

失控的“雪球”：

结构化产品创新与投资者保护

案例正文

摘要：随着我国场外金融衍生品的快速发展，金融市场主体活力激发，以“雪球”为代表的结构化金融产品也应需而生。本案例通过全面总结雪球等结构化金融产品的发展、类型和特点，从监管当局、金融机构和投资者的视角对其崩盘事件和风险特性进行剖析，深入探讨了结构化金融产品的监管政策、创新提升和投资决策。为保护投资者利益，本文又从提高产品透明度、优化产品设计等角度提出多条建议。希望能借助此案例引导学生关注我国结构化金融产品在下趋严的监管环境中的未来走向，并且进一步思考我国结构化金融产品创新优化、监管升级及投资者保护之间的平衡问题。

关键词：雪球产品；结构化产品；金融监管；投资者保护

The “Snowball” out of control:

Structured products Innovation and Investors Protection

Abstract: With the rapid development of OTC financial derivatives in China, the vitality of financial market subjects is stimulated, and Structured Products represented by "Snowball Products" are also born in response to demand. This case comprehensively summarizes the development, types and characteristics of Structured Products such as Snowball Products, analyzes their crash events and risk characteristics from the perspective of regulatory authorities, financial institutions and investors, and deeply discusses the regulatory policies, innovation and improvement and investment decisions of Structured Products. In order to protect the interests of investors, this paper puts forward several suggestions from the perspectives of improving product transparency and optimizing product design. It is hoped that this case can guide students to pay attention to the future trend of Structured Products in China in the current stricter regulatory environment, and further think about the balance among the innovation and optimization of Structured Pproducts, regulatory upgrading and investor protection in China.

Key words: Snowball Products; Structured Products; Financial Regulation ;
Investors Protection

目录

0	引言	1
1	快速滚动的“雪球”	1
1.1	“雪球”产品的诞生历程	1
1.1.1	雪球在国外的萌芽	1
1.1.2	雪球在国内的走红	2
1.2	“雪球”产品的主要类型	3
1.3	“雪球”产品的基本特征	9
2	频频爆裂的“雪球”	10
2.1	“雪球”产品的崩盘事件	10
2.1.1	2015 年韩国雪球市场崩盘事件	10
2.1.2	2017 年法国外贸银行雪球产品崩盘事件	11
2.1.3	2022 年中国雪球产品集中敲入事件	11
2.1.4	2024 年韩国雪球市场危机事件	13
2.1.5	2024 年中国雪球市场崩盘事件	13
2.2	“雪球”产品的风险分析	15
2.2.1	“雪球”产品收益探源：高利何来？	15
2.2.2	“雪球”产品风险寻踪：危机何在？	15
3	守正创新的“雪球”	17
3.1	“雪球”产品的监管政策	17
3.1.1	金融衍生品市场的监管主体	18
3.1.2	金融衍生品市场的监管文件	20
3.1.3	金融衍生品市场的监管展望	22
3.2	“雪球”产品的创新之道	23
3.1.1	提高产品透明度，降低信息壁垒	23
3.1.2	引入人工智能，丰富用户体验	24
3.1.3	优化产品设计，加强投资者保护	24
3.3	“雪球”产品的投资之策	25
3.3.1	购买雪球产品前的谨慎决策	25
3.3.2	持有雪球产品时的理性策略	25
3.3.3	雪球产品敲入后的避险行为	26
4	未来展望：“雪球”将滚向何方？	26

0 引言

2012 年《证券公司柜台交易业务规范》出台，拉开了券商开展场外衍生品业务的序幕；2018 年以来，《证券公司场外期权业务管理办法》和《证券公司收益互换业务管理办法》相继出台，分别对场外期权和收益互换业务进行规范，场外衍生品业务从此走上了发展快车道。衍生品业务快速发展的同时，场外衍生产品的行业监管标准的缺失、系统性金融风险的累计及投资者合法权益保障的空白等问题也引起了有关部门的高度关注。

雪球产品作为场外衍生品中奇异期权的典型代表，是我国金融衍生品发展的缩影。2024 年 1 月 17 日，沪指、深成指和创业板指三大股指均创阶段新低，引发雪球集中敲入恐慌。历年来雪球崩盘事件层出不穷，雪球崩盘危机不仅是市场风险的一次直接爆发，也是对金融机构风险管理能力的一次严峻考验，更是对监管政策的一次重要反馈。那么，雪球敲入会给市场带来何种压力？崩盘事件背后又反映了资本市场的何种缺陷？雪球等结构化产品的创新要怎样才能做到义利兼顾？广大投资者需要从中吸取何种教训？监管机构需要从哪些方面预防此类风险事件？深入剖析近期雪球产品爆仓事件的内在逻辑和潜在风险，对深入推进结构化创新、完善投资者保护机制、科学防范系统性金融风险从而推动金融市场的健康稳定发展有重大而深远的意义。

1 快速滚动的“雪球”

1.1 “雪球”产品的诞生历程

1.1.1 雪球在国外的萌芽

雪球产品，实际上应该叫“自动赎回型期权产品”，英文名为“Autocallables”，是一种自动赎回型结构化衍生品，也是结构化产品（Structured Products）中最具代表性的一类。通常由券商发行，其特点是通过与某个标的（如股票或指数）挂钩，根据标的在市场上的表现来确定投资人的收益。雪球产品本质上是一种类似附带障碍条款的奇异期权，其基本构成要素包括关联标的、敲出价、敲入价以及收益率。通常敲入价低于期初价格，敲出价高于期初价格。关联标的可以是各种资产，如指数、个股或多只股票组合，甚至包括利率、黄金、商品等。而投资者购买雪球产品相当于卖出一份带有自动赎回机制的双边障碍看跌期权，并获取期权费，是一种高风险的投资产品。投资者和证券公司约定高额票息，但是要满足特定条件才能获得约定的票息，同时投资者需要承担可能与标的跌幅同比例亏损的风险。

雪球产品最初是在欧美市场存在，后续才随着中国金融的发展引进至国内。

2003 年，法国巴黎银行（BNP）发行第一个雪球结构产品，2007 年由于无

风险利率下行，拥有高票息特征的雪球产品得到更多投资者的追捧，随后雪球产品数量呈指数增长，也逐渐成为高净值人士的主流理财产品之一。欧美市场的雪球产品大多挂钩于欧洲斯托克指数（Euro Stoxx 50）、道琼斯工业平均指数或标普 500（S&P 500）指数。

雪球类产品同时也是韩国市场的主流理财产品之一，2015 年在韩国 10 年期国债的收益率约为 2% 的情况下，雪球的收益预期是 8%，吸引了大量投资者的买入。当时韩国是世界上最大、流动性最好的股票期权市场，甚至超过了美国。韩国理财市场不仅有韩国交易行发行的雪球产品，这种本土发行的雪球产品大多挂钩韩国本土指数 KOSPI 200（KS200），还有以法国外贸银行（Natixis）、法巴银行（BNP）和瑞士信贷银行（Credit Suisse Group AG）为代表的国际交易商发行的大量挂钩我国恒生国企指数（HSCEI）的雪球。

1.1.2 雪球在国内的走红

2012 年 12 月 21 日，证券业协会发布了《证券公司柜台交易业务规范》，拉开了券商开展场外衍生品业务的序幕。之后在 2015 年 2 月 9 日，我国内地第一个场内期权上证 50 ETF 期权开始交易，意味着我国证券市场正式步入期权时代。同年包括上交所 50 ETF 期权、十年期国债期货、上证 50 股指期货、中证 500 股指期货等在内的 6 个新衍生品种密集上市。

与场内相对应的，是交易所外存在的大量场外期权，即非标准化的金融合约，是一种交易双方在中间商的撮合下，构建定制化的期权产品。“雪球”产品就是投资于一种“雪球”结构的场外期权，2017 年末至 2018 年初，中金创设了以中证 500 指数为标的资产的国内第一个雪球产品。

2018 年 3 月 28 日，中央深改委通过《关于规范金融机构资产管理业务的指导意见》（以下简称“资管新规”）。同年 4 月 27 日，经国务院同意，“资管新规”由中国人民银行等部门联合印发。“资管新规”之后，券商都在追求产品创新，而适逢资本市场震荡，雪球产品也因此开始逐渐踏上“走红”之路。同时 2018 年以来，《证券公司场外期权业务管理办法》和《证券公司收益互换业务管理办法》相继出台，分别对场外期权和收益互换业务进行规范，国内的场外衍生品业务也因此走上了发展快车道。在这样一个政策和市场环境下，雪球产品也像“滚雪球”一样，规模逐渐增长。

而随着国内金融市场的日益壮大，投资者的需求也变得更多样化。雪球产品作为一种具有潜在高收益的结构化产品也吸引了众多目光，但同时由于雪球产品自身结构的复杂性和风险性，不同投资者的风险偏好和市场策略也不同，所以市场上出现了不同类型的雪球产品，这些产品在结构设计、收益计算等方面都不尽相同，为投资者提供多样化的投资选择和策略，满足不同投资者的需求。

1.2 “雪球”产品的主要类型

随着金融市场和金融工程的发展，雪球产品也不断在创新，雪球产品开始与其他金融产品融合，形成新的雪球结构，这些结构可能在收益设计、敲入敲出规则、标的资产设计等方面各不相同。这些不同雪球结构的产品可以满足不同投资者的需求，不同雪球结构的收益规则和敲入敲出规则不同，现阶段主要的雪球结构有五种类型。

（1）普通雪球

普通雪球分为两种：经典雪球和反向雪球，而我们通常听到的雪球结构一般为经典雪球，且一些其他的雪球类型也是在经典雪球的基础上进行创新后得到。

经典雪球提供了一种下跌保护机制，也就是说，只要标的价格下跌幅度在区间内，投资者就能获得固定年化票息，且存续期间越久，收益越高，雪球就越滚越大，一般来说这个区间在敲入价与敲出价之间，敲入敲出价一般也是根据标的资产期初价进行计算，部分雪球产品的敲入价是期初价格的 85%，敲出价为期初价格的 103%。目前市场上常见的雪球挂钩标的为中证 500 指数和中证 1000 指数，有的也会挂钩其他标的资产，投资者最后的损益情况完全取决于产品持有期内相关标的的表现情况。基于标的资产价格在持有期的表现不同，经典雪球产品的损益情况也有不同种，主要有五种情形，分别为：未敲入也未敲出；提前发生敲出；发生敲入后期末价格低于期初价格；发生敲入后期末价格高于期初价格；先发生敲入后又发生敲出。

下面以 A 雪球产品（表 1.1 所示）为例分别介绍这五种情形及其收益法则。

假设 A 雪球产品的起始日为 2022 年 1 月 1 日，其价值为 100 万元，并且挂钩中证 1000 指数，A 产品的期初价为 6916 点，对应的敲出价格为 7123 点，敲入价格 5878 点，其票息率为 20%，存续期为两年。以该产品为例来介绍五种收益情形。

表 1.1 假设 A 雪球产品条约信息

雪球规模	100 万元
挂钩标的	中证 1000 指数
敲入边界	0.85
敲出边界	1.03
存续期	2 年
票息率	20%
期初价格	6916 点
敲入观察日	每个交易日
敲出观察日	每月最后一个交易日
起始日	2022 年 2 月 1 日

情形一：标的资产的价格在存续期内既未触发敲入也未触发敲出

若 A 雪球产品在两年的存续期内的标的资产价格也就是中证 1000 指数一直在 5878-7123 点之间波动，并未触发敲入或敲出机制，如图 1.1 所示。

该种情形下的收益情况为：投资者可以在拿回本金的同时获得存续期内的所有利息。计算方式如下：

$100 \text{ 万} + 100 \text{ 万} \times 20\% \times 2 = 140 \text{ 万}$ ，也就是说投资者在到期日时可以拿回 140 万元，收益 40 万元。

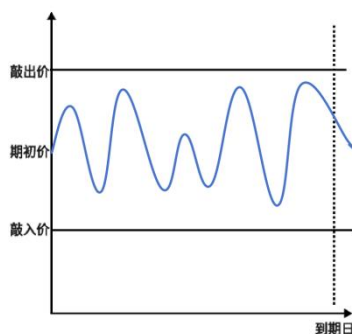


图 1.1 情形一：未发生敲入敲出

情形二：标的资产的价格在存续期内提前触发敲出机制

如果 A 产品的标的中证 1000 指数在 2022 年 4 月 29 日涨至 7200 点超过了敲出价格，触发敲出机制，合约提前到期，如图 1.2。

此时投资者可以拿回所有本金，并获得持有期内的收益。计算方式如下：

$100 \text{ 万} + 100 \text{ 万} \times 20\% / 365 \times 88 = 104.82 \text{ 万元}$ ，投资者可以提前结束合约，并获得 4.82 万元的收益。

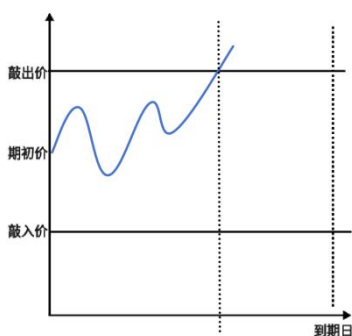


图 1.2 情形二：提前敲出

情形三：标的资产的价格在存续期内触发敲入但未敲出，且期末价格低于期初价格

如果中证 1000 指数在 2022 年 8 月 10 日跌至 5800 点，触发敲入后指数反弹，但在合约期内未触发敲出，且到期日时期末价格为 6000 点，低于期初价格，如图 1.3 所示。

