

# 商业银行人民币非净值型理财产品收益影响因素研究

鲁梦翔

(湖南大学经济管理研究中心, 湖南省、长沙市, 410006)

**摘要:**本文首先简要分析当下商业银行理财产品的研究背景, 对国内外相关研究理论及结论进行梳理和总结, 然后对我国当前的商业银行理财产品收益现状展开描述性的分析, 并从多方面分析出影响国内商业银行理财产品收益率的相关因素。接下来, 本文搜集了从 2007 年至 2017 年 3 月间发行的已公布预期收益率的人民币理财产品相关数据, 运用计量经济学方法对关于影响理财产品收益率的因素的相关假设进行了实证分析, 并对结果进行了解释说明。最后, 在假设检验的基础上, 对商业银行关于理财产品的定价和创新以及投资者对于理财产品的选择和甄别提出了一些建议。

**关键词:** 人民币理财产品 预期收益率 适应性预期

**中图分类号:** F832

**文献标识码:** A

## 一、引言

随着我国居民生活水平的不断提高, 其投资需求也在不断增长, 人们理财观念和理财需求的不断提升, 成为了我国理财产品市场发展巨大的内在原动力。一方面, 在众多的投资选择中, 银行理财产品因为其收益稳定、风险较低的特点, 使得越来越多的投资者首要选择银行理财产品这种比较稳健的投资方式; 另一方面, 银行也因为理财产品带来的丰厚的中间收入以及缓解表内业务竞争的等好处, 而将理财业务逐渐发展成为商业银行获取收益的重要渠道。2004 年, 国内相继发行外币及人民币理财产品, 拉开了国内商业银行理财产品发展的序幕。2005 年, 《商业银行个人理财业务管理暂行办法》由中国银监会正式发布, 此后商业银行发行的理财产品走上了创新之路, 市场竞争逐渐白热化, 同时也为银行与的发展带来了新的契机。根据普益标准监测数据显示, 单单 2016 年第 4 季度就有 444 家银行共发行了 24460 款银行理财产品 (包括封闭式预期收益型、开放式预期收益型、净值型产品), 发行银行数比上期增加 26 家, 产品发行量减少 1520 款。其中, 封闭式预期收益型人民币产品平均收益率为 3.85%, 较上期上升 0.02 个百分点, 依然远高于银行一年期定期存款利率。伴随着内在需求不断增加与外部竞争急剧扩大的双重作用力的推动, 理财产品市场充满了风险与机遇。

不过, 我国的商业银行理财市场还存在着许多的不完善, 理财产品发行数量虽然多, 但是产品的同质化比较严重, 金融创新也有所缺乏, 就会导致理财产品的收益率打不到预期的高度, 使得投资者对产品的期望收益产生质疑, 也可能因此使银行理财的发展遇到重重困难。

随着银行理财市场的不断壮大, 越来越多品种繁杂、收益诱人的理财产品进入了投资者的视野, 也引起了学者的关注。研究理财产品的收益影响因素不单单只有对于金融创新的理论意义, 更有帮助投资者选择理财产品、帮助银行设计理财产品的现实意义。本文选取商业银行人民币非净值型理财产品作为研究对象, 研究其预期收益率的影响因素, 不仅能够为投资者在选择理财产品时提供参考依据, 从而为自己制定较为合理的投资策略, 也能够对于银行自身设计产品提供理论依据, 提高理财产品发行效率。

## 二、文献综述

## 2.1 国外文献综述

商业银行理财业务在国外出现的时间较早,因而国外学者对理财产品进行学术研究要远早于国内学者,有关理论成果也相对成熟。

美国经济学家 F·莫迪利安尼和 R·布伦贝格(R. Brumberg)、A·安东共同提出了生命周期假说,认为理性的消费者要根据一生的收入来安排自己的消费与储蓄,使一生的收入与消费相等,而当前的收入与当前的消费则不必相同。生命周期假说给银行理财服务提供了分阶段的投资方向,针对不同时期制定不同的理财规划,并合理安排投资方向的优先顺序,使得银行能够设计出针对特定人群具有不同风险回报的理财产品。

弗里德曼(Milton Friedman)于 1956 年提出了持久收入假说,认为居民的消费水平由其自身长久收入所决定,而非现阶段收入水平所决定。也就是说,理性消费者为使得效用最大化应根据其所能保持的收入水平制定当前消费非计划,短暂性的收入水平并不是其消费依据。持久收入假说为商业银行制定长期理财产品提供了重要的理论支撑。

而无论是银行还是投资者,理财产品收益都是他们最为关注的重点。国外学社往往侧重于通过研究银行理财产品的定价问题来达到研究产品收益的目的。国外理财产品的定价模型最先起源于 William Sharpe (1964)、John Lintner (1965)、Jan Mossin (1966) 三人分别独立提出的著名的资本资产定价模型(CAPM),以及 Black 和 Scholes 提出的 Black-Scholes 期权定价模型。随后,基于此模型国外学者对其进行了不断的补充及发展,更多不同的期权定价及衍生工具模型相继提出,逐渐形成了完善更具科学性的定价模型体系。国外学者最先就结构性理财产品进行了全面分析,之后,随着银行理财产品逐渐开始采用拆分定价的方式,K. C. Chen (2001)发现结构性理财的实际收益与预期收益是存在差异的。Bruce I. Carlin

