2008 银行理财产品评价报告

银行理财产品评价报告(2008)

2007年注定是一个不平静的年份。在国外,随着美国次贷危机的爆发,主要股市纷纷暴跌,所谓的"加息周期"也戛然而止;在国内,对经济过热和通货膨胀的过度担忧使得紧缩政策频繁出台,上涨过快的A股市场惨跌,昔日"流动性过剩"的银行业则因"脱媒"和紧缩的压力而变得捉襟见肘。

在这种背景下,作为近些年中国金融创新的主力军,银行理财产品出现了一些新的特点。在产品类型方面,信贷资产类和打新股银行理财产品迅速增加,而联接境外股票、商品、利率和汇率的产品出现了大面积的低收益、零收益,甚至是负收益现象;在发行银行方面,不仅中资银行暴露出产品设计方面的缺陷,甚至因此引发了纠纷,外资银行的产品也表现出结构设计越来越复杂,产品的投资价值却越来越不尽如人意的现象。此外,银行在发行理财产品的过程中依然没有及时、充分地披露相关信息,尤其以外资银行的信息不透明程度最甚。

综合看来,当前制约银行理财市场发展的主要因素还是在于三个方面:中资银行的自主创新能力匮乏,信息透明度不高,据以创新的人民币衍生品市场和基础证券市场残缺不全。为了推动中国的金融创新和金融改革,形成以自主创新为主导的经济、金融发展新格局,未来需要继续放松管制,鼓励创新,同时要加强理财市场的监管,提高信息透明度,并大力发展人民币衍生产品市场和包括股票、债券和资产支撑证券在内的基础证券市场。

2007年银行理财产品发展特点分析

国内外宏观环境的不利变化并未减慢银行理财产品的发行速度,相反,继2006年实现了几近翻番的高速增长之后,2007年产品的发行数量(只)呈现出爆发性的增长。图1显示,2007年人民币产品发行了1302只,外币产品发行了1760只,均远超过2006年的水平。虽然这其中存在着重复统计的问题,例如,联接同种基础资产、结构完全相同的产品在不同时期发行或由不同银行发行都会被统计为不同的产品,或者,基础资产、结构都完全相同的产品只是因个别条款(如期限、币种)的不同而被统计为不同的产品,但这依然不能掩盖市场高速发展的事实。

目前银行理财产品数量众多、种类烦杂,因此,在研究市场发展特点和实施评价产品之前,必须首先对产品进行一个科学的分类。除了按照币种、期限等进行划分之外,我们对银行理财产品采取了两种相互关联的分类方法:第一,按照产品投资或联接的基础资产,可以将银行理财产品分为股票、信用、利率、汇率、商品和混合(同时有几种基础资产)等六大类,未来随着银行保险产品的发展,还将加入以保险为基础资产的产品;第二,按照产品是否嵌入了衍生品,可以将银行理财产品分为普通产品和结构产品两大类,其中,结构产品又可以有很多种。目前,我们已经在诸多复杂结构中提取了8类基本结构和上百种衍生结构,对其进行了编程实现,形成了产品样本库。这将为今后的产品评价和设计带来极大的方便。

执笔:殷剑峰
中国社科院金融所"理财评价与设计"团队
2008年2月
指导:李扬 王国刚
主要成员:殷剑峰 袁增霆 黄国平 王增武

1.人民币产品特点

2007年人民币理财产品的大发展来自于三方面因素:其一,受宏观紧缩政策影响,以信贷资产为基础资产的理财产品迅速发展,这些产品推动了中国私募性质的资产证券化的发展;其二,随着新股发行的加快,在中国股票发行制度缺陷造成的巨大一、二级市场价差的刺激下,打新股产品迅速增加;其三,银信合作加强,银行和信托联合推出的产品主要就集中在信贷资产类和打新股产品上。

2007年人民币银行理财产品分类占比(%)

按基础资产		按银行类型		按业务模式		按期限	
信用	32.17	上市股份制银行	56.97	信托	47.09	一年以内(含一年)	70.50
股票	24.58	国有控股银行	22.66	自营	43.71	两年以内(含两年)	19.74
利率	17.83	外资银行	10.41	QDII	9.20	两年以上	4.22
混合	13.21	未上市银行、信用社	9.80	——	——	不明	5.54
其他	12.21	——	——	——	——	——	——

注:"国有控股银行"包括工商银行、农业银行、中国银行、建设银行、交通银行等五家银行;"上市股份制银行"指在A股上市、但不包括国有控股银行在内的其他股份制银行;按基础资产分类中的"其他"主要包括汇率联接、商品联接和基础资产不详的产品;产品统计按发行数量(只),以下各图表均相同。

(1)产品类型:信用、股票产品居主导,其他类别产品份额减少、甚至绝对萎缩

从基础资产类型看,2007年的一个显著特点就是,基于信用产品(信贷、信用风险债券、违约事件等)和股票产品(境内外股票、股票组合、股票指数等)显著增加,而往年较多的汇率产品不仅份额下降,发行数量也显著减少。在2007的人民币产品中,信用、股票类产品的数量分据第一、第二位,两类产品的数量合计占到57%强。实际上,在混合类产品中,其基础资产也是以股票和其他类资产的混合为主。这样,在2007年人民币产品中,与信用和股票相关的产品数量达到了70%左右。

