



中国社会科学院金融研究所

# 金融论坛

2007 年第 24 期(总第 180 期)

2007 年 6 月 29 日

---

## IFB 银行理财产品发展及评价报告（下）

中国社科院金融研究所“理财产品评价项目组”\*

### 二、IFB 理财评价系统简介

对于当前种类繁多、数量迅猛增加的银行理财产品，国内尚缺乏适当的收益和风险评估机制。简单地衡量银行公布的预计最高收益率并不能反映银行理财产品的真实投资价值，因为预计最高收益率无法反映产品的期望收益率，更缺乏对产品的风险评估。这种状况不仅不利于投资者选择适合的投资品种，而且，就发行银行本身来讲，也不利于产品的创新设计。

---

\*项目组组长：李扬；副组长：王国刚；执行负责人：殷剑峰；主要成员：黄国平、王增武、林杉、袁增庭。

当前，需要尽快建立一套评估和监测理财产品收益和风险的系统，以推动我国银行理财产品又好又快地发展。在这方面，我们认为，一个好的评价系统应该满足两个标准：第一，评价的指标维度应该全面客观；第二，评价技术和流程应该简单实用。

## 1. 评价指标

对于理财产品的评价来说，全面客观体现在既要合理评估产品的预期收益率，又要正确地分析其潜在的风险，收益和风险两个维度决定了产品的真实投资价值。因此，在评价的过程中，我们选取了如下几个指标：

第一，收益指标。我们选择的是预期到期年收益率（以下简称预期收益率）和预期到期超额收益率（以下简称超额收益率）两个指标。之所以采用到期收益率而不是盯市（mark to market），其原因在于绝大多数理财产品缺乏市场流动性，而且，尤其是对结构型产品（以挂钩产品为主）来说，它本身就应该是量身定制的。超额收益率我们选择的是产品预期到期收益率与相应币种、期限存款利率的差，选择存款利率是因为我们整个评估都是基于投资者导向的。

第二，风险指标。我们选择的是 99% 和 95% 置信水平上的 VaR 值，其直观意义就是：以 99% 或 95% 的概率产品收益率所能达到的最小值。因此，VaR 值越小，则产品的风险越大。对于保本产品或者规定有最低收益率的产品，在计算 VaR 的过程中已经隐含地考虑到这些条件。

## 2. 评价技术和流程

为了建立一个简单实用的评价系统，我们以模拟仿真技术为基础，通过对相关基础资产价格（指数）进行参数估计，并对产品的具体结构进行程序化实现，最终得到有关收益和风险的评价指标。此外，为了对评价结果进行评估，我们还随机抽取了部分产品以计算其实际发生的收益率，同时对系统评估收益率与银行公布的预计最高收益率

