

《金融衍生品系列丛书》 编委会

编委会主任：王明伟

编委会委员：张晓轩 陈东升 吴亚军 王颖 冉丽 孙明福

主 编：王明伟

执行编委：董文旭 刘方媛

编撰人员：李强 刘宏 马刚 阎石 邵永同 郭剑光
于凤芹 韩锦 粟坤全 杨园东 周博

序



20 世纪 70 年代初期，随着布雷顿森林体系解体，汇率、利率等基础金融要素价格的波动加剧，企业与金融机构面临的风险骤然增加，金融市场脆弱性暴露更加明显。为了更充分、更平稳、更持续地发挥金融市场的功能，降低金融脆弱性累积带来的负面影响，外汇期货、国债期货以及股指期货等一系列金融风险管理工具应运而生。

40 多年的发展实践表明，外汇期货、利率期货、股指期货等金融期货产品已经成为管理金融风险最基础、最高效的市场化工具，不仅对化解金融风险、避免市场脆弱性的积累具有重要意义，在全球金融定价体系的重构中也发挥了巨大作用，有效增强了金融服务实体经济的能力和效率。目前，金融衍生品的风险管理功能已得到全球主要经济体的广泛认可，已成为全球多层次资本市场体系中不可缺少的重要组成部分。据统计，2018 年，在全球场内衍生品总成交量中，金融期货与期权成交量占比达到 80%。其中，股票指数类、个股类、利率类、外汇类衍生品分别占 33.67%、19.89%、13.12%、11.24%。

近年来，随着我国资本市场规模不断扩大，基础制度建设稳步推进，各项法律法规日益完善，我国的衍生品市场结合中国实际，借鉴国际成熟市场经验，也在逐步起步发展，并努力做好“一个扩面、两个加深”工作。“一个扩面”，就是扩大期货和衍生品对基础资产的覆盖面，加大产品供给，让资产定价和风险缓释的市场功能惠及更多行业、更广领域。2010 年 4 月，我国坚定推出沪深 300 股指期货，标志着我国资本市场改革发展又迈出了全新的一大步，对完善资本市场体系具有重要而深远的意义。此后，上证 50 股指期货、中证 500 股指期货、5 年期国债期货、10 年期国债期货、2 年期国债期货陆续上市，产品体系不断完善。“两个加深”，一是深化发展产品类型，每一类基础资产，既要有期货，又要有期权，满足不同的投资交易和风险管理需求。2019 年 12 月 23 日，我国第一只股指期权品种——沪深 300 股指期权在中国金融期货交

易所上市，这是资本市场供给侧结构性改革的崭新成果，是金融衍生品市场创新发展的全新尝试。二是深化投资者参与。既要培育和发展国内的产业和机构投资者，也要吸引境外投资者广泛参与我国期货市场。2020年2月14日，中国证监会与财政部、中国人民银行、中国银保监会联合发布公告，符合条件的试点商业银行和具备投资管理能力的保险机构，可按照依法合规、风险可控、商业可持续的原则，参与中国金融期货交易所国债期货交易。这不仅可以优化投资者结构，完善市场生态，还有利于通过交易者充分博弈完善价格形成机制，提升市场运行质量，促进市场稳定运行。

现阶段，我国衍生品市场运行秩序平稳、风控有效，服务现货市场的各项功能逐步发挥，积极作用日益显现。2019年，我国金融期货市场总成交量0.664亿手，累计成交金额69.62万亿元，同比分别增长144.12%和166.54%，成交量和成交额占我国期货市场比重分别为1.69%和24.06%。

人才是行业发展的核心要素。与金融期货的发展前景和市场需求相比，我国急需培养金融衍生品方面的专业人才，也需要普及金融衍生品方面的专业知识。目前，不仅普通投资者对外汇期货、金融期权、场外衍生品、结构化产品这些专业知识比较陌生，期货业内的从业人员也缺少系统和全面的知识储备。同时，金融衍生品是一把“双刃剑”，它能促进国民经济发展，但是如果运用不当，也会反受其害。纵观世界各国，金融衍生品市场的建设与发展都不是一帆风顺的。我国金融衍生品市场应始终将风险防范放在第一位，从全面深化资本市场改革大局出发，扎实做好市场监管和风险防范工作。要大力开展投资者教育和宣传普及工作，帮助实体企业、金融机构以及各类投资者加深对金融期货及衍生品规则和风险的认识，引导他们理性、有序参与和正确利用金融衍生品市场，逐步培育成熟的市场参与者队伍。

基于此，中国期货业协会推出《金融衍生品系列丛书》，一方面为期货从业人员提供了一套成体系的衍生品知识工具书，为我国金融衍生品市场尽一份微薄之力；另一方面帮助广大普通投资者了解金融衍生品的应用，使他们理性参与市场。希望这套丛书在金融衍生品的功能宣传和投资者教育方面发挥积极作用。

中国期货业协会

2020年3月

前 言



从全球发展历程来看，金融期货市场是市场经济发展到一定阶段的产物，是现代金融体系不可或缺的重要组成部分。从世界范围看，金融期货在整个期货市场占据重要位置。一般来讲，期货市场中 90% 都是金融期货，剩下的 10% 是商品期货。随着我国利率、汇率市场化改革的不断推进，股指期货、国债期货以及股指期货期权陆续推出，以金融期货为代表的金融衍生品市场在整个国民经济发展中的重要性日益凸显，为各类市场参与者提供了基础的风险管理工具，提升了现货市场运行效率和资源配置效率。

2013 年，中国期货业协会组织编写了《金融衍生品系列丛书》，旨在普及金融衍生品方面的专业知识，为期货业内及相关领域从业人员提供专业的参考书，帮助中小投资者了解金融衍生品市场，树立风险意识，理性参与期货交易，同时为金融衍生品方面专业人才的培养做出了努力。作为期货市场上第一套全面介绍金融衍生品理论与实操的权威性书籍，《金融衍生品系列丛书》一经面世，便受到了业内的广泛好评。随着国内外金融衍生品市场的不断发展，金融期货期权品种不断丰富，金融法律法规环境发生变化，《金融衍生品系列丛书》的部分理论、实操案例、数据已比较陈旧，故中国期货业协会再次组织了丛书的修订工作，形成了新版丛书。概括起来，本套丛书的特点如下：

一是新版丛书体系更加完整。全套丛书以金融衍生品的产品大类为主线，分为七册，即《股指期货（第二版）》《国债期货（第二版）》《外汇期货（第二版）》《场外衍生品（第二版）》《金融期权（第二版）》《结构化产品（第二版）》和《金融衍生品习题集（第二版）》，基本上包括了当今国际金融衍生品市场的主要品种。为了帮助读者加深理解，学懂弄通，方便自己测试及检验，特更新了配套习题集。

二是通俗易懂，可读性强。新版丛书依然力图通俗易懂，在语言表达上力求清晰、准确、深入浅出，还辅以“小贴士”“延伸阅读”等内容以增加信息

量、可读性和阅读趣味性，更利于读者扩展金融衍生品相关内容的知识面。

三是案例丰富，操作性强。新版丛书的编写更强调案例与习题的重要性，要求对基本原理与公式都通过案例加以说明，一些应用公式的推导、使用方法，也要通过对习题讲解和运算来使读者深刻领悟。在实务操作层面，丛书重点讲清楚了各类投资者及相关企业如何利用这些衍生工具，将金融衍生品知识与金融机构或实体企业的投资与经营相结合。与风险管理相结合是新版丛书的一个突出特点。

本次修订工作得益于中国期货业协会“期货投资者教育专项基金”的设立。自2009年这一公益性基金运作以来，中国期货业协会在出版、拍摄制作投资者教育产品和组织投资者教育活动方面得到了该基金的大力支持，一大批投资者教育产品投放市场，获得了业内和广大投资者的高度评价。新版《金融衍生品系列丛书》的修订工作和出版发行同样是在该基金的资助下完成的。在此，我们特别感谢中国证监会有关部门对中国期货业协会投资者教育工作及本套丛书的指导和支持。

最后，衷心希望新版《金融衍生品系列丛书》能够为金融衍生品市场的参与者了解金融衍生品市场、树立风险意识、理性参与交易提供有益帮助，也祝愿中国金融衍生品市场充分发挥功能作用，更好地服务于实体经济。

《金融衍生品系列丛书》编委会

2020年3月

目 录



第一章 概述 / 1

- 一、什么是结构化产品? / 1
- 二、结构化产品如何体现? / 2
- 三、结构化产品的一般特征是什么? / 5
- 四、结构化产品包含哪些种类? / 7
- 五、结构化产品为何如此具有吸引力? / 12
- 六、与结构化产品相关的市场参与者有哪些? / 15
- 七、如何设计一个结构化产品? / 19
- 八、结构化产品可以在二级市场买卖吗? / 22
- 九、结构化产品市场具有哪些特征? / 23
- 十、结构化产品市场、基础资本市场、普通衍生工具市场三者之间有什么关系? / 24
- 十一、结构化产品市场是如何发展的? / 25
- 十二、中国的结构化产品市场发展历史和现状是怎样的? / 26

第二章 结构化产品中嵌入的奇异期权 / 28

- 一、什么是奇异期权? / 28
- 二、结构化产品中嵌入的界限依赖期权有哪些? / 31
- 三、结构化产品中嵌入的路径依赖期权有哪些? / 35
- 四、结构化产品中嵌入的多因素期权有哪些? / 38
- 五、结构化产品中嵌入的修正回报期权有哪些? / 39

第三章 结构化产品的定价与风险评估 / 41

- 一、结构化产品定价的一般原理是什么? / 41

- 二、结构化产品定价的特殊问题是什么？ / 44
- 三、创设者和发行人在确定结构化产品初始价格时应该注意哪些问题？ / 47
- 四、结构化产品在二级市场买卖时如何合理定价？ / 49
- 五、结构化产品的风险评估流程和评估方法是怎样的？ / 50
- 六、评估结构化产品的风险需要特别注意哪些问题？ / 53

