

雪球产品对市场影响几何

投资咨询业务资格：
证监许可【2012】669号

报告要点

我们估算目前市场上的雪球产品总规模约 1514 亿元，按 30%仓位计算共需 3.6 万手 IC 合约。雪球产品高抛低吸的特性会降低指数和基差的波动，提供的多单会使 IC 贴水收敛。

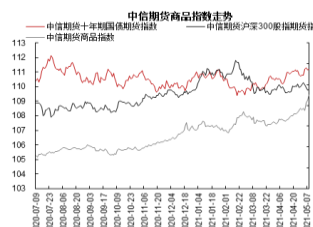
摘要：

中证 500 指数更适合发雪球产品：雪球产品提升吸引力有两种途径，一种是降低敲入概率；一种是提高票息。雪球发行方主要靠赚取市场波动的收益来覆盖票息，因此高票息的关键在于标的的波动要大。中证 500 指数波动较大，能给出更高的票息，且中证 500 指数估值较低，敲入风险低，综合来看更适合发雪球产品。

雪球产品的总规模估算：根据我们的估算，目前市场上雪球产品的总规模约 1514 亿元。以 30%仓位计算需要约 3.6 万手 IC 合约多单进行对冲，占当前 IC 总持仓的 15%左右，对市场有不小的影响。

雪球产品对市场的影响：当前雪球产品最直接的影响就是为股指期货提供了大量的多单，导致 IC 贴水收窄。另外，雪球产品发行方为负 delta、正 gamma。指数下跌，delta 绝对值增大，需要买入更多的指数期货对冲；指数上涨，delta 绝对值减小，需要减少买入股指期货对冲的仓位。因此雪球产品的对冲方式为高抛低吸，会降低基差与行情的相关系数。

极端行情下的影响：当市场下跌 20%至 25%时，将达到多数雪球产品的敲入线，发行方需要满仓多单进行对冲，这将会产生约 12 万手的对冲多单。而 IC 目前的总持仓约 24 万手，大量的对冲需求会使得 IC 贴水收窄，并且股指期货的规模不足以对冲雪球产品，还需要现货多单进行对冲。



股指衍生品团队

研究员：
张革
021-60812988
从业资格号 F3004355
投资咨询号 Z0010982

姜沁
021-60812986
从业资格号 F3005640
投资咨询号 Z0012407

目 录

摘要:	1
一、 什么样的市场适合发雪球	3
二、 雪球产品的规模估算	3
(一) 证券公司发行的雪球产品估算	3
(二) 期货公司发行的雪球产品估算	4
三、 雪球对市场会造成哪些影响	5
(一) 雪球产品对市场影响的传导逻辑	5
(二) 雪球产品对指数期货的影响	5
(三) 当前估算的规模下雪球对市场影响几何	6
(四) 近期股指期货基差回顾	错误!未定义书签。
免责声明	7

图目录

图表 1: 滚动 20 日涨跌幅标准差	3
图表 2: 期货当季合约年化折溢价率	3
图表 3: 收益凭证存量规模 (亿元)	4
图表 4: 收益凭证类型分布 (亿元)	4
图表 5: 券商场外期权规模	4
图表 6: 收益凭证新发规模与三大指数当季合约年化折溢价率	错误!未定义书签。

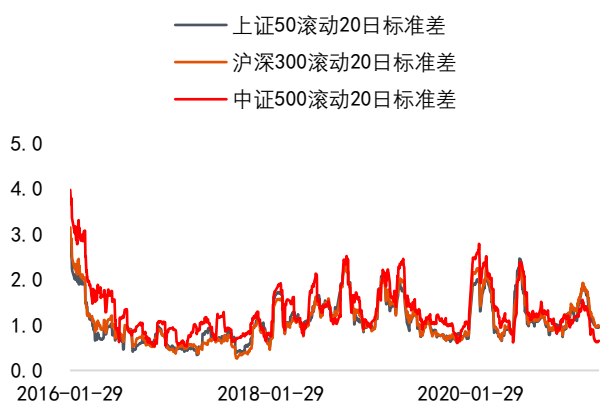
一、什么样的市场适合发雪球

雪球产品是一种类固收产品，雪球的票息相较于固收产品高，但同时要承担一定的下跌风险。票息高、敲入风险低的雪球产品更容易受到市场欢迎。选择下行空间有限的标的可以降低敲入风险，这样可以吸引银行等风险偏好低的大体量资金购买。