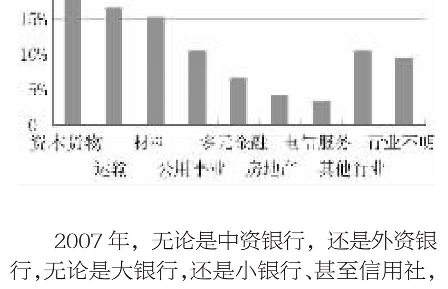
2007年人民币产品的一大特点就是出现了大量的打新股产品,这是股票类产品增加的最重要原因。在2006年,打新股产品只有区区10只左右,而在2007年,这类产品迅速膨胀到150只以上,占人民币股票产品的比重高达47%。数目众多的打新股产品属于中国特色,它在本质上反映了我国新股发行制度的三大缺陷:询价制度流于形式导致"新股不败"、发行过程过度向机构投资者倾斜、以资金多少作为配售依据,这些缺陷使得积少成多、获取一、二级市场超额收益的打新股产品深受欢迎。事实上,除极个别案例之外,这些产品的收益也确实不错。

在人民币股票类产品中,发行数量仅次于打新股产品的就是联接境外股票的产品。2006年,这类产品稳居股票类产品的第一位(占比64%),但在2007年,因打新股产品的膨胀,这类产品占比下降到46%。从基础资产的进一步分类看,联接的股票、股票组合、股票指数或基金主要来自香港股票市场,其后依次是美国股票市场、日本股票市场、欧洲股票市场等。受次贷危机影响,加上部分银行的设计能力问题、甚至是道德风险问题,这类产品出现了较多的低收益、零收益现象。不过,从金融创新的角度看,这类产品的创新程度远强于打新股产品。随着各国股市由强转弱,联接境外股票的产品出现了众多看跌结构的复杂设计,如:极端表现之差型、绝对最差表现型、平均最差表现参考型等等,这些具有看跌性质的产品有些对投资者来说具有较高的投资价值,有些则对发行银行自身实施了过多的保护,从而对投资者来说并非好产品。

除了打新股和联接境外股票的产品外,尚有少量的与境内A股和B股联接的产品。这类产品虽然数量少,但其意义重大。在2007年前,通过银行理财产品,银行的业务范围至少在产品这个层面已经扩展到除境内股票二级市场之外的所有境内、外证券、商品市场。随着2007年联接境内A股和B股产品的出现,这就意味着国内银行业已经可以通过理财产品间接地介入到境内股票二级市场,从而朝着事实上的混业经营又迈出了一大步。

(2)银行类型:中资银行的积极性明显提升,但中资银行重数量、外资银行重设计的局面未改

人民币信贷产品的行业结构 图1



2007年,无论是中资银行,还是外资银行,无论是大银行,还是小银行、甚至信用社,都表现出发展理财产品的积极性。从银行类型看,与往年一样,上市股份制银行依然是市场发展的最主要推动力,其产品份额占到一半以上;国家控股银行发行的产品数量也有大幅度增加,但因其他机构增速更高,其份额没有显著变化;最值得关注的是未上市银行、信用社,2007年这些中小金融机构发行的产品份额占到了9.8%,而在2006年不足1%。全部中资银行发行的产品占到近90%,数量远远高于外资银行。

与以上分析的特点一相对应,中资银行积极性的提高和产品数量的增长主要体现在以信贷资产为主的信用产品和以打新股为主的股票产品方面。从这两类产品的发行银行看,无一例外都是中资银行,按发行数量多少也都依次是上市股份制银行、国家控股银行和未上市银行、信用社。

由于存在外部信用支撑(担保、保本)的产品占到信贷产品的60%强,中资银行发行信贷类产品主要目的之一在于获得流动性。从这类产品的银行分布看,建设银行的占比最多,超过全部有担保和/或保本产品的三分之一,其后依次是北京银行、光大银行、招商银行等。进一步考察信用支撑的来源可以看到,除建设银行、鄞州农村合作银行、上海银行完全是由本行承担保本责任之外,其他银行均采用了不同比例的外部信用增级,全部外部信用增级占信用支撑信贷产品的比重为60%。如果进一步看提供外部信用增级的机构,则可以发现,近76%的信用增级来自国家开发银行。除了获得流动性外,转移信用风险也是中资银行发行信贷产品的主要目的。在占信贷产品比重近40%的无担保和/或保本产品中,光大、招商、浙商、建设、中国、民生等六家银行的发行数量达到了91%。对于这些信贷产品,在我们的评价中,除了要分析信贷资产本身的信用风险之外,还将综合考虑信用支撑的类型和信用增级的机构。

在信贷资产类产品之外,完全由中资银行一统天下的产品就是打新股类产品。由于国内新股发行制度缺陷所导致的一、二级市场巨大价差,加之2007年新股发行的数量和募集资金都远远超过了往年,这类产品为中资银行理财产品总体投资价值的上升作出了重要贡献。

不过,在市场讯息万变的金融全球化和自由化时代,未雨绸缪总是必要的。如果未来新股发行制度的改革获得实质性进展,或者,未来新股发行因二级市场进入熊市而萎缩,产品设计能力跟不上将会极大地影响中资银行理财产品的发展。

