

## 结构型产品的逆行悲剧

袁增霆 太雷（《中国外汇》2010年第6期）

2010年上半年，外币理财产品发展略有起色，但比起人民币理财产品的如火如荼，仍然显得冰火两重天，投资者还是不断听到“零收益”、“负收益”的声音。造成结构型理财产品零/负收益的原因很多，其中一些看上去很安全，但实际上与经济运行方向相悖的区间结构型产品可能最能令投资者深思。

### 时机与设计的错配

带有区间结构的产品是结构型理财产品中的一种，也是零/负收益产品的高发区。这种产品本身的设计思路并不坏，产品挂钩的标的物大都为热门资产。特有的涨跌区间的设定使得产品似乎能够使投资者无论在熊市或牛市中均可获得较高收益，外加对本金安全的保障，吸引了很多对风险承受能力并不高的投资者。

然而，对于银行理财产品中的外币结构类产品而言，最终收益不仅取决于挂钩标的资产的类别和未来走势。产品的期权结构设计、投资期限跨度、进场时机以及投资币种选择等因素都起着至关重要的作用，是否实现预期收益也是上述多种因素合力的结果。一旦产品推出时机与设计思路出现不和谐，就容易出现“零收益”。

鉴于外币理财产品多集中于汇率市场和大宗商品市场，我们通过这两类市场的具体案例分析，以进一步揭示产生零收益的原因。

### 案例一

汇率市场是外币结构型理财产品主要投资方向。然而在国际金融形势依然充满不确定性之时，一旦投资者对标的物的未来趋势发生误判，或者设计者在设计结构参数的设计时出现严重失误，都会引发零/负收益事件。

某银行于2009年5月31日推出的一款名为“涨跌双赢系列”结构型理财产品就是一个典型的例子。该款产品为保本浮动收益型产品，其投资币种为高息货币——澳元，期限为6个月。无论从标的、投资期限还有收益方式来看，这款产品都具有不错的吸引力。然而，事实却没有那么简单。

该系列产品挂钩澳元兑美元即期汇率，并设定两个参考区间：第一参考区间为期初汇率-0.04（含）至期初汇率+0.04（含）；第二参考区间为期初汇率-0.08（含）至期初汇率+0.08

(含)。投资期内，若澳元兑美元汇率始终位于第一参考区间，那么产品到期年化收益率高达 9%；如果挂钩汇率在任一时点突破第一参考区间，但始终位于第二参考区间，则到期年化收益率降为 3%。如果挂钩汇率在任一时点突破第二参考区间，那么产品到期收益为零。也就是说，该产品的收益是基于对未来澳元兑美元汇率的稳定运行。

在产品运行的 6 个月内，美元持续走弱，澳元则在数次加息的过程中保持强势。产品挂钩标的期初汇率为 0.7945，而投资期内该汇率最高升至 0.9 上方，突破了第二参考区间。因此，该款产品到期遭遇零收益。

对于此类结构的汇率挂钩产品，需考虑如下两个方面的因素：首先，美元贬值对挂钩标的的走势有影响。2009 年挂钩汇率的结构产品均以看涨澳元、港币或者欧元结构出现。然而上述产品虽然收益较高，却是一款区间型，更适于在稳定的宏观环境中投资，或者作为其他资产的一种保值的搭配。其次，尽管美元目前持续疲软，但作为全球最强势的国际货币，强势反弹的可能较大。因此，投资者应充分意识到：汇率波动瞬息万变，而结构型理财产品的投资期限相对较长，且大多都没有提前赎回条款，因此投资者一旦判断方向错误，甚至没有补救的空间。

#### 案例二

2009 年 8 月以来，全球大宗商品市场出现反弹，银行结构型理财产品的挂钩资产也多呈现普涨趋势，如看涨矿产资源类股票或大宗商品价格，其中尤其以黄金为甚。2009 年 10 月份，国际黄金价格出现了一波急速拉升的行情。然而一些投资者发现，尽管自己购买的银行理财产品与黄金挂钩，但是依然暴出零收益。这又是区间型产品的“杰作”。2009 年 8 月底某银行发行的一款挂钩黄金的“双区间触发”产品就是一款典型的区间型结构化理财产品。其投资币种依然为澳元，投资期限为 6 个月，收益类型为保本浮动收益型，挂钩黄金现货价格。

从产品结构来看，黄金价格在投资期内只要保持稳定，无论涨跌，投资者均可获得 8% 的年化收益率。这充分体现了产品设计者对金价小幅波动、震荡走势的预判。该产品期初价格为 954 美元，设置 894~1014 美元为第一参考区间，954~1074 美元为第二参考区间。产品管理期间，由于美元持续走弱，投资者购买黄金资产的热情不断高涨。而全球发达国家的经济刺激政策又产生了大规模流动性，从而导致黄金价格飙升至 1200 美元/盎司上方，突破了第二参考区间，以至于该款产品遭遇零收益。

该产品失利原因有三：首先，期权结构因素。该产品是区间结构，用以捕捉黄金价格的短期波动从而获得高收益，显然缺乏对黄金市场大势的证券判断，从而导致结构失效。而此类产品在 2009 年同期曾十分流行；其次，进场时机判断因素。出现问题的产品其发行时，

全球流动性旺盛，美元持续走低，市场对二次探底忧虑重重，因此也正值金价大涨的起点；最后，区间宽度因素。区间宽度设置过窄的产品极易受到标的资产剧烈波动的影响。当然，这也从某种程度上反映出产品发行机构当时对黄金价格的判断与市场实际情况有较大出入。

