

THE METAMORPHOSIS OF
BANKING ASSET MANAGEMENT

银行理财 十年蝶变

第一本银行理财专著
第一本银行理财历史书

柳灯 杨董◎著

珍藏版

张旭阳 刘小腊 周琼 郑智

联/合/推/荐



经济管理出版社
ECONOMY & MANAGEMENT PUBLISHING HOUSE

THE METAMORPHOSIS OF
BANKING ASSET MANAGEMENT

银行理财 十年蝶变

第一本银行理财专著
第一本银行理财历史书

柳灯 杨董◎著

珍藏版



经济管理出版社
ECONOMY & MANAGEMENT PUBLISHING HOUSE

图书在版编目 (CIP) 数据

银行理财十年蝶变/柳灯, 杨董著. —北京: 经济管理出版社, 2015.11 (2015.12 重印)
ISBN 978-7-5096-3970-2

I. ①银… II. ①柳… ②杨… III. ①银行—金融产品—营销—案例 IV. ①F830.4

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2015) 第 227119 号

组稿编辑: 申桂萍
责任编辑: 梁植睿
责任印制: 黄章平
责任校对: 赵天宇

出版发行: 经济管理出版社

(北京市海淀区北蜂窝 8 号中雅大厦 A 座 11 层 100038)

网 址: www.E-mp.com.cn

电 话: (010) 51915602

印 刷: 三河市延风印装有限公司

经 销: 新华书店

开 本: 710mm×1000mm/16

印 张: 28.5

字 数: 538 千字

版 次: 2015 年 11 月第 1 版 2015 年 12 月第 2 次印刷

书 号: ISBN 978-7-5096-3970-2

定 价: 77.00 元

·版权所有 翻印必究·

凡购本社图书, 如有印装错误, 由本社读者服务部负责调换。

联系地址: 北京阜外月坛北小街 2 号

电话: (010) 68022974 邮编: 100836

谨以此书献给为银行理财
辛勤付出的人们！



对于我这样一个从始至终伴随银行理财业务一路走来的局内人而言，为这本书写篇序，自是另有一番感触在心头。

2004 年中国光大银行推出银行理财产品以来，中资商业银行理财业务发展迅猛，从无到有，从小到大，目前总量已过 20 万亿元，2014 年为投资者创造的投资收益也超过了 4000 亿元，成为投资者资产配置的重要组成部分以及商业银行的主要业务品种。回顾十余年的发展，商业银行理财产品连通了投资与融资、连通了客户的多样化需求与银行的创新冲动、连通了银行内部全流程再造的各个节点，其诞生既具有一定的偶然性，也是多年前我国利率市场化和资产证券化发展进程缓慢、企业直接融资市场欠发达和投资者投资渠道匮乏的背景下银行创新的必然产物，并因以下四个方面的职能承担而规模得到快速增长：其一，通过管制套利成为中国利率市场化的推手。银行理财产品连接了存款与货币市场、债券市场、贷款市场和资本市场，形成对存、贷款利率的倒逼机制，在中国承担了 20 世纪 70 年代美国货币市场基金的角色，成为利率市场化突破的先导。其二，通过创设（非标）投资工具，成为资产证券化的本土化解决方案。银行融资类理财产品的设计发行，实际上是一种短中介链、低杠杆率的资产证券化方式。其三，通过风险收益重构、投资边界拓展，完善中国投资工具谱系。银行理财产品通过投资范围拓展、风险分层、引入衍生品交易等创新方式，平滑了风险收益曲线，满足了投资者需求。其四，通过布局资产管理业务，成为商业银行转型的基石。随着利率市场化的推进，商业银行面临净息差收窄、盈利能力增速放缓、资本充足率下降的三重压力，资产管理业务是商业银行转型的必然方向。在机构与居民投资需求不断增长的情况下，理财业务成为银行探索资产管理之路的前沿阵地，是银行转型不可或缺的一环。

