

2008 年银行理财产品评价报告(摘要)

殷剑峰 袁增霆 王增武(《第一财经日报》2009 年 2 月 22 日)

2008 年,由美国次贷危机引发的全球金融危机不断深化。资本市场深幅下挫,商品市场超速回调,信用风险急剧提升……在剧烈变动的外部环境的影响下,国内蒸蒸日上的银行理财产品市场也不断爆发出零收益、负收益和展期等负面消息。

然而,或许与所有人想象得不一样,无论是同其他投资品种(如股票)相比,还是就其自身表现而言,逆境中的银行理财产品在总体上依然表现出较高的投资价值。盘点 2008 年理财产品的市场表现,我们可以看到,不考虑“基金系”QDII 产品,零/负收益产品的比重较低且为数不多,总体平均收益水平远高于定期存款利率、CPI 涨幅和上证指数的表现,更不乏有年收益率高达 30%的收益之星。

因其稳健和灵活的特质,银行理财产品的发行数量和募集资金非但没有减少,而是再创历史新高,募集资金超过了其他委托理财产品募集资金的总和。与此同时,发行主体不断创新设计理念。例如,为规避市场剧增的风险,在产品结构中出现了保息、止损等控制风险敞口的条款。在信息透明度方面,除少数外资银行和个别中资银行未能准确及时公布其产品信息外,理财产品信息透明度问题也得到了改善。

一、2008 年全部银行理财产品评价分析

据理财产品中心统计,2008 年 56 家商业银行共发行银行理财产品 4456 款,远高于 2007 年的发行数量,平均委托期限为 0.49 年,期望收益率和风险值分别为 4.08%和 3.3%;43 家商业银行共有 2773 款产品到期,其平均到期收益率为 4.52%,产品的最高到期收益率为 30%,最低到期收益率为-45.92%。

1. 产品数量类型:普通产品数量居多,结构产品集中于股票、商品市场

自 2006 年起,银行理财产品发售数量的季度变化几乎呈一路上涨趋势,但在 2008 年第一季度和第四季度出现小幅波动,原因在于:第一,受年初年初零/负收益事情影响,2008 年一季度产品发售数量小幅下降;第二,受全球金融危机、境外衍生品市场崩盘和国内货币政策调整影响,2008 年第四季度起理财产品发售数量减少。

纵观 2008 年的理财产品市场,普通类理财产品占据理财产品市场 90%以上的市场份额,结

构类理财产品的市场份额不足 10%；发售产品数量的月度变化呈先增后降趋势，10 月份是这一变化趋势的分水岭。

普通类理财产品的高比重和发售产品数量的下降主要源于四个方面的原因：第一，资本市场大幅调整和境外 OTC 市场崩盘致使结构类产品风险对冲工具的缺失；第二，2008 年 4 月，监管机构加强对中资银行发行高风险产品的监管力度，导致中资银行后期发行结构类产品数量甚少；第三，从供求关系来看，在资本市场大幅下挫和商品市场超速回调的双重不利因素影响下，多种投资工具缺失，低风险稳健收益的普通类理财产品受到了投资者的青睐；第四，为应对年初适度从紧的货币政策，发行主体热衷于发行挂钩信贷资产的普通类产品，但随着后期实体经济突然由热转冷，以及宏观调控政策相应的由紧转松，此类产品数量骤减。