第四章 股权类结构化产品 / 56

- 一、从传统到现代的演化——股权类结构化产品是如何发展的？ / 56
- 二、第一类股权类结构化产品——股票联结票据是怎样的？ / 58
- 三、股票联结票据为何出现多样化结构？ / 60
- 四、股票联结票据具有哪些形态？ / 62
- 五、可转换债券存在怎样的结构化特征？ / 63
- 六、可转换债券对发行人和投资者而言各有何用途？ / 66
- 七、可转换优先股存在怎样的结构化特征？ / 69
- 八、股票联结票据中的期权部分构件可以设计出什么样的结构？ / 71
- 九、不支付利息的股票联结票据——对票面息率和期权部分构件的结构化如何设计？ / 74
- 十、相对于可转换债券，现代股票联结票据的转股条款（期权部分构件）有哪些变化？ / 77
- 十一、以第三方股票为标的物的股票联结票据——对期权部分标的物如何结构化设计？ / 78
- 十二、第二类股权类结构化产品——股指联结票据是怎样的？ / 80
- 十三、投资者可以用股指联结票据干些什么？ / 82
- 十四、股指联结票据为何出现多样化结构？ / 84
- 十五、股指联结票据中的结构之一：如何构造收益增强结构？ / 85
- 十六、股指联结票据中的结构之二：如何构造本金保护结构？ / 93
- 十七、股指联结票据中的结构之三：如何构造有效分散投资结构？ / 94
- 十八、如何评估和管理股权类结构化产品的风险？ / 97

第五章 利率类结构化产品 / 98

- 一、利率类结构化产品有哪些主要类型？ / 98
- 二、中国金融市场中利率类结构化产品的特点如何？ / 99
- 三、第一类利率类结构化产品——利率联结票据是怎样的？ / 100
- 四、支付浮动利息的利率类结构化产品有哪些？ / 105

- 五、第二类利率类结构化产品——以固定期限国债或互换协议利率为标的物的利率类结构化产品是怎样的？ / 107
- 六、固定期限国债利率和固定期限互换协议利率及其衍生工具有哪些？ / 112
- 七、第三类利率类结构化产品——指数分期偿还债券是怎样的？ / 114
- 八、第四类利率类结构化产品——可赎回债券和可售回债券是怎样的？ / 117
- 九、可赎回债券具有哪些用途？ / 121
- 十、一种管理利率风险和套利的策略——组合运用可赎回债券和利率互换期权是怎样的？ / 122
- 十一、可赎回债券还可以演化出哪些结构变化？ / 126
- 十二、普通债券和期权如何进行可赎回债券的合成？ / 129
- 十三、可售回债券的镜像结构——可售回债券所具有的结构特征是怎样的？ / 132
- 十四、第五类利率类结构化产品——债券认购权证是怎样的？ / 135
- 十五、如何为利率类结构化产品定价？ / 138

第六章 信用类结构化产品 / 142

- 一、为什么说信用衍生工具是信用类结构化产品的基石？ / 142
- 二、信用类结构化产品有哪些主要类型？ / 144
- 三、中国金融市场中的信用衍生工具和信用类结构化产品有哪些？ / 145
- 四、第一类信用类结构化产品——各种类型的信用联结结构化票据及其结构化特征有哪些？ / 146
- 五、第二类信用类结构化产品——重新包装信用联结票据及其结构化特征有哪些？ / 152
- 六、第三类信用类结构化产品——合成债券及其结构化特征有哪些？ / 153
- 七、第四类信用类结构化产品——担保债务凭证是怎样的？ / 155
- 八、担保债务凭证具有哪些结构特征？ / 157
- 九、怎样对担保债务凭证进行评级？ / 158
- 十、如何运用各种不同结构类型的担保债务凭证？ / 159
- 十一、我国金融市场中的担保债务凭证是怎样的？ / 163

第七章 汇率类结构化产品 / 165

- 一、汇率类结构化产品有哪些主要类型？ / 165

- 二、第一类汇率类结构化产品——双货币票据及其结构特征有哪些？ / 166
- 三、双货币票据如何满足投资者的投资需求？ / 167
- 四、发行人如何对双货币票据进行定价和风险对冲？ / 171
- 五、第二类汇率类结构化产品——以指数货币期权票据（ICON）为代表的货币联结票据有哪些？ / 174
- 六、基于 ICON 的结构特征可以做哪些新的变化？ / 180
- 七、除了 ICON 之外，货币联结票据还有哪些发展形态？ / 183
- 八、中国金融市场中汇率类结构化产品的现状及其类型如何？ / 185

第八章 商品类结构化产品 / 189

- 一、为什么要投资商品及创立商品类的结构化产品？ / 189
- 二、商品类结构化产品的主要类型及其结构特征如何？ / 193
- 三、基于商品的融资交易是怎样的？ / 195
- 四、挂钩商品的结构化票据是怎样的？ / 199
- 五、金融市场中有哪些著名的用于结构化产品设计的大宗商品价格指数？ / 202
- 六、中国金融市场有哪些商品类结构化产品？ / 205

参考文献 / 208

后 记 / 209

第一章 概 述

▮ 本章要点

结构化产品是现代金融市场创新的集中体现，是现代金融学理论知识和实践经验的综合运用。本章将介绍结构化产品的基本知识，让读者可以从定义、特征、种类等方面对结构化产品有一个初步的了解，进而认识到结构化产品为什么在现代金融市场中扮演如此重要的角色。对金融从业者而言，结构化产品的业务运作过程是不可或缺的基本知识，对此也有所涉及。同时，也介绍了结构化产品的市场情况，包括市场的参与者、发展阶段、二级市场以及中国结构化产品市场的基本状况。

一、什么是结构化产品？

典型的结构化产品（Structured Products）是融合固定收益证券的属性和衍生工具特征的一类证券，通常也被称为结构性产品或者嵌入衍生工具的证券。美国证券交易委员会（SEC）将结构化产品定义为：结构化产品包括两方面：其一是产品的现金流特征依赖于一个或多个指数；其二是产品嵌入了远期或期权或者其他证券，并使投资者的投资收益以及产品发行人的支付义务依赖于标的物、指数、利率或现金流等变量的值。

根据中国银保监会相关文件^①，结构性存款是指商业银行吸收的嵌入金融衍生产品的存款，通过与利率、汇率、指数等的波动挂钩或者与某实体的信用情况挂钩，使存款人在承担一定风险的基础上获得相应的收益。从这个定义看，结构性存款也属于结构化产品。

简而言之，结构化产品通常由多个基本部分构成，这些基本部分的组合使得结构化产品能够产生特定的、针对某类投资者需求的风险收益特征。可以将结构化产品类比为乐高积木玩具。小小的积木块通过巧妙的组合，可以构造成为多种多样的物体，如汽车、房屋、桥梁、城堡等。如果积木的个数足够多，那么其能构造出将近无限个不同的物体。结构化产品类似于乐高积木玩具中构造出来的物体，而其中的“积木”就是常见的股票、债券和期权等金融工具。这些工具在金融市场中的规模和种类都很庞大，例如期权的标的物就可以是股票、股指、利率、汇率、大宗商品期货价格等。而期权又分为看涨期权和看跌期权，且有各个水平的执行价格、长短不一的到期时间。可见，结构化产品种类繁多。在此基础上，通过巧妙组合，也可以创造出几乎无穷多个具有不同风险收益特征的结构化产品。

将固定收益证券（通常是固定利率债券）和衍生工具（通常是一个远期合约或期权合约）组合起来并包装成为一个金融产品，这是结构化产品设计的标准机制。这样设计的最主要目的是，可以为特定的投资者群体带来“量身定做”的投资机会，来满足投资者制定的投资目标，使投资者更易于将他们对市场变化的预期进行货币化。



货币化

货币化是指将一项资产转换成货币，或者将某样东西指定为货币或者合法的经济价值代表。“货币化”在不同的语言环境中具有不同的含义。它可以代表能产生经济收益的某种方法和手段，同时在字面意义上又代表将一项资产转换成货币。例如，中国人民银行作为我国的中央银行，可以将中央政府发行的国债货币化，其过程就是中国人民银行购买了国债，从而增加国民经济中的货币供给。这实际上是将债券转化成了货币。

二、结构化产品如何体现？

结构化产品已经成为现代金融市场中的一类重要金融工具。进入 21 世纪以来，全

^① 以 2018 年发布的《商业银行理财业务监督管理办法》为主。

球金融市场的创新步伐日益加大，结构化产品的市场容量也不断扩大。然而，我们也应该认识到，嵌入衍生工具的固定收益证券具有一段较为漫长的发展历史。这类“传统的”固定收益证券中最为常见的一个例子是可赎回债券，其中嵌入的期权可以使债券发行人在债券到期之前赎回其所发行的债券；另一个同样常见的例子是可转换债券，其中嵌入的期权可以使投资者有权以特定的价格从债券发行人手中买入股票。

现代的结构化产品与传统的结构化产品的主要区别在于衍生工具扮演了不一样的角色。对于传统的结构化产品，如可赎回债券或可转换债券等，产品结构中的期权作为产品包装的一部分，其作用在于使该产品更加能够吸引投资者。现代的结构化产品则与此不同，其所融入的衍生工具已经被精心构造，以用于创设并转移包含在衍生工具内的风险。在这里，风险转移的链条可能很长。

例如，投资者对某个经济变量，如美元短期利率有一定的预期并希望将其货币化（即基于该预期而进行金融投资），投资银行作为结构化产品的发行人，设计了与美元3月期银行间同业拆借利率（LIBOR）联结的结构化产品，并向持有这一预期的投资者群体发行。投资银行发行该结构化产品之后，就承担了美元短期利率波动的风险。为了转移该风险，投资银行需要在美元的短期资金市场中通过市场做市商做对冲交易，而做市商自身通常也不直接承担该风险，而是进一步分散该风险并与市场中的其他交易者进行对冲交易。最终，美元短期利率波动的风险由另外一群可能分散在世界各地的投资者承担。通过这样的交易链条，现代的结构化产品已经成为创造和转移金融风险的复杂工具。

上述这个思想就在1992年由摩根公司发行的一款结构化产品中得到了体现。摩根公司根据当时相对陡峭的收益率曲线，发行了区间浮动利率票据（Collared Floating Rate Notes）。该产品的基本条款见表1-1。

表 1-1 区间浮动利率票据的主要条款

条款项目	条款内容
发行人	摩根公司（J. P. Morgan）
规模	2 亿美元次级浮动利率票据
到期时间	10 年（2002 年 8 月 19 日）
利率	美元 3 月期 LIBOR（伦敦银行同业拆出利率）
最低利率	5%
最高利率	10%
投资回报方式	期末一次付清
看涨期权	无
面额	5 000 美元，10 000 美元
手续费	0.5%（管理和包销 0.25%；销售 0.25%）

