

西金东移，蓄势待发

CHINA GALAXY SECURITIES CO., LTD.

—— 挂钩“上海金”的雪球结构收益凭证解读

汇报人：贾贝茜
2022年4月

中国银河证券股份有限公司

CHINA GALAXY SECURITIES CO., LTD.

上海金

收益凭证

雪球结构

1.1 世界黄金市场格局

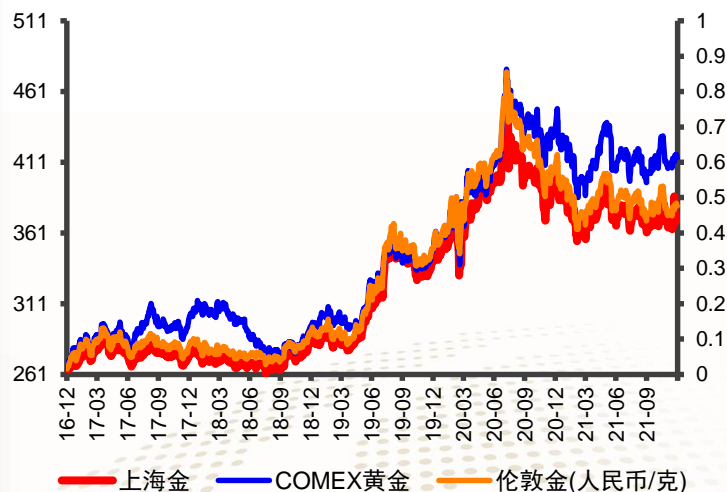
全球黄金市场经过多年发展，已形成具有明显特征的空间格局，投资者比较认可的主要是“纽约金”（北美洲）、“伦敦金”（欧洲）和“上海金”（亚洲）。与此同时，国际黄金定价体系也在随着时代变迁，呈现由“一家独大”到“双头主导”再到“三足鼎立”的历史演进趋势。

- 1919年“伦敦金”定盘价问世，此后一直被国际黄金市场普遍接受，是国际上各种黄金产品合约的定价基准。
- 20世纪，两次世界大战爆发，英国的经济遭受重创，世界地位下降；而同期的美国国力却迅速崛起，尤其是在经济方面逐渐取代英国的世界霸主地位，成为第一强国。
- 1975年，纽约商品交易所推出了黄金期货交易。此后，各类黄金产品层出不穷，交易规模不断扩大，“纽约金”成为全球黄金市场中重要的价格基准。这一阶段的“纽约金”与“伦敦金”并驾齐驱，是决定国际黄金价格的两大主导角色。
- 中国黄金市场起步相对较晚，早期在国际黄金定价中缺乏话语权，只能被动接受国际黄金价格。2016年，上海黄金交易所推出“上海金”，随着中国综合国力的逐步提升，中国在国际黄金定价体系中的地位也日益提升。国际黄金市场呈现“三足鼎立”之势。

1.2 “上海金” 发展历史及意义

- “上海金”是“上海金集中定价合约”的简称，是上海黄金交易所在2016年4月推出的，首个以“人民币/克”为计价单位的黄金现货合约，简单来说，就是中国黄金的一种标志性合约产品。
- “上海金”所采用的集中定价模式，是在上海黄金交易所的平台上，以一公斤的金锭为交易对象，成色要求不低于99.99%，经过多轮询价的方式达到市场量价的整体平衡，形成以人民币计价的黄金基准价格。
- “上海金”作为人民币定价的大宗商品和金融产品，为世界输出了中国价格，开创了人民币定价国际大宗商品市场的先河，世界黄金市场逐步形成了“上海金”、“伦敦金”和“纽约金”的“三金”鼎立态势。