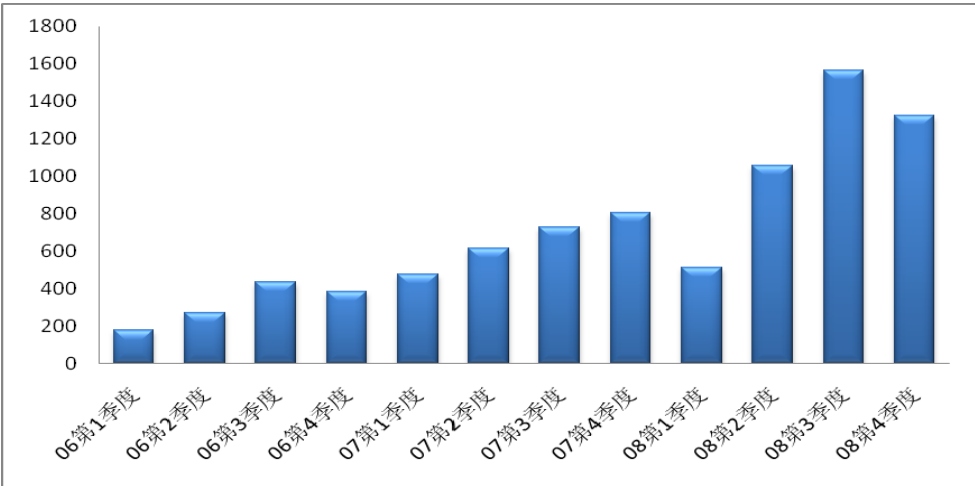


图 1 2006 年起理财产品发售数量季度时序图

就结构类理财产品而言，其基础资产以股票、商品为主，利率、汇率类相对较少。结构类产品的这种基础资产分部特征主要在于相关市场的剧烈变化。在 2008 年上半年，尽管全球股市、商品市场已显现出调整迹象，但是，由于市场充斥着牛市后期的乐观情绪，加之外资金融机构集体唱多以石油、粮食为主的商品市场，中外资银行倾向于发行看多股票和商品的理财产品。另外，一季度打新股的盛行也是股票类产品较多的原因。下半年，随着雷曼兄弟公司的倒闭和次贷危机的深化，股票市场和商品市场都经历了急速回调。在这种背景下，部分外资机构认为市场已经作出了充分调整，遂又发行了一定数量的看涨股票类理财产品。在股市、商品市场剧烈回调的同时，雷曼倒闭使得金融危机迅速从信用危机转化为流动性危机，以伦敦同业拆借市场为主的全球利率市场更是急剧变化，市场流动性剧降，信用利差飙升。同时，市场对主要国家受危机影响程度、采取救助措施的力度难以形成稳定预期，主要货币的汇率也开始呈现出方向不明的剧烈波动。基础资产市场中流动性的丧失和巨幅震荡对利率和汇率类结构产品的设计产生了严重影响，只出现

了少量以按日计息结构和期末表现参考结构为主的结构产品。

尽管结构类产品的发行量占比相较往年有较大程度下降，但是，在 2008 年，产品设计理念的创新依然不断呈现。在普通类银行理财产品方面，令人耳目一新的创新主要有：第一，实期结合的设计理念。如 2008 年中期某款挂钩红酒产品的发售，期末投资者可选择消费红酒，也可选择收取固定额度的到期收益率；第二，随息而动的支付条款。为应对 2008 年后利率高频调整的不利因素，发行主体设计了“随息而动”的支付条款，即据央行利率调整而不断调整产品的预期收益。

在结构类银行理财产品方面，值得一提的创新主要有：第一，保息条款与止损条款的设置。在产品结构中附加这两个条款是 2008 年的最新变化，前者可规避零/负收益产品的再次出现，而后者则可以对产品的风险敞口设置一个阀门；第二，浮动参数设计。为应对因某一指标过于“生硬”而造成产品收益的大幅波动，发行主体采取了浮动参数的设计理念，如浮动参与率、浮动汇率等。

2. 发行主体：中资银行重量、外资银行重质

在经过几年的快速发展之后，银行理财产品市场依然没有改变“中资重量、外资重质”的尴尬局面。中资银行除在 2008 年期初发售部分打新股和股票挂钩结构类产品外，后期鲜有结构类产品的发售，部分月份竟创下结构类产品“零发行”的记录。

2008 年后期，外资银行独揽了结构类产品的发行权，且创新不断。与此同时，在外资银行被允许推广人民币业务之后，在银行理财产品市场中，外资银行开始渗透到传统上由中资银行垄断的人民币产品。例如，东亚银行发售了 3 款挂钩信贷资产的人民币产品。

中资银行在产品创新之所以远落后于外资银行，其原因来自多方面。首先，生搬硬套和简单模仿使得发行主体在产品创新上遭遇了惨痛教训。例如，年初支付条款雷同的多款零/负收益产品，其源头均来自于境外金融机构针对境外成熟股票市场设计的一款产品。多家中资银行在引入此产品后，没有对相关基础资产（港股）和产品结构进行认真研究，仅仅简单替换了一下股票类别，并对相应参数稍加修改。随着后期港股市场的变化，此类产品均变成零收益、甚至负收益。