此时投资者会发生本金亏损，计算方式如下：

$6000/6916 \times 100 \text{ 万} = 86.8 \text{ 万}$ ，只可取回 86.8 万元本金，亏损 13.2 万元。

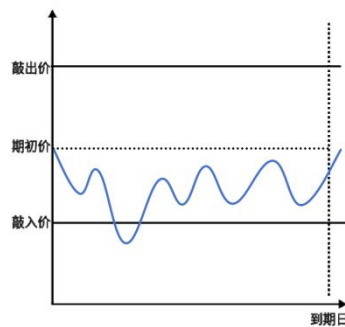


图 1.3 情形三：敲入后不敲出，期末价低于期初价

情形四：标的资产的价格在存续期内触发敲入但不敲出，且期末价格高于期初价格

如果中证 1000 指数在 2022 年 8 月 10 日跌至 5800 点，触发敲入后指数反弹，在合约期内也未触发敲出，但到期日时期末价格为 7000 点，高于期初价格，如图 1.4。

此时投资者增值收益为 0，到期后将仅拿回 100 万本金。

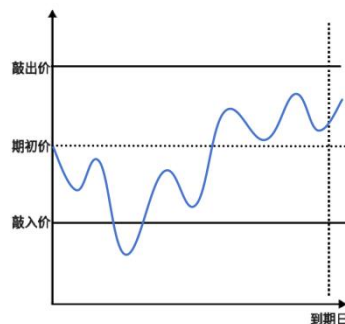


图 1.4 情形四：敲入后不敲出，期末价高于期初价

情形五：标的资产的价格在存续期内触发敲入后又触发敲出机制

假设中证 1000 指数在 2022 年 8 月 10 日跌至 5800 点触发敲入机制，随后指数回弹，在 2023 年 3 月 31 日时中证 1000 又达到了 7200，触发敲出机制，合约提前到期，如图 1.5 所示。

此时投资者可以拿回本金并获得持有期收益，计算方法如下：

$100 \text{ 万} + 100 \text{ 万} \times 20\% / 365 \times 424 = 123.23 \text{ 万元}$ ，可以获得 23.23 万元的收益。

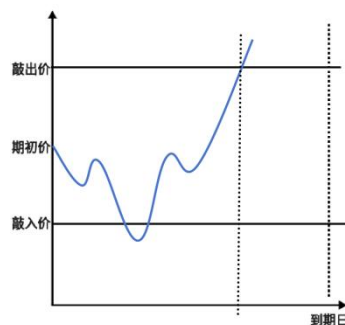


图 1.5 情形五：敲入后又敲出

基于上述对经典雪球的五种情境的分析及举例说明, 现将其不同的情境所对应的收益情况总结如下表 1.2 所示。

表 1.2 经典雪球的收益情境

条件	期末可收回资金
情形一：未发生敲入敲出	本金*息票率*存续期+本金
情形二：提前敲出	本金*息票率*持有期/365+本金
情形三：敲入后不敲出，期末价低于期初价	(期末价格/期初价格)*本金
情形四：敲入后不敲出，期末价高于期初价	本金
情形五：敲入后又敲出	本金*息票率*持有期/365+本金

与经典雪球对应的还有一种反向雪球, 方向和经典雪球相反, 其敲入价高于期初价, 敲出价低于期初价, 并且只要后市标的价格上涨幅度有限(经典雪球是下降幅度), 投资者就可获得较高的票息收益。即使标的价格大幅上涨, 只要在期限内跌回期初价格, 投资者仍能获得票息收益, 但若未跌回期初价格, 投资者这时候就要承担一定的上涨风险, 反向雪球非常适合在市场表现平淡, 预期标的物价格下降时使用。

(2) 票息类雪球

票息类雪球包括了早利雪球、红利雪球、凤凰雪球和蝶变雪球,

早利雪球越早敲出票息越高, 所以它一大特点就是首年票息高, 次年票息低, 假设第一年敲出的年化票息为 24%, 第二年敲出的票息为 8%, 那么在不同情境下的收益情况如下图所示。

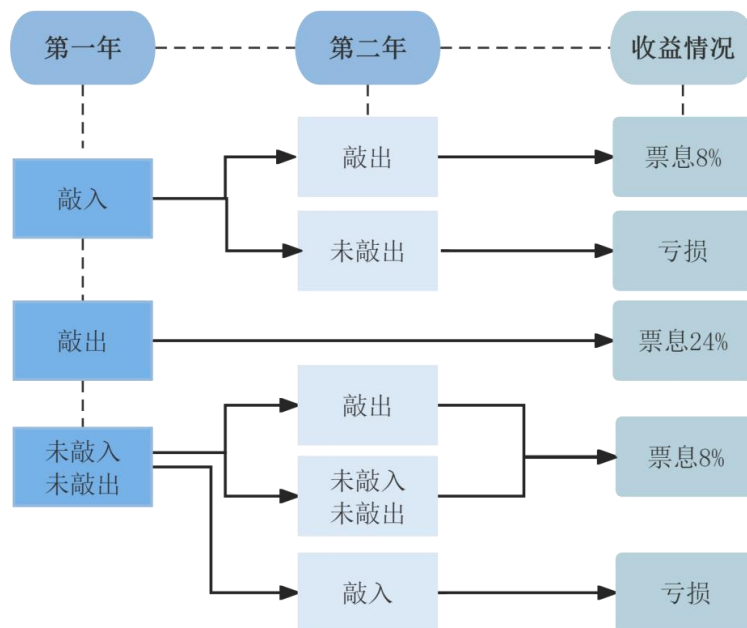


图 1.6 早利雪球收益情境

对于红利雪球而言，共有两种票息情况，一种是满足未敲入也未敲出的红利票息，一种是提前敲出的票息，而红利雪球的一个特点是降低红利票息，从而提高敲出的票息。红利雪球共有四种收益情境，如下表所示。

表 1.3 红利雪球的收益情境

条件	期末收益情况
情形一：未发生敲入敲出	获得红利票息
情形二：发生敲入后又发生敲出	获得敲出票息
情形三：提前敲出	获得敲出票息
情形四：发生敲入后未发生敲出	亏损

凤凰雪球结构通常按月付息，只要当月没有敲入，产品发售方将给予投资人绝对收益率 1% 的利率。例如一个持有期为一年的雪球产品 B，假设其标的资产价格的变动情况有四种情况，如下表所示，其收益情况也相应如下。

表 1.4 凤凰雪球的收益情境

条件	期末收益情况
情形一：存续期未发生敲入敲出	获 12 个月利息，票息 12%
情形二：第 6 个月提前敲出	获 6 个月利息，票息 6%
情形三：第 5 个月敲入+第 7 个月重回+第 11 个月敲出	获得 9 个月利息，票息 9%
情形四：第 5 个月敲入+第 7 个月重回+最后未敲出	获得 10 个月利息，票息 10% 并承担亏损部分

蝶变雪球和早利雪球类似，都是敲出票息随时间推移不断变低，唯一的不同的是蝶变雪球在时间段上拆的更细，通常有好几个收益率阶段。特点也是越早敲出，票息越高，这种雪球通过将远期的票息转移到近期，来提高短期内敲出的收益。

（3）价格类雪球

价格类雪球主要有降敲雪球、降落伞雪球、救生艇雪球和双降雪球，这类雪球也都是在经典雪球的基础上进行的创新和设计，用以满足不同需求。

降敲雪球有传统雪球的特点，但是这种雪球主要通过降低敲出价来提高胜率，主要以获得敲出收益为主。降敲雪球还有不同种的形式，有些降敲雪球的敲出线设置为逐期下降，有些设置为在到期日前的最后一次观察日下降。这种降低敲出价格的雪球可以增加提前敲出获利离场的可能性，具有一定的避险特征。其收益情境基本与传统雪球相似。

降落伞雪球和降敲雪球也相似，是在经典雪球的基础上，仅对敲出价格进行重新设计，主要体现在通过降低最后一个观察日的敲出价格来提高在到期日敲出

的概率，以提高胜率。其他收益情境与经典雪球相似。

救生艇雪球是一种会重置敲出价的结构，但其有一个重要的要素：重置敲出期。只有在重置敲出期内敲入，救生艇雪球才会发挥作用，降低敲出价，提高雪球敲入后又敲出的概率来降低亏损概率。其收益情境如下图。

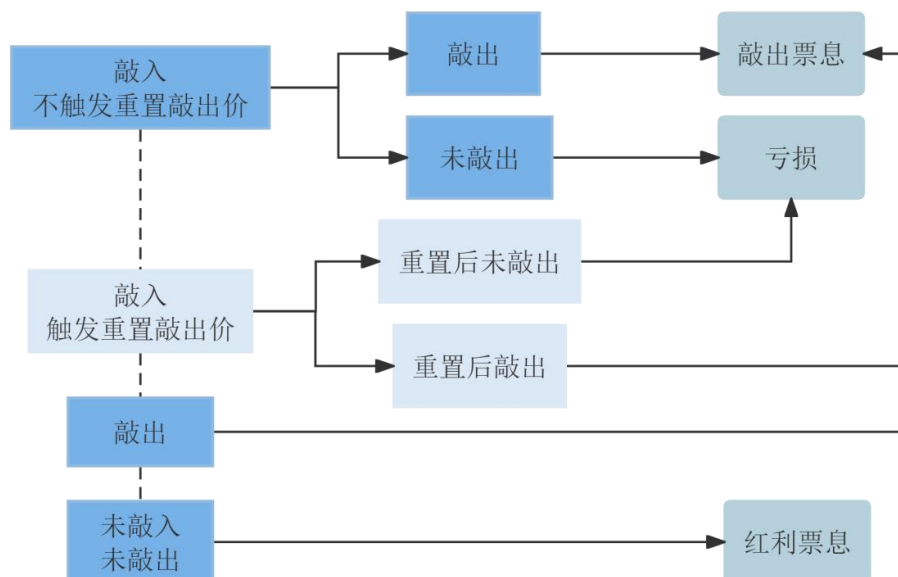


图 1.7 救生艇雪球收益情境

双降雪球则结合了价格雪球和票息雪球，敲出价和票息同时（每月）下降，主要通过降低敲出价提高敲出概率，并且把远期的票息转移到了近期，短期敲出的收益会高于远期。

（4）限损类雪球

顾名思义，这种类型的雪球结构能限制亏损，限损类雪球主要有 OTM（Out of The Money）雪球和壁虎雪球。

OTM 雪球是在敲入后设置一个低于期初价格的行权价。其他情境都与经典雪球一样，但是当雪球产品发生敲入又未敲出时，标的资产的期末价若是高于行权价则可以免除亏损，但若期末价仍旧低于行权价则发生亏损。这类雪球的优势是可以降低亏损减少风险，但是其敲出票息相对经典雪球略低。

壁虎型雪球在经典雪球的基础上引入了避险事件，为投资者增加一道安全防线。壁虎型雪球能够提高提前终止机会，下跌保护属性更强。尤其适用于前期上涨未突破敲出价格而后再不断“阴跌”的行情，触发避险事件时存续期就提前终止，投资者可以在价格进一步跌破前就敲入，获得避险票息。

（5）二元小雪球

二元小雪球主要有小雪球和增强型雪球两种。

小雪球结构是在传统雪球基础上降低购买门槛，取消了敲入条款，底层采用固收+期权的策略，这种结构使得产品整体风险较为可控。和传统雪球同样存在

敲出线和观察日，只不过省略了敲入线。

增强型雪球。这是在经典雪球结构基础之上，嵌入一份执行价为敲出价的平值看涨期权，是一种雪球产品加看涨期权的投资组合，当标的资产价格敲出时投资者既获得票息收益，也获得标的涨幅收益。

1.3 “雪球”产品的基本特征

或许不同类型的雪球产品在一些结构设置和收益设置上有所不同，但是所有雪球产品在某些特性上都有相同的特征。

（1）结构性

雪球产品的构成要素包括关联标的、敲出机制、敲入机制以及收益率。并且其收益情况与所挂钩的标的资产的价格变动密切相关。这种复杂的收益结构使得投资者需要对标的资产有较为深入的了解。此外，雪球产品的敲出和敲入机制使得雪球产品具有较高的灵活性和风险可控性。

（2）风险性

雪球产品的风险特性与其敲入和敲出机制有关。一般情况下雪球产品的发展情境共有五种情况（图 1.1-1.5），在对不同类型雪球的收益情境进行分析的时候也有提到，投资者可能会由于标的资产价格发生敲入而面临本金损失的风险。这也要求雪球产品的投资者对标的资产的价格表现具有一定判断力。

其次，部分雪球产品的投资者会在投资雪球产品时为了用更小的本金来博得更大的收益而加杠杆。比如一些杠杆型雪球，投资者甚至可能加 4 倍的杠杆来投资这类产品。但是高杠杆也意味着高风险，所以投资者在购买雪球产品时也应当根据自身的风险承受能力来进行投资决策。

（3）流动性

雪球产品的持有期一般为一年或两年，并且在持有期内无法提前赎回，除非雪球产品的标的资产发生了提前敲出，因此雪球产品的流动性较差，所以投资者在进行投资决策时也需要考虑到自身的流动性需求。同时，由于雪球产品大多为定制产品且不对外公开销售，并且雪球产品的价格受到多种因素的影响，因此如果投资者要出售雪球资产也会面临到一些定价问题。

（4）市场适应性

由于雪球产品的标的资产大多为股票指数，所以雪球产品的收益与股票市场的表现密切相关。所以雪球产品在不同市场环境下也会有不同的反应，比如在牛市和环境中，这样积极的市场表现可能会增加雪球产品的敲出可能，使得投资雪球产品可以获得较高的收益；而在熊市环境下，雪球产品的标的资产价格可能也会节节败退，可能会导致大量雪球产品敲入，投资者将面临较大的损失风险，并且这种风险又可能进一步影响市场环境。所以投资者在投资雪球产品时也应当结合当时的市场环境来做出决策。

2 频频爆裂的“雪球”

2.1 “雪球”产品的崩盘事件

雪球产品自问世之初，因其产品特性便蕴藏着巨大风险，其风险如同滚“雪球”般，在市场的坡道上逐渐增大。一旦将其触发，不仅雪球产品自身解，还崩可能引发“雪崩”的连锁反应，造成市场的剧烈震动。本文将深入探讨近年来国内外典型的几例雪球产品崩盘的事件（如图 2.1 所示），分析其背后的风险因素与对市场的深远影响。