与以上两类产品不同,联接境外股票的人民币产品以外资银行为主,其份额占到该类产品的41%强。虽然上市股份制银行的这类产品也不少(占比38.46%),但是,由于中资银行难以直接参与到境外衍生品市场和产品设计能力更不上,其发行产品多半是购自外资银行。换言之,该类产品几乎都是外资银行直接或通过中资银行间接发行的。这种格局不仅制约了中资银行的产品创新,而且,在我们评价的过程中,还发现一个重要现象,在同类产品中,中资银行的产品表现较外资银行相对较差。不仅总体的收益低于外资银行,而且,出现负超额收益(期望收益低于相应存款利率)的产品数量也多于外资银行。这应该表明,创新是"买"不来的。

(3)业务模式和期限:银信合作强化,短期产品居多,长期产品依赖高端客户

信贷类产品和打新股产品是推动中资银行理财产品乃至整个人民币产品高速发展的主要因素,而这两类产品的大量出现又离不开商业银行与信托公司之间的合作。以理财产品背后的业务模式看,2007年采用信托模式的产品已经占到全部人民币产品的47%强,以往甚行的银行自营模式相对萎缩。此外,随着QDII政策的推出,银行QDII产品也迅速增长。不幸的是,受次贷危机影响,QDII产品的收益普遍令人难以忍受。

银信合作的加强主要来自于两方面的原因:其一,银行需要利用信托机制来实现信贷资产的表外隔离,同时,通过信托可以介入到境内股票一级市场和二级市场;其二,就信托公司而言,通过与银行合作可以获得原先难以企及的广大的销售网络。此外,银行和信托公司在不同领域的知识和经验积累也具有互补性。

人民币理财产品另一个特点就是依然以短期品种为主,一年及一年以内的产品占到全部产品的70%强,两年以上的长期品种只占不到5%。通过对长、短期理财品种的比较可以发现,前者具有几个较为鲜明的特点:第一,起始委托金额较高,动辄10余万直至50万元人民币,这说明银行长期、稳定的理财客户主要是资金富裕的高端客户;第二,外资银行发行的联接境外资产的产品较多,这一方面是外资银行争夺高端客户的反映,另一方面也表明境内基础资产市场存在诸多问题,如行政管制过度使得金融资产品种匮乏,而金融资产的供不应求又导致价格涨幅过高等等;第三,QDII产品较多,这与QDII主要针对高端客户和其直接投资境外资产市场的业务模式相关。

2.外币产品特点

2007年外币产品的特点与往年类似。普通型产品的数量依然庞大,而这类产品几乎全是中资银行发行的。在去除普通产品后的结构产品中,表现出两个特点:股票类产品居多,外资银行占主导。

(1)产品类型:普通产品居主导,结构产品中股票联接产品占据半壁江山

与人民币理财产品以信用类(主要是信贷类)和股票类结构产品为主不同,在2007年的外币理财产品中,普通类产品的占比超过了70%。在剩下不到30%的外币产品中,股票联接产品占了13%强。由于混合类产品的基础资产主要是股票和其他资产(商品、信用风险债券等)的组合,因此,与股票相关的产品占到全部结构产品的一半以上。至于同利率、商品、汇率等联接的产品,其份额乃至数量都较2006年有所下降。

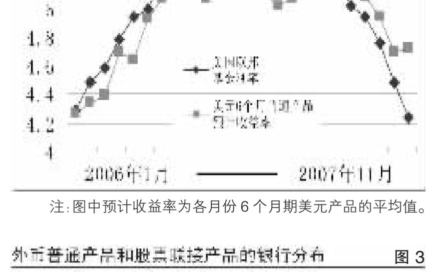
在外币产品中占绝对主导地位的普通产品,其设计简单,或更准确地说,并无任何需要设计的地方。这类产品的吸引力主要来自国内的双轨制利率体系:通过理财产品的发行,可以积聚较小金额的外币存款,获得高于小额外币存款、业已市场化的大额外币存款利率。就此而言,图2以6个月美元普通产品为例反映了这类产品预计收益率(发行银行公布)的变化情况。由于美元普通产品的预计收益率是以市场化的大额美元存款利率为定价基准,后者又紧随美国联邦基金利率,因此,从图2中可以看到,在美联储加息、观望和降息的货币政策操作过程中,预计收益率也呈现出类似于美国联邦基金利率的变化。有意思的是,在加息和美国联邦基金利率维持在5.25%期间,6个月美元普通产品的预计收益率低于美国联邦基金利率。而当美联储自2007年8月份开始降息的时候,预计收益率却超过了美国联邦基金利率。这种现象表明,银行发行普通外币产品主要依靠承诺较高的收益率,而在美联储降息以至于外币基准利率下降时,考虑到人民币存在较为确定的升值趋势,为保持这类产品的顺利发行,银行不得不将承诺收益抬高到基准利率之上。

在外币结构产品中占据半壁江山的股票联接产品,其基础资产与人民币股票联接产品明显不同。在这类外币产品联接的基础资产中,境外股票占比高达91%;与境内股票相联接的只有少量的B股产品(占比2%),以及少量同时联接A股和境外股票的产品(1%);另外,基础资产不明确的产品有6%。

