



当前中国非基金理财产品的发展状况评估

——基金系列研究之四

2009 年 1 月 22 日 平安证券首席经济学家：巴曙松博士¹/徐陈²/

此为内部报告，仅供平安客户参考。未经巴曙松教授授权，不得转载或摘录。

摘要：理解非基金理财产品的变化，可以从另外一个侧面有助于我们更好地理解基金产品本身。2008 年，非基金理财产品市场蓬勃发展，呈现出数量品种多、投资方向广、收益情况和分红方式多样化的发展特点，在股票市场走弱的情况下，取得了不错的销售成绩。券商集合理财和信托型私募基金这两类主要的非基金理财产品在管理费、费率结构、参与门槛、投资限制等方面能够进行灵活的设置，具有较大的产品创新空间。

目 录

一、大调整中的非基金理财产品发展	2
1、数量与品种	2
2、投资方向	2
3、收益情况	2
二、非基金理财产品发展与产品设计	3
1、券商集合理财	3
2、信托类私募证券投资基金产品设计	7

¹巴曙松博士还担任国务院发展研究中心金融研究所副所长 博士生导师

²中央财经大学金融学院研究生

一、大调整中的非基金理财产品发展

2008 年，理财产品市场蓬勃发展，无论是产品数量、投资方向、参与程度都较之前几年有大幅度提升。

1、数量与品种

银行发行的理财产品数量历年最多。WIND 统计数据显示，从 2008 年 1 月 1 日至 2008 年 12 月 26 日，各大商业银行共发行了 5846 款理财产品，平均月发行量近 500 款，相当于每天都有 16 款理财产品面世。另外，据不完全统计，2007 年 39 家商业银行共推出了 2636 款理财产品，平均每月的发行量仅在 200 款左右。从数据可以看出，尽管 2008 年股市低迷，经济也不景气，但这并不妨碍银行对理财产品的发行热情。相比之下，券商发行的理财产品要少得多。连同已经发行的和新发行的一共不超过 100 支。

不单是数量上有差别，发行范围和发行渠道也有很大的不同。券商理财产品的发行范围都是面向全国各分支机构的，没有差别。但是银行的理财产品却有发行范围的不同。有总部发起面向全国，也有分行、支行发起，有一定地域特色的。产品的发行渠道上，银行的理财产品大多只是通过银行的网点或者相关网站销售，券商则不只是通过自身的营业网点和网站，还会通过托管人的银行平台，以及其他代理机构来发售，渠道要多于银行。

2、投资方向

从 WIND 统计数据可以看出，银行理财产品和券商理财产品在投资方向上也有各自的偏好和专长。银行发行的理财产品，大部分都投资于固定收益类证券和进行产业信托投资，有少部分投资于货币市场。业务模式都是信托或者直接投资。比如，招商银行推出了由中国对外经济贸易信托有限公司设立的特变电工（新疆硅业）单一资金信托。直接投资的产品比如中国工商银行面向全国发售的“2008 年第 15 期‘理财金账户’专属个人人民币理财产品 XT0860”，主要投资于国家电网公司旗下江苏电力的票据资产和一些货币市场工具。

由于银行有较强的外汇市场操作经验，一些外币理财产品就显得独具特色。这些外币理财产品通常都是将外汇投资于境外的货币市场或者固定收益市场，在赚取较高利率回报的同时，谋求一定外汇市场的汇差收益。比如，招商银行发行的“2008 年‘金葵花’安心回报港币 30 号理财计划 6214”，就是将港币投资于外币债券市场、货币市场金融工具。

与银行的理财产品不同，券商发行的理财产品大多瞄准资本市场，主要分为股票型、债券型、混合型、FOF、货币市场型等等。由于 2008 年的弱市环境，其中的债券型、混合型等风险较低的产品数量较多，也最受投资者欢迎。券商理财产品中，最有特色的是 QDII 产品。2008 年推出的有中金公司的“中金大中华股票配置”，投资方向有香港股票市场股票、东南亚、美国、英国上市的中国股票，以及外国国债、票据等。

3、收益情况

在理财产品的收益和分红方面，银行和券商理财产品有两个方面的特点。

第一，收益率。银行理财产品一般都提供预期收益率，供投资者作为决策参考，从 WIND 数据显示的预期收益率数据来看，区间范围大多在 10% 以下，少数高于 10%。实际的收

