

金融工程的新天地，结构化产品初探

产品创新专题系列报告之五

报告摘要:

● 结构化产品的特点

结构化产品是固定收益衍生品的一种创新，发行机构利用金融工程技术，针对投资人不同的投资风险偏好，以分解组合债券加期权的方式设计出高收益或保本型结构性金融衍生产品。结构化产品的特点是在给定的投资环境下获得预先设定好的收益。具体的特点有以下四点：A，保本；B，特定期限；C，挂钩特定资产；D，收益公式化。

● 结构化产品的设计

用最基础的结构去解释，一个与股票指数资产挂钩的结构化产品是由一个折价买入的零息债券和一个股指期权组成。在到期日，零息债券以面值赎回，提供了本金的保证。期权则可以提供当标的资产价格超过执行价之后的上涨收益。在实际的产品中结构可能会更为复杂，投资目标也会更加丰富。

结构化产品的最大特色就是能够为投资者度身定做、设计符合其投资需求的产品。因此，在设计结构化产品时，首先要了解清楚投资者的需求，做好产品定位。其次，进一步确定基础资产、挂钩资产和衍生品合约三大基本要素，根据投资者需求，设计相应的收益结构。最后，进行产品定价。其中核心工作就是期权定价，并结合基础资产收益，计算保本率、参与率等产品条款。

● 结构化产品的发展历程与现状

进入二十世纪九十年代后，结构化产品市场进入了快速发展阶段。据统计，全球目前共有超过 761 万只结构化产品，产品规模超过 7.5 万亿美金。

结构化产品自 20 世纪 90 年代进入亚洲市场以来，在日本、韩国、台湾、新加坡、香港等地区迅速发展。目前亚太市场已经成为全球结构化产品市场的一个重要部分。

我国的结构化产品主要以理财产品的包装形式为主，极少数产品采用了基金的形式。因此，我国结构化产品的发行人主要为银行。我国银行的结构性理财产品最先是以外汇结构性存款的形式出现。随着近几年银行理财产品的发展，结构化产品也进入了高速增长期，共有 5871 只结构化产品，规模超过 8215 亿元人民币。

● 核心假设风险:

本文主要对产品市场及设计进行讨论，不涉及任何投资建议。

图 1 结构化产品基本要素

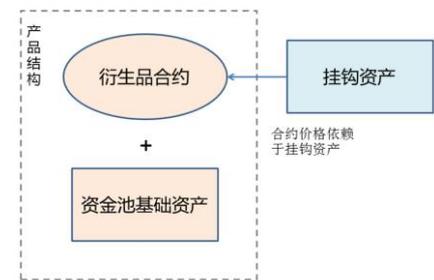
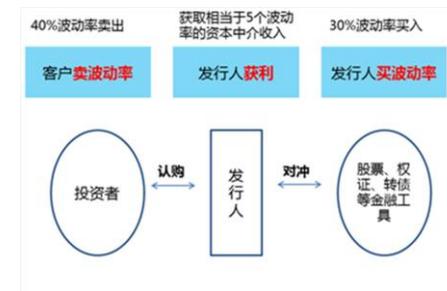


图 2 结构化产品业务收入特征



分析师：蓝昭钦 S0260512060001
020-87555888-8667
lzq3@gf.com.cn
分析师：马普凡 S0260514050001
021-60750623
mapufan@gf.com.cn

相关研究:

目录索引

一、结构化产品业务模式.....	4
1.1 结构化产品介绍	4
1.2 产品特点	4
1.3 基本要素	5
1.4 业务的客户群.....	6
二、结构化产品的结构与设计	7
2.1 产品结构.....	7
2.2 发行业务收入特征	9
2.3 产品设计.....	10
三、结构化产品发展历史及海外发展状况	11
3.1 国内及全球市场产品发行状况.....	11
3.2 欧美市场的发展历史及现状	14
3.3 亚太市场的发展历史及现状.....	16

图表索引

图 1: 结构化产品基本要素	6
图 2: 例 1 产品收益结构	8
图 3: 例 1 资金分配示意图	8
图 4: 例 2 产品收益结构	9
图 5: 例 2 资金分配示意图	9
图 6: 发行人盈利模式示意图	10
图 7: 结构化产品的产品设计流程	11
图 8: 中国市场结构化产品各资产类别的规模 (单位: 百万元)	14
图 9: 中国市场结构化产品保本率分布	14
表 1: 例 1 产品结构	7
表 2: 例 2 产品结构	8
表 3: 全球结构化产品 (存续期) 每年数量与销售额	12
表 4: 全球每年新发行结构化产品的发行金额 (单位: 百万美元)	13
表 5: 欧洲市场每年新发行结构化产品的发行金额 (单位: 百万欧元)	15
表 6: 美国市场每年新发行结构化产品的发行金额 (单位: 百万美元)	16
表 7: 日本市场每年新发行结构化产品的发行金额 (单位: 十亿日圆)	17
表 8: 韩国市场每年新发行结构化产品的发行金额 (单位: 十亿韩币)	17
表 9: 新加坡市场每年新发行结构化产品的发行金额 (单位: 百万新加坡币) ..	18
表 10: 台湾市场每年新发行结构化产品的发行金额 (单位: 百万台币)	19
表 11: 香港市场每年新发行结构化产品的发行金额 (单位: 百万港币)	19

一、结构化产品业务模式

1.1 结构化产品介绍

结构化产品，提供了投资者一种新的并且便捷的投资方式去更好的获得某一类资产的风险暴露（权益、外汇、商品等），同时很好的控制风险，因此可以获得较为确定的收益。举例来讲，投资者试图获得股票市场上涨的收益，又害怕损失本金。结构化产品就可以在提供一定上涨收益的情况下同时保证本金的安全。

结构化产品是固定收益衍生品的一种创新，发行机构利用金融工程技术，针对投资人不同的投资风险偏好，以分解组合债券加期权的方式设计出高收益或保本型结构性金融衍生产品。结构化金融产品的最大优势就是能够根据市场参与者的不同需求“量身定做”，因而成为国际金融市场上发展最快的领域之一。该产品也存在各种发行渠道和形式，如结构化票据（Notes）、SPV（Special Purpose Veichles）、存单（Certificates）、权证（Warrants）等形式。

