

## 2008 年银行系理财产品深度评析

袁增霆(《理财师》2008 年第 12 期)

每一只银行理财产品都是一种投资策略的凝结。从发行者和投资者的双重角度来重新审视 2008 年的银行理财产品市场,暗淡与明亮,殒落与升起交相辉映。万千产品的良莠不齐,因发行银行而异,也因投资者而异。当前国内的银行理财,或许刚刚开始进入分化与竞争阶段。此时的低迷或许就是下一个繁荣的开始。

自 2004 年初露锋芒以来,银行理财产品的样式种类、发行只数与资金规模都急剧膨胀。中国社会科学院金融研究所理财产品中心统计显示,2008 年前 10 个月,商业银行共发行个人理财产品 3700 余只,已经高于去年全年的发行数量。据央行的统计数据,仅在今年上半年,商业银行发行的个人理财产品的募集资金规模已经超过 1 万亿元人民币,相当于去年全年的 1.5 倍,超过了同期由信托公司、证券公司和保险公司发行的个人理财产品以及公墓基金的募集资金的总和。

对照国外个人理财投资的发展历史,国内尚未迎来共同基金投资时代,就俨然跨入了更加个性化的理财账户投资时代。然而,自 2007 年四季度以来,随着全球金融市场的动荡不安,如日中天的银行理财产品市场开始出现内部分化,一些与生俱来的瑕疵也陆续暴露出来,诸如信息不透明、设计缺陷、法律定位模糊等。特别是自从 2008 年 2 季度以来,在日趋严峻的市场挑战面前,商业银行开始反思理财产品设计与业务策划,而投资者也开始反思自己的理财需求与投资策略。

### 两大特征凸显

在过去一年间,银行理财产品市场整体上表现出如下两大特征。

#### 其一,整体投资价值相比过去明显下降,但多数产品表现尚可。

受此间境内外一些重要资产价格走淡或大幅下跌的影响,投资相关领域的部分理财产品出现了零收益,甚至负收益。但是,产品设计的灵活性与投资渠道的多样性还是发挥出重要作用,多数理财产品仍然能够独树一帜,与同期惨淡的基础资产市场(如股票市场)相比,表现出稳健而可观的投资价值。特别在产品设计方面,商业银行可以充分运用自己的商业信用或表内化进行隐性担保,也可以运用衍生品进行平盘操作以保护本金或收益安全。

其二，与此前繁荣时期相比，不同商业银行的理财产品开始表现出明显的分化趋势，各家银行之间产品的基础资产和产品结构的差异越来越大。

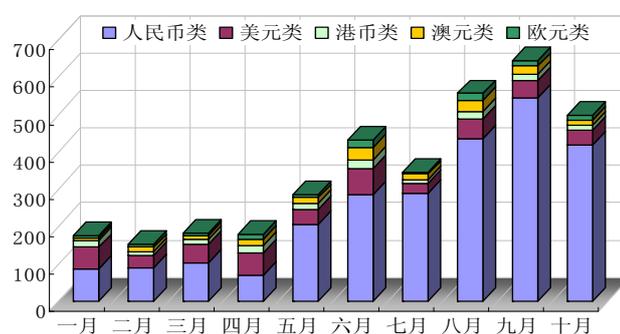
例如，在美国次贷危机的阴影下，境内外股票市场先行暴跌，国际大宗商品市场后续向下回调，沉重打击了看涨股票或商品市场，并与此挂钩或直接投资的银行理财产品。对于倚重股票类产品（特别是新股投资）的商业银行与部分擅长商品类产品的外资银行而言，所售产品的总体表现自然就不容乐观。相比之下，由中资银行发行的直投境内信贷资产的信用类产品，或银行间货币与债券市场的利率类产品，则表现相对稳健，但其中对宏观经济形势的依赖以及未来的宏观经济风险值得关注，也往往表现为间歇性的投资机会。

### 产品的分类表现

从投资者的角度看，银行理财产品的投资价值取决于产品的各种描述性特征，诸如发售银行、委托币种、委托期限、基础资产（即理财资金的投资方向）与支付结构（即支付条款）等。尽管从产品发行方的角度来看，产品价值还可能受到不便披露的资金动态运作方式或平盘模式的影响，例如很多放在银行表内的理财产品通常会通过利率互换、购期权等方式保证收益，但是，由于没有足够的激励约束机制或信息披露制度的保障，还不能纳入客观的评价分析。为了便于比较分析，下面仅根据主要特征分类，概括 2008 年以来银行理财产品市场的主要特点与比较差异。

#### ● 国际汇率体系扰动下的分币种表现

受人民币走强与境外市场投资环境率先恶化的影响，自 2008 年以来，人民币类产品的逐月发行数量都高于所有外币类产品。在不同月份，国际汇率体体系的结构变化，也会对特定委托币种的产品发行构成显著影响。



