

台湾地区结构型商品市场发展特点及启示

王增武、李昂；《银行家》2013年第11期

本文旨在综述台湾结构化产品的定义、分类、和发展情况，在此基础上给出对国内银行理财产品市场发展的借鉴意义。

一、定义分类

2011年3月17日，财团法人中华民国证券柜台买卖中心颁布证券商营业处所经营衍生品金融商品交易业务规则，其中关于结构型商品¹的定义系指证券商销售一结合固定收益和衍生性金融商品之组合式契约，结构型商品的具体连结标的参见表1，结构化产品的委托期限不得超过10年。

按产品到期是否保本分类，可将结构化产品分为100%保本型、部分保本型和非保本型产品，其中100%保本型产品系指到期至少保证将投资本金退还给投资者；部分保本型产品到期本金偿付额不得低于本金的80%；非保本型产品到期最高损失为全部本金。三点注释：

其一，100%保本型和部分保本型产品统称为保本型产品。

其二，规定保本型产品到期必须全额支付投资者本金。

其三，保本型产品的委托期限介于一个月至十年之间。

按产品隐含风险不同分类，可将产品分为利率、汇率、股票、商品、信用类产品（简称“五类”），其他契约如气候、指数及未在上述五类之其他衍生品性商品交易，归于“其他”产品类。四点说明：

第一，对复合型衍生性金融商品，应分辨其隐含风险并分别进行归类。对确实无法区分者，按其主要隐含风险进行归类。

第二，利率类产品仅指单一币种利率相关产品，涉及两种币种以上之契约均归为汇率类产品。

第三，与黄金有关的衍生品性商品投资归为商品类产品。

¹ 台湾地区将“Structured notes/products”翻译为“结构型商品”，国内通用译法为“结构化产品”或“结构化票据”。为不影响大家的阅读习惯，在此我们采用国内通用译法。除定义外，在其他叙述中，我们一般都采用国内通用译法，在此特别声明。

第四,信用类产品的投资方向是信用衍生性商品,意思为依国内金融市场之规则或实务,其价值衍生自标的信用之衍生型金融商品。其中标的信用指政府或企业、政府或企业之债务、各类证券化商品的违约风险、信用利差风险及信用评等降级风险。

按发行主体不同,分为银行系、券商系、保险系和基金系结构型商品。券商系中具有结构化产品发售资格的机构有:凯基证券、大华证券、元大证券、宝来证券、永丰金证券、日盛证券、兆丰证券、群益证券、富邦证券、元富证券、统一证券、第一金证券、国泰证券、康和证券、玉山证券、花旗证券、国票证券、大众证券、宏远证券、台湾工银证券、华南永昌证券。

表 1 券商经营结构型商品连结标的资产范围

类别	连结标的资产范围明细
国内部分	得为发行上市(柜)认购(售)权证标的之上市(柜)股票或其组、指数股票型基金证券投资信托基金以及台湾存托凭证。 政府、企业或其债务以及各类证券化商品之信用 台湾证券交易所或本中心公布之各类指数 公开募集之证券投资信托基金受益凭证 各项利率形态商品或指标 台湾期货交易所各类期货或选择契约 上述连结标的之组合
国外部分	外国有价证券 外国股价指数及期货指数 外国利率指标 上述连结标的之组合

注:国外连结标的之外国有价证券,应符合主管机关所订证券商自行买卖外国有价证券之范围,或经其他主管机关核定者。如不得连结大陆地区股价指数、股价指数期货、摩根台指期货、大陆地区债券及货币市场利率指标等。

二、发展概览

截至 2011 年 11 月,银行系、券商系、保险系和基金系(简称“四系”)结构化产品的存量规模为 0.87 万亿元新台币²,约占台湾 2011 年第三季度 GDP 3.5 万亿的 25%强。经测算,2007 年至 2011 年“四系”结构化产品的发售数量逾 120 万款,其中券商系结构化产品的发售数量为 3.5 万款。2011 年,“四系”结构化产品的发售数量为 13.9 万款,其中券商系的发售数量为 5718 款。

1. 存量: 保险系后来居上, 股票类产品独步天下

² 除特别说明,币种单位均为新台币。

按机构分类，台湾结构化产品市场历年存量规模的主要特点（参见图1）：第一，基金系产品规模逐步萎缩，保险系产品规模逐年递增，银行系产品规模平稳运行，券商系产品规模占比较小；第二，银行系、基金系和保险系涉及所有五类产品的发售，券商系只涉及利率、股票和信用类产品的发售；第三，银行系以利率和汇率类产品为主，券商系产品中股票类产品略占优势，保险系以股票类产品为主，基金系在2007年以前主打信用类产品，之后主打股票类产品。