“三金” 历史走势



- 如何利用券商优势，发行挂钩“上海金”的金融产品，使得“上海金”的价格影响力得到提升，同时满足于中国投资者的多样化需求，是证券公司需要思考和前进的方向。

1.3 中国收益凭证市场发展历史

2013年3月

首次明确证券公司融资工具包括收益凭证。同时明确收益凭证是指公司依照规定发行，约定本金和收益的偿付与特定标的相关联的有价证券。

中国证监会发布《证券公司债务融资工具管理暂行规定（征求意见稿）》

2014年5月

对收益凭证进行细节落实，支持证券公司拓宽融资渠道，鼓励证券经纪机构探索新的融资渠道和新型融资工具。支持证券经营机构开展收益凭证业务试点。

中国证监会发布《关于进一步推进证券经营机构创新发展的意见》

2014年6、7月

收益凭证试点业务进入实质性阶段，广发证券和国信证券先后发行收益凭证产品。

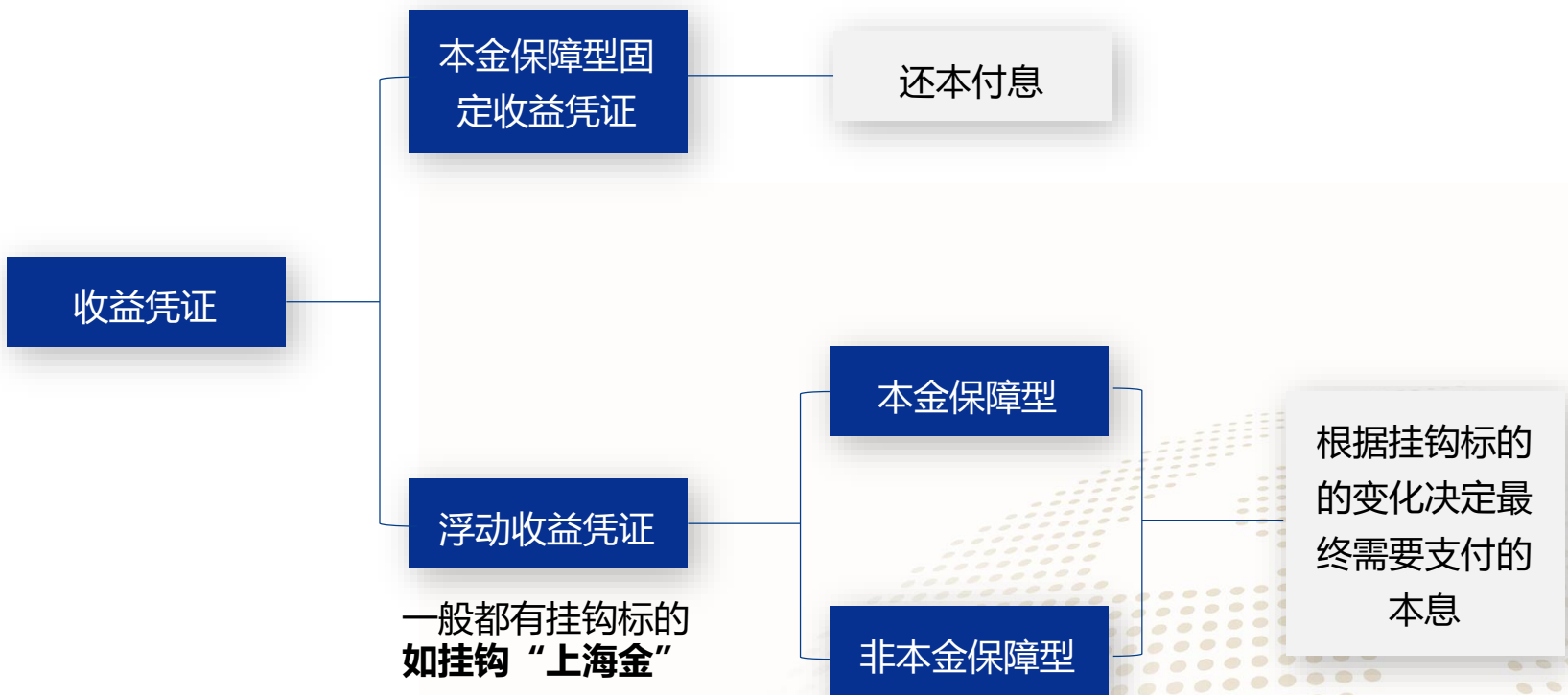
2020年

收益凭证发行规模陡增，全年券商收益凭证发行规模突破万亿。在资管转型的市场背景下，雪球结构收益凭证备受关注，市场认可度极高。

2021年

中国银河证券首发挂钩“上海金”的雪球结构收益凭证，不仅助力扩大中国黄金市场国际影响力，促进人民币国际化进程，同时满足客户多元化产品需求。

1.4 收益凭证的产品框架



1.5 收益凭证的产品要素

产品名称	收益凭证	
发行主体	证券公司	
发行场所	报价系统发行/柜台市场发行	
产品定位	私募产品	
起购金额	一般为5万	
投资者人数上限	200人	
产品类型及特征	监管口径	<p>本金保障性：本金保障比例100%</p> <p>非本金保障型： 按照产品的设计，填写理论最坏可能。如可以实现90%本金保障，则为“90%”，如理论存在本金全部亏损可能，则填写“0%”</p>