而票息来自于发行方高抛低吸交易的收益。即在价格下跌时不断加仓，在价格上涨时减仓

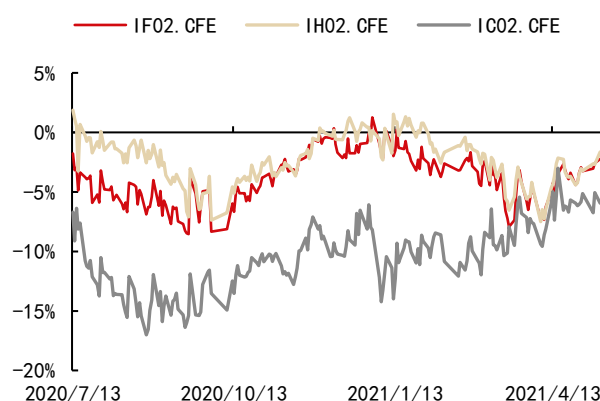
在指数中，中证 500 指数的波动较大，同时估值较低，综合来看最适合作为雪球产品的标的——票息高、敲入风险低。另外，中证 500 指数期货长年深度贴水，买入中证 500 指数期货对冲，还可以获得贴水的超额收益，进一步增加票息。因此目前市场上发行的雪球产品多以中证 500 指数为标的。

图表 1： 滚动 20 日涨跌幅标准差



资料来源：Wind 中信期货研究部

图表 2： 期货当季合约年化折溢价率



资料来源：Wind 中信期货研究部

二、雪球产品的规模估算

为了精细化计算雪球产品对市场的影响，我们需要估算市场上雪球产品的规模。雪球产品的发行方主要为券商和期货公司。券商发行的场外衍生品需要在证券业协会登记，期货公司发行的场外衍生品需要在期货业协会登记，协会每月会披露规模。但协会披露的规模是场外衍生品的总规模，我们还要对其中雪球产品的占比进行估算。

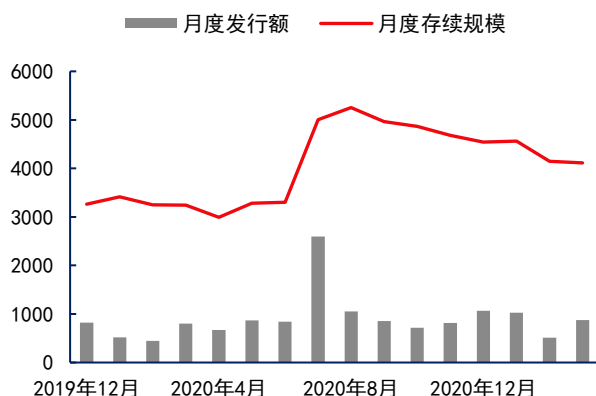
（一）证券公司发行的雪球产品估算

雪球产品可以登记在收益凭证或场外期权内，其中收益凭证分为固定收益类和非固定收益类，雪球产品属于非固定收益类；场外期权中，雪球产品属于与指数类场外期权。

截止 2021 年 3 月，收益凭证存量规模约为 4100 亿元，其中约三成非固定收益型，存量规模约为 1230 亿。假设其中有 70% 为雪球结构，雪球结构中 75% 挂钩中证

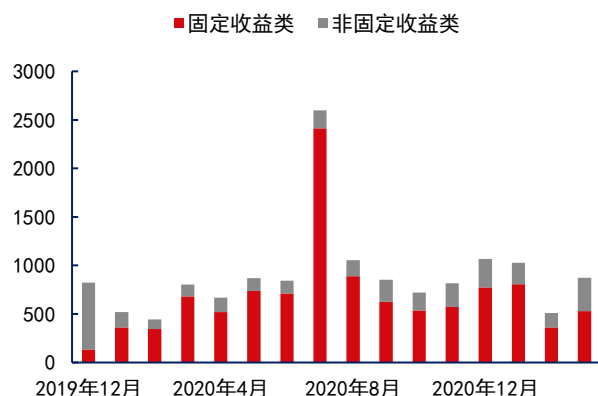
500 计算，中证 500 雪球结构规模约为 646 亿。三月底中证 500 指数价格为 6254，按照 30%仓位估算 IC 持仓量约为 15000 手。