(2)银行类型:中资银行以普通产品为主,与人民币产品一样,依然呈现中资银行重数量、外资银行重设计的格局

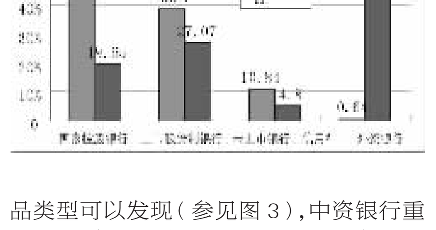
从外币产品的发行银行分布来看,与人民币产品一样,中资银行依然在数量上占据主导,尤其是国家控股银行和上市股份制银行,其产品数量占到全部外币产品的80%,而外资银行发行产品的数量只有不到15%。然而,进一步考察各类银行发行的产品类型可以发现(参见图3),中资银行重数量、外资银行重设计的格局并无改变。

银行公布的预计收益率与美国联邦基金利率 图2



注:图中预计收益率为各月份6个月期美元产品的平均值。

外币普通产品和股票联接产品的银行分布 图3



就2007年占比超过70%的外币普通产品而言,这几乎100%的是由中资银行发行的。其中,国家控股银行、上市股份制银行和未上市银行、信用社分别发行了近50%、39%和11%的普通产品。与人民币产品中对打新股产品的依赖一样,在外币产品中,中资银行对普通外币产品的过度倚重将极大地制约未来理财业务的发展。

与普通产品不同,在外币股票类产品中,外资银行占据了48%的份额。进一步考虑到中资银行的这类产品基本都是来自于外资银行,可以说,几乎所有外币股票产品都是直接或间接地由外资银行发行的。与人民币联接境外股票产品类似,在我们的评价中也发现,中资银行同类产品的收益低于外资银行,并且,中资银行出现负超额收益的产品也多于外资银行。

(3)币种和期限:以美元和港币产品为主,短期产品居多,长期产品依赖高端客户

就外币产品的委托币种结构看,与往年一样,主导的还是美元和港币产品,两类产品分别占到全部外币产品的近60%和25%强。这种币种结构同国内居民和企业持有外币的币种结构是一致的。

在期限方面,由于普通产品占比过大,外币产品的短期化特征甚至强于人民币产品,一年及一年以内的产品占比高达近80%。

2007年外币银行理财产品分类占比(%)

按基础资产		按银行类型		按币种		按期限	
普通	71.31	国有控股银行	41.14	美元	59.6	一年以内(含一年)	79.55
股票	13.13	上市股份制银行	39.55	港币	25.4	两年以内(含两年)	14.09
利率	5.74	外资银行	14.72	欧元	6.88	两年以上	6.36
混合	4.15	未上市银行、信用社	4.6	澳元	3.41	——	——
其他	5.67	——	——	其他	4.71	——	——

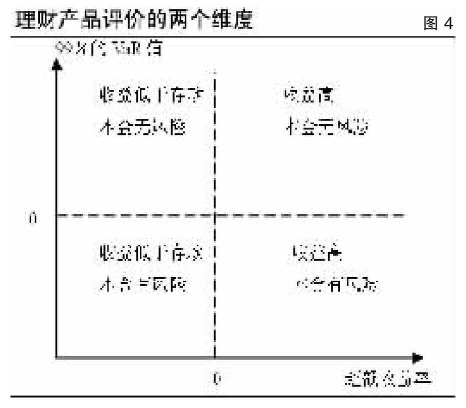
2007年银行理财产品评价和分析

鉴于银行理财产品的种类繁多、结构复杂,对其评价既不能采用目下流行的主观成分居多的打分方法,更不能用银行自己公布的预计收益率。这些方法既不科学,更会误导投资者。本评价模型体系是以标准的金融工程技术为基础,经过基础资产数据随机拟合、产品结构程序编程和计算机模拟仿真之后,得到最终的评价指标。

就评价指标而言,本着以投资者为导向和简单直观两个原则,我们选取了两类、三个指标。第一,收益指标,包括"期望收益率"和"超额收益率",前者是根据评价模型库,在仿真演算数千次、甚至数万次后测算的理论期望值(具体仿真次数取决于收敛的情况),后者是期望收益率与相同期限、相同币种的存款利率之差;第二,风险指标,即99%的VaR值,其直观含义就是在99%的概率水平下产品所能达到的最低期望收益率。显然,这两类指标都是越高越好。特别需要注意的是,如果超额收益率小于零,则表明该理财产品的投资价值尚不如相同期限、相同币种的银行存款;如果VaR值小于零,则表明投资的本金有风险。这样,以超额收益率和VaR值两个指标为坐标轴,就可以将千差万别的理财产品放在一个二维坐标系中进行评估和比较(参见图4)。

对于2007年4000只左右的本、外币理财产品,经过整理,在涤除掉大量重复产品和普通产品(主要是外币普通产品和北京银行的"伪"结构产品)之后,拟评价的本、外币产品分别为1040只和211只,实际评价数量为935只,其中,有779只人民币产品和156只外币产品。实际评价数量与拟评价数量之所以有差异,主要原因在于存在许多"不明产品"(产品的基础资产、结构、期限等信息不明确),这反映了发行银行的信息不透明。按照本、外币产品和中、外资银行进行分类统计,我们发现,如果以不明产品占比来衡量银行信息不透明的程度,则外资银行的信息不透明程度远高于中资银行。信息不透明可能是为了防止竞争对手"抄袭",也可能是因为销售对象为高端客户,但无论如何,这既不利于社会监督,也不利于监管部门的监管。

