

客厅中的小象

—— 银行理财产品全面剖析

研究结论

- 银行理财产品发展正处于快速发展期。理财产品发展至今，经历了2004—2005年的初创期，以及2006年至今的快速发展期。初创期由中型股份制银行推动，以外汇结构性理财产品为切入点。而到了快速发展期，规避监管的创新动机明显强化，推动发行量显著增长，人民币理财产品成为主流，信贷类理财产品开始扮演重要角色。
- 理财产品热销乃多方面因素合力驱动。就供给方来说，发行理财产品为银行提供了监管套利空间，特别是反映为信贷额度监管套利驱动，以及存贷比套利驱动。而在需求方，在中国人均GDP突破1000美元之后，理财需求即呈现快速增长，近年来居民财富的两极分化进一步强化了财富管理需求，通胀与负利率则成为短期内理财需求集中释放的催化剂。第三个原因在于金融制度方面，即利率市场化压力通过理财产品得到可控释放。
- 从居民财富的大类资产配置来看理财产品发展。我们将中国居民的资产配置情况与6个国家和地区居民进行了比较，看到中国居民权益类资产占比尚算合理，但存款占比显著偏高。由于存款占比与人均GDP有强的负相关性，未来中国居民收入提高的过程也将是居民负债脱媒的过程。国际比较还使我们得到另一个结论，即中国的存款利率与货币市场利率之间的利差明显高于其他国家，这意味着在当前渠道类产品空间巨大。
- 国际比较的结果使我们思考为什么理财产品会在中国居民寻求存款替代品的过程中，相对于保险、债券和货币市场基金等，拥有明显的优势。我们的结论是，理财产品的优势来源于三方面：（1）居民存款期限普遍在一年以内，只有理财产品拥有匹配的期限结构。（2）对于居民来说，金融选择更多依赖于信誉和品牌，显然当前银行在这方面拥有压倒性优势。（3）银行还有“发短投长”等收益增强手段。
- 理财产品进入新阶段，但需规范以实现长效发展。从2010年下半年开始，银行逐步建立了资产池，具备了初步的资产管理功能，这意味着银行理财可能进入一个崭新的阶段。但目前银行的资产管理功能还存在不少缺陷，需要经历一个规范的过程。独立化和体系化将是规范的方向。
- 理财产品对银行财务和货币金融的影响。我们的结论是，对保本型产品不同的会计处理方法可能对净息差等财务指标产生扭曲。而不同环境下不同类型理财产品对贷存款、社会融资总量的影响也不同，具体请参考正文。
- 结论：规范化之后银行理财产品业务长期发展前景看好。目前银行通过理财产品发售获得的收益颇丰。虽然未来理财产品规范化以及中国利率体系租金的逐步减少将会压缩一部分收益，但理财产品仍然能够为银行应对负债脱媒提供对冲。而就宏观经济金融来说，银行理财产品已经开始产生实质性影响，而未来的影响力还会继续大幅上升，就像客厅中的小象，已经足够引人注目，更重要的是它还在长个儿。

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。



东方证券
ORIENT SECURITIES

金麟

银行业资深分析师

执业证书编号：S0860209120209

联系人

姚栋

021-63325888-7541

Yaodong@orientsec.com.cn

行业评级

看好 中性 看淡 **(维持)**

国家/地区

中国/A股

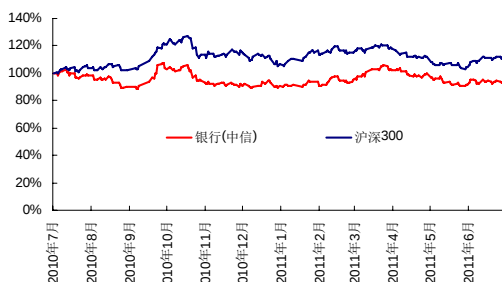
行业

银行

报告发布日期

2011年7月24日

行业表现



评价周期

1个月

3个月

12个月

绝对表现 (%)

0.05

-9.93

-8.21

相对表现 (%)

-5.43

-2.90

-18.05

资料来源：WIND

重点公司盈利预测及投资评级

	2010	2011E	2012E	2013E	评级
招商银行	1.19	1.73	2.09	2.52	买入
农业银行	0.29	0.40	0.50	0.60	买入
民生银行	0.66	0.84	0.88	1.06	买入
深发展A	1.80	2.33	2.59	3.00	增持

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测

相关研究报告

攻守兼备 静候新产能周期启动	2011-5-20
净息差持续上升 银行1季报或超预期	2011-2-9
如果长期内我们尚未死去	2010-7-31

目 录

1、银行理财产品发展正处于快速发展期.....	5
1.1 初创阶段：中小银行挑战大银行存款优势.....	5
1.2 快速发展期：规避监管驱动的产品创新	9
2、理财产品热销由于三方面合力	12
2.1 供给方原因：监管套利驱动	13
2.2 需求方原因：理财需求长期快速上升	13
2.3 市场结构性因素：利率市场化压力变相体现	16
3、从居民财富大类资产配置看理财产品发展空间巨大	16
3.1 中国居民有强烈的将存款转为非权益类投资的愿望	16
3.2 渠道型产品仍将有非常大的市场潜力	23
3.3 银行理财产品在低风险产品篮子中具备明显优势	24
3.4 结论：理财产品还有非常巨大的发展空间	26
4、理财产品进入新阶段，但未来发展需着力规范	27
4.1 银行理财产品初步具备资产管理能力	27
4.2 当前银行资产管理能力存在明显缺陷	27
4.3 银行的资产管理体系还需进一步独立化和体系化	29
4.4 结论：规范才能保证业务的长期健康发展	29
5、从银行财务的角度看理财产品	30
5.1 理财产品如何影响利润表和资产负债表	30
5.2 发行理财产品银行的直接收益	31
6、其他关于理财产品的几个问题	32
6.1 理财产品的发行会如何影响货币金融指标？	32
6.2 理财产品对于存款是否有真正帮助？	34
6.3 理财产品的可控利率市场化未来是否可能变得不可控？	35
7、结论：规范后长期发展前景看好	36

图表目录

图 1：从 04 年 2 月份开始，理财产品登上历史舞台	6
图 2：股份制银行发行数量占比一开始领先，后市场份额被大银行挤占	7
图 3：初创时以外汇结构性理财产品为主，后过渡至人民币产品	8
图 4：2005 年开始，债券类产品占比上升显示结构型产品已经逐步退烧	9
图 5：在初创期迈过规模门槛之后，从 2006 年开始理财产品发行数量持续井喷	10
图 6：在快速发展期，各类型银行相对份额已经大体稳定，但参与银行数量显著扩大	10
图 7：信贷类理财产品登上舞台并扮演重要角色	11
图 8：人民币理财产品进一步占据统治性优势，表明了客户群体的转换	12
图 9：信贷管制以及存贷比监管成为理财产品发售数量快速增长的重要推动力	13
图 10：2001 年中国人均 GDP 超过 1000 美元，进入理财需求快速增长期	14
图 11：2000-2009 年，人均收入增长最快的居民是收入最高的人群，反之亦然	14
图 12：存款负利率带来储蓄存款的活化	15
图 13：而存款活期化的过程也是理财产品发售数量快速增长的时期	15
图 14：2010 年美国家庭与非营利机构的存款仅占到总资产的 1/6	17
图 15：2010 年英国家庭与非营利机构的存款占到总资产的 28%	17
图 16：2009 年台湾家庭与非营利机构的存款占到总资产的 42%	18
图 17：2010 年韩国家庭的存款占到总资产的 45%	18
图 18：2010 年日本家庭的存款占到总资产的 55%	19
图 19：2008 年欧盟 27 国家家庭与非营利机构的存款占到总资产的 35%	19
图 20：大量中国居民资产配置在低收益的储蓄存款之上	20
图 21：中国居民的权益类投资占比处于合理区间	21
图 22：东京日经 225 指数仍处在长期熊市中，这应该是造成日本人不买股票的重要原因	22
图 23：存款占比与人均 GDP 之间的负相关关系很明显	22
图 24：债券型基金净值从 2008 年以来就基本没有增长	24
图 25：货币市场基金目前的净值还略低于 2005 年	25
图 26：超过 5/6 的银行理财产品平均期限在 6 个月以内，与存款有很好的匹配度	26
图 27：看起来保本型理财产品占比在下降，其实银行仍承担了大量的隐性担保	28
表 1：中国居民的存款占总资产比重超过 3/4	20
表 2：中国居民资产中的存款比例明显偏高	21
表 3：从 2003-2010 年平均利率来看，中国存款利率明显低于货币市场利率是不正常的	23
表 4：从剩余到期日来看，中国的存款期限通常都在 1 年以内	25
表 5：目前主流的银行理财产品会计处理方法	30
表 6：举例说明理财产品不同会计处理方法对于净息差等财务指标的扭曲	31

表 7：用银行报表举例说明信贷类理财产品发售的影响	32
表 8：用银行报表举例说明非信贷类理财产品发售的影响	33
表 9：不同情况下发行不同类型理财产品，对金融变量造成不同影响.....	34
表 10：理财产品活跃的发售银行通常存贷比偏高，且 2004 年以来存贷比并未有改善.....	34

1、银行理财产品发展正处于快速发展期

中国银行业理财产品的发展历程很短，从 2004 年开始只有不到 8 年的历史。这 8 年时间中，2004-2005 年是结构性理财产品占主流的初创期，呈现股份制银行率先创新、国有银行被动跟进的创新格局。此后，理财产品进入快速发展期，人民币渠道型产品开始占据主流，规避监管驱动的产品创新成为重要的增长点。

1.1 初创阶段：中小银行挑战大银行存款优势

2004 年是银行理财产品元年。2004 年 2 月 12 日，民生银行销售了一款“2004 年民生银行外汇存款类信托计划”美元结构化理财产品，委托期 3 年，预期收益率 2.6%。这是中资银行发行的首款理财产品。

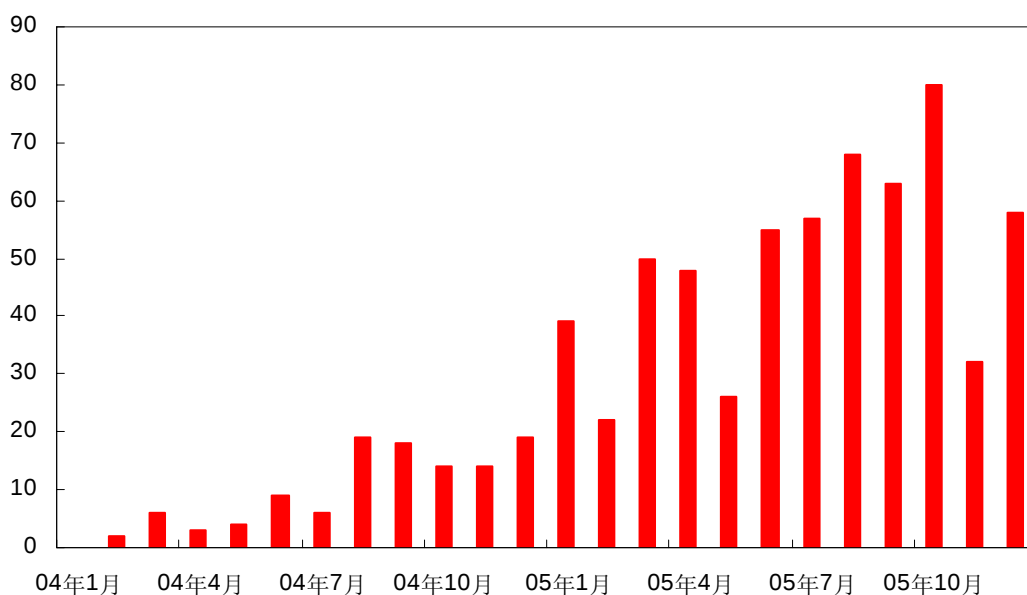
现在回想起来，首款理财产品诞生在 2004 年有其偶然性，但更多的是必然性。公元 2004 年，袭扰全国的非典早已平息，两代领导核心的交接业已于前一年平稳完成。通胀虽有抬头，最高亦不过 5.3%，但自年底就已降至 2.4%，以当时我国经济增长重回 9% 以上之快速增长来看，似乎这样的物价涨幅完全可以接受。总之，2004 年实为中国经济增长态势最好的那 5 年中较为平淡的一年。

但首款理财产品诞生于这一年却又似乎是必然的。2004 年，胡温体制已经接班一年，市场不免提高了金融创新的期望值。自 2001 年中国人均 GDP 迈过 1000 美元大关之后，社会财富管理需求的加速增长更是自不待言，而滞后于物价上升速度的加息进一步造成了当时存款负利率的状况，这也强化了短期内的理财需求。当年，国有银行尚在努力与不良贷款历史包袱相抗争，彼时还被视为真老虎的外资银行在按照银行业开放时间表进入中国，而招行等个别领先银行的零售转型正在如火如荼推进中，这自然带给其他银行一份战略上的焦虑。而 2004 年 1 月 1 日央行将人民币贷款利率上浮区间扩大至 1.7 倍，10 月 29 日不再设置贷款利率上限，扑面而来的利率市场化压力更对这种焦虑火上浇油。银行战略上的焦虑情绪如果不能通过业务模式创新来释放，就势必要靠产品创新来舒缓。以上这些事件，表面看来似乎琐碎而没有主线，但实质上却是当时发生创新的肇因。这样看来，第一款理财产品，由转型执行力最强但转型资源最少的民生银行来推出，实是历史的点睛之笔。“其间关系因果，恰为历史的重点。”