结构化金融产品将固定收益证券与衍生产品的特征相结合，使投资者在不断变化的市场环境下，在规避风险的同时获取最大回报。因此，在现代金融市场上，结构化金融产品已逐渐成为投资者重要的投资工具。结构化金融产品在发达市场特别是市场经济较为完善的欧美市场已经发展得较为成熟，其发行主体和产品种类都呈现出多样化的特征。在欧美结构化产品市场，常可见到投资银行、商业银行、基金等各种机构的身影。

国内结构化产品发行机构单一。虽偶有看到券商资产等机构发行结构化产品，但国内绝大部分的产品发行人均是商业银行。其中尤以招商银行、中国农业银行、中国平安银行、广发银行等商业银行发行的产品为多。

1.2 产品特点

结构化产品的特点是在给定的投资环境下获得预先设定好的收益。具体的特点有以下四点：

A. 保本

结构化产品和其他投资品一个很大的不同就是在到期日可以约定本金的保证。在享受挂钩资产收益的同时一定程度上保证到期日时本金的安全。产品提供商可能会提供各种保本方案，如完全保本或部分保本，又或设定保本的区间，当挂钩资产跌幅超过某一特定位置(某一特定范围)时本金承受下跌损失。（可见3.1中的举例）

B. 特定期限

几乎所有的结构化产品都有实现设定的期限（多数为3~6年）。只有在到期日投资者才可以赎回所投资的资金。但结构化产品也存在提前赎回的条款，但提前支取则可能导致本金的损失，无法实现约定的保本。

C) 挂钩特定资产

所有的结构化产品的表现都会挂钩某一类标的资产。标的资产的分布非常广，包括全球各类股票指数、个股、商品价格以及货币等。在保证本金安全的前提下，满足投资者投资于各类资产的需求。

D) 收益公式化

相对于其他投资品种，如主动管理型基金，结构化产品的收益在期初就事先予以约定。对于本金及标的资产的收益都有一个确定的收益目标。如FTSE100或S&P500收益率的N倍。

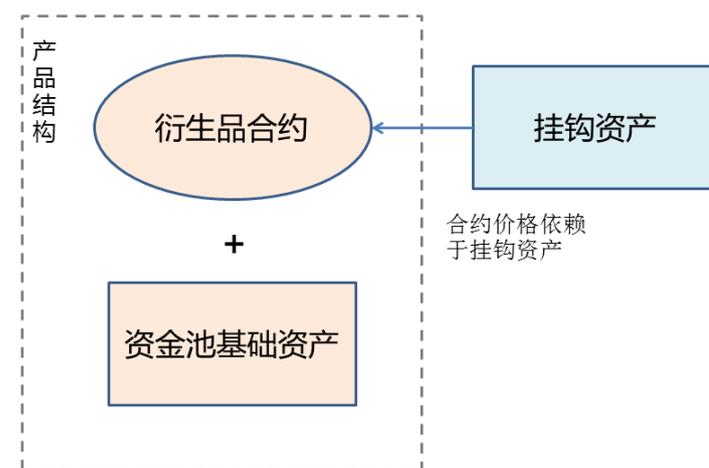
1.3 基本要素

结构化产品一般有三个基本要素：资金池基础资产、挂钩资产（或称联动资产）和衍生品合约（可见图1）。衍生品合约的价值依赖于挂钩资产，并根据投资者实际需求设计成相应结构。在现代结构化产品中，资金池基础资产一般选择零息债券，挂钩资产类别则涉及股票、汇率、利率、商品等各类资产，衍生品合约则大多选择期权，亦有部分产品选择互换、远期等金融工具。

根据结构化产品的风险收益特征，结构化产品可大致分为五大类：

- 1、保本型
- 2、收益增强型
- 3、分享型
- 4、杠杆型
- 5、其它奇异类期权、息票

图1：结构化产品基本要素



数据来源：广发证券发展研究中心

1.4 业务的客户群

A. 满足各类投资风格

结构化产品可以满足各类投资者的需求，几乎可为各类风险承受能力的投资者提供投资方案。

保障型投资者：投资者寻找一定程度的上涨潜力，但希望到期时获得全部或部分本金保障。发行人可以设计绝对收益票据满足该部分投资者的需求；

资产收益优化投资者：投资者冀望在“平稳”或者“震荡”市场中寻找更高收益，以优化资产收益。该类投资者可考虑部分保本型产品；

希望获取基础资产表现收益的投资者：投资者希望使用优化的方法从基础资产的表现中获取收益，可选择完全非保本型产品，以释放更大空间通过结构化产品的设计去追求挂钩资产的表现收益。

激进型的杠杆投资者：投资者风险承受能力强，希望通过杠杆获得更大的市场趋势收益。权证、杠杆式票据等产品专为此类投资者设计。

B. 扩大投资宽度

结构化产品的挂钩标的范围非常宽广，几乎囊括了所有的资产类型。因此，投资者结构化产品可以打破投资范围上的束缚，扩大投资，使得资产组合更加高效。机构投资者可以参与更多因法律法规等限制而不能参与的市场、主题和产品。个人投资者有机会参与高门槛的投资市场，比如股指期货、对冲基金、海外市场等。

C. 扩大投资宽度

中国传统资产市场往往只能“做多”赚钱，近年随着股指期货、融资融券等业务的开张，“做空”开始为投资者所熟悉，但做空渠道有限。至于震荡市场，则为大多数投资者所厌恶，投资常无能为力。结构化产品引进各类期权，不管是在牛市还是熊市，甚至波动市场，相应的产品均能产生正收益。对于投资者，资产组合是

有益补充，能够减少整体风险、优化收益。

结构化产品的客户群体非常广泛，结构化产品几乎可以满足每一种投资需求。

二、结构化产品的结构与设计

2.1 产品结构

用最基础的结构去解释，一个与股票指数资产挂钩的结构化产品是由一个折价买入的零息债券和一个股指期权组成。在到期日，零息债券以面值赎回，提供了本金的保证。期权则可以提供当标的资产价格超过执行价之后的上涨收益。以下举三个简单的例子说明产品的结构，在实际的产品中结构可能会更为复杂，投资目标也会更加丰富。

