

# 雪球产品惊魂一刻

本报记者 陈嘉玲 北京报道

“敲入了，我们年底见。”一位私募机构人士如是说。

据《中国经营报》记者了解，该私募机构一款挂钩中证500指数的

## 临界敲入时

若发生敲入，可能会在市场下跌时出现大量卖盘，助长下跌趋势。

“理论上，雪球产品在敲入价格附近，存在一个Delta（对冲交易的持仓量）悬崖。”一位从事衍生品交易的期货业内人士向记者表示。

所谓雪球产品，全称为“雪球型自动敲入敲出式券商收益凭证”，是一种场外期权模型。产品设定固定的票息收益，并通过设置障碍，即敲出价格（区间上限）和敲入价格（区间下限），来约定标的资产的波动区间。根据雪球产品结构，产品的卖方（主要为券商）实质上拥有类似看跌期权的多头头寸，净Delta敞口为负，因此需要买入标的资产对冲。也就是说，雪球产品的Delta，可理解为券商为了对冲需买入持有的标的头寸。

## 并未集中敲入

证券公司在产品创设时，对雪球产品敲入点位进行了均匀排布，减仓的交易量不会集中，远达不到影响市场价格的程度。

实际上，雪球产品对冲带来的市场抛压压力和负面影响或被高估。

“市场抛压的力量，没有想象中的厉害。”某头部期货公司研究员表示，市场预估临近敲入线时，雪球产品的Delta绝对值会达到2以上，但实际上我们了解到，基本上是1.3或1.4左右。

除了雪球产品，在市场单边下挫背景下，不少设有止损点的量化专户产品也会面临强赎压力，抛压来自各种市场力量。一位FOF基金经理还对记者指出：“比如，外资在避险情绪下持续流出。部分理财产品子公司、保险资管机构等资管产品专户跌至止损线，都有可能引发赎回，加剧市场下跌压力。”

3月20日，华泰期货研究院量化组研究员高天越结合中证500指数走势、IC（中证500股指期货合

## 风险级别应是“R5”

雪球产品是一类结构比较复杂的产品，投资者需要明确，“一旦标的大幅下跌，雪球产品与直接持有标的的下跌风险无异”。

“在产品创设时充分考虑相应风险”，实际上是监管部门对券商的风控要求。

记者注意到，早在2021年8月初，监管针对“雪球”产品进行风险提示时，就要求券商强化全面风险管控，具体包括产品设计管控、风险敞口限额管理、提供敲入亏损情景处置机制等。

本报此前曾报道，2021年8月初，证监会机构部向各券商发文，要求券商一方面要加强投资者准入及适当性管理，另一方面要强化雪球产品的全面风险管控。

彼时，证监会2021年8月向券商下发的文件也认为，雪球产品不管是对投资者还是券商都存在一

雪球产品触发敲入价格。若今年年底产品到期时，所挂钩指数能涨回来，还是有可能敲出获利；否则亏损将取决于到期时的指数价格。

此外，有受访人士还表示，“我们预计今年2月份以前发行的、挂

钩恒生指数或恒生科技指数等标的资产的雪球产品，大多触发了敲入价格。”值得注意的是，每逢市场跌幅较大时，雪球产品临近敲入点位时，市场总会担心因券商大幅降低

仓位进而形成连锁反应，对整体市场形成助跌效应。那么，雪球产品是否会面临集中敲入导致市场踩踏的情况，雪球产品敲入时发生了什么，对冲盘是否会导致大规模股指期货抛压？

## Delta，则当接近敲入价格时，交易员对冲持仓市值可以远超名义本金。”

Wind数据显示，2021年下半年以来，中证500指数最低价为5824.33。记者以按照中证500指数月度收盘价均值进行测算：若雪球产品的敲入价为期初价×80%，敲出价期初价×103%，仅2021年9月和12月发行的雪球产品可能触及敲入线。

“我们预计今年2月份以前发行的、挂钩恒生指数或恒生科技指

## 安排产品排期与产品结构，将存续产品的敲出观察日、敲出/敲入点位分散铺开排列，避免在同一时期或同一点位集中敲出/敲入。又如，券商要结合自身资本情况，逐级设置风险控制指标和业务规模、亏损限额、Delta、Gamma、Vega（期权对标的资产价格波动率变动的敏感度）等风险限额标准，风险管理部通过系统每日进行风险计量，并对指标限额进行监控和风险评估。

“若Delta绝对值为4，即1000万元名义本金的雪球产品，交易员可能持有4000万元市值的IC。一个交易员持有4倍于Delta的头寸其影响不大，那如果全市场的交易员都持有4倍于Delta的头寸呢？”