在这样的历史因果下，具体发生的事件内容反倒变得次要。2004-2005 年银行理财产品初创期，大致有以下几个特征：

(1) 产品数量较快增长，构成局部热点

从 2004 年 2 月份第一支理财产品发行开始，理财产品发行数量一直呈现快速增长的趋势。虽然当时绝对规模不多，但一度在上海、北京等城市引起投资热。月发行产品数量从最初的 10 支以内增加到月均 60 支左右。

图 1：从 04 年 2 月份开始，理财产品登上历史舞台


资料来源：Wind 资讯，东方证券研究所

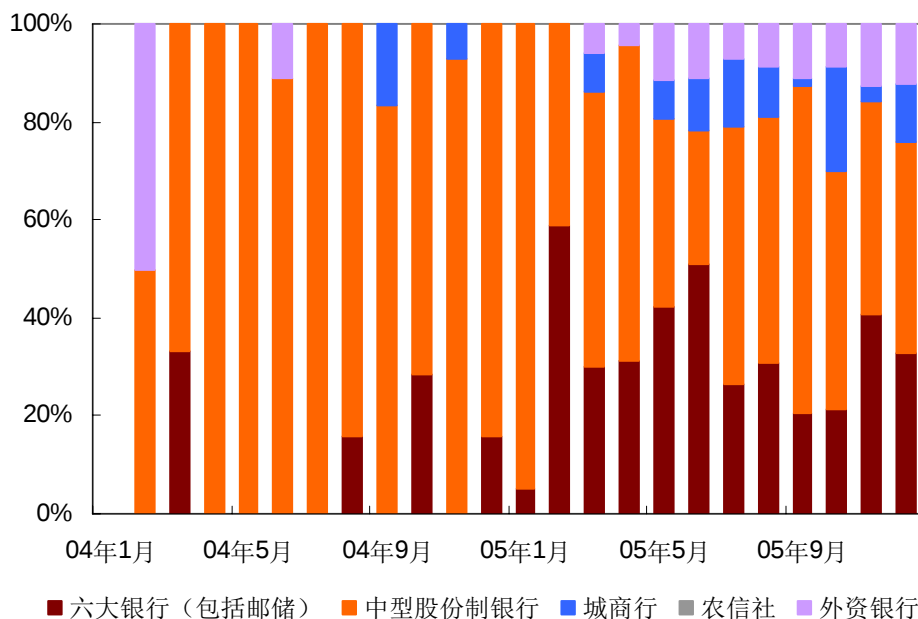
(2) 股份制银行主导，大银行被动跟进

一开始理财产品市场由中型股份制银行垄断，后来大银行才开始跟进。原因在于，大银行存款业务特别是储蓄存款的市场份额更大，担心理财产品的发行会分流自身存款、抬高负债成本。这种心态与当年 IBM 抉择是否推出 386 时是一样的。相比之下，中小股份制银行则没有这些顾虑，相反，将理财产品视为可能吸引存款流入的手段。

但是当股份制银行开始从理财产品的发售中受益、大银行感受到存款流失的压力后，大银行亦能够做出跟随型创新，这在近年来多项业务，包括零售理财、信用卡等的发展过程中屡见不鲜。当大银行开始发力后，股份制银行的市场份额就开始回落，从而回到一个相对均衡、合理的市场结构。此后，大银行与股份制银行一同推动这个市场的体量不断快速扩大。

具体来看，2004 年上半年最活跃的理财产品发售银行是广发和民生，此后招行和中信加入战团并活跃至今，年底兴业、华夏和光大也开始发售理财产品。2004 年，招行、民生、广发三家银行所发售的理财产品数量就占到总量的 71.1%，市场呈现高度集中格局。

从 2005 年开始，大银行全面发力。五大银行迅速成为理财产品的活跃发售银行。股份制银行中，浦发、深发展、北京开始有所表现，而渣打、荷兰银行、东亚银行、汇丰（中国）、恒生、花旗（中国）也开始推出理财产品。全年发售超过 5 款理财产品的银行数量，从 2004 年的 6 家银行迅速扩大至 2005 年的 23 家。

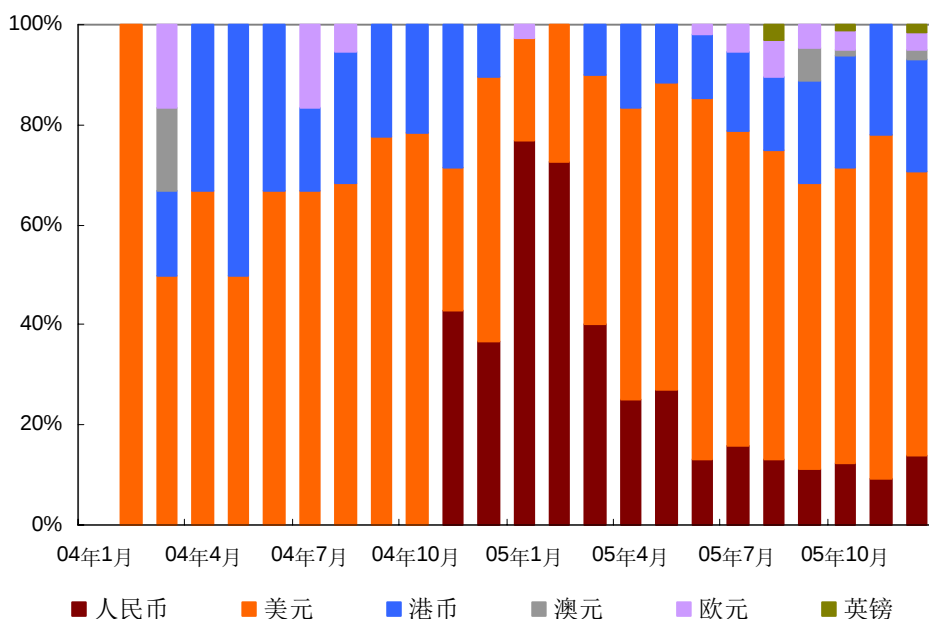
图 2：股份制银行发行数量占比一开始领先，后市场份额被大银行挤占


资料来源：Wind 资讯，东方证券研究所

（3）先外币，后本币

为什么肇始于外币？大致有三方面原因。一是最初中资银行都没有创设和管理理财产品的经验，主要采取“拿来主义”，即直接代理外资银行的产品，而外资银行的产品以外汇产品为主。二是中国银行业外汇存款的集中度比人民币存款更高，非优势的中小银行推出外汇理财产品更不用担心分流自家存款。三是 2004 年当时人民币升值预期下企业的外汇贷款需求旺盛，而银行由于外汇头寸紧张难以满足这些需求，故而有动力吸收外汇资金。因此我们看到，2004 年 10 月之前银行理财产品以外币产品为主，而未有任有一款人民币理财产品。

但显然居民以外币保有的资产并非主流，理财产品向人民币过渡是大势所趋。2004 年 11 月，光大、民生、中信等银行（又是既有市场份额负担较轻的股份制银行）陆续推出了人民币理财产品。此后虽有反复，但人民币理财产品逐渐成为市场主流。

图 3：初创时以外汇结构性理财产品为主，后过渡至人民币产品


资料来源：Wind 资讯，东方证券研究所

（4）“退化”的产品结构，从结构性理财产品到渠道类产品

从产品内涵来说，初创期的银行理财产品，从最开始的结构型理财产品为主，逐步转向简单的渠道类产品，产品在复杂度、创新度上经历的是一个“退化”的过程。

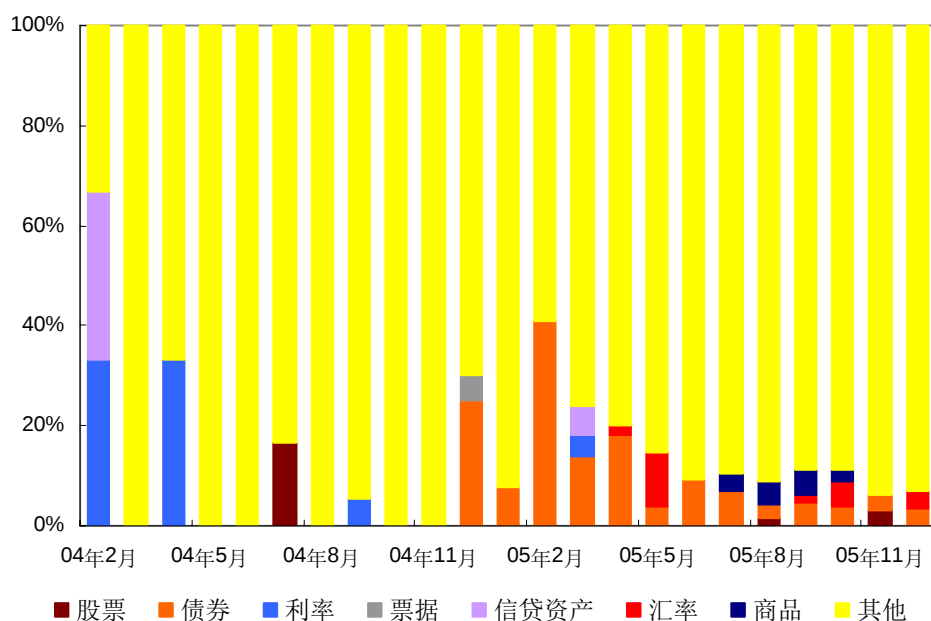
所谓结构性理财产品，通常指的是固定收益产品与金融衍生品相结合的产品，这种产品结构能够在控制总体风险的前提下增强产品收益；或将产品收益与某些经济或市场指标的走势相关联，从而实现投资者对未来市场走势的预期产品化。这在欧美被通常称为结构性存款，在台湾被称为结构性债券。

银行发行理财产品之初，结构性产品曾占据主流。这是因为此类产品在海外市场较为流行，中资银行在代理引进理财产品时，自然主要选择此类产品。

但在初期一度占据主流之后，结构性理财产品明显降温。产品结构的转换有几方面原因：（1）中资银行从产品的代理者开始转为产品的开发者。虽然初期的结构性理财产品形成销售热点，但由于中资银行代理的是外资金金融机构的产品，自身在其中的收益非常微薄，甚至是赔本赚吆喝。而当中资银行过渡到产品的开发者角色后，发现自身在管理这些结构性理财产品内嵌的期权方面缺乏经验和能力，从供给方有转向简单产品结构的需要。（2）从需求端来说，渠道类产品足矣！由于中国的投资者特别是居民，面对的投资选择极其有限，导致其投资的机会成本仅是 2% 左右的存款利率。相比之下，2005 年银行间市场 3 个月拆借利率在 3.3%，银行的理财产品仅需要为客户提供一个投资银行间市场的渠道就足够具备吸引力。（3）投资者投资能力存在明显局限。中国的大众投资者普遍缺乏证券投资经验，也缺乏理解复杂投资产品结构的能力。面对这样的市场结构，越简单的产品反而越有效。

虽然理财产品的基础资产类型与产品结构其实不是一回事，而且 Wind 资讯中，太多理财产品的资产类型被归于“其他”类型，但 2004 年之后，债券类理财产品占比的上升，还是能够提供一定的参考。当时投资者需要的，只是一个能够突破渠道限制、提供投资其他市场可能的产品。

图 4：2005 年开始，债券类产品占比上升显示结构型产品已经逐步退烧



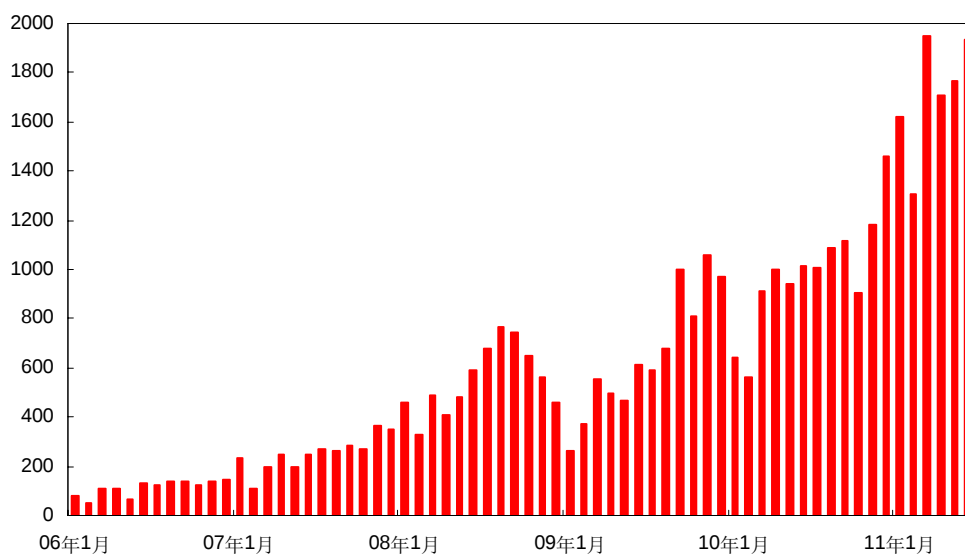
资料来源：Wind 资讯，东方证券研究所

1.2 快速发展期：规避监管驱动的产品创新

从 2006 年开始，在经历了初创期的浮躁之后，银行逐渐明确了理财产品的功能和定位。由于理财产品带来了迟迟未能推进的资产证券化的有效替代，银行陡然发现这提供了全新的资产负债表管理手段。于是，一方面顺应理财需求的快速增长，另一方面将理财产品作为规避监管限制或满足监管要求的重要手段，银行显著提升了理财产品在业务体系中的定位。从 2006 年至今，这一阶段的发展有几个显著特点：