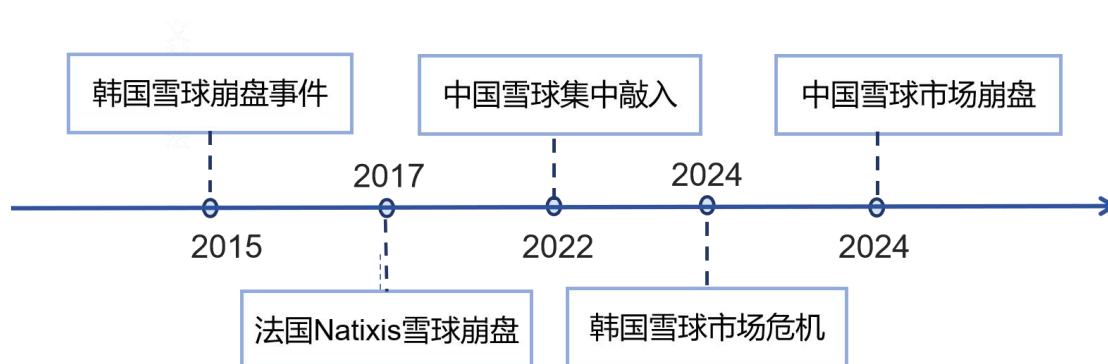


图 2.1 近年来崩盘事件历程

2.1.1 2015 年韩国雪球市场崩盘事件

韩国的雪球市场规模较大，尽管只有 5000 万人口，但韩国的雪球市场规模接近欧美。2015 年，韩国个人投资者购入大量的雪球，市值约 400 亿美元，占理财产品市场的半壁江山。2014 年和 2015 两年，韩国股指的波动率指数（VIX）下降，导致雪球票息下降，当时挂钩韩国本土指数 Kospì 200（KS200）的雪球产品对个人投资者来说吸引力骤降。雪球产品发行方将目光转向了波动性更高、收益更高的恒生中国企业指数（HSCEI）。

于是，当时以法国外贸银行（Natixis）、法巴银行（BNP）、瑞士信贷银行（Credit Suisse Group AG）为代表的国际交易商在韩国理财市场上发行了大量挂钩恒生国企指数（HSCEI）的雪球产品。然而，纳入了太多中国企业的恒生国企指数在 2015 年轰轰烈烈的 A 股暴跌之中同样经历了超大幅度回调，短短 3 个月内下跌 40%，6 个月内累计下跌 47%。在 2015 年 9 月，恒生国企指数大幅下跌（图 2.1），极端行情之下出现流动性危机，发行券商未能成功对冲风险，其中损失最大的法国外贸银行接近 3 亿美元。



图 2.2 2015 年 HSCEI 指数波动

资料来源：东方财富网

2.1.2 2017 年法国外贸银行雪球产品崩盘事件

自 2003 年法国巴黎银行推出雪球产品以来，随着 2007 年无风险利率下行，各大机构都慢慢发行雪球产品并从中获益。当时韩国作为雪球产品的主要市场之一，也得到了多数机构的青睐。2017 年法国外贸银行（Natixis）为了抢占韩国市场，不仅制作各种搞怪名字的小游戏和引用“江南 Style”的卡通形象来推销，还推出更高收益也更大风险的产品。到 2018 年时法国外贸银行已经累积至少 50 亿美元的雪球产品组合，法贸也通过这样复杂的衍生品组合承担了巨大的尾部风险。

2018 年，在地缘政治不稳定的情况下，韩国股市结束了两年的上涨并开始下跌。风险开始显现，不少雪球产品开始被赎回。然而，法国外贸银行亚洲分部并没有因此而收手，反而继续发行新的产品。到 2018 年第三季度，法国外贸银行从巴黎总部派遣了一个团队前往亚洲评估情况后，由于之前之前亏损的窟窿太大。总部当即直接接管了亚洲的交易权限。在 12 月该行披露，因为市场动荡产生的巨额亏损达到 3 亿美金，几乎相当于 2017 年年度该行股票部门收入的一半。

2.1.3 2022 年中国雪球产品集中敲入事件

2022 年 1 月，雪球结构产品迎来强监管，部分涉及衍生品业务的信托公司（主要是雪球类）收到监管窗口指导，暂停涉及雪球类券商收益凭证产品的发行。同时又受到国内外多重利空因素影响，中证 500 指数在 2022 年年初持续下跌（图 2.3），挂钩中证 500 指数的雪球产品自 3 月中旬以来持续触发敲入，IC 多头对冲仓位逐渐平仓，驱使 IC 基差随市场下跌而走弱。根据雪球产品发行规模估算，截止 4 月 27 日收盘，按 21 年 9 月以来的中证 500 指数最低价 5234 估计，3 月前发行的雪球产品约有 80% 的产品发生了敲入，目前存续的雪球约有 70% 的产

品发生了敲入。

根据中证系统的数据，2021 年底场外期权（股指类）的整体规模为 6148.58 亿，按照 20-25% 为股指类雪球占比计算，股指类雪球规模为 1229.72-1537.15 亿，在 2022 年 4 月份，集中敲入的资金应当有 799.32-999.15 亿。根据图 2.4 看出雪球产品在 2022 年 3 月发生大规模集中敲入，对股市情绪产生了负面影响，导致市场整体的交易活跃度下降。



图 2.3 2022 年中证 500 指数波动

资料来源：东方财富网

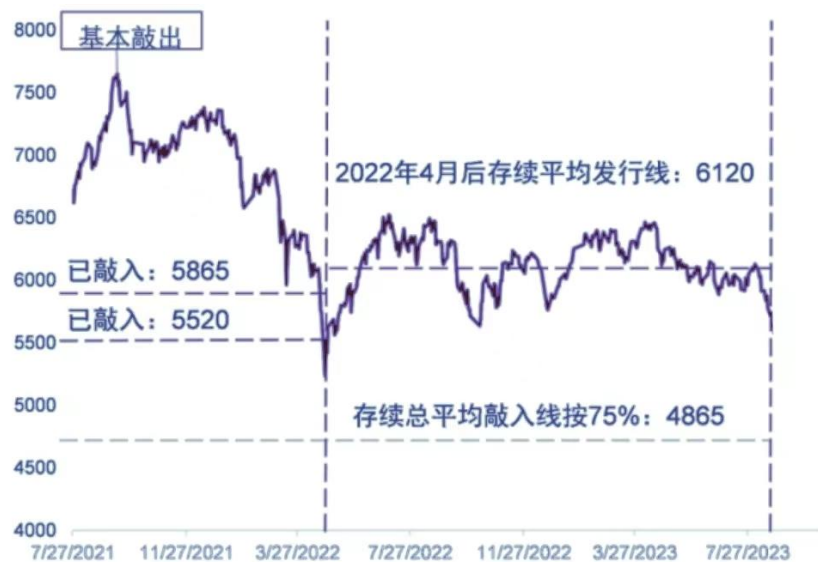


图 2.4 2022 年中证 500 雪球敲入示意图

注：平均敲入线按照 75% 计算

资料来源：Wind 数据库

2.1.4 2024 年韩国雪球市场危机事件

2024 年 1 月，韩国金融监管警告称：目前市场中的存量 ELS 有 80% 将在今年到期，对应价值达到 15.4 万亿韩元（约合 829 亿元人民币）。ELS，全称股权关联证券（Equity Linked Securities），是一种结构性金融产品，也是韩国雪球产品，大多挂钩中国恒生国企指数（HSCEI）。但随着恒生中国企业指数在新年伊始持续走弱，大量购买了与该指数挂钩的雪球产品投资者同时也面临巨大的亏损可能。根据韩国银行机构的数据，韩国投资者在 1 月及 2 月已经损失 1.2 万亿韩元（约 71 亿港元），如果该指数保持在当前水平，预计今年还会再损失 4.6 万亿韩元（约 273 亿港元，约合 44 亿美元）。对照恒生中国企业指数的走势可以发现，触发敲入的原因就是恒生中国企业指数从 2021 年 2 月的峰值下跌了逾 60%，击穿了产品敲入线，如图 2.5 所示。

韩国雪球产品的散户投资者中有多数投资者是 65 岁或以上的老年人，此次雪球敲入危机可能会使这些老年人可能面临巨额损失，原本计划用来养老的钱将会落空，这可能会引发严重的社会问题。韩国金融监督院表示，如果金融机构忽视了保护客户的职责，也需要为此承担责任。



图 2.5 2021 年-2023 年 HSCEI 指数波动

资料来源：东方财富网

2.1.5 2024 年中国雪球市场崩盘事件

2024 年初，国内雪球市场经历了由流动性风险引发的市场崩盘，这也暴露出市场集中度过高的问题。在过去几年中，市场经济下行压力加大，且同时存在雪球发行时间点拥挤问题。在多重因素叠加下，市场出现波动下行时，触发了一系列连锁反应最终引发了 2024 年初雪球市场的集中崩盘。

在 2024 年 1 月 1 日至 1 月 22 日之间，中证 1000 和中证 500 点数逐渐跌破（如图 2.6、2.7 所示），多数挂钩这两种指数的雪球产品都发生了敲入，并于 1

月 22 日发生了大规模的集中敲入。在这之后中证 500、中证 1000 雪球敲入预期升高，投机空头狙击。中性策略开始采取平仓，大量中性产品、指增产品出现较大的超额回撤。非成分股的微盘股流动性被加速抽干，导致走势崩溃，出现更严重的集中强平或换仓，使得雪球产品崩盘危机到达顶峰。根据最新公布的托管数据，以卓识、九坤、幻方、灵均为代表的头部私募中性产品则普遍跌幅超过 10%，约四天就跌了投资者一年的预期收益。



图 2.6 2024 年 1 月-3 月中证 500 指数波动

资料来源：东方财富网



图 2.7 2024 年 1 月-3 月中证 1000 指数波动

资料来源：东方财富网

2.2 “雪球”产品的风险分析

2.2.1 “雪球”产品收益探源：高利何来？

“雪球”产品的收益主要来自于价差和再投资收益，收益包含以下四部分：

第一，对冲操作的差价收益。“雪球”产品通过券商执行的高抛低吸策略实现收益，券商为对冲资产价格上涨时需支付投资者的权利金的风险，而采取了高抛低吸的操作策略，即在标的资产价格上涨时卖出相应数量的现货，在价格下跌时买入现以赚取差价。这样的对冲策略能够降低券商的风险暴露，并且为“雪球”产品的投资者提供了稳定的票息收益。

第二，股指期货的贴水收益。在目前常见的“雪球”产品中，挂钩标的通常选择中证 500 和中证 1000 指数，而其股指期货经常会出现贴水现象。券商在期货市场上进行对冲交易，从而在基差的变动中获利，进而利用这部分额外收益增强“雪球”产品的票息。

第三，资产波动的收益。“雪球”产品的高波动性标的资产使得券商可以通过灵活的交易策略在价格波动中获得收益，进而将市场波动收益转化为“雪球”产品的票息。

第四，闲置资金的再投资收益。券商进行对冲交易时会出现未平仓的情况，这意味着存在部分资金未被完全利用。券商将资金的有效利用，投资于债券等固定收益类产品，可以使其获得额外收益，这也为“雪球”产品提供额外的票息来源。

2.2.2 “雪球”产品风险寻踪：危机何在？

（1）“雪球”产品的自身风险：多维风险，审慎抉择

“风险与收益并存”，雪球产品自身存在着多方面的风险，投资者在注意到雪球产品的高票息的同时，断然不可忽视其风险。雪球产品自身风险如下：

第一，价格风险。雪球结构产品的收益与标的资产表现挂钩。如果标的价格在投资期间出现大幅下跌会触发敲入事件，一旦敲入投资者就开始承担价格波动风险，而且后续没有发生敲出且期末价格低于期初价格，投资者将面临损失的风险。

第二，流动性风险。“雪球”产品缺乏主动赎回条款，投资者无法提前退出而缺乏流动性，因此投资者在购买时需做好持有“雪球”产品直至到期或敲出终止的准备。这就给投资者带来了无法及时调整投资组合或在需要资金时无法及时变现，从而致使投资者蒙受损失和不确定性的风险。

第三，再投资风险。“雪球”产品提前敲出时，投资者面临资金再投资的情形。而在寻求新投资机会时，每次产品的选择都会使投资者面临再投资风险，市场状况、可选投资项目和时间窗口等因素都会对再投资造成冲击，未必能够获得理想中的年化收益。同时雪球产品过早的敲出也会使得投资者获得的票息收益少于到期未敲入的票息收益，预期收益减少。

（2）“雪球”产品发行方风险：多重影响，广泛关切

“雪球”产品的发行和管理时，券商同样面临着多方风险，也会给券商自身的稳定带来影响，更会给影响投资者的利益。券商发行“雪球”产品面临对冲交易管理不当风险、基础资产波动风险等多重风险。

第一，对冲交易管理不当风险。券商普遍采用 Delta 中性策略来调整对冲仓位，以中和市场波动对组合价值的影响。即通过风险对冲交易，使投资组合整体的价值不受标的资产市场价格变化的影响。证券公司通过管理希腊值来管理投资组合的整体风险，其中 Delta 风险中性是指通过风险对冲交易，使投资组合整体的价值不受标的资产市场价格变化的影响。但市场的瞬息万变导致券商无法随时进行调仓和对冲，从而暴露风险。

第二，标的资产波动率变化的风险。“雪球”产品的收益与基础资产波动幅度相关。券商作为多头，通过高抛低吸的避险操作，在市场波动加大的情况下获取收益。相反，券商的收益会在市场波动减小的情况下降低甚至亏损。

第三，其他市场风险。其他市场风险是指金融机构在销售宣传雪球产品的过程，存在销售人员未对投资者可能承担的市场下跌风险进行充分提示，使得投资者有着雪球产品为保本产品的固有错误印象，盲目投资该类资管产品，出现亏损时引发纠纷。