理财产品评价的两个维度 图4



1.评价总体情况

总体来看,2007年理财产品的评价具有三个鲜明的特点:第一,人民币产品的投资价值显著高于外币产品;第二,股票、混合类产品的投资价值高于其他类别产品;第三,中资银行的人民币股票、混合类产品全面超过了外资银行,但是,在剔除掉打新股产品之后,或者,只看中资、外资银行同时发行的境外股票、商品等外币产品时,情况出现了反转——中资银行产品的收益和风险指标明显落后于外资银行。

(1)人民币产品

2007年人民币产品的投资价值要高于往年。从基础资产类型看,混合产品和股票产品的投资价值较高,其主要原因在于两类产品中打新股产品的收益高;商品和信用类产品具有正的超额收益率和正的VaR值,因此投资价值高于相应的人民币存款;利率类产品超额收益率和VaR值均为负,其总体投资价值不如存款。

分银行类型看,中资银行发行产品的期望收益率和超额收益率都低于外资银行,但VaR值高于外资银行。因此,就评价的全部人民币产品来说,中资银行的产品属于低收益、低风险类型,而外资银行的产品的收益和风险都相对较高。

鉴于人民币信用和利率产品完全由中资银行发行,进一步剔除掉这两类产品后,再进行比较发现,按收益和风险两类指标,中资银行全面超过了外资银行。不过,这样的超越并不是因为中资银行产品设计能力强。因为在剔除信用和利率产品后剩下的股票、混合和商品等产品中,中资银行发行了大量打新股的股票产品和混合产品。换言之,中资银行产品收益和风险指标之所以表现得远远强于外资银行,其中的主要原因在于中国股票市场存在的缺陷。例如,如果将打新股产品去除,仅仅比较联接境外股票的人民币股票产品,我们发现情况完全反过来了——外资银行的收益和VaR值都超过了中资银行。

(2)外币产品

对于外币产品,为比较方面,我们仅以美元产品为例。同人民币产品一样,股票和混合类产品具有较高的投资价值,不过,在考虑人民币升水之后,这两类产品远差于同类人民币产品;商品类产品的超额收益率达到了4.75%,但在换算成人民币之后,其与人民币商品产品类似,而VaR值则变成负值;与往年一样,利率和汇率产品的投资价值较低,如果换算成人民币,其期望收益率等于、甚至小于零。

就中、外资银行间的比较而言,无论是看收益指标,还是看风险指标,无论是比较全部产品,还是仅仅比较某类产品(例如表5中的股票产品),中资银行都全面落后于外资银行。这种情况与剔除了打新股产品之后的人民币产品类似。这就说明,中资银行在产品设计能力方面依然是任重道远。

2007年人民币产品评价总体情况(%)

	类型	实际评价数	期望收益率	超额收益率	99%VaR
基础资产	混合	69	17.94	14.09	8.24
	股票	188	13.91	10.77	7.59
	商品	7	5.09	0.71	1.65
	信用	289	3.59	0.36	2.79
	利率	226	1.05	−0.45	−0.62
银行类型	中资银行	760	6.56	3.78	3.44
	外资银行	19	9.39	6.07	3.15
银行类型(涤除信用、利率产品)	中资银行	245	15.14	11.72	7.95
	外资银行	19	9.39	6.07	3.15
银行类型(境外股票)	中资银行	29	6.43	3.49	2.22
	外资银行	12	6.76	4.25	4.05

2007年美元产品评价总体情况(%)

	类型	评价产品数	期望收益率	超额收益率	99%VAR
基础资产	股票	56	13.90	11.05	5.42
	混合	20	13.53	10.41	0.84
	商品	11	7.73	4.75	2.19
	利率	51	4.91	2.10	0.06
	汇率	18	3.31	0.43	0.04
银行类型	中资银行	83	7.39	4.28	2.18
	外资银行	73	11.65	8.76	2.32
银行类型(境外股票)	中资银行	30	12.67	8.92	5.42
	外资银行	23	18.10	15.27	6.14

2.人民币信用和利率产品评价

信用产品是2007年人民币产品中占比最大的一类产品,对该类产品产品的评价影响到整个人民币产品和中资银行产品的评价结果。信用产品的风险主要包括信用风险和利率风险两类,由于利率产品可以看作信用风险等于零的信用产品,其评价方法与信用产品相同,因此,这里将两类产品放在一起说明。信用和利率类产品全部由中资银行发行,在拟评价的两类产品中,信息不明的产品占比达19.58%。按照各发行银行信息不明产品占全部产品的比重,可以看到,光大银行和招商银行信息不明产品合计占全部不明产品的3/4。尤其是光大银行,其不明产品占到本行两类产品的77.59%。

对于信用和利率产品,依据产品是否有增信措施以及增信措施的质量,可以进一步细分为有风险和无风险两类。其中,无风险的信用和利率产品指的是发行银行利用外部担保(包含国家信用的银行)、保本和保证收益条款覆盖了产品的信用风险和利率风险。