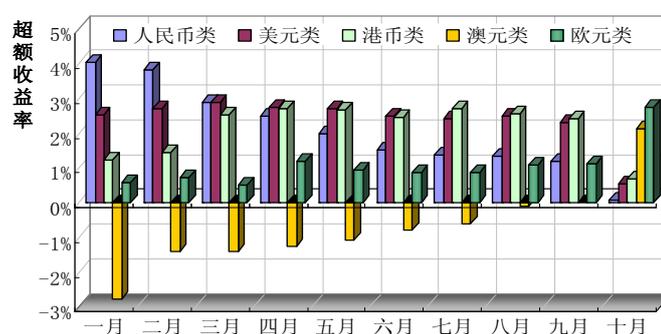
来源：中国社科院金融研究所理财产品中心

图 1 主要委托币种银行理财产品发行数量（只）（2008 年 1~10 月）

不同委托币种类型的投资价值表现出明显的时间交替性。以超额收益率（即理财产品的

评估期望收益率与同期限、同币种存款利率之差)为衡量标准观察,2008年,人民币类产品的投资价值表现出逐月下降态势,澳元类、欧元类产品则表现出上升态势,而美元类、港币类则除了10月份之外大致维持平衡。

超额收益率指标是在产品发售时给出的事前评价,如果考虑到产品的委托期限,则很容易理解期初评价结果与期中实际表现之间的对应关系。例如,在9月份以前发行的澳元类产品超额收益率都是负值,特别是在1月份尤为严重。在该类产品的运行期间,自8月份之后受澳元有效汇率水平的急促下降,部分产品的实际收益或相对澳元存款的实际超额收益都开始大幅下降,即事后印证了产品发售时的评估预期。



注:未考虑英镑、加元、日元等发行数量较少的其他币种产品。

来源:中国社科院金融研究所理财产品中心

图2 不同委托币种银行理财产品投资价值表现(2008年1~10月)

## ● 信誉水平与银行分类表现

2008年10月底至11月初,以雷曼迷你债亏损为代表的诸多不利事件使香港理财市场陷入了混乱不堪;同时一些银行在香港与大陆兜售的部分理财产品再爆严重亏损,从而也使得商业银行的信誉与理财产品表现之间的联系开始暴露在社会焦点之下。

最近两年以来,跟踪不同银行类型的理财业绩表现会发现,在最初的市场探索阶段,除了个别外资银行连续数年发行劣质产品之外,银行信誉水平对理财业绩的影响并不明显。如果以产品整体投资价值而非发行数量或资金规模等容易引起误导的指标来衡量,影响商业银行个体差异的主要因素也一直是银行的融资成本与投资便利性。

例如,在中资银行中,按照公开市场融资成本的递增顺序,国有控股银行、上市股份制银行、城市商业银行所发售的理财产品的投资价值也依次递增。外资银行由于境内投资渠道的限制,比较侧重境外结构类理财产品的发行。此类产品的收益水平主要取决于基础资产的选择与市场表现,支付条款的设置等。由于在这类产品中,较多采用了非保本的支付条款,

其主要基础资产的价格走势也普遍呈现大幅下滑态势，到严重时受境外投资银行倒闭与衍生品市场混乱的冲击也会面临交易风险，因此，其投资价值相对较低。这也是导致外资银行产品投资价值相对较低的一个主要原因。

然而，在自 2008 年以来的熊市考验之下，商业银行的信誉资质与其理财业绩开始表现出明显的相关性。从中国社科院理财产品中心的评价结果（包括压力测试）来看，一些发售银行在部分类型理财产品中所申明的信息披露和预期收益，与评估的投资价值有很大差异。再从理财产品的实际收益情况与可见的理财资金运作和平盘模式来看，除了原本评估投资价值不佳之外，在理财业务的委托代理关系中，也存在着明显的信誉问题。

可见，商业银行作为代客理财的专业机构，对理财产品的收益与风险水平应当具有专业性的甄别能力。投资者受信息不对称或理财技能的影响，往往不具备这种能力。而且，在信息披露、市场中介、理财期限等方面，银行理财产品对发售银行的要求，都不能与公募基金相提并论。

以银行 QDII 产品为例，根据最新的数据统计，各个银行之间的巨大差异以及已经暴露出来的部分银行总体 QDII 产品的深度损失，足以表明部分发售银行在风险评估与控制方面，没有表现出应有的甄别能力与信托责任。面向大众投资者，顺应金融市场形势，很多风险型的理财产品原本应当及时地收缩风险敞口。