资料来源：International Financing Review, 1992-08-01。

区间浮动利率票据的基本结构，是将一个标准的浮动利率票据（Floating Rate Note）与一个美元利率区间期权（Interest Rate Cap and Floor）^①组合在一起。通过投资于该区间浮动利率票据，投资者实际上是向摩根公司卖出了一个利率封顶期权，并且买入了一个封底期权。这在效果上相当于卖出了一个美元利率区间期权。图 1-1 描述了该结构化产品的各个组件。

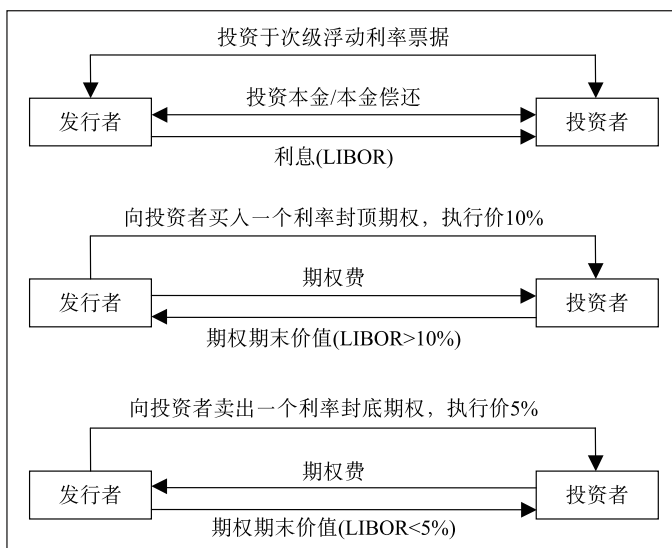


图 1-1 区间浮动利率票据的结构分解图示

关于区间浮动利率票据的结构，有几点是值得注意的。

第一，产品的发行人通常具有很高的信用等级（AA 级甚至更高）。

第二，产品的发行人并不承担或者吸收产品中利率封顶期权和利率封底期权所带来的风险暴露。实际上，发行人通常会在衍生工具市场中对冲掉结构化产品中衍生工具的风险。发行人获得的主要收益，是结构化产品中衍生工具所对应的融入资金与对冲该衍生工具成本之间的差额。

第三，例子中的区间浮动利率票据的到期期限是 10 年，这是相当长的。在更为常见的情况下，结构化产品的到期期限比例子中的短很多，典型的期限是 1~3 年。

第四，结构化产品所产生的现金流中的一些关键因素对于产品的管理而言是至关重要的。在区间浮动利率票据的例子中，投资者购买该产品，相当于建立了一个资产组合，其中包含一个标准的浮动利率票据、一个执行价为 10% 的美元 3 月期 LIBOR 利率封顶期权的空头和一个执行价为 5% 的美元 3 月期 LIBOR 利率封底期权的多头。因此，在该结构化产品中，投资者既要买入期权，

^① 一个利率区间期权包含了一个利率封顶期权和一个利率封底期权。利率封顶期权（Interest Rate Cap），也被称为利率上限期权；利率封底期权（Interest Rate Floor），也被称为利率下限期权。

也要卖出期权。

虽然以上的总结是基于区间浮动利率票据这个产品例子的，但是在实践中，几乎所有的结构化产品都必须拥有以上一些类似的特征。



利率封顶期权 (Interest Rate Cap) 和封底期权 (Floor)

利率期权是一项关于利率变化的权利。买方支付一定金额的期权费后，就可以获得这项权利：在到期日按预先约定的利率，按一定的期限借入或贷出一定金额的货币。当市场利率向不利方向变化时，买方可固定其利率水平；当市场利率向有利方向变化时，买方可获得利率变化的好处。利率期权的卖方向买方收取期权费，同时承担相应的责任。

利率封顶期权又被称为利率上限期权，是一类期权合约。合约约定在规定的期限内，如果市场参考利率高于协定的利率上限水平，卖方向买方支付市场利率高于利率上限的差额部分；如果市场参考利率低于或等于协定的利率上限水平，则卖方无任何支付义务。买方由于获得了上述权利，必须向卖方支付一定数额的期权费。

利率封底期权又被称为利率下限期权。该期权合约约定，在规定的期限内，如果市场参考利率低于协定的利率下限水平，卖方向买方支付市场利率低于利率下限的差额部分；如果市场参考利率高于或等于协定的利率下限水平，则卖方无任何支付义务。买方由于获得了上述权利，必须向卖方支付一定数额的期权手续费。

三、结构化产品的一般特征是什么？

一个典型的结构化产品通常包含一个零息票据、定期存单或类似的固定收益产品，以及一个衍生工具。其中的衍生工具将在固定收益产品到期时进行结算。例如，将一份定期存单与某个份额的指数基金组合在一起，形成一个结构化产品。该结构化产品在到期时全额归还投资本金给投资者，同时也将指数基金份额的价值增长部分回馈给投资者。

总体而言，各种类型的结构化产品共有的特征体现在以下五个方面。

(一) 固定投资期限

与常见的债券、期货、期权类似，结构化产品通常具有固定的投资期限，或者说具有固定的到期日，产品将在到期日被赎回。例如，某个结构化产品与一个期限为 30 个月的期权的行情相联结，则该结构化产品的投资期限就是 30 个月。结构化产品与封

封闭式基金也有类似之处，即产品的投资者都是在同一时刻以同一价格进行投资。从近年来的结构化产品市场来看，投资者进行投资的最短期限是3个月；在美国的结构化产品市场中，众多产品的平均到期期限是3年。

（二）本金保护

结构化产品通常能够给投资者提供全额的或者部分的本金保护。所谓本金保护，是指投资者在结构化产品到期时将至少能收回其所投资的全部初始本金（全额本金保护），或者全部初始本金某个百分比（部分本金保护）。拥有本金保护特征的结构化产品具有了非对称的收益特征，这与期权是类似的。投资者应该认识到的一点是，本金保护只有在产品到期时才能实现，这是至关重要的一点。因此，投资者若购买了一个结构化产品，则应该准备好将该项投资持有到期。

本金保护的水平通常具有多个层次。有的结构化产品能够提供硬保护（Hard Protection），即该产品设置了一个价值的下界，在产品存续期间，其价值不能低于该下界。与此相对的是软保护（Soft Protection）。在那些以尽量扩大产品收益为目标的结构化产品中，软保护是比较常见的。本金保护的水平越低，就有越多的资金用于投资衍生工具，从而提升了投资盈利的总体可能性，当然，这也提高了投资的风险。

（三）基于特定公式计算收益

结构化产品的收益计算通常是基于特定的公式。该公式被精心设计和改造，以使其适合于某个特定的市场预期或者某个投资者的个性化需求。计算公式的因素通常有：

- ◆ 标的物或组合在初始时刻的价值。
- ◆ 标的物或组合在到期时刻的价值。
- ◆ 投资期限。
- ◆ 参与率。

参与率相当于一个乘数或者杠杆，将真实收益与该参与率相乘后得到的积，就是投资者最终获得的收益。参与率可以是100%、低于100%或者高于100%。例如，如果投资者用1 000元的本金购买了某个结构化产品，且该投资者的参与率是100%，在到期时，该结构化产品的收益率是10%，则投资者在产品到期时收回的资金是1 100元。然而，如果投资者的参与率是90%，那么在其他条件相同的情况下，投资者在产品到期时收回的资金就是1 090元。

在有些情况下，结构化产品的收益依赖于标的价格或者指数的平均数。当然，收益计算公式也可以仅仅依赖于初始时刻和到期时刻这两个点的市场情况。例如，我们可以设计一个结构化产品，是针对那些相信中国房地产市场将走向衰落的投资者而设计的。该产品的介绍材料中包含了一条与一篮子房地产相关的股票相联结的收益计

算公式，描述了如果投资者的预期正确的情况下，在产品到期时将如何获得收益。在产品到期时，如果房地产市场相比期初出现了衰退，则投资者将收回其初始的投资本金，并获得额外的收益，收益额度等于那一篮子房地产相关股票的价值降低额的某个百分比；相反，如果房地产市场没有出现衰退，反而继续上涨，则投资者在产品到期时收回的资金将少于初始投资，差额的大小与那一篮子股票价值增长的额度有关，这里关键的一点是，投资者可能要承担亏损。

结构化产品的说明材料通常还包括展示产品潜在收益的概率表。这些表格是对未来市场状况的模拟，目的在于展示产品收益在理论上的概率，而非实际发生的状况。例如，说明材料中显示产品在理论上的收益率范围是 $-30\% \sim 30\%$ ，而真实的收益率则只取决于产品到期时标的物的行情表现，或者在到期日前就因为某些状况发生而锁定在特定的区间里。导致收益锁定的行情条件通常也会在说明材料里陈述。

简而言之，结构化产品的收益——无论是盈利，还是亏损——通常是基于特定的计算公式。

（四）衍生工具的角色

为了理解结构化产品的性质，投资者应该理解衍生工具是如何发生作用的。衍生工具是一种金融合约，其价值衍生自标的物的价值。衍生工具的标的物通常包括指数、大宗商品、货币、股票或者债券；产品的类型大体上可以分为看涨型和看跌型。通过使用衍生工具，结构化产品的制造者可以对市场行情的未来走势进行货币化。

（五）种类繁多的标的物

结构化产品的收益可以挂钩于种类繁多的标的物，包括债券、债券市场指数、股票、股票市场指数、大宗商品、大宗商品市场指数、外汇及外汇指数、货币市场、共同基金、对冲基金、房地产投资信托、产权指数以及各类资产的组合等。其中，以股票及股票相关指数为标的物的结构化产品占据市场份额的绝大多数。

四、结构化产品包含哪些种类？

在目前的金融市场上，结构化产品可谓品目繁多，涵盖从最简单的股指联动保本票据（如与沪深 300 指数联结的保本理财产品），到更加复杂的金融产品，如资产支持证券、指数联结票据、双边可赎回递进式票据、可赎回保本票据、拍卖利率优先证券及其他。其中，一些结构化产品的收益完全依赖于某种市场情况是否出现，预期收益比较高，但是风险水平也比较高。

（一）以本金保护程度为基准，可以将结构化产品分成以下三类

1. 完全保本产品。以保本型票据为基础，通常能够提供百分之百的本金保护。这类结构化产品提供的最低回报为期初时的初始投资，在标的物行情走势符合预期时，还能产生额外的投资收益。例如，如果标的物在产品到期时产生正的收益，投资者得到的回报既包括其初始投资，也包括用参与率调整的标的物收益；如果标的物在产品到期时产生的收益是零或者产生亏损，投资者就只能获得初始投资额。在这里实现本金保护的方法，是将初始投资资金的一部分投资于债券。通过恰当地确定投资债券的比例，可以使所投资的债券在产品到期时的价值刚好等于本金保护的额度。这类结构化产品本金风险较低、结构简单，因此，广受众多个体投资者的欢迎。