(2008)认为影响商业银行理财产品的收益的因素之一是投资者的购买力,各商业银行应将客户自身因素纳入到定价模型里以便根据投资者不同的投资需求来设计具有多样性的理财产品。Marc Oliver Riege (2012)认为结构性理财产品在产品设计上相对复杂,这种复杂性掩盖了风险,投资者容易错误以为其可能更具安全性,因而对于此种产品更具有投资意愿。

## 2.2 国内文献综述

国内的商业银行理财业务发展较晚,但是国内学者在结合本国实情以及国外研究成果的基础上对理财产品进行了大量的研究,并且更多集中在我国银行理财产品的发展历程、风险与收益、产品创新以及监管政策等方面。

国内学者研究认为,能够影响银行理财产品收益率的因素主要包括:理财产品币种是人民币或是外币、产品委托期限长短、发行银行主体、发行地区货币政策及环境、挂钩资产、计息方式、付息周期、本金保证情况、投资方向、是否可提前终止和质押等(杨轶雯, 2008)。

影响银行理财产品收益率的因素可以分为宏观影响因素和微观影响因素两个方面。宏观因素主要包括利率、汇率、货比供给及宏观货币政策等。林鹭艳在 2010 年通过将国内外的情况进行比较分析,发现宏观经济环境、行业特点等是影响银行理财产品设计和收益率的主要原因。通过实证分析,发现宏观因素容易对产品收益率产生负影响,尤其是利率作用较大(徐研, 2013),且汇率风险与实际收益率呈负相关关系(徐明月, 2013),通货膨胀及货币供给量等宏观经济因素也对理财产品的收益有着不同程度的影响(刘玉龙, 2014)。微观影响因素则主要包括基础资产的类型及其收益率、信用风险、期限、可提前终止权、银行管理能力及同质产品收益等(杨轶雯, 2008; 徐志高, 2009; 巩菲, 2014; 刘玉龙, 2014)。徐明月在 2013 年研究表明,在之前的基础上,又可将可质押条款、银行对理财产品的定价

能力及资金管理能力等纳入影响产品收益率因素的范围中。经过多元回归分析发现,以股票为基础资产的银行理财产品收益率相对以债券、票据及利率等为基础资产的银行理财产品收益率较高;城商行相对于股份制商业银行在理财产品方面平均收益率更高,而国有控股银行最低(张影,2014);外币理财产品比人民币理财产品收益相对要高(巩菲,2014)。

在对银行理财产品进行收益率理论研究的过程中,国内学者采用了对比分析的方法,来达到定性和定量方法的结合。徐志高在2009年通过因子分析法,得到影响保证收益型产品收益的因素主要有哪些,并探究其影响机制。陈艳在2012年研究表明,通过对比国有控股商业银行的理财产品与股份制商业银行、城市商业银行的理财产品,发现国有银行理财产品具有收益稳定的特点。巩菲在2014年利用相关数据对我国市场中外资银行个人理财产品收益进行多元回归分析,并对结果进行有效性检验。周建涛在2015年分别对影响商业银行理财产品预期收益率和实际收益率的因素进行了实证研究并发现两者之间存在一定差异。

总的来说,国外学者更多从银行理财产品定价的角度分析其收益率,而国内学者则更多地关注于分析哪些因素如何影响银行理财产品的收益率,这些研究成果都为本文的实证分析打下了理论基础。

### 三、商业银行理财产品收益影响因素一般性分析

商业银行理财产品是银行发行的一种金融产品,即银行向不同的客户类实施差异化的资金管理方式,除了有面向个人的,还有面向机构组织和全体投资者的。在此本文所研究的银行理财产品为银行发行的个人理财产品。

#### 3.1 理财产品分类及收益率简述

理财产品有很多种分类方式,这些分类方法既有重合又有交叉,具体的分类方式如下表:

表 3-1 商业银行个人理财产品分类

| 分类方法    | 产品类型            |
|---------|-----------------|
| 按投资币种分类 | 人民币理财产品         |
|         | 外币理财产品          |
|         | 双币理财产品          |
| 按投资方向分类 | 固定收益类理财产品       |
|         | 现金管理类理财产品       |
|         | 国内资本市场类理财产品     |
|         | 代客境外理财类产品(QDII) |
|         | 结构性理财产品         |
| 按收益类型分类 | 保证收益类理财产品       |
|         | 非保证收益类理财产品      |

由于人民币理财产品是国内商业银行的主流理财产品,因此,本文选取的研究对象都是人民币理财产品。

以上理财产品的分类方法有些还可以继续细分。由表中可见,理财产品按受益类型可分为保证收益类理财产品和非保证收益类理财产品,而非保证收益类理财产品又可以继续细分为保本浮动收益类理财产品和非保本浮动收益类理财产品这两类,而非保本浮动收益类理财产品的风险会更高。

