

二、投资者购买雪球产品主要面临哪些风险？

挂钩标的下跌风险：这是投资者需要面临的重大风险，如果挂钩标的价格下跌幅度较大，触发了敲入事件，后续又没有上涨敲出，并且挂钩标的期末价格低于期初价格，则投资者需要承担损失。

流动性风险：雪球产品是没有主动赎回条款的金融产品，无论什么原因，中途想主动赎回退出是不行的，需要严格按照雪球产品的条款持有到期或敲出终止，投资者需要提前做好资金安排。

再投资风险：产品很快敲出，投资者不能获得足够的投资收益，会面临再投资的风险。

三、雪球产品会让投资者血本无归吗？

以常见的非保本型雪球产品为例，在极端情况下，如果挂钩标的的价格跌成0，投资者将面临最大亏损，即损失全部投资本金。如果市场出现大幅下跌触发敲入事件，那么雪球产品最终的亏损与直接购买标的本身相似，即以指数或股票为标的的雪球产品发生血本无归的风险和投资者直接购买指数基金或股票跌成0的风险基本类似。

四、雪球产品是不是类固收产品？

不是。虽然说在大多数情况下，雪球产品可以获得固定的票息收益，但是在极端的情况下，它仍然可能出现亏损，表面上看和类固收产品有一定的相似性，但雪球类的理财产品是内嵌衍生品的结构化产品，与类固收产品的底层逻辑和构造是完全不同的。

所以，雪球产品绝不是类固收产品，不会稳赚不赔，投资者要特别注意。

五、购买雪球产品后，投资者是在和券商对赌吗？

不是。对投资者来说，能否获得收益取决于对挂钩标的价格走势的判断，如果不大跌，没有触发敲入事件，投资者可以获得票息收益。如果挂钩标的出现极端下跌情况，投资者会出现亏损，所以对投资者而言，判断挂钩标的是否会出现极端下跌尤其重要。

对券商而言，高抛低吸的对冲交易是开展雪球业务过程中获取收益的主要来源。这需要券商对挂钩标的的波动率进行判断，如果实际波动率高于雪球产品发行时定价的隐含波动率，券商就会赚钱，反之就会亏钱。对券商而言，判断挂钩标的的波动率是盈亏的关键，而不是标的价格走势。

六、雪球产品的票息定价为什么比传统理财高？

一方面取决于券商发行雪球产品的收益来源。券商的收益来源主要分为三部分。

第一部分是赚取对挂钩标的进行高抛低吸获得的对冲收益，考验券商的投资能力，也是主要收益来源。

第二部分是赚取股指期货贴水的收益，目前大多数雪球产品挂钩中证500指数，中证500股指期货长时间贴水，券商在利用中证500股指期货进行对冲时，可以赚取贴水收益。

第三部分是闲置资金购买其他固定收益产品的收益，因为雪球产品的对冲交易并不总是满仓，闲置资金可以赚取部分投资收益。

另一方面，因为雪球产品有“敲入且不敲出”的情况存在，敲入后投资者需要承担本金亏损的风险，甚至是较大的本金亏损。因此，高收益也是因为投资者同样承担了高风险。

免责声明

本文仅为投资者教育之目的而发布，不构成投资建议。投资者据此操作，风险自担。供稿人力求本文所涉及信息准确可靠，但并不对其准确性、完整性和及时性做出任何保证，对因使用本文引发的损失不承担责任。

图说雪球 基础篇

一、雪球产品的本质是什么？

雪球产品通常是指雪球期权以及内嵌雪球期权的理财产品。雪球期权是一种在国际市场较为普遍的奇异期权，其本质是投资者向券商卖出带触发条件的看跌期权。内嵌雪球期权的理财产品一般具有高票息但非保本的特点。

二、为什么叫“雪球”这个名字呢？

这是因为雪球期权的收益特征。这类期权结构是在提供一定程度下跌保护的同时表达对市场“温和看涨”的观点，只要挂钩标的资产价格不发生大跌，持有期限越长获利就越高。这个过程就像滚雪球一样，只要路面不出现大的坑洼，雪球会越滚越大，因此得名“雪球”。