2. 部分保本产品。即投资者的本金通常只有部分受到保护。在这类产品中，通常有一个预设的价值下限，例如产品价值不低于本金的80%，这意味着该结构化产品提供了80%的本金保护。投资者购买了这一款结构化产品，即承担了有可能损失初始投资资金20%的风险。有些部分保本产品还提供一定的本金损失缓冲区，即当产品价值低于初始本金但是高于本金的某个百分比时，产品依然提供全额本金保护。例如，本金损失缓冲区是10%，这意味着产品价值低于初始本金但是高于初始本金的90%时，投资者仍然获得100%的本金保护；但是，若产品价值跌破了初始本金的90%，则投资者就要承担一定的本金损失，损失比例取决于产品的条款。

3. 无本金保护的产品。通常也被称为非保本产品，具有收益增强特征，投资方法基本上是买入并持有，投资者承担着损失全部本金的风险。这类产品并不保证本金任何额度的收回；相反，产品的收益联结在标的物的行情表现上，依赖于产品到期时标的物交易的价格，在某些情况下还依赖于标的物价格路径。此外，这类产品的投资收益通常是封顶的，例如，标的物在期末比期初升值了20%，但是结构化产品的条款中标明了12%的封顶条款，那么投资者获得的最大收益将不会大于12%。这类产品还有别名，如杠杆票据、高绩效票据、收益增强型结构化产品。

（二）以风险程度高低为基准，可以将结构化产品分成以下三类

1. 本金保护类产品（Capital Protection）。本金保护类产品在期末的价值不低于产品的初始价值或初始价值的某个比例，加上产品对应的标的物价格所带来的风险收益。本金保护类产品具有三个性质：一是投资该产品时投资本金的全部或一部分是受到保护的；二是产品标的物的风险影响到该结构化产品的最终收益；三是产品的最终收益是不固定的。由此可见，投资于保本类结构化产品的目的在于既能投资于风险水平相对较高的资产（如股票、大宗商品或外汇）从而获得较高的预期收益，同时也规避了产品的下方风险（Downside Risk）。在投资于保本类结构化产品前应该明确投资

目标，因为只有明确了投资目标才能确定投资这个结构化产品的机会成本。例如，如果投资的目的在于参与到风险较高的资产（例如上证综合指数），以便在股市大盘上涨时获得较高的收益，那么投资的机会成本就包括产品存续期间指数成分股所带来的红利和投票权；如果投资的目的在于获得高于5年期人民币互换利率的收益，那么机会成本就大约等于5年期国债的利率。



下方风险 (Downside Risk)

下方风险也被称为负面风险，是度量某个资产在市场条件变化时的价值损失可能性的指标。下方风险刻画了一项投资出现最差结果的可能性，即投资者可能要承担的损失。有些投资项目的下方风险是有限的，另外一些项目的下方风险则是无限的。例如，如果购买股票，那最大的损失就是股票价值变成零，投资后一分钱也收不回来。但是，如果通过融券而卖出股票，那下方风险就是无限大的了，随着股价的不断上升，卖空的亏损不断扩大，而股票价格在理论上是没有上限的。

衡量证券投资风险的传统指标是方差或标准差，这两个指标度量的是实际收益偏离期望收益的程度。也就是说，方差或标准差很高，那么既可能是实际收益远远高于期望收益，也有可能是实际收益远远低于期望收益。因此，仅仅用方差或标准差度量风险时，我们无法分辨到底是哪种情况。下方风险是对方差和标准差这样的风险度量指标的改进，只度量实际收益低于期望收益的风险。

2. 收益增强类产品 (Yield Enhancement)。收益增强类结构化产品通常没有提供本金保护功能，且其带来的潜在收益是封顶的，其目标在于产生高于普通债券的收益率。在市场行情不好的情况下，这类产品的风险几乎相当于其标的物的风险。无论从结构的多样性上讲，还是从产品价值规模上讲，收益增强类结构化产品都是占据主要部分的。虽然收益增强类产品与债券比较类似，但是在管理资产时不应该将其看作债券的替代品，因为它们的风险特征在本质上不同于普通的固定收益产品的风险特征。典型的收益增强类产品通常以面值发行，在存续期间会产生相对较高的利息；也有的产品在发行时以较低的价格发行（相对于发行时标的物价格）。在以往的收益增强类产品中，通常存在收益封顶特征，表现为产品利息的封顶或者产品发行时的折扣率封顶。目前市面上的收益增强类产品在逐步突破收益封顶条款，如有些产品的资本利得、利息或者发行折扣率都没有限制。然而，应该注意的一点是，这些收益属性的增加，并不一定意味着产品带来高收益的可能性的增加。收益增强类产品的期末收益是标的物价格的凹函数。这样的收益结构通常是通过卖出看跌期权来实现的。持有这类产品

的投资者相当于卖出了具有正偏（Positive Skewness）收益的保险，并获得保费作为补偿。在欧洲，投资者广泛持有的收益增强类结构化产品是反向可转换债券（Reverse Convertible）和贴现凭证（Discount Certificate）。这两款产品具有几乎相同的到期收益特征，但是各自的构成却完全不同。



正偏（Positive Skewness）收益

“正偏”这个词来自统计学，与其对应的是“负偏”，都是对随机变量统计分布特征的刻画。正偏表示随机分布变量的右边尾部比较长，而左边尾部比较短；负偏则刚好相反。分布不对称的随机变量常常有正偏或负偏的特征。

正偏收益表示某个资产或产品的未来收益分布呈现出正偏特征。我们知道金融资产的收益通常是随机的，比如说，投资股票或者期货时，我们无法预知明天的收益情况。正偏收益的意思就是说投资产生巨大收益的可能性是存在的，但是产生巨大损失的可能性则很低甚至几乎为零。这就是一种不对称的收益特征。其实，期权就是一种收益不对称的工具。作为看涨期权的买方，最大损失是全部的期权费，即 -100%，但是最大收益是没有上限的，可以是 50%、100%、200% 甚至更高。

【案例 1-1】 反向可转换债券（Reverse Convertible）

反向可转换债券由两部分组成，首先是一个零息债券多头，其期限等同于反向可转换债券的期限；另一部分是以某个资产价格或变量为标的物的看跌期权空头。可以用图 1-2 表示反向可转换债券的构成和最终的收益情况。

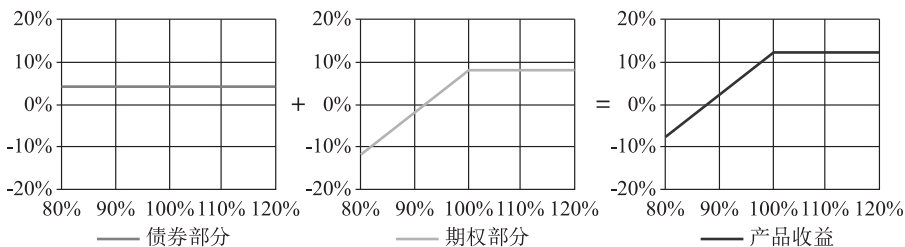


图 1-2 反向可转换债券的构成

该反向可转换债券与传统的可转换债券不一样。传统的可转换债券使得持有人在标的物价格超过一定界限之后可以以某个价格购买该标的物，所以嵌入的衍生工具是一个看涨期权多头。反向可转换债券则不同，其嵌入的衍生工具是一个看跌期权空头。在传统的可转换债券中，投资者要获得看涨期权多头，就要付出一定的成本；而在反

向可转换债券中，投资者持有看跌期权空头，从而获得期权费收入。这就是为什么反向可转换债券属于收益增强类结构化产品的原因。

在本案例中，反向可转换债券的期限是1年，零息债券的到期收益率是4%，看跌期权的价格是债券面值的8%。因此，投资者通过投资该产品，获得的收益是12%。换句话说，只有在该产品的价值下跌12%的时候，投资者才会蒙受损失。在评估该产品风险的时候，作为参照物的应该是这个产品的标的物，如股票或者股票指数，而不是债券的收益率；此外，该产品是没有本金保护条款的。

由于反向可转换债券嵌入的衍生工具是看跌期权的空头，所以产品的收益是封顶的，而最大的可能损失是全部初始资金，对应的情况是标的物价格在到期时相对期初发生大幅下滑至零（公司破产），这时获得的收益仅有零息债券所对应的投资利息。

3. 杠杆参与类产品（Participation）。这类产品的潜在收益或者损失保护通常带有杠杆，且通常不提供本金保护或者仅提供部分的、有条件的本金保护。杠杆参与类产品在存续期间几乎不提供利息，发行时也没有折价。从以往的历史来看，这类产品具有多种多样的变体。杠杆参与类产品的名字通常带有“凭证”（Certificates）二字，且多以股权类资产作为标的物，但并非仅限于股权类资产。有些杠杆参与类产品具有参与率条款，即产品的收益率等于标的物的收益率乘以该产品的参与率，从而达到放大或缩小收益的杠杆效果。例如，如果一款以沪深300指数为标的物的指数跟踪型产品的参与率为60%，那么产品到期时的收益就等于沪深300指数的收益率乘以60%。参与率既可以应用于产品的收益，也可以应用于产品的亏损。

【案例1-2】 安全气囊凭证（Airbag Certificate）

安全气囊凭证是一种结构化产品，可以使投资者能够在标的物价格上涨时获得收益，下跌时获得一定程度的本金保护。换言之，只要标的物的价格没有跌破一定的价格水平，则投资者的本金是100%安全的。这个价格水平就是所谓的安全气囊，或者安全价格，类似于轿车中的气囊，其共同作用是在某些恶劣情况发生时能够提供一定的保护，但是这样的保护并非在所有情况下都同等有效。

安全气囊凭证由三个普通的欧式期权构成：一个是平值的（At-the-Money）欧式看涨期权多头，一个是执行价为零的看涨期权多头，还有一个是以安全价格为执行价的看涨期权空头（见图1-3）。