图表 3： 收益凭证存量规模（亿元）



资料来源：Wind 中信期货研究部

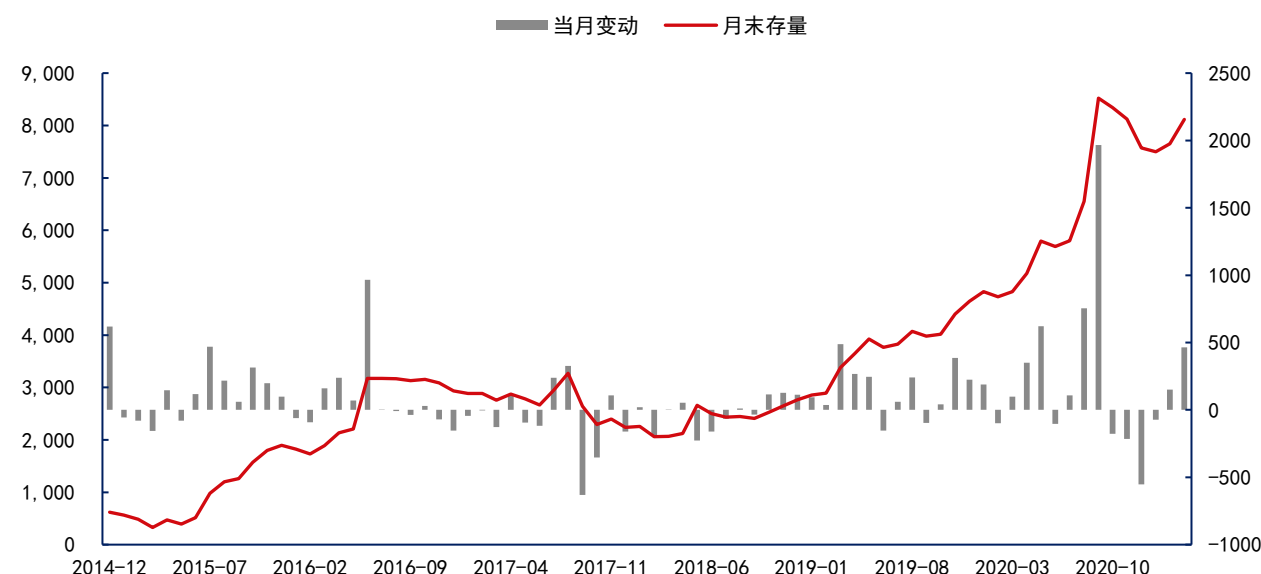
图表 4： 收益凭证类型分布（亿元）



资料来源：Wind 中信期货研究部

截止 2021 年 3 月，场外期权规模约为 8118 亿元。假设有 10%为挂钩中证 500 的雪球结构，中证 500 雪球结构规模约为 812 亿。三月底中证 500 指数价格为 6254，按照 30%仓位估算 IC 持仓量约为 29000 手。

图表 5： 券商场外期权规模



资料来源：Wind 中信期货研究部

（二）期货公司发行的雪球产品估算

期货公司发行的场外衍生品规模相较于证券公司小很多，截止 2021 年 3 月，期货公司发行的场外期权存量规模为 563.68 亿元。其中约 10%是中证 500 雪球产品，规模约为 56 亿，约为证券发行额的 4%。

券商收益凭证、场外期权、期货场外期权总规模大约 1514 亿元。按 30%仓位估算 IC 持仓量约为 3.6 万手，占到 IC 总持仓的 15%左右，对市场会产生不小的影响。

三、雪球对市场会造成哪些影响

（一）雪球产品如何影响市场

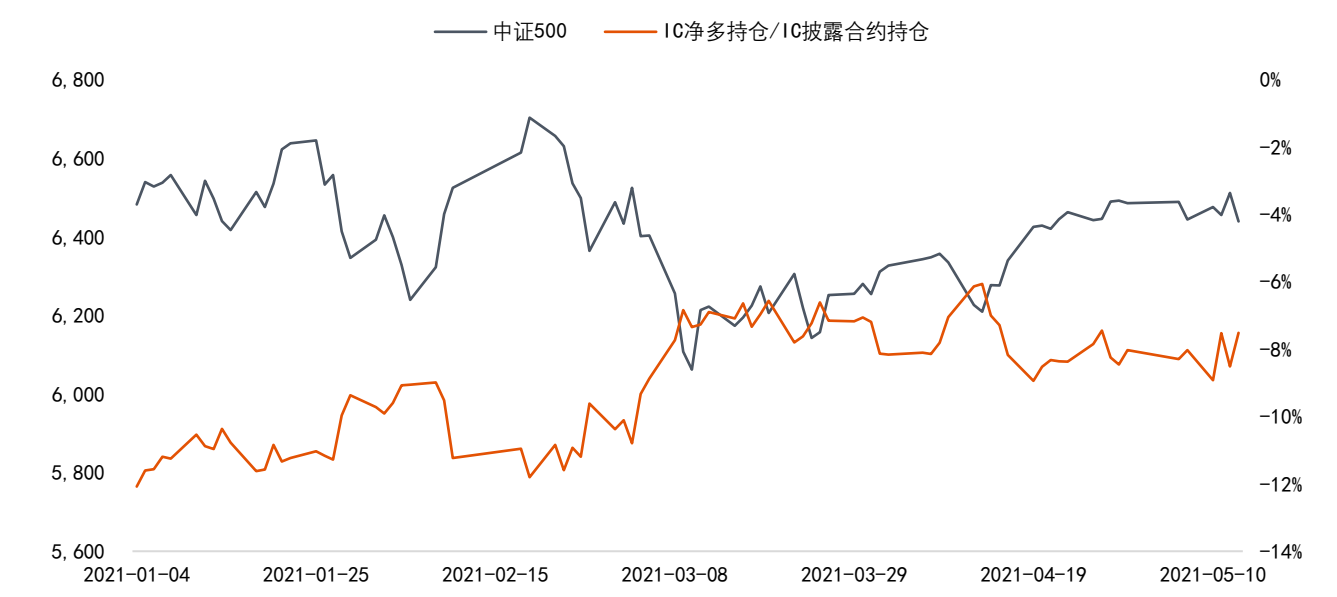
雪球产品的发行方相当于买入了一个看跌期权，因此通过 delta 对冲进行高抛低吸，本质是雪球是正 gamma：假设发行方买入看跌期权，同时期权 delta 为-0.5，买入 100 份看跌期权+买入 50 股标的可对投资账户进行对冲平衡。理论上，标的价格下行时，看跌期权 delta 绝对值也会增加，若 delta 降至-0.8，买入 100 份看跌期权+买入 80 股标的可实现动态平衡，故 delta 对冲在低位买入了更多的股票，变相实现高抛低吸。在市场下跌时，买入指数期货或现货，会对指数形成支撑作用；反之市场上涨时，卖出指数期货或现货，会让市场降温，理论上雪球产品会减缓市场的波动。

