

商业银行结构化理财产品市场风险分析

文/刘敏 卢开人

近年来我国银行结构化理财产品的发行数量呈上升趋势,但产品数量与规模仍尚小,该细分市场远没有其他理财产品市场成熟度高。不确定性是结构化理财产品最大的特征。本文介绍了我国商业银行结构化理财产品的产品特征及发展现状,分析了结构化理财产品的风险因素,并探讨其成因,最后探讨了我国结构化理财产品风险管理的有效途径。

一、结构化理财产品基本情况

(一)结构化理财产品基本情况

1、结构化理财产品含义

结构化理财产品是运用一定的技术手段将两种或两种以上风险收益特征完全不同的基本金融产品进行资金组合投资,融合了固定收益和金融衍生工具的金融工具,其本质上就是通过将金融衍生品和固定收益类理财产品相结合的方式在降低投资风险的同时尽量提高理财收益。主要为“固定收益+期权”的复合结构。结构化理财产品目前最典型的表现形式是挂钩型理财产品,根据标的资产的不同,挂钩型理财产品一般分为汇率挂钩、利率挂钩、债券挂钩以及股票挂钩等。

2、结构化理财产品的主要特点

第一,投资对象多元化,产品设计灵活。

具体而言,结构化理财产品是用相当于理财产品本金贴现的部分资金投资到诸如国债这种低风险的固定收益证券当中,再将剩余部分资金投资到互换、期货、期权或远期交易等高风险的金融衍生工具中。

第二,风险收益特征独特。结构化理财产品要求银行对投资者的本金安全进行绝对保证,在实际运作过程中,由于银行是将理财资金主体即本金额的贴现投资到风险较低甚至无风险的国债或固定收益证券当中,而银行用于投入到高风险的金融衍生工具中的资金其实是以小博大,有机会从中获得很高收益。在对这种类型理财产品运作过程中可能获得的收益一般与投资对象密切相关,而挂钩对象在一般情况下只是用于被设计分配投资者收益的规则,具体收益情况由理财资金运作期间挂钩对象的表现来决定。

(二)结构化理财产品市场情况

从到期收益率看,2013年上半年的人民币类收益率较高的理财产品集中在结构化产品中。按挂钩标的划分,挂钩权益类资产的结构化理财产品平均收益表现最优,其中挂钩基金的11款结构化理财产品的平均收益高达13.19%。2013年上半年共有18673款理财产品到期,其中13225款理财产品披露了收益率。在披露收益率的所有产品中,达到预期收益率的产品为99.3%。但是上半

年仍有 86 款产品未达到预期收益, 其中结构化理财产品就占到 78%。与利率挂钩的结构化理财产品的平均收益率只有 3.60%, 不及非结构化人民币理财产品的平均收益率。另外, 有 7 款收益率为零的理财产品, 均为人民币保本浮动收益类结构化理财产品: 4 款产品挂钩大宗商品, 2 款产品挂钩利率, 1 款产品挂钩指数。2013 年上半年, 到期收益表现最优和最差的均为结构化理财产品。

在发行情况看, 2010 年至今我国理财产品的发行呈快速增长态势, 结构化理财产品发行总量也随之增加。2013 年 1 月-2014 年 6 月, 利率型结构化理财产品占比较高, 达到 31.15%, 其次为债券挂钩的结构化理财产品, 在所发行的结构化理财产品中达到 27.58%。

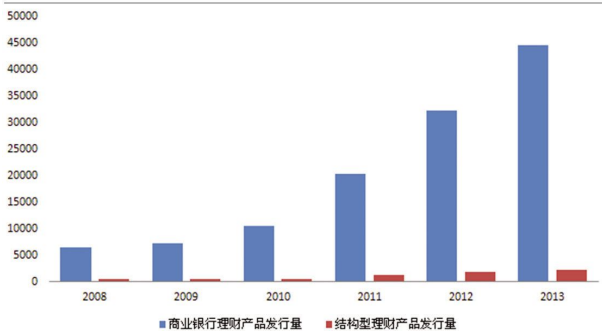


图 1 2008-2013 年我国结构化理财产品发行情况 (单位: 支)