（期权计算假设：沪深300指数2000点，无风险收益5%，波动率25%，障碍期权折扣率0）

例1：恒定100%保本产品

假设简单构造一个5年期挂钩沪深300指数的结构化产品，到期保证本金100%的收益。

首先，使用零息债券作为基础资产池，计算本金在到期日需要购买的零息债券的资金占用。该资金占用主要取决于市场的利率水平，利率水平越高资金占用越少。假设当前的利率环境下5年后兑付的零息债券折价率是80%，则基础资产对于总资产的占用为80%。

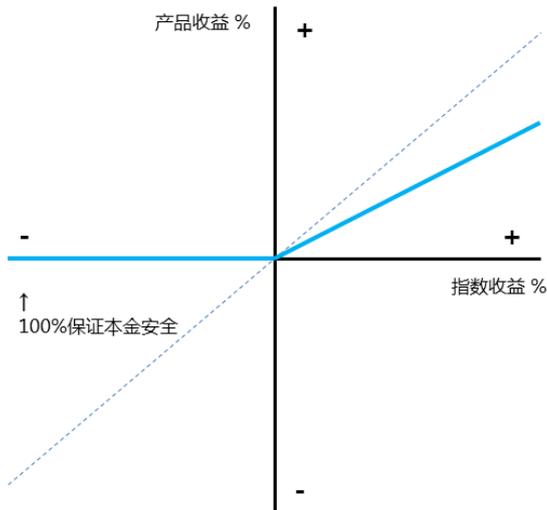
之后使用20%的资产去进行挂钩资产的投资。这里可以使用看涨期权去实现沪深300指数的收益。加上4%的各种管理费用，则剩余的16%资金投资于5年期的看涨期权上。如果现在沪深300指数2000点，平价看涨合约价值约占资产32%。假设这些资产可以帮助实现沪深300指数1/2上涨收益。如保本比率需要进行变化，则可以在零息债券上的投资比率进行动态的调整。（见表1、图2、图3）

表 1：例 1 产品结构

产品结构	期限	资金占用	投资目标
零息债券	5 年	80%	提供本金 100%的保障。
总费用	--	4%	账户管理运营所需要的费用
看涨期权	5 年	16%	提供挂钩资产上涨带来的收益。（50%沪深 300 的上涨收益）
加总：		100%	

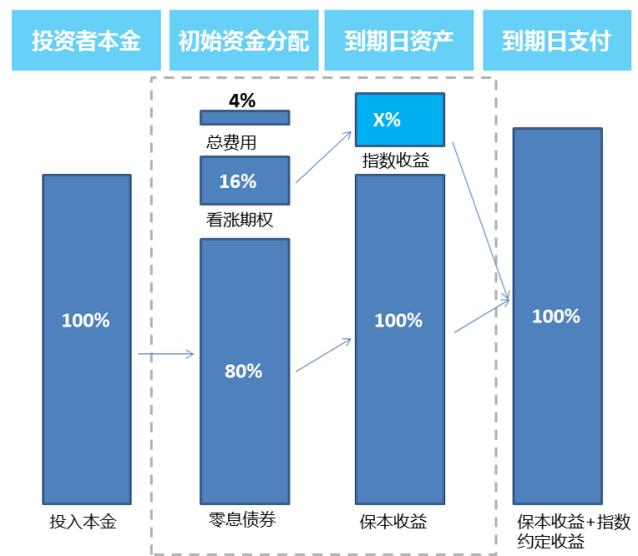
数据来源：广发证券发展研究中心

图2: 例1产品收益结构



资料来源: 广发证券发展研究中心

图3: 例1资金分配示意图



资料来源: 广发证券发展研究中心

例2: 下跌50%以内保本上涨20%封顶保证收益产品

相对于例1中基础的产品,我们可以使用更加复杂的衍生品来实现。这里介绍一个使用障碍期权和牛市价差实现更高投资杠杆的例子。

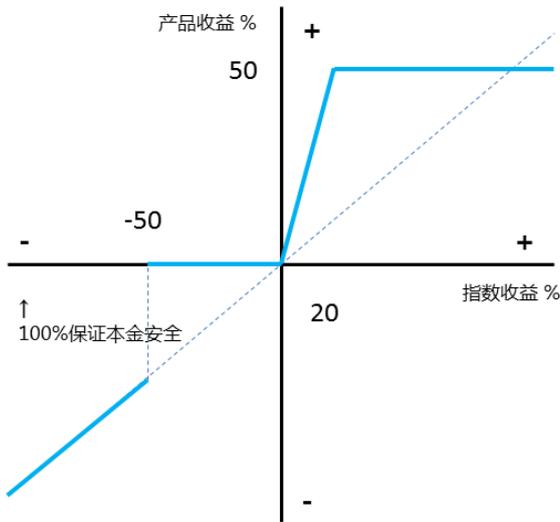
这里,由于期限变短,假设在相同利率环境下,4年期的零息债券折价为85%,以该债券作为基础资产池。之后,选择放宽对于风险的限制以求获得更多的资金去实现期权的杠杆放大。因此,这里考虑使用4年期的敲入看跌障碍期权的空头获得额外的资金。50%敲入障碍看跌期权可以带来约10%的额外收入,但承担的风险是在指数下跌超过50%时会承担指数的收益。假设4%的费用率不变。这时,可供投资衍生品的资金为 $10\%+15\%-4\%=21\%$ 。则可以获得在20%的限制条件下可以获得约2.5倍的沪深300指数收益(牛市价差)。(见表2、图4、图5)

表 2: 例 2 产品结构

产品结构	期限	资金占用	投资目标
零息债券	5 年	85%	提供本金 100%的保障。
总费用	--	4%	账户管理运营所需要的费用。
牛市价差	4 年	21%	提供挂钩资产上涨带来的收益。(250%沪深 300 的上涨 20%以内的收益)。
向下敲入期权	4 年	-10%	通过暴露下跌 50%之后的不保本风险获得额外的 10%资产投资于期权。
加总:		100%	