差异明显的产品进行检查，以此来校验系统评估结果。整个流程如下（参见图1）：

第一，系统辨识和参数估计。根据所获取的历史数据，在对数据

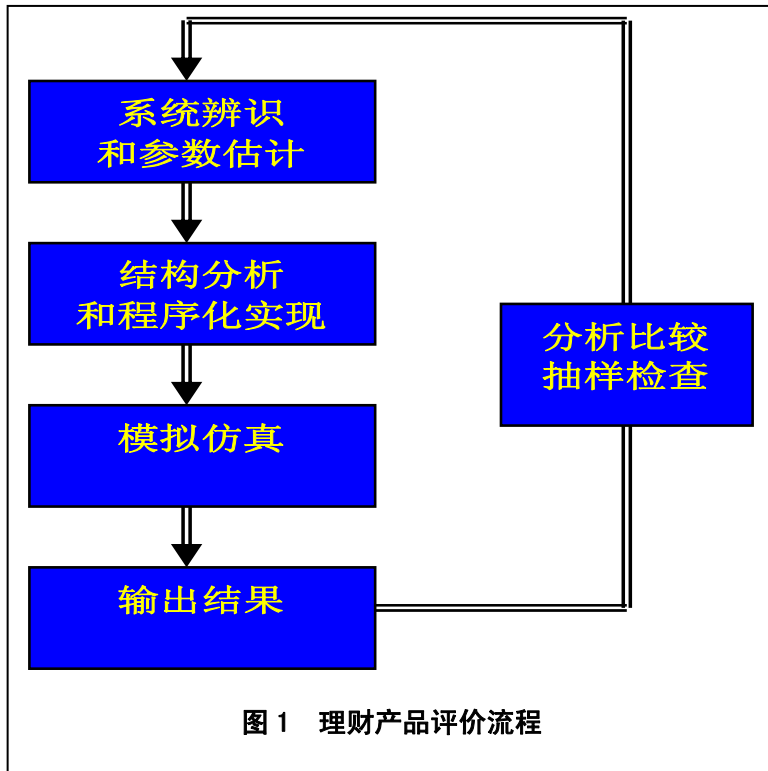


图1 理财产品评价流程

结构和分布做出基本判定和假定的条件下，利用相关的数理统计和经济计量分析方法和技

术，进行系统和数据参数估计。其中，系统参数主要包括与理财产品风险和收益水平相关的宏观经济和金融变量及其发展趋势，而

数据参数主要是指直接与理财产品风险和收益挂钩的相关基础资产数据及其过程，这也就是所谓的系统辨识。

第二，产品结构分析和程序化实现。分析理财产品合约中所规定的支付形式和条件，对支付函数和边界条件进行程序化实现。支付函数和边界条件的实现既是我们评价体系的核心，也是不同产品在结构上的主要差异。事实上，支付函数和边界条件即可能是通过产品合约显性确定的（如关于指数挂钩产品在不同区间支付额的明确约定），也有可能隐含规定的（如赋予发行方和投资方各类形式的可提前赎回的条款）。

第三，模拟仿真。在对第一步所估计的反映数据分布和发展趋势的参数，结合对未来经济和金融发展趋势的合理预期，对基础资产的收益和价格水平进行随机模拟，然后根据第二步所描述的支付函数和

条件，仿真和评估相应理财产品收益水平。理论上，只要产品收益水平是能够依分布收敛的，仿真的次数可以根据所要求的精度内生确定。

第四，测算评价指标。将第三步中获得的仿真数据作为样本数据，据此进行总体推断，从而计算出理财产品的(条件)预期收益率和VaR。

第五，随机抽样检查。为了对评价流程和输出结果进行再评估，我们从产品库中随机抽取了部分产品，计算其实际发生的收益率，以此收益率与我们计算的预期收益率进行比较。如果发生异常，则重新检查以上各步骤。此外，我们还将预期收益率与银行公布的预计最高收益率进行对比，对于相差幅度较大的产品予以检查。

### 三、人民币产品的评价结果

根据以上评价流程和公开数据，我们对 2006 年发行 69 只人民币产品进行了评价。从评价结果看，挂钩产品的投资价值好于非挂钩产品，但是，不同挂钩类型和结构设计导致产品的差异极大；从不同银行设计的产品投资价值看，股份制银行的产品好于大型国有银行。

#### 1. 产品评价结果

**表 2 人民币产品评价的总体情况（按产品只数简单平均）**

	预计最高收益率 (1)	预期收益率 (2)	(2) / (1)	超额收益率	99%VaR
非挂钩产品	2.72%	2.64%	97.34	0.40%	0.0201%
挂钩产品	3.44%	2.72%	75.73	0.56%	0.0334%
总计	3.02%	2.67%	88.13	0.47%	0.0259%