	按照收益结构划分（市场）	<p>固定收益型：如固定收益率为年化6%</p> <p>浮动收益型：如4%或8%</p>
	按照收益数值表现形式划分（报价系统）	<p>固定收益型：如按照期限不同在2%-6%之间</p> <p>非固定收益性： 【纯浮动收益型】 如收益下限为0%，上限和具体挂钩标的及方向相关 【固定+浮动收益率】 如固定收益1%，浮动收益0-10% 【二元结构收益型】 如收益为4%或8%</p>
	按照期限划分	<p>短期：1个月内（7、14、28天等）</p> <p>中期：通常为3个月</p> <p>中长期：通常为3个月以上</p>

1.6 收益凭证的产品特点

- 不需要审批或核准，发行步骤简单、无中间成本、融资速度快，拓宽券商融资渠道。

券商重要融资工具

充分发挥券商优势

- 产品设计灵活，挂钩标的种类众多。
- 丰富券商负债期限结构，有助于管理券商的流动性。

- 满足个人和机构投资者资产配置和风险管理的需求。
- 让投资者了解更多的资产种类。

满足投资者需求

促进资本市场发展

- 联通资金市场、基础资产市场和衍生品市场，提高基础资产的市场规模，有助于基础资产提高市场影响力。

2.1 雪球结构收益凭证产品基本要素

雪球结构一般有4个基本要素

挂钩标的

01

可以是某个特定资产、也可以是某个指数。例如“上海金”、中证500指数。

敲出事件

02

一般来说，对标的收盘价每个月观察一次，在任何一个月度观察日，挂钩标的收盘价高于敲出价格/界限，则定义为发生敲出事件。

敲入事件

01

一般来说，对标的收盘价每天观察一次，在任何一个敲入观察日，挂钩标的收盘价低于敲入价格/界限，则定义为发生敲入事件。

期限

02

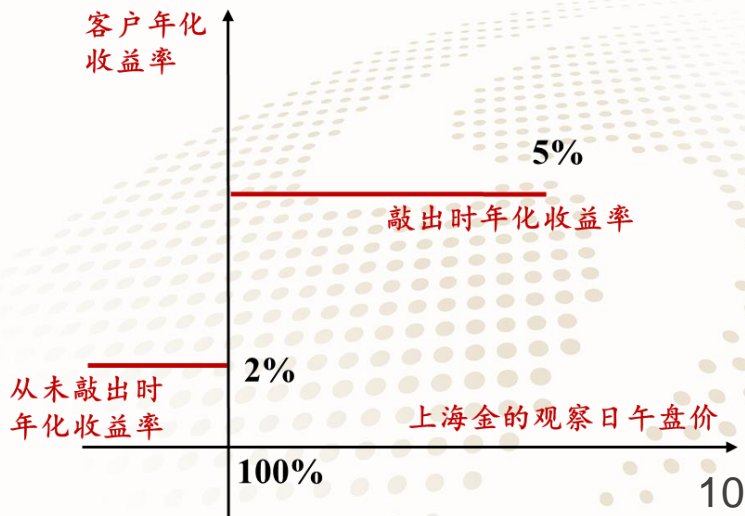
期限较为灵活，市面上常见的是6M，1Y，18M，2Y等。如果存续期间发生敲出事件，收益凭证提前终止，券商根据约定支付本息。

