

银行理财静待春风

中国社会科学院金融研究所财富管理研究中心 王伯英 段雅丽

十万亿规模可望

2013年前三季度，191家商业银行共发行理财产品2.9万余款，募集资金规模约达19.3万亿元人民币，已接近2012年全年的发行水平。相比去年同期，数量和规模分别增长38.1%和37.2%。

从季度数据看，自进入2012年三季度以来，银行理财产品的发行量趋于稳定，单季度发行数量约在1万款，资金规模约在6万亿元。今年三季度达到前所未有的7.7万亿元。若以2013年前三季度的平均表现作为预测依据，2013年全年银行理财产品的发行数量和资金规模将分别达到3.9万款和25.7万亿元。

从月度表现看，银行理财市场总体运行平稳，每逢季末月份，发行数量和资金规模均会出现短暂冲高，主要缘于商业银行迫于考核压力，借助理财业务尤其是大力发行短期保本型银行理财产品“高息揽储”。

从存量规模来看，截至2013年6月末，银行理财资金余额达到9.08万亿元。相较2012年底增长1.98万亿元，接近2012年全年的增长额(2.51万亿元)。受制于产品自然到期因素影响，银行理财存量规模可能不及流量规模增长迅猛。以此推算，2013年底银行理财资金余额有望突破10万亿元。

收益率“百花齐放”

从发达国家的经验看，财富管理行业的真正发展是与利率市场化同步的。7月19日，央行宣布全面放开金融机构贷款利率管制，标志着我国的利率市场化进程取得阶段性进展，此举对银行理财产品市场影响深远。

近年来，银行理财产品作为变相的利率市场化替代品，实现了负债方和资产方的双向市场化：一方面，商业银行利用理财产品高息揽存，保本型理财产品等同契约型存款；另一方面，商业借道理财业务腾挪表内信用资产或进行表外融资，类似非标准的资产证券化。贷款利率放开对银行理财市场的短期影响较为有限，更大的冲击来源于未来的存款利率市场化。存款利率放开后，商业银行可以通过发行大额存单等方式吸收存款，银行理财产品的揽存功能将逐渐弱化。利率市场化推进将会对银行理财业务形成挤压，并倒逼商业银行思考理财业务的变革，转变发展模式。

2013年，银行理财产品定价的市场化特征表现愈加明显。总体来看，银行理财产品的期限结构呈上升型，人民币普通类产品的收益率曲线基本与2012年持平，曲线长端(6个月以上)微幅下移。

然而，从关键期限点(1个月、3个月、6个月)收益率的月度走势来看，2013年“前低后高”的运行趋势与2012年“前高后低”的趋势截然相反。2012年前三季度，银行理财产品收益率呈现趋势性下滑，主要缘于2011年底以来，央行连续三次下调存款准备金率并于2012年6月下调人民币存贷款基准利率，资金面较为宽松。此后，除因年末效应出现短暂冲高以外，银行理财产品收益率相对进入平稳运行期，直至2013年5月份。6月份以来银行理财产品收益率波动剧烈(尤其是期限1个月的短期产品)，并呈现趋势性上涨。6月末，银行体系内短期资金的暂时性短缺导致货币市场价格价格尤其是短期资金价格大幅



2013年对银行理财产品市场而言，是举步维艰的一年。一方面，商业银行理财业务和同业业务因其逃避管制的信用扩张机制屡遭监管政策围堵，最具影响力的便是“8号文”；另一方面，券商、基金、信托等其他财富管理机构纷纷崛起，银行理财产品市场迎来更为复杂多变的竞争环境。与此同时，利率市场化的实质性推进也对银行理财业务形成挤压，倒逼商业银行思考理财业务变革，转变发展模式。尽管如此，作为财富管理市场的领军者，银行理财产品市场依然在与监管机构的互动博弈及与金融机构的合作竞争中寻得生机，发行数量和管理资产规模再创辉煌。

上涨，银行理财产品定价随之出现异常波动，远远高于近年来的历史同期水平，甚至出现期限收益倒挂现象。“钱荒”过后，1个月产品的收益率短暂回落，3个月和6个月期的产品收益率则持续攀升，主要缘于央行“锁长放短”的货币政策维稳了短期资金面。9月末，银行理财产品收益率再度冲高，与6月末1个月产品的“一枝独秀”相比，多个期限理财产品收益率均创年内新高，可谓“百花齐放”。国内降杠杆、调结构的政策主线仍在持续，年终考核渐行渐近，机构金融出意愿较低，资金面将维持紧平衡格局，预计四季度银行理财产品收益率将延续上行趋势。