其次，受年初零/负收益产品事件的影响，监管机构出现了剧烈反应，对中资银行发售高风险产品加强了监控力度，甚至一度事实上禁止了相关产品的发行。

再次，受国内股票市场限制做空和金融衍生工具匮乏的制约，中资银行只能开发看涨 A 股和 B 股的理财产品，而随着市场的急转直下，此类产品已毫无生存之地。

最后，由于国内利率尚未实现市场化，信贷管制依然存在、甚至不断加强，加之国内投资者的低风险承受能力，普通类产品成为中资银行绕开各种管制、投资者获得较高收益的便捷工具。

3. 币种和期限：澳元产品荣登“新宠”，短期产品备受青睐

从投资币种来看，主要呈现三个方面的特点：第一，与往年一样，人民币产品居于主导地位。这缘于中资银行普通类理财产品的较大比重，2008 年共发售 3343 款人民币理财产品；第二，澳元产品荣登“新宠”。受商品价格飙升影响，作为“商品货币”的澳元产品数量位居“世界货币”美元之后，名列第三。不过，在 2008 年中后期，随着商品市场金融化泡沫的破灭，澳元货币也陷入了贬值通道的深渊，投资和汇率的双重损失使得澳元产品的光环逐渐消退；第四，欧元产品位居投资价值之首，缘于欧元产品多为普通类产品，且该类产品的收益稳健。

从产品的投资期限来看，为满足投资资金的高流动性，普通类理财产品以短期为主，这期限在 6 个月（含）以下的短期产品占有所有理财产品的比例高达 63%。此外，由于整个市场变动不拘，还出现了期限跨度仅为 7 天的超短期产品。这类产品在 2008 年共计发行 101 款，预期收益水平略高于 7 天通知存款。不过，在中长期产品方面也出现了一些创新。例如，受后期利率高频调整和降息预期影响，某商业银行发售多款期限在 3 年以上的中长期普通类产品，主要目的在于锁定当前的相对高收益。

结构类产品的期限跨度随基础资产的变化而变化。利率类产品以短期为主，期限多为 3 个月；汇率类产品的期限多为 3 个月或 6 个月；股票类产品的期限跨度多在 1 到 2 年之间波动；商品类产品的期限跨度普遍偏长，长者 7 年，短则 3 年。

4. 投资价值：股票/商品类产品高风险高收益，信用/利率类产品表现稳健

就各资产主类产品的投资价值而言，结构类产品与普通类产品的风险水平相当，但结构类产品的风险水平略高，其超额收益水平也较高，而此正是结构类产品的本质特性所致，详见图 2。在信用、利率、汇率、商品、股票和混合等六大类理财产品中，混合类产品总体上收益较高、风险较低，其原因在于剔除 50 款混合类产品中 13 款结构产品之后，其余多为年初发行的以股票市场为主要方向的短期普通类理财产品，如新股申购和股票型基金等。股票/商品类产品的主要特点是高风险高收益。盘点 2008 年的理财产品可以发现，最佳表现产品和最差表现产品均隶属于股票类产品，这由股票市场深幅震荡的特点和支付条款的设计所致。汇率类理财产品的投资价值适中，封顶收益条款和保息条款的设置是限制产品收益过高和风险过大的两个防火墙。至于信用/利率类产品，其主要特点是风险较低、收益稳健。

就各发行主体产品的投资价值而言，中资银行与外资银行的超额收益水平相当，外资银行的风险水平较高，原因在于外资银行多发结构类产品，且结构类产品的主要特点是高风险高收益。就中资银行而言，据发行主体投融资难易程度不同，国有控股银行、上市股份制银行和城市商业银行产品的投资价值依次增加，但城市商业银行的发售动力不足，产品数量较少。

就各投资币种产品的投资价值而言，外币产品的投资价值略高于人民币产品的投资价值，原因在于：一是人民币产品多属于普通类产品，其产品特性是低风险且收益稳健；二是年初澳元产品的爆发式增长且收益水平不俗，但后期受商品价格回调影响，“商品货币”澳元产品损失惨重；三是欧元产品表现较好，原因在于该类产品多由中资银行发售的低风险产品，且产品预期收益水平较高。