（二）雪球产品对指数期货的影响

上述假设是基于多空对等，无套利空间的市场，例如我国的香港市场的股指期货在剔除分红后处于平水状态，且鲜有套利空间。而内地市场多空不对等，期现价差无法快速回归，因此雪球产品如果使用期货对冲，还会造成基差的变化。

首先，雪球产品为股指期货市场提供了多单，在贴水的环境下，雪球产品的发行可以修复股指期货贴水。其次，雪球产品的对冲方式为高抛低吸，在上涨时抛售股指期货，降低基差，在下跌时买入股指期货，提升基差。这与市场原本基差和行情同向变动的规律相反，理论上可以降低行情对基差的影响，减小基差波动。

图表 6: IC 净多持仓/IC 披露合约持仓



资料来源: Wind 中信期货研究部

(三) 极端情况下雪球对市场的影响

当市场下跌 20%至 25%时, 将达到多数雪球产品的敲入线, 发行方需要满仓多单进行对冲, 这将会产生约 12 万手的对冲多单。而 IC 目前的总持仓约 24 万手, 大量的对冲需求会使得 IC 贴水收窄, 并且股指期货的规模不足以对冲雪球产品, 还需要现货多单进行对冲。

免责声明

除非另有说明，中信期货有限公司拥有本报告的版权和/或其他相关知识产权。未经中信期货有限公司事先书面许可，任何单位或个人不得以任何方式复制、转载、引用、刊登、发表、发行、修改、翻译此报告的全部或部分材料、内容。除非另有说明，本报告中使用的所有商标、服务标记及标记均为中信期货有限公司所有或经合法授权被许可使用的商标、服务标记及标记。未经中信期货有限公司或商标所有权人的书面许可，任何单位或个人不得使用该商标、服务标记及标记。

如果在任何国家或地区管辖范围内，本报告内容或其适用与任何政府机构、监管机构、自律组织或者清算机构的法律、规则或规定内容相抵触，或者中信期货有限公司未被授权在当地提供这种信息或服务，那么本报告的内容并不意图提供给这些地区的个人或组织，任何个人或组织也不得在当地查看或使用本报告。本报告所载的内容并非适用于所有国家或地区或者适用于所有人。

此报告所载的全部内容仅作参考之用。此报告的内容不构成对任何人的投资建议，且中信期货有限公司不会因接收人收到此报告而视其为客户。

尽管本报告中所包含的信息是我们于发布之时从我们认为可靠的渠道获得，但中信期货有限公司对于本报告所载的信息、观点以及数据的准确性、可靠性、时效性以及完整性不作任何明确或隐含的保证。因此任何人不得对本报告所载的信息、观点以及数据的准确性、可靠性、时效性及完整性产生任何依赖，且中信期货有限公司不对因使用此报告及所载材料而造成的损失承担任何责任。本报告不应取代个人的独立判断。本报告仅反映编写人的不同设想、见解及分析方法。本报告所载的观点并不代表中信期货有限公司或任何其附属或联营公司的立场。

此报告中所指的投资及服务可能不适合阁下。我们建议阁下如有任何疑问应咨询独立投资顾问。此报告不构成任何投资、法律、会计或税务建议，且不担保任何投资及策略适合阁下。此报告并不构成中信期货有限公司给予阁下的任何私人咨询建议。

中信期货有限公司

深圳总部

地址：深圳市福田区中心三路8号卓越时代广场（二期）北座13层1301-1305、14层

邮编：518048

电话：400-990-8826

传真：(0755) 83241191

网址：<http://www.citicsf.com>