益情况只能等到产品存续期结束，做清算时才能获得。从目前已有的最终收益情况看，基本也在 10%以下，最高的两支是东莞银行的短期信托类产品，最终有 12%的收益率。相比之下，券商理财产品并没有预期收益率的数据，只是详细公布投资方向和投资比例。因为主要的投资方向是资本市场，所以投资者也可以通过投资比例，大致估计出预计的收益和风险。券商理财产品每季度都会公布详细的投资持仓比例和财务报告，供投资者随时做出是否继续投资的决策。

第二，分红方式。由于银行理财产品以信托投资和短期货币市场为主，所以分红方式大部分都是到期一次性分红。只有极少数投资于证券市场的理财产品会采取定期分红的方式。券商理财产品一般是定期按比例现金分红，当产品净值达到一定高度后，会按一定比例，如 90%，分红给投资人。当然，在开放期，投资者赎回资金也会按照净值获得全部应得收益。

总之，通过上述方面的比较可以看出，银行和券商推出的理财产品，在投资方向上就有着很大的不同，各具特色，发挥了各自的优势。这也就直接决定了他们在合约制定和盈利收益上的种种不同。风险收益、管理方式等的不同也使得非基金理财产品在股票市场持续走弱的行情中取得了不错的发行规模。

二、非基金理财产品发展与产品设计

在国内，私募基金的种类大致分为三类：券商集合理财、信托型私募基金以及民间私募基金。受信息披露的资料完整性所限，本报告重点研究前两类私募基金。

1、券商集合理财

(1) 券商集合理财费率结构

基础管理费

券商集合理财产品分为限定型和非限定型两类。限定性集合资产管理计划主要投资新股发行、国债、国家重点建设债券、债券型投资基金等信用度高的固定收益类金融产品，投资股票、股票型基金等风险类产品的比例一般不超过 20%，这类产品包括债券型和货币型。多数限定性产品不收取业绩提成，只收取申购赎回费用和管理费，提高收入主要靠产品规模。

非限定性集合资产管理计划的投资范围由管理方和投资者约定，一般投资于二级市场的股票等风险性、高收益产品，包括混合型、股票型和 FOF。该类产品收取业绩报酬情况较多。

在费用内部分配上，申购赎回费用基本分配给了渠道，包括差旅、验资、律师、印刷、宣传等，一般在 1%上下。

集合理财不同类型产品的管理费率 and 托管费率，基本呈现了随着产品风险特征的增强，费率逐渐提高的趋势。基础管理费计算，多数采取了按照约定费率每日按前一日的净值计提，逐日累计到每月月末，按月支付的方式。

表 1 集合理财不同类型产品平均基础费率比较

	管理费率 (%)	托管费率 (%)
货币市场型	0.330	0.110
债券型	0.750	0.153
FOF	0.940	0.207
混合型	1.250	0.207
股票型	1.267	0.213

资料来源：本课题组整理

业绩报酬

正向业绩报酬

综合考察券商集合理财的业绩报酬体系，可以归纳为以下三类收费标准：

超过收益基准收取固定比例业绩报酬。当收益率高于某一约定收益率时，按照固定比例收取超额收益部分的业绩报酬，当收益率低于该约定收益率时，不收取业绩报酬。比如，东海东风 1 号，国元黄山 1 号，国信金理财价值增长，招商基金宝。

以投资收益绝对数为基数，按照固定比例提取业绩报酬。比如，中金短期债券。

累进提成比率。预先设置几档收益水平，落在不同档区的投资收益收取不同比例的业绩报酬，且投资收益越高提取业绩报酬的比例越高。比如东方红 1 号、2 号，广发理财 4 号。