在图1-3所示的例子中，安全价格水平被设定为75%，即标的物价格下跌的幅度不超过25%时，投资者是受到保护的。

在本金保护类、收益增强类和杠杆参与类这三类产品中，本金保护类产品的风险通常是最低的，而杠杆参与类产品的风险是最高的，收益增强类的风险则居中。在实际市场中，任何一款产品，无论其属于以上哪个种类，均可以通过精巧构造而拥有多个风险收益属性。在评估产品的各方面性质时，不应该仅凭其类型，而应该根据产品

的各个特定条款。随着结构化产品市场的发展，越来越多具有创新特征的产品被创造出来，创新体现在产品的各个条款和结构上，有些产品可能既属于本金保护类，又属于杠杆参与类。因此，在进行投资之前，投资者应该理解产品的重要条款、收益和风险特征。

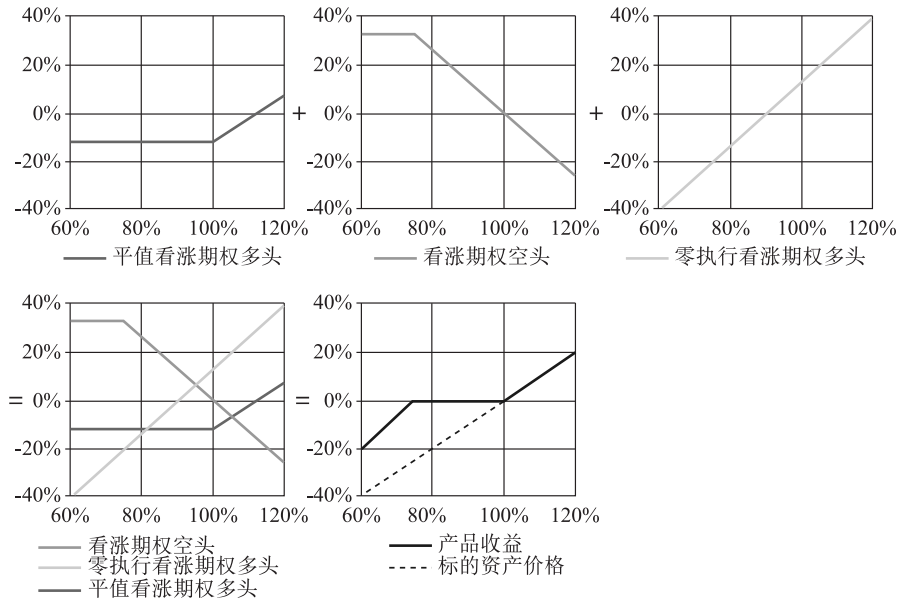


图 1-3 安全气囊凭证的构成

五、结构化产品为何如此具有吸引力？

结构化产品是金融市场创新的重要体现，其被广泛使用的原因主要体现在以下四个方面：

- ◆ 有效分散投资。在特定的监管条件下，某些市场范围内的资产只允许一部分投资者进行交易，其他投资者则不能参与交易。借助结构化产品，投资者（有时还包括发行人）可以凭借产品中嵌入的衍生工具来规避这些监管障碍，促使投资更加分散，从而分散风险。

- ◆ 客制化（Customization）。利用结构化产品可以通过特定的方式将投资者特定的市场观点和期望货币化。

- ◆ 信用增强（Credit Enhancement）。利用结构化产品实现信用增强，进而可以参与衍生工具市场。

- ◆ 面额套利（Denomination Arbitrage）。通过投资于结构化产品，投资者可以在资

金额度比较低的情况下参与到资金额度要求较高的衍生工具交易中。

此外，结构化产品的功能还体现在会计、税收、管理便利性等方面。

（一）有效分散投资

影响分散投资的主要因素之一是在市场准入方面有一定程度上的监管限制。已经有事实证明结构化产品可以被用来规避这些限制政策。使用结构化产品来规避直接交易衍生工具本身的监管障碍，这样的做法并没有什么危险之处。事实上，投资者和发行人在实施必要的风险管理举措时，合理利用衍生工具是一项其必须具备的能力。如果监管限制其不能使用衍生工具，那么金融风险的管理将做不到彻底和完备。在衍生工具被广泛用于风险管理之前颁布的监管文件，可能会给投资者参与衍生工具交易带来不必要的约束。监管者可能会觉得修改这些监管文件会困难重重或者复杂冗繁。这时，投资者对结构化产品的需求是比较强烈的。有关监管套利使得投资得以有效分散从而促使结构化产品交易的证据难以获取。然而，我们可以看到一些间接的证据。从结构化产品投资者群体构成的角度看，来自日本及亚洲的其他地区和欧洲的投资者占主体，而这些地区的监管政策通常要严于北美地区。这在某种程度上意味着结构化产品已被用作一种监管套利和分散投资的工具。

在设计和销售结构化产品时，产品卖方非常关注的一个因素是能否在法律上将衍生工具的交易转化为一个证券（证券化），并可以使其像普通的股票一样在交易所挂牌交易。如此设计的目的在于摆脱投资者（产品买方）自身所受的限制——即这类投资者只能交易在交易所挂牌的证券。这样的限制使得投资者运用场外交易衍生工具的能力受到约束。为了打破这样的约束，投资者可以借助结构化产品。

（二）客制化

所谓客制化，是指针对特定的投资者的市场预期而设计结构化产品，投资者通过投资于该结构化产品，就能使其对某个资产或变量的预期货币化，并通过承担该资产或变量蕴含的特定风险而获得一定的风险收益。金融资产的本质特征，在于其风险与预期收益之间有一个平衡。在市场均衡的情况下，预期收益较高的金融资产，风险通常也比较高；相反，预期收益较低的金融资产，风险也比较低。如图 1-4 所示，用斜向上的直线来说明预期收益与风险之间的正相关关系。

在没有客制化的金融市场中，各类基本的金融产品只能提供特定的风险—收益权衡。如投资者投资于股票，则投资的风险较低，预期收益也较低；若投资于期货等衍生工具，则投资的风险很高，预期收益也很高。但是，在这二者之间，投资者没有选择的余地。客制化的结构化产品能提供这样的选择，以满足特定投资者的风险—收益权衡需求。

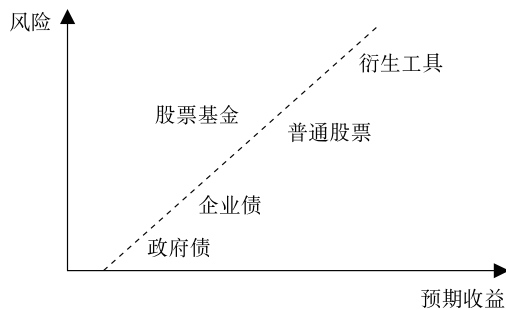


图 1-4 金融产品的预期收益与风险的关系

之所以能够实现客制化，主要是因为结构化产品的卖方能够以相对较低的成本参与投资者难于直接参与的市场中。在这里，投资者直接参与的困难来自两个方面：一是交易的资产是合成资产，无法直接交易，如股票价格指数或者大宗商品价格指数；二是直接参与的交易成本比较高，比如期货交易和外汇交易。

（三）信用增强

结构化产品的一个重要因素是履约义务（Performance Obligations）转移机制，该机制能将所有履约义务转移到发行人身上。前文已经提到，结构化产品的发行人通常具有很高的信用评级，其违约的风险是非常低的。

以表 1-1 和图 1-1 所示为例，对结构化产品的信用增强功能加以说明。在该例中，投资者向发行人卖出了一个利率封顶期权。当美元 3 月期 LIBOR 在产品到期时超过 10%，发行人可以执行利率封顶期权，投资者作为期权的卖方就有义务向发行人支付一定的现金。因此，发行人实际上承担了一定的信用风险。然而，发行人承担的信用风险是很低的，因为有两个机制作为保证：其一是投资者向发行人卖出利率封顶期权时提交了现金作为保证金，这是因为投资者投资的是区间浮动利率票据这个结构化产品，在投资时向发行人交付了浮动利率票据的面值；其二是利率封顶期权与浮动利率票据之间的对冲。根据该产品结构，发行人向投资者支付的利息最高在 10%，若利率高于 10%，则发行人向投资者支付的浮动利息与其从投资者获得的期权价值产生冲销。所以，发行人能够有效管理其承担的来自投资者的信用风险。

（四）面额套利

通过投资于结构化产品，投资者可以参与到衍生工具市场中，且每次参与所需的最低资金额度远远低于直接参与衍生工具交易时所需的最低资金额度。前述的区间浮动利率票据就是一个比较典型的例子，投资者通过投资于区间浮动利率票据，就能以相对较低的资金（如 5 000 美元及以上）建立了两个利率期权的头寸。换言之，中小投资者通过结构化产品，可以参与到大额的、机构交易者主导的市场中。这就产生了

实际上的面额套利。

六、与结构化产品相关的市场参与者有哪些？

结构化产品市场中的参与者有四类，分别是产品创设者、发行人、投资者和套利者。市场中的每一类参与者均具有不同的目标，并基于不同的动机而共同参与到市场的运转中。

（一）产品创设者

结构化产品创设者这个角色通常由投资银行、证券经纪商和自营商以及部分商业银行来扮演。创设者的工作是最具有创新性的，其功能主要包括六个方面：一是识别投资者的需求；二是设计出能满足投资者需求的结构化产品；三是识别并选择合适的发行机构作为产品的发行人；四是产品设计方案的实施以及风险的对冲操作；五是拥有有效管理产品相关的法律文档；六是扮演做市商的角色以提供产品二级市场的流动性。

仅有一部分实力较为雄厚的产品创设者能提供以上全部六种功能，包括美国的主要投资银行和证券公司，以及英国/欧洲的全能型银行以及日本的主要证券公司。其他的创设者则依照自身核心竞争力的不同而提供某一个或某几个功能，以作为自身的业务重点。对于某些创设者而言，结构化产品业务是其资产管理和配置业务的自然延伸。客制化的产品需求促使这些机构对其资产组合进行创新设计和包装。在某些情况下，这样的要求促使这些机构形成了在相关领域的竞争力，从而可以扩大规模，以量取胜，例如衍生工具交易。

结构化产品市场的发展使得结构化产品的创设能带来较为可观的盈利。此外，结构化产品定价的透明度较低以及产品创新、交易和构造的技巧所带来的收益使得产品的创设者获得了额外的经营效益，这样的经营效益在传统的市场业务下是难以获得的。

（二）发行人

前文已经提到，结构化产品的发行人通常是具有较高信用评级的机构，以便能有效地将结构化产品投资的信用风险和市场风险分离开来。从以往的经验来看，结构化产品的发行人既有区域经营的，也有跨国经营的，既有商业银行，也有非银行金融机构。投资者对发行人的要求，除了高信用评级之外，还包括较高的产品发行能力、投资者客户服务能力以及融资竞争能力等。