“零收益”或延续？

无论从历史和未来趋势看，结构性理财产品也许都无法再短期内告别“零收益”。据社科院金融产品中心统计，2009年共有541款外币产品到期，其中零/负收益产品达49款，占比近1/10。其中，美元类产品居外币到期产品数量之首，零/负收益产品数量和零/负收益产品比例均为最高。

从发行主体方面看，上市股份制银行到期产品数量最多，零/负收益产品数量也居首位；国有控股类产品零/负收益比例为27%，到期实际收益仅为1.63%，外资银行类产品尽管到期实际收益达到7.12%，但零/负收益比例仅次于上市股份制银行，位居第二。从资产类型方面，零/负收益产品集中于股票、商品两大领域。结构类产品到期数量远低于普通类产品，平均期限高于普通类产品，到期实际收益略低于普通类产品，零/负收益产品均为结构型理财产品（见表）。

**2009年外币到期产品基本信息表**

分类属性		产品数量 (款)	委托期限 (年)	名义到期收 益	零/负收益产 品数量(款)	零/负收 益比例
委托币种	美元类	292	0.73	3.34%	30	10.3%
	港币类	88	0.59	2.34%	9	10.2%
	澳元类	80	0.53	4.36%	6	7.5%
	欧元类	65	0.45	3.04%	4	6.2%
	英镑类	12	0.44	4.84%	0	0.0%
	其他外币类	4	0.67	3.23%	0	0.0%
发行主体	国有控股类	71	0.68	1.43%	19	26.8%
	上市股份类	291	0.65	3.72%	24	8.2%
	城市商业类	155	0.54	3.02%	1	0.6%
	外资银行类	24	0.99	7.12%	5	20.8%
资产类型	股票类	42	1.68	1.76%	25	59.5%
	商品类	33	1.02	2.27%	24	72.7%
	利率类	413	0.49	3.50%	0	0.0%
	汇率类	10	0.64	2.91%	0	0.0%
	信用类	7	0.54	1.28%	0	0.0%
	混合类	13	0.76	4.01%	0	0.0%
结构类型	结构类	94	1.26	2.52%	49	52.1%
	普通类	428	0.54	3.58%	0	0.0%

数据来源：中国社会科学院金融研究所金融产品中心

2010 年年上半年，结构型理财产品一度初现暖意，但是从上述分析以及未来经济走势来看，下一轮产品到期时能否摆脱噩梦依然存疑。首先，汇率市场上欧洲诸国深陷债务危机，欧元长期走弱已然确立；2 年来持续坚挺的澳元市场也已传来做空之声。从大宗商品市场上看，4 月~5 月黄金价格在欧洲主权债务危机的推动下继续出人意料的快速上涨，逼近 2009 年的历史高点，去年对于 2010 年黄金市场“震荡市”的预判是否准确或许很快将见分晓，一批年初上市挂钩黄金的结构型产品能否一扫上一轮的颓势也有待市场检验。可以说，目前结构型产品又到了一个十字路口，对投资者也是一个严峻的考验。

#### 看清方向 配置至上

如上所述，结构型理财产品对经济波动十分敏感。当经济复苏走到“十字路口”时，一切似乎都失去了方向。实际上，金融市场瞬息万变，零/负收益在所难免，投资者必须认识到收益与风险是并存的，应当正确审视自身的风险承受能力，合理配置高风险资产和低风险资产的比例，才能在充满风险的市场中取胜。

看清趋势，认准方向。目前，从 GDP 增长、通货膨胀预期和资产价格波动这三大宏观经济指标来看，未来经济发展可能呈现以下三种趋势中的一种：1、无明显的 CPI 通胀和资产价格泡沫；2、资产价格泡沫升高而 CPI 保持相对温和；3、通货膨胀快速抬头而资产价格升幅有限。但是对于投资者来说，无论哪种结果出现，抓住进场时机，购买设计合理的结构模式以及选择恰当的投资期限，将成为未来理财产品市场的一个重点。尤其是对风险承受能力较低的投资者，应该尽量选择有保本或保息机制的产品，或者选择相对稳健的固定收益类产品。莫因很高的预期收益而去选择较高的风险。

注意风险，把握配置。2010 年下半年，在通胀预期加强、各国的经济刺激政策悄然退出的背景下，投资结构型理财产品应坚持三大原则：首先，认清期权结构原则。历次出现问题的结构产品不只是结构设计瑕疵，更多的是投资者没有充分了解产品结构，未能使自己对标的未来走势的预期与产品结构设计的方向相一致所导致的投资失败。因此，投资者在了解产品预期收益的同时，更要关注产品结构设计方面的信息；其次，谨慎进场时机原则。投资者在购买产品时应以自身风险偏好为基础，明确认识自己是风险偏好型还是风险厌恶型，并在追逐投资热点的同时持有足够的流动性较强的资产；最后是选择保本保息原则。如上所述，银行理财产品毕竟不等同于银行存款，零/负收益的情况并不少见。

当投资者对产品设计与自身风险承受能力了解充分之后，还应做好多元化投资。毕竟，谁也不可能对宏观经济的走势做出精确的判断。因此，在购买结构型理财产品的同时，有条件的投资者还应当购买其他类型的投资品以防止风险。例如，当投资者持有挂钩美元汇率的

保本型区间结构理财产品时，不妨同时购买一些相关的货币资产。这样，无论市场是单边上涨、下跌还是震荡，都可以取得稳健的收益。

总之，当产品走错方向之时，就是悲剧发生之时。如果投资者也同样判断错了方向，并选择错了产品，那就真的是是悲剧上的悲剧了。