总体看,信用和利率类产品的评价具有三个特点:第一,无风险产品的投资价值好于风险产品,后者的超额收益率为负值;第二,信用类产品(信贷和违约事件)的投资价值好于利率产品,特别是存在利率风险的利率产品,其超额收益率为负值;第三,在利率产品中,大量的产品在起息日即低于相同期限的存款利率和央票即期收益率。换言之,投资者与其购买这类产品,实在不如简单的存款。应该说,这三个特点暴露出银行定价能力欠佳。尤其是风险类利率产品,表现出高风险低收益的不利特征。尽管信贷类产品相对债券类产品具有明显的投资价值,但也存在着银行预期收益低于存款利率的情形(占实际评价数量的1%)。

信用和利率产品分类评价结果*

		样本数量	低于利率1样本**	低于利率2样本**	超额收益率1(%)**	超额收益率2(%)**	99%VaR(%)
给予评价	有风险:	424	59	173	−0.07	−0.29	0.56
	信贷	184	2	3	0.36	0.28	2.72
	利率	221	53	152	−0.45	−0.77	−1.39
	违约事件	19	4	19	0.28	−0.26	2.41
	无风险:	92			0.82	0.76	
	信贷	59			0.94	0.96	
	利率	5	1	2	0.44	0.20	
	违约事件	27	4	7	0.63	0.41	
	其它	1			1.23	1.54	
不予评价	不予评价:	84			0.94	0.75	
	信贷	46		1	0.90	0.72	
	利率	21	2	6	1.21	0.95	
	其它	17			0.57	0.40	
总体		600	66	192			

注:(*)表中后3列的分类统计数据均是对样本数据的简单平均;低于利率1样本、低于利率2样本分别是指在起息日,银行预期收益率低于存款利率、央票即期收益率的样本数量。

(**)利率1、利率2分别指存款利率、央票即期收益率;超额收益率1、超额收益率2分别指产品评估期望收益率相对于利率1、利率2的超额收益率。

(1)信贷资产类产品

虽然2007年以来的信贷紧缩政策刺激了信贷类理财产品的空前发展,但这并不必然意味着该类产品一定具有良好的市场前景。当前国内商业银行对该类产品的定价能力不佳问题,如果没有很快得到解决,就很有可能会随着投资者的失望而失去市场。

客观评估基准利率走势与信贷资产的信用风险动态,是贷款类理财产品合理定价或评估的关键。信贷类产品相对于基准利率的超额收益部分,主要包括利率风险溢价与信用风险溢价。以1年期的人民币信贷类产品为例,大多数产品基本上顺应了存款利率的上升趋势,具有正的超额收益。但也存在一部分产品对利率风险与信用风险的风险补偿不足,其评估期望收益率明显低于同期存款利率,出现了负的超额收益。更值得注意的是,在2007年,由于史无前例的频繁加息,存款利率步步升高,以致于银行公布的部分产品预计收益率在营销期间就开始低于同期的存款利率。这反映了部分商业银行在产品设计时,对利率变化不够敏感,一味固守存款利率的底线。

虽然信贷类产品的超额风险、收益水平在所有信用类产品中表现相对较佳,在不同发售银行之间,却表现迥异。这在客观上反映了商业银行在判断信贷市场利率走势、信用风险动态和产品设计方面的能力差异。对于给予评价的具有一定风险性的产品,2007年不同商业银行的信贷类产品的投资价值表现出高度的差异性。如果不考虑小样本对于分析判断的不利影响,在13家发行该类产品的银行中,有7家银行将产品相对于存款利率的平均超额收益率保持在80BP(0.8%)之上。由于很多产品采用了保本条款或外部担保,这样的利差有可能覆盖产品的信用风险。如果没有这种增信措施,这样的利差则可能是不足的。

然而,如果进一步考虑发售银行的信用风险及其需要补偿的信用利差,当前信贷类产品的实际利差可能是偏低的。为估计商业银行总体的信用利差,不妨以Shibor相对于央票即期收益率的利差作为例。在2007年,1年期的信用利差由16个BP一路上升为46个BP,6个月的信用利差则由20个BP震荡上升为70个BP,而且都继续保持着上升趋势。因此,综合考虑理财产品中信贷资产与商业银行的信用利差,2007年有风险的信贷类产品实际上需要更高的利差补偿。

除了个别银行,大多数银行的无风险信贷类产品(给予评价)在2007年基本上都具有较为理想的利差。即使再额外地考虑银行的信用利差,也是如此。值得注意的是,信用水平相对较高的国家控股银行,其产品投资价值不如其他中小银行。

(2)利率类产品

受2007年债券市场总体收益水平以及商业银行对债券市场时机的选择能力的影响,利率类理财产品总体表现不佳。根据债券市场指数的走势特点,利率类产品的表现又因时而异,并且,随着委托期限的变化表现出明显的期限结构特点。2007年下半年发行的产品与长期产品在表现上分别要略优于上半年发行的产品与短期产品。

以两种关键期限为例,可以说明2007年利率类产品的动态投资价值。第一种是1个月期的产品,该类产品类似于货币型基金。从全年表现来看,该种产品的评估期望收益率在同期存款利率上方逐渐向其收敛,而发售银行给出的预期收益率基本上介于二者之间。但是,从迄今实际收益率来看,该指标是指从产品起息日至2007年年底与产品到期日之间的最小值处,产品投资债券种的市场基准指数的实际收益率,则表现出大幅震荡的走势。迄今实际收益率为0时,则主要是由于发售银行引入保本条款所致。