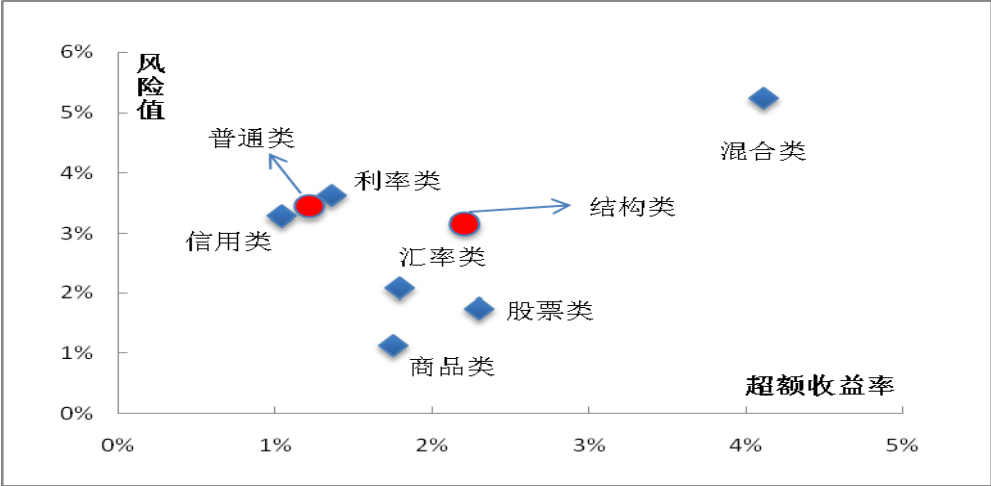


图2 2008年银行理财产品资产主类投资价值星空图

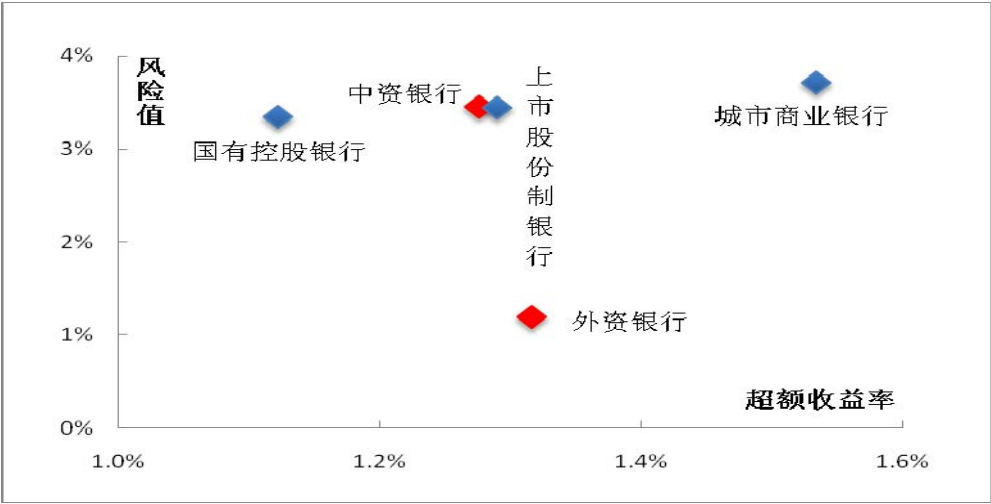


图3 银行理财产品发行主体星空图

二、2008年到期银行理财产品表现分析

理财产品的期望收益率是产品未来到期收益率的期望均值，期望收益率与风险值一起构成了判断理财产品未来投资价值的两个基本指标。理财产品的到期收益率围绕期望收益率上下变化，是期望收益率的一个具体的、事后的实现。对于任何一种金融产品，虽然我们不能以事后的到期

收益率来评论其事前是否有投资价值，不过，就市场总体而言，到期收益率依然可以反映当时市场的客观情况。

1. 收益水平：高于基准利率、CPI 涨幅和股票市场的表现

在 2008 年到期的 2773 款产品中，人民币产品达到了 2402 款，占全部到期产品的近 87%；其后依次是美元、港元、澳元等，这与发行产品结构类似。为此，这里以人民币产品为例，从事后的角度来比较银行理财产品和其他主要资产类别的投资回报情况。

对人民币产品而言，银行理财产品第一季度到期产品的收益水平较高，后期走势趋缓。由图 4 可知，理财产品收益率不仅高于同期的基准利率水平，而且远高于上证指数的表现。但受前三季度高通胀水平的影响，理财产品的收益水平低于同期的通胀水平，之后理财产品的收益水平与通胀水平形成“剪刀差”，回归常态。上述结果进一步佐证了银行理财产品的设计理念：风险收益水平介于股票和定期存款之间的多样化投融资工具。