（3）“雪球”产品投资者风险：收益有界，风险无边

大部分投资者关注到雪球产品宣称的高票息或看似固定的收益时将雪球产品与固定收益类产品等同，期望获得与债券或银行存款类似的稳定高回报，却忽视产品内部的风险。并且由于投资者缺乏对金融衍生品市场和“雪球”产品这类结构复杂的金融衍生品的了解，难以充分评估雪球产品在不同市场环境下的表现，

第一，本金损失风险。雪球产品并非保本产品，一旦市场大跌雪球产品的敲入亏损是无限的，同时雪球产品的存在还会加剧市场的波动。金融机构为了减少对赌风险，卖出手上持有的挂钩标的资产，价格下降，无形中加剧市场的波动风险，也使得雪球产品的损失风险增大。

第二，认知风险。投资者在投资“雪球”类产品前应仔细了解产品条款，包括票息计算方式、挂钩标的资产以及产品可能产生的亏损情况及处理方式等。投资者如果不了解或误解条款，将会造成投资者错误判断产品的风险和收益，从而蒙受经济损失。

第三，信用风险。投资者在购买“雪球”产品时，间接承担了交易对方的信用风险，投资者可能面临因交易对方不能履行契约义务而遭受资金损失的情况。虽然券商普遍拥有较高的信用等级，但投资者仍需充分评估券商的资信状况，以降低潜在的风险。

综上所述，结合上述三个维度对雪球产品的风险分析，可以得知雪球等结构

化产品并非保本固收类理财产品，其内部设计逻辑、交易规则等都十分复杂，这类产品表面上的高收益实际上伴随着巨大的风险。因此，监管机构、金融机构以及投资者自身都需要谨慎对待这类结构化产品。在我国金融市场快速发展的现在，为了降低该类产品蕴含的风险隐患可能会带来的极端损失，雪球产品甚至整个结构化产品市场都需要进行创新升级，具体也可以从以下三个维度来进行：监管当局、金融机构和投资者自身。

3 守正创新的“雪球”

3.1 “雪球”产品的监管政策

近些年，我国金融市场的改革开放持续扩大，政府对衍生品市场的支持力度不断加大。政策的鼓励和监管的规范推动衍生品市场的健康发展，为券商衍生品经纪市场提供了良好的机遇。随着我国场外金融衍生品市场发展，我国证券市场场外衍生品市场的发展规模正在不断扩大。根据中国证券业协会的数据，截至2023年7月末，券商场外衍生品月末存续规模达到了23059.39千亿元，期权和互换当月新增初始名义本金分别达到了3751.42亿元和4676.74亿元（如图3.1所示），相比去年末增长了10.5%。这表明场外衍生品业务已经成为券商服务客户、提升公司核心竞争力的重要手段之一。

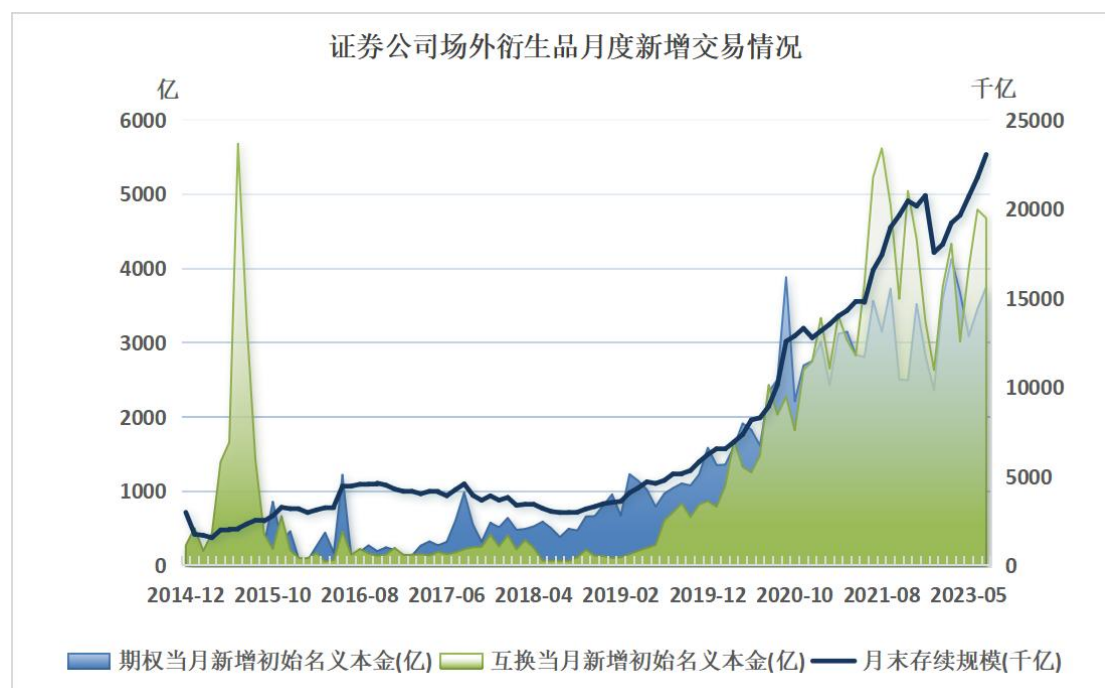


图 3.1 证券公司场外衍生品月度新增交易情况

数据来源：wind 数据库

随着经济持续增长，高净值客户人群理财需求大幅扩张，在此背景下，投行迎合多样化投资需求，通过场外期权和固定收益工具，构建能满足高净值客户理

财需求的结构化产品，场外期权业务不断扩张。同时，场外交易商可根据客户风险特征，定制风险管理解决方案，以较低的成本达成风险对冲目的，场外衍生品的可定制性很好地满足了不同机构投资者特定的风险偏好。在这样的背景下，雪球结构产品作为一种自动赎回型结构化衍生品，开始在固定收益证券中嵌入特殊的障碍期权，形成如雪球期权、凤凰期权等多种形式的衍生品。雪球产品在国内的诞生是金融市场逐步开放、衍生品市场不断发展和创新的产物。

从 2018 年以来，股指类期权交易规模不断扩大如图 3.2 所示，截至到 2023 年 3 月，股指类期权规模高达 8000 亿元，雪球和银行结构化产品构成了场外期权 2022 年的主线。2021 年末仍处于缓慢上涨的牛尾，所以雪球产品得以顺利敲出，而 2022 年权益市场的波折则导致了一部分存量雪球的淤积，这对应了股指类场外期权存量的增长。

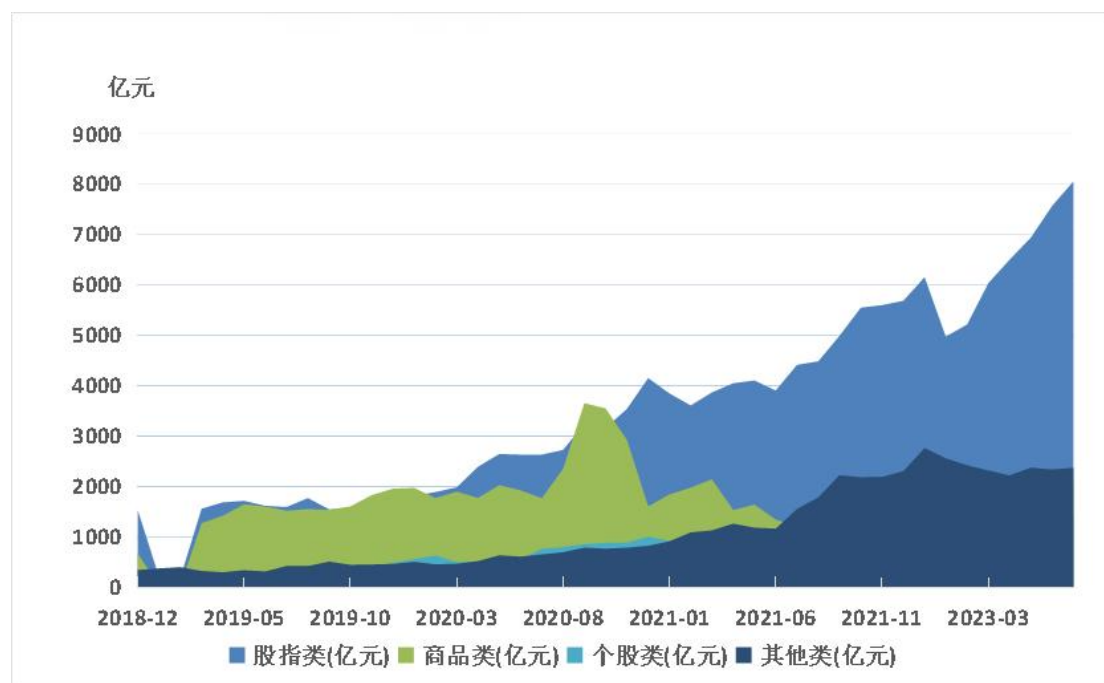


图 3.2 2018 年以来场外期权存续交易标的情况

数据来源：wind 数据库

3.1.1 金融衍生品市场的监管主体

我国场外金融衍生品市场起步较晚，由三大主协议体系共同构成，其中以银行间场外衍生品市场为主（表 3.1）。目前的场外衍生品市场是由监管机构自上而下主导的，不同监管体系下的市场相互独立且又采用不同的主协议体系，形成了以 NAFMII 体系下的银行间场外衍生品市场、SAC 体系下的证券期货场外衍生品市场以及 ISDA 体系下的外资机构柜台市场三足鼎立的格局。由于每个子市场有不同的监管机构主导，故在监管标准产品种类、组织形式、主要参与机构以及投资者门槛等方面都不统一，由此带来的市场碎片化的问题凸显。以大宗商品为挂钩标的的场外衍生品的交易场所也有不同，如有证券公司的柜台市场和报

价系统、期货风险管理公司的柜台市场、大连商品互换平台、上海清算所、商业银行柜台市场以及上海黄金交易市场等。

表 3.1 我国场外衍生品市场整体格局

主协议体系	主导机构或市场
NAFMII 体系	外汇交易中心 上海清算所 交易商协会 商业银行柜台 上海黄金交易所
SAC 体系	证券公司柜台市场和报价系统 期货风险管理公司和柜台市场 沪深交易所 大连商品交易所 郑州商品交易所
ISDA 体系	中资金融机构与外资机构 中资工商企业与外资机构

任何监管框架都应该是以国情相适应的，针对我国场外衍生品业务发展初期的市场特征以及场外衍生品业务灵活多样的业务特征，我国场外衍生品监管逐步形成了多层次、立体化的监管框架（如图 3.3 所示）。

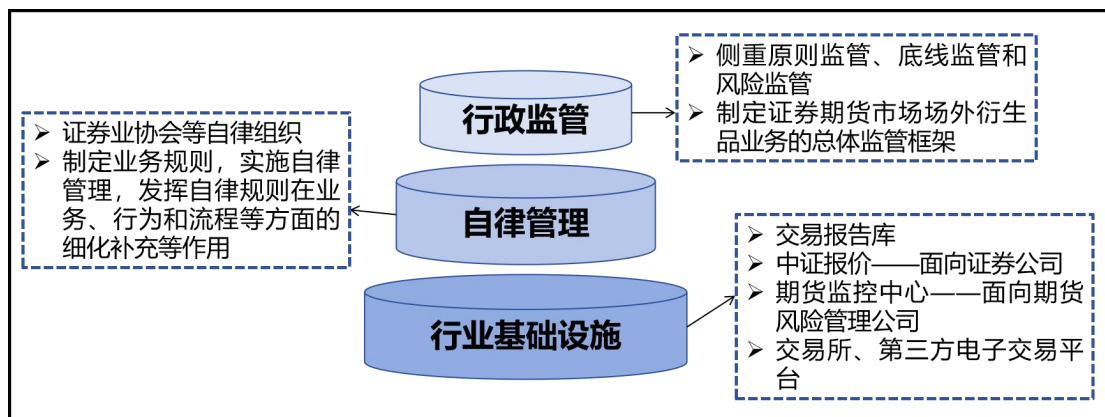


图 3.3 证券市场场外衍生品监管框架

在行政监管层面，我国成立了相关金融监督管理委员会（如中国证券监督管理委员会等），负责对场外金融衍生品市场进行统一集中监管，专门负责制定和执行相关法规和政策，确保市场的规范运作。由证监会统一负责证券期货市场的场外衍生品业务的整体监管框架，制定场外衍生品业务的部门规章，指导场外衍生品业务的整体发展，突出了原则监管、底线监管，特别是 2018 年颁布的场外期权新规，从交易商分层管理、投资者适当性、标的管理等方面解决了谁能做和谁做、做什么、怎么做的问题，成为一段时间场外衍生品业务的指导。目前，衍

衍生品交易监督管理办法已征求意见,将进一步指导规范证券期货市场的场外衍生品业务。

在自律管理层面,要求各金融机构和行业协会通过制定行业规范、自律准则和行业标准等方式,加强自我约束和管理。这有助于提升市场的整体形象和信誉,促进市场的健康发展。中国证券协会在证监会授权和指导下,对证券公司场外衍生品业务实施自律管理,是当前阶段场外衍生品监管体系的重点。2013年以来,证券协会发布了一系列衍生品自律管理规则,较好的应对了场外衍生品业务的发展变化趋势,引导证券公司规范产业。其中,2020年发布的《场外期权业务管理办法》和2021年发布的《收益互换业务管理办法》对场外衍生品业务进行了较为全面的规定,是目前证券公司开展场外衍生品业务的主要规则。

在行业基础设施层面,通过交易报告库进行监控监测是国际监管的共识。2015年以来,中证报价承担了证券公司外衍生品业务的交易报告和监控监测职能,为监管部门、自律组织和市场机构提供了支持与服务,在防范化解系统风险、提高市场透明度、规范业务发展方面发挥了积极作用。2021年,中证报价被金融稳定理事会FSB列为正式交易报告库,成为我国证券行业场外衍生品业务规范发展的标志性事件。在传统的机构监管基础上,证监会还逐步强化了对场外衍生品业务的功能监管,2022年,证监会启动了场内场外的联动分析机制,多年的监管实践证明,现行证券期货行业的场外衍生品业务监管体制,是与当前阶段的市场发展特征相适应的,整体上管控住了关键风险点,未出现大的风险事件,市场运行整体平稳。