然而，过去十年的快速发展并不能保证未来的道路仍旧平坦，更何况银行理财业务发展的外部环境与前十年已是天壤之别。在一个大变革的时代，个人认为

银行理财的发展应把握以下几个环节：

第一，回归本源。银行理财业务本质上是受托代客业务，要在法律形式与业务实质上使基础资产的风险与收益过手给投资者，按照风险隔离、风险可计量、投资者风险可承受的原则建立栅栏、破除刚性兑付。

第二，跨界布局。资产管理行业正面临模式之变、技术之变、投向之变、体制之变和参与者之变，特别是在互联网革命与社会结构变化的影响下，不仅资产管理、财富管理、投资银行的边界在模糊，金融与产业更深层次的融合也不断发展，在群雄逐鹿的变革时代，银行理财更要前瞻性地跨界布局，做好适应性调整，方能在大资管时代走在其他机构前面。

第三，坚持专业与价值创造。资产管理机构生存的唯一理由是为投资者创造附加价值。银行理财应加强投研能力和风险体系、科技系统建设，提高投资的收益水平，从而为客户创造价值重铸竞争力。更关键的是，包括银行理财在内的资产管理机构应理解，投资收益的最终来源是社会全要素生产率提高与科技进步带来的实体经济的可持续发展。因此，银行理财要不断探索与产业发展的结合之路，一是把自身定位于中长期机构投资者，成为资本市场和直接融资体系的重要参与者，提高资金配置效率，提升经济活力；二是以资管投行的模式，从企业资产负债表的右方向左方延伸，主动去创设金融工具以紧密结合实体经济和产业升级，通过资产证券化帮助企业盘活存量，通过并购支持或产业基金的合作帮助企业引入高能资产，提高企业的资产负债表质量，从而降低系统性的金融风险，使企业得以平滑地“去杠杆”。

第四，市场化机制。资产管理行业是轻资产行业，必须高度重视人力资本的投入。这其中，理财子公司是一种有益的制度安排。理财独立法人机构不仅在金融跨界经营的背景下，有利于加强商业银行不同业务板块特别是自营业务和代客业务之间的风险隔离，更有利于推动市场化机制，吸引专业的人才，提升产品业绩表现，为投资者创造更多财产性收入。

十年前，一批先行者开启了国内银行理财市场的先河，自然无法预知这片土壤到底能够结出怎样的果实。十多年来，银行理财坚持创新，满怀责任接受客户的财产托付与信任，持续加强自身投研能力建设，以自己的专业与诚信，为客户进行创造价值。如今，理财业务的盛况足以让早年的拓荒者们引以为傲。回顾理财业务十多年的发展，我们走过了一条扎根于实体经济的锐意创新之路。未来，在大资管时代，银行理财业务的发展更是与中国金融体系转型的方向，与中国经济发展动力转变的方向相一致，因此我们有信心走得更远。

张旭阳



“理财”一词特指治理财务，虽然至今都没有明确的定义，但于国人却由来已久。《易·系辞下》中有“理财正辞，禁民为非曰义”。汉代王符的《潜夫论·叙录》中有：“先王理财，禁民为非。”宋代曾巩的《再议经费》中也有提：“陛下谓臣所言，以节用为理财之要，世之言理财者，未有及此也。”

银行理财的雏形最早源于 1999~2000 年，伴随着金融衍生品的发展，中国的商业银行开始为一些具备真实贸易背景并拥有外汇资金的大型机构客户提供以避险为目的的利率互换、套期保值业务。渐渐地，一些以投机为目的的小型贸易公司也加入进来。2002 年民生银行就开始向机构客户推广外汇结构性产品了。但在普遍意义上，业界以 2004 年“阳光理财 A 计划”作为理财业务的纪元开端。