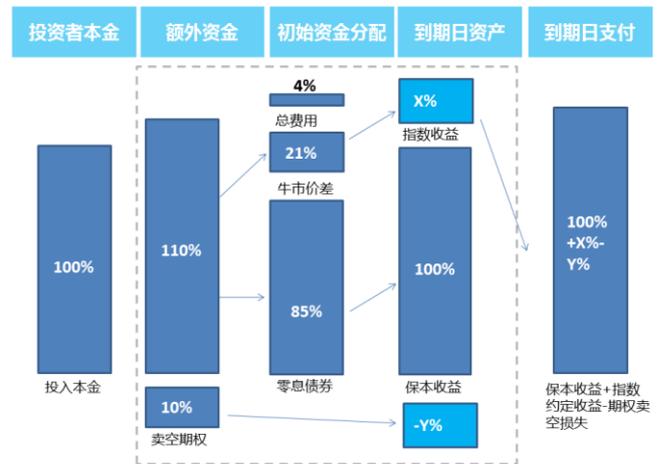
数据来源: 广发证券发展研究中心

图4：例2产品收益结构



资料来源：广发证券发展研究中心

图5：例2资金分配示意图

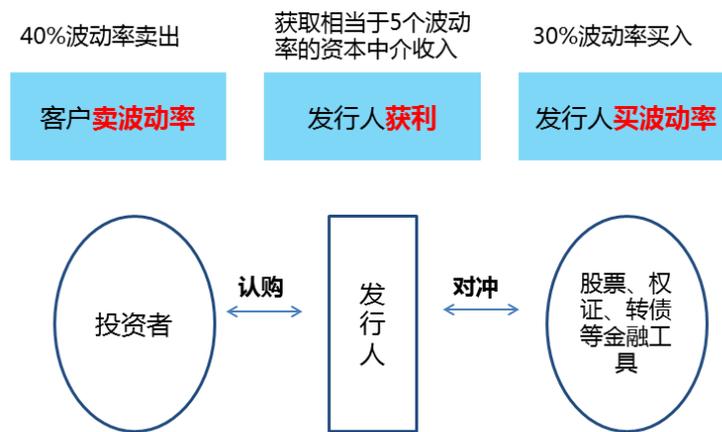


资料来源：广发证券发展研究中心

2.2 发行业务收入特征

国外的经验表明，结构化产品的发行人通常通过其他衍生工具、标的资产等金融工具对冲各类市场风险，不以判断基础资产方向赚钱，不以基础资产涨跌的趋势性收益为目的，而是获取产品发行收入（期权隐含波动率）与对冲成本（实际波动率）的差额收益。而投资者获取的是基础资产涨跌导致的方向性收益，发行人与投资者并不是对赌的关系，发行人与投资者获取市场不同性质的收益，二者不是零和博弈的对赌关系，该业务模式本质上属于中低风险的资本中介业务，从业务的开展流程来看具备较明显的卖方业务特征。（见图6）

图6: 发行人盈利模式示意图



资料来源: 广发证券发展研究中心

从业务的收益率的情况来看, 该资本中介业务收入, 单笔业务的收入偏低, 按照名义本金(客户投入的总资金: 债券+期权)计算一般在50bp-100bp之间。考虑到自有资金投入的收益率来看, 年化收益率在10%到15%左右。如果标的资产可以用期货对冲, 收益率将更高。

因此, 该业务收入特征也是规模导向型的, 成本相对固定, 收入的增加需要规模的扩张。通过做大业务规模, 业务的绝对收入才能做大, 产品之间可以进行静态对冲, 自有资金的使用效率才能提升, 收益率才能提高。

2.3 产品设计

A. 设计目标

结构化产品设计的关键是结构的设计, 即对客户不同风险收益的需求, 设计匹配的结构。包括:

- 1、对资金池的基础资产给定期限的收益率进行测算。
- 2、上述收益率构成购买期权的最大成本, 需要对客户的风险偏好进行调研。
- 3、针对客户的风险偏好, 给定的期权成本, 设计匹配的结构。
- 4、通常期权购买成本是有限的, 为了吸引客户, 降低期权成本, 结构设计上, 可以通过调整保本率、参与率、期权类型进行包装设计。

B. 设计条款

结构化产品应该包含以下基本条款:

- 债券信用评级
- 挂钩标的

- 期限
- 保本率
- 参与率
- 结构设计
- 自动提前到期条款
- 提前赎回限制

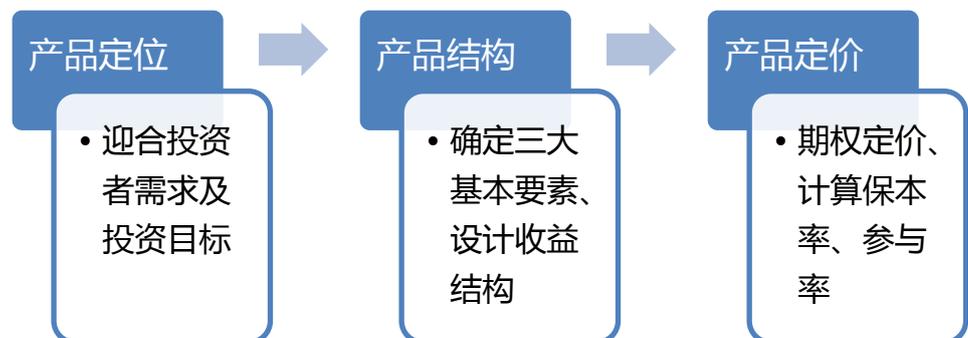
参与率=购买期权金额/期权实际成本。

投资者最为关注的一般是保本率与参与率。保本率一般可分为保证收益（保证最低收益率）、保本、部分保本等三种类型。参与率则决定了投资者最终能够分享挂钩标的表现的比率。

C. 设计流程

结构化产品的最大特色就是能够为投资者度身定做、设计符合其投资需求的产品。因此，在设计结构化产品时，首先要了解清楚投资者的需求，做好产品定位。其次，进一步确定基础资产、挂钩资产和衍生品合约三大基本要素，根据投资者需求，设计相应的收益结构。最后，进行产品定价。其中核心工作就是期权定价，并结合基础资产收益，计算保本率、参与率等产品条款。（见图7）

图7：结构化产品的产品设计流程



资料来源：广发证券发展研究中心

三、结构化产品发展历史及海外发展状况

3.1 国内及全球市场产品发行状况

从结构化产品的发展历程来看，大致可以分为两个阶段：传统型产品阶段和现

代型产品阶段。可转换证券、可交换证券、含有股权认股权证的债券等早已面市并为投资者所熟悉的产品，正是传统型的结构化产品，其产品结构、交易机制都相对简单。

七十年代末八十年代初，结构化产品市场开始出现一些新类型。比如为了满足商品生产者希望以牺牲商品未来潜在上涨收益为代价来换取降低融资成本的需要，市场上出现了挂钩商品价格的结构化产品。随着金融衍生品市场的发展，结构化产品的种类不断增多，出现了反向浮动利率产品、利率区间产品、挂钩股票指数的结构化产品等诸多更加复杂的产品。结构化产品市场进入现代型产品阶段。