第二种是1年期的债券类产品。该类产品在2007年表现出的动态投资价值完全不同于货币型基金,开始表现出长期市场趋势或投资机会。虽然发售银行的产品定价与1个月期产品没有变化,银行预期收益率仍然在存款利率附近,但是,评估期望收益率则表现出"V型"反转形态。在2007年7月下旬之前,该类产品的评估期望收益率不断下降,之后便反转上升。相应地,迄今实际收益率则逐渐由负值变为正值。

评估期望收益率基本上处于迄今实际收益率的上方,可以大致说明,尽管2007年债券市场走势悲观,但在多数时间内银行的理财产品还是战胜了债券市场。"战胜"的原因可能是多方面的。可能是银行对债券与市场时机选择,也可能是银行在产品中引入了保本条款,也可能是产品尚未到期,无法证实。

2007年的利率产品总体表现欠佳,其内部的银行差异同样表现突出。在人民币风险性的债券类产品中,总共有13家银行发行该类产品,平均超额收益率为负者过半。除了光大银行与浙商银行的超额收益率在75个BP之上,略显投资价值之外,其它11家银行的超额收益率均不够理想。

除非发售银行为了维护产品声誉,在产品条款之外主动支付银行预期收益率,或者做出了产品条款中没有声明的、恰当的债券选择与市场实际选择,否则,悲观的实际收益将是难以避免的。

3.人民币股票产品和美元股票产品评价

2007年股票产品在人民币产品中的份额仅次于信用产品,在外币结构产品中则占据了半壁江山。因此,对这类产品评价的重要性不言而喻。股票类产品评价的一个基本特点是打新股产品的收益非常好,涤除这些产品之后,则中资银行的表现差于外资银行。不过,花旗、渣打、东亚、华侨等外资银行的产品也出现了低收益、零收益现象。尤其是东亚银行,近三年年来几乎每年都会出现一些投资价值极低的产品。

在股票类产品中,信息不透明是一个较为严重的问题。中、外资银行相比较而言,外资银行信息不透明的程度较高。在人民币和外币股票产品中,外资银行的不明产品占其全部产品的比重分别高达78.6%和32.9%,远高于中资银行的33.3%和11.1%。其中,汇丰银行、花旗银行、恒生银行、东亚银行的信息不透明程度最严重。

(1)打新股产品

2007年中资银行理财产品的高投资价值几乎完全归功于打新股产品。得益于大牛市的环境,2007年新股发行数量和募集资金达到了历史最高峰,全年共发行121只,募集资金4473亿元人民币。同时,尽管二级市场在年中数度大幅度调整,但发行制度中存在的缺陷和二级市场依然过高的价格却保证了新股的收益。以新股首发市盈率与二级市场平均市盈率相比,2007年前者为29倍,后者为72倍,相差一倍多。显然,一、二级市场的巨大价差是打新股产品高收益的基础。

在打新股产品中,结构五花八门,主要类型有:第一,收费打新型,即收取一定的手续费和业绩报酬的产品;第二,免费打新型,即不收取任何费率的产品;第三,打新参考型,这类产品是把打新的收益与一定的数值进行比较,据打新收益和此数值的大小来确定投资者的收益;第四,打新结构混合型,即将打新和结构产品按一定的比例混合在一起,大多数情况下两部分各占一半的比例。由于产品的类型不同,所以,虽然都是打新股的产品,但收益和风险指标却不尽相同。

在评价打新股产品时,我们主要考虑如下三个参数:第一,首日涨幅,即首日收盘价相对于发行价的增长比例;第二,中签率,即上市股票现金申购的中签率;第三,申购次数,即观察期内发行方申购新股的次数。计算公式为:首日涨幅×中签率×申购次数。

鉴于有的打新产品标明属于非保本产品而且收益上不封顶,有的产品在给出一定的收益参考区间后再说明此产品属于非保本类产品,所以,除非特别说明,我们在评价的时候基本上都假定产品非保本而且收益上不封顶。还有一点需要的说明的是,有的产品在其收益说明中标明该产品在打新的闲暇之余还投资于其他产品,如一些固定收益类的债券等,由于这部分信息不明,我们在评价的时候假定其投资对象仅为打新股。

从136只产品平均的结果看,打新股产品具有惊人的高收益特征。不仅期望收益率和超额收益率都超过了10%,即使是风险值也达到了9.05%。也就是说,平均来看,打新股的收益在99%概率水平下最低也有9%左右。从银行类型看,按发行数量排的前三名依次是工商银行、招商银行和中信银行,三家银行的产品占到全部评价产品的一半强,打新股产品呈现出较高的市场集中度。

(2)人民币和美元境外股票产品

相对去年同类产品和今年其他产品而言,2007年联接境外股票的产品表现较差。其原因一方面在于基础资产市场(境外股票市场)受次贷影响出现了不同程度的下跌,另一方面则在于银行产品的结构设计存在问题。尤其是外资银行,其许多产品结构设计极其复杂,但投资价值却不敢令人恭维。