对发行人而言，参与结构化产品市场的主要动机是降低融资成本以及有效地分散

其资产组合和分散其客户群体。发行人之间也存在竞争，竞争的重点在于融资渠道、发行速度以及对客户的服务能力。随着结构化产品市场的不断发展，结构化产品发行所带来的资金占据发行人融资来源的比例越来越高，并且逐渐成为发行人融资来源的重要部分。由此产生了两个方面的问题。第一方面的问题是金融市场的行情走势变化以及投资者对结构化产品需求的变化会影响到发行人融资的能力。这样的影响包括发行人融资成本的提高，以及获取一定规模融资的难度的提高。第二方面的问题是投资者越来越倾向于投资那些产品期限较短的结构化产品，因此，产品发行人就得越来越关注与之相应的再融资风险。

在世界不同地区，结构化产品的发行人存在一定的差异。在美国，结构化产品的发行人主要是政府类型的机构，占比约 70%。它们包括联邦住宅贷款银行系统（Federal Home Loan Bank System），学生贷款营销协会（Student Loan Marketing Association），联邦农业信用银行系统（Federal Farm Credit Bank System），联邦国民抵押贷款协会（Federal National Mortgage Association，房利美）以及联邦住宅贷款抵押公司（Federal Home Loan Mortgage Corporation，房地美）。这些机构通常具有 AAA 级的信用级别，因为它们都是政府所有的，具有联邦政府的担保。在美国以外的其他地区，结构化产品的发行人与美国有一定的差别。虽然它们也拥有比较高的信用级别，在发行能力和融资能力方面旗鼓相当，但是它们通常不局限于一个主权国家，而是超主权的、跨国的组织，例如世界银行（World Bank）以及一些跨国经营的银行。

从趋势上看，发行人越来越集中在商业银行和非银行金融机构，如衍生工具经纪商和自营商。另外一个趋势是特殊目的机构（Special - Purpose Vehicles，SPV）发行的结构化产品也越来越多。这些 SPV 通过产品重新包装以获取一定的差价收益，具体而言就是通过发行结构化产品而融入资金，将资金投资于各类资产并进行一定程度的对冲操作，从而锁定正的融资收益。它们通常也拥有很高的信用评级。SPV 与传统的商业银行等发行机构相比，能够更加灵活地为投资者提供服务，也能提供更加具有创新性的结构化产品，所以逐渐成为结构化产品的主要发行主体。



延伸阅读

作为结构化产品发行人的世界银行

世界银行（World Bank）成立于 1945 年 12 月 27 日，1946 年 6 月开始营业，其成立之初的使命是帮助在第二次世界大战中被破坏的国家的重建。现在，世界银行的主要帮助对象是发展中国家，帮助它们发展教育、农业和工业设施；向成员国提供优惠贷款，同时向受贷国提出一定的要求，比如减少贪污或建立民主等。

作为融资手段，世界银行在过去 70 多年的时间里向国际资本市场发行了各种类型的债券。在最近几年，世界银行每年发行的债券规模大约是 350 亿美元。在通过债券融资时，世界银行往往通过向多个市场，以多种货币、长短不一以及形式各异的债券来融入资金，以实现融资来源的多元化。作为融资多元化战略的一部分，世界银行发行了多种类型的产品，包括以主要世界货币和新兴市场经济国家的货币为计价单位的基准债券和普通的中期债券，同时也发行了结构化票据。世界银行发行的结构化票据的类型范围涉及从最简单的可赎回票据（Callable Note）到较为复杂的指数联结产品，其中的指数包括股票指数、债券指数以及货币指数等。

世界银行结构化票据的发行方式大部分是“反向调查方式”（Reverse Inquiry），即世界银行先去征求潜在投资人和做市商对发行价格、期限等条款的意见，然后再根据这些潜在的投资人和做市商的意见发行相应的结构化票据。因此，世界银行发行的结构化票据的条款是客制化的，能满足投资者特定的需求和偏好。一般而言，结构化票据发行量只占世界银行总融资量的 25%。作为一个频繁发行结构化票据的且拥有 AAA 级信用评级的国际组织，世界银行在参与全球结构化产品市场的过程中，在一定程度上促进了行业标准的提升以及行业规则的完善。

（三）投资者

结构化产品的投资者包括机构投资者和个人投资者，也包括金融企业而非金融企业等。在世界上不同区域的结构化产品市场中，投资者的主要构成存在差异，投资者参与市场的主要动机也不尽相同。

在北美洲的结构化产品市场中，共同基金、投资公司以及银行中的信托部门是投资者的主要组成部分，此外还有保险资产管理机构、养老基金甚至对冲基金等。它们投资于结构化产品的主要目的，在于寻找能提供基于特定市场的投资机会并获取风险收益，这些投资机会往往是传统的固定利率投资产品所无法提供的。除此之外，结构化产品还帮助部分投资者规避了参与衍生工具投资所面临的监管和信用方面的限制。

在欧洲的结构化产品市场中，投资者群体并不像美国那样以机构投资者为主。欧洲地区的市场呈现出比较明显的零售市场特征，投资者通常是代理那些具有高净值个人客户进行理财的私人银行。共同基金在欧洲结构化产品市场中的参与度比较低。在参与市场的目的方面，欧洲的投资者主要是通过结构化产品来突破投资方面的限制。这些限制主要包括参与衍生工具交易的限制，投资于挂牌交易的证券的监管要求，以及某些投资者受到的信用约束。当然，投资者对投资收益的要求也是同样强烈的，通过结构化产品就可以使其以恰当的方式在承担一定的风险的前提下获得更高的预期收益，这些风险通常来自世界各地的各种金融市场。

在亚洲的结构化产品市场中，银行、非银行金融机构和普通企业投资者以投资者

的身份投资于结构化产品，其参与的广度大于欧洲和北美市场中的投资者。在日本，结构化产品的投资者主要是大型的机构投资者，其中保险资产管理公司是典型的代表，此外还包括银行的信托部门和共同基金等。这些投资者投资于结构化产品的主要目的在于获得相对较高的收益，为此甚至宁愿承担一定的本金风险。日本的金融市场中，基准利率长期处于很低的水平，这促使上述这些机构投资者为了获取较高的收益率而承担投资风险。这些风险来自基础的资产价格风险，如债券、股票、货币、信用和商品的价格风险；也来自衍生工具的价格风险，如做空期权以获取较为稳定的期权费收入。日本的投资者对投资本金损失的风险和利息降低的风险的容忍度也比较高，也比较能接受比较高的杠杆水平，这导致了结构化产品在设计上比较激进。此外，个人投资者也成为结构化产品投资者的重要组成部分，其投资目的大多是收益增强。例如，双货币债券（Dual - Currency Bond）就是比较受个人投资者欢迎的结构化产品。这种产品是以一种货币付利息、另一种货币偿还本金的债券，前一种货币通常是债券购买者所在国家的货币，后一种货币则通常是美元或债券发行人所在国家的货币。投资人通常可获得较市场水平高的票面息率，同时也可能要承受一定的外汇风险。除了日本以外，亚洲其他地区，如韩国、中国香港、印度尼西亚、马来西亚等也有一定的结构化产品投资需求。需求者的主体是银行、非银行金融机构和普通企业，以及具有高净值的个人或家庭。

（四）套利者

结构化产品市场中的套利者通常是投资者或者某个机构的交易员，其参与的目的在于从产品定价偏差中获得收益。结构化产品由几个基本的资产和证券组成，各个组成部分通常具有相应的流动性较好的二级市场。根据结构化产品的构造，可以根据各个组成部分的二级市场价格来计算出结构化产品的理论价格。如果理论价格偏离了结构化产品的实际交易价格，就会产生套利机会。套利者发现这样的套利机会之后，就可以通过买卖结构化产品并在各个组成部分的二级市场上进行相应的对冲操作，就可以获得风险很低的套利收益。例如，一个结构化产品的组成部分是一个3月期的零息债券以及一个3月期的股指看涨期权，那么该结构化产品价格应该不会系统地偏离于该零息债券价格和该股指期权的价格之和。如果结构化产品的价格低于该零息债券和股指看涨期权的价格之和，套利者就可买入该结构化产品，在二级市场中做空该零息债券和股指看涨期权，并在产品到期时进行平仓结算。

根据以往的经验，结构化产品价格偏离其理论价格的机会是比较多的，特别是在市场波动较为频繁、幅度较大的时期。在此条件下，普通的投资者因规避风险而大量卖出其持有的结构化产品（买入的情况较少），从而导致结构化产品的价格以较大的幅度偏离其理论价格。套利者抓住这样的套利机会并进行相应的套利交易。

套利者在结构化产品市场中扮演的角色也是很重要的。其一是套利操作能够提高产品二级市场的流动性；其二是使结构化产品能获得较为准确的定价，不会系统地偏离于其理论价格。

七、如何设计一个结构化产品？

结构化产品是常规的固定收益产品与衍生工具的组合。其中的衍生工具因素通常体现在产品的赎回价值和（或）产品存续期间支付利息随着标的物价值变化而发生变化。结构化产品通常联结到利率、汇率、股票价格及其指数、大宗商品价格及其指数等金融市场变量中的一个或者多个。其中衍生工具的结构既有对称性的（如远期合约），也有非对称性的（如期权或期权的组合）。随着市场的发展，产品的创新也日益显著，非标准的合成证券、奇异期权结构以及新的标的物种类（如信用、保险、通货膨胀等）逐渐被放入结构化产品的结构中。

将基础产品与衍生工具组合而成结构化产品，如此设计的目的是使产品对特定资产价格的变动具有敏感性，或者说是承担一定的风险暴露。其中，衍生工具是实现结构化产品具有特定风险暴露的机制。因此，创设某个结构化产品，通常需要经历以下四个步骤。

◆ 投资者需求的识别——识别投资者的需求通常需要确定多个重要而相互区别的因素。这些因素包括对风险暴露的识别，该风险将被引入传统的投资管理框架下的资产组合中。这些因素还包括识别投资者对经济形势的判断、对特定资产行情走势的判断。此外，还需考虑的因素包括风险收益比例、资产负债状况以及现有资产组合状况等。