而关于理财产品,我们最关心的莫过于它的收益率。商业银行理财产品的收益率表达形

式很多,例如预期收益率、实际年化收益率、到期实际收益率等,它们都有着不同的含义。

银行理财产品的“预期收益率”,就是购买此产品的投资者在理想状态下,未来可能获得的投资回报。商业银行会在理财产品进行发售前期结合多方面因素对其进行年化收益率预测,这其中多方面因素主要包括市场背景及发展、产品自身等。该预测结果准确度则大部分依赖于商业银行在对理财产品进行定价时使用的模型、选取的变量和数据来源等,同样也依赖于理财产品自身的类型。总体来说,80%以上的理财产品预期收益率能够基本达标。

银行理财产品的“实际年化收益率”是实际收益率的另一种表达方式,内涵和到期实际收益率一致,只是将到期实际收益率转化为年收益率。

根据商业银行的监管要求,多数理财产品都应对外披露其预期收益率,银行存款除外。然而对于实际收益率并没有类似的要求,导致商业银行理财产品实际收益率的披露率极少,相关数据严重缺失。因此,在缺乏理财产品实际收益率数据,并且绝大部分预期收益率实际上能够实现的情况下,本文选取商业银行理财产品的预期收益率作为研究对象,来研究影响其变动的因素。

传统商业银行理财产品都是“预期收益型”,而与其相对应的一批新型的理财产品——净值型理财产品,则收益类型截然不同。净值型理财产品与开放式基金类似,为开放式、非保本浮动收益型理财产品,但是没有预期收益也没有投资期限。产品每周或者每月开放,用户在开放期内可以进行申购赎回等操作。因此,净值型理财产品的风险高于一般的银行理财产品,收益也可能会高于一般的理财产品。但是由于商业银行针对个人的净值型理财产品在2014年才逐渐升温,虽然发行量逐年增加,但是到目前为止总共发行的净值型理财产品数量并不多,因此,本文依然选取传统理财产品作为研究对象,关于商业银行净值型理财产品的收益情况及其影响因素有待进一步研究。

### 3.2 商业银行理财产品收益率影响因素分析

自光大银行2004年发行了第一款人民币理财产品以来,理财产品市场得到蓬勃发展,发行数量以及发行金额逐年上升,近年来更是进入了一个爆发期。这段时间内,国内外学者对银行理财产品收益率影响因素做过许多研究,不仅包括了产品本身发行主体的类型、收益类型、起始申购额度、流动性、风险评级等微观因素,还有利率、物价上涨水平等宏观因素。其中有些因素起到了至关重要的作用,有些因素则影响微乎其微。本文分别从宏观经济因素和微观经济因素两个方面入手,定性分析每个因素对商业银行理财产品收益率产生的影响。

首先介绍宏观因素对商业银行理财产品收益的影响。

#### (a) 利率

利率对商业银行理财产品的预期收益和实际收益有着占主导地位的影响。各类理财产品的资金实际上是投资于不同结构和组合的金融资产中,而这些金融资产均与利率息息相关,不同存续期的理财产品收益率受到相应时期利率的影响。理财产品的资产配置有大部分倾向于投资国债、票据和金债券等基础金融资产的债券及货币市场类理财产品,而这些投资品种的收益率本身就与利率直接相关。一般情况下,利率下降时,市场上资金充足,银行理财产品收益率就会下降。反之,利率上升时,产品收益率则会上升,两者呈正相关关系。当利率波动引起人民币币值波动时,与汇率挂钩的结构性理财产品的收益率也会随之做出相应的改变。

#### (b) 物价上涨水平

之所以投资者希望将自己的资金投资于银行理财产品而不是将钱存入银行中,很大一部分原因就是因为在将钱存入银行之后,微薄的利息收入比不上物价的上涨,钱将越来越不值钱。

而银行理财产品的收益率如果不能减少物价上涨带来的实际购买力的下降,投资者肯定会选择其他的资产进行投资。当然,合理的通货膨胀会使得市场就业充分,也是市场总产出增加的表现,产品市场的发展势必会带动资本市场的升温,有配置股票类、信托类基础资产的银行理财产品的收益率也会相应升高。

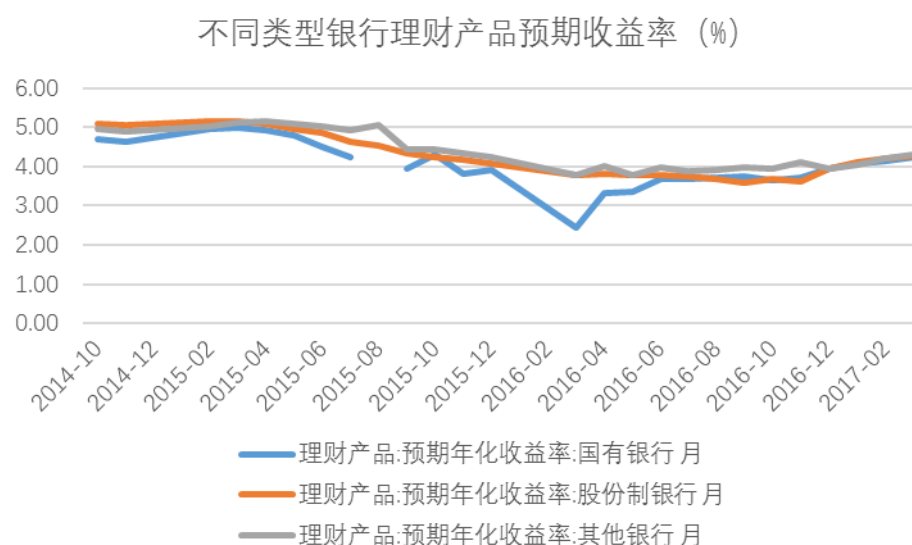
进而,我们讨论微观因素对商业银行理财产品收益的影响。

#### (a) 发行银行类型

根据 Wind 资讯金融终端的统计,我国商业银行可以分为中资银行和外资银行两类,其中,中资银行又分为大型商业银行、股份制商业银行、城市商业银行和农村商业银行及合作金融机构。