三、雪球产品由哪些要素组成？

- 1 挂钩标的：** 主要挂钩指数、个股及个股组合。
- 2 敲出条款：** 定期观察标的价格，若标的价格高出敲出价格，则触发敲出事件。敲出后产品立即终止。
- 3 敲入条款：** 定期观察标的价格，一旦标的价格低于敲入价格，则触发敲入事件。此时投资者开始承担标的价格波动风险，若直至到期产品未能敲出，则投资者需要承担本金亏损的风险，甚至是较大的本金亏损。敲入后产品继续运作直至到期或者触发敲出。
- 4 观察日：** 分为敲出观察日和敲入观察日。根据约定的日期，并以标的价格与约定的敲出或敲入价格进行对比，以判断是否触发敲出事件或敲入事件。
一般敲出观察日每个月一次，敲入观察日为每个交易日。
- 5 收益率：** 也被称为票息，在雪球产品敲出终止或未敲入未敲出直至到期的情形下（非保本雪球）的年化收益率。票息与市场波动率有关，不同标的、不同时点、不同敲入敲出价格、不同期限的雪球产品收益率不同。

雪球产品条款示例：

雪球产品条款示例	
挂钩标的	中证500指数
产品期限	12个月，敲出后自动终止
敲出价格	期初价格*105%
敲出观察频率	每月
敲出条款	在任一敲出观察日，标的价格 \geq 敲出价格
敲入价格	期初价格*70%
敲入观察频率	每日
敲入条款	在任一敲入观察日，标的价格 $<$ 敲入价格
或有票息（年化）	15%

免责声明

本文仅为投资者教育之目的而发布，不构成投资建议。投资者据此操作，风险自担。供稿人力求本文所涉及信息准确可靠，但并不对其准确性、完整性和及时性做出任何保证，对因使用本文引发的损失不承担责任。

指导单位：  中国证监会投资者保护局
Investor Protection Bureau of CSRC

主办单位：  中国证券业协会
Securities Association of China

 中证机构间报价系统股份有限公司
CHINA SECURITIES INTERNET SYSTEM CO.,LTD.

图说雪球

情景分析篇

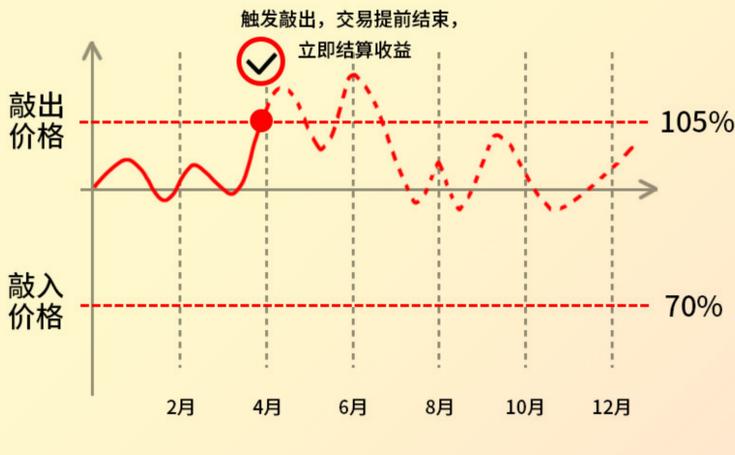
对投资者而言，雪球产品的关键在于敲出机制和敲入机制，触发敲出条款后，投资者获得票息收益，触发敲入条款后投资者可能面临本金亏损风险。

我们假定雪球产品条款如下，下面我们分情景讨论购买雪球产品的投资者最终损益情况：

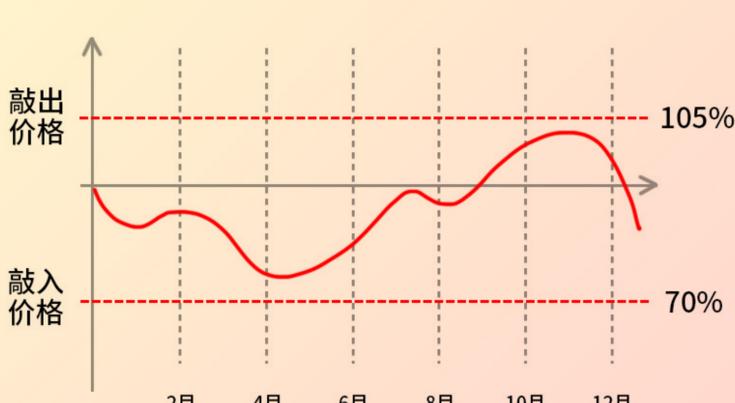
雪球产品条款示例	
挂钩标的	中证500指数
产品期限	12个月，敲出后自动终止
敲出价格	期初价格*105%
敲出观察频率	每月
敲出条款	在任一敲出观察日，标的价格 \geq 敲出价格
敲入价格	期初价格*70%
敲入观察频率	每日
敲入条款	在任一敲入观察日，标的价格 $<$ 敲入价格
或有票息（年化）	15%