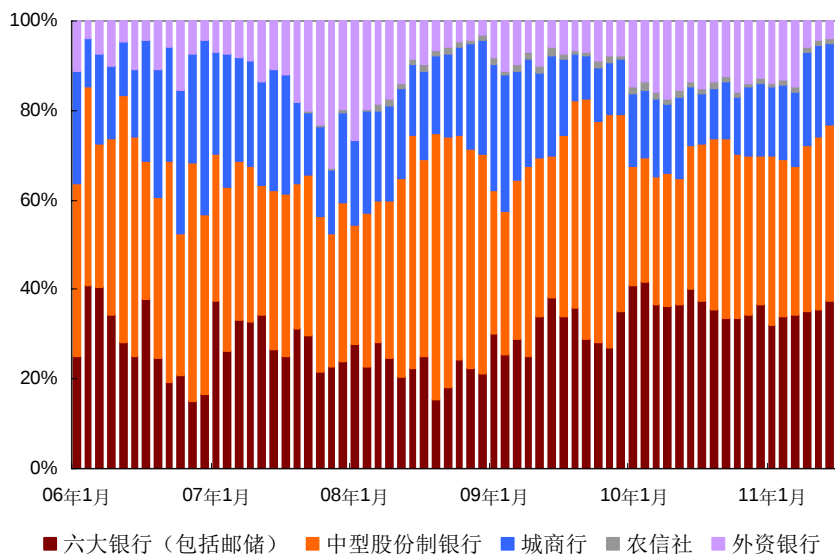
（1）总量显著增长，参与主体日益广泛

首先，在发行产品数量上，每个月推出的产品总数已经从 2005 年平均 60 款左右，持续增长至目前月均 1800 款左右，5 年多的时间内增长了 30 倍。其中有几个快速增长期，分别是 2007-2008 年上半年（对应的是当时信贷管制、CPI 的走高和负利率），以及 2009 年下半年至今（信贷管制、CPI 走高和负利率）。2009 年上半年也曾出现一波较快增长，但我们可以将其理解为恢复性增长。

图 5：在初创期迈过规模门槛之后，从 2006 年开始理财产品发行数量持续井喷


资料来源：Wind 资讯，东方证券研究所

其次是发行主体已经基本涵盖主要银行。2005 年，活跃的理财产品发售银行主要包括五大银行、除了华夏银行之外的 9 家中型股份制商业银行，北京、上海和浙商三家地方银行，以及 6 家外资银行。而 2011 年上半年，如果取“6 个月中 3 个月有发售产品”作为活跃银行的定义，则活跃的理财产品发售银行涵盖了包括邮储在内的六大银行、全部 10 家中型股份制商业银行、41 家城商行、6 家农商行以及 9 家外资银行。稍有实力的银行都在参与这个市场，理财产品已经成为银行产品体系中不可或缺的一部分。

图 6：在快速发展期，各类型银行相对份额已经大体稳定，但参与银行数量显著扩大


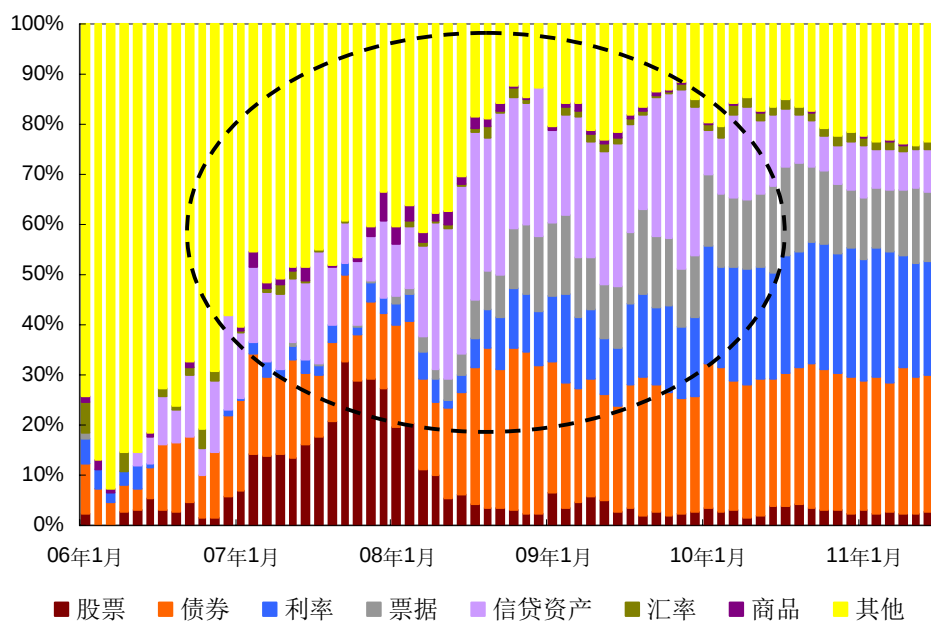
资料来源：Wind 资讯，东方证券研究所

最后，绝对规模已经达到影响经济金融的量级。根据银监会统计，2010 年国内 15 家主要商业银行共发行理财产品 19797 款，累计募集理财资金 13.94 万亿元。2010 年末仍有 5873 款产品存续，涉及余额为 22511 亿元。据此测算，2010 年年底所有商业银行存续的理财产品余额估计在 2.5 万亿元左右，相当于同期金融机构本外币存款余额的 3.4%，已经具备对我国的经济和金融运行产生影响的潜力。

(2) 信贷类理财产品开始扮演重要角色

2006 年开始，信贷类理财产品登上舞台（这也是我们将 06 年之后划分为第二阶段的主要原因）。由于官方的资产证券化试点迟迟打不开局面，银行对于“利用二级市场来优化资产负债表”的需求就只能通过理财产品来实现。由于这种准资产证券化的产品功能能够给银行带来巨大的监管套利空间，特别是在 2007 年下半年、2009 年以来信贷额度管控背景下，以及从 2009 年以来行业监管去杠杆的压力下，监管套利的收益明显加大。

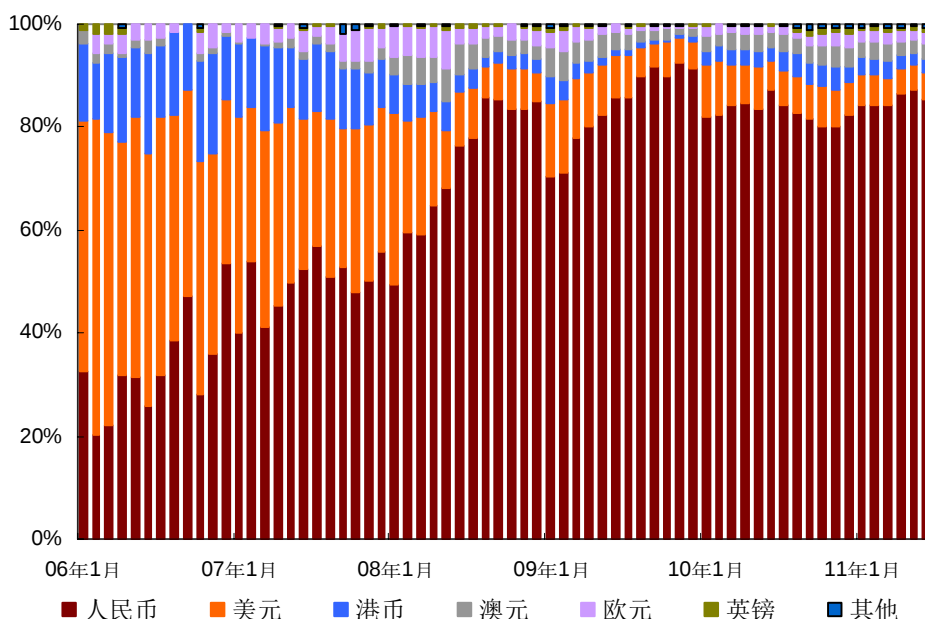
图 7：信贷类理财产品登上舞台并扮演重要角色



资料来源：Wind 资讯，东方证券研究所

(3) 人民币产品成为主流，显示客户群从少数高端客户下移至中高端客户

随着产品发行规模的不断增大，银行理财产品的客户群也在从少数高端逐步向中端过渡，客户的覆盖面日益广泛。这种变化，可以体现在认购起点金额的下降之上，也可以体现在币种结构的变化之上：2004 年人民币理财产品寥寥无几，2005 年占比在 1/5 左右，而从 2008 年下半年开始，占比就已经稳定在 80% 左右，成为绝对主流。

图 8：人民币理财产品进一步占据统治性优势，表明了客户群体的转换


资料来源：Wind 资讯，东方证券研究所

（4）监管驱动的动机显著增强

第二阶段，银行发售理财产品的动机已经发生了较大的改变。在初创期，发展理财业务、拓展中间业务收入、抢夺存款业务市场份额、推进战略转型曾是银行（特别是那些率先创新的银行）的主要目的。但经过几年尝试，银行发现实际效果其实没有那么立竿见影。相反，其调控资产负债表的功能使得短期的监管套利和监管达标反而成为理财产品发售的重要动机。具体的表现，一是信贷类理财产品迅速成为主流品种（前已述及），这为银行带来巨大的监管套利空间；二是某些经营行为异化，例如银行间互持信贷类理财产品，这其实也是一种监管套利；三是很多理财产品的发售是为了配合月末、季末做大存款规模。

第三类产品通常有这样的特点：（1）短期化；（2）时间匹配；（3）高利率。例如，2011 年 6 月份发售的 1934 款产品中，就有 155 款产品是在当月 28-30 日到期的。这 155 款产品中，有 99 款是保证收益的，平均年化收益率达到 4.30%。形成对比的是，6 月份发售的全部 1934 款产品中，1096 款保证收益产品的平均收益率是 3.96%，比前者低了 34BP。考虑到前者明显偏短的期限，这种收益率的差异就更为显著。

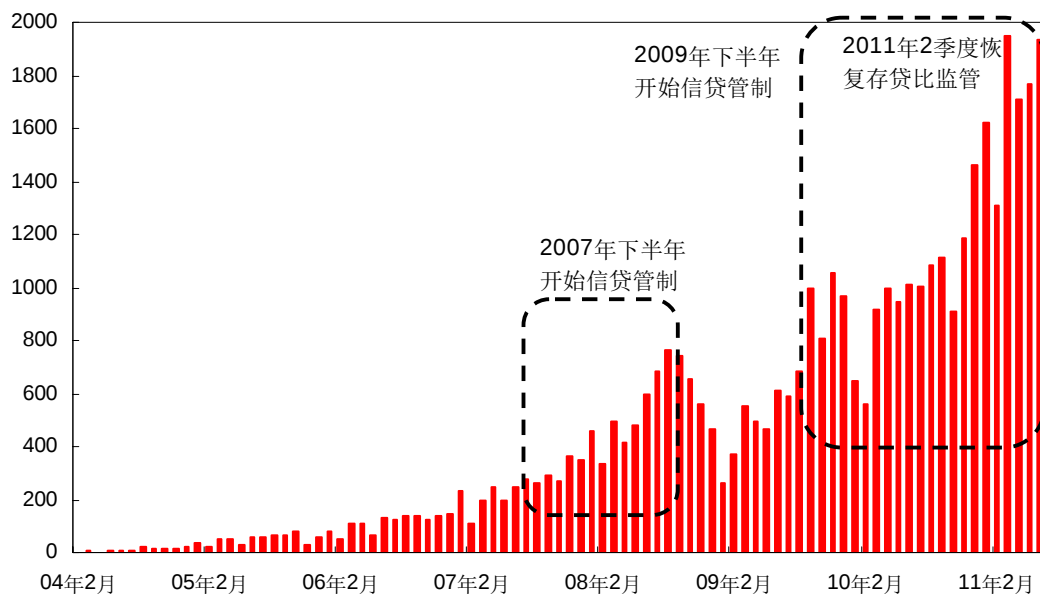
2、理财产品热销由于三方面合力

为什么银行理财产品在短短数年内就有了这么巨大的发展，目前规模已经超过 2 万亿？我们认为，背后的驱动因素主要有三个方面：

2.1 供给方原因：监管套利驱动

理财产品的发展历程，特别是 2006 年以来快速发展的过程，一个最明显的驱动力就是监管套利驱动，特别是反映为信贷额度监管套利驱动，以及存贷比套利驱动。

图 9：信贷管制以及存贷比监管成为理财产品发售数量快速增长的重要推动力



资料来源：Wind 资讯，东方证券研究所

信贷额度的监管套利，为银行带来多方面收益：（1）通过信贷资产的证券化，银行腾出新的信贷额度，以满足客户需求，这是最主要收益。这块收益还可以进一步细分成两块。其一是满足了更多的客户需求所带来的规模最大化，这能满足商业银行管理层对于做大资产规模 and 市场份额的需求。其二是资产证券化这一过程的收益情况也不错，能够为银行贡献较好的中间业务收入。（2）规避了资本的监管要求。证券化的信贷资产被移出资产负债表，在现有资本充足率监管框架下不再占用资本。由于 2009 年 7 月份以来监管去杠杆压力沉重，这方面收益也为银行所看重。（3）表外化的信贷资产也不用计提拨备。