大型商业银行包括中、农、工、建、交以及邮政储蓄,是投资者公认的规模和可信度最好的银行,而这些银行的投资一般以稳健性为主。股份制商业银行包括民生、招商、光大等知名度较高的银行,这一类银行有大量的投资用于金融创新,设计的理财产品也一般会有更高的风险,相应也会有更高的收益。而 2014 年以来,城商行和农村金融合作机构的理财产品发行呈猛烈增长之势,使得市场上理财产品的发行主体倍增。然而这些城商行和农商行相比于大型商业银行和股份制商业银行来讲,在规模和知名度上都有欠缺,并且一般也只有当地或者小范围投资者会更多注意到他们的产品,因此以高收益理财产品吸引投资者便成为了其扩大市场份额的有效途径。

图 3-1 不同类型主题商业银行理财产品预期收益率



资料来源: Wind 资讯金融终端

从图 3-1 也可以看出, 2014 年以来, 股份制商业银行和其他银行的理财产品预期收益率均高于国有大型银行的理财产品预期收益率。

由于外资银行理财产品更具结构性和复杂性, 并且监管不如中资银行, 因此, 本文选取中资银行发行的理财产品作为研究对象。

#### (b) 流动性

理财产品的流动性, 也就是投资者可以在其持有理财产品不贬值的情况下售出, 或者随时获得偿付, 总之就是迅速变现的能力。影响理财产品收益流动性的因素主要有委托期限和可赎回性两个方面。

首先是委托期限。理财产品从产生起息日至到期清算日之间的存续时间，就叫做理财产品的委托期限。商业银行在对理财产品的投资策略进行设计时，会因为其基础资产不同而产生差异。其中，投资期限也会相应变化，从而使得对应的委托期限产生差异，最终收益也会因委托期限的不同而不同。

通常来说，商业银行理财产品的流动性与委托期限是呈反比的。委托期限越短，产品的流动性就越高，此时投资的风险相对较小，因而投资者得到的风险补偿也就较低。反过来，委托期限越长，流动性就越低，不确定性增大，投资存在的风险也就越高，得到的风险补偿也就会越高。理财产品的委托期限不仅使得货币的时间价值得以体现，同时还向投资者提醒了其面临风险的大小。

然后我们分析可赎回性。根据理财产品是否可以提前赎回，商业银行理财产品分为开放式和封闭式两类，客户可以提前赎回的叫做开放式，只能到期赎回的称为封闭式。当理财产品的实际收益下降，或者其他可以投资的资产收益率更高的时候，拥有赎回权的投资者就可以提前终止合约，把资金立即投资到其他资产中，获得更高的收益。而不可赎回的理财产品投资者这不具备这个权利，只能到期结束合约。因此，可赎回的理财产品相对于不可赎回的理财产品流动性更高，风险也就更小一些，可能得到的收益率会更小。理论上认为，可赎回性与商业银行理财产品的预期收益率呈负相关关系。

#### （c）收益类型

商业银行理财产品按照收益类型可分为两大类，一类是保证收益类的理财产品，另一类是非保证收益类的理财产品。

保证收益类理财产品待产品到期后银行承诺支付投资者最低固定的利润回报，若最终收益率高于银行承诺的收益率，则额外收益按购买时的约定比例分成。所以，大部分的投资风险由银行来承担，投资者的风险相对较小，因此，得到的预期收益率也就不会很高。

而非保证收益类的理财产品可细分为两类，一类是保本浮动收益，一类是非保本浮动收益。保本浮动收益顾名思义就是银行保障本金安全，除本金外的风险和收益投资者自行承担，不过这一类理财产品配置的资产结构就会相对保守，商业银行通常会通过投资一定比例的固定收益金融工具来保障本金安全。而非保本浮动收益类则风险和收益完全由投资者自担，风险相对更大，收益也相对会更高。

本文研究中，保证收益类和非保证收益类中的保本浮动收益类统归于可保本的理财产品，而非保证收益类中的非保本浮动收益类则归于非保本的理财产品。在资本市场热情持续高涨的时代，非保本浮动收益理财产品收到越来越多投资者的欢迎。

#### （d）起始申购额度

产品起始申购额度也就是购买理财产品的最低资金门槛，表示产品对资金的占用额度。理论上讲，商业银行理财产品的起始购买额度越大，理财产品的配置资产就越有效率，理财产品的设计和操作也越专业，所获得的预期收益将越高。