在结构设计方面,2007年联接境外股票的本、外币产品出现了许多复杂的变化。按照产品支付函数的主要特征,我们可以将各种复杂结构做一个归类。较为基本的结构主要有:"最差表现型"——产品的收益与基础资产中表现最差的一个资产的波动幅度相挂钩;"按日计息型"——收益取决于在某个观察日相关基础资产的表现是否落在某个区间内,如果是,就支付投资者一定的收益,否则该日的收益为零;"绝对最差表现"型——投资者的到期收益与组合中表现最差的股票收益的绝对值挂钩。利用这些基本的结构可以继续构造更加复杂的结构,如"平均绝对最差表现型"、"按日计息、最差表现混合型"等。

人民币境外股票产品的银行排名

发行人	评价数量	期望收益率	超额收益率	99%VaR
华夏银行	3	12.17	8.57	12.17
东亚银行	5	9.68	8.98	7.37
招商银行	10	8.37	6.17	2.28
中国银行	1	7.76	3.58	0
光大银行	6	6.05	2.7	0.08
交通银行	2	5.6	1.95	4
恒生银行	5	5.57	1.67	2.34
浦东发展银行	2	4.24	0.6	3
渣打银行	1	4.08	0.71	0
建设银行	3	0.88	−1.75	−3.09
花旗银行	1	0.86	−3.01	0
深圳平安银行	2	0	−2.93	0
中资银行合计	29	6.43	3.49	2.22
外资银行合计	12	6.76	4.25	4.05
总计	41	6.53	3.71	2.76

美元境外股票产品的银行排名

发行人	评价数量	期望收益率	超额收益率	99%VaR
厦门国际银行	1	36.38	32.88	17.74
汇丰银行	12	24.73	21.96	7.14
民生银行	1	18.91	15.91	10.5
荷兰银行	3	16.11	12.91	11.14
中信银行	3	16.1	12.85	7.88
德意志银行	1	15.71	12.58	3.95
华夏银行	3	15.67	12.38	15.67
招商银行	8	13.04	9.97	4.23
光大银行	4	12.78	9.69	4.69
东亚银行	3	11.9	9.82	5.64
交通银行	2	11.08	3.21	5.01
恒生银行	1	9.8	6.68	0
建设银行	1	7.47	4.47	0
浦发银行	4	7.09	4.09	0.23
深圳平安银行	2	4.98	1.98	0.09
渣打银行	2	4.26	0.89	0.6
农业银行	1	3.37	0.12	0
华侨银行	1	1.54	−1.46	0.02
中国银行	2	1.36	−1.9	0.01
深圳发展银行	1	0.03	−2.97	0
中资银行	30	12.67	8.92	5.42
外资银行	23	18.10	15.27	6.14
总计	56	13.90	11.05	5.42

结构复杂多样未必等同于较高的投资价值。就人民币境外股票而言,2007年出现负超额收益的产品6只,其中,花旗银行的产品——2007年"挂钩5个股票组合的正数优异表现"人民币1年期结构性投资账户,因其超额收益率低至−3.01%而居投资价值最差产品的榜首,该产品评价所以如此负面,并非主要因境外股市下跌,而是因为存在严重的结构设计问题。其他银行的产品虽然平均来看有正的超额收益率,但其中不乏结构设计不当、投资价值极低的产品,例如,东亚银行的"东亚'聚圆宝'投资产品–系列2",其超额收益只有−1.14%。如果按照中资银行和外资银行进行分类,我们发现,超额收益为负值的产品在中资银行该类产品的占比为17.24%,而在外资银行则只有8.33%。

在美元境外股票产品的评价中,也出现了4只超额收益率为负值的产品。按照中资银行、外资银行分类,与人民币同类产品一样,外资银行产品的所有指标都超过了中资银行。而且,负超额收益的产品在外资银行产品中仅占4%,在中资银行则占到9%。就中、外资银行超额收益为负值的产品而言,例如,深圳发展银行的产品——"聚汇宝"超越计划1号股票篮子挂钩型,其期望收益率、超额收益率分别为0.03%和−2.97%,实际收益率是0。

所以,以同样联接境外股票的产品相比,中资银行的表现要差于外资银行,而负超额收益的产品也较多。考虑到中资银行的产品基本来自外资银行,这种现象或许深刻地表明,先进的技术是买不来的,中资银行必须提高自身的产品设计能力。

4.其他产品

除了信用、利率和股票这几类占比较大的产品之外,我们还对本、外币混合产品、商品产品、汇率产品等进行了评价。有关评价情况参加附表。从结果看,这些产品表现出与以上产品类似的特点:第一,与打新股相关的人民币混合产品收益高,因此,中资银行混合类产品的投资价值大大超过了外资银行,但是,涤除这些产品后,或者考察外币混合类产品,则情形反转;第二,虽然中资银行有较多产品的超额收益率为负值,诸如花旗银行、东亚银行、华侨银行这样的外资银行也是如此。例如,招商银行的产品——"金葵花"–金属系列之"锌锌"向荣美元理财计划,超额收益率为−1.48%,实际收益率为0;花旗银行的"涨跌双赢型"美元1.5年期产品,其超额收益率仅为−2.065%;华侨银行发行的美元汇率产品则出现较多问题,如"双利宝"3个月美元保本理财产品、"聚宝利"6个月汇率区间外保本结构型存款产品等,超额收益率均为负值,实际得到的收益率都只有0.5%,远低于相同期限的美元存款利率。