◆ 产品的构建——当识别出投资者企图承担的风险暴露之后，就应该考虑什么才是获得特定风险暴露的最有效方法。在有些情况下，投资者是无法直接通过市场上现有的产品获得特定的风险暴露的，原因或者在于该风险暴露是高度定制化的，或者在于监管限制，或者在于信用级别不足或者其他。在这些情况下，结构化产品就成为摆脱限制、获取特定风险暴露的重要机制。通过结构化产品来获得某个投资机会，承担特定的风险，这样的投资方式在有些情况下是更有效率的，或者能使投资的交易成本更低。

◆ 交易的实施——结构化产品设计完成之后，就要进行方案的执行，包括发行人的选择、对产品的所有相关风险进行对冲操作等。结构化产品通常是由投资银行、券商或者期货商根据投资者的特定要求而设计的。结构化产品的主要组成部分是一个固定或者浮动利率的债券或债务类证券，而衍生工具则被精心设计并组合到该结构化产

品之中。

◆ 二级市场交易——创设的结构化产品是否有二级市场，将影响到该产品在到期前的销售和申购。在通常情况下，结构化产品的流动性低于类似的基本证券。后面的章节将专题讨论结构化产品二级市场的相关问题。



风险暴露 (Risk Exposure)

风险暴露是指在证券投资活动中容易受到风险因素影响的资产和负债的价值，或说暴露在风险中的头寸状况，通常也被称为风险敞口。“股市有风险，入市需谨慎”这句话，大家耳熟能详，说明投资于股票就要承担风险。其实投资于大多数的金融资产都有一定的风险。我们把投资者的某项金融资产的总额称为投资者在这类资产上的风险暴露。比如说，投资者投资了某个企业债券，则投资者承担了企业债的风险，包括利率风险、信用风险等；如果投资者投资了某个股票，则承担了股票市场的风险暴露。不同的风险暴露在性质上是有差别的，就像债券的风险和股票的风险是有差别的一样。因此，承担不同的风险暴露，意味着进行了不同类型的投资，其目的是获得差异化的期望收益。例如，我们投资股票市场，是因为股市投资的期望收益要高于持有现金的期望收益。

除了以上四个关键要素之外，结构化产品的业务运行还包括其他因素。在通常情况下，结构化产品中的衍生工具是金融市场中交易的较为标准的衍生工具，包括在交易所交易的衍生工具，也包括在场外市场（OTC）交易的衍生工具。其中，场外交易的衍生工具所占比例较大，因此，又产生了额外的问题，例如发行人的信用风险问题、产品嵌入的风险暴露及其风险水平问题等。

结构化产品的发行人通常具有较高的信用等级。大多数发行人的信用评级都在AA级或更高的级别。发行结构化产品对发行人要求的最低信用等级通常是A级，但历史上也出现过信用等级低于A级的结构化产品发行人。使用高信用等级的发行人发行结构化产品，这通常是投资者的要求，其目的在于增强产品的信用级别以及有效地将信用风险和市场风险进行分离。投资者投资结构化产品的初衷，本来就在于将其作为承担市场风险、获取风险收益的一种机制。

结构化产品的发行，除了经由高信用级别的发行人之外，也可以通过一个重新组装机（Repackaging Vehicle）来实现。为了获得特定的市场风险暴露，结构化产品的赎回价值（本金）或者期间利息需要与特定的资产价格或指数相联结。在这样的设计中，关键的问题在于暴露于风险中的资金价值以及资金产生亏损的条件。结构化产品的风险因素最初是由投资者选择的，通常包括以下因素。

- ◆ 面临风险的部分或全部利息。
- ◆ 面临风险的部分或全部本金。
- ◆ 衍生工具类型（远期或者期权）。
- ◆ （若含有期权）投资者是期权的买方还是卖方。
- ◆ 所引入的杠杆大小。

愿意承担低风险的投资者可以选择只有利息面临风险的结构化产品，愿意承担高风险的投资者则可以选择利息和（或）部分或全部本金都面临风险的结构化产品。此外，还可以通过引入杠杆来放大风险。

如果结构化产品中的衍生工具因素是远期合约，那么受风险影响的那部分资产（本金或者利息）的价值将会随着标的物的价格或指数的变动而变动，且这样的变动方式是线性的、对称的。如果结构化产品中的衍生工具因素是期权合约，则产品的价值还取决于期权的头寸是多头还是空头。若结构化产品中的期权头寸是多头，则需要从本金或者利息中拿出一部分作为购买该期权的资金；若结构化产品中的期权头寸是空头，则能获得一定的期权费收入，从而提高该结构化产品的利息水平，或者说是提高该结构化产品的收益率。但是要注意的是，当期权到期时处于实值状态，则会产生一定的资金支出。这部分支出要从结构化产品的利息或者本金中扣减。

结构化产品的杠杆问题牵涉嵌入于该结构产品之内的衍生工具合约的面值总额。结构化产品中嵌入衍生工具的比例并没有统一的标准。通过调整衍生工具的头寸和杠杆率，可以灵活地增减该结构化产品的价值对标的物价格变化的敏感性，从而控制该产品的风险水平。

结构化产品的业务运作过程通常经历以下四个步骤：

- ◆ 确定产品的发行人并准备发行。
- ◆ 发行产品。
- ◆ 在投资者、发行人和投资银行均同意结构化产品相关条款的同时，投资银行执行所有必要的对冲操作，以使发行人免受该结构化产品中衍生工具风险的影响。
- ◆ 在产品到期时进行结算和交割。

在以上的交易过程中，对冲交易的实施是至关重要的。原因之一在于对冲交易是合理定价的核心；原因之二在于对冲了风险才能吸引发行人参与到整个发行过程之中。发行人通常只有在完全明确相关融资成本目标并获得保证之后才会参与进来。因此，结构化产品交易的核心要素，在于对结构化产品内的任何市场风险暴露进行剥离。在通常情况下，发行人为了剥离该风险，会与投资银行或券商签订另外一份独立的衍生工具合约。

八、结构化产品可以在二级市场买卖吗？

随着金融市场的发展，结构化产品的二级市场在结构化产品业务运作中所扮演的角色越来越重要。之所以需要建立二级市场，是为了满足投资者卖出其所持有的结构化产品的需求。投资者在持有结构化产品的过程中，可能意识到标的物价格的未来走向将给其带来越来越大的损失，或者投资者调整其资产组合从而规避其中某一类结构化产品对应的标的物所带来的风险。在这种情况下，二级市场为投资者调整其资产配置提供了很大的便利。二级市场还为交易员和套利者提供便利，使其能够发现结构化产品的价格对其理论价值的偏离，从而实施套利操作，在获得套利收益的同时，在客观上也纠正了结构化产品的定价错误。对于那些存在二级市场的结构化产品而言，二级市场交易所带来的流动性是有价值的，并且应该反映到这些产品的价格当中。

当然，相对于传统的固定收益证券，结构化产品的二级市场流动性还是比较低的，其原因主要有三点。原因之一是结构化产品的投资者数量较少，从而成交量比较低。这里的成交量包括那些经过重新包装后的结构化产品。通过资产互换，重新包装后的结构化产品中嵌入的衍生工具已经被对冲掉。从目前的情况看，重新包装的产品的成交量在逐渐扩大。原因之二是结构化产品的客制化属性。前文已经提到，结构化产品的一个优势是客制化，能针对特定客户的特殊需求而设计并发行。从二级市场流动性提升的角度来看，客制化却成为一个劣势，因为客制化的结构化产品相互之间的同质性是很低的。在市场资金容量一定的情况下，相互差异的产品越多，每个产品的规模比例就越小。这成为阻碍结构化产品二级市场发展的重要因素。原因之三是交易成本。在市场流动性较低的情况下，结构化产品的交易成本是比较高的。二级市场中的交易成本主要体现在产品做市商的买卖价差。做市商在为结构化产品做市时，需要对其产品存货进行风险对冲，而结构化产品复杂的结构使得做市商对冲存货风险的成本较高。因此，做市商需要扩大结构化产品的买卖价差，从而导致二级市场交易成本的提升。

受到二级市场流动性不足的影响的市场参与者，除了投资者之外，还有发行人。发行人发行了一款结构化产品之后，如果二级市场不发达，流动性不足，那么投资者的不满情绪就可能提高，从而潜在地损害到发行人的声誉。针对这样的情况，世界银行在1994年曾设计了一套机制来提高其所发行的结构化产品的二级市场流动性。这套机制要求多个中介商承担做市的责任，为世界银行发行的结构化产品提供二级市场流动性。同时，世界银行也同意通过对已有结构化产品进行回购或者重新组合等方式来辅助这些中介商来提供流动性。这样的安排并没有降低结构化产品二级市场中高昂的

交易成本，毕竟中介商也需要承担一定的风险来为这些结构化产品提供流动性，但是，这套机制的确能够为产品投资者提供更便捷的服务，因为投资者可以随时通过这些做市商将其持有的结构化产品平仓。

九、结构化产品市场具有哪些特征？

从目前可获得的数据来看，结构化产品市场呈现出以下三方面的特征。

第一，结构化产品市场中的发行人具有比较高的信用评级，大部分发行人的信用评级在 AA 级甚至更高。发行人的主要类型包括政府完全所有的机构和政府部分所有的机构，同时也包括大型的金融机构。要指出的一点是，无论发行人属于什么类型，若要发行结构化产品，就必须有比较高的信用评级。在国际市场中，结构化产品的发行人通常是超国家的组织（例如世界银行）、跨国金融机构。从发行人的类型以及发行人的信用等级要求，可以看到结构化产品投资者有一个基本的要求，那就是将结构化产品投资的信用风险和市场风险分开，投资结构化产品的目的是通过承担市场风险获得一定的预期收益，而不承担信用风险。2008 年金融危机之前，发行人的评级要求有所下降，原因是资本市场的蓬勃向上，个人投资者参与结构化产品投资的比例越来越高；与机构投资者相比，个人投资者对信用风险的态度往往没有那么敏感。

第二，结构化产品发行的规模大小不一，不同的发行规模对应的发行过程有一定的差别。发行规模在 500 万美元到 2 000 万美元的结构化产品，通常是针对小范围的个人或者机构投资者，每个投资者的最低认购份额通常是 10 万美元；发行规模在 1 000 万美元到 1 亿美元之间的结构化产品，其发行时通常要遵循中期票据的发行框架；发行规模超过 1 亿美元的结构化产品通常是面向公众的产品，其发行过程要严格遵守监管机构的要求或者行业的惯例。不同的结构化产品发行规模差别较大，这是结构化产品之间本质差异的外在表现。结构化产品具有客制化属性，设计者可以针对数量比较小的、个体净值较高的客户设计专门的结构化产品。因此，对这样的客户发行的产品规模相对较小，发行过程较为简单。当然，也有一些结构化产品的客户定位比较宽泛，发行的规模也比较大，从而要遵循比较严格的发行程序。

