

# 谈发展结构化金融产品市场

陈游

(湖州职业技术学院 浙江湖州 313000)

**【摘要】** 本文以保本型股票挂钩票据为例,阐述了结构化金融产品的原理,指出了我国结构化金融产品发展存在的问题,并对进一步发展我国结构化金融产品市场提出了相关建议。

**【关键词】** 结构化金融产品 保本型股票挂钩票据 金融衍生产品

结构化金融产品已经成为当今国际金融市场上发展最迅速、最具潜力的业务之一。实际上,结构化金融产品是运用金融工程技术,将存款、零息债券等固定收益产品与金融衍生产品组合在一起而形成的一种新型金融产品。结构化金融产品在具体设计上具有无限多组合。结构化金融产品的到期收益与特定标的相挂钩,或者说,结构化金融产品内嵌的衍生品与特定标的相挂钩。挂钩标的包括利率、汇率、股票价格、商品价格、指数及风险等。结构化金融产品的某些品种保证本金安全甚至承诺最低收益,某些品种不保本,存在损失的可能。一般来说,结构化金融产品的保本率与参与率为反向关系,即如果产品能保证投资者的本金具有较高的安全性甚至最低收益率,其分享挂钩标的投资收益的比例就要降低。结构化金融产品在全球范围内主要在场外交易市场进行交易,包括集中交易,但在一些较为成熟的市场上,结构化金融产品已经实现交易所挂牌交易。结构化金融产品发行人的收益,除了手续费收入,主要是来自高估或低估波动率而形成的溢价发行收入。结构化金融产品发行人为降低自身风险,一般要通过买卖标的及其相关资产及其衍生品的方式,对结构化金融产品进行反向的风险对冲。

## 一、结构化金融产品的原理

本文将以保本型股票挂钩票据为例进行说明。保本型股票挂钩票据(GELN)是近年来国际金融市场上最受欢迎的结构化金融产品之一,其基本的设计是:GELN的收益率与某股票(也可能是股票篮子或股票指数)的收益率相挂钩,同时投资者享有最低收益。自GELN类产品推出以后,其形式不断变换,除了具有与投资型定期存款(MICD)类似的标准结构外,各种设计层出不穷,如在计算股票指数收益率时使用特定的平均值、所挂钩的股票篮子可以自选、具有删除股票机制的股票篮子、最低收益为负、收益率上限乃至可赎回等。从类型来看,则可以有债券、银行存款、保险单和共同基金等。但无论形式如何,GELN类产品最重要的共同特点就是风险的灵活调整和限制,它们可以在保证基本收益率的同时向投资者提供一个分享股票市场上升空间、限制股票市场风险的投资工具,从而使得投资者可以将自己的收益预期和风险偏好通过

一个金融产品的直接交易来实现。GELN类产品的这一特征显然较为符合个人投资者、追求本金稳定的基金管理者和寻求组合保险的机构投资者的需要,因而在零售市场和部分机构市场得到了迅速发展。

具体地,由于GELN的收益率与某股票(或股票篮子、股票指数)的收益率相挂钩,同时保证投资者享有最低收益,因此它可视为零息债券与选择权多头的组合。GELN到期收益=面值×(保本率+参与率×选择权收益)。其中,保本率为保证投资者到期时可获得的最低收益与期初投资本金的比率,参与率为票据实际参与所挂钩股票获利的比例,选择权收益是所挂钩资产的非负收益。就GELN的投资期间而言,一般为中短期,市场上常见的投资期间约为1~3年,投资期间越长,挂钩标的股票的潜在获利机会越大,但相对承担的利息机会成本也越高。GELN的保本率主要由市场需求决定,大约为80%以上。一般来说,参与率的高低会受保本率的影响,从GELN发行人避险的角度考虑,保本率越低,意味着GELN发行人用来投资零息债券的金额占票据本金的比例越低,从而投资于挂钩标的选择权的金额越高,参与率也会越高。依投资者对挂钩标后市的判断,GELN可分为看涨型挂钩票据和看跌型挂钩票据;依投资者对本金保障比率的要求,可分为部分保本型挂钩票据和完全保本型挂钩票据。然而,GELN最主要的分类标准还是产品中蕴含的选择权类型。

一般来说,GELN发行人可以通过多种方法来规避风险。规避债券的风险相对简单,主要的策略包括投资于类似收益率和到期日的固定收益证券。有时GELN发行人还可以借助利率互换工具,将GELN的固定(浮动)利率转换成自己所需要的浮动(固定)利率。理论上,选择权的避险可以选择多种工具或是多种工具的组合,包括标的资产、基于标的资产的期货、基于标的资产的选择权以及期货的选择权等。

## 二、我国结构化金融产品发展存在的问题

1. 缺少自主创新的优质产品,只是将国外现有的结构化金融产品进行二次分销。金融衍生产品业务的本质为风险管理,而结构性理财产品交易的本质为期权交易。目前,我国结构性理财产品市场的基本业务模式为外资券商(往往以某银

行的名义)通过与中资银行做背对背交易,由外资券商管理蕴含在结构性理财产品中的期权所带来的线性及非线性风险,而中资银行则作为其产品销售的渠道。从盈利的角度来看,这种业务模式可以使中资银行赚取无风险佣金,往往为0.5%~1.5%;而外资券商通过风险管理赚取可能数倍于中资银行的利润。外资券商管理并输出了风险,而中资银行除了发挥其零售网点的优势,基本上未提升风险管理水平以及盈利能力。随着我国金融业的进一步开放,外资银行的网点将进一步扩大,其将进一步开放人民币业务,因此中资银行的零售网点的优势将随着时间的推移以及市场开放步伐的加大而逐步丧失。