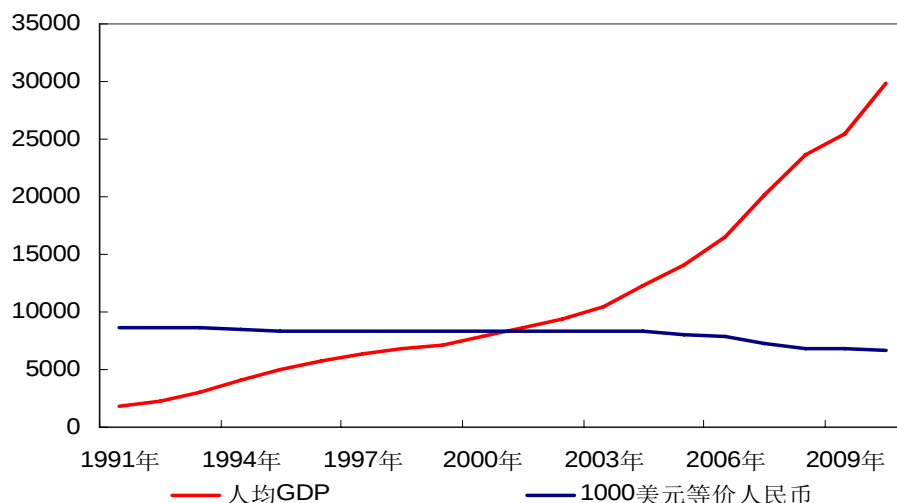
存贷比的监管套利，对于银行的收益包括：（1）做大了存款时点数。当前银行的分支行考核体系中，时点数和市场份额考核仍然是非常重要的内容，即使这些存贷款时点规模不太赚钱甚至不太稳定。因此，能够帮助扩大时点数的理财产品，对于银行经营机构而言仍有明显价值。这一方面的“监管套利”，其实是就商业银行分支机构而言的。（2）帮助存贷比达标。2009 年之前，由于存贷比采取时点数考核，因此月末/季度末/半年末/年末发行理财产品拉存款的效果很明显。2011 年之后存贷比转为日均数考核，这就在一定程度上弱化了通过发行理财产品实现存贷比达标的效果。但作为“短期内很少的拉存款可选手段之一”，在存贷比达标方面，理财产品仍然为商业银行所看重。因此我们才会在 2011 年 6 月份继续看到银行积极发行短期、高利率的理财产品来冲季末存款。

2.2 需求方原因：理财需求长期快速上升

就需求方而言，购买理财产品的理由很明显，即突破过去非常有限的投资选择，满足自身快速增长的理财需求。

这种需求，从长期来看，与人均 GDP 超过 1000 美元后理财需求的快速增长密切相关，同时也和中国财富分配的快速两极分化相关联。2001 年，中国人均 GDP 首次超过 1000 美元，并继续保持快速提高态势。2010 年，中国人均 GDP 已经达到 4500 美元。

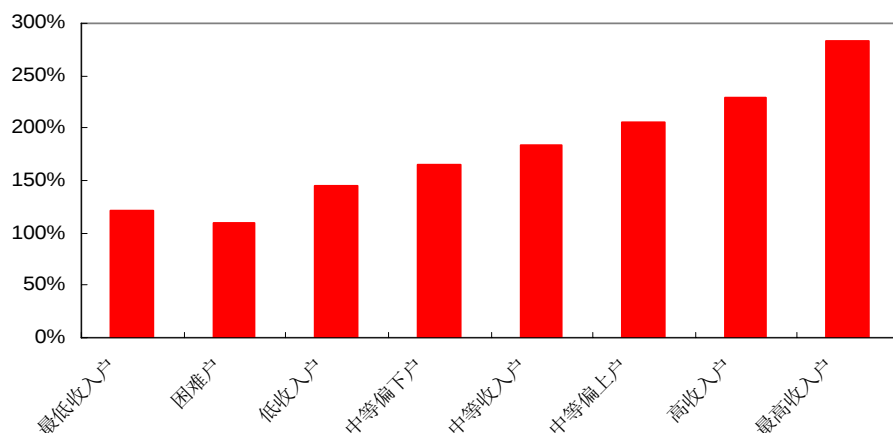
图 10：2001 年中国人均 GDP 超过 1000 美元，进入理财需求快速增长期



资料来源：CEIC，东方证券研究所

另一方面，近年来中国财富分配也呈现两极化特征。其一是在收入方面，2000-2009 年我们看到最高收入户人均收入的提升幅度是最高的，而最低收入户和困难户的人均收入提升幅度是最低的。其二是在存量财富方面，由于住房价格等大宗资本商品的价格出现显著上涨，导致存量财富增长最快的群体恰恰是拥有财富最多的群体，存量财富两极分化非常明显。由于富裕人群的边际消费倾向更低，收入和存量财富的两极分化也强化了居民的理财需求。

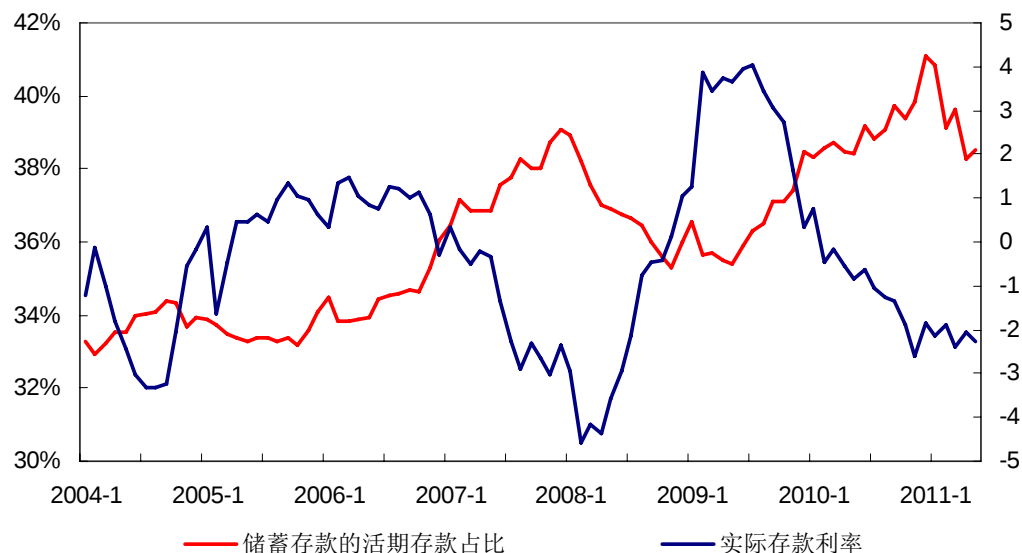
图 11：2000-2009 年，人均收入增长最快的居民是收入最高的人群，反之亦然



资料来源：中国国家统计局，东方证券研究所

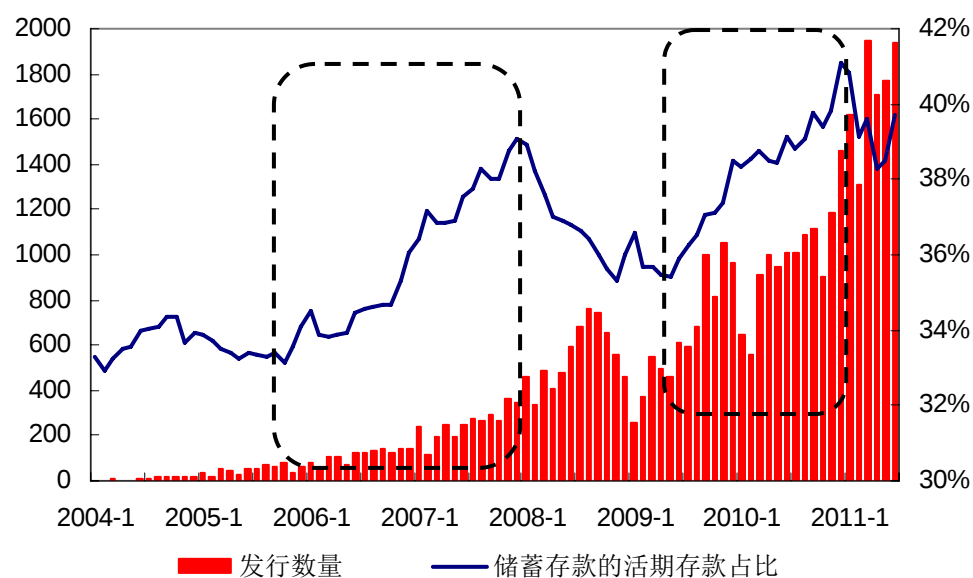
而在短期内，通胀带来的负利率状况往往会成为理财需求集中快速释放的催化剂。突出的两个例子是 2006-2008 年上半年的通胀，以及 2009 年下半年以来的通胀。这两次 CPI 的较快上升，都导致了存款的活化，而与存款活化伴生的，就是理财需求的大量释放和理财产品发售数量的快速增长。

图 12：存款负利率带来储蓄存款的活化



资料来源：CEIC，东方证券研究所

图 13：而存款活期化的过程也是理财产品发售数量快速增长的时期



资料来源：CEIC，Wind 资讯，东方证券研究所

2.3 市场结构性因素：利率市场化压力变相体现

理财产品发售的第三个重要原因，就是当前的贷款利率下限和存款利率上限，都已经无法反映资金的实际价格，无法反映市场竞争的要求，于是构成了利率市场化的要求。

其实本来就中国的银行体系来说，利率市场化这个堰塞湖虽然存在，但至少在短期内压力是无可宣泄的：存贷业务利率直接被严格管制；作为替代品的银行间市场对一般企业和公众并不开放；债券发行规模严格受控；利率管制损害的是一般性公众和企业的利益，但存在主体缺位，因此造成没有人有动力就取消利率管制进行主动寻租。但理财产品这个缺口一开，就成为利率市场化压力的宣泄口，虽然总量还不是很大，但对于我们观察未来利率市场化对银行利差可能造成的影响，已经提供了一个很好的样本。

我们观察到，理财产品已经为存款和贷款利率市场化压力的变相体现。在贷款方面，银行通过发行委托贷款的理财产品，为大型企业降低融资成本。当然，2011 年来由于贷款议价能力上升，此类产品明显减少。

而在存款方面，近期大量发售的拉存款性质的理财产品就是很明显的例子。目前半年以上期限的理财产品收益率普遍在 4% 或以上，比 6 个月存款基准利率高出 70BP 以上。这些例子显示，当前银行存贷利差在利率市场化之后的大概率事件是有较大幅度的收窄。

但通过理财产品的“利率市场化”显然与真正的利率市场化并不相同。其中最关键的一点是，理财产品的发售价格和规模都是由银行主动确定的。特别是规模的控制力，使得银行目前仍有能力将理财产品对自身利差的影响控制在非常有限的范围之内。

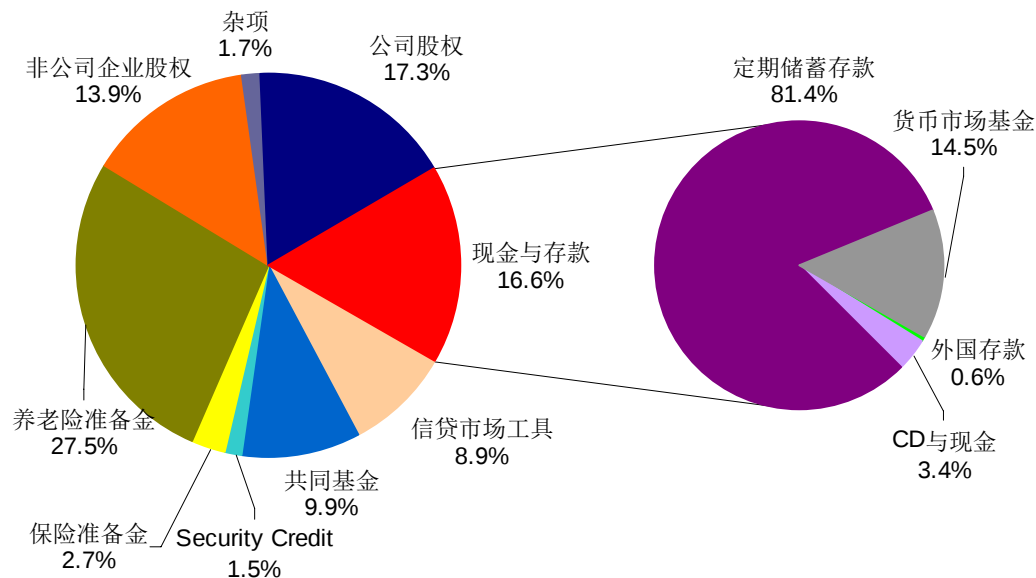
3、从居民财富大类资产配置看理财产品发展空间巨大

要理解我国未来理财产品的发展前景，就必须在居民大类资产配置的微观分析框架下进行探讨。我们首先来看看国际上各国居民都是如何配置资产的。

3.1 中国居民有强烈的将存款转为非权益类投资的愿望

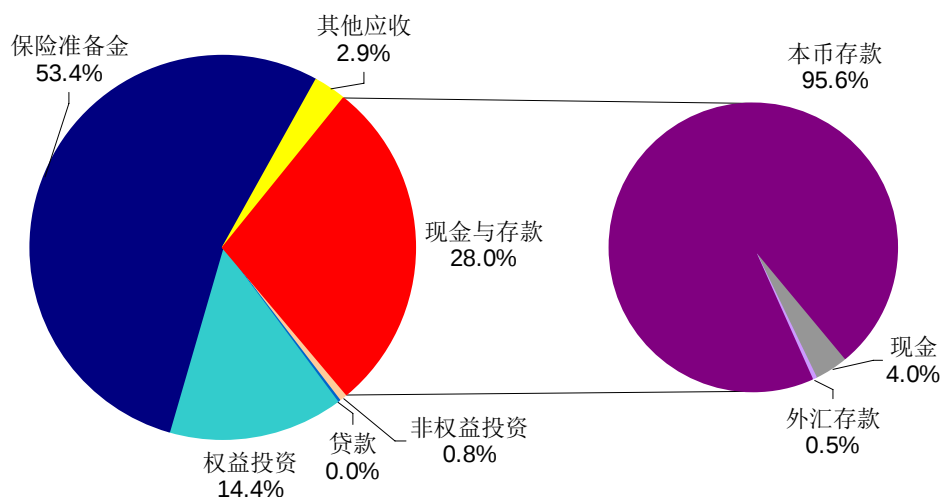
我们收集了 6 个国家和地区的居民资产配置状况，作为中国居民资产配置的比较对象。其中，美国、英国、台湾和欧盟 27 国，数据是关于家庭与非营利机构的。但从常识判断，后者占比并不显著，因此不会影响比较的有效性。

