

南财理财通数据显示，截至2022年6月17日，全市场共发行净值型理财产品94,225只。其中，一级（低风险）产品占比1.50%，二级（中低风险）产品占比82.17%，三级（中风险）产品占比14.77%，四级（中高风险）产品占比1.23%，五级（高风险）产品占比0.33%。

投资性质方面，固定收益类产品占绝对主流，占比92.55%；混合类产品占比6.69%；权益类产品占比0.75%；商品及金融衍生品类占比0.02%。

【南财理财通】理财公司“固收+期权”公募产品近6月收益表现（截至6月17日）

（如您对数据有疑问，请在文末联系研究助理）

据南财理财通数据，截至6月17日，近6月净值涨幅排名前三的“固收+期权”公募理财产品分别为工银理财“全球轮动固定收益类封闭净值型产品(19GS8112)”、中邮理财“鸿锦封闭式2021年第2期（黄金双边鲨鱼鳍联动）”和平安理财“鑫享全球大类资产趋势一年定开2号”，近6月净值增长率分别为0.996%、0.776%和0.772%。

相较上期榜单（请见关联文章），平安理财“鑫享全球大类资产趋势定开”系列2号和3号产品首次跻身前十，分别位列榜单第3位和第6位。

此外，本次产品上榜数量最多的理财公司依然为招银理财，其“招睿全球资产动量”系列占据榜单60%的席位。

“雪球”结构再迎窗口指导

近日，据媒体报道称，部分头部私募在新产品备案时，监管层要求，私募产品如果投资雪球结构期权，投资比例不得超过25%。

对此，有私募人士向21世纪经济报道记者表示，中基协确实关注询问了部分投资雪球结构期权的私募，但并没有公布相关比例。此外，有场外投资的产品在备案时，也被要求进一步说明情况。

这不是“雪球”第一次遭遇严监管。在此之前，券商资管、信托公司都曾依次接到针对“雪球”的窗口指导。

2021年9月，证券投资基金业协会向券商资管部门做出窗口指导，要求单只券商资

管集合产品投资“雪球”的比例不超过产品净值的25%，除非该产品投资者均为投资金额超过1000万的专业投资者，并对不符要求的“雪球”类产品暂停备案。

2021年10月，深圳证监局发布2021年第6期证券期货机构监管通讯，其中对“雪球”类资管产品进行了销售管理风险警示。文件提到，“雪球”资管产品规模持续快速增长，产品类别以集合资管产品为主，由于该结构具有高票息但非保本的特点，在股市连续大幅下跌时期，个人投资者易因产品集中敲入而遭遇大额亏损。

2022年1月，“雪球”再遇强监管，100%投向“雪球”的集合信托计划被禁止发行，投资比例为25%的集合信托暂未受限。

此次对私募产品做出25%的雪球投资比例限制，无疑拉齐了各资管产品的监管标准。

就“雪球”被严监管的原因，华南理工大学经济与金融学院副教授于孝建在接受南财理财通课题组采访时表示：“对雪球产品投资比例的限制，更多的是为了保护投资者。购买雪球产品的投资者实质上是卖出了一份带触发条件的看跌期权。作为期权的卖方，实际上风险是很大的。对于一般投资者，当雪球产品敲入的时候，将承担市场下跌的风险。而投资者多数对这种下跌风险是无法对冲的。在这种情况下，为了减小损失，投资者势必会卖出其他资产，从而间接增加市场的抛压。因此，从产品上限制雪球的投资比例，一定程度上是为了控制单个产品的风险。投资者在选择这类含雪球的产品时，需要清楚地认识到其中的风险。目前场内的衍生品如期货和期权，对于一般投资者都有较高的交易门槛，如果投资者想要控制风险，更妥当的方式是做好资产配置，可以选择一些表现优异的灵活配置的基金、FOF基金或者基金投顾组合产品。”

此外，课题组发现，从广义上理解，目前市场上可归为“雪球类（AutoCall）”的结构不仅有“雪球”，还包括“凤凰”、“同鑫”、“StepDown”等结构。此类结构与“雪球”非常相似，且均属卖权结构，可视作对狭义“雪球”的变型。那么，监管范围是否覆盖了“凤凰”、“同鑫”、“StepDown”等与“雪球”同质异型的结构，针对该问题，某券商人士向课题组表示：“目前监管指导只指导到管理人，没有指导到衍生品台。从管理人的反馈看，目前还只是针对雪球。”