另外，券商用自有资金参与一定比例的集合理财投资，可以按比例享受投资收益，同时也要按比例承担投资风险。

表 2 正向业绩报酬类条款比较

产品类型	产品名称	业绩报酬条款
债券型	东海东风 1 号	每一封闭期结束时，对于合同未到期的投资者： I ：上一运作年度实际收益率 R ：合同约定的年预期保障收益率（1 年期为 1.8%、2 年期为 2.4%、3 年期为 3.34%） （1） $I \leq R$ ：管理人不提取业绩报酬 （2） $I > R$ ：管理人对超过预期保障收益率部分按照 45%的比例提取业绩报酬。 每一封闭期结束，对于合同到期的投资者： $\hat{I}$ ：实际到期累计收益率； $\hat{R}$ ：合同预计的累计到期保障收益率（1 年期为 1.8%、2 年期为 4.8%、3 年期为 10.02%） （1） $\hat{I} \leq \hat{R}$ ：管理人不提取业绩报酬 （2） $\hat{I} > \hat{R}$ ：管理人对超过累计到期保障收益率部分提取 45%作为业绩报酬。
债券型	国元黄山 1 号	业绩报酬每 12 个月为周期计提，折算年化收益率为基准，每月提取周期内收益高于 3%部分的 20%作为业绩报酬。
债券型	中金短期债券	投资收益的 14%
混合型	东方红 1 号、2	年化收益率 R 低于 2.25%不收取业绩报酬；

号		2.25%<R<7%的部分收益收取 30%业绩报酬； 7%<R<10%的部分收益收取 40%业绩报酬； R>10%的部分收取 50%业绩报酬
股票型	金理财价值增长	分成比例为年化收益率超过 6%收益部分的 20%
FOF	广发理财 4 号	当委托人申请退出或本集合计划期满清算或结算时，管理人根据年化收益率（R）提取业绩报酬，业绩报酬从资产中提取，按累进方式计算，以现金支付。 年收益率 计提比例 业绩报酬计算公式 R<10% 0 无 10%≤R<20% 20% $E = K \times (R - 10\%) \times 20\% \times (T \div 360)$ 20%≤R 30% $E = K \times [(20\% - 10\%) \times 20\% + (R - 20\%) \times 30\%] \times (T \div 360)$
FOF	招商基金宝	单位资产净值大于面值且年收益率不低于 5%时，收取超额利润的 30%作为业绩报酬。

资料来源：本课题组整理

负的业绩报酬——收益保障及保本机制

部分集合理财产品设置了收益保障条款或保本机制，这实际上相当于负的业绩报酬。参照的收益基准包括预定的固定收益率，一年期银行定期存款利率（税后）。如果投资收益落后于这些比较基准，一般以基础管理费或者券商入股的自由资金作为保障收益或者保本的资金来源。多数产品要求投资者持有满一定年限才能享受这些收益保障。

表 3 收益保障类条款比较

产品类型	产品名称	收益保障条款
债券型	东风 1 号	每一封闭期结束，对于合同到期的投资者： $\hat{R}$ ：实际到期累计收益率； $\bar{R}$ ：合同预计的累计到期保障收益率（1 年期为 1.8%、2 年期为 4.8%、3 年期为 10.02%） $\hat{R} < \bar{R}$ ：管理人将对投资者进行风险收益补偿
混合型	海通稳健增值	管理人将与委托人按照持有本计划份额的比例共享收益和共担风险。在本计划第一年封闭期结束日，当集合资产的资产净值年增长率低于一年期银行定期存款利率（税后）时管理人将不收取管理费，已计提管理费全部返还计划持有人。
FOF	光大阳光 2 号	投入自有资金 5000 万元。对于推广期内参与并持有满三年的委托资金，若到期（累计）收益率小于 10%（不含），则管理人用自有资金参与本计划的投资收益（即 5000 万元的投资收益部分）补偿委托人，直到委托人总收益率达到 10%或管理人自有资金参与本计划的投资收益部分补偿完毕为止。
FOF	广发理财 4 号	管理人承诺，如果满足补偿条件的份额的期间收益率（三年化）低于三年期银行定期储蓄存款利率三年总和 8.86%（不含），则管理人以从该份额所收取的全部管理费为限予以补偿，直到该份额的期间收益率（三年化）达到 8.86%或上述管理费补偿完毕为止。
FOF	金理财经典组合	本集合计划存续期届满三年到期，如果到期总收益率低于 6.75%（不含），则管理人将用已收取的管理费对认购参与的委托人的认购参与份额予以有限补偿；开放期的申购参与份额不享有管理费返还。

资料来源：本课题组整理

（2）产品设计其他条款

从存续期限上看，债券型和货币型集合理财的期限较短为 2-3 年，而风险收益水平较高的产品，平均期限较长，从 2-10 年不等。各支集合理财产品自募集结束后都有 3 个月到一年的封闭期，随后的申购赎回周期也从每天到每年不等，总体来看比公募基金的流动性要求低一些。