图 14：2010 年美国家庭与非营利机构的存款仅占到总资产的 1/6



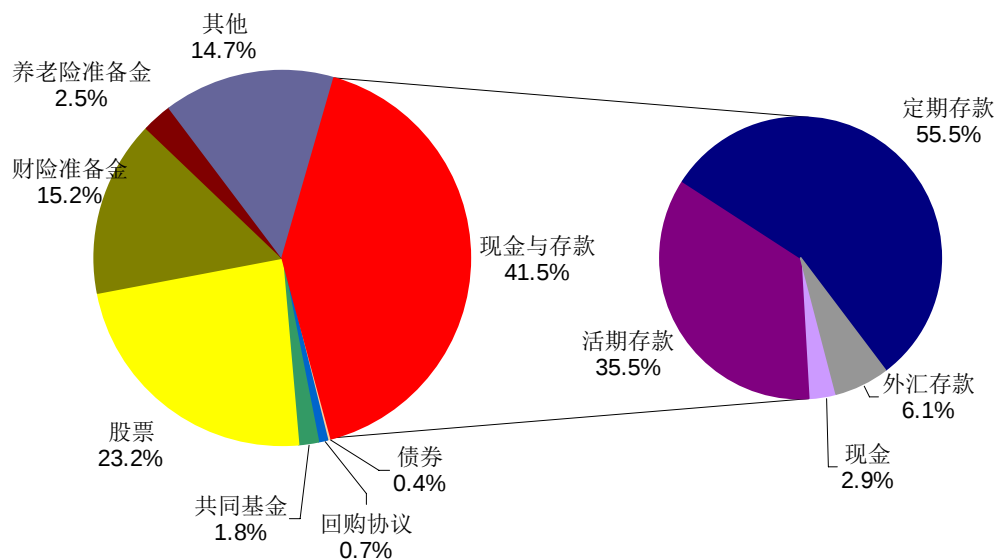
资料来源：CEIC，东方证券研究所

图 15：2010 年英国家庭与非营利机构的存款占到总资产的 28%



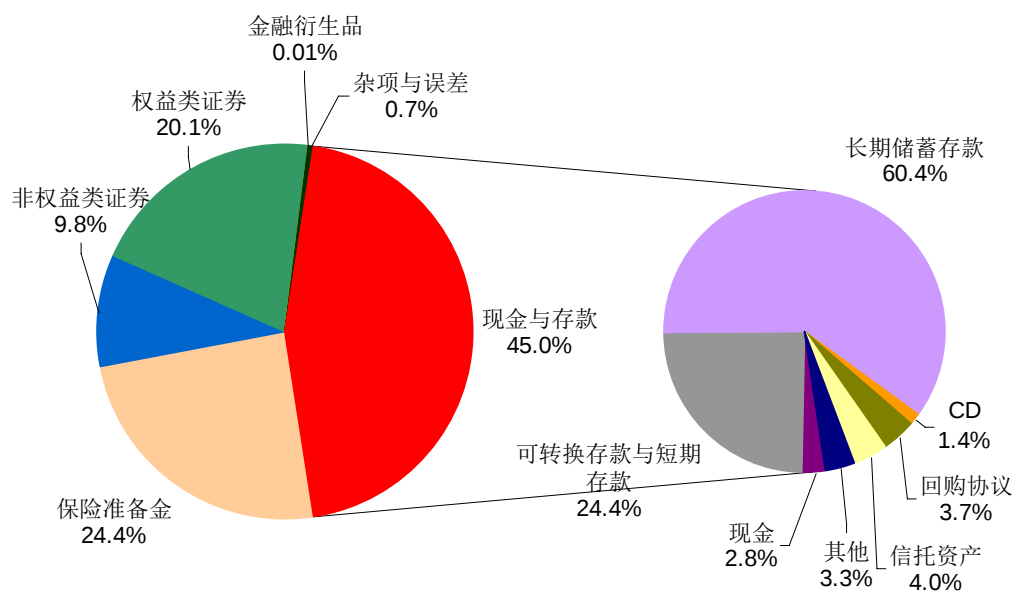
资料来源：CEIC，东方证券研究所

图 16：2009 年台湾家庭与非营利机构的存款占到总资产的 42%



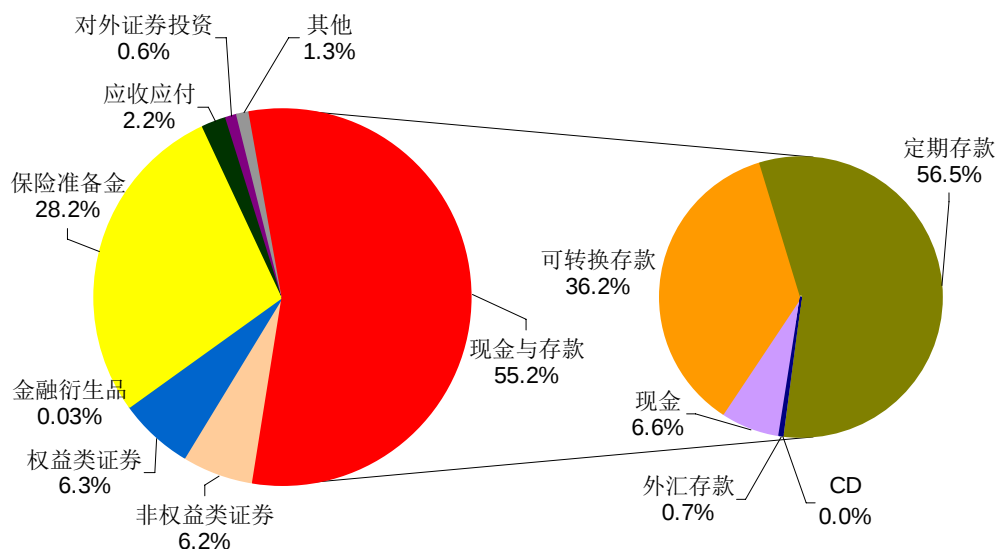
资料来源：CEIC，东方证券研究所

图 17：2010 年韩国家庭的存款占到总资产的 45%



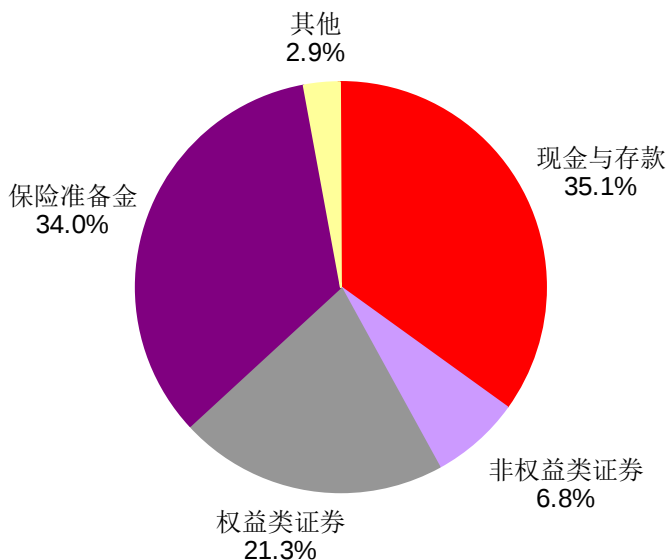
资料来源：CEIC，东方证券研究所

图 18：2010 年日本家庭的存款占到总资产的 55%



资料来源：CEIC，东方证券研究所

图 19：2008 年欧盟 27 国家家庭与非营利机构的存款占到总资产的 35%



资料来源：CEIC，东方证券研究所

从上述数据来看，各国居民存款所占总资产的比例大约在 20-50%这个区间。那么中国居民的当前资产配置情况又怎样呢？由于官方统计没有直接覆盖家庭的资产状况，我们只能间接进行测算。其

中，储蓄存款 30.72 万亿元最容易获得。根据我们保险行业研究员的测算，保险准备金规模在 1.72 万亿元。根据我们金融衍生品同事的测算，现有基金净值的 70% 由个人持有。根据我们债券研究员的测算，居民只在交易所市场持有少量国债和企业债。（在此对各位同事的支持表示感谢）至于个人持有股票的规模，我们根据 Wind 资讯统计的各支股票的机构持股比例测算出“非机构持有流通市值”，将其作为居民的股票资产净额。

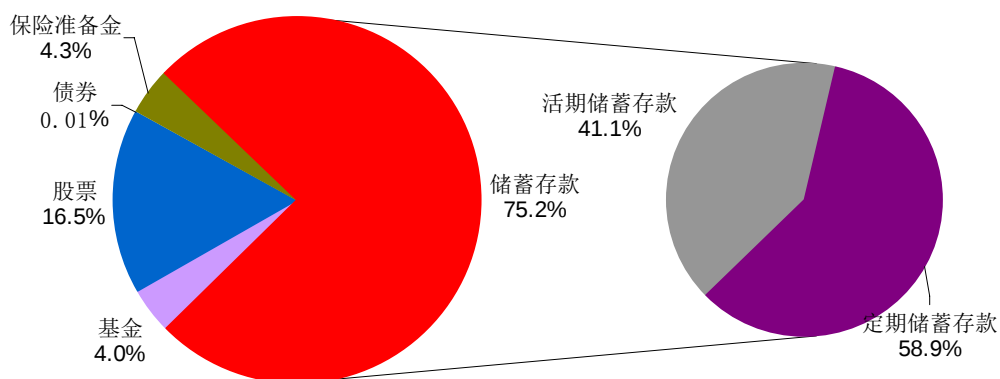
所以，我们得到如下的中国居民资产配置结果。

表 1：中国居民的存款占总资产比重超过 3/4

	基金	股票	债券	保险准备金	储蓄存款
规模（亿元）	16469.81	67327.08	50.97	17340.00	307166.39
占比	4.03%	16.49%	0.01%	4.25%	75.22%

资料来源：Wind 资讯，东方证券研究所

图 20：大量中国居民资产配置在低收益的储蓄存款之上



资料来源：CEIC，东方证券研究所

将各国情况并列对比，可以给我们一个更直接的印象。

表 2：中国居民资产中的存款比例明显偏高

	股票	共同基金	债券	现金与存款	保险准备金	其他
美国*	31.2%	9.9%	8.9% (CMI)	16.6%	30.1%	3.2%
英国*	14.4%		0.8%	28.0%	53.4%	3.4%
台湾*	23.2%	1.8%	0.4%	41.5%	17.7%	15.4%
韩国	20.1%		9.8%	45.0%	24.4%	0.7%
日本	6.26%		6.21%	55.2%	28.2%	4.2%
欧盟 27 国	21.3%		6.8%	35.1%	34.0%	2.9%
中国	16.5%	4.0%	0.01%	75.2%	4.3%	

*家庭与非营利机构

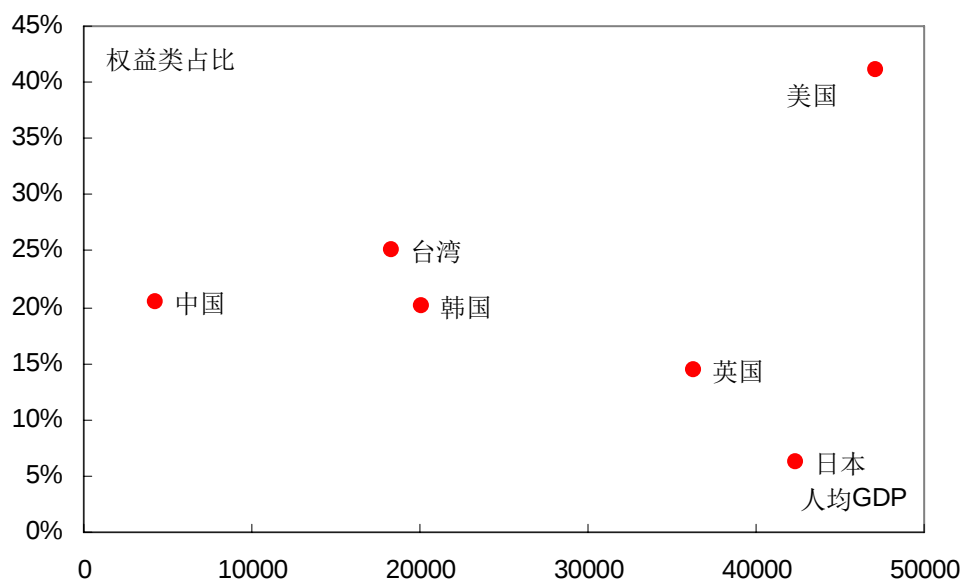
资料来源：Wind 资讯，CEIC，东方证券研究所

基于上述数据，我们三个结论：

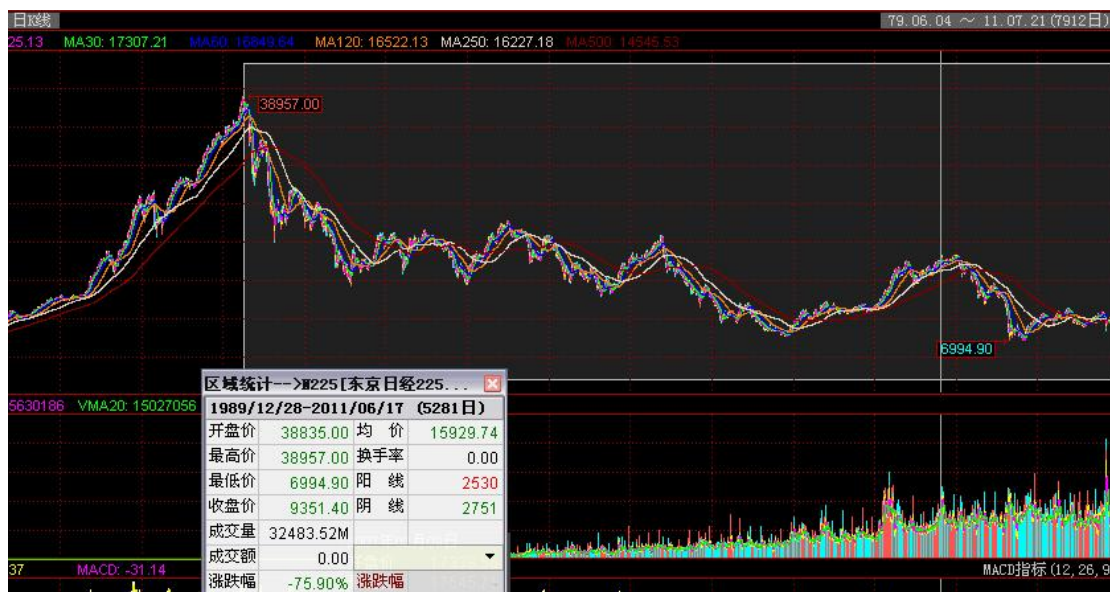
结论之一：中国居民当前的权益类资产占比处于合理区间

各国居民权益类资产占比的波动很大，且并不呈现出与人均 GDP 之前的明显线性关系。当然，日本居民明显偏低的权益类资产占比，主要与其资产泡沫破裂以来股市持续缺乏赚钱效应有关。若剔除日本的特例，其他几个国家平均权益类占比在 25% 左右。而当前中国居民将 20.5% 的资产配置在股票和基金上，这一水平与上述平均水平差异并不大，基本处于合理区间。当然，这里我们直接将所有基金都算作权益类投资，略有扩大了指标水平之嫌。不过即使我们将基金占比打个八折，上述指标也不过下降 0.8 个百分点，对结论没有显著性影响。