3.1.2 金融衍生品市场的监管文件

场外衍生品市场的监管历程是一个不断探索、深化和完善的过程,未来随着金融市场的不断发展,关于衍生品交易的监管还将继续改进。国内关于金融衍生品的监管法规制定发展历程大致可以划分为以下几个阶段(图3.4)。

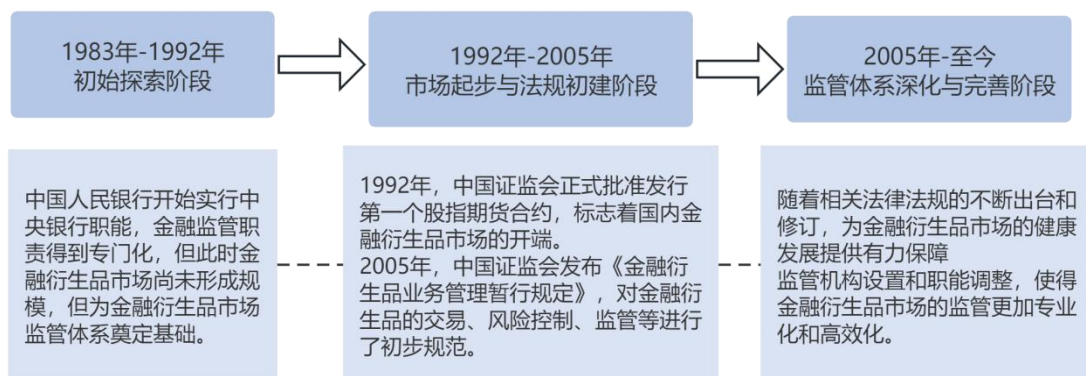


图 3.4 我国衍生品交易监管发展历程

2018年以来,我国场外衍生品而对于场外衍生品——“雪球”类产品的监管政策主要集中在强化风险意识、加强合规风控体系建设、加大检查和追责力度、

规范销售行为以及提高上市标准和加强退市监管等方面，相关政策旨在保护投资者的合法权益，维护市场的稳定和健康发展。2018 年以来，相关证券公司场外衍生品的金融监管政策如下图所示：

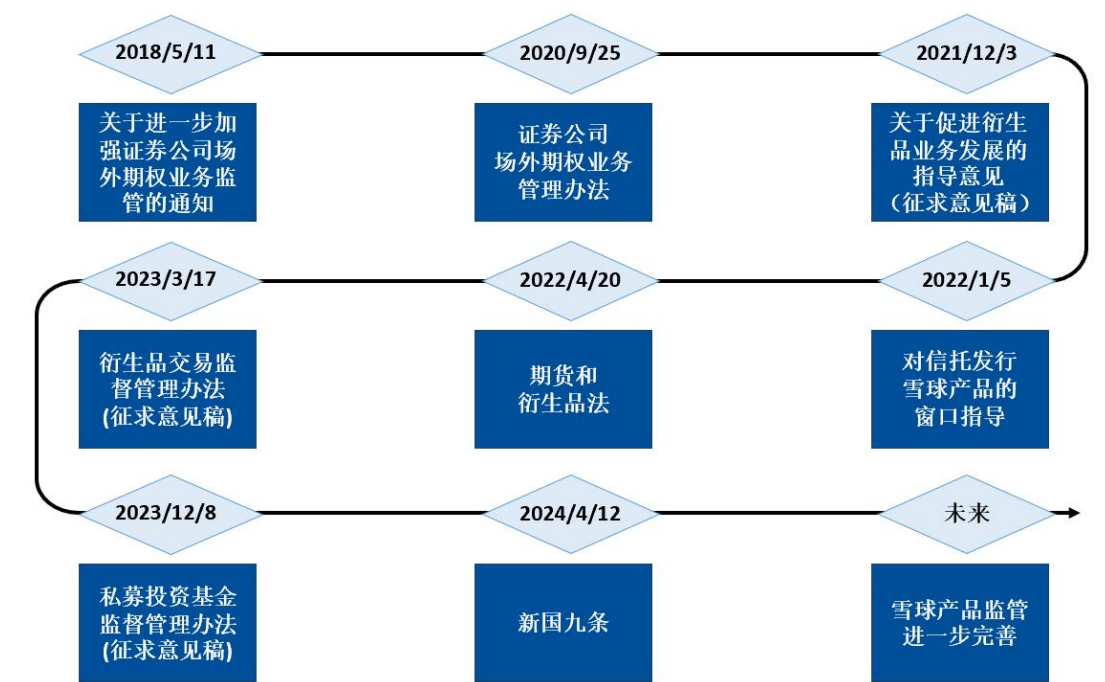


图 3.5 我国衍生品交易监管法规历程

2018 年 5 月 11 日，证监会发布《关于进一步加强证券公司场外期权业务监管的通知》，文件中提到监管层要求再次期限内其他证券公司不得与客户新增场外期权业务，明确了投资者参与门槛，并且要求券商严格执行穿透。

2020 年 9 月 25 日，《证券公司场外期权业务管理办法》中明确强调，要强化监测监控，提高数据报送的标准化，新增负面客户管理平台，建立数据共享机制，提升证券公司场外期权业务的透明度，进一步落实“看得清、管得住”的监管要求，有效防范业务风险。

2021 年 12 月 3 日，由中国人民银行、银保监会、证监会、外汇局联合发布的《关于促进衍生品业务发展的指导意见（征求意见稿）》中，指出在衍生品市场中，按照金融管理部门职责，做出监管分工协作安排。要求金融机构在开办衍生品业务前履行必要的准入等程序，进入相关市场开展衍生品交易要遵守相关市场管理规定，并通过交易报告等方式提高市场信息透明度，防范系统性风险。同时加强监管协调，各监管部门及时沟通情况、协商解决问题，重大问题报金融委。

2022 年 4 月 20 日，全国人大颁布《期货和衍生品法》，规范期货交易和衍生品交易行为，保障各方合法权益，促进期货市场和衍生品市场服务实体经济。一方面，总结期货市场三十多年的发展经验，将实践中运行良好、成熟可行的期货交易、结算与交割、金融市场基础设施运行监管等制度和做法在法律层面予以肯定，将保证金监控、账户实名制等具有中国特色的监管制度确定下来，以稳定

市场预期，适应现阶段市场发展特征。另一方面，顺应市场发展趋势，破除期货市场发展的体制机制障碍，在品种上市机制、期货公司业务范围、保证金多样化等方面作出了创新性安排，发挥立法前瞻性和先导性作用，为市场改革创新提供支持。

2023年3月17日，证监会发布《衍生品交易监督管理办法（征求意见稿）》强调，首先突出功能监管，该办法以功能监管为导向，将证监会监管的各类衍生品经营机构、衍生品交易场所、衍生品结算机构、衍生品交易报告库、交易者等统一纳入监管，制定统一行为规范和法律责任，消除监管差异和监管套利，促进市场健康发展；其次体现统筹监管资本市场各个子市场之间在交易主体、资金流动、业务经营、风险传染等方面高度关联。因此，本办法从资本市场的全局出发，谋划衍生品市场的监管规则体系，充分考虑市场之间的联系，拉齐各个市场之间的监管标准，强化衍生品市场的风险控制，加强场内场外之间，衍生品市场与证券市场、期货市场之间的监管协同协作，防范监管套利，消除监管真空，切实提升监管效能。

2023年12月8日，《私募投资基金监督管理办法（征求意见稿）》中提到，证监会根据私募基金管理人业务类型、管理资产规模、持续合规情况、风险控制情况和服务投资者能力等，对私募基金管理人实施差异化监督管理，并对创业投资基金及不动产私募基金等私募股权投资基金、私募证券投资基金、私募投资母基金（以下简称母基金）等不同类型的私募基金实施分类监督管理。细化合格投资者标准，明确穿透核查的基本要求，设定差异化合格投资者门槛，将单只私募股权、创投基金实缴金额从100万元提高到300万元，并对投向未托管、代销、投向不动产、单一标的等特殊情形的私募基金要求实缴金额不低于500万元，其中投向单一投资标的的自然人单笔实缴金额不低于1000万元。

2024年4月12日，国务院发布的《关于加强监管防范风险推动资本市场高质量发展的若干意见》（简称“新国九条”）中，以2024年新“国九条”为标志，中国资本市场将进入金融强监管、更强调投资者保护的高质量发展阶段。强调了加强证券基金机构监管，推动行业回归本源、做优做强，以及加强交易监管，增强资本市场内在稳定性等内容。

但总而言之，国内关于衍生品的监管历程是一个不断探索、深化和完善的过程。未来随着金融市场的不断发展，关于衍生品交易的监管还将继续改进。在产品设计、产品交易规则、产品发行方资质、产品购买方要求、产品存续期表现、信息披露等方面，监管部门都应起到一定的作用。

3.1.3 金融衍生品市场的监管展望

第一，强化内部控制和风险管理，提升监管能力和水平。监管机构可以要求市场参与者建立健全内部控制体系，确保交易活动的合规性和风险管理的有效性。

市场参与者应被要求制定并执行严格的风险管理制度，包括风险识别、评估、监控和报告等环节，以降低潜在风险。监管机构应加强对监管人员的培训和教育，提高他们的专业素养和监管能力。同时，监管机构还应加强内部管理和监督，确保监管工作的公正、公平和高效。

第二，完善监管制度和技术手段，加强市场监测和预警。随着金融科技快速发展，监管机构应不断完善监管制度，确保其与金融市场的发展相适应。同时，监管机构应积极探索和应用新的监管技术手段，如区块链、人工智能等，以提高监管的效率和准确性。监管机构应建立健全市场监测和预警机制，及时关注市场动态和风险变化。通过分析交易数据、市场情绪等指标，预测潜在风险，并提前采取相应措施进行防范和应对。

第三，推动行业自律和合规经营，提升市场透明度：监管机构应加强与行业自律组织的合作，共同推动市场参与者合规经营。通过制定行业规范、标准等自律规则，引导市场参与者自觉遵守市场规则，维护市场秩序。为了增强市场的透明度和公平性，未来我国场外衍生品市场的信息披露要求可能会进一步提高。监管机构可能会要求市场参与者提供更加详细、全面的交易数据和信息，以便更好地进行监管和评估。同时，监管机构也可能会加强对市场参与者的培训和教育，提高他们的风险意识和合规意识。

第四，加大惩罚力度，提高法律门槛。监管机构可以加大监管力度，并对违反市场规则的行为进行严格执法。比如对一些边缘不够清晰灰色交易设置较为严重的惩罚机制，提高金融机构和部分投资者进行违规操作的机会成本，从而减少此类不利于金融市场健康稳定的事件的发生。同时还可以公开执法信息，定期公布违规机构和个人的处罚情况，提高监管的透明度，增强市场参与者的合规意识。并定期对执法效果进行评估，不断优化执法策略。

综上所述，我国需要从多个方面入手，采取综合措施来不断优化完善我国场外衍生品市场的监管框架，最后达到加强监管力度、提高监管效率、保护投资者利益和维护市场秩序等目的。

3.2 “雪球”产品的创新之道

3.1.1 提高产品透明度，降低信息壁垒

雪球产品作为私募产品，其诸多相关信息可能不为投资者所知，且雪球产品具有较为复杂的风险特性，故而完善其信息披露机制显得尤为重要。金融机构在宣传时承载重要责任，要树立正确义利观。这不仅体现在为投资者提供必要的投资渠道，更在于如何以正确的态度和方法向投资者传递产品的真实信息。金融机构既要积极主动披露产品重要信息，又不能虚假宣传。

首先，金融机构应主动披露与雪球产品相关的信息，如产品结构、潜在收益和风险，以确保投资者能够充分了解并评估自身将承担的风险，从而避免因信息

不对称而导致的误判和错误投资决策。

其次，金融机构在宣传时应坚持真实、客观的原则，实事求是。在推广结构化产品时，不得使用“高收益”、“稳赚”等误导性词汇来诱导投资者，也不应夸大产品前景以吸引投资，而应坦荡地提供准确信息，让投资者基于这些信息自主做出决策，确保不为了自身利益而损害投资者的权益。

3.1.2 引入人工智能，丰富用户体验

首先，金融机构可以加快对机器学习算法的引入，并不断对模型进行优化改良。金融机构可以根据投资者风险偏好量身设计 AI 投资“助理”，可以通过 AI 来审核判定投资者的风险偏好程度和风险承担能力，并匹配适合投资者的风险等级产品。如根据雪球产品的历史表现（标的资产价格变化、收益率变化、敲入敲出情况）以及市场趋势来帮助对产品未来可能会发生的情况进行预测，再基于投资者的风险偏好等因素帮助投资者做出投资决策。在此过程中，投资者能与自己的“助理”进行良好的互动沟通，“助理”也能随时向金融机构反馈投资者的情况及建议，在提升客户体验的同时拉近了金融机构和投资者之间的距离。

其次，由于投资者的风险承担能力也并非一成不变，金融机构应当结合 AI 技术，定期审核检查投资者的资产状况，对投资者交易行为和风险承担程度进行跟踪，一旦发现投资者的近期投资行为趋于极端或其资产状况不容乐观时，应当及时暂停投资者购买该种产品的资格，避免投资者陷入投机陷阱造成极端损失。而不是在明知投资者风险承担能力减弱的情况下，还继续为了盈利接受投资者的高风险产品购买行为。金融机构这种做法在追求盈利的同时，也充分考虑到投资者的风险承受能力和利益保护。