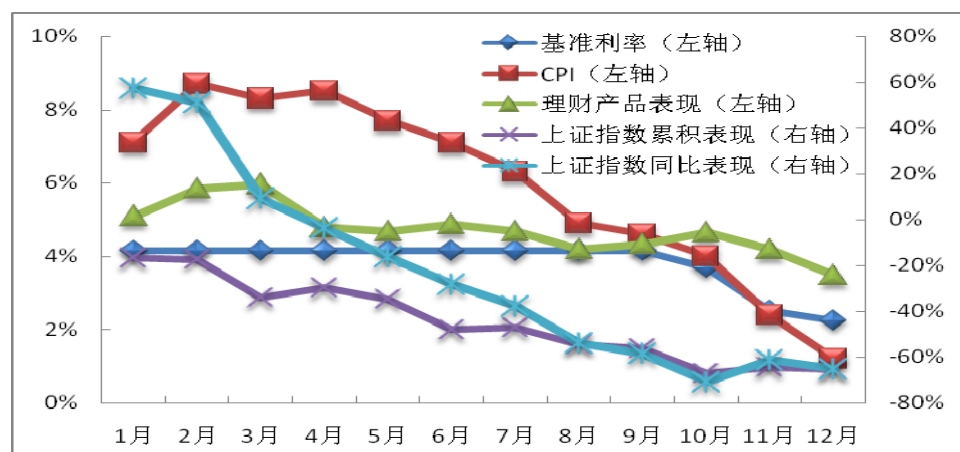


图 4 理财产品市场、基准利率、CPI 与上证指数表现的时序图

2. 零/负收益盘点：股票类人民币产品主导，上市股份制银行产品数量最多

受市场深幅调整和产品设计缺陷影响，剔除“基金系”QDII 产品，2008 年共有 34 款零/负收益到期产品。

从投资币种来看，34 款产品共有 28 款产品的投资币种为人民币，其余为美元投资产品。在 28 款人民币零/负收益产品中，结构类产品 22 款，其余为普通类产品。股票和商品是 22 款结构类产品的两类主要基础资产，其中 19 款产品挂钩股票，其他 3 款产品挂钩商品。

从发行主体来看，上市股份制银行零/负收益产品的数量最多，高达 29 款。其中，招行和民生的产品数量最多，不过，相对于与其本行发行的众多产品而言，零/负收益产品的占比实际上很低。就这类产品而言，大部分的基础资产为股票或商品，且其结构主类多为相关性或看涨。

外资银行有 2 款产品实现了零收益，二者具有相同的支付条款但投资币种有异。请注意，受公开信息透明度不高影响，外资银行到期产品数量并非全样本。

归纳起来，零/负收益产品的成因有两个方面，一是基础资产与支付条款的错配，如部分看涨基础资产的支付条款，而其基础资产的走势却一路下滑，发行主体资产管理能力欠缺和入场时机有误是导致此种现象发生的主要原因；二是监管当局的监管缺失，如部分低风险产品募集资金的较大比重却投资于股票或基金等高风险投资工具。

三、总结与展望

2008 年，受全球金融危机、国内金融管理体制缺陷以及商业银行创新能力有限等多方面因素影响，在银行理财产品市场中，曾经、并且还将继续出现零收益、负收益产品。对此，发行机构应该总结经验，监管部门应该心态平和，媒体应该全面客观。正如目下我们针对美国次贷危机所总结的那样，如果说美国是金融自由化过度，中国则是金融管制过严、创新不足。

未来，我们应该继续鼓励包括银行、基金、证券公司、保险公司、信托公司、私募投资机构等在内的各种类型的资产管理机构的发展，同时，在建设和加强基于统一的针对资产管理人监管立法框架的基础上，放松对产品和市场的管制，促进中国财富和资产管理业的发展。

1. 2008 年明星产品和明星机构

为探索未来之路，促进银行理财产品市场健康有序的发展，理财产品中心对 2008 年度的银行理财产品和发行主体进行了排名盘点。评价与排名方法汇集了理财产品中心在过去三年间对超过万只银行理财产品持续的评价分析经验。按理财产品中心的分类标准，分别选出各类产品的明星品牌。另外，据发售主体单个指标的优异表现，结合产品其它相关特性，筛选出 2008 年理财产品市场的明星机构。