图 21：中国居民的权益类投资占比处于合理区间



资料来源：CEIC，东方证券研究所

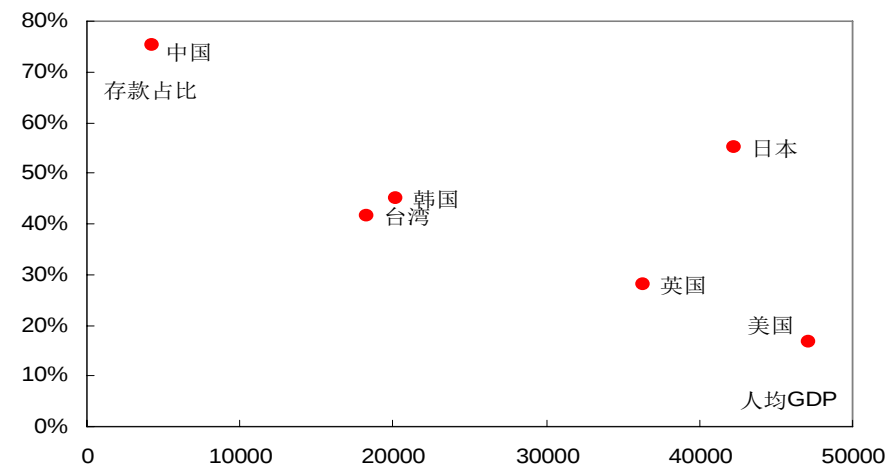
图 22：东京日经 225 指数仍处在长期熊市中，这应该是造成日本人买股票的重要原因


资料来源：Wind 资讯，东方证券研究所

结论之二：存款占比明显偏高，人均 GDP 的提高将推动负债脱媒

就存款占比进行国际比较，我们得到了非常显著性的结论。一是中国居民当前的存款占比明显偏高。中国居民将 75.22% 的资产放在银行，相比之下，即使是受到 1989 年以来漫长熊市折磨的日本居民，其存款占比也只是 55.2%。

二是我们看到人均 GDP 与存款占比之间的明显负相关关系。换言之，我们可以预期，随着中国人均 GDP 的继续快速成长，居民资产将更多地配置在银行存款之外的资产之上。这个结论从另一个角度表述就是，中国银行业未来将会承担越来越明显的负债脱媒压力。

图 23：存款占比与人均 GDP 之间的负相关关系很明显


资料来源：Wind 资讯，东方证券研究所

结论之三：中国居民寻求低风险的存款替代品

综合以上两点，即中国居民有强烈的寻求存款替代品的意愿，但另一方面当前可选的投资方向中，股票和基金已经配置到了相对合理的水平，那么我们就得到第三个结论：中国居民的大量存款，日益迫切地寻求提升收益率，但也并不希望承担过高的风险。而“风险与存款类似”（银行隐性或者显性的承诺保本保收益）+收益率明显高于银行存款的银行理财产品，就成为一个非常重要的选择。

3.2 渠道型产品仍将有非常大的市场潜力

通过国际比较，我们还想证实我们的直观印象，即：中国的利差管制明显压低了银行的存款利率，使得渠道类产品在中国具备了非常强的市场潜力。从主要国家的情况来看，上述猜想是可以得到证实的。

我们观察了 12 个国家和地区的样本，并发现其中至少有 8 个样本（如果考虑到高通胀的巴西就是 9 个）的平均存款利率与货币市场利率和短期国债利率差异在 100 个 BP 以内。例外的只有英国、香港和中国，其中香港的存款利率数据或因来源不同而有进一步探讨的余地。而中国的例外情况是非常明显的，平均存款利率比货币市场利率低了 150BP 左右。即使只看定期存款收益率，2005-2010 年上市银行平均定期存款利率是 2.65%，这一水平也比同期货币市场平均利率低了 50BP 以上。

2011 年以来，这种利率的差距进一步拉大。目前 6 个月定期存款利率为 3.3%，而上半年 6 个月期同业拆借和质押式回购的平均利率则分别为 4.64% 和 5.08%。即使是拿定期存款利率与同期限的货币市场利率比较，差异也在 150BP 左右。

因此，我们的结论是：中国利差管制环境下，存款收益率被明显压低。这意味着中国这么大规模的储蓄存款，有着巨大的提高收益率的需求；同时还意味着，银行仅仅需要为储户们提供一个渠道，使其能够分享货币市场的收益，能够实现这样功能的产品就已经拥有非常巨大的市场需求。

表 3：从 2003-2010 年平均利率来看，中国存款利率明显低于货币市场利率是不正常的

	最大 3-6 家上市银行平均存款利率	平均存款利率	货币市场利率	短期国债收益率
美国	1.65%	2.56% (CD 利率)	2.24%	2.07%
英国	2.03%		3.59%	3.50%
欧盟		2.03%	2.30%	
法国	3.22%	2.43%	2.40%	2.37%
德国	3.49%	2.28% (1 年以内存款利率)	2.25%	2.49%
日本	0.46%	0.43%	0.16%	0.21%
韩国		4.34%	3.61%	
香港	2.20%	0.87%	1.63%	1.43%
巴西		13.67%	14.78%	14.64%
台湾		1.25% (5 家最大银行的定期存款)	1.45%	1.09%(1Y)

印度		6.92%	9.35%	
中国*	1.65%	1.68%	3.17% (IB3M)	2.14%(1Y)

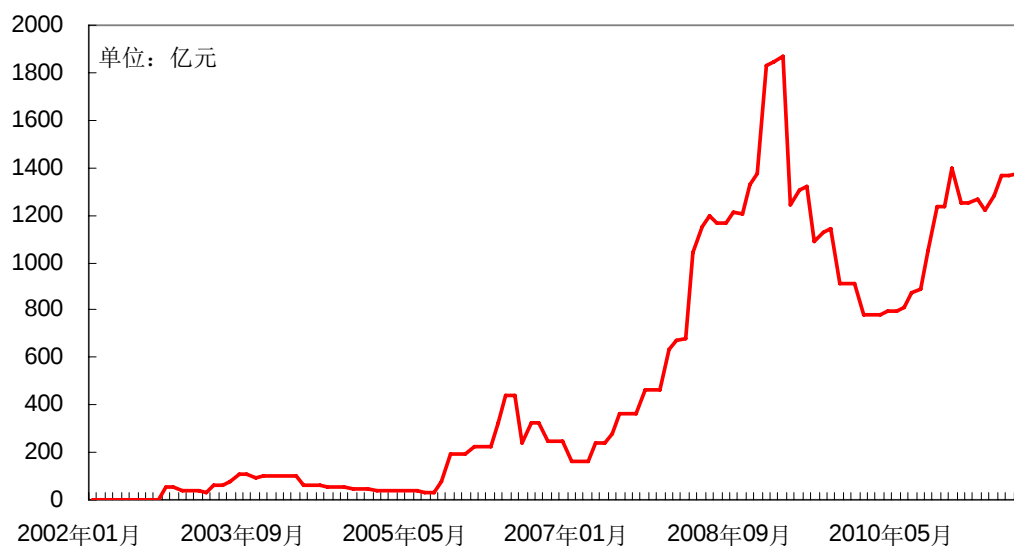
*中国数据区间为 2005-2010 年

资料来源：Wind 资讯，CEIC，东方证券研究所

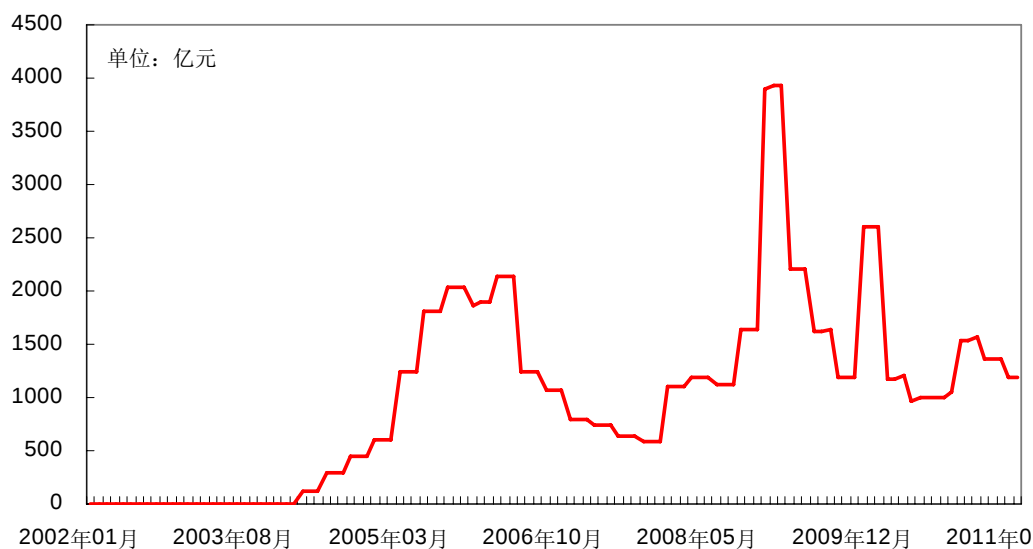
3.3 银行理财产品在低风险产品篮子中具备明显优势

我们已经证明了中国居民对于替代存款的投资品的巨大需求，但我们还需要解决另一个问题：为什么在低风险的产品选择中，中国的居民更愿意选择理财产品，而不是债券、货币市场基金或者保险？我国寿险保费的增速虽然也比较快，但与理财产品的迅猛发售仍然无法相比。而债券型基金和货币市场基金的规模则分别从 2008 和 2005 年以来就基本没有增长。

图 24：债券型基金净值从 2008 年以来就基本没有增长



资料来源：Wind 资讯，东方证券研究所

图 25：货币市场基金目前的净值还略低于 2005 年


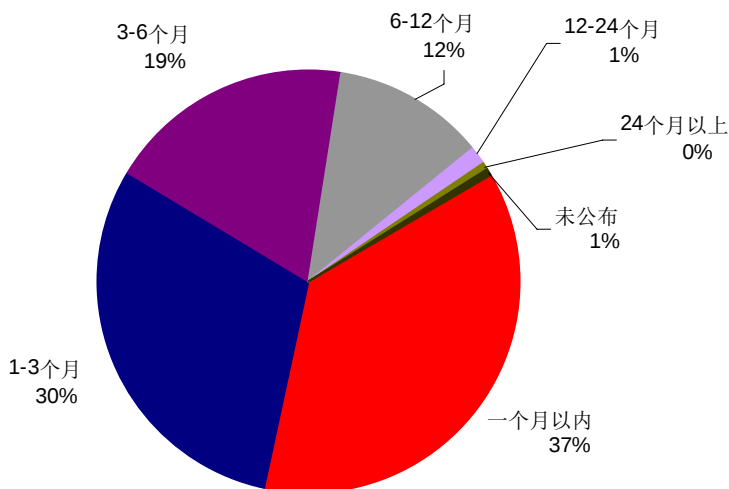
资料来源：Wind 资讯，东方证券研究所

我们认为，保险、债券型基金和货币市场基金在于理财产品的竞争中处于下风的原因可能三个。第一方面原因是，理财产品在期限上与现有存款更类似，更容易成为存款的替代品。中国的银行存款平均期限都非常短，其中一半以上是活期存款，而定期存款中 87.1%的剩余到期期限也在 1 年以内，一年以上存款仅占 5.89%。这种“短存”现状的原因尚有待进一步分析，但这种现象的存在，意味着储户非常看重产品的流动性。相比之下，债券型基金或保险产品通常都有着较长的存续期，而银行理财产品的期限却明显更短，从 2011 年上半年发行的 10313 款产品来看，期限在 6 个月以内的占到 85.73%。这种期限结构，显然比寿险合同或基金更适合于作为存款的替代品。