数据来源: Wind 资讯

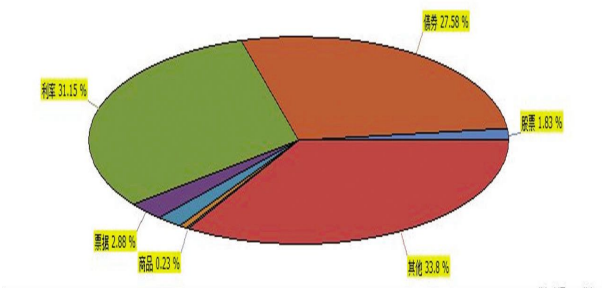


图 2 2013.01-2014.06 理财产品各基础资产占比 (%)

数据来源: Wind 资讯

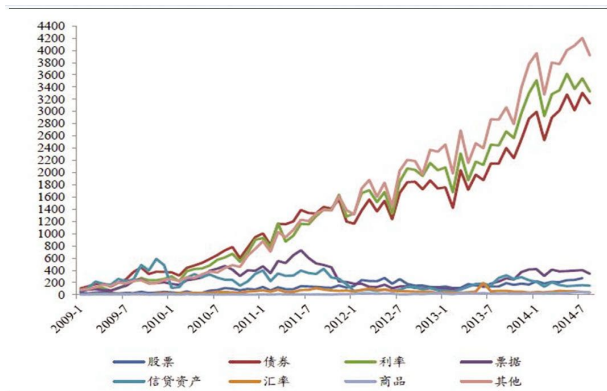


图 3 2009.01-2014.07 银行理财产品基础资产统计 (单位: 支)

数据来源: Wind 资讯

根据 wind 资讯, 截止 2014 年 6 月, 处于存续期的产品为 146 款, 均为保本浮动型, 其中挂钩标的是股票的理财产品占比最大, 为 113 款, 达到 77.39%, 其他处于存续期的产品分别为债券、汇率和商品, 分别为 14 款、11 款和 8 款。

纵观结构化理财产品的发展情况, 一方面结构化理财产品的品种趋于丰富, 另一方面不确定性是其最大的特征, 市场环境影响其到期收益情况。

二、结构化理财产品风险分析

(一) 结构化理财产品面临再投资风险和挂钩标的资产价格波动的市场风险

结构化理财产品要求银行对理财产品的本金保证绝对安全, 因此在实际操作中固定收益部分主要投资于央票、国债、固定收益债券等收益稳定的产品, 该部分投资虽然不存在违约风险, 但由于投资标的和理财产品存续期未必完全匹配, 该部分投资存在一定的再投资风险, 而且一旦再投资期间市场利率上涨, 该部分投资的收益率可能达不到预期。

作为期权的交易方, 银行将自身暴露在

挂钩标的资产价格波动的市场风险下。对此银行一般采用和投资银行签反向对赌协议的形势转移风险,获取利差。但是如果银行作为投资者提供的结构化产品太过复杂和个性化,银行在转售时就存在找不到买主的可能,只能被动持有到期,暴露于市场风险之中。为规避风险,银行也可以选择其他衍生品进行保值避险,这样银行整体利润就比较低,而且国内金融衍生品市场品种单一,严重缺乏银行所需要的避险工具,其风险只能自担。