外币理财气象万千

2013年以来，各商业银行共发行外币理财产品1124款，市场占比为3.9%，相较2012年底7.6%的占比出现显著下滑，究其原因主要是人民币持续升值。2013年以来，美元兑人民币汇率屡创新低，截至三季度末，人民币汇率较年初升值近1.8%，发行外币理财产品要承受较高的汇率风险。

全球经济进入“三速复苏”时期，新兴经济体、美国和欧元区出现不同的发展趋势，外币理财产品也表现各异。美元、澳

元、港币和欧元产品仍是外币理财产品的主要投资品种，但各类产品的发行量和收益率表现迥异。

美国经济持续好转促使美元产品的发行占比(美元产品发行数量占所有外币产品的比例)显著提升，由2012年的35.1%上升至2013年的42.4%。7月上旬，受美元走强和外汇头寸需求增加影响，外资银行集体上调美元定存利率，并限时推出特惠年利率，美元理财产品的收益率也随之出现明显攀升。

与美元产品截然相反，2013年前三季度欧元产品仅发行84款，占比由14.7%下滑至7.5%，主要受欧元区经济衰退和央行降息影响。澳元理财产品的发行占比(23.2%)未出现显著变化，但却成为收益率下跌幅度最大的产品类型。2013年前三季度，澳元理财产品的平均预期收益率为2.85%，相比去年下降了169BP，主要原因是澳洲经济增长率下滑，失业率上升，澳洲央行连续降息。

炙手可热的结构类产品

滚动发行、组合投资、期限错配及分离定价是资产池模式的主要特点，商业银行正是利用期限错配模式来抬高产品收益率。然而，在当前非标理财产品规模受限，资产池模式监管趋严的背景下，高收

益的固定收益类理财产品的设计难度增加。中资商业银行不断发力结构类理财产品的创新，越来越多的中资银行开始研发结构类产品，产品的资产类型及结构类型日渐丰富。

具体来看，2013年前三季度，30家商业银行发行结构类产品共计1071款，2012年全年的发行数量为1287款。参与发行结构类产品的中资银行共17家，发行产品438款，占全部结构类产品的比例为40.9%。表面上看，发行款数较2012年全年减少168款，占比也较去年的47.1%明显回落。但事实上，数量和占比的下降主要缘于中国银行大幅减少了目标汇率类产品的发行(由178款减少为28款)，剔除该因素后，中行发行占比显著上升。

从资产类型来看，中资银行结构类产品的资产类型更加丰富，大宗商品成为2013年最炙手可热的标的类型，黄金类产品表现尤甚。利率、汇率、股票、商品类产品占比分别为31.5%、24.2%、9.1%和32.0%。相比2012年而言，股票类和商品类产品占比分别上升7.48%和14.8%。而此前中行发行结构类产品市场基本是利率类和汇率类产品主导。

从结构类型来看，2013年中资银行结构类产品不断创新。创新表现之一是招商银行，除传统的看涨型和看跌型产品以外，该行增发区间累积型产品和期间向下触碰型产品。创新表现之二是工商银行，该行首发通胀挂钩的“双胞胎”产品：看涨款和看跌款的预期最高年化收益率(费后)分别为：2%+N和7%-N，N表示6月份CPI同比增长率。尽管此前曾有商业银行发行CPI挂钩的理财产品，但均是看涨结构，看涨、看跌并行的“双胞胎”设计尚属首例。发行该类产品的初衷一方面是为满足企业套期保值的需求，另一方面也是主动提升产品研发能力的表现。“双胞胎”的结构设计，即可以满足不同投资者的需求，又可以减少发行机构的对冲成本，极端情况下，若两款产品募集资金规模相同，产品自身即可实现完全对冲。