表 4：从剩余到期日来看，中国的存款期限通常都在 1 年以内

活期	54.41%
3 个月内	18.29%
3 个月到 1 年	21.41%
1-5 年	5.73%
5 年以上	0.16%

资料来源：东方证券研究所

图 26：超过 5/6 的银行理财产品平均期限在 6 个月以内，与存款有很好的匹配度


资料来源：Wind 资讯，东方证券研究所

第二个方面的原因是机构信誉问题。与企业 and 机构不同，普通大众客户缺乏精力和能力去分析产品发售机构的信誉状况，他们对产品安全度的判断，主要是基于生活经验和品牌。显然，在中国当前金融结构下，银行拥有垄断性的声誉和品牌资源。同时，银行的渠道十分稳定，拥有规范的标识和标准化培训的员工，而全国性银行也只有十多家。相比之下，保险公司依赖高度流动性和低成本的代理人渠道，这不利于提升客户体验与信任度。而基金公司存续时间偏短，高度依赖于银行渠道，自身对于大众客户的影响力非常微弱；基金行业远比银行业分散，品牌繁多，辨识度不佳。更何况，银行还对理财产品进行了显性或者隐性的担保。

第三个原因在于银行有额外的收益增强手段。首先，银行理财产品可投资范围非常广泛，可以覆盖利率、票据、信贷资产、债券（包括信用债）乃至股票、商品、汇率以及相关金融衍生品，通过银信合作基本覆盖了主要投资领域。其中特别是信贷类资产，其收益率明显高于大部分金融资产，而且银行还拥有专业化的信用风险识别和管理能力。相比之下，保险公司没有信贷资产可供转让，而债券型基金和货币市场基金的投资领域受到的限制更为明显。

其次，银行可以“发短投长”。在目前已经普遍建立资产池的背景下，银行理财产品的投向已经和发行环节相脱离。银行可以通过循环发售短期产品来实现稳定的长期资金沉淀，从而拉长资金池久期，这为银行提供了支付更高收益率的潜力。

最后，银行强大的财务实力提供了吸收短期亏损的能力。银行从“发短投长”中积累的收益，以及 20% 以上的 ROE 水平，都使得银行完全有能力吸收短期损失，并进行“高息揽存”。

3.4 结论：理财产品还有非常巨大的发展空间

我们已经看到,中国居民有着巨大的储蓄存款等待进入投资,同样我们也看到在可选的产品篮子中,银行理财产品具有的很多优势是保险和基金所不具备的,至少在当前阶段看起来更适合于替代存款。银行理财产品的结构也不需要很复杂,只需要为储户提供一个投资货币市场的渠道,就能够满足市场的主流需求,即在维持低风险的基础上提高收益率。总而言之,理财产品目前已经初具规模,但仍可用“方兴未艾”来形容。

4、理财产品进入新阶段,但未来发展需着力规范

我们预期,银行理财产品除了在规模上还将继续保持快速稳定的成长外,其发展内涵也将有明显提升。

4.1 银行理财产品初步具备资产管理能力

在过去的理财产品业务流程中,银行通常扮演的是产品发起人、代理销售商以及被动管理者的角色,特别是在产品的存续期,银行缺乏主动管理产品投向的职能。但自从 2010 年底,主流的银信合作模式受到监管政策收紧和整顿的影响之后,商业银行普遍开始转向资产池类理财产品,从而初步建立了主动的资产管理能力。目前银行除了私人银行等少数产品之外,绝大部分理财产品都已经入池运作。

从被动创设和维护产品,到主动管理产品资产,这是一个实质性的跨越。在此前,银行不论发售结构性理财产品,还是信贷类理财产品,看起来都像是被动因应短期市场需求,或利用中国利率体系的缺陷而做的短期行为,都很难视为一种具有持续性的业务模式。结构性理财产品市场需求有限。信贷类理财产品则只是利用了利差保护下银行所享有的制度租,而银行之所以愿意出让这部分租金,还与信贷额度管制有着直接的关系,未来信贷额度管制放松,或者利率市场化推进,或者信贷资产可以证券化之后,此类产品的基础将不复存在了。

但资产池类产品昭示了银行理财产品的另一种可能性,其实也是最大的一种可能性,就是渠道类产品:为储户投资银行间市场、债券市场提供渠道。由于银行理财产品可投资类型广泛,这就在事实上为中国居民拓展投资渠道开了一扇窗户。虽然这扇窗户开得多大还掌握在银行手里,但毕竟意味着银行已经开始响应主流市场需求,而这些需求在过去通常被忽视。相应的,银行也就建立了在未来利率市场化环境下安身立命的一种基础能力。出色的资产管理能力,可以帮助未来的银行为理财客户提供更有吸引力的产品,从而成为银行不可复制的竞争优势的一部分。

4.2 当前银行资产管理能力存在明显缺陷

虽然最近来看,银行初步建立了资产池,看起来有了从事资产管理的雏形,但当前的运行体系存在着各种明显的缺陷。这些缺陷包括:

(1) 资产池与产品做不到一一对应

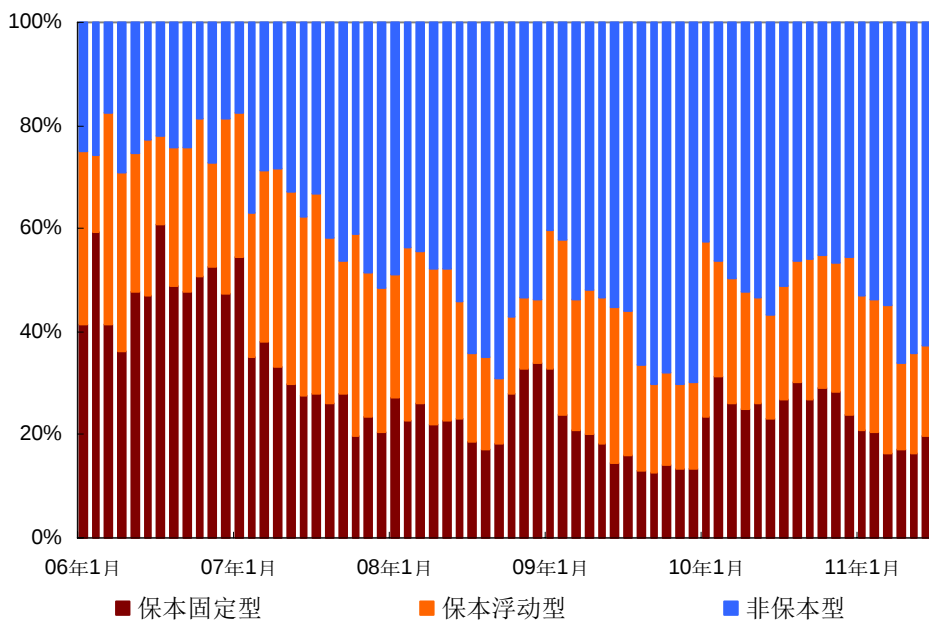
目前资产池类理财产品的普遍做法是,将不同期限和类型的理财产品资金统一放入资金池集合运作,而不是单个产品封闭运作。这种做法可以使银行获得一定的期限错配利差收入(也就是我们此前所说的“发短投长”,例如银行可以滚动发行 6 个月期理财产品,来支持一个 2 年久期的资产池),但导致单个理财产品没有对应的资产组合,也就做不到独立的成本收益核算。

(2) 隐形担保：银行承担声誉风险或市场风险

由于做不到独立核算，理财产品的收益不能与实际资产运作情况挂钩，而主要按事先约定的预期收益率来确定。另一方面，银行为了维护自身产品声誉，也常常对亏损的产品进行补贴。虽然根据合同约定，看起来非保本类产品在增加，但其实在大部分产品中银行都承担了隐形的担保义务。此外，银行还在一些产品结构上采取备用授信等隐性担保形式。隐性担保看起来可以使银行将一部分责任表外化，实现监管套利，但银行仍在实质上承担着对应的声誉风险、市场风险和流动性风险：当产品发生亏损时，银行或者需要直接承担这部分亏损；或者由于违背了事先的隐形担保而需要承担声誉上的损失；同时银行“发短投长”的期限错配还承担着流动性风险。由于这些风险因素是隐性存在的，因此更难加以模型化和对冲。

虽然银行的资产池通常具有较低的风险，并且“发短投长”的利润积累以及自身当前出色的 ROE 水平也能提供风险缓冲，但随着理财产品的规模继续维持较快增长，相关的风险因素将日益变得不可忽视。

图 27：看起来保本型理财产品占比在下降，其实银行仍承担了大量的隐性担保



资料来源：Wind 资讯，东方证券研究所

(3) 理财产品缺乏托管，操作风险大

资产池和产品不能一一对应，以及银行承担隐性担保的情况表明，银行理财产品运作体制存在缺陷，即没有第三方来对银行的理财产品募集资金使用情况进行监管。目前理财产品通常是在发售银行进行托管，这就导致托管的外部监督作用基本得不到体现。相比之下，不论是公募基金、保险资产甚至是私募基金等产品，都有明确的托管要求。由于缺乏第三方监管，使得银行可以随意集合不同产品加以运作；也正由于银行未能按事先约定来运作资金，因此银行承担隐性担保也就变得正常和合理。

证券、信托行业缺乏托管方，导致资金被挪用早有先例，如当年的南方证券、金新信托等。虽然从企业文化和内控有效性来说，银行发生类似风险的可能性都远远小于前者，但这毕竟构成了可能产生操作风险的制度缺陷。就在不久之前，巴林银行、法兴银行等国际化大银行都曾因制度方面的缺陷而蒙受重大损失。

4.3 银行的资产管理体系还需进一步独立化和体系化

导致银行理财产品运作过程出现上述缺陷的根本原因，就是银行目前还不具备独立和系统化的资产管理能力。银行当前所建立的资金池管理体系，基本上是依托于过去传统的资金业务体系而建立的，并在此基础上加入一些新的资产类别。这种资产管理业务体系，一没有独立机构（通常由机构业务部或资金业务部运作），二没有独立的研究力量支持，三是缺乏第三方托管监督，由此导致了上述种种表象。

我们认为，未来银行的资产管理体系，需要作出以下重大改变，才能实现更规范和更长效的可持续发展。

（1）银行资产管理体系应从资金业务体系中独立出来

银行应区分自营与资产管理两个体系，每个体系都应实现自身在人财物以及业务流程和考核体系上的独立性。至少应成立独立考核的部门来负责资产管理，若能建立资产管理子公司则更为理想。资产管理部门或子公司将需要建立自身的研究、资产管理、客户服务等职能队伍。

（2）实现产品分账户封闭管理

银行资产管理功能应更加规范化，实现按不同产品的分账户封闭式管理。这样一是有助于解决通过理财产品“高息揽存”的问题，因为银行将无法给予超过投资资产实际收益率的收益率水平；二是能够解决当前理财产品与资产无法对应的问题，从而解决产品约定收益率与实际收益率相背离的问题。这一规范化的过程虽然将剥夺银行“发短投长”的收益，但只有在此基础上才能解决银行的隐性担保问题，才能实现对理财产品风险因素的有效管理。

（3）应建立理财产品第三方托管制度

建立第三方托管，是解决银行当前资产管理诸多问题的根本方案。

4.4 结论：规范才能保证业务的长期健康发展

我们预计未来银行理财产品资产管理能力逐步规范化的过程，虽然将压缩一部分银行直接收益的空间，包括“发短投长”收益，以及“高息揽存”冲时点数的便利，但将对银行资产管理业务带来更大的收益。这些收益包括（1）隐性风险因素的消除。包括隐性担保带来的信用风险，产品约定收益率与实际收益率差异的市场风险，“发短投长”的流动性风险，以及上述不规范的业务流程可能带来的声誉风险。（2）强化市场约束机制，促进银行将经营重点和资源集中在提升资产管理业务的核心竞争力之上。

因此，即使银行在理财产品规范化的过程中损失了一部分直接利益，考虑到银行目前在品牌、渠道、投资品种等方面仍然具备优势地位，预计银行理财产品仍然能在与货币市场基金、债券基金以及寿险产品等的竞争中处于上风。中长期发展看好。

5、从银行财务的角度看理财产品

解决了银行理财产品发展前景问题之后，我们再来看看理财产品这项业务，对银行财务指标的具体影响是怎样的。

5.1 理财产品如何影响利润表和资产负债表

理财产品的会计处理，根据产品性质不同而存在差异。若属于保本型的理财产品，不论是保本固定型还是保本浮动型，都需要进入表内。其中，在资产端通常体现为银行的金融资产，可以是交易性金融资产也可以是可供出售的金融资产（也有个别银行将其放在“其他资产”科目中，属于不规范做法）；在负债端体现为存款。对应的，其投资损益体现在“投资损益”科目，利息收入体现为金融资产的利息收入，而利息支出体现在存款成本上。

有趣的是，虽然上述投资损益和利息收入的确认方式相对普遍，我们认为也是比较合理的，但会计师事务所却对此有不同的理解。外部审计机构向银行推荐的标准做法是，将净利息收入与投资损益全部计入“投资损益”科目。当然，在为银行计算净息差时，事务所会在生息资产中扣除理财产品余额。但作为外部的财务数据使用者来说，分析师无法掌握银行的实际处理方法，也通常难以取得理财产品余额数据，因此按照传统方法计算出来的净息差就会出现低估状况。

此外，还有个别银行会将保本型理财产品的净利息收入与投资损益计入手续费收入科目。这同样会对银行的财务指标造成影响。

表 5：目前主流的银行理财产品会计处理方法

	资产负债表		利润表
	资产科目	负债科目	
保本固定型	交易性金融资产/ 可供出售金融资产	存款	投资损益、金融资产的利息收入、存款的利息支出
保本浮动型	交易性金融资产/ 可供出售金融资产	存款	投资损益、金融资产的利息收入、存款的利息支出
非保本型	不体现		手续费收入