(二)由于我国金融衍生品市场广度和深度有待进一步提高,执行对冲操作的投资银行资金实力相对较差,存在违约风险

我国商业银行发行的人民币结构化理财产品,对冲风险环节主要是外包给国内投资银行,并且投资银行承担对冲失败的后果。我国金融市场发育还不够成熟,衍生工具相对匮乏,市场深度和广度都有待进一步提高。以挂钩股票或股票指数的理财产品为例,由于没有现成的期权市场,投资银行主要通过分步拆解期权定价原理,频繁在二级市场买卖以复制期权。由于我国股票市场深度较差,较小的买入量或卖出量都可能导致股价的剧烈波动,致使复制效果较差。另外,较为频繁的股票停牌也往往使复制期权的操作陷入困境。这些都增加了投资银行对冲风险的成本甚至造成对冲失败。商业银行和投资银行的协议中几乎都包含了投资银行承担风险对冲失败后果的条款,但我国投资银行资金实力普遍较差,投资银行承担风险的资金实力有限。同时风险对冲需要应用复杂的金融工程技术,这些技术引入我国的时间尚短,投资银行在该领域的人才储备仍较薄弱,这些都导致我国投资银行承担风险的

实力有限。随着我国理财产品市场的迅速膨胀,投资银行违约的风险也不容忽视。

(三)结构化理财产品存在无法按时到期偿付的流动性风险

目前,市场上人民币结构化理财产品承诺本金到期偿付,除部分产品允许投资者在特定时间提前终止,大多数产品不能提前终止赎回,若急需用钱,一般需要投资者支付数额不等的违约金,投资者受到较为显著的投资期限束缚。同时,由于结构化产品是非标的金融衍生合约,不存在二级交易市场,也就是说投资者购买后无法转手只能选择持有,也使得该产品的流动性非常差。

(四)结构化理财产品存在产品设计、执行和操作不当的风险

巴塞尔银行监管委员会《新资本协议》将操作风险界定为“因为内部流程、人力和系统的不足或者失误以及外部事件冲击所导致的直接或间接损失的风险”。操作风险的成因主要是内部制度的不完备和银行治理结构的不健全,虽然操作风险在一定程度上是可控的,但是对于像银行发行的结构化理财产品这类规模较大的业务所带来的冲击也是难以估量的。

结构化理财产品运用了金融工具的组合分解技术,其对银行理财产品的设计、操作人员的专业水平要求较高,同时在风险定价的过程中由于参数选择不当或模型错误则极易造成较大的误差进而产生损失。

银行在处理理财产品销售资金收入时往往将其核算至“存款”科目,这必然会导致技术人员在风险管理方面产生疏忽。同时,部分银行在销售结构化理财产品的时候会为消费者开具存单,这极易造成投资者将结构化理财产品与储蓄存款混淆,进而忽视其

存在的风险。此外,在销售环节,营销人员对产品的理解不深,营销中对投资者的风险揭示还不充分,销售中存在误导嫌疑,如预期收益率、累积收益率等的滥用,使投资者不能深入理解产品收益结构。再次,信息披露是客户了解理财产品的有效途径,但有些银行未作充分信息披露,一些产品的投资项目出现了严重风险未及时披露,待到形成损失时投资者才知情等。

(五)人民币理财产品的制度不完善产生的监管风险

银监会先后相继发布了多种有关商业银行开展理财业务的管理办法、制度或指引,但其中人民币型理财产品发售一般只能通过借鉴其他相关理财产品实现自身的风险管理,由此可见,制度不完善可能是导致监管层在管理商业银行理财业务时出现问题的主要风险。另外,监管机构在商业银行成功发售理财产品后还没有出台完善的监管计划,导致了一些商业银行违规发售理财产品,进而影响整个理财市场的风险水平。

三、结构化理财产品的风险原因

(一)参与主体发展不平衡

1、我国商业银行自主创新能力不足。外资银行牢牢掌握着结构化产品的核心技术,完成了大多数复杂产品的定价与设计。中资银行这些方面起步较晚,对结构化产品的认识不足,创新能力也不强,基本只是引进和模仿外资银行的产品,甚至只是做外资银行的分销商。这样导致国内结构化产品互相之间存在许多模仿的情况,使得对投资者缺乏吸引力,在市场上缺乏竞争力。