进入九十年代后，结构化产品市场进入了快速发展阶段。结构化产品日益多元化，市场交易量蓬勃增长，市场范围亦从成熟市场扩大到全球各大新兴市场。据结构化产品专业网站structuredretailproducts的统计，截止2014年5月20日（下文数据来源及统计截止日相同），全球共有超过761万只结构化产品，产品规模超过7.5万亿美元。挂钩的资产类别几乎涵盖所有资产类别，包括权益资产（单个股票、股票组合、股票指数及以上的混合等）、外汇、利率、商品、信用、基金等较为熟悉的资产，甚至还有房地产、物价指数、合成指数等另类资产。

从近年结构化产品的数量来看(包括新发行和存续期的产品)，逐年增多；但同时对应的销售额并没有增加，基本持平甚至略有减少。我们认为数量的增加或与投资者的需求多样性有关，产品的设计更加专业化和为客户度身定做。而金额增长趋缓，表明结构化产品市场已进入稳定发展期。

从结构化产品挂钩资产的类别来看（如表3所示），汇率产品自2010年以来稳居榜首，次席则是挂钩单个股票指数的产品，利率产品、单只股票产品、股票或股票指数组合产品等都较为受欢迎。

表 3: 全球结构化产品（存续期）每年数量与销售额

年份	数量	销售额(单位: 百万美元)
2010	447,271	2,436,781
2011	773,052	2,476,803
2012	1,165,623	2,425,605
2013	1,737,777	2,376,222
2014	1,948,632	2,366,221

数据来源: StructuredRetailProducts, 广发证券发展研究中心

表 4: 全球每年新发行结构化产品的发行金额 (单位: 百万美元)

Volumes (USDm)									
2010		2011		2012		2013		2014	
FX Rates	179,729	FX Rates	194,745	FX Rates	186,675	FX Rates	197,079	FX Rates	81,466
Equity (Single Index)	122,885	Equity (Single Index)	108,348	Equity (Single Index)	92,279	Equity (Single Index)	100,993	Equity (Single Index)	42,036
Interest Rate	113,327	Interest Rate	104,372	Equity (Single Share)	64,544	Equity (Single Share)	60,317	Equity (Single Share)	24,636
Equity (Share Basket)	69,420	Equity (Share Basket)	59,701	Interest Rate	63,174	Interest Rate	50,953	Equity (Share Basket)	23,267
Equity (Single Share)	45,421	Equity (Single Share)	50,494	Equity (Share Basket)	44,375	Equity (Share Basket)	49,586	Equity (Index Basket)	18,941
Equity (Index Basket)	22,549	Equity (Index Basket)	26,931	Equity (Index Basket)	29,685	Equity (Index Basket)	34,985	Interest Rate	15,370
Hybrid	16,161	Commodities	19,955	Commodities	15,752	Hybrid	14,795	Commodities	3,944
Commodities	16,096	Hybrid	18,857	Hybrid	11,935	Commodities	12,699	Hybrid	3,237
Others	9,161	Inflation	6,449	Credit	6,679	Credit	7,504	Credit	2,894
Fund	5,964	Credit	5,187	Inflation	3,677	Fund	3,425	Fund	1,695
Credit	5,304	Others	3,727	Fund	2,267	Equity (Share Basket),Equity (Single Index)	1,743	Equity (Share Basket),Equity (Single Index)	636
Inflation	2,376	Fund	2,853	Alternatives	1,586	Real Estate	1,082	Real Estate	607
Equity (Single Index),Equity (Single Share)	1,863	Alternatives	2,400	Equity (Single Index),Equity (Single Share)	1,006	Inflation	1,033	Others	154
Alternatives	1,794	Equity (Single Index),Equity (Single Share)	1,056	Real Estate	517	Alternatives	687	Inflation	101
Equity (Share Basket),Equity (Single Index)	627	Real Estate	290	Equity (Share Basket),Equity (Single Index)	173	Equity (Single Index),Equity (Single Share)	603	Equity (Single Index),Equity (Single Share)	95
Real Estate	524	Equity (Share Basket),Equity (Single Index)	281	Others	163	Others	511	Alternatives	94
Equity (Index Basket),Equity (Share Basket)	45	Equity (Index Basket),Hybrid	11	Equity (Index Basket),Equity (Single Share)	75	Equity (Index Basket),Equity (Single Share)	202	Equity (Index Basket),Equity (Single Share)	56
Equity (Index Basket),Hybrid	15	Equity (Index Basket),Equity (Single Share)	2	Equity (Index Basket),Hybrid	21	Equity (Index Basket),Equity (Share Basket)	3		
Equity (Index Basket),Equity (Single Share)	9	Equity (Share Basket),Equity (Single Index),Hybrid	0.24			Equity (Share Basket),Equity (Single Share)	3		
Total	613,269	Total	605,656	Total	524,583	Total	538,203	Total	219,228

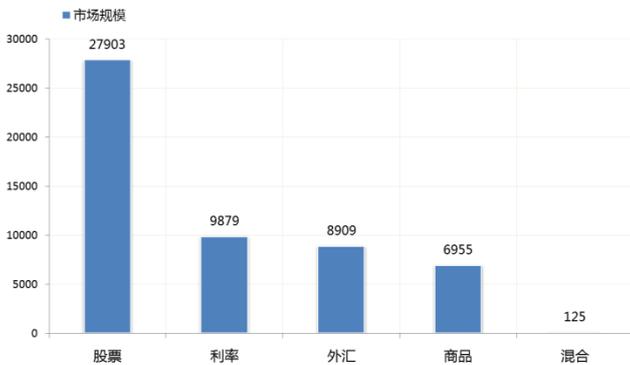
数据来源: StructuredRetailProducts, 广发证券发展研究中心

我国的结构化产品主要以理财产品的包装形式为主,极少数产品采用了基金的形式。因此,我国结构化产品的发行人主要为银行。我国银行的结构性理财产品最先是以外汇结构性存款的形式出现。随着近几年银行理财产品的发展,结构化产品也进入了高速增长期。如图8所示,共有5871只结构化产品,规模超过8215亿元人民币。