2. 缺乏有效的定价和避险机制。为了取得条款中的收益,国内商业银行发行结构化金融产品取得的资金一般都会投资于金融衍生产品市场。但从目前的情况来看,国内商业银行的金融衍生产品的定价和交易能力还不强,借助外资金融机构的做法使得国内商业银行失去了对自身产品的定价权。另外,金融衍生产品的发行商是风险中性的,因此发行商必须对其所发行的产品进行避险。由于定价能力不强和投资品种的限制,目前国内商业银行还无法对自己所发行的结构化金融产品进行避险。由于缺乏定价能力和避险机制,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强调产品的收益情况,因此银行受到的客户投诉日益增多。由此可见,由于制度上的种种缺陷,国内商业银行发行结构化金融产品将削弱国内金融机构掌握结构化金融产品的核心技术、定价及避险的能力,使国内金融机构逐步沦为外资金融机构的分销机构。同时,这也使得国内监管机构难以有效地对此类产品的生产进行监管。

3. 导致国内资金外流。随着国内利率持续走低,资金持续宽松,各类投资品种的报酬率持续下降,如今对于投资者而言,投资品种是否具有较高的收益率已成为最重要的考虑因素。由于国内投资渠道与投资品种的不足,使得国内投资者通过各种渠道陆续将资金投资于海外的相关金融产品或与海外标的相挂钩的结构化金融产品,以增加投资报酬率,使得资金外流严重,外资银行通过这种途径得到相当多的获利机会。另外,通过吸收存款的方式大量销售与结构化金融产品功能类似的结构型存款,在一定程度上侵蚀了国内券商的生存基础与经营空间。

### 三、进一步发展我国结构化金融产品市场的建议

1. 选取合适的产品类型,减少政策压力,增强市场吸引力。优先发行保本产品,形成对追求安全、获利型的储蓄存款的有力替代,并逐步针对风险偏好客户推出不保本产品。目前,国内市场上几乎都是保本产品,而在我国香港和台湾地区,除了保本产品,还存在一类以高息票据为代表的非保本产品。优先选择股票等投资者较为熟悉的挂钩标的,逐步向利率、汇率、商品及其他标的发展。优先发行风险收益结构简单、清晰的产品,避免产品结构的过度复杂化。目前,在国外金融市场上,挂钩多种标的的结构化金融产品较为流行,且挂钩标的之间相互依存,内嵌复杂的奇异期权,这种结构并不适合当前我国金融市场。优先发行境外市场上成熟、规范、时间长、表

现好的结构化金融产品,逐步向个性化的结构化金融产品发展,尤其可以着重同时发行方向相反的两种产品,从而自动实现发行人的风险对冲,降低风险对冲成本,提高潜在收益。此外,可以积极争取合格境内机构投资者(QDII)资格,利用QDII额度进行挂钩境外标的结构化金融产品的对冲避险,争取自主产品发行通道。同时,也可借助合作外资方的合格境外机构投资者(QFII)资格,发展境内标的的结构化金融产品。

2. 针对不同的客户类型,选择不同的业务模式。首先,要完善客户信息系统,做好客户的细分工作。对于现有的个人客户关系管理系统和法人客户关系管理系统,需要在简单的查询功能的基础上,增加能针对资金交易情况对客户偏好做出判断分析的功能。通过强大的系统支持,做好客户细分工作,以便于为客户提供有针对性的结构化金融产品:对于小企业和可支配资产(房产除外)在5万元以下的个人客户,主要以传统的金融产品为主,但对于部分从事外向型经济的中小企业,可根据其规避汇率风险的需要,适当提供一些外汇结构化金融产品,或集合这部分客户的需要,定期推出有针对性的结构化金融产品,以满足其共性需求;对于大中型企业、机构客户和拥有可支配资产(房产除外)在5万元以上的客户,要根据客户的偏好,利用各种金融衍生产品、结合已获准进入的非银行金融业务领域的各类产品和商业银行的结构化金融产品,主动开发或按照客户需求设计产品或产品组合,向该类客户提供全方位的准个性化或个性化服务。

3. 按功能性监管的原则统一监管标准。发行结构化金融产品必须建立起完善的风险控制体系,必须将产品发售之后的风险对冲提高到首要位置加以重视。发行人首先必须对风险进行实时揭示、动态对冲,防止风险的潜在累积;其次,必须将自身所有产品的风险头寸统一考虑,综合避险。监管机构要积极监控结构化金融产品对各金融机构带来的潜在风险。目前,我国商业银行、证券公司、信托投资公司和基金公司等都开办了名目各异的结构化金融产品业务,各类金融机构的结构化金融产品相互之间具有很强的替代性,存在直接的竞争关系,但是不同的监管主体分别出台不同的监管标准、措施,缺乏协调,造成各类金融机构竞争条件事实上的不平等,造成金融市场的混乱。鉴于委托理财业务中的信托关系属性,应该按照信托关系统一理财业务的监管标准,实行功能性监管,协调银行、保险、证券、基金和信托理财业务的监管标准。笔者建议,相关监管机构按功能性监管的原则共同研究、联合出台《金融企业个人理财业务管理办法》,统一银行、保险、证券、基金和信托理财业务的监管标准,对理财业务实行联合监管,并打破理财业务资金运用分业经营的限制,使其在货币市场、股票市场、债券市场、期货市场、外汇市场和黄金市场之间自由流动。

### 主要参考文献

1. 蔡向辉.国内结构化产品市场的发展前景、问题及建议.新金融,2006;10
2. 杨荣荣.透视银行结构性理财产品,产品同质化严重.大众理财顾问,2007-02-28