注：共 69 只产品，其中，挂钩产品 30 只；“预计最高收益率”系发行银行公布，其余指标均来自评价系统。

表 2 对人民币理财产品的评价进行了一个总结。总体上看，与相同期限的人民币存款利率相比，购买人民币理财产品可以获得 0.47% 的超额收益率，但须承担一定的风险。按照挂钩和非挂钩产品进行分类来看，非挂钩产品不仅在预期收益率和超额收益率方面都低于挂钩产品，而且，值得注意的是，按照 99% VaR 来衡量，挂钩产品在 99%

概率下达到的最小收益率也要高于非挂钩产品。所以，从总体上看，挂钩产品的投资价值高于非挂钩产品。

鉴于挂钩产品的投资价值好于非挂钩产品，但评价的预期收益率与银行公布的预计最高收益率相差较大，我们进一步对其进行分类考察。

**表 3 挂钩产品分类评价结果**

挂钩类型	评价产品数	预计最高收益率 (1)	预期收益率 (2)	(2) / (1)	超额收益率	99%VaR
股票	3	10.50%	8.23%	81.43	5.8025%	0.1710%
信用	18	2.67%	2.47%	93.50	0.3588%	0.0238%
汇率	6	4.32%	1.38%	33.30	-0.7533%	0.0045%
利率	3	3.00%	1.36%	48.68	-0.8874%	0.0111%
总计	30	3.84%	2.72%	75.77	0.5561%	0.0334%

表 3 对已经评价的 30 只挂钩产品进行了汇总，将之与表 2 进行对比可以发现三个特点：第一，挂钩产品中只有股票挂钩产品的预期收益率、超额收益率和 99% VaR 超过了非挂钩产品，而其余产品的投资价值均不如非挂钩产品；第二，汇率挂钩产品和利率挂钩产品的超额收益率为负，这意味着这些产品的回报低于相同期限的存款利率；第三，系统评价的汇率挂钩和利率挂钩产品的预期收益率同银行公布的预计最高收益率相差很大，而这是导致整个挂钩产品出现较大差异的原因。

综合起来看，挂钩产品的投资价值要明显好于非挂钩产品。不过，由于非挂钩产品的结构简单，并且，银行公布的预计最高收益率基本反映了产品的预期收益率，因此，对于投资者来说，购买非挂钩产品应该较为“放心”。挂钩产品在具有较高投资价值的同时，也需要注意其复杂的结构，这使得买卖双方的信息不对称问题较为突出，银行公布的预计最高收益率与其预期收益率的较大差值正反映了这一点。

## 2. 银行排名（根据已评价产品）

在已经评价的人民币产品中，我们根据超额收益率和 99%VaR 对

各家银行进行了排名。虽然各家银行评估的产品数量存在差异，但鉴于我们在选取评价产品的过程中，采取了随机抽取的方式，因此，这个排名也在一定程度上说明问题。

可以看到，居于前三位的分别是中信银行、深发展银行和兴业银行，三家银行已评价产品的超额收益率比随后的工商银行、光大银行高出 1 个百分点，其原因在于三家银行发行的产品中存在高收益的结构型产品、尤其是股票挂钩产品。工商银行尽管也发行了挂钩新股的高收益产品，但其他非挂钩普通产品的收益过低。北京银行虽然有大量挂钩产品，但这些产品挂钩的信用主体主要是国内其他银行，实属“伪”挂钩产品，因而超额收益不高。

**表 4 银行排名（按已评价产品的超额收益率）**

发行银行	评价数量	预计最高收益率(1)	预期收益率 (2)	(2)/(1)	超额收益率	99%VaR
中信银行	2	5.00%	4.53%	95.38	2.00%	0.07%
深发展	1	5.00%	4.96%	99.2	2.00%	0.06%
兴业银行	4	3.53%	4.32%	52.49	2.00%	0.10%
工商银行	5	5.00%	3.27%	79.77	1.00%	0.03%
光大银行	14	2.88%	2.83%	98.31	1.00%	0.02%
浙商银行	1	2.00%	2.25%	97.8	1.00%	0.02%
北京银行	10	2.54%	2.44%	96.14	0.00%	0.03%
招商银行	6	2.76%	2.41%	90.58	0.00%	0.02%
建设银行	4	3.00%	2.69%	99.43	0.00%	0.02%
上海银行	5	2.46%	2.00%	81.82	0.00%	0.01%
民生银行	7	3.27%	2.24%	71.95	0.00%	0.01%
浦发银行	4	2.51%	2.04%	88.43	0.00%	0.01%
农业银行	4	2.24%	2.23%	99.6	0.00%	0.01%
中国银行	2	3.13%	1.24%	52.46	-1.00%	0.01%
总计	69	3.02%	2.67%	88.13	0.00%	0.03%