从最低参与金额看，债券型和货币型集合理财的准入门槛为 5 万元，而其他三类产品门槛多数都是 10 万元。中金股票精选是个例外，由于中金公司良好的历史投资业绩和社会知名度，其最低参与金额高达 35 万元，管理费率 3%，这都显著高于同类集合理财产品的水平。

相对于公募基金的另一个特别之处是，券商会将自有资金参与进管理的集合理财计划中，参与比例多数在 2%-5% 之间，自有资金比例最高的产品达到了 10%，这样做一是可以形成管理人与投资者的同向激励，二是券商会在一定程度上向投资者锁定收益或者保全本金。

部分券商集合理财产品在设计上采用了“隐性保障”的办法。一般的券商集合理财产品都会将一定比例（不超过 5%）的自有资金放入集合资产管理计划中，并保证在计划存续期不会退出，有的产品会规定存续期满如果投资人发生亏损或收益率未达到一定水平，则管理人将自有资金的本金或收益部分予以有限补偿，一般是自有资金的本金补投资人本金，自有资金收益弥补投资人的收益，直到自有资金或投资收益全部补偿完毕为止。大多数开放式基金（保本基金除外）则没有这样的约定。

从销售渠道上看，集合理财靠自身营业部和银行渠道销售，其中营业部是主要方式。

表 4 2008 年以来成立的券商集合理财产品基本信息

名称	投资类型	存续期 (年)	管理费率(%)	托管费率(%)	目标规模 (亿元)	最低参与 金额(万元)	管理人参与 金额(万元)
长江超越理财 2 号	FOF	3	1.2	0.2	35	10	2934
东海东风 2 号	FOF	5	1	0.2	35	10	1800
海通金中金	FOF	5	1	0.18	40	10	8012
南京神州 1 号	FOF	3	1.2	0.2	50	10	3416
国元黄山 2 号	FOF	5	1.2	0.2	50	10	4609
中金大中华股票配置	股票型	10	1.8	0.3	300	10	-
中金股票策略二号	股票型	3	1.5	0.2	35	10	-
中银国际中国红 1 号	股票型	5	1.5	0.25	50	10	-
东方红 3 号	混合型	3	0	0.25	33	10	9860
平安年年红 1 号	混合型	3	0.8	0.2	3	20	1500
申银万国 1 号	混合型	2	1	0.2	10	10	4253
光大阳光 3 号	混合型	3	1.2	0.25	50	10	5002
中投汇盈核心优选	混合型	5	-	0.25	35	10	3625

华泰紫金鼎步步为盈	混合型	5	0.8	0.18	40	5	-
华泰紫金鼎造福桑梓	混合型	5	1.2	0.25	40	20	-
华泰紫金鼎锦上添花	混合型	5	1.2	0.25	40	10	-
国信金理财 4 号	混合型	5	1	0.2	50	10	-
长江超越理财 3 号	混合型	5	1	0.2	30	10	-
光大阳光 5 号	债券型	8	1	0.18	50	5	-
长江超越理财增强债券	债券型	5	0.88	0.15	50	5	-
海通季季红	债券型	5	0.8	0.12	50	5	-
中信债券优化	债券型	10	0.8	0.18	50	5	-
平安年年红债券宝	债券型	8	0.5	0.12	50	5	-

资料来源：根据 Wind 资讯整理

2、信托类私募证券投资基金产品设计

(1) 费率结构

多数信托型证券投资类私募基金都设置了申购、赎回费用，为便于专户理财业务参考，这里不做研究。只探讨信托型证券投资类私募基金的基本费率和绩效报酬。

国内的该类产品费率设计主要分为两种，一是代表是上国投的蓝宝石系列产品，二是深国投证券投资类产品。

上国投

上国投作为受托人通过定向募集一般受益信托资金的方式，将信托计划中优先受益信托资金和一般受益信托资金的比例保持为 1.5 : 1—3 : 1，并将两类资金加以集合运用。上国投出资参与信托计划，作为一般受益人，与投资者共同承担风险享受收益。

典型案例：上国投·锡泉证券投资资金信托

- 单位净值在 (0.6135,1.0135] 的部分，一般受益人贴补优先受益人，使优先受益人预期年收益率为 2.25%
- 单位净值在(1.0135,1.05] 的部分，一般受益人提取 50%；
- 信托财产单位净值超过 1.05 的部分，一般受益人提取 90%；