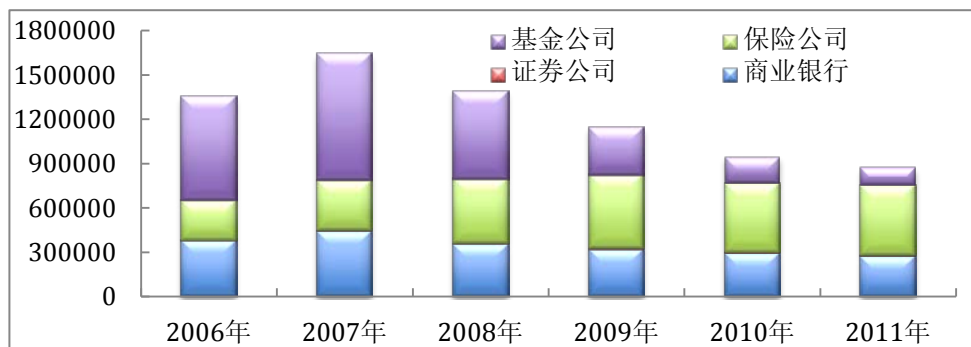


图1 台湾结构化产品存量规模[按机构分类] (单位：百万)

数据来源：台湾证券柜台买卖中心，中国社科院陆家嘴研究基地金融产品中心。

按投资方向分类，台湾结构化产品市场历年存量规模的主要特点（参见图2）：其一，股票类和利率类产品“双雄称霸”，主要原因在于“四系”都涉及股票类产品的发售，利率类产品是银行系的主打产品；其二，2008年大宗商品市场“过山车式”的精彩表演激发大宗商品市场参与方的避险情绪，所以2008年商品类产品占据结构化产品市场的一席之地；其三，随着由美国次贷危机引发的全球金融危机爆发，信用类产品在2006年和2007年达到峰值后明显回落。

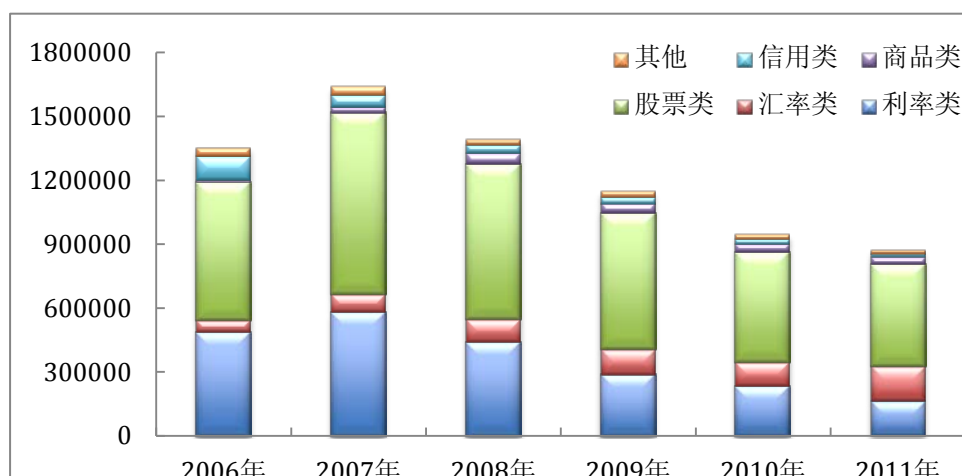


图2 台湾结构化产品存量规模[按投资方向分类] (单位：百万)

数据来源：台湾证券柜台买卖中心，中国社科院陆家嘴研究基地金融产品中心。

2. 流量：银行系一统天下，汇率类独孤求败

按发行主体分类，结构化产品市场历年成交量的基本特点为（参见图 3）：第一，虽然结构化产品市场余额呈逐年回落态势，但结构化产品市场的成交量却表现出逐年递增趋势，这表明结构化产品市场的委托期限逐年缩短；第二，银行系和券商系产品成交额几乎呈逐年递增态势，基金系产品与银行系产品成交量走势恰恰相反，保险系产品成交量在 2008 年表现较为突出；第三，银行系产品中汇率类产品的成交量最大，券商系产品中以利率和股票类产品为主，保险系产品中以股票类产品为主，保险系产品在发售前期几乎涉及所有类型产品的发售，后期仅发售利率和股票类产品。

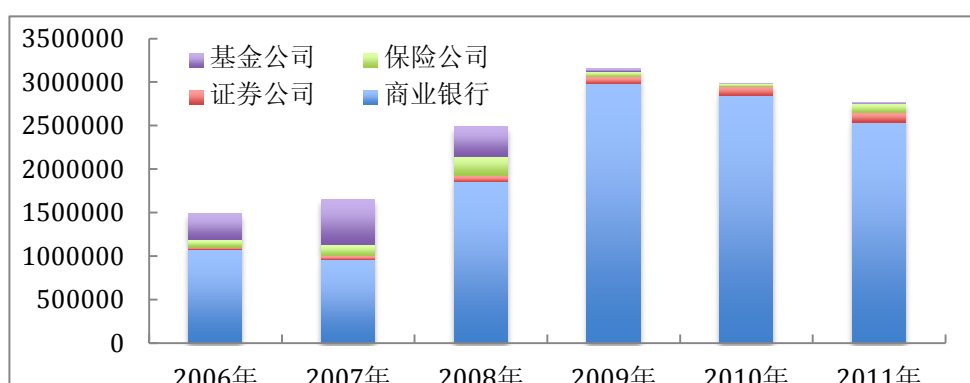


图 3 台湾结构化产品流量规模[按机构分类] (单位：百万)