比如，发行雪球产品，应当合理

定风险。对券商来说，可能存在对冲不充分和表内亏损的风险。监管指出，目前证券公司波动敞口缺乏较好的对冲工具，波动率对冲整体较粗糙。同时，当在观察日前后，挂钩标的价格临近敲入价格或敲出价格附近时，证券公司Delta、Gamma（价格每变动一个单位对应的对冲交易量）等风险敞口将发生剧烈跳动，对证券公司的对冲精准性和交易能力提出了较高要求。

具体到强化风险管控方面，证监会提出产品设计管控、风险敞口限额管理、提供敲入亏损情景处置机制以及按业务实质进行风控指标计量等四方面的要求。

中国人民大学中国资本市场

至今收益率为-2.03%。中泰证券分析师唐军表示，“从2022年开始，资管新规正式实施，银行理财也全面进入了净值化时代。近期，在国内外多重因素影响下，银行理财产品收益出现不同程度的波动，破净现象时有发生。事实上，银行理财净值化后，产品净值出现波动属于正常现象。”

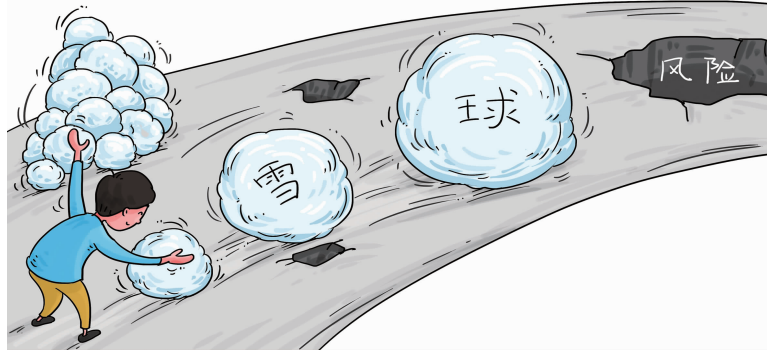
中国人民大学中国资本市场

研究院联席院长赵锡军表示：“长期看，银行理财市场走势较好，一方面，随着居民收入水平不断提高，财富积累会越来越多，理财需求增加。另一方面，随着中国经济、金融市场不断发展，人民币国际化程度不断提高，银行理财供应产品会越来越丰富，市场环境会越来越规范。经济和货币相对稳定，市场会吸收越来越多的投资者。

另外，投资者承担风险的能力也在不断提高。”

权益市场方面，建信理财表示，在波动加剧的背景下，以固收投资为主的银行理财产品坚持稳健策略，追求回撤控制，恐慌情绪下资产价格往往会超跌，但并不改变优质企业的发展趋势，未来的投资策略仍将以固收为主，多元、分散配置。

下转 B2



本报资料室/图

券公司需要快速卖出资产，因而可能对市场造成一定冲击。”

“这就是所谓的Delta悬崖，一旦市场跌破其敲入价格，这些看跌期权被敲入后，做市商的负Delta敞口将显著减少。”上述私募机构人士表示。

“Delta绝对值大于1，意味着对冲持仓超过名义本金。如果不限制

Delta，则当接近敲入价格时，交易员对冲持仓市值可以远超名义本金。”

上海凌锐信息科技有限公司联合创始人、研究负责人刘福宸对记者分析指出，由于保证金或不追保雪球产品带有杠杆，保证金不足的情况下可能会遭遇强平。若发生敲入，有可能会在市场下跌的同时也出现大量卖盘，助长市场下跌趋势。

而针对临近敲入点时，券商会大幅降低仓位进而对整体市场形成助跌效应的担忧，申万宏源证券执行委员会委员汤俊表示，证券公司在产品创设时已充分考虑了相应风险，对雪球产品敲入点位进行了均匀排布，减仓的交易量不会集中，并且降低的仓位相较于全市场交易量占比较小，远达不到影响市场价格的程度。此外，临近敲入点位而降低的仓位，会被大部分新发雪球产品“低吸”的对冲交易抵消。整体来看，中证500指数雪球产品在期货市场的对冲仓位变化不会非常大。

刘福宸对记者分析指出：“为了避免太过剧烈的交易，交易商通常会调整模型，对Delta进行平滑，如给Delta设置了一个上限，国内通常在1.35~1.5之间。”

记者了解到，中证协和中证报价公司近期发布一篇名为《理性认识雪球产品》的文章指出，雪球产品是一类结构比较复杂的产品。在认购雪球产品时，投资者需要明确，“一旦标的大幅下跌，雪球产品与直接持有标的的下跌风险无异”。