2.2 雪球结构收益凭证产品实例

- 以银河证券发行的“银河金鑫”（挂钩“上海金”的雪球结构收益凭证）的产品要素为例



产品名称	银河金鑫-上海金
产品结构	二元雪球
期限	364天 (在敲出观察日可能提前敲出结束)
挂钩标的	上海金 (代码 SHAU.SGE)
最低约定票息	比如: 2% (年化)
敲出票息	比如: 5% (年化)
敲出水平	100%
敲出事件 (每月观察)	若在任一敲出观察日, 上海金的午盘价格大于等于期初午盘价

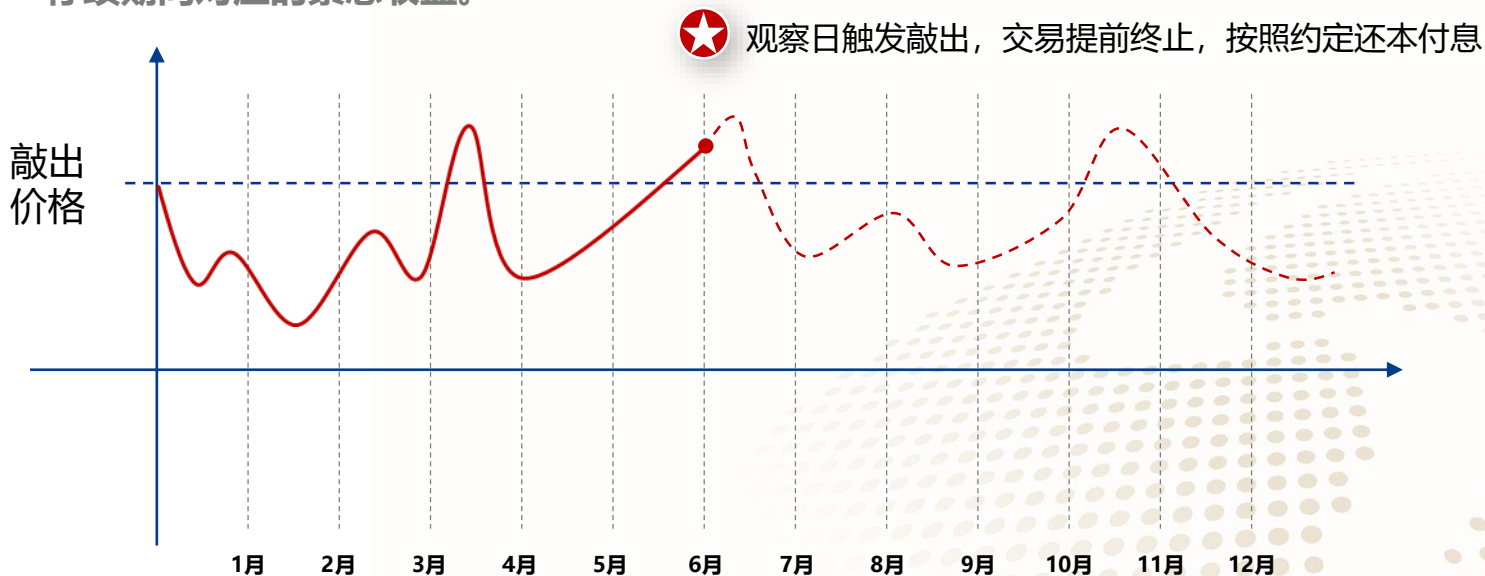


2.3 雪球结构情景假设

- 以银河证券发行的“银河金鑫”（挂钩“上海金”的雪球结构收益凭证）的产品结构为例

情景一

- 在观察期内，在任意一敲出观察日触发敲出事件，则产品提前终止，投资者获得产品存续期间对应的票息收益。

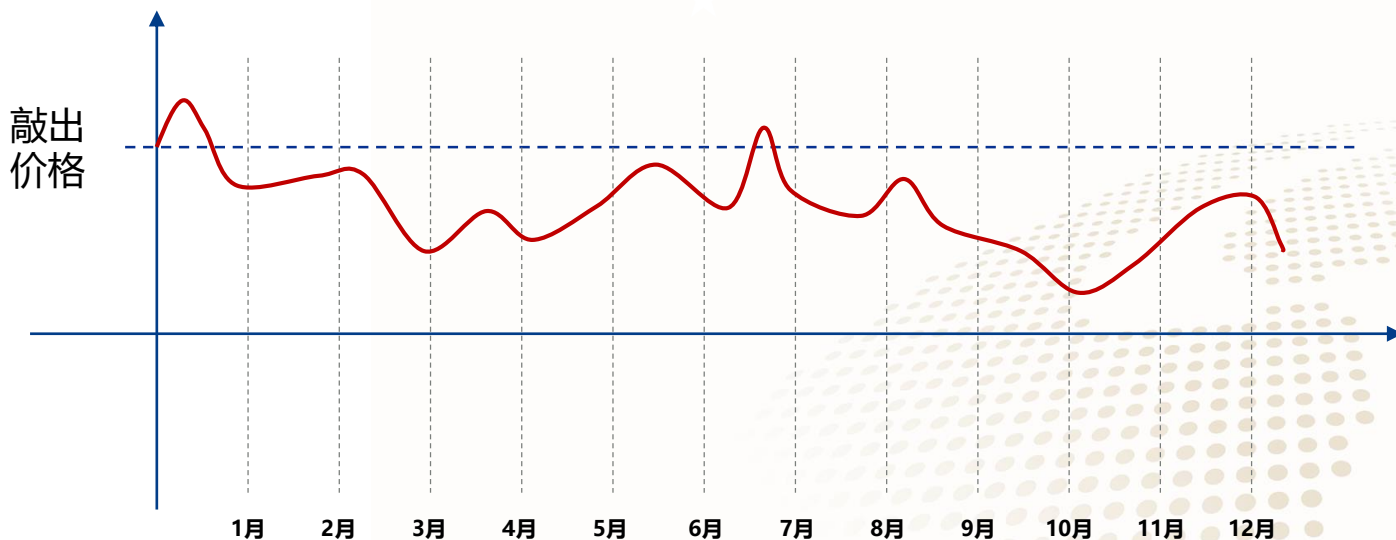


2.3 雪球结构情景假设

- 以银河证券发行的“银河金鑫”（挂钩“上海金”的雪球结构收益凭证）的产品结构为例

情景二

- 在观察期内的所有观察日，均未触发敲出事件，则产品到期时，投资者可获得全部的票息收益。