#### 四、外币产品的评价结果

外币理财产品的发行数量远超过了人民币产品，其中，美元产品又居外币产品发行数量的首位。目前，我们已经对 503 只外币产品进行了评价，其中，美元产品数量最多，达到了 353 只；港币产品次之，为 108 只；其余，如欧元、英镑、澳元分别评价了 19、3 和 19 只。由于美元产品数量最多，种类齐全，以下我们就以美元产品为例，来

分析外币产品的评价结果。至于其他币种的产品，欧元、英镑和澳元数量较少，不具代表性，港币产品的评价结果放在附录中。从评价结果看，其特点类似于人民币产品，但外资银行的突出地位令人瞩目。

### 1. 产品评价结果（美元产品）

总体看来，对美元产品的评价结果与人民币产品类似：挂钩产品的投资价值较非挂钩产品为高，但银行公布的非挂钩产品预计最高收益率更加反映了这类产品的投资价值。

**表 5 美元产品评价的总体情况（按产品只数简单平均）**

	预计最高收益率 (1)	预期收益率 (2)	(2) / (1)	超额收益率	99%VaR
非挂钩产品	4.81%	4.72%	98.27	1.8236%	0.1000%
挂钩产品	6.16%	6.05%	99.39	3.0703%	0.3653%
总计	5.20%	5.10%	98.58	2.1803%	0.1759%

注：共评价了 353 只美元产品，其中有 252 只非挂钩产品，101 只挂钩产品。

从预期收益率、超额收益率以及 99%VaR 三个指标看，挂钩产品的投资价值都高于非挂钩产品。由于这里的评价结果均以美元计价，因此，对于境内居民来说，需要考虑人民币相对于美元的升值幅度。如果按照人民币年均升值 3% 来计算，则美元理财产品总体的投资价值不比人民币产品为高。

**表 6 美元挂钩产品评价情况（按产品只数简单平均）**

联接标的	评价只数	预计最高收益率 (1)	预期收益率 (2)	(2) / (1)	超额收益率	99%VaR
股票	22	7.70%	11.73%	163.52	8.2869%	1.3423%
信用	22	5.02%	4.77%	95.05	1.9076%	0.1100%
利率	25	4.71%	4.71%	96.77	1.8010%	0.0549%
汇率	14	6.22%	4.12%	62.73	1.4963%	0.0959%
黄金	18	7.63%	4.04%	63.40	1.1026%	0.1240%
总计	101	6.16%	6.05%	99.39	3.0703%	0.3653%

进一步对挂钩产品进行考察发现，与人民币产品一样，股票挂钩产品最具投资价值。同时，从超额收益率和 99%VaR 两个指标看，利率、汇率和黄金挂钩产品总体上都不如非挂钩产品。不过，这里尚未

出现超额收益率为负的情况——这意味着，与美元存款相比，理财产品依然更具吸引力。

就系统评估的预期收益率和银行公布的预计最高收益率看，无论是挂钩产品，还是非挂钩产品，相差都不大。但是，如果分类来看，则在挂钩产品中，有 32% 强的产品，其预期收益率比预计最高收益率低 10% 以上；另有近 13% 的产品，其预期收益率比预计最高收益率低 50% 以上。对于这些差异较大的产品，我们发现，其原因在于发行银行过高估计了产品的收益。与此相比，非挂钩产品的预期收益率基本与银行公布的预计最高收益率相符。