“雪球产品的风险级别属于R5。”前述私募机构人士指出，雪球策略属于较复杂的衍生品投资，但很多投资者都未能理解产品真正的风险。

有业内人士认为，随着监管从严、公司合规经营要求及全民法治意识的提高，司法催收必然更多融合到金融机构未来贷后处置的主要手段中。

记者注意到，处于清退阶段的网贷平台也开始选择属地化法催解决逃废债问题。近期信息显示，致富普惠开始采取属地化司法催收方式，协调第三方法律服务公司与全国各地900多家律所开展合作，与借款人所在地律所合作，出借人委托律所进行催收或在当地法院直接起诉借款人。

多家持牌消费金融公司和小贷公司诉讼量自2020年以来上升明显。重庆小雨点小额贷款有限公司（以下简称“小雨点小贷”）相关负责人告诉记者，一方面随着疫情对社会经济的影响，行业坏账率整体在增加；另一方面，通过司法催收来进行不良资产处置的相关司法路径相对畅通了。“相比委外催收回款率，公司同类产品诉讼阶段回款至少能提升2倍。”该人士透露。

在其看来，来自法院的传票送达、开庭审判、判决生效，和生效后执行阶段对客户银行账户查冻扣操作流程（包括限消操作），都比其他催收手段更加紧迫和有压力感。

张海燕认为，这一现象显示

# 催收告别野蛮时代

本报记者 李晖 北京报道

疫情叠加下，信贷不良风险抬升，与之相伴随的是款项催收承压巨大。

近年来，随着《个人信息保护法》《信用卡催收工作指引（试行）》（以下简称“工作指引”）等政策措施的下发与施行，催收行业的展业规则进一步收紧，合规催收呼声日渐高涨，催收转型也箭在弦上。

“单纯的电催公司已经比较难做，除了头部几家，中小型的

## 单纯线上催收收缩

2021年3月，“催收非法债务罪”正式纳入《刑法》，同年《个人信息保护法》《征信业务管理办法》相继颁布、实施，对依赖大数据风控技术的金融科技类企业影响巨大。特别是后两项法规明确了个人信息主体的权利及个人信息处理者的责任与义务，加大了个人信息处理违规的处罚力度。

“催收难度明显加大了。”一位华东地区不良资产公司高层向本报记者透露，某国有大行信用卡中心30天的催回率目前只有45%左右，而此前几年这一数据是90%以上。即便是银行或信用卡中心的最优质资产，在进入不良阶段后的回收比例不超过5%。

上海浩兴资产管理公司创始人张海燕从事不良资产处置业务多年。她在接受记者采访时表示，个保法相关要求对“失联修复”的范围有了较为清晰的界定，在合法合规要求下，目前行业通常倾向于按照“三重授权”原则认定，这让催收的成本也陡然提高。

据记者向多位业内人士了解，巅峰时期，国内各类催收公司数量在6000家左右，目前已经缩减到不足2000家。

前述西南地区催收人士透露：一家总部设在广东地区、在全国拥有60多家分公司的催收机构，此前一家分公司可以实现净利润一年上千万元。但去年底到今年，其很多城市分公司是亏损状态。

在张海燕看来，目前在线催收平台进入收缩阶段。在该行业野蛮生长阶段，一个催收座席的工资可能远超市场其他行业岗位薪资，两三万元的绩效奖金比比皆是，也引发不少暴力催收

## 贷后管理趋向多元化

了市场机构对贷后管理的心态变化。“很长一段时间，信贷机构业务发展都是重贷前、轻贷后，而这两年金融机构更多开始向贷后要利润，对于贷后催收、不良处置都更加重视。”

不过，通过司法催收解决个人贷款类逾期问题也存在现实难点。张海燕告诉记者，个贷类逾期金额普遍较小，一次性需要立案数千案件会让有管辖权的法院工作量远超负荷。司法资源稀缺环境下，法院对此类受理相对较为谨慎，有的地区法院因考虑司法资源的平均分配设置了每月受理此类案件的上限。

小雨点小贷相关负责人表示，通过诉讼催收，需要在产品搭建过程中关注诉讼所需的便利要素，例如约定送达地址信息。有些公司在早期阶段可能没有考虑到之后需要司法催收，没有做相关设置，也就没有比较便利的条件去选择诉讼催收。另外，互联网金融全国展业，可能会面临跨省经营导致的异地执行不便。

该人士认为，尽管目前通过诉讼催收常常面临周期较长、执行困难等困难，但随着相关政策法规日渐完善，通过法律手段进行催收未来会凸显其价值和优势。相比传统催收方式，债务人的权利也会得到更大保障。

张海燕认为，这一现象显示