一、正收益情况

1 在观察期内，在任意一敲出观察日触发敲出事件，则产品提前终止，投资者获得产品存续期间对应的票息收益。



2 在观察期内，未触发敲出事件，且未触发敲入事件，则产品到期时，投资者获得全部票息收益。

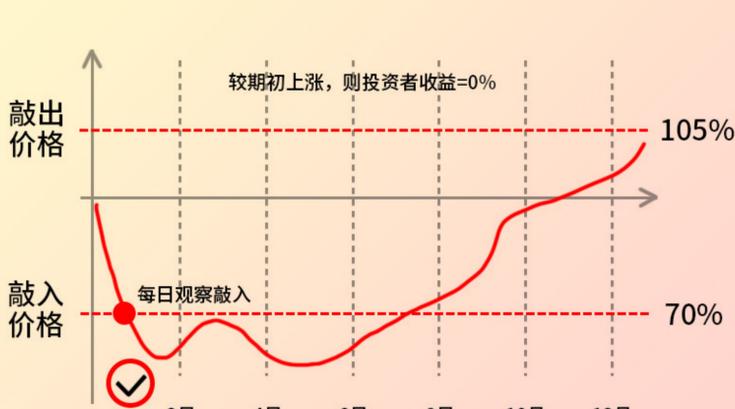


3 在观察期内，曾触发敲入事件，但是在某一敲出观察日触发敲出事件，则产品提前终止，投资者获得产品存续期间对应的票息收益。



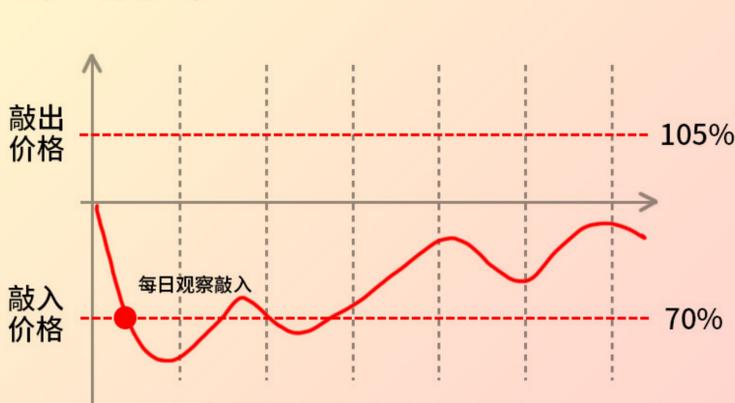
二、零收益情况

4 在观察期内，从未触发敲出事件，但曾经触发敲入事件，且到期价格 \geq 期初价格，则投资者拿回本金，总收益为零。



三、负收益情况

5 观察期内，从未触发敲出事件，但曾触发敲入事件，且到期价格 $<$ 期初价格，则投资者亏损，以常见的非保本型雪球产品为例，在极端情况下，投资者将面临较大本金的亏损，甚至是全部本金。



免责声明

本文仅为投资者教育之目的而发布，不构成投资建议。投资者据此操作，风险自担。供稿人力求本文所涉及信息准确可靠，但并不对其准确性、完整性和及时性做出任何保证，对因使用本文引发的损失不承担责任。