## 2. 银行排名（根据已评价的美元产品）

根据系统已经评估的 353 只产品（占 2006 年美元产品的 67%），我们按照超额收益率对各家银行进行了排名。可以看到，外资银行总体上优于中资银行，进入前 6 名的均是外资银行。在中资银行中，兴业银行、交通银行、浦发银行和建设银行进入前 10 名，而工商银行、中国银行这样的老牌国有银行则排名过于靠后。

**表 7 银行排名（按已评美元产品的超额收益率）**

发行银行	评价数量	预计最高收益率 (1)	预期收益率 (2)	(2) / (1)	超额收益率	99%VaR
渣打银行	1	20.00%	19.93%	99.63	16.6761%	0.6061%
汇丰银行	3	5.00%	14.39%	287.77	11.2634%	0.9063%
恒生银行	2	5.50%	10.44%	99.60	7.3133%	0.2102%
东亚银行	9	9.06%	10.09%	129.01	6.4381%	0.6521%
荷兰银行	3	6.33%	8.00%	133.38	4.6223%	1.5683%
花旗银行	9	4.81%	6.91%	89.88	3.8670%	0.1566%
兴业银行	13	4.95%	6.11%	123.55	3.0927%	1.0399%
交通银行	6	5.81%	5.08%	89.73	2.1028%	0.1283%
浦发银行	17	4.97%	4.88%	98.20	2.0077%	0.0897%
建设银行	18	4.89%	4.84%	99.07	1.9332%	0.2762%
民生银行	2	5.07%	4.93%	97.23	1.9300%	0.0794%
农业银行	34	4.87%	4.82%	98.92	1.9120%	0.0447%
上海银行	20	4.92%	4.80%	97.68	1.9019%	0.0649%
北京银行	32	5.21%	4.69%	92.91	1.8956%	0.0993%
中信银行	27	4.89%	4.80%	98.14	1.8835%	0.0617%
光大银行	18	4.66%	4.73%	95.24	1.7934%	0.4292%



续表 7

发行银行	评价数量	预计最高收益率 (1)	预期收益率 (2)	(2)/(1)	超额收益率	99%VaR
深发展	4	7.95%	4.63%	82.16	1.7857%	0.1482%
厦门国际银行	13	4.69%	4.62%	98.56	1.7454%	0.0552%
工商银行	32	4.74%	4.58%	96.97	1.7422%	0.0691%
平安银行	3	4.54%	4.72%	105.36	1.6979%	0.0524%
招商银行	28	4.44%	4.49%	98.07	1.6952%	0.0497%
华侨银行	2	4.64%	4.53%	97.69	1.5300%	0.0592%
中国银行	50	5.83%	4.39%	83.02	1.4858%	0.0896%
广发银行	7	4.63%	4.54%	98.20	1.4292%	0.0544%
总计	353	5.20%	5.10%	98.58	2.1803%	0.1759%

## 五、小结

银行理财产品在满足居民日益增加的财富管理需求的同时，正在成为银行业实施业务转型的重要工具。从 2006 年理财产品的发展特点及评价结果看，在国内银行中，股份制银行的创新动力明显较强。然而，当我们将中资银行与外资银行放在一起进行评估时，中资银行显然是以数量取胜，而外资银行更加注重产品的设计和适销对路。因此，在产品的创新上，国内银行尚任重道远。此外，从部分银行理财产品的评价结果看，其预期收益率远低于银行公布的预计最高收益率。这说明，部分银行的部分产品有夸大收益之嫌。对此，我们也将持续跟踪并予以披露。

(全文完)

---

主 办：中国社会科学院金融研究所

主 编：李 扬

副 主 编：王国刚

联 系 人：刘戈平

电 话：010-85195338

电子信箱：ifb@cass.org.cn