中国市场当钱的结构化产品以挂钩权益类资产为主,其次分别是利率、汇率和商品类产品,亦存在少量的混合资产类别产品。细分挂钩标的来看,沪深300指数成为市场焦点,特别是大陆的银行机构最为青睐沪深300指数;其次,Shibor、EUR/USD

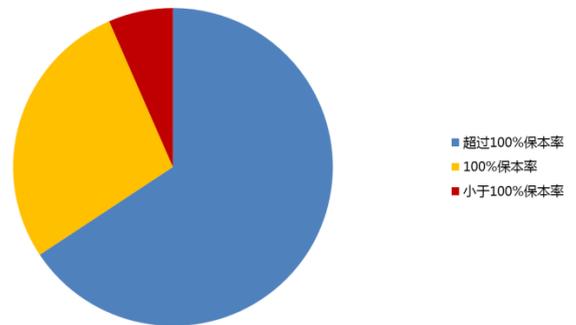
以及Libor也是产品挂钩较多的标的。商品类资产中，曾经备受投资者偏爱的黄金开始受到冷落。

图8：中国市场结构化产品各资产类别的规模（单位：百万元）



数据来源：StructuredRetailProducts, 广发证券发展研究中心

图9：中国市场结构化产品保本率分布



数据来源：StructuredRetailProducts, 广发证券发展研究中心

如图9所示，从资产的保护情况来看，超过100%保本率的产品最受市场欢迎，占比高达65.68%。低于100%保本率的产品市场占比较小，只有6.53%。可见中国结构化产品的投资风格偏保守。我们相信超过100%保本率的结构化产品在未来依然会占据主流。

3.2 欧美市场的发展历史及现状

结构化产品首先由欧洲市场引进。由于结构化产品保本的特点，非常符合欧洲投资者的投资传统，因此欧洲市场成为了结构化产品的主战场。截止统计日，欧洲市场结构化产品的规模高达2.2万亿欧元。

美国结构化产品市场同样发达，其产品创新能力突出，经典的现代结构化产品首先由美国兴起。较著名的产品包括1986年美国所罗门兄弟公司发行的S&P500指数联动债券S&P500 Indexed Note，1987年3月大通银行发行的市场指数连动存单(MICD)、1987年10月美林证券发行的指数浮动收益选择权债券(LYON)、1991年1月奥地利共和国政府发行、高盛证券设计的股价指数成长债券(SIGN)、1991年8月联合科技公司发行、高盛证券设计的化学制药交换债券(PEN)等。但相较欧洲市场而言，美国结构化产品市场略小，截止统计日，其产品规模为0.62万亿美元。

从近年新发行结构化产品的资产类别来看，欧、美市场大同小异。欧洲市场挂钩股票权益资产的产品最受欢迎，其次则是利率结构化产品，信用、商品结构化产品也较受欢迎。美国市场同样是股票权益结构化产品与利率结构化产品最受欢迎，但美国市场受2008年信贷危机影响，信用结构化产品几乎销声匿迹。具体数据请参阅表5、表6。

表 5: 欧洲市场每年新发行结构化产品的发行金额 (单位: 百万欧元)

Volumes (EURm)									
2010		2011		2012		2013		2014	
Interest Rate	58,800	Interest Rate	51,542	Equity (Single Index)	28,466	Equity (Single Index)	28,359	Equity (Single Index)	12,737
Equity (Single Index)	56,225	Equity (Single Index)	41,319	Interest Rate	23,094	Equity (Share Basket)	22,083	Equity (Share Basket)	12,276
Equity (Share Basket)	36,507	Equity (Share Basket)	30,111	Equity (Share Basket)	20,231	Equity (Single Share)	18,400	Equity (Single Share)	7,208
Equity (Single Share)	19,062	Equity (Single Share)	18,470	Equity (Single Share)	19,416	Interest Rate	12,175	Interest Rate	3,806
Hybrid	7,696	Hybrid	7,593	Equity (Index Basket)	4,944	Equity (Index Basket)	5,164	Credit	1,970
Equity (Index Basket)	7,551	Commodities	7,308	Commodities	4,451	Credit	5,112	Equity (Index Basket)	1,899
Commodities	5,245	Equity (Index Basket)	6,605	Credit	4,057	Hybrid	3,070	FX Rates	1,182
FX Rates	4,635	Inflation	4,206	Hybrid	3,036	FX Rates	2,743	Fund	770
Fund	3,422	FX Rates	3,540	FX Rates	2,720	Fund	1,904	Commodities	563
Credit	2,799	Credit	3,286	Inflation	2,654	Commodities	1,526	Hybrid	563
Others	1,999	Fund	1,547	Fund	1,253	Inflation	713	Real Estate	311
Inflation	1,508	Alternatives	579	Alternatives	848	Real Estate	441	Equity (Share Basket),Equity (Single Index)	96
Alternatives	473	Equity (Share Basket),Equity (Single Index)	190	Equity (Share Basket),Equity (Single Index)	123	Alternatives	328	Inflation	36
Equity (Share Basket),Equity (Single Index)	443	Real Estate	101	Others	93	Others	145	Others	33
Real Estate	156	Others	88	Real Estate	43	Equity (Share Basket),Equity (Single Index)	96	Alternatives	29
Equity (Index Basket),Equity (Share Basket)	33	Equity (Single Index),Equity (Single Share)	13	Equity (Single Index),Equity (Single Share)	7	Equity (Index Basket),Equity (Single Share)	4	Equity (Single Index),Equity (Single Share)	5
Equity (Single Index),Equity (Single Share)	4	Equity (Index Basket),Hybrid	3	Equity (Index Basket),Hybrid	6	Equity (Single Index),Equity (Single Share)	3		
				Equity (Index Basket),Equity (Single Share)	1	Equity (Index Basket),Equity (Share Basket)	2		
Total	206,557	Total	176,501	Total	115,441	Total	102,268	Total	43,483

数据来源: StructuredRetailProducts, 广发证券发展研究中心

表 6: 美国市场每年新发行结构化产品的发行金额 (单位: 百万美元)