因此，课题组认为，当前对“雪球”投资比例的监管对“雪球”规模的扩张有一定限制作用，但尚未深入到实质监管的层面。

“雪球”是偏股还是偏债？

“雪球”产品的出现，源于对非标资产的替代。随着非标资产规模的压降，纯固收产品整体收益下行。由于“雪球”可在满足一定条件下提供固定票息，因此部分投资人将其视作固收类产品。在纯固收产品收益下行的背景下，“雪球”产品承接了部分从纯固收市场转移而来的需求。

需要注意的是，“雪球”并不等同于固定收益产品。

目前，“雪球”产品多以挂钩股指或个股为主，那么“雪球”究竟是偏股还是偏债？为回答这一问题，须对“雪球”的收益场景进行分析。

“雪球”附带敲入、敲出条件，其收益场景有5种情况，课题组将其归为2大类。

(1) 第一类收益场景：未敲入

当“雪球”在存续期间未敲入时，即挂钩标的未击穿事先约定的价格区间下限，此时产品无论是在观察日敲出并提前终止，还是未敲出而持有到期，投资人均可获得固定的年化收益率。产品存续

时间越长，收益越高。因此，在“雪球”未敲入的情况下，其收益具备固收特征。

(2) 第二类收益场景：曾敲入

当“雪球”在存续期间曾敲入时，即挂钩标的击穿事先约定的价格区间下限，投资者除了在标的价格反弹并在观察日大于敲出价的情况下可获得票息，在其他情况下，“雪球”将产生亏损或收益为0，此时持有“雪球”近似于直接持有交易标的本身。因此，在“雪球”曾敲入且未敲出的情况下，其收益具备权益特征。

“雪球”是与投资者进行对赌吗？

“雪球”由附带敲入、敲出条件的障碍看跌期权空头组成，即券商作为期权创设方向投资者买入看跌期权

，此时券商与投资者互为交易对手，投资者持有看跌期权空头，券商持有看跌期权多头，因此部分投资者认为“雪球”的收益源于与券商对赌的收益。

事实上，“雪球”结构并非零和博弈，投资者与券商的收益来源不同。

对投资者而言，其收益与挂钩标的的“价格位移”有关，表达的是“震荡或下跌空间有限”的观点。而对券商而言，其收益与“价格位移”无关，即与涨跌方向无关，而是与“价格轨迹（运动路径）”有关，券商的收益来源于波动率。

为说明该原理，南财理财通课题组以投资者熟悉的股票“T+0”交易做简要类比。

假设股价在某一交易日的运动轨迹为先下跌后上涨，且开盘价和收盘价相同，此时对投资者而言，“价格位移”为0，持仓收益为0；而对券商而言，其可通过盘中高抛低吸获利，虽然“价格位移”为0，但“价格路程”不为0，此时券商获得了利润，投资者也未亏损。

从该例子可看出，即使投资者和券商互为交易对手，但只要收益来源不同，双方的交易就不是零和博弈。

就“雪球”结构而言，投资者的收益来源于持有看跌期权空头的票息，即卖出期权所获得的期权费。券商的收益则来源于波动率交易。对券商而言，其Delta（Delta

“雪球”应被彻底禁止吗？

南财理财通课题组认为，“雪球”的意义不在于单独投资该产品，而在于放入资产组合进行资产配置。

单独看“雪球”产品，确实存在亏损风险。但对投资者而言，其亏损幅度并非无限。在交易对手不违约的前提下，根据合约条款，投资者亏损幅度不会超过直接持有交易标的本身的幅度，从这个角度看，配置“雪球”与配置股票具有相似性，二者同属非保本浮动收益资产。

从资产配置的角度出发，重点不在于投资者购买“雪球”后是否亏损，也不在于是否该为了保护投资者而彻底禁止“雪球”，重点在于加强投资者教育，向投资者充分揭示该类产品的收益与风险特征，让投资者在做好风险预算的前提下确定“雪球”在资产组合中的比重，从而将其资产组合风险控制一定范围内。如果投资者预判市场下跌空间有限，对其资产组合来说，配置“雪球”比直接配置股票更佳。

从监管的角度出发，限制“雪球”扩张的原因更多在于防止其对市场造成冲击。在资产价格跌至敲入价附近时，“雪球”Delta绝对值大于1，这意味着对冲持仓会超过名义本金，当保证金不足时便会触发强平，即对多单进行平仓，此时可能会对市

场造成下跌冲击，冲击的大小取决于全市场“雪球”的对冲持仓规模。如果冲击较大，可能会引发市场的连锁平仓反应。

南财理财通课题组认为，从防止金融系统风险的角度出发，“雪球”规模不宜过大，但也不应对“雪球”产品彻底禁止，其对投资者资产配置仍有一定意义。

更多内容请下载21财经APP