“成”也平安，“败”也平安

2013年9月，共统计到99家商业银行1846款产品到期，未出现零负收益产品。本期录得最高收益的产品是中国银行发售的“中银稳富理财产品SH022012025”，该产品发售于2012年9月，投资期限为1年，产品到期获得年化收益率9.46%，由于产品说明书缺失，在此不予详评。录得次高收益的产品是平安银行发售的“聚财宝”结构类(挂钩股票)2012年5期人民币理财产品，投资期限为1年，到期年化收益率为8.00%。该产品挂钩3只港股银行股，分别是中行、农行和招行，采取看涨型结构，每季度观察一次，如果观察日触发事件发生(组合内单只股票价格均不低于触发水平)，则该观察期可获得2%的收益，否则为0，产品到期实际收益率为四个季度收益率的累计值。若四个季度收益皆为0，则到期收益率为0.50%。

录得最低收益的产品是平安银行发行的两款原油挂钩结构性产品。两款产品结构相同，均采取区间型设计，投资期限为97天，由于投资期内原油价格上涨，突破区间上限(期初价格×112%)，导致触发事件发生，产品到期仅获得0.5%的最低收益。

市场展望

变中寻机

2013年前三季度，银行理财市场的创新主要体现在银行与非银金融机构的合作更加深入以及结构化产品类型更加丰富上，围绕市场热点以及金融市场创新展开，但缺乏实质性的突破。随着银行理财监管环境的一系列创新性进展，加之利率市场化进程的倒逼，银行理财市场进入了转型之前的酝酿期。直至近期，银监会批准研究试点“债权直接融资工具”和“银行资产管理计划”，才正式将银行理财向真正资产管理业务的转型推上日程。此举对现有券商、基金公司的“通道”业务构成威胁，也会对现有理财市场形成分流，但传统预期收益型理财产品并不会就此迅速消亡。

目前商业银行试点发行的资管计划主要特点可归纳为开放式、净值型、浮动收益和管理费奠定突破“刚兑”的基调。另鉴于券商、基金等资管计划已在交易所交易，可以预见：标准化、可转让也是银行资管计划的方向；大中型银行主导发行，资管业务或私人业务较为领先的银行占据优势；理财直接融资工具是其重要投资方向，成为“8号文”的补充，实现“非标资产”向标准化的阳光转化，本质上逐步践行理财业务向资管业务的转变。

相较于而言，预期收益型理财产品主要面向投资经验较少、风险承受能力较差的普通客户发行，以债券货币市场等高流动性资产为主要投资方向，结构设计则以封闭式为主，具有固定收益、刚性兑付、不可转让的特点，本质上相当于契约型存款，是利率市场化的先行尝试，是大额存单等利率市场化品种的有益补充。

综上，银行资管计划和预期收益型理财产品至少在短期内应该是互为补充、对立统一的。国内财富管理市场尤其是银行理财产品的监管方向无重大调整以及国内财富管理行业竞争格局基本保持不变的条件下，可对2013—2014年银行理财市场作出以下展望：

发行量：2013年前三季度银行理财产品已发行2.9万款，流量规模为19.3万亿元。若以其平均表现作为预测依据，2013年全年银行理财产品的发行数量和资金规模将分别达到3.9万款和25.7万亿元，同比分别增长34.5%和35.2%。若以2012及2013年的平均增速测算，预计2014年银行理财市场的平均增速将达34.5%，产品发行数量将逼近5万款，资金规模有望突破30万亿元。

收益率：三季度国内经济增长企稳，9月CPI重回“3”时代，外汇占款大幅增长，社会融资总量处在相对较高水平，货币政策可能存在边际趋紧压力。而6月“钱荒”以来，市场对央行的公开市场操作较为敏感，流动性需求波动幅度加大，加之年终考核渐近，预计四季度银行理财产品收益率将延续上行趋势。2014年，作为存款替代品的“预期收益型”产品的定价更加市场化是必然趋势，净值型产品的收益表现则要依赖于管理人的资产管理能力以及基础资产市场的表现。

综合能力龙虎榜

上市中资银行工行排名上升，建行下降一位

前五名：工商银行、建设银行、农业银行、南京银行、中国银行。工行排名上升明显，主要缘于产品规模和数量较上月都有上升。建行排名较上月下降一位，其产品发售数量虽仍居榜首，但产品规模下降不少，拉低了综合得分。南京银行上升最明显，其产品的估算募集规模最大，达到4714.3亿元。就单项指标看，农行的收益性和稳健性均表现最好。