Volumes (USDm)									
2010		2011		2012		2013		2014	
Interest Rate	15,507	Equity (Single Index)	16,678	Equity (Single Index)	17,723	Equity (Single Index)	20,350	Equity (Single Index)	7,119
Equity (Single Index)	14,587	Interest Rate	10,655	Interest Rate	10,367	Equity (Single Share)	9,466	Equity (Single Share)	4,203
Equity (Single Share)	8,778	Equity (Single Share)	10,279	Equity (Single Share)	7,570	Interest Rate	9,096	Interest Rate	2,654
Commodities	4,952	Commodities	5,469	Commodities	3,343	Equity (Index Basket)	3,387	Equity (Index Basket)	1,727
Equity (Share Basket)	3,660	Equity (Share Basket)	4,055	Equity (Index Basket)	3,258	Commodities	1,906	Equity (Share Basket)	908
Equity (Index Basket)	2,695	Hybrid	3,526	Hybrid	2,839	Equity (Share Basket)	1,733	Commodities	666
Hybrid	2,506	Equity (Index Basket)	2,125	Equity (Share Basket)	2,095	Hybrid	1,615	Hybrid	340
FX Rates	1,687	FX Rates	1,757	FX Rates	1,426	FX Rates	680	Real Estate	176
Alternatives	632	Inflation	677	Real Estate	434	Real Estate	331	FX Rates	164
Inflation	302	Others	543	Alternatives	156	Fund	265	Fund	129
Real Estate	173	Alternatives	132	Inflation	38	Alternatives	154	Alternatives	54
Fund	5	Real Estate	101	Equity (Index Basket),Equity (Single Share)	23	Others	117	Inflation	3
		Fund	76	Credit	22	Inflation	7	Equity (Single Index),Equity (Single Share)	0.35
		Credit	0.3	Others	18	Equity (Index Basket),Equity (Single Share)	7		
				Fund	5	Equity (Share Basket),Equity (Single Share)	3		
Total	55,485	Total	56,073	Total	49,319	Total	49,116	Total	18,145

数据来源: StructuredRetailProducts, 广发证券发展研究中心

3.3 亚太市场的发展历史及现状

结构化产品自20世纪90年代进入亚洲市场以来,在日本、韩国、台湾、新加坡、香港等地区迅速发展。目前亚太市场已经成为全球结构化产品市场的一个重要部分。

日本市场

日本市场共有10558只结构化产品,产品规模为161,734十亿日圆。日本市场结构化产品挂钩资产的类别相对较少,如表5所示。汇率产品在日本结构化产品每年发行金额均最高,其次是挂钩股票或股票指数的结构化产品,利率产品的发行量也不相上下。

表 7: 日本市场每年新发行结构化产品的发行金额 (单位: 十亿日圆)

Volumes (JPYbn)									
2010		2011		2012		2013		2014	
FX Rates	2,163	FX Rates	2,028	FX Rates	1,663	FX Rates	1,539	FX Rates	666
Equity (Single Index)	1,248	Interest Rate	1,213	Equity (Single Index)	1,052	Equity (Single Index)	1,511	Equity (Single Index)	396
Interest Rate	538	Equity (Single Index)	1,131	Interest Rate	901	Equity (Share Basket)	438	Equity (Single Share)	195
Equity (Single Share)	339	Equity (Single Share)	209	Equity (Single Share)	224	Equity (Single Share)	419	Interest Rate	84
Equity (Share Basket)	103	Alternatives	102	Equity (Share Basket)	109	Interest Rate	312	Equity (Index Basket)	56
Commodities	57	Hybrid	98	Hybrid	61	Equity (Index Basket)	167	Equity (Share Basket)	53
Hybrid	9	Equity (Share Basket)	50	Equity (Index Basket)	50	Hybrid	152	Fund	39
Equity (Index Basket)	2	Commodities	30	Commodities	15	Fund	8	Hybrid	38
Real Estate	1	Equity (Index Basket)	3	Fund	1	Commodities	3	Real Estate	1
						Real Estate	2		
Total	4,461	Total	4,863	Total	4,076	Total	4,550	Total	1,527

数据来源: StructuredRetailProducts, 广发证券发展研究中心

韩国市场

韩国结构化产品市场非常发达, 共有97988只结构化产品, 产品规模为341,752十亿韩币。且从韩国结构化产品的资产类别来看, 与欧美等发达地区已经非常相近, 除了传统的资产类别外, 信用、房地产、另类资产的新产品均有跟进, 如表8所示。但总体而言, 韩国结构化产品市场主要是以股票、股票指数等权益资产类别为主。

表 8: 韩国市场每年新发行结构化产品的发行金额 (单位: 十亿韩币)

Volumes (KRWbn)									
2010		2011		2012		2013		2014	
Equity (Single Index)	12,218	Equity (Single Index)	16,907	Equity (Single Index)	20,265	Equity (Index Basket)	21,946	Equity (Index Basket)	13,878
Equity (Index Basket)	7,613	Equity (Index Basket)	14,308	Equity (Index Basket)	18,225	Equity (Single Index)	18,461	Equity (Single Index)	6,291
Equity (Share Basket)	7,552	Equity (Share Basket)	7,376	Equity (Share Basket)	4,416	Equity (Share Basket)	2,568	Equity (Share Basket)	1,005
Others	6,586	Others	3,142	Commodities	1,151	Commodities	2,260	Interest Rate	562
Equity (Single Index), Equity (Single Share)	1,903	Equity (Single Share)	1,922	Equity (Single Share)	1,146	Interest Rate	1,218	Commodities	522
Equity (Single Share)	1,073	Interest Rate	1,443	Equity (Single Index), Equity (Single Share)	1,016	Equity (Single Share)	1,070	Equity (Single Share)	411
Interest Rate	804	Equity (Single Index), Equity (Single Share)	1,045	Credit	740	Equity (Single Index), Equity (Single Share)	615	Credit	199
Commodities	470	Commodities	980	Interest Rate	706	Hybrid	580	Others	111
Credit	115	FX Rates	193	Hybrid	349	FX Rates	559	Hybrid	100
Hybrid	55	Credit	179	FX Rates	135	Credit	376	Equity (Single Index), Equity (Single Share)	90