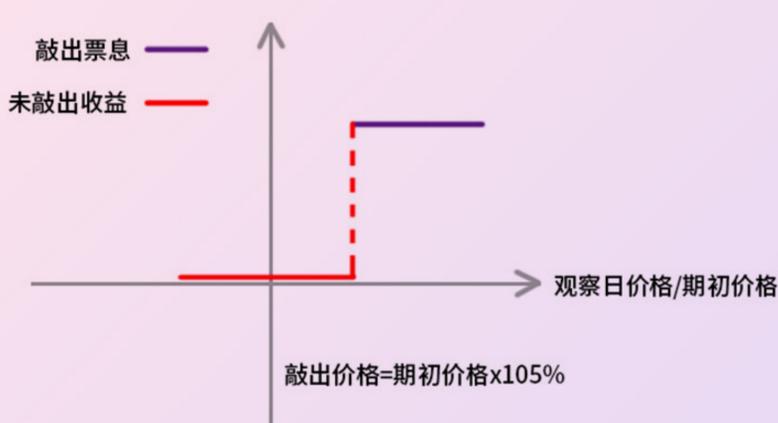
图说雪球

收益结构篇

为适应不同市场行情，满足差异化的投资者偏好，雪球产品自出现以来产品结构便不断演化、创新，目前市场上主要包括三种基本类型。

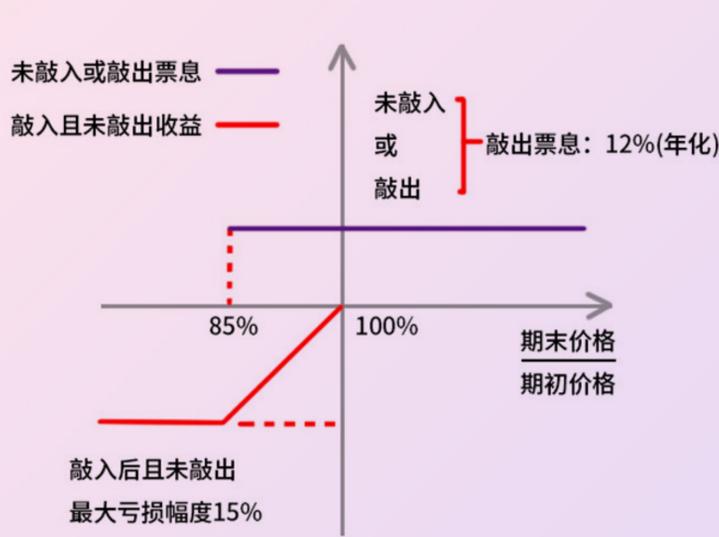
一、保本型雪球产品

无敲入条款，在任一敲出观察日，如果标的价格高于敲出价格，则触发敲出事件，产品终止，投资者获得产品存续期间对应的票息收益；如果在任一敲出观察日均未发生敲出事件，则投资者在产品到期后获得极低的票息收益（通常为0%或0.1%），但本金不会发生亏损，这类结构对投资者而言收益有限，但是风险较低。下图是收益结构示意图：



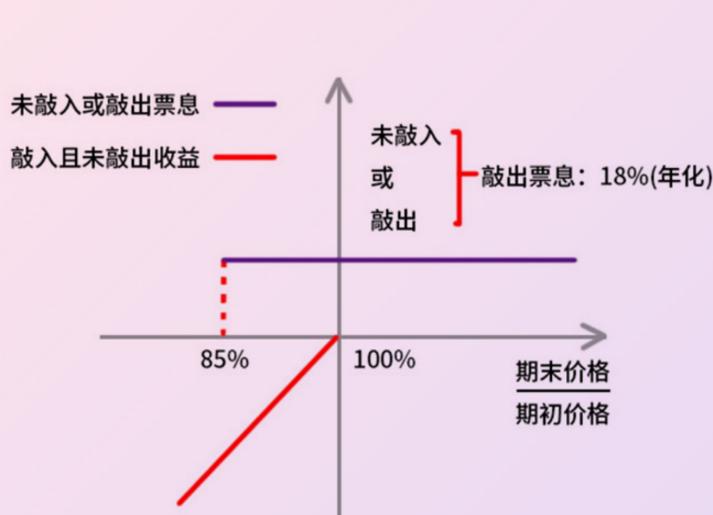
二、部分本金保障型雪球产品

部分本金保障型雪球产品结构与非保本型雪球产品基本相同，核心区别在于部分本金保障型雪球产品增加了最低本金保障比例条款，即限定了发生敲入后本金最高的亏损程度。对投资者而言，由于有一定程度的本金保障比例，因此风险更低，但是相应地，票息也比非保本型雪球产品更低。下图是收益结构示意图：



三、非保本型雪球产品

这类雪球产品没有下跌保护，以常见的非保本型雪球产品为例，在发生敲入且直至产品到期也并未敲出的情况下，投资者需要承担亏损，甚至是较大的本金亏损，因此风险属于三种类型里面最大的，但是投资者获得的票息一般也是最高的。下图是收益结构示意图：



* 注：本文所用数据皆为举例

免责声明

本文仅为投资者教育之目的而发布，不构成投资建议。投资者据此操作，风险自担。供稿人力求本文所涉及信息准确可靠，但并不对其准确性、完整性和及时性做出任何保证，对因使用本文引发的损失不承担责任。

指导单位：中国证监会投资者保护局
Investor Protection Bureau of CSRC

主办单位：SAC 中国证券业协会
Securities Association of China

中证机构间报价系统股份有限公司
CHINA SECURITIES INTERNET SYSTEM CO., LTD.