2.4 挂钩“上海金”的雪球结构收益凭证的意义

- 以“上海金”定价机制为基准，研究打造各类黄金产品和衍生品，具有重要意义。



- 有利于进一步提升“上海金”的价格影响力，支持“上海金”基准价格在黄金产品、衍生品中被广泛使用，提升中国黄金市场在国际黄金定价中的话语权。

- 对于投资者而言，满足了个人和机构客户的多元化投资需求和风险管理需求，同时丰富了证券公司产品线。

- 能够弥补中国黄金市场标准建设的不足，不断完善各类黄金产品，加快构建中国黄金市场。
- 券商发行相关产品后，管理层面需要进行对冲，从而提高“上海金”的交易规模，增强“上海金”市场的流动性。

3.1 挂钩“上海金”的雪球结构收益凭证几个重点问题



问题一

❖ 证券公司如何参与到中国黄金市场？

- 从自营投资的角度，证券公司可以进行黄金现货、期货及其他衍生品交易；从做市商的角度，证券公司可以作为黄金和黄金ETF等资产的做市商参与黄金市场；从经纪业务收角度，证券公司可以发行挂钩黄金的产品，比如收益凭证、收益互换等。
- 发行挂钩黄金的产品，可以让更多的投资者了解到黄金相关品种，有助于中国黄金市场的发展。