2、我国商业银行缺乏有效的定价和避险机制。由于国内缺乏一个足够发达的金融

衍生市场,使得在设计本土化机构化产品时缺乏有效的定价和风险对冲机制,国内商业银行面临着巨大的风险,而为了推销产品,银行在产品说明书中又会片面强调产品的收益情况,由此造成的客户投诉日益增多。

(二)我国发展结构化理财产品基础薄弱

1、国内缺乏有效的金融衍生市场,制约结构化产品的发展速度。当前国内还没有推出结构化产品的集中交易市场,极大地制约了该类产品的集中交易,不利于结构化产品的标准化发展,进而限制结构化产品的流动性和市场普及性。从市场监管角度考虑,没有集中统一的产品交易市场,制约了监管部门对结构化产品的监管效率,进而引起结构化产品的收益和风险问题,损害投资者和发行人的利益。

2、立法和风险监管体系滞后。我国金融监管部门对金融衍生产品业务经营品种限制较多,抑制商业银行业务创新的空间,同时又没有一部针对商业银行推出结构化产品的监管规范,更不用说监管法律法规。对结构化产品的定义、交易对象及资格、商业银行市场准入条件、风险预警、内控机制建设等没有规定。

四、结构化理财产品的风险管理

(一)市场风险管理

由于结构化产品中所蕴含的衍生产品往往具有以小博大的资金杠杆效应,在标的资产变化相同幅度时,结构化产品的市场风险通常会高于基础金融产品的市场风险,加上市场风险往往可以通过数量的方式来把握和管理,因而在结构化产品的风险管理中,市场风险是受到最大关注的风险类型。

(二)信用风险管理

对于银行来说,交易对手应选择信誉等级较高,资本充足率高的机构,密切关注对手状态并根据其信用状况设定信用额度,或采用更为复杂的信用风险计量方法;对客户不提供融资服务,只以其所拥有的实际外汇资金提供结构化产品服务,从而使信用风险最小化。

(三)流动性风险管理

针对一般结构化产品投资者没有提前终止权,面临严重的流动性风险的现实,许多银行推出了自己的创新产品。例如,中国民生银行推出了银行和客户同时拥有提前终止权的结构化理财产品,之后又推出了银行无提前终止权和客户方面可提前终止的产品。

(四)操作风险管理

我国商业银行应根据结构化理财产品的特征,依据新巴塞尔协议对资产管理、风险管理的要求,借鉴国外成熟经验,整理并完善结构化理财产品风险管理系统,并将该系统纳入整个银行风险管理体系中去。同时,银行在为客户提供高效快捷服务的同时,将操作风险消除于萌芽之中。严格建立健全完备的业务操作制度和规程,建立相互监督、相互制约的业务流程控制体系。各岗

位要合理分工、相互协调、相互制约。建立严格的授权制度,各级别、各岗位员工在授权限度内操作,超过限度,必须向上级报告。交易、交收、结算分属不同的部门,相互制约监督。

(五)监管风险管理

监管部门应尽快出台人民币型理财产品发售情况的相关文件,限定衍生工具交易方的资格,实现中资银行与外资银行平等的市场准入条件,监管部门还应当整顿和规范银行应用金融衍生工具的种类和性质,并且鼓励银行的创新、放宽衍生工具设计方面的尺度,加强银行衍生工具交易信息披露和内控制度。同时完善理财产品发行之前的监管计划,包括现场和非现场两种形式,以此保障理财产品运作过程规范有序。同时,应积极引入信用评级制度,帮助投资者识别风险,进而有效规避风险。

(六)投资风险

为有效管理结构化理财产品的投资风险,应积极引入信用评级制度,尤其是引入外部第三方评级机构对结构化理财产品的信用评级,充分揭示结构化理财产品的风险因素,提高理财产品的信息披露水平和公信力,提供投资者买卖结构化理财产品所需信息,有助于投资者做出合理准确的投资决策。