3.1.3 优化产品设计，加强投资者保护

金融机构在雪球产品设计的过程中，应该始终秉持创新与完善的理念，力求从更多维度丰富产品的内涵，提升其市场竞争力。

第一，在标的资产选择上，金融机构可以考虑挂钩更多其他种的标的物，如数字货币、另类投资等，甚至可以同时挂钩多个标的资产来丰富投资组合，而不仅仅只挂钩传统的股票指数等标的资产，通过实现标的资产多元化给投资者提供更多投资选择，通过投资组合多元化来有效分散风险。

第二，金融机构可以在产品设立时设立止盈止损机制，进一步保护投资者利益。通过设定亏损和盈利阈值，金融机构可以将雪球产品未来风险和收益都控制在可控范围内，当收益和损失达到阈值触发自动赎回机制，满足投资者和金融机构的双方需求。

第三，金融机构还可以根据产品特性，对不同雪球产品的风险进行深入评估和细致分级，并与投资者风险承担能力进行匹配，确保投资者在充分了解产品风险的基础上做出决策。以此减少投资者因为对产品风险认知不足而导致的极端亏

损，也在一定程度上避免投资者因选择偏差造成的不利后果。

第四，金融机构可以与保险机构进行合作，共同设计结构化产品投资保险方案。投资者可以通过支付一定保费，享有转移部分投资风险的权利。在极端情况下能够帮助投资者减少损失，保障其投资安全。从而为投资者提供更加坚实的保障，彰显金融机构对投资者利益的重视和关怀。

3.3 “雪球”产品的投资之策

投资者在投资雪球等高风险的结构化产品时，应当在充分了解产品的特性和风险的情况下谨慎做出决策。

3.3.1 购买雪球产品前的谨慎决策

投资者应当独立思考和谨慎决策，不将结构化产品与固定收益类产品混为一谈。同时不轻信金融机构为推销产品而在网络媒体上发布的宣传广告和口号。应当客观了解雪球产品的特征，了解其内部结构和交易规则设计。

同时，测算自身风险承受能力，是否真的有能力面对购买雪球产品所可能承担的本金损失。投资者必须对雪球挂钩的标的具有一定的了解并对其未来价格趋势有一定的判断。如果标的价格未来大幅上涨，投资雪球产品可能会导致错失标的价格上涨带来的高额收益；如果标的未来持续下跌，那么投资雪球产品可能会导致投资者最终承担标的下跌所带来的本金损失。

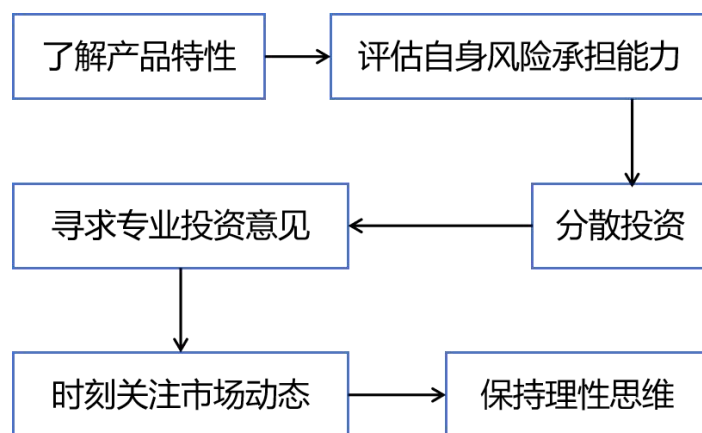


图 3.6 投资者购买雪球产品前的准备

3.3.2 持有雪球产品时的理性策略

第一，投资者理应保持冷静状态。投资市场总是充满波动，雪球产品也不例外。不要因为市场的短期波动而盲目恐慌或冲动操作。要对产品的特性有清晰的认识，理解其投资策略和风险收益特征。

第二，投资者要关注市场动态和产品的表现。雪球产品的投资收益与市场走势紧密相关，因此投资者需要关注市场的动态和趋势，以便及时调整自己的投资策略。同时，也要定期查看自己持有的雪球产品的表现，评估其是否符合自己的投资目标和风险承受能力。

第三，要警惕高收益的诱惑。雪球产品虽然可能带来较高的收益，但也伴随着较高的风险。投资者应该理性看待产品的收益水平，不要盲目追求高收益，而是要根据自己的实际情况和风险承受能力，选择适合自己的投资产品。

第四，投资者保持与产品发行方或管理人的沟通。如果对产品有任何疑问或需要调整投资策略，可以及时与产品发行方或管理人联系，获取专业的建议和指导。

总之，对于已经购买雪球产品的投资者来说，保持冷静、关注市场动态和产品表现、分散投资、理性看待收益和保持与产品发行方或管理人的沟通是非常重要的。只有这样，才能更好地管理自己的投资风险，实现稳健的投资回报。

3.3.3 雪球产品敲入后的避险行为

雪球发生敲入并不等于直接亏损，在到期日之前产品仍然是正常运作的状态，每个敲出观察日并不会改变，投资者应该耐心等待，若到期前成功实现敲出，照样可以正常拿到收益。若是发生敲入之后，直到整个产品的续存周期结束都没有敲出，雪球会转换成对应的指数增强策略，此时产品即使浮亏，投资者仍有机会通过长期持有，以时间换空间等待指数上涨弥补亏损。

可以尝试和交易台沟通修改合同，修改展期，调整敲入线，但也可能面临着损失票息，要注意这需要获得和交易台以及投资人的沟通配合；投资人也可以按照合同约定转做指增，在指数涨跌的基础上获得增强收益；如果投资者还有备用资金，可以低位开仓新的保证金雪球来分散点位，对整体的投资组合达到对冲风险的作用；如果对于场内衍生品具备专业交易能力的投资人，也可以通过股指期货或期权来对冲，从而减少损失。

另外，也能通过修改雪球产品结构，可以降低投资者面临的风险。首先，可以修改降低敲入价格，比如敲入价定为 80% 的产品，当标的股指下跌接近 80% 时，可以将敲入价格下调至 70%，只要标的股指不继续下跌 10%，投资者的雪球产品仍会给投资者带来一定的收益；其次，可以延长雪球产品的期限，比如 2 年到期的产品，可以延长至 3 年，时间越长，雪球产品敲出的概率就越高，产品风险也相对降低；最后可以降低敲出价格，比如 105% 敲出价，降低至 100%，提高产品敲出概率，从而提高产品的胜率。

4 未来展望：“雪球”将滚向何方？

在场外衍生品快速发展的趋势下，监管部门对雪球类产品的监管措施不是为了阻碍创新，而是为了规范发展，帮助结构化金融产品成长得更好、更稳、更长久。如何在日趋严苛的监管环境下积极创新谋求发展，是结构化金融产品面临的一大难题，其创新之路任重而道远。同时如何正确识别雪球等金融衍生品风险，选择合适的投资方式，是广大投资者需要终身学习的话题。有关部门如何在保证

市场流动性前提下，建立健全投资者保护机制，最大程度保护投资者合法权益。这条寻求最优解之路没有尽头，需要多方长期摸索，不断优化。我们相信，在我国金融管理部门的监管和指导下，结构化金融产品终会成为推动我国金融稳健发展的一个关键棋子，造福国家和社会！

雪球产品的数次崩盘事件跌宕起伏，给我们带来诸多启示。一是教育驱动，投资者教育是金融领域的永恒话题。监管当局和发行方和需要根据场外衍生产品的发展趋势及时开展投资者教育工作。投资者更需要主动完善金融素养，时刻关注市场动态，明确投资产品收益结构，提升识别风险能力，树立正确的投资观念，理性投资，不掉入资本“陷阱”。二是义利兼顾，发行方要将义利兼顾观念深入贯彻至每一个产品设计环节，借用金融科技力量不断优化产品设计环节，在追求适度利益的基础上兼顾投资者利益，在设计环节加入投资者保护机制。三是监管护航，场外金融衍生品市场的监管体系是一个不断探索、深化和完善的过程，需要政府、金融机构、行业协会和市场参与者共同努力，共同推动市场的健康发展。未来，随着金融市场的不断发展和创新，我们希望金融衍生品市场监管体系能够继续优化和完善，更好地为实体经济和金融稳定保驾护航。

（案例正文字数：20390）

失控的“雪球”： 结构化产品创新与投资者保护

案例使用说明

本案例教学说明主要基于将应用于《金融衍生工具》《金融监管》《金融机构风险管理》《金融机构经营管理》等相关课程进行撰写，如果需要应用至其他课程教学安排，可将该案例教学说明作为参考进行一定调整。

一、教学目的与用途

1. 教学目的

本案例以结构化产品中的“雪球”产品作为案例代表，基于“雪球”产品的内部结构、收益规则、风险结构以及其市场表现进行分析，从监管当局、金融机构和投资者三个维度深入探讨结构化产品所蕴含的风险隐患和监管挑战，并且整理了监管机构对于衍生品市场的相关政策改进。希望能借助本案例达到以下 3 个教学目的：加强金融产品监管，保护投资者合法权益，防范系统性金融风险；树立正确投资理念，识别投资产品风险；审慎对待金融创新，树立正确的义利观。

（1）引导学生关注我国结构化产品市场所蕴含的风险以及监管机构面临的监管需求。

（2）鼓励学生思考在结构化产品市场盛行的环境中，发行这些结构化产品的金融机构未来的创新和改进问题。

（3）鼓励学生思考作为一个投资者应当如何在高风险的结构化产品市场中合理避险，保护自身利益。

2. 适用对象

本案例主要适用的教学对象为金融等相关专业的高年级本科生、金融专业硕士（MF）以及工商管理硕士（MBA）。

3. 适用课程

本案例适用于《金融衍生工具》《金融监管》《金融机构风险管理》《金融机构经营管理》等课程，可作为涉及金融工程、金融监管、金融风险、金融业务等课程内容的研讨案例或是延伸阅读。

二、启发思考题

教师可在授课前布置以下几个开放性思考题，让学生带着问题学习案例，以提升案例教学的授课效果。

- 1.结构化产品的盛行给我国金融监管带来了哪些风险和监管挑战？
- 2.在高风险的特征下，结构化产品应当如何创新来降低风险？
- 3.目前我国衍生品市场监管的重点方向是什么？监管进展如何？
- 4.作为投资者而言，投资高风险性的结构化产品时应当如何保护自身？

三、案例分析思路

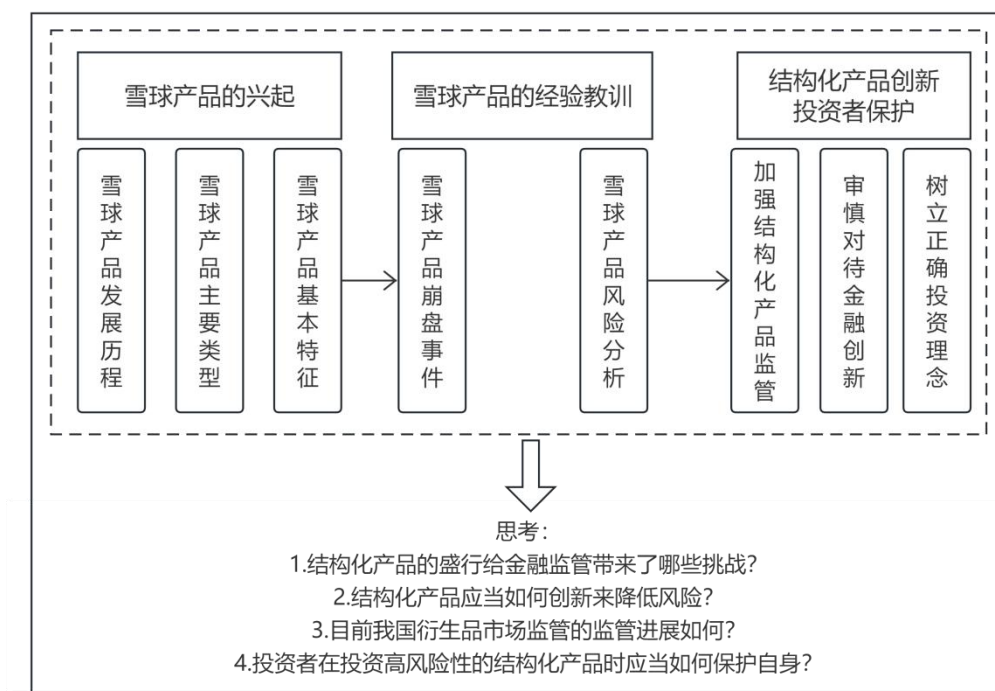


图1 逻辑线路图

本案例依托雪球产品兴起的历程及特征、雪球产品典型崩盘事件及风险、雪球产品的相关监管政策变动等背景对雪球产品进行分析。具体分析思路如上图所示。

首先，了解雪球产品的发展历程。雪球产品作为一种风险较高的结构化产品，最早是在国外诞生并流行起来，后来才慢慢引进国内。并且由于国内对该产品的不了解，监管政策也不够完善，所以早期的雪球产品并不算多。后来随着金融的发展，逐渐有越来越多的不同种的雪球产品出现以满足不同投资者的需求，因此了解雪球产品的发展及其特征是后文分析风险和监管挑战的基础。

其次，分析雪球产品在国内外市场上的崩盘事件。可以引导学生分别找到国外和国内的雪球产品崩盘事件，并结合第一部分的雪球特征的分析，探究雪球产品到底蕴含了些什么风险，而这些风险又对传统金融监管带来怎样的监管挑战。

最后,结合我国目前衍生品市场的表现以及衍生品交易市场的主要监管事件的分析,来阐述我国衍生品市场监管方面的整改进程,并从监管当局、金融机构、投资者三个维度来阐述如何在结构化产品市场内实现正确义利观并防范系统性风险。监管部门应当做出何种改变来保护投资者合法权益,防范系统性金融风险;金融机构应当如何审慎对待金融创新,树立正确的义利观;投资者又应当如何树立正确投资理念,识别投资产品风险。

基于以上,本文鼓励学生对结构化产品的监管、创新及投资进行深入思考。同时,希望借助本案例引发学生关注在金融高速发展的当下,我国结构化产品的未来市场所面临的各种问题。