后五名：中信银行、宁波银行、北京银行、兴业银行和华夏银行。民生银行和光大银行由于指标缺失，并未参与排名。

非上市中资银行

广发银行第一，桂林银行垫底

前五名：广发银行、扬州农村商业银行、浙江苍南农村合作银行、上海银行和青岛银行。排名上升幅度最大的是广发银行和青岛银行，前者的产品数量和估算规模均排首位，扬州农商行的收益性和稳健性均表现不俗。

后五名：宁夏银行、西安银行、湖州银行、昆仑银行和桂林银行。上述银行虽产品收益性和稳健性表现尚可，但产品发售数量和规模较少，导致总排名不高。

外资银行

花旗银行第一，汇丰银行垫底

前三名：花旗银行、中银香港、韩亚银行；后三名：恒生银行、星展银行和汇丰银行。花旗银行的产品稳健性表现较突出，汇丰银行的稳健性则表现最差，其发售的股票挂钩产品收益波动性大，其中三款产品有本金损失风险。就单项指标看，大华银行产品的收益性表现最佳，缘于其发售的一款股票类产品期望收益表现较好。

◎提示

综合得分根据发行数量、资金规模、收益性和稳健性四项指标计算。收益性、稳健性为基于银行理财产品评价系统测算而得的量化指标，两者均为0—100分，得分越高分别表示盈利能力越强和稳健性越高，不代表实际收益及风险水平，仅为投资者提供理财参考，不构成投资建议。

前三季度银行理财产品市场数据一览

委托期限(月)

2012年

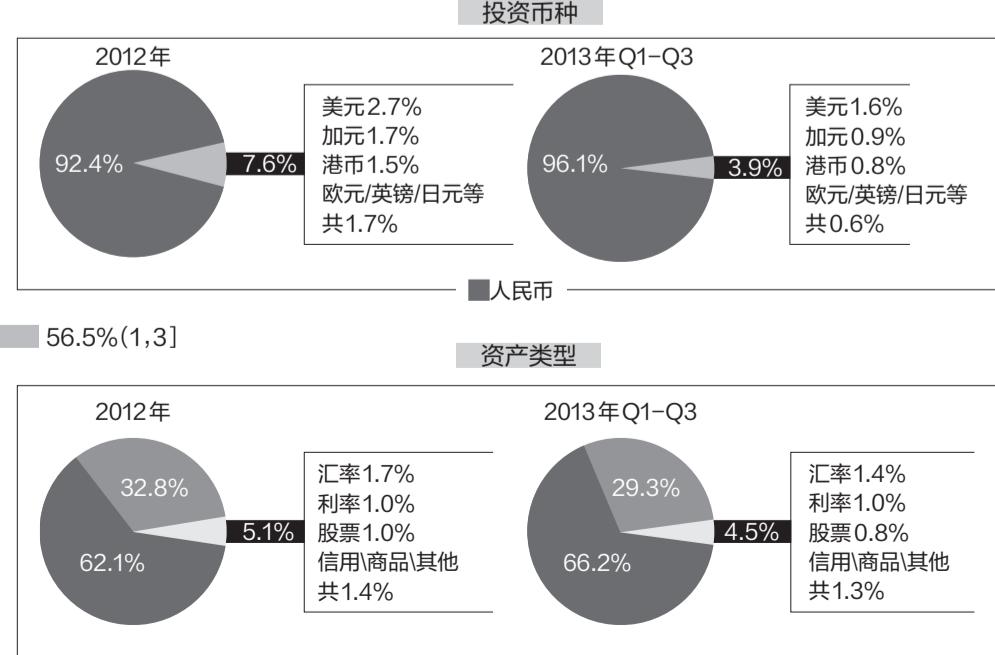
0.3%(24,+∞)
0.5%(18,24]
0.9%(12,18]
4.5%(6,9]
5.6%(0,1]
7.0%(9,12]
24.7%(3,6]

56.5%(1,3]

2013年Q1-Q3

0.4%(18,24]
0.5%(24,+∞)
1.1%(12,18]
4.6%(6,9]
5.2%(0,1]
7.2%(9,12]
24.1%(3,6]

56.9%(1,3]



数据来源：中国社科院金融研究所财富管理研究中心