2. 2008 年银行理财市场问题总结

针对银行理财产品市场上已经暴露出来的典型问题，我们概况出如下几大特征，以求解决之道。

(1) 基础资产与支付条款的错配

投资方向（即基础资产）和支付条款是决定产品收益和风险的两个主要因素。银行理财产品市场在此方面存在的主要问题包括基础资产的单一化、支付条款方向的单一化和基础资产与支付条款的错配。年初多款“零收益”、“负收益”产品和奥运前期某款挂钩农产品指数到期实现“零收益”的结构类产品，都是上述问题的主要例证。

(2) 市场时机与发行时机的选择不当

市场和发行时机的把握能力是衡量发行机构资产管理能力和产品投资价值高低的重要决定

因素。理财产品的市场时机和发行时机失误广泛存在于波动剧烈的基础资产市场和连续发行的系列产品中。如今看来，QDII 产品集体性的深度亏损的确存在对境外市场选择不当的问题；上半年多款“类基金”产品的亏损与被迫延期，似乎也同样没看准境内的市场时机。

(3) 投资收益和汇率下跌的双重亏损

理财产品的投资币种对其收益也有重要影响，主要表现为利率风险和汇率风险，前者主要针对人民币产品而言，而后者则主要针对外币产品。汇率损失主要存在于投资币种的强弱转换之际。譬如，前期一些看涨农产品价格的澳元产品，就由于农产品价格拐点出现和澳元汇率的骤然下调，出现了较大浮亏。

(4) 资金运作和投资组合的监控不力

道德风险和信用风险也是影响产品收益高低的两个主要层面。普通类产品和部分“伪”结构产品是道德风险和信用风险的多发地带，原因在于他们的资金运用方向和投资组合比例模糊不清。根据现有的公开资料推算，有家商业银行存在违反协议书的嫌疑，动用了理财产品的募集资金到二级市场上直接购买股票，致使产品到期亏损近 17%。

(5) 风险敞口和赎回条款的设置有误

博取高收益和规避高风险是设计银行理财产品的初衷，高收益来源于部分衍生品交易的高杠杆率，而固定收益证券则是规避高风险的主要投资工具。当前，风险敞口过大是“基金系”QDII 浮亏较大的一个主要原因，而由于保本或保本保息条款的设置则是少部分“银行系”QDII 投资亏损不高的一道防火墙，当然，其中也部分地缘于较大比例的固定收益证券投资。

(6) 国外冲击和国内监管的双重压力

在国际金融危机、国内监管加强和理财产品自身缺陷不断显现的三重压力下，国内理财产品市场经历了严峻的考验，主要表现为结构类产品数量的萎缩和普通类产品预期收益的不断下调。因雷曼破产而备受牵连的银行理财产品不在少数，如某款挂钩雷曼农产品指数的产品最后一个观察日的指数无法获取、某商业银行挂钩雷曼债券的普通类系列产品可能蒙受巨额损失。受国内接连降息影响，商业银行提前赎回了部分信贷类产品，致使投资者承受一定程度的再投资风险。

3. 2009 年银行理财市场前景展望

总结 2008 年银行理财产品市场的主要特点和存在问题，我们预期，2009 年理财产品市场将会延续以下四个主要趋势。

(1) 投资方向的多样化

结构类产品的投资渠道将进一步拓宽，主要表现为行业配置多样化、热点分散化和区域多元化，此举的主要目的在于分散风险和匹配支付条款，例如挂钩台湾、韩国股票与港股和美股混合

的产品增多，而挂钩商品价格的产品数量趋少等。面对国内经济增速下滑和金融危机向实体经济的逐步蔓延，债券、票据将会成为普通类产品投资方向的新宠，信贷类产品的主导地位逐步动摇，期权和期货等高风险产品进入普通类产品的投资视野，艺术品和实物与期权结合可能成为 2009 年银行理财产品投资主题的新亮点。

(2) 支付条款的复杂化

自进入 2008 年以来，结构类产品的支付条款趋于复杂。摒弃过去的单一支付条款，采用多种支付条款的混合，如按日计息和最差表现可转换型、平均绝对表现和平均表现混合型等，这种趋势将会在 2009 年得到进一步演化。为应对当前国内的降息预期，普通类产品设计了“随息而动”的支付条款，基本理念是产品的预期收益随央行贷款利率的不断调整而调整，结构化设计将会是 2009 年普通类产品设计的一大创举。