四、相关理论依据

1.金融衍生工具和结构化产品的定义

金融衍生品(Derivatives),是指一种基于基础金融工具的金融合约,其价值取决于一种或多种基础资产或指数,合约的基本种类包括远期合约、期货、掉期(互换)和期权。金融衍生品还包括具有远期、期货、掉期(互换)和期权中一种或多种特征的混合金融工具。这种合约可以是标准化的,也可以是非标准化的。标准化合约是指其标的物(基础资产)的交易价格、交易时间、资产特征、交易方式等都是事先标准化的,因此此类合约大多在交易所上市交易,如期货。非标准化合约是指以上各项由交易的双方自行约定,因此具有很强的灵活性,比如远期协议。

而结构化产品(Structured Products)是一种新型的金融衍生品,是一种将客户收益挂钩某种标的(如指数、商品等)的价格,将募集资金用于购买基础资产和挂钩标的衍生品的一种新型金融产品。2008年证券日报就有描述此类产品并强调结构化产品并非与银行对赌。并且自2003年江苏国投向社会正式推出国债投资资金信托计划时就有专家认为今后这类结构化安排收益的金融产品将会越来越流行(陈伟,2003)。

结构化产品发行方的收益主要来源于投资者高估或低估波动率而形成的溢价收入,且发行人为降低自身风险,一般要通过买卖标的及其相关资产及其衍生品的方式,对结构化产品进行反向的风险对冲(蔡向辉,2006)。目前我国比较常见的结构化产品就是雪球产品,本文也是基于雪球产品进行分析研究。

2.结构化产品及其风险研究

崔海蓉等(2012)指出,结构化产品是一类将固定收益证券和金融衍生产品结合的金融工具,并与某种金融价格相联系,以满足投资者对风险和收益的不同需求。结构化产品种类繁多,最常见的是依据产品风险和收益进行分类,风险和

收益由低到高依次为的特点：保本型产品、收益增强型产品、分享型产品、杠杆型产品。那铭洋等（2010）指出，结构化产品具有市场风险、流动性风险、波动率风险、利率风险和操作风险等风险。

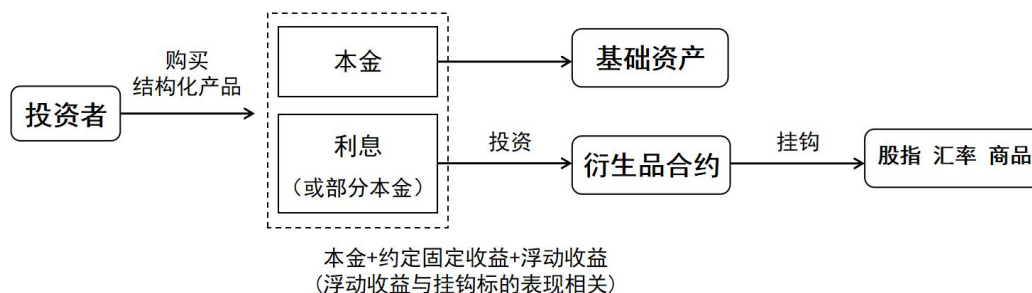


图2 结构化产品投资与收益情况

吕博和梅贞（2021）强调雪球产品也是结构化金融产品的一种。而雪球产品的风险在结构化产品风险的基础上有所增加，具体可以从买卖方视角进行分析。

第一，买方角度即投资者视角。

（1）敲入导致的本金损失风险

雪球产品并非保本产品，虽然“雪球”期权的下跌保护机制在一定程度上提升了产品安全性，但一旦市场大跌雪球产品的敲入亏损是无限的。同时雪球产品的存在还会加剧市场的波动。当一个投资人购买雪球产品实现敲出后，市场上升趋势固化雪球产品低风险高收益理财的错误印象，更多的人进场，不断拉高挂钩标的资产的价格，市场一旦发生大幅转向，金融机构为了减少对赌风险，卖出手上持有的挂钩标的资产，价格下降，无形中加剧市场的波动风险，也使得雪球产品的损失风险增大。

（2）过早敲出的再投资风险

当雪球产品过早的发生敲出事件，投资者的需要将本金再次投资，每次产品的选择都会使投资者面临再投资风险，再综合产品选择所花费的时间，投资者持续投资雪球产品未必能够获得理想中的年化收益。同时雪球产品过早的敲出也会使得投资者获得的票息收益少于到期未敲入的票息收益，预期收益减少。

（3）机会成本损失风险

雪球产品为衍生品，其损益情况与挂钩标的损益情况息息相关，然而雪球产品的收益是有上限的，即全部期限的约定票息收益。如果在交易期限内，雪球产品的标的涨幅非常大，远远超过敲出水平，则直接投资挂钩标的获得的收益会高于雪球产品敲出前的每月固定票息，错失标的大幅上涨带来的高额收益，增加机会成本。

（4）无主动赎回条款带来的流动性风险

雪球产品的实际到期日，由挂钩标的的走势情况决定的，只有在敲出终止或持有到期的时候才能拿回资金，因此如果投资者在持有期间内有资金需求，无法

提前赎回产品变现资金，因此雪球产品缺乏流动性。

（5）无法获得任何收益，付出时间与资金成本风险

如果发生敲入事件同时未发生敲出事件，即使最后挂钩标的资产的价格已经回升超过资产最初的价格，投资者也无法获得任何收益，时间成本与资金的使用成本损失。

第二，卖方角度即金融机构角度。

（1）宣传不当风险

金融机构在销售宣传雪球产品的过程，存在销售人员未对投资者可能承担的市场下跌风险进行充分提示，使得投资者有着雪球产品为保本产品的固有错误印象，盲目投资该类资管产品，出现亏损时引发纠纷。

（2）对冲不充分风险

国内衍生品市场仍有待进一步发展，目前用于对冲波动率的金融衍生工具较少，金融机构对于雪球产品所带来的波动率风险敞口“的对冲存在不充分的风险。同时在观察日前后，挂钩标的价格临近敲入价格或敲出价格附近时，证券公司部分风险敞口会发生剧烈跳动，对冲精准性和交易能力要求较高，对冲风险增大。

（3）表内亏损风险

如果市场上雪球发行规模持续上升，公众对未来的预期都是波动率不会发生大幅的变动，由于预期定律，市场的波动率也不会发生较大变动，对于雪球产品的发行方而言，在较大市场波动的情况下，雪球产品才是盈利的，因此如果挂钩标的波动率走低，金融机构的雪球产品发行将带来亏损，同时对冲成本也将大幅增加。

（4）交易对手风险

雪球产品属于金融衍生品，且投资于场外期权，产品不具有标准化且监管不足，面临交易对手信用风险。如果雪球产品的交易对手方，不具有有实力如期履约，会影响产品的投资回报，甚至给雪球产品发行方带来亏损的风险。

综上所述，投资者应当充分认识和理解雪球产品中非保本结构的风险，在选择交易结构的时候，不能仅仅看到雪球产品的高票息，想通过雪球产品博取高收益是不现实的，而应该更多地把它当成震荡市获取固定票息的一个工具。李雪桐（2020）指出，衍生品结构是很好的投资配置和风险管理工具，投资者应将其作为财富管理组合中的一部分配置，同时充分考虑风险收益情况与自身承受能力，从而更好的利用衍生品工具实现更好的投资效果。

3.结构化产品与金融监管的分析

结构化产品大多将信用、汇率、利率等金融工具进行组合，将货币市场与资本市场、现货市场与期货市场相连接。这些产品在增强金融体系活力的同时，也使得金融风险更加复杂和更具隐蔽性，各类风险相互交织、互相影响成为常态（宗

俊等，2024)。

有的金融机构甚至为了利润、业绩考核而追逐短期利益，未充分考虑相关监管规定或者规避监管要求，借用衍生工具、信托工具及特殊目的工具的形式，通过多层嵌套创设复杂金融产品，使得风险隐蔽性增强，一些看似灵活有效的复杂金融产品可能有悖于法律法规和监管规定（葛阳，2023）。从制度供给现状来看，2022年《期货和衍生品法》颁布之前，我国衍生工具领域的主要监管规则体系呈碎片化（鲍晓晔，2014）。

而在鼓励金融创新的背景下，各种金融机构的业务突破原有范围，但是随着市场出现发展乱象和风险的积累，金融衍生工具的发展中出现了各种各样的问题，因此监管部门开始逐步收紧监管政策，防风险成为新的监管基调（樊启州，2022）。

结构化产品容易形成监管“真空”，结构化产品涉及银行、保险、信托、基金、证券、资管等领域，大多产品结构复杂、交易链条繁琐、信息透明度差。虽然看起来似乎无明显违法违规且风险防控“适当”，但穿透其资金来源和最终投向，明显突破市场准入、投资范围、资本约束、杠杆限制、投资者适当性等监管要求，极易引发跨行业、跨市场风险传递，有时候还不同程度存在一些人为制造信息不对称、产品运作管理不规范、误导销售、逃避监管、违规展业、监管套利等问题，增加了监管的难度和不确定性。

五、启发思考题分析

1.结构化产品的盛行给我国金融监管带来了哪些风险和监管挑战？

【引导】案例学习过程中，教师可以引导学生从金融衍生工具的角度出发，引出结构化产品，重点分析结构化产品的内部风险以及可能对市场带来的风险，进而引出监管部门为了维护金融稳定而受到的监管挑战。

以下分析仅作参考。

“雪球”产品自身风险如下：

标的资产价格下跌风险：如果标的价格在投资期间出现大幅下跌会触发敲入事件，一旦敲入投资者就开始承担价格波动风险，而且后续没有发生敲出且期末价格低于期初价格，投资者将面临损失的风险。

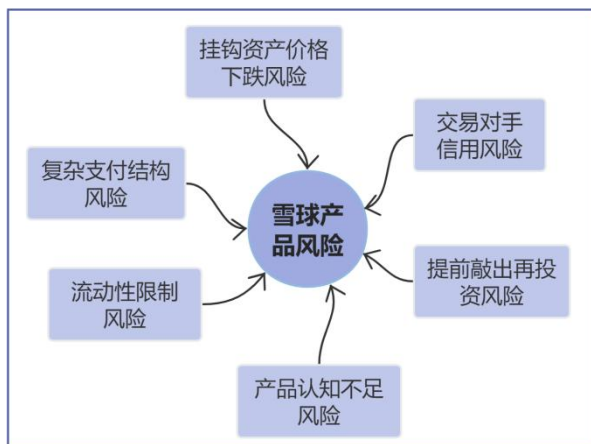
产品认知缺失带来的风险：投资者如果不了解或误解条款，将会造成投资者错误判断产品的风险和收益，从而蒙受经济损失。

复杂支付结构的的风险：券商将“雪球”产品的支付条款设计得非常复杂，涉及敲入和敲出价格等多种因素。所以投资者需深入分析“雪球”产品的支付结构，对其潜在的投资收益影响充分认识。

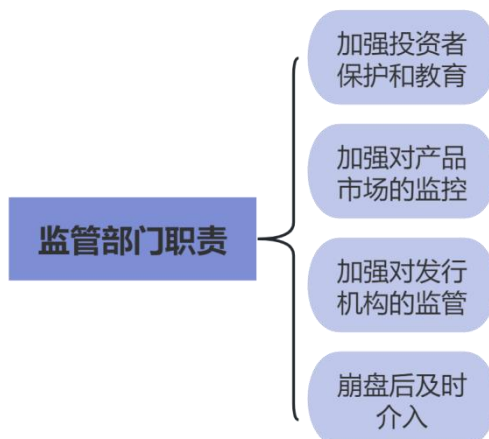
流动性限制风险：“雪球”产品缺乏主动赎回条款，投资者无法提前退出而缺乏流动性，从而致使投资者蒙受损失和不确定性的风险。

提前敲出再投资风险：“雪球”产品提前敲出时，投资者面临资金再投资的情形。

交易对方的信用风险：投资者在购买“雪球”产品时，间接承担了交易对方的信用风险，投资者可能面临因交易对方不能履行契约义务而遭受资金损失的情况。



基于雪球产品自身的风险，监管部门理应尽到监管职责来保护市场，监管部门应尽职责如下：



第一，监管机构应加强对雪球产品市场的监管，确保市场公平、信息有效。同时要对雪球产品的发行、交易进行监管，防止发生内幕交易、信息不对称导致的信用风险等情况。

第二，加强对投资者的保护和教育。可以通过制定相关政策来确保投资者的合法权益。由于部分投资者金融知识匮乏，可以开展一些投资者教育活动，提高投资者对金融产品的认识，科普金融产品的风险，使投资者能更理性做决策。

第三，监管机构还应加强对雪球产品发行机构的监管。监管机构应对发行机构的资质、产品设计、风险管理等方面进行严格的审核，确保发行机构合规经营，防止因为产品设计缺陷或风险管理不当导致的产品崩盘风险。

最后，在崩盘事件发生后，监管机构应及时介入，防止更深的市场风险爆发。

综上所述，监管机构应当加强自身的监管功能，维护金融市场健康、稳定，保护投资者利益，并帮助金融机构树立正确的义利观。

2.在高风险的特征下，结构化产品应当如何创新来降低风险？

【引导分析】通过阅读案例正文和课前资料搜集，布置学生对该问题进行要点的归纳总结。以下要点仅作参考。

首先金融机构要注意技术创新与智能化升级，可以引入更先进的算法模型并开发智能化投资工具。同时可以注重投资策略与资产配置的多元化，创新产品结构，如挂钩的标的资产、敲入敲出的规则设定等。金融机构也可以加强投资者教育，多对投资者进行一些金融知识科普。同时金融机构在创新结构化产品的过程中也应当加入更多投资者保护因素，树立正确义利观。