#### （e）风险评级

一般商业银行的理财产品都会给定一个风险评级，风险评级与其标的资产等因素挂钩。有些理财产品的基础资产是债券固定收益的资产，风险相对较低，评级也就较低，这样理财产品的预期收益也会较低；有些理财产品的基础资产中股票之类的资产占比较高，风险相对较高，风险评级也会更高，这样的理财产品的收益也就会相对高一些。本文收集的理财产品数据中，理财产品的风险等级从低到高分5个等级，分别是：低、中低、中、中高、高。

### 四、商业银行人民币非净值型理财产品收益影响因素的实证分析

本文选取从 2007 年 12 月到 2017 年 3 月底期间内我国非外资商业银行发行的理财产品作为样本数据，被解释变量为理财产品的预期收益率，解释变量为发行银行类型、委托期限、可赎回性、利率、物价上涨水平、起始申购额度、产品风险等级以及产品的可保本性，建立多元回归模型，研究商业银行人民币非净值型理财产品收益率的影响因素。

#### 4.1 样本选取

本文选取的理财产品样本全部为我国中资商业银行从 2007 年 12 月到 2017 年 3 月底期间发行的理财产品，通过对样本的整理和筛选，剔除数据不完整以及有异常数据的样本，最后使用的样本总量为 87332 个产品。实证使用数据来自于国泰安数据库、Resset 数据库以及 Wind 资讯金融终端。

#### 4.2 变量选取、模型构造以及假设设定

通过前文对理财产品收益率的影响因素进行一般性分析，本文设定被解释变量与解释变量如下表：

表 4-1 变量说明

| 变量名称   | 符号            | 变量说明                                                                                                                                            |
|--------|---------------|-------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| 预期收益率  | Expect        | 本文选取预期收益率来反映理财产品收益情况是因为，第一，非净值型理财产品实际收益率披露极少，数据严重缺失；第二，理财市场收益率达标率在 80%以上，多数产品实际收益率基本能达预期                                                        |
| 发行银行类型 | Bank          | 我国中资商业银行按 Wind 资讯金融终端划分为大型商业银行、股份制商业银行、城市商业银行和农村商业银行四类，这里在 stata 中使用三个虚拟变量 _IBank_2, _IBank_3, _IBank_4 分别取值 1 的时候表示股份制、城市、农村商业银行，都取 0 则为大型商业银行 |
| 委托期限   | ActualDays    | 理财产品的委托期限各有差异，短到一天，长到 50 年，这里以天为单位计算                                                                                                            |
| 可赎回性   | option        | 理财产品分为封闭式和开放式，封闭式的理财产品未到期不可赎回，开放式的理财产品可以随时赎回，在此设立虚拟变量 option，开放式记为 1，封闭式记为 0                                                                    |
| 利率     | IR            | 理财产品发行时的人民币一年期存款利率                                                                                                                              |
| 物价上涨水平 | inflagl       | 用理财产品发行前一年的 CPI 指数衡量的物价上涨水平来表示预期的物价上涨水平，反映滞后效应                                                                                                  |
| 起始申购额度 | StartingSales | 不同的理财产品购买的门槛不同，最低 5 万，最高起购额度 5 亿                                                                                                                |
| 产品风险等级 | risk          | 国泰安数据库中理财产品风险等级依据其标的资产等因素分类，从低到高依次为一级（低）、二级（中低）、三级（中）、四级（中高）、五级（高），分别赋值 1、2、3、4、5                                                               |
| 可保本性   | cr            | 理财产品按收益类型可分为保证收益、保本浮动收益和非保本浮动收益，本文按照是否保本分为两类，保本赋值 1，非保本 0                                                                                       |

多元回归模型如下:

$$\text{Expect} = \alpha + \beta_1 * \text{Bank} + \beta_2 * \text{ActualDays} + \beta_3 * \text{option} + \beta_4 * \text{IR} + \beta_5 * \text{inflag1} + \beta_6 * \text{StartingSales} + \beta_7 * \text{risk} + \beta_8 * \text{cr} + e$$

其中,  $\alpha$  为回归方程的常数项,  $\beta$  为回归系数,  $e$  表示随机误差。

在实证分析之前,我们对 8 个已经选择并定义的指标数据对银行非净值型人民币理财产品收益率的影响关系提出如下假设:

**H1:** 银行类型会影响其所发行理财产品的收益率,国有银行的稳健性和可信度最高,因此预期收益率会最低,而股份制商业银行、城市商业银行以及农村商业银行的规模以及稳健性依次下降,因此发行的理财产品收益率可能会依次增高;

**H2:** 委托期限与产品预期收益率正相关,期限越长,收益率越高;

**H3:** 可赎回性与预期收益率负相关,可赎回的理财产品比不可赎回的理财产品收益率更低;

**H4:** 理财产品的预期收益率与当期利率呈正相关关系;

**H5:** 理财产品的预期收益率与物价上涨水平呈正相关关系;

**H6:** 由于起售额度越高,对投资者资本流动性的限制越强,所以要求补偿会更高,因此假设理财产品的预期收益率与起始申购额度呈正相关关系;

**H7:** 理财产品的预期收益率与产品风险等级正相关;

**H8:** 可保本的理财产品的预期收益率更低,不可保本的理财产品收益率更高。

#### 4.3 实证分析

运用 stata 对数据进行描述性统计分析,结果如下表

表 4-2 描述性统计结果

| 变量名称          | 样本数   | 平均值      | 标准差      | 最小值     | 最大值      |
|---------------|-------|----------|----------|---------|----------|
| Expect (%)    | 78401 | 4.544191 | 1.031726 | 0.03    | 54.1     |
| Bank          | 78401 | 2.882769 | 0.997353 | 1       | 4        |
| ActualDays    | 78401 | 136.7061 | 277.6242 | 1       | 18262    |
| option        | 78401 | 0.008456 | 0.09157  | 0       | 1        |
| IR            | 78401 | 0.017966 | 0.002792 | 0.015   | 0.0414   |
| inflag1       | 78401 | 0.016905 | 0.002846 | -0.0069 | 0.0586   |
| StartingSales | 78401 | 170719.3 | 2998676  | 50000   | 5.00E+08 |
| risk          | 78401 | 1.741738 | 0.557105 | 1       | 5        |
| cr            | 78401 | 0.355812 | 0.478762 | 0       | 1        |

从统计结果中,我们可以看到,商业银行非净值型人民币理财产品的预期收益率大小的范围很广,最低仅有 0.03%,最高的预期收益达到了 54.1%,这就体现了我们分析理财产品收益率的必要性。理财产品的平均预期收益率为 4.54%,远高于 2007 年以来一年期的定期存款利率,这也是理财产品吸引投资者的一个重要原因。然而从上一年 CPI 指数的增长水平



反映的物价变动情况来看,理财产品的平均收益也是略大于预期物价上涨水平,也正是因为大家都不希望自己的钱越来越不值钱,才会投资于有更好收益的理财产品中。表格中也可以看到,理财产品的委托期限差异也很大,最短的仅有1天,最长的达50年之久,而平均值为136.7天,大约四到五个月之久,表明理财产品主要会选择短期合约。

然后,我们对研究的解释变量进行相关性分析。

表 4-3 相关性分析结果

|               | Bank    | ActualDays | option  | IR      | inflag1 | StartingSales | risk   | cr |
|---------------|---------|------------|---------|---------|---------|---------------|--------|----|
| Bank          | 1       |            |         |         |         |               |        |    |
| ActualDays    | -0.0002 | 1          |         |         |         |               |        |    |
| option        | -0.0010 | 0.4734     | 1       |         |         |               |        |    |
| IR            | -0.1695 | 0.0639     | 0.1319  | 1       |         |               |        |    |
| inflag1       | -0.1589 | 0.0479     | 0.1085  | 0.6645  | 1       |               |        |    |
| StartingSales | -0.0122 | 0.0006     | 0.0219  | 0.0027  | 0.0044  | 1             |        |    |
| risk          | -0.1032 | 0.0286     | 0.0203  | -0.0473 | -0.0513 | 0.0129        | 1      |    |
| cr            | 0.0730  | -0.0285    | -0.0343 | 0.0314  | 0.0357  | -0.0083       | -0.767 | 1  |

从表中的数据我们发现,option 和 ActualDays 的相关系数为 0.4734,说明赎回权与委托期限有着正相关的关系,而 IR 和 inflation 的相关系数为 0.6645,表明物价上涨水平与利率的正相关关系较强,而 risk 和 cr 的相关系数为-0.767,则说明银行理财产品的风险等级与产品的可保本性有着较强的负相关关系。为了避免解释变量间的相关关系可能导致的多重共线性影响回归分析的结果,在回归之前,我们使用方差膨胀因子(VIF)检验来对我们构建的多元回归模型进行多重共线性检验。检验结果如表 4-4。

表 4-4 VIF 检验结果

| Variable      | VIF  | 1/VIF    |
|---------------|------|----------|
| risk          | 2.47 | 0.404691 |
| cr            | 2.47 | 0.405616 |
| _IBank_3      | 2.36 | 0.424345 |
| _IBank_4      | 2.27 | 0.440768 |
| IR            | 1.78 | 0.563328 |
| inflag1       | 1.74 | 0.575894 |
| _IBank_2      | 1.73 | 0.578541 |
| option        | 1.32 | 0.757733 |
| ActualDays    | 1.3  | 0.770561 |
| StartingSales | 1    | 0.998938 |
| Mean VIF      | 1.84 |          |

当 VIF 的均值大于 2 并且最大值大于 10 的时候,我们可以判断该模型存在严重的多重共线性。从表 4-4 中可以看到,该模型中全部解释变量的 VIF 均值为 1.84, VIF 最高的 risk 和 cr 都为 2.47,均远小于 10,所以可以判断在这个模型中不存在严重的多重共线性,解释

变量间的相关关系不会导致回归的结果出现大的偏差。

在回归分析前,我将总体样本按照理财产品的发行地区是全国发行还是部分地区发行分成了两个子样本。然后通过 stata12 进行回归分析,得到的结果如下表所示:

表 4-5 多元回归分析结果

|               | (1)<br>Expect | (2)<br>Expect<br>(全国) | (3)<br>Expect<br>(地区) |
|---------------|---------------|-----------------------|-----------------------|
| _IBank_2      | -0.0585***    | -0.136***             | 0.181***              |
|               | (-5.57)       | (-7.89)               | (11.31)               |
| _IBank_3      | 0.142***      | 0.104*                | 0.414***              |
|               | (16.35)       | (1.81)                | (34.83)               |
| _IBank_4      | 0.144***      | 0.199***              | 0.403***              |
|               | (15.79)       | (4.22)                | (33.15)               |
| ActualDays    | 0.0000169     | -0.000221***          | 0.0000830***          |
|               | (1.48)        | (-6.05)               | (7.30)                |
| option        | -1.069***     | -1.900***             | -0.740***             |
|               | (-30.74)      | (-17.78)              | (-20.94)              |
| IR            | 110.5***      | 127.2***              | 108.1***              |
|               | (82.26)       | (37.42)               | (76.25)               |
| inflag1       | 119.6***      | 87.99***              | 131.6***              |
|               | (91.29)       | (26.24)               | (95.34)               |
| risk          | 0.201***      | 0.656***              | 0.0898***             |
|               | (25.67)       | (25.99)               | (11.37)               |
| cr            | -0.619***     | -0.246***             | -0.678***             |
|               | (-68.17)      | (-7.42)               | (-76.21)              |
| StartingSales | 1.63e-09*     | -6.42e-09             | 1.81e-09**            |
|               | (1.76)        | (-0.86)               | (2.10)                |
| _cons         | 0.319***      | -0.209**              | 0.0971***             |
|               | (11.42)       | (-2.49)               | (3.34)                |
| N             | 78401         | 14805                 | 63596                 |
| R-squared     | 0.4315        | 0.3287                | 0.4837                |

\* p<0.1, \*\* p<0.05, \*\*\* p<0.01

(1) (2) (3) 分别是总体的样本、发行地为全国的样本以及发行地为部分地区的样本的回归结果。从表中可以看出,不同的子样本中,大多数因素对商业银行理财产品的收益率影响方向相同,但是也有部分因素的影响在不同的子样本中方向甚至存在差异。不论是总体样本的回归还是子样本的回归,R方的大小都说明解释变量能够在较大的程度上解释理财产品的预期收益率变化。

通过多元回归分析,可以看出所选的解释变量对银行理财产品的预期收益率有着不同程

度的影响，具体假设的验证如下：

(a) 发行银行类型

通过虚拟变量\_IBank\_2、\_IBank\_3 和\_IBank\_4 的系数可以看出，银行类型确实会影响其所发行理财产品的收益率。然而，总体样本和子样本回归的结果不同，\_IBank\_2 的系数在总体样本和全国发行子样本中显著为负，分别为-0.0585 和-0.136，而地区发行的子样本中显著为正的 0.181，表明，股份制商业银行发行的全国地区的理财产品相对于大型商业银行理财产品的预期收益率更低，而股份制商业银行发行的地区性的理财产品比大型商业银行发行的地区性的理财产品收益率要高一些。可能的原因是，在利率、物价水平和理财产品的构成性质相同的情况下，股份制商业银行的全国性业务并不比大型商业银行有优势，因而要求的回报率低一些，而地方性的业务股份制商业银行做的更好一些，所以要求回报率相对于大型商业银行高。除了股份制商业银的情况外，城市商业银行以及农村商业银行发行的理财产品收益率在总体样本和子样本中都有显著的依次增高的趋势。这表明假设 H1 部分成立。

(b) 委托期限

ActualDays 的系数在总体样本回归中不显著，但是在全国发行的理财产品子样本中显著小于 0，而在部分地区发行的子样本中却显著大于 0，说明商业银行发行的地方性非净值型人民币理财产品的委托期限与其预期收益率呈正相关关系，满足假设 H2，而发行的全国性非净值型理财产品的委托期限与其预期收益率呈负相关关系，不满足假设 H2，因此也导致总体回归不显著。

(c) 可赎回性

Option 的系数在总体样本和子样本回归中都显著为负，我们可以看出，可以赎回的理财产品预期收益率低于不可赎回的理财产品，因为可赎回的风险更低，H3 成立。

(d) 利率

理财产品的预期收益率与利率呈正相关关系，假设 H4 成立。理财产品的基础资产多为债券类资产，故商业银行在关注利率变动的同时也要留意风险。

(e) 物价上涨水平

从 inflag1 的系数可以看出，理财产品的预期收益率与上一年的物价上涨水平呈正相关关系，也就是说预期的物价水平上涨对理财产品的预期收益率有着正向的作用，假设 H5 成立。

(f) 起始申购额度

由于总体样本中 StartingSales 的系数仅在 10%的置信水平下显著，虽然符号为正，但是并不能说明理财产品的预期收益率与起始申购额度呈显著的正相关关系；而子样本中，在 1%的置信水平下也不显著，故假设 H6 不成立。而这个假设不成立的原因有可能是因为当申购额度非常大时，对应的理财产品会更加注重分散化投资，从而收益率趋近于市场收益率，因此不会有更高的超额收益出现。

(g) 产品风险等级

由回归结果可知，理财产品的预期收益率与产品风险等级呈正相关关系，假设 H7 成立。

(h) 可保本性

cr 的系数在三个回归结果中都显著为负，因此承诺保本的理财产品比不承诺保本的理财产品预期收益率要低，因为其风险更小。假设 H8 成立。

## 五、总结和建议

本文对商业银行人民币非净值型理财产品收益影响因素进行了理论研究，运用计量经济学的方法对样本数据进行了回归分析，得到了各影响因素对理财产品预期收益率数值上的影

响程度。因素包括发行银行类型、委托期限、可赎回性、利率、物价上涨水平、起始申购额度、产品风险等级以及产品的可保本性这 8 个解释变量,其中,可赎回性和产品可保本性对理财产品的预期收益有负影响,银行类型对预期收益的影响有正有负,起始申购额度与预期收益的关系不显著,其他因素则与预期收益有着正相关的关系。