资料来源：东方证券研究所

我们举个例子说明保本型理财产品的会计处理可能造成的扰动。同样对于一家原本 1000 亿生息资产，3%净息差的银行，发行 100 亿理财产品的不同会计处理方法会导致不同的净息差。其中，若采取做法（1），净息差会因为利差较低的理财产品的摊薄而略有下降；但若采取做法（2），外部分析师测算的数据就会出现偏低的状态。而在做法（2）下，银行在测算自身净息差时，会做出一些纠正，即不将理财产品余额纳入生息资产，从而还原至理财产品发售前的净息差水平，而这一水平会与外部分析师测算的结果有较明显差异。同时我们还得到另一个结论，即采取不同处理方法的银行，会造成不同的净息差水平。

总结一下，目前略显混乱的保本型理财产品会计处理方法，导致我们可能会低估一些银行的净息差水平，高估一些银行的手续费收入占比情况，同时造成采取不同处理方法的银行间的净息差比较变

得更困难。所幸，目前理财产品中的保本型产品占比正在下降，而理财产品总体规模还不到 3 万亿。

表 6：举例说明理财产品不同会计处理方法对于净息差等财务指标的扭曲

理财产品发售前			
	规模	利息收支	平均利率
生息资产	1000	50	5.0%
计息负债	900	20	2.2%
净利差			2.8%
净息差			3.0%
理财产品			
	规模	利息收支	平均利率
金融资产	100	5	5%
存款	100	3	3%
做法（1）理财产品利息收支分别计入生息资产的利息收支，理财产品发售后：			
	规模	利息收支	平均利率
生息资产	1100	55	5.0%
计息负债	1000	23	2.3%
净利差			2.7%
净息差			2.9%
做法（2）理财产品收益全部计入投资损益			
	规模	利息收支	平均利率
生息资产	1100	50	4.5%
计息负债	1000	20	2.0%
净利差-银行公告数据			2.8%
净息差-银行公告数据			3.0%
净利差-外部测算数			2.5%
净息差-外部测算数			2.7%
做法（3）理财产品收益全部计入手续费收入			
对净息差的影响与（2）相同，但会提高手续费收入占比			

资料来源：东方证券研究所

至于非保本型产品，从法律文本上来说银行仅起到服务中介的角色，因此不进入资产负债表，银行在服务过程中的收益，不论是直接的服务费或是间接的“发短投长”收益，都体现在手续费收入中，因此不会造成净息差等财务指标的扭曲。

5.2 发行理财产品银行的直接收益

那么，银行通过发售理财产品的直接收益情况如何？我们大致可以进行如下测算：

过去的信贷类理财产品，直接毛收益在 2% 以上，也就是银行实际贷款利率，与信贷类理财产品的预期收益率之间的利差普遍要高于 2%，一般在 2-2.5%。当然，这个利差水平，比中资银行目前平均接近 3.9% 的存贷利差要低 150BP 左右。不过，信贷资产表外化之后不用计提拨备（当前的拨贷比要求是 2.5%，即使是拿当前的信用成本来看也有平均 50BP），也不占用资本（假设标的贷款风险权重为 100%，在当前 8.5% 的核心资本充足率要求下，假设 10% 的股权成本，则贷款的经济资本成本至少有 85BP），加回这两块成本的节约，发售信贷类理财产品对银行的财务收益基本没有负面影响。也就是说，虽然通过发售信贷类理财产品，银行出让了部分利差管制的制度租金，但由于实现了监管套利，仍然能够实现不输给传统存贷业务的丰厚收益。

而就资金池类理财产品来说，资产实际收益率与银行承诺收益率之间的利差全部是银行收益。这个利差大小并不确定，而其来源，一方面是银行“发短投长”承担流动性风险获得的期限错配收益，另一方面则来自于存款基准利率与货币市场利率之间的利差。

总结一下：在中国当前的特定利率环境之中，银行由于能够通过发售理财产品实现（1）监管套利；（2）与储户分享“存款基准利率与货币市场利率之间的利差”；再加上（3）“发短投长”的流动性风险溢价，相关收益情况还是很可观的。而这些收益，未来可能会因为监管部门提高表外资金风险权重或对表外资产提出拨备要求、利率市场化之后存款利率与货币市场利率利差逐步缩小，以及银行资产管理业务的规范化而趋于收缩。但显然，相关进程会持续很长时间，而在中短期，银行理财产品仍然是收益丰厚的业务选择。

6、其他关于理财产品的几个问题

此外，关于理财产品，我们还关心其他几个问题：

6.1 理财产品的发行会如何影响货币金融指标？

这个问题的答案因发售的产品类型不同而有区别。我们首先从大家最关注的信贷类理财产品开始分析。

对于非保本型信贷类理财产品来说，就整个银行体系来考察，会计影响是个人存款表外化，以及贷款的表外化。于是我们看到银行的资产负债规模都因此收缩。但如果在信贷额度管制环境下，这种收缩就提供了新的贷款额度，而银行会充分利用这一稀缺资源。新发放贷款造成贷款与存款同时增加。最终的结果是银行贷款、资产与负债规模都不变，而个人存款转换为企业存款，这类似于直接融资。

对于保本型信贷类理财产品来说，产品发售对银行体系的会计影响是存款不变，贷款转为金融投资（可供出售或持有到期），总体资产负债规模也不发生增减。但如果当时是在大量信贷需求未被满足的信贷额度管控环境下，因此新派生出信贷额度会立即被使用，于是我们看到银行的贷款不变，但存款与资产、负债规模都有所增加。

表 7：用银行报表举例说明信贷类理财产品发售的影响

初始状态			
资产端	2000	负债端	2000

贷款	1600	个人存款	1000
证券投资	400	企业存款	1000
非信贷管制下银行向个人发售非保本型信贷理财产品			
资产端	1900	负债端	1900
贷款	1500	个人存款	900
证券投资	400	企业存款	1000
信贷管制下银行向个人发售非保本型信贷理财产品			
资产端	2000	负债端	2000
贷款	1600	个人存款	900
证券投资	400	企业存款	1100
非信贷管制下银行向个人发售保本型信贷理财产品			
资产端	2000	负债端	2000
贷款	1500	个人存款	1000
证券投资	500	企业存款	1000
信贷管制下银行向个人发售保本型信贷理财产品			
资产端	2100	负债端	2100
贷款	1600	个人存款	1000
证券投资	500	企业存款	1100

资料来源：东方证券研究所

非信贷类理财产品的分析过程与此类似。不同的是，信贷类理财产品资金流向企业，形成一般性存款，而非信贷类理财产品，不论投向债券、股票、利率、汇率或是商品，资金都是流向金融市场和金融机构，形成的是同业存款。

表 8：用银行报表举例说明非信贷类理财产品发售的影响

初始状态			
资产端	2500	负债端	2500
贷款	1600	存款	2000
证券投资	900	同业存款	500
银行发售非保本型非信贷理财产品			
资产端	2500	负债端	2500
贷款	1600	存款	1900
证券投资	900	同业存款	600
银行发售保本型非信贷理财产品			
资产端	2600	负债端	2600
贷款	1600	存款	2000
证券投资	1000	同业存款	600

资料来源：东方证券研究所

将上述情况对应到宏观经济变量上，则是如下情况：

表 9：不同情况下发行不同类型理财产品，对金融变量造成不同影响

		贷款	存款	同业存款	M1	M2	社会融资总量
非信贷额度管制下							
信贷类	非保本	减少	减少	不变	不变	减少	不变
	保本	减少	不变	不变	不变	不变	不变
非信贷类	非保本	不变	减少	增加	减少	减少	不变
	保本	不变	不变	增加	不变	不变	不变
信贷额度管制下							
信贷类	非保本	不变	不变	不变	不变	不变	增加
	保本	不变	增加	不变	不变	增加	增加
非信贷类	非保本	不变	减少	增加	减少	减少	不变
	保本	不变	不变	增加	不变	不变	不变

资料来源：东方证券研究所

6.2 理财产品对于存款是否有真正帮助？

至少从目前理财产品发售最活跃银行的银行来看，存款业务都没有明显优势，而且存款业务的竞争力都没有明显改善。

最近两年理财产品发售非常活跃的银行包括交行、招行、光大、深发展等银行。这些银行的存贷比相对偏高，且近年来普遍呈现恶化趋势。

不过，也许这些银行之所以积极发售理财产品，就是因为其存款业务正在承受压力。当然，这看起来陷入了一个套套逻辑。

表 10：理财产品活跃的发售银行通常存贷比偏高，且 2004 年以来存贷比并未有改善

	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
工行	60.07%	55.88%	55.86%	57.37%	53.94%	57.14%	59.43%
建行	62.19%	59.71%	59.22%	59.61%	57.77%	58.65%	60.89%
中行	61.98%	58.10%	57.14%	62.60%	61.66%	71.76%	73.45%
农行			65.45%	51.24%	49.45%	53.50%	53.87%
交行	61.75%	63.06%	67.48%	69.59%	69.61%	75.95%	76.38%
招行	71.21%	72.30%	71.01%	69.36%	68.18%	72.25%	73.91%
中信	67.03%	67.48%	73.31%	71.88%	68.87%	78.28%	71.99%
民生	74.68%	76.38%	79.83%	81.54%	82.27%	76.93%	73.24%
兴业	70.13%	66.85%	75.17%	77.77%	77.48%	76.81%	74.38%

浦发	76.06%	72.68%	75.22%	70.16%	71.92%	70.29%	68.60%
光大	65.21%	65.87%	66.47%	73.08%	74.45%	79.05%	73.86%
华夏	65.53%	73.29%	68.40%	68.04%	71.22%	72.11%	67.07%
深发展	72.11%	74.13%	75.47%	76.72%	78.14%	78.21%	71.23%
北京	60.45%	54.28%	53.85%	59.04%	59.43%	59.84%	58.74%
南京	53.37%	54.19%	56.61%	58.56%	62.26%	64.24%	58.68%
宁波	57.00%	51.40%	60.10%	64.91%	63.59%	72.93%	68.71%

资料来源：东方证券研究所

总体而言，我们至少可以认为，发售理财产品还看不出能够有效促进存款业务的发展。从逻辑来看这也很容易理解：在当前环境下，理财产品只能吸引那些对收益率敏感的资金。如果我们简单地将存款二分为功能性存款和投资性存款的话，理财产品只针对投资性存款，而实质上功能性存款既稳定，又对利率不敏感，相比之下是更优质的存款资源。

所以，银行夯实存款基础，并不是靠活跃发售理财产品来实现。而是应该扎扎实实练好内功，提升自身银行卡、网银、物理网点等基础服务功能和质量，提升品牌形象和内涵。

6.3 理财产品的可控利率市场化未来是否可能变得不可控？

我们之前一直说，理财产品发售是可控的利率市场化，原因是理财产品的发售价格和规模都是由银行主动确定的。那么是否存在这样一种可能，即市场竞争会快速加剧，导致银行发现，如果不再为大多数存量客户提供理财产品，这些客户就会大规模流失？如果发生这种情况，那么市场竞争的压力就会迫使银行显著扩大理财产品的覆盖面，从而实现较快的存款利率准市场化。

我们记忆犹新的例子是，2009 年之后，随着按揭贷款最惠利率下限从 85 折下调至 7 折，在市场份额竞争压力下，绝大部分银行都对存量按揭贷款实行了 7 折。这就是一个典型的市场竞争倒逼银行定价权的例子，

考虑到几方面的原因，我们认为中短期内发生市场倒逼银行大规模扩大理财产品发售的可能性不会非常大。（1）随着存贷比时点考核的压力逐步释放，至少在短期内银行吸存压力进一步增强的可能性有限。（2）理财产品业务权限集中在总行，这构成本质区别。形成对比的是，商业银行按揭贷款的发放权限分散在分行乃至支行。这意味着 2009 年存量按揭贷款的竞争，是在每个一二线城市中的 20 家左右主要银行间展开。而理财产品竞争，只是在 20 家左右中资大银行的总行间展开。由于治理结构等方面的原因，通常分支机构的竞争更容易变得无序化。（3）过去几年的经验来看，发行理财产品对于提升存款业务的实际作用有限，这也会抑制银行通过大规模发行理财产品来进行高强度存款竞争的动机。

7、结论：规范后长期发展前景看好

作为结论，我们认为理财产品在目前已经初具规模的基础上，仍有非常巨大的发展空间。其发展潜力来自于中国居民占比畸高的储蓄存款提升收益率和脱媒化的需求。在短期内，中国的商业银行无需像海外同行那样主要依赖于结构性理财产品，而仅靠发售渠道类产品，帮助客户进入银行间市场等投资渠道即可满足主要的理财需求。

银行理财产品的发展正在进入一个新的阶段，即银行自身资产管理能力建设的阶段。目前银行理财产品的资产管理能力还有不少的缺陷和不规范。这些不规范虽然在短期内带给银行一些直接利益，但可能对这一业务的长期健康持续发展构成制约。规范之路才是长远发展的正道。

银行通过理财产品发售获得的收益颇丰。虽然未来理财产品规范化以及中国利率体系租金的逐步减少将会压缩这些收益，但该项业务仍然是受到利率市场化和脱媒化影响最小的业务之一。未来银行在理财产品上的能力差距，例如资产管理能力差异，会对商业银行零售理财的相对竞争优势构成明显影响。负债脱媒是未来银行业面临的一个重要挑战，而理财产品的机遇能够对这种冲击提供对冲。

就个股来说，虽然目前各家银行在理财产品发售上活跃度差异较大，但都还未形成独特竞争优势，特别是都未能建立基于规范化资产管理能力的核心竞争力。因此我们在此也不推荐个股。但我们认为，拥有信托、金融租赁、基金等子公司的大银行，以及机制灵活、改革执行力强的中型银行胜出的可能性更大。

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

增持：相对强于市场基准指数收益率 5%~15%；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；

减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；

看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本报告由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本研究报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本研究报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的报告之外，绝大多数研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。

那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为东方证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

联系人：王骏飞

电话：021-63325888*1131

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

Email：wangjunfei@orientsec.com.cn