**表 1 银行 QDII 产品净值表现（截至 2008 年 11 月 12 日）**

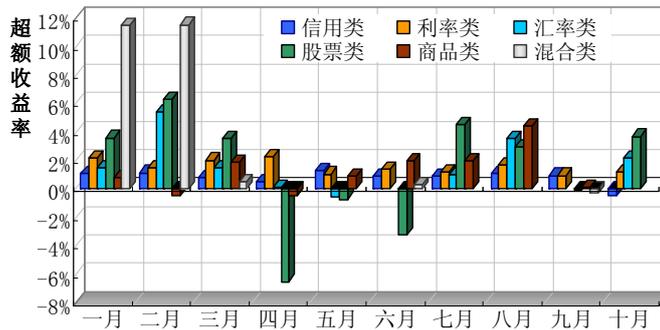
发售银行	只数	净值（中位数）	净值（最小值）
民生银行	1	0.930	0.930
农业银行	11	0.918	0.376
光大银行	3	0.907	0.543
工商银行	4	0.794	0.549
中国银行	2	0.662	0.662
北京银行	4	0.596	0.475
兴业银行	3	0.589	0.535
东亚银行	14	0.574	0.452
渣打银行	49	0.570	0.083
建设银行	2	0.549	0.523
汇丰银行	144	0.464	0.244
招商银行	7	0.452	0.382
中信银行	9	0.445	0.382

注：按照净值（中位数）从大到小排序，产品期初市值统一换算成 1。

来源：中国社科院金融研究所理财产品中心。

## ● 金融市场轮动下的分基础资产类型表现

理财产品的投资价值因基础资产类型而异。银行理财产品可以分为信用类、利率类、汇率类、股票类、商品类、保险类、混合类等七大类。其中，信用类产品是指基础资产是信用风险相对利率风险更为突出的固定收益类投资工具，如信贷资产、票据资产、金融租赁收入等。至于基础资产是国内银行间债券市场上的国债、央行票据与金融债等高信用债券的产品，则被归入利率类。（由于数据不完整，保险类产品暂且不予比较）。



来源：中国社科院金融研究所理财产品中心。

图3 六类银行理财产品表现(2008年1~10月)

理财产品的投资价值也经常因不同时期内基础资产市场的轮动表现而此起彼伏。譬如，在2007年较为盛行的股票类理财产品，到了2008年，其市场主导地位就被具有防御性投资特点的信用类和利率类产品所取代。

在2008年的不同阶段，这两类产品又因货币政策环境的变化而表现各异。自2008年下半年以来，随着央行货币政策由适度从紧转向适当从宽，放松信贷控制与降息、下调准备金等，降低了以信贷资产为主的信用类产品的投资价值，提升了以银行间债券市场投资为主的利率类产品的投资价值。

从产品的发售时机与委托期限来看，银行理财产品的中短期投资期限属性，决定了它对市场热点的不懈追逐。因此，产品创新并不会因为局部金融市场的低迷而止步。银行理财产品的创新，主要表现在基础资产大类的热点切换、细类的分散拓展，以及结构设计的灵活多样化。同样，理财投资期限所赋予的产品设计的灵活性，也对商业银行对专业甄别能力提出了更高的要求。

## 全球金融主导作用不可逆转

整体而言，银行理财产品作为一种投资理财工具，其内在价值与风险高度依赖于经济与

金融系统纵向的周期性表现。无论是理财产品设计还是投资选择，这方面的知识、技能与经验都是必备的功课。在过去一年间，全球经济与金融市场的剧烈动荡与下行趋势，给从事银行理财产品研发者或投资者上了最为生动的一课。在金融投资领域，从来没有比投资失利的惨痛教训更善于履行这种社会教育责任。

从迄今为止银行理财产品的设计特点来看，绝大多数产品都是看涨理财资金的最终投资方向。这些投资方向，已经涵盖了信用、利率、汇率、股票、商品、保险、混合等非常广泛的投资领域。对于任意投向，最终的业绩表现（收益与风险）都与宏观经济与金融市场的表现高度相关。因此，选择银行理财产品，必然需要在时间维度上将视角拉长，以便在经济金融系统的周期性往复运行中进退取舍。

如今，已经非常适宜从纵向视角来反思理财产品投资。在 2003~2007 年间，全球经济走过了一段高速发展历程，同期的国际大宗商品市场与金融市场也表现出了空前的繁荣。然而，从 2007 年 4 季度开始，乐观的经济与金融表现盛极而衰，随着美国次贷危机反复发作并演变为全球金融危机，开始转入日趋悲观的下滑趋势。

自 2004 年至今，境内外股票市场也同样走过了一段从繁荣到衰退的过程。相应地，银行理财产品的到期收益水平也几乎与此同步，从不断上升转入渐行下滑。2007 年 4 季度之后，受全球经济与金融形势的影响，一路爆发式增长的银行理财产品市场开始进入最为严峻的考验期。

对整个理财产品市场而言，冲击因素主要来自两个方面：一是基础资产市场动荡和少数产品结构设计不合理对产品投资价值的不利影响；二是投资者对一些低收益产品运作的质疑。尽管迅速采取了整顿措施，全球宏观经济与金融市场大势对于银行理财产品投资价值的主导作用仍然是不可逆转的。

而对于国内，商业银行的体制改革与业务转型，以及未来私人养老保障的需求与体制构建，仍将是中长期内促进银行理财产品市场供需两旺的两股核心驱动力。这种驱动构筑了国内理财市场的长期景气周期，不会因当前经济与金融系统短期的周期性衰退而止步。