

2022 年 3 月 11 日

不宜高估雪球的负反馈效应

——对雪球在本次大跌中影响的一点解释

相关研究

证券分析师

朱岚 A0230511040062
zhulan@swsresearch.com

石凌宇 A0230520080003
shily@swsresearch.com

联系人

石凌宇 A0230520080003
shily@swsresearch.com

本期投资提示：

● 结论或投资分析意见：

- 1、雪球产品种类繁多，标的以指数/指数产品或个股为主，类型有标准雪球结构、敲出价下移（step-down）结构雪球、避险型雪球、杠杆雪球、增强雪球、降落伞雪球等。标准雪球结构的敲出价常为面值或略高于面值，敲入价多为 85%（比较少）、80%或 75%。
- 2、雪球市场规模很难获得精确的数据，雪球可归类为非保本收益凭证或场外期权业务中的结构化产品，在协会的场外业务开展情况月度报告中可窥得一二。市场普遍预期，雪球的规模略超千亿级别。
- 3、雪球产品一般滚动发行，期限 1-3 年不等。由于雪球有敲出机制（一般从第三个月开始观察是否敲出，以收盘价计价），在牛市的过程中，雪球很容易敲出，真实存续期较短。目前存续的雪球，以中证 500 的雪球产品为例，多应为 2021 年 9 月开始发行的产品，且没有发在 9 月底至 10 月中下旬的市场阶段性低点。个股雪球情况多变，不容易估计。
- 4、以中证 500 为例，如果敲入价分别为 85%、80%或 75%，以 2022 年 3 月 9 日收盘价计，则以 2021 年 9 月 7 日至 9 月 23 日的收盘价为期初价格的雪球，当敲入价是 85%时，会发生敲入，但实际上敲入价是 85%的产品较少；如考虑盘中情况，敲入价是 80%，则以 2021 年 9 月 10 日至 13 日的收盘价为期初价格的雪球产品，在 2022 年 3 月 9 日盘中低点附近将发生敲入（交易员会根据盘中情况对冲，规则上敲入以收盘价计）。
- 5、在普通的雪球产品的对冲过程中，在高于敲入点时，随着标的价格增加，对冲者基础的操作是降低头寸，反之则增加头寸，因此在大部分时间里，雪球对冲者在低买高卖（期货或现货），平抑市场波动。在临近敲入点且标的下跌时，对冲头寸会较快的放大（高于 1 倍 Delta），具体放大的程度取决于发行方（交易员）结合模型和自身习惯及交易经验进行判断。当标的价格继续下跌且离敲入价越来越远时，对冲比例将再次下降，在这个过程中，对冲者也遭遇了对冲损失，也加剧了市场的波动。
- 6、发行人在布局雪球产品时，会考虑将观察点分散化、敲入价格分散化。且目前存续的雪球产品应该离到期日较远，临界点对冲时的头寸放大压力可控。因此，基于这种分散化的特点和对冲的特征，可以判断，在 9 月以来发行的品种中，即便有少量的敲入对冲操作，造成的市场波澜可能远不及大量其他雪球产品在这个过程中常规对冲带来的平抑市场的效果。因此我们认为在此轮市场大跌中，不宜高估雪球产品带来的负反馈效应。



申万宏源研究微信服务号

信息披露

证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 compliance@swsresearch.com 索取有关披露资料或登录 www.swsresearch.com 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

机构销售团队联系人

华东 A 组	陈陶	021-23297221	chentao1@swhyse.com
华东 B 组	谢文霓	18930809211	xiewenni@swhyse.com
华北组	李丹	010-66500631	lidan4@swhyse.com
华南组	陈左茜	0755-23832751	chenzuoxi@swhyse.com

法律声明

本报告仅供上海申银万国证券研究所有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司并接受客户的后续问询。本报告首页列示的联系人，除非另有说明，仅作为本公司就本报告与客户的联络人，承担联络工作，不从事任何证券投资咨询服务业务。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。