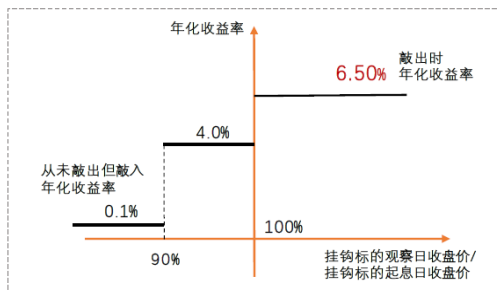
3.1 挂钩“上海金”的雪球结构收益凭证几个重点问题



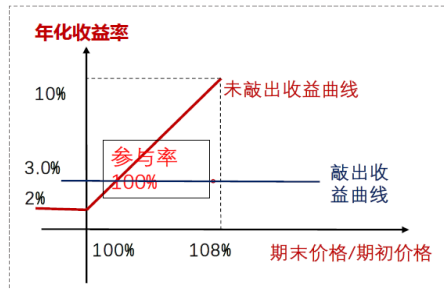
问题二

❖ 除了例子中的二元雪球，还有哪些常见的雪球结构收益凭证？

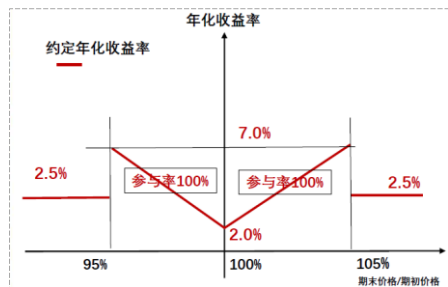
• 三元雪球



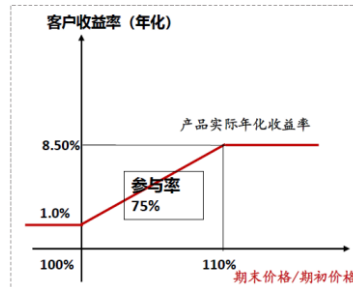
• 单向鲨鱼鳍看涨



• 双向鲨鱼鳍



• 价差看涨



3.1 挂钩“上海金”的雪球结构收益凭证几个重点问题



问题三

❖ 在挂钩“上海金”时为什么要采用雪球结构的收益凭证？

- 中国投资者对黄金尤其是“上海金”的了解相对较少，相对直接购买黄金，雪球的起买金额较低，且风险较小，有助于帮助投资者了解“上海金”这一资产。
- 证券公司在发行雪球结构上有优势。2021年至今，资管、基金子公司和信托公司相继受到监管要求暂停发售雪球结构的产品，但证券公司仍可以发行雪球结构的产品。



问题四

❖ 什么行情适合发行雪球结构的收益凭证？

- 认为挂钩标的可能温和上涨或震荡，大涨或大跌的可能性比较小，希望在震荡行情中获得不错的收益。
- 持有的资产组合波动太大，考虑通过雪球结构的收益凭证调整自己的配置。
- 对挂钩标的的未来表现悲观，希望增加安全垫。

3.1 挂钩“上海金”的雪球结构收益凭证几个重点问题



问题五

- ❖ 除了挂钩“上海金”，还有什么新的资产可以作为收益凭证的挂钩标的？
 - 近年，我国期货衍生品市场加速双向开放，我国支持“上海金”“上海油”“上海铜”“上海胶”等“中国价格”在国际金融市场广泛使用，提升我国重要大宗商品价格影响力，也为全球投资者提供了更多交易机会和发展新机遇。
 - “中国价格”的普遍运用还可以进一步助力人民币国际化。中国人民银行上海总部副主任孙辉表示，“十四五”期间，将在重点领域、重点主体内实现人民币跨境使用重点突破。坚持市场驱动，以原油、铁矿石、粮食、橡胶等大宗商品和境外承包工程等重点领域，以及一些重点企业为突破口，培育市场主体人民币结算习惯。
 - 因此，我们还可以发挥券商优势，将“上海油”、“上海胶”等以人民币定价的商品作为收益凭证等金融产品的挂钩标的，助力“中国价格”提高影响力。



感谢
观看

中国价格 扬帆起航



中国银河证券
CHINA GALAXY SECURITIES