第三，结构化产品的期限是比较短的，大多数产品的期限是在 1 年到 3 年之间。然而，期限较长的结构化产品也出现过，某些结构化产品的期限还非常长，甚至达到 10 年。总体来说，结构化产品市场中的产品期限集中在短期限范围内。这表明投资者愿意承担市场风险的期限是比较短的。此外，基础的资本市场和普通衍生工具市场中金融工具的期限通常也是以短期限居多。这也在一定程度上导致了结构化产品的期限

比较短，因为结构化产品的合成是以这些普通的金融工具为基础的。如果结构化产品的期限与其组成部分的期限存在不匹配，那么产品卖方就很有可能付出更高的管理成本。

十、结构化产品市场、基础资本市场、普通衍生工具市场三者之间有什么关系？

所谓基础的资本市场，是指产品结构简单、交易规模大、市场流动性比较高的资本市场，如股票市场、债券市场、共同基金市场、银行间同业拆借市场、外汇市场和商品期货市场等。在这些市场中的产品之上又衍生出普通期权和互换市场等普通衍生工具市场。

结构化产品与上述的基础的资本市场和衍生工具市场之间具有重要的关系。结构化产品的设计是以投资者的需求为基础的。投资者基于对宏观经济或者资本市场行情走势的判断，希望投资于特定的资本市场，如股票市场或者外汇市场，通过承担一定的投资风险来获得超过无风险利率的收益。此外，投资者可能只希望资本市场行情走势在符合其判断时获得收益，而在不符合判断时所受的损失降低或者没有损失。这样的投资者需求就是结构化产品设计的核心。因此，结构化产品是基础的资本市场的衍生工具。基础的资本市场和普通衍生工具市场的产品类型、规模、市场深度和流动性等特征，决定了建构在其之上的结构化产品市场的产品多样性，或者说限定了结构化产品市场的范围。

这样的关系和限定并没有降低结构化产品市场的重要性。通过结构化产品，一些无法参与或者只能有限地参与到基础的资本市场和普通衍生工具市场中的投资者就可以有更大的自由来规避这样的限制。从结构化产品的卖方角度来看，发行人及相关卖方在卖出了结构化产品之后，便承担了产品的市场风险。卖方通常不愿意承担这个风险，因此，卖方在发行结构化产品之后需要对冲该产品的风险。而对冲的渠道，归根结底还是基础的资本市场和普通的衍生工具市场。这两个市场在规模、流动性和市场深度方面能够使结构化产品卖方以相对较低的成本进行风险对冲。而卖方的对冲操作，也在一定程度上促进了基础的资本市场和普通衍生工具市场在规模、流动性和市场深度方面的改善。

正因如此，我们才说结构化产品一级市场和二级市场的存在，能够提高基础的资本市场和普通衍生工具市场的规模、流动性并改善市场深度。

十一、结构化产品市场是如何发展的？

从整个金融市场演变的角度看，结构化产品市场的发展与金融市场整体的变化息息相关。早在 20 世纪 80 年代的美国，结构化产品就出现了，当时市场蓬勃向上，人们希望能从中分一杯羹。因此，一些引领潮流的银行为了满足这个需求而设计出一些新颖的结构化产品，常见的是将大额定期存单或其他固定收益证券与股票市场指数组合打包成一个产品并卖给投资者。最早的一批产品是 1987 年春季大通银行的市场指数存款（Market Index CD）和北美信托银行的股指存款账户（Stock Index Account）；此外，所罗门兄弟公司和美国之外的一些投资银行也都发行了股票联结票据。这个时期的结构化产品比较简单，期限一般为 4 到 5 年，标的物通常是股票价格指数，参与率则是 100%，并且有本金保护条款。当时，美国正处于持续的低利率状态，低风险的固定收益产品难以给投资者带来有吸引力的收益，而结构化产品恰恰为投资者解决了这个困扰。

1991 年 1 月，由高盛证券公司设计了一款被称为股价指数成长票据（SIGN）的产品，奥地利共和国政府则充当发行人，发行规模达 1 亿美元。该产品发行后还在纽约证交所挂牌交易。1992 年以后，各大银行和证券公司均推出了各种类型的结构化产品。根据不同的到期日、参与率以及所挂钩的相关指数，这些结构化产品有很大的差异，结构化产品市场也因为产品的不断创新而有了爆发性的成长。

20 世纪 90 年代，结构化产品进入亚洲市场，在日本、新加坡、韩国、中国台湾地区发展较快。亚洲市场的产品以零售市场为主，产品结构比欧洲市场更加多样、复杂，这与当时持续较长时间的利率低谷和股市低迷有密切关系。据估计，2005 年，亚洲地区结构化产品市场规模已达到 250 亿美元。与之相应，结构化产品创设成为投资银行的重要业务之一。

2008 年，次贷危机爆发并引发了蔓延全球的金融危机。金融市场的剧烈波动使一些结构化产品的创设者、发行人和投资者均承受了很大的损失，结构复杂的产品开始受到较为广泛的质疑，市场规模也逐渐萎缩。

总而言之，结构化产品是金融市场创新的体现，而创新的需求植根于金融市场的状态和变化。在后危机市场，随着金融市场的继续发展和变迁，结构化产品市场也将经历新的阶段。

十二、中国的结构化产品市场发展历史和现状是怎样的？

在我国，结构化产品首先是以外汇结构化存款的形式出现的。外资银行在 2003 年开始推出一些外汇结构理财产品。2004 年 3 月，《金融机构衍生工具交易业务管理暂行办法》颁布实施，工、农、中、建四大国有（控股）商业银行分别推出了“汇聚宝”“汇得盈”“汇利通”“汇利丰”理财产品，交通银行、招商银行、光大银行等股份制商业银行也纷纷推出“得利宝”等理财产品，一些境内外资商业银行相继推出“优利账户”“汇利账户”等理财产品。按产品的收益特点，可分为固定利率型和浮动利率型；按产品的期限，可分为短期、中期和长期，对应的存款期限为一年及以下、一到三年、三年及以上；按产品挂钩条件（联动），可分为与利率挂钩、与汇率挂钩、与商品挂钩、与信用挂钩四大类。渣打银行 2005 年 8 月推出了国内首个挂钩美国道·琼斯工业指数的外汇产品。从结构型理财产品的收益率这一最核心的因素看，我国银行推出的理财产品远远高于同期储蓄存款利率，从目前推出的产品情况看，外币理财产品的收益率一般远远高于同期外币（一般指美元）定期存款利率。

总体来看，在 2010 年股指期货上市之前，中国结构化产品市场几乎是由外资商业银行所主导的，例如汇丰银行和德意志银行。市场中的大部分结构化产品的标的物通常是境外的资产。这些外资银行通过其境外的分支机构和境外的交易对手对其在中国发行的结构化产品进行风险对冲。因此，很少有境内的结构化产品是以境内 A 股市场为标的物的。其原因在于这些机构在 A 股市场难以对产品的风险进行对冲，同时也在于 A 股市场的熊市阶段较为漫长，特别是 2007 年大盘高峰之后，漫漫熊市无尽头。股指期货上市之后，境内的商业银行逐渐开始挖掘结构化产品所能带来的价值，并逐渐掌握了为投资者提供 A 股期权产品的能力。然而，在 2010 年到 2012 年期间，境内银行所提供的结构化产品几乎都是场外交易的，其规模和范围也都比较窄，且受到来自原中国银监会比较严格的监管。监管方在结构化产品市场发展的过程中，更像一个观察者，而非提供明确信号来支持金融创新。

从 2012 年下半年开始，中国证监会发布政策允许银行和证券公司发行风险中性产品（Risk - Neutral Product），从此，境内机构的金融创新步伐开始加快。风险中性产品是有质押担保的，所以对发行人资产负债表的影响是比较低的。自此，结构化产品作为风险管理的工具逐渐获得了监管当局的认可和支持。除了这些政策性的因素之外，还有另外一个因素影响到境内的结构化产品市场的发展，那就是结构化产品的风险收益属性的改善。在这之前，中国境内的内资银行等金融机构通过发行理财产品来融入资金，这些理财产品通常具有较高的固定收益，以弥补其相对较低的信用等级带

来的不足。随着市场的不断发展，结构化产品的卖方需要加强创新能力和运营能力，才能向投资者提供可持续的、优化的风险收益属性的产品，以满足投资者较为个性化、差异化的投资需求。

随着股票市场的逐渐复苏，以股票或股票价格指数为标的物的结构化产品将会越来越多。但是，从长期来看，风险厌恶的投资者投资结构化产品的主要诉求，仍然是本金保护。在中国的结构化产品市场中，个人投资者所占的比例是较高的，但是在未来，保险资产管理者将会成为一类重要的投资者。这是因为原中国保监会（CIRC）在2012年10月发布政策，放松了保险资产管理者使用衍生工具进行套期保值的政策限制，使其可以通过交易场外的期权和互换来管理资产组合中股权类资产的风险，或者锁定已盈利的金融资产所带来的利润。

目前，制约中国结构化产品市场发展的重要因素之一，是投资者教育的不足。大部分个人投资者能够选择的投资途径是很少的，股票市场吸纳了个人投资者投资资金的大部分。对于普通的个人投资者而言，结构化产品中的各式条款、各种类型的标的物以及复杂的收益结构都显得太过复杂。此外，2008年金融危机以来，有些媒体的非专业、不完备的宣传使得结构化产品成为“风险”甚至“欺骗”的代名词。我们可以用人们习以为常的汽车来打个比方。汽车能提供便捷的运输服务，然而车祸经常发生。但是，车祸发生的原因并不在于汽车本身，因为车祸的背后是人。要么是制造厂商不负责任，要么是监管者不负责任，要么是司机不负责任。结构化产品也是如此，其能为投资者提供更加适当的资产管理工具，但在一定情况下也会带来损失风险。结构化产品仅仅是个工具，导致资产损失的原因是制造者、使用者或者监管者。因此，关于结构化产品的知识普及工作显得尤为重要。这是一个循序渐进的过程。从目前的情况来看，产品卖方需要做的，是使产品的结构尽量简单，才能易于获得投资者的理解、接受和监管者的认可。