不同的产品预定的业绩基准不同，绩效提成费率也不同。但是由于该系列产品具有的保本保收益条款，信托公司作一般受益人在投资收益超过业绩基准后可以享受绝大部分的超额收益，提成比例从 50%-95%不等。

在信托计划存续期内，一般委托人可以在信托计划财产单位净值低于 0.92-0.95 元的保本线，但高于 0.85-0.90 元的止损线时内向本信托计划追加增强信托资金，每次追加的增强信托资金计入净值后使信托计划财产单位净值恢复至 1.00-1.02 元。

在风险防范上，在起始净值 1 元的前提下，多数信托计划设计了 0.85-0.9 元的止损点，以

及优先委托人盈亏平衡点。其中证券投资资金信托止损点一般在 0.85-0.88 元之间，FOF 的止损点一般设置在 0.9 元。

深国投

基本管理费：信托报酬费+银行托管费+管理费（每年信托单位净值的 1.5%左右）

绩效报酬：扣除上述费用后，投资者收取基金净利润的 80%，投资顾问支取净利润的 20%。

各方机构的绩效报酬分配。以深圳明达投资为例，他们与深国投合作推出的集合资金信托产品的收益分成大致能反映业内的情况：明达投资不承担亏损风险，除了按比例收取管理费外，投资收益与客户二八分成，即私募基金和信托公司获得收益 20%，其中深国投占 20%中的 3%，基金 17%。

（2）产品其他条款

募集规模

研究表明，基金规模越大，管理难度也越大，因此世界各地私募基金的规模都不会很大。比如，上国投证券投资类信托产品募集资金规模从 3770 万-1.5 亿元不等。在美国的股市中，一个 10 亿美元的基金如果有股票的买入数量限制，他的选择余地可以有 1850 只公司。但是当基金规模到 200 亿，他的可选择余地降低到 180 只股票。另外是大资金的交易成本会上升，可能吞掉一年 2%的额外收益。

准入门槛

与国外相似，目前国内的信托型私募基金同样是面向特定的高资产客户，很少进行广告宣传，最低投资额一般为 100 万，比如赤子之心。但该产品已经出现了逐步调高准入门槛的趋势，比如尚诚资产最低认购金额从人民币 100 万元调高到了 200 万元，深国投·明达 3 期证券投资集合资金信托计划由 100 万元调整为 300 万元。

封闭期

有些集合信托投资计划如赤子之心系列，有至少一年的封闭期，深国投的全部产品在封闭期后每月只有固定的日期投资者才能办理申购和赎回手续。

销售渠道

在销售渠道上，除了信托公司外，该产品多数由券商协助销售，一方面券商可以收取申购费用，另一方面可以赚取这些交易量的经纪业务佣金。

投资限制

信托型私募基金投资范围比较宽泛，同时由于他们在投资比例上不存在双十规定，因此可以采用集中持股的方法提高收益率，比如，有的信托产品只集中持有 5 只股票。

作者简介

巴曙松教授，国务院发展研究中心金融研究所副所长，平安证券首席经济学家

研究员，博士生导师，享受国务院特殊津贴，中央国家机关青联常委

还担任：

人力资源和社会保障部企业年金资格评审专家

中国证监会基金评议专家委员会委员

中国银监会考试委员会专家

招商银行博士后流动站指导专家

宁波银行首席经济学家

中国科技大学、华中科技大学、南开大学、中山大学等高校兼职教授并指导硕士和博士研究生

曾经担任中共中央政治局集体学习主讲专家，先后担任中国银行杭州市分行副行长、中银香港助理总经理、中国证券业协会发展战略委员会主任、中央人民政府驻香港联络办公室经济部副部长等职务

先后被评为“中国基金业 10 年特别贡献奖”、“地方金融贡献奖”、“20 位中国商业观察家”

联系电邮：bashusong@163.com

联系电话：00852-66293269

此报告旨为发给平安证券有限责任公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其它人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能尽依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券有限责任公司的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券有限责任公司2009版权所有。保留一切权利。

平安证券有限责任公司

综合研究所

地址：深圳市福田区金田南路大中华国际交易广场裙楼 8 楼

邮编：518048

电话：4008866338

传真：（0755）82449257