图 5 雪球产品创新之路

3.目前我国衍生品市场监管的重点方向是什么？监管进展如何？

【引导分析】课前布置学生阅读案例正文和搜集课外资料，充分了解我国衍生品市场监管的进展。以下分析仅作参考。

金融衍生品交易的兴起使得投资者的风险变得多元化，而同时高收益高风险的衍生工具也面临着监管需求。我国证券市场场外衍生品监管结构如下图所示，且我国金融市场在开始衍生品交易后也出台了一些相关政策来规范衍生品交易。

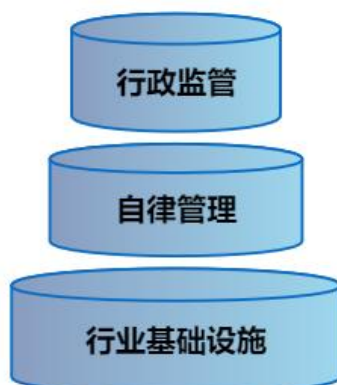


图 6 证券市场场外衍生品监管框架

国内关于金融衍生品的监管法规制定发展历程大致可以划分为以下几个阶段。

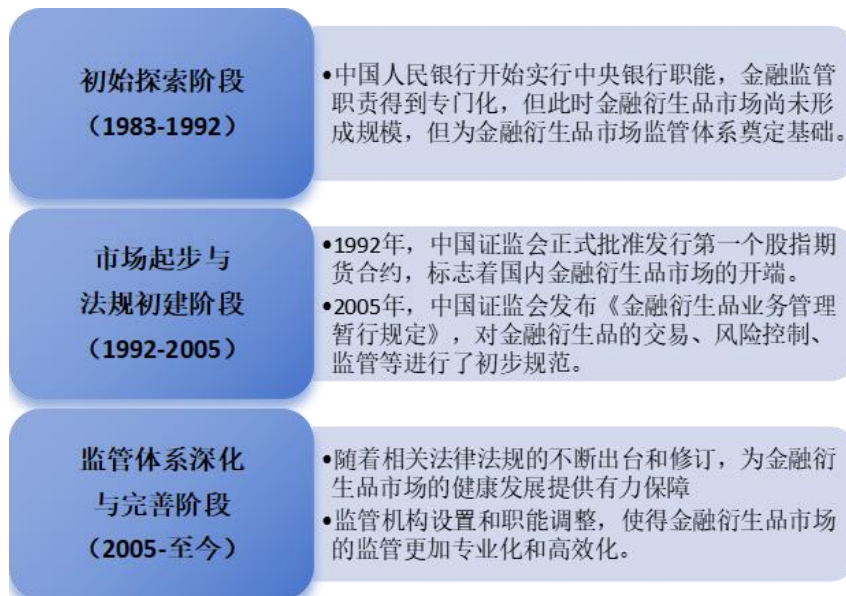


图 7 我国金融衍生品市场监管法规历程

表 1 2018 年以来与证券公司场外衍生品相关的重要监管信息

时间	政策/文件	发布方	政策要点
2018/05/11	《关于进一步加强证券公司场外期权业务监管的通知》（证监办发[2018]40号）	证监会	大幅提高了市场参与该项业务的门槛，根据公司资本实力、分类结果、全面风险管理水平、专业人员及技术系统情况，将证券公司进行分层管理，分为一级交易商和二级交易商
2018/05/28	《关于进一步加强证券公司场外期权业务自律管理的通知》（证监办发[2018]119号）	证券业协会	涵盖交易商管理、标的管理、投资者适当性管理、数据报送等
2018/12/27	《中国证券期货市场衍生品交易主协议》	证券业协会、期货业协会、基金业协会	适用于除信用保护合约外的场外衍生品
2020/09/25	《证券公司场外期权业务管理办法》	证券业协会	灵活设置资质要求、适度扩大标的范围和优化投资者适当性
2021/09/30	对券商资管发行雪球产品的窗口指导	基金业协会	单只产品投资雪球结构期权的比例不超过 25%，全部为专业投资者且单个投资者超过 1000 万的封闭式集合计划可豁免，9 月份开始对不符合要求的雪球产品不予备案，不影响

存续产品运作			
2021/12/03	《关于促进衍生品业务发展的指导意见（征求意见稿）》	中国人民银行、银保监会、证监会、外汇局	金融机构应当坚持主要面向非个人投资者开展衍生品业务的原则，严格实施合格投资者标准审查
2021/12/03	《证券公司收益互换业务管理办法》	证券业协会	加强对收益互换业务的自律管理，进一步完善场外衍生品业务自律规则体系
2022/01/05	对信托发行雪球产品的窗口指导	——	信托公司暂停发行雪球类信托计划产品
2022/04/20	《期货和衍生品法》	全国人大	规范期货交易和衍生品交易行为，保障各方合法权益，促进期货市场和衍生品市场服务实体经济
2023/03/17	《衍生品交易监督管理办法（征求意见稿）》	证监会	加强衍生品市场监管、支持证券期货经营机构业务创新
2023/12/08	《私募投资基金监督管理办法（征求意见稿）》	证监会	细化合格投资者标准，明确穿透核查的基本要求，设定差异化合格投资者门槛，将单只私募股权、创投基金实缴金额从 100 万元提高到 300 万元，并对投向未托管、代销、投向不动产、单一标的等特殊情形的私募基金要求实缴金额不低于 500 万元，其中投向单一投资标的的自然人单笔实缴金额不低于 1000 万元
2024/4/12	《关于加强监管防范风险推动资本市场高质量发展的若干意见》（简称“新国九条”）	国务院	强调了加强证券基金机构监管，推动行业回归本源、做优做强，以及加强交易监管，增强资本市场内在稳定性等内容

4.作为投资者而言，投资高风险性的结构化产品时应当如何保护自身？

【引导】可以布置学生阅读案例正文和课外资料，进行小组讨论，并形成小组意见进行分享。此题为开放题，以下分析仅作参考。

投资者在雪球产品投资中应如何避免风险，可以从以下几个方面进行考虑和操作：

（1）深入了解产品特性

投资者应详细了解产品的结构、风险收益特性、投资标的以及可能的退出机制等。对于雪球产品这类结构相对复杂的金融产品，更需要投资者花费时间和精力去深入了解，避免因对产品的不熟悉而导致的投资风险。

（2）合理评估风险承受能力

投资者应根据自己的财务状况、投资经验、风险偏好等因素来做投资决策，避免为了追求高收益承担自己难以承担的风险。

（3）关注市场环境及监管政策

市场环境的变化和监管政策的调整都可能对雪球产品的表现产生影响。投资者应密切关注市场动态，了解相关政策变化，以便及时调整投资策略。

（4）多元化投资

投资者可以通过将资金分散投资于不同的资产类别和市场领域，降低单一产品带来的风险。

六、关键点

1.理解雪球产品的基本特征及其风险

雪球产品通常是一种结构化产品，也叫“自动赎回型期权产品”。通常由券商发行，其特点是通过与某个标的（如股票或指数）挂钩，根据标的在市场上的表现来确定投资人的收益。

2.了解雪球产品崩盘的触发因素

清晰了解雪球产品的收益规则和可能会引发其崩盘的因素。如敲入敲出规则，以及挂钩资产的价格变动情况等。

3.分析监管机构、金融机构、投资者的改进方向

(1)监管机构：加强金融产品监管，保护投资者合法权益，防范系统性金融风险

(2)金融机构：审慎对待金融创新，树立正确的义利观

(3)投资者：树立正确投资理念，识别投资产品风险

七、建议课堂计划

本案例可用于专门的研讨案例教学课程。授课教师可基于此案例教学使用说明，安排教学计划。为保证教学效果，建议案例教学时间控制在 100 分钟以内，案例教学分组控制在 5~8 个小组。

计划	具体安排		辅助手段	时间分配	教学目标
课前计划	提前发放案例资料，引导学生初步了解案例，做好课前准备		案例正文、线上资源	课前一周	课前预习
课中计划	案例引入	教师简单介绍此次教学所分析的案例，包括案例主题、教学形式等内容	PPT	5 分钟	引导学习 学会分析 加深理解
	案例精讲	教师带领学生认真学习案例正文	PPT、黑板	10 分钟	
	小组讨论	根据班级人数分成若干小组，引导学生基于课前资料搜集和课中案例讲解对思考题进行讨论，并形成小组答案要点	PPT、黑板	30 分钟	
	提问和互动	教师进行引导式提问和互动，在互动过程中可以穿插讲解相关理论依据和知识点，丰富课堂教学内容	PPT、黑板	45 分钟	
	教师总结	归纳总结案例分析要点，并对案例进行延伸性提问，鼓励学生课后思考	PPT、黑板	10 分钟	
课后计划	布置学生课后延伸阅读，要求学生基于课堂学习和课后阅读独立完成一份案例分析报告		线上资源	课后一周	巩固教学成效

八、其他教学支持

1. 黑板教学设计

本案例教学使用说明书依据案例正文和授课计划设计的黑板教学板书如下，可根据教室黑板布局和教师需求适当调整。



图 8.1 案例教学板书设计

2. 网络资源

(1) Wind 金融数据终端：<http://lirms.jxufe.edu.cn/ermsClient/eresourceInfo.do?rid=838>

(2) 东方财富 Choice 数据库：https://choice.eastmoney.com/Product/product_center.html

(3) 同花顺 iFind 金融数据终端：<https://www.51ifind.com/>

(4) 财联社：<https://m.cls.cn/>

(5) 韩国金融监管：对销售中国证券结构化产品的 12 家金融机构展开调查：
<https://m.cls.cn/detail/1565004>

(案例使用说明字数：8058)

参考文献

- [1]巴曙松,尹煜.金融衍生品的国际监管改革及其借鉴[J].河北经贸大学学报,2011,32(06):5-13.
- [2]鲍晓晔.我国场外衍生品市场适当性规则的立法研究[J].金融监管研究,2014(09):88-97.
- [3]蔡向辉.国内结构化产品市场的发展前景、问题及建议[J].新金融,2006(10):29-31.
- [4]陈伟.信托收益结构化产品崭露头角[N].证券时报,2003-08-27.
- [5]陈宵寒.心理偏差对复杂结构性产品投资偏好的影响研究[J].金融与经济,2019(04):66-71+77.
- [6]崔海蓉,何建敏,曹杰.结构化金融产品国内外研究评述[J].经济问题探索,2012(11):147-150.
- [7]崔海蓉,何建敏,胡小平.结构化金融产品的最优设计与定价——基于发行者与投资者视角[J].中国管理科学,2010,18(04):8-13.
- [8]葛阳.我国金融衍生工具市场的法律监管分析[J].现代商业,2023,(13):105-108.
- [9]关彬.结构性金融产品收益风险分析及设计创新[J].山东社会科学,2010(02):99-102.
- [10]樊启州.我国金融衍生工具市场现状探索及监管研究[J].全国流通经济,2022,(15):111-113.
- [11]付钢,谢依丽.股市波动加大我国私募投资基金投资风险的实证分析[J].经济研究导刊,2019(33):90-91+95.
- [12]彭岳.场外衍生品金融监管国际方案的国内实施与监管僵化[J].上海财经大学学报,2016,18(05):104-115.
- [13]结构化产品 不是与银行对赌[N].证券日报,2008-07-15(E01).
- [14]马普凡.资产管理的私人订制:结构化产品概述及路径[J].金融市场研究,2015(08):47-53.
- [15]李雪桐.商业银行结构化产品风险测度实证研究[J].新西部,2020(09):69-71.
- [16]刘庆锋.日本金融租赁结构化产品的变迁及对中国的启示[J].现代管理科学,2010(10):73-75.
- [17]吕博,梅贞.当前结构化金融产品发展及影响[J].银行家,2021(09):98-100.
- [18]那铭洋,刘英华,陈守东.金融结构化产品及其在我国的发展[J].工业技术经济,2010,29(02):143-147.
- [19]吴鑫育,李心丹,马超群.基于随机波动率模型的上证 50ETF 期权定价研究

[J].数理统计与管理,2019,38(01):115-131.

[20]孙桂平.结构化产品的定价及风险分析——以挂钩股票指数的保本产品为例[J].技术经济与管理研究,2015(10):67-72.

[21]余湄,刘子建,冯建芬,等.国内结构化理财产品的定价问题研究[J].烟台大学学报(哲学社会科学版),2018,31(04):104-114.

[22]张根明,何玉洁,杨甫.结构化产品收益分配及投资策略的优化——基于结构化定增劣后级投资者视角[J].财经理论与实践,2017,38(04):51-56.

[23]宗军,张婷.场外衍生工具交易强制保证金制度构建研究——基于国际规则与域外经验的分析[J].金融监管研究,2024,(02):43-58.

[24]Barra, Bimonte, Zotti. On the relationship among efficiency, capitalization and risk does management matter in local banking market[J]. Applied Economics, 2016, 48: 41.

[25]Campbell JY. Asset pricing at the millennium [J]. The Journal of Finance, 2000.55(4):1515-1567

[26]Carbone TA, Tippett DD.Performances of Brazilian IPOs backed by private equity [J] Journal of Business Research, 2015, 66(3)

[27]Chen R, Zhou H, Jin C, et al. Discount or premium? Pricing of structured products: An analysis of Chinese market [J].International Review of Financial Analysis, 2020, 70:101493.

[28]Lerner Joshua.Venture Capitalists and the Decision to Go Public [J]. Journal of Financial Economics,2001(35):64-83.

[29]Marquez R.Private Equity Fund Returns and Performance Persistence [J] Review of Finance, 2015.

[30]Prather, L.J.Portfolio Risk Management Implications of Mutual Fund Investment Objective Classifications[J].Journal of Financial Risk Management, 2012(3): 31—37.

[31]Robert C Merton. Option Pricing When Underlying Stock Returns Are Discontinuous [J]. Journal of Financial Economics, 1976, 3: 125-144.

[32]Necula C. Option Pricing in a Fractional Brownian Motion Environment [R] Mathematical Reports.2002,2(3):259-273.

[33]Yang Hou, Steven Li.The impact of the CSI 300 stock index futures:Positive feedback trading and autocorrelation of stock returns, [J] International Review of Economics and Finance,4(33):316-337