基于以上分析研究,本文对投资者和理财产品市场给出一些建议。

首先,对于投资者而言,投资者在购买理财产品时应该根据自身风险承受能力选择适合自己的产品。在选购理财产品的过程中,应该注意以下几点:第一,做好自身风险偏好的评估,确定自己的风险承受能力;第二,根据自己的风险偏好水平确定自己应该投资何种收益水平的理财产品;第三,如果投资者想要得到高收益,建议投资城商行或者农商行发行的非保本浮动收益类型理财产品。

对于商业银行而言,有如下几点建议:

第一,加强与金融同业合作,完善产品体系。商业银行可以进行银银合作、银信合作、银证合作、银保合作等方面的合作,借助金融同业的产品,为客户提供更全面的优质服务。

第二,加强个人理财产品设计与创新能力。对于财富水平和风险偏好不同的客户群体,商业银行一定要设计具有差异性的理财产品,实现理财业务发展的多样化、综合化。

第三,一方面要注意市场趋势,另一方面更要创造趋势。例如,虽然商业银行理财产品以短期为主,但近年来长期的理财产品也逐渐变得受欢迎,银行不妨注意期限与资产结构的合理搭配,使得理财产品的收益率和流动性都能更好的满足投资者的需求。

第四,虽然本文没有对净值型理财产品进行研究,但是这两年净值型理财产品的发行量也涨势凶猛,深受投资者喜爱。商业银行可以对净值型的理财产品进行更多的研究,有可能这一类产品即将成商业银行理财产品的主力。

## 参考文献

- [1]郭赛君.我国商业银行金融产品创新策略探讨.[J].海南金融,2011,(4):77-79
- [2]《商业银行个人理财业务风险管理指引》[R],银监会,2005,(63号)
- [3]彭凌,我国商业银行个人理财产品的问题及对策.[J].生产力研究,2010,(2):145-147
- [4]翟立宏、李要深、包明铭,商业银行理财业务:年度回顾与展望,经济问题,2008
- [5]朱永利.我国商业银行理财业务发展问题研究[J].南方金融,2012(03):79-81
- [6]胡斌,胡艳君.我国商业银行个人理财产品的现状、特点及机遇[J]新金融,2006(5)
- [7]孙希,2012,银行个人理财产品的创新与法律监管制度研究,哈尔滨工程大学
- [8]周超.主权财富基金投资收益影响因素的回归分析[J].北京理工大学学报(社会科学版),2011(Vol.13N.05):16-20
- [9]宋国良,孙碧.中国商业银行理财发展报告(2009-2010),清华大学出版社2011年12月第1版
- [10]黄国平.中国银行理财业务发展模式和路径选择[J].财经问题研究,2009,(9).
- [11]刘晓乐.2009,城市商业印花样个人理财产品发展现状与策略,宁夏银行
- [12]谢辉,经济周期与银行理财业务,中国人民银行研究生部
- [13]徐明月,2013,我国商业银行理财产品收益影响因素研究,云南财经大学
- [14]张大维,刘博,刘琪.Eviews 数据统计与分析教程[M].北京:清华大学出版社,2010.
- [15]郭田勇.2011年银行理财三大热词:火爆共振求变[N].创富理财,2011:8.
- [16]沈炳熙.银行理财与资本市场[J].中国货币市场,2010(04):18-22
- [17]方先明,余丁洋,杨波.商业银行理财产品:规模、结构及其收益的不确定性.经济问题,2015年06期

- [18] 周建涛. 商业银行理财产品收益的实证研究[J]. 河北经贸大学学报, 2015 年 7 月第 4 期
- [19] H.B.Falkena. Variables influencing the customer relationship management of banks [J]. Journal of Financial Services Marketing, 2008, 13(1):52-62.
- [20] Lena Robinson. Investors being urged to diversify: Commodities seen as an inflation hedge [N]. Bangkok Post, 05/21/2008: 3.

## **Study on the influential factors of returns for commercial Banks RMB financial product of non-net value type**

LU MENGXIANG

(Center for Economics, Finance and Management Studies of HNU, Changsha / Hunan, 410006)

**Abstract:** This paper briefly analyzes the current research background of commercial bank financial products, combs and summarizes the relevant research theories and conclusions domestic and abroad. Then it analyzes the present situation of the current financial assets of commercial banks in China, and analyzes the influential factors related to the yield of financial products issued by domestic commercial banks from many aspects. In the following, this paper collects the relevant data of RMB financial products published from 2007 to March 2017, uses the econometric method to analyze the relevant assumptions about the factors that affect the yield of financial products, and explains the results. Finally, based on the hypothesis test, this paper puts forward some suggestions not only to investors for making decisions when faced with various financial products but also to commercial banks for designing and pricing new financial products.

**Keywords:** RMB financial product; Expected return; Adaptive expectation