(3) 止损条款的大众化

“零收益”、“负收益”、“展期”和“巨额亏损”等“收益门事件”是 2008 年理财产品市场问题的主要表现形式，所有这些问题的背后成因均是产品设计的风险敞口过大。博取高收益、规避高风险和多样化的投融资目的是设计银行理财产品的初衷，在规避高风险这一层面上，商业银行过去考虑甚少是导致风险敞口过大的主要原因。为应对此被动局面，且迎合国内投资者的风险厌恶态度，止损和保本机制将是 2009 年银行理财市场风险控制的主要设计方式。进一步，风险承受能力较低的普通投资者可购买保本保息型产品，而非保本型产品则适合具有一定风险承受能力的合格投资者。

(4) 浮动参数的系列化

浮动参数设置的初衷是规避特定参数深幅波动的风险，涉及范围包括参与率、利率、汇率和基准。具体而言，低参与率和区间参与率是浮动参与率的两个具体表现形式；浮动利率和浮动汇率的具体形式有单向浮动和双向浮动；通常的比较基准是 100%，而未来产品的比较基准可能是 105%或基于某一参数变化而变化的浮动值，这就是所谓的浮动基准。有一点需要提醒的是“不确定性因素越多，风险越大”，浮动参数的风险防控也是发行机构不得不面对的一个现实问题。

明星品牌产品信息

发行主体	样本总量	委托期限(年)	期望收益率	超额收益率	风险值
交通银行信用类	128	0.23	3.67%	1.72%	3.23%
渣打银行利率类	51	0.60	4.28%	1.17%	3.96%
星展银行汇率类	5	0.30	3.48%	0.90%	1.88%
花旗银行股票类	14	2.46	6.03%	2.52%	1.07%

明星品牌列表

类别	发行主体	理由
信用类之星	交通银行的“保证收益”系列	2008 年，交通银行共发行信用类产品 128 款，其中大部分产品设置保息条款。综合其产品的风险、收益、流动性特性，评选其为 2008 年的信用类之星。
利率类之星	渣打银行的“利率挂钩投资账户”系列	2008 年，该系列共发行人民币、美元和欧元投资币种的产品 42 款。其结构实质是保息浮动收益类产品，受惠于其宽幅的收益通道，该类产品收益稳健，且定期每月发行两期多款。
汇率类之星	星展银行的“汇率挂钩型”系列	虽然该行的产品发售数量不多，但几乎每款产品均设置保息条款，且创新不断。据统计，2008 年该行发售一款支付条款独特的创新型理财产品。
股票类之星	花旗银行的“股票挂钩”系列	2008 年，在资本市场深幅震荡的不利环境下，花旗银行共发行 14 款股票类产品，且创新不断，如保息条款、浮动汇率等诸多条款的设置。

注：2008 年，商品市场动荡不安，挂钩此类基础资产的产品收益率普遍较低，不足以推选“明星品牌”，故略去。

明星机构列表

奖项	发行主体	理由
稳健之星	兴业银行	该行发售产品的到期收益率水平稳健，且总体收益水平排名不俗。虽无超高收益率水平的产品，但也无收益水平较低的产品。
收益之星	交通银行	从产品的到期收益率来看，交通银行以近 7% 的收益率水平稳居榜首。综合其它多种因素，故评为收益之星。
多样化之星	光大银行	在该行发行的逾 300 款产品中，每一类型的产品均有涉及。综合该行其它产品特点，故评为多样化之星。
信息透明之星	北京银行	从 2008 年的发售产品来看，北京银行的信息透明最高，信息透明产品占总体产品的 99%。综合其它多种因素，故评为信息透明之星。

明星机构基本信息

发行主体	信息透明度	超额收益	风险值	多样化	期限(年)	到期收益率
兴业银行	90%	1.55%	3.96%	66.67%	0.43	5.28%
交通银行	75%	1.35%	3.44%	83.33%	0.31	6.57%
光大银行	90%	1.70%	3.86%	100.00%	0.57	5.17%
北京银行	99%	1.49%	3.44%	50.00%	0.35	4.68%