FX Rates	37	Hybrid	167	Equity (Index Basket),Equity (Single Share)	52	Others	200	FX Rates	83
Equity (Index Basket),Equity (Single Share)	9			Alternatives	50	Real Estate	48	Equity (Index Basket),Equity (Single Share)	27
				Others	16	Equity (Index Basket),Equity (Single Share)	20	Fund	3
				Equity (Share Basket),Equity (Single Index)	5	Equity (Share Basket),Equity (Single Index)	8	Equity (Share Basket),Equity (Single Index)	1
						Alternatives	4		
						Fund	3		
						Equity (Index Basket),Equity (Share Basket)	0.38		
Total	38,436	Total	47,661	Total	48,271	Total	49,936	Total	23,282

数据来源: StructuredRetailProducts, 广发证券发展研究中心

新加坡市场

新加坡结构化产品市场较为单一, 共有2262只结构化产品, 产品规模604,842百万新加坡币。受益于新加坡的国际金融中心地位, 新加坡结构化产品主要为汇率类产品, 其它资产类别的占比很小, 如表9所示。

表 9: 新加坡市场每年新发行结构化产品的发行金额 (单位: 百万新加坡币)

Volumes (SGDm)									
2010		2011		2012		2013		2014	
FX Rates	69,511	FX Rates	67,151	FX Rates	72,788	FX Rates	69,884	FX Rates	30,033
Interest Rate	1,303	Interest Rate	974	Equity (Share Basket)	659	Equity (Share Basket)	100	Interest Rate	150
Equity (Share Basket)	403	Equity (Share Basket)	335	Interest Rate	225	Interest Rate	50	Equity (Share Basket)	125
Equity (Index Basket)	60	Credit	225	Commodities	162	Hybrid	50	Hybrid	25
Commodities	53	Equity (Index Basket)	122	Equity (Single Index)	10				
Equity (Single Index)	35	Hybrid	50	Equity (Single Share)	4				
Hybrid	20	Commodities	33	Hybrid	3				
Total	71,385	Total	68,891	Total	73,852	Total	70,085	Total	30,333

数据来源: StructuredRetailProducts, 广发证券发展研究中心

台湾市场

台湾结构化产品市场也是一个发展较快的市场, 截止统计日, 共有5095只结构化产品, 产品规模1,761,923百万台币。台湾结构化产品除挂钩股票、股票指数等资产类别外, 合成类产品特别受青睐, 2013年的发行量更是占据头位, 这在其它地区尚未发现, 如表10所示。

表 10: 台湾市场每年新发行结构化产品的发行金额 (单位: 百万台币)

Volumes (TWDm)									
2010		2011		2012		2013		2014	
Equity (Single Index)	37,725	Equity (Single Index)	48,249	Equity (Single Share)	66,922	Hybrid	130,636	Equity (Single Share)	41,795
Equity (Single Share)	13,200	Equity (Single Share)	39,005	Hybrid	43,311	Equity (Single Share)	106,105	Equity (Share Basket)	17,040
FX Rates	6,251	Interest Rate	16,401	Interest Rate	15,409	Equity (Share Basket)	50,293	Hybrid	13,903
Interest Rate	6,051	FX Rates	6,400	FX Rates	14,445	FX Rates	33,666	FX Rates	6,508
Commodities	400	Hybrid	3,200	Commodities	8,174	Interest Rate	13,626	Interest Rate	3,024
Credit	400	Commodities	1,200	Equity (Share Basket)	6,002	Commodities	9,279	Equity (Single Index)	2,203
Hybrid	300	Equity (Share Basket)	900	Fund	1,000	Equity (Single Index)	7,487	Equity (Index Basket)	401
Equity (Index Basket)	250			Equity (Index Basket)	209	Equity (Index Basket)	5,823	Fund	200
				Credit	200	Fund	1,685		
						Equity (Share Basket),Equity (Single Index)	400		
Total	64,577	Total	115,355	Total	155,673	Total	359,000	Total	85,074

数据来源: StructuredRetailProducts, 广发证券发展研究中心

香港市场

作为国际金融中心, 香港结构化产品市场同样发达, 截止统计日, 共有10433只结构化产品, 产品规模为6,972,573百万港币。与新加坡市场类似, 汇率类产品在所有资产类别中占比最高, 其次则是单个股票、股票组合、利率和商品等结构化产品, 如表11所示:

表 11: 香港市场每年新发行结构化产品的发行金额 (单位: 百万港币)

Volumes (HKDm)									
2010		2011		2012		2013		2014	
FX Rates	647,579	FX Rates	773,675	FX Rates	677,419	FX Rates	750,604	FX Rates	316,194
Equity (Single Share)	35,391	Equity (Single Share)	60,211	Equity (Single Share)	175,658	Equity (Single Share)	118,979	Equity (Single Share)	49,158
Equity (Share Basket)	5,797	Equity (Share Basket)	8,749	Equity (Share Basket)	24,658	Equity (Share Basket)	19,249	Equity (Share Basket)	7,850
Interest Rate	4,615	Interest Rate	4,850	Interest Rate	12,881	Interest Rate	11,117	Interest Rate	4,490
Commodities	1,080	Commodities	360	Commodities	290	Commodities	600	Commodities	250
Equity (Single Index)	315	Equity (Share Basket),Equity (Single Index),Hybrid	2	Equity (Single Index)	153				
Equity (Share Basket),Equity (Single Index)	6			Equity (Index Basket),Hybrid	9				
Total	694,784	Total	847,847	Total	891,068	Total	900,550	Total	377,943

数据来源: StructuredRetailProducts, 广发证券发展研究中心

风险提示

本文主要对产品市场及设计进行讨论，不涉及任何投资建议。

广发证券—行业投资评级说明

- 买入： 预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 10%以上。
持有： 预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。
卖出： 预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 10%以上。

广发证券—公司投资评级说明

- 买入： 预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 15%以上。
谨慎增持： 预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 5%-15%。
持有： 预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。
卖出： 预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 5%以上。

联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市
地址	广州市天河北路 183 号 大都会广场 5 楼	深圳市福田区金田路 4018 号安联大厦 15 楼 A 座 03-04	北京市西城区月坛北街 2 号 月坛大厦 18 层	上海市浦东新区富城路 99 号 震旦大厦 18 楼
邮政编码	510075	518026	100045	200120
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn			
服务热线	020-87555888-8612			

免责声明

广发证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本报告只发送给广发证券重点客户，不对外公开发布。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券股份有限公司认为可靠，但广发证券不对其准确性或完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券或其附属机构的立场。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

本报告旨在发送给广发证券的特定客户及其它专业人士。未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。