数据来源：台湾证券柜台买卖中心，中国社科院陆家嘴研究基地金融产品中心。

按投资方向分类，结构化产品市场成交量方面的主要特点有二（参见图 4）：其一，汇率产品成交量占历年产品成交总量 70% 强之多且逐年递增，而股票类产品的成交额却逐年递减，结合前述的存量表现知汇率类产品的存续期限较短，基本在一年以下，而股票类产品的存续期限则较长，有的甚至高于五年；其二，利率类产品基本处于低位平稳成交状态，股票类和汇率类产品成交量呈逐年递减态势，而商品类产品却呈逐年递增态势。

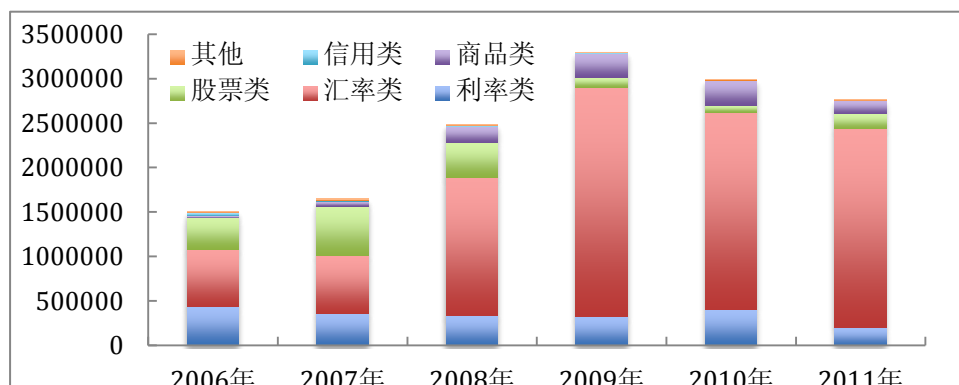


图 4 台湾结构化产品流量规模[按投资方向分类] (单位：百万)

数据来源：台湾证券柜台买卖中心，中国社科院陆家嘴研究基地金融产品中心。

3. 产品特点：银行系、券商系和保险系各具特色

银行系³主打境外结构型商品、双币超利账户和“组合式商品”，其中双币超利存款本质与通常意义的“双币存款”以及2002年中国银行发售的“两得宝”产品并无二致，境外结构型商品与“组合商品”的本质都是结构化产品，只是投资方向分别是境外资产和境内资产而已。

券商系⁴主打股票连结产品（ELN）和保本型产品（PGN），其中ELN的主要策略有三：一是看多型；二是看跌型，当基础资产跌幅超过临界值时，产品收益将与基础资产期末表现与期初表现的比值挂钩；三是用低成本买进股票，逢高可获利出手的投资策略，本质如同“Accumulator”的操作思路。保本型产品有看多保本和看跌保本两种策略，其中看多（看跌）保本的操作手法是买进零息债券的同时买进看涨（看跌）期权。

保险系主要以发售结构型债券为主，本质同结构化产品，只不过发售渠道是通过保险公司进行的。台湾人寿主打新优利年年变额年金保险和新富贵年年变额年金保险系列产品，目前两个系列都处于停售状态，由于产品的个性化太强，在此我们仅以该公司最近发售的2011年第1期结构型债券（瑞银6年期指数连结之澳币结构型债券）为例来展示结构化产品的具体特点：

第一，产品期限为6年，到期保本率为100%，挂钩标的为韩国KOSPI200指数。

第二，产品存续期的第一至第五年支付投资者6.20%的定额利息，第六年末如果挂钩标的的期末价格不小于挂钩标的的期初价格，则除支付投资者6.20%的定额利息外，还支付投资者0.5%的超额回报，否则第六年产品收益为6.20%的固定收益。

总结本款产品我们可以发现，该款产品与挂钩标的的仅有一点关系，即当挂钩标的的期末表现大于期初表现时，发行主体将支付投资者0.5%的超额收益，否则将超额收益为零，意义何在？

三、国内启示

台湾个人理财市场起步远远早于国内个人理财市场，从台湾证券柜台买卖中心颁布相关法律法规的时间来看，台湾个人理财产品市场的规范发展应起始于2004年，当时国内个人理财产品刚刚起步，目前正跨步进入发展期。所以总结台湾结构化产品市场的发展对国内银行理财产品市场的发展具有重要借鉴意义：

³ 以奥盛银行为例。

⁴ 以宝来证券为例。

第一，功能监管的组织架构，“四系”的结构化产品市场发展遵守相同监管规则，同时采取相同的分类方法和评级评价制度。

第二，详尽及时的报表制度，除前述的余额明细和资金运用明细表外，还有衍生品避险交易报表明细，涉及场内和场外交易、期权和期货交易、国内客户和国际客户等多个方面。

第三，国际评级机构评级导向的分类监管制度，相关机构只要符合条件均可申请金融衍生品交易资格，但衍生品交易额度据国际评级机构的评级确定。同时实行保证金制度。

第四，严格的销售从业制度，除前述罗列的相关条件外，还实施专门的考试制度。