截至 2014 年，理财业务走到它发展的第十个年头，这也是我本人参加工作的第十个年头，作为工作总结，我将自己从事了十年的理财工作写了一篇不到 3 万字的回顾，没想到这篇回顾和柳灯的想法不谋而合。柳灯是《21 世纪经济报道》的资深记者，多年从事银行理财的报道工作，对上市银行以及城商行、农商行理财业务进行过长期跟踪并与相关从业人员进行了大量的访谈，工作的经历使他对理财业务的发展产生出许多想法，一直希望能够将这些一手访谈资料整理成书。我们都诚挚地热爱这项业务，因为它源于市场。与生俱来的“草根”性和“市井”气，使得它特别具有“生命力”，不管在什么样的艰苦环境中都能顽强、坚韧地生存下去并处处彰显出勃勃生机。“以史为鉴，可以知兴替；以人为鉴，可以知荣辱”，回顾和总结从前是为了更好地开创未来，就这样，我们开始了写作的合作。由于各自都有本职工作要做，在克服了种种困难，经过近一年的时间，这本书才得以问世。

本书以时间序列为轴，根据各个阶段的业务发展的特性，划分为萌芽阶段、发展阶段、规范阶段和展望阶段四个部分。本书第一篇由柳灯和杨董共同撰写完成；第二篇由杨董撰写完成；第三篇由柳灯撰写完成；第四篇汇总了柳灯、杨董以及银行资管界各位从业人员的文章。

《银行理财十年蝶变》是市场上首本比较系统地对理财业务进行全面回顾的金融类书籍，适合有志加入资管行业、经济金融专业的在校学生以及金融类业务相关从业人员阅读。对于本书中出现的错误和漏洞欢迎读者们批评指正。

在本书的撰写过程中，中国光大银行资产管理部和中国工商银行资产管理部为我们提供了大量的素材和专业的指导意见，在此，我和柳灯向他们表示衷心的感谢。我们还要特别感谢在幕后帮助过我们的领导、同事和朋友们，他们是张旭阳、刘小腊、周琼、黄云火、孟繁业、殷燕敏、申桂萍、乔争月、唐桦、仇晓慧。最后向《21 世纪经济报道》的倾力支持致谢！

银行理财业务成长的十年，是整个中国理财行业、投资者和监管部门共同成长的十年。在这十年中，理财业务经历了由产品创新型、销售端主导，向投资组合管理、交易端主导发展的过程；监管也经历了从销售规范，到投资约束，再到银行组织架构体系引导的发展过程。

中国的银行业正在经历着革命性的转型，在人民币国际化、利率市场化的背景下，以存贷款利差为主要利润来源的盈利模式将逐渐被替代。2014 年中国社会科学院公布的 16 家上市商业银行“净息差”变化情况显示，除工行、农行、建行外，其余 13 家股份制商业银行的息差收入随利率市场化的程度加剧，出现了大幅度的下降，尤其是交行、兴业、民生、招商等银行，但它们来自理财业务的收入增速却在不断上升。这说明，作为非利息收入来源的表外理财业务正越来越在银行经营模式和利润构成上发挥着重要的作用。

身处大资管的时代，银行与信托、券商、基金、保险、私募、电商等机构之间的竞争和角逐日益加剧，我们相信再过一个十年回顾理财，一定会是一部金融圈的《战国策》。

祝愿银行理财业务越走越好！

杨 董 柳 灯
乙未年孟秋于陆家嘴



|| 第一部分 ||

第一篇 盘马弯弓，初露峥嵘 / 001

(萌芽阶段：2004~2006年)

2004年：理财创世纪 / 003

- 一、外币理财率先探路 / 003
- 二、阳光理财B计划：人民币银行理财的开端 / 005
- 三、股份行先行先试 / 012
- 四、外币型、长期限产品为主 / 014
- 专栏一 交行理财诞生记 / 016

2005年：监管元年 / 019

- 一、人民币理财收益起伏 / 019
- 二、结构化理财产品崛起 / 020

2006年：QDII兴衰录 / 035

- 一、QDII开闸背景 / 035
- 二、叫好不叫座 / 037
- 三、“轻装上阵”再出发 / 038
- 四、公募基金、保险系QDII加入“混战” / 040
- 五、生不逢时之血淋淋教训 / 041
- 专栏二 QDII：“出海未捷”的太平轮 / 042

第二篇 洪波涌起，星汉灿烂 / 053

(发展阶段：2007~2012年)

专题一 打新！打新！！打新!!! / 057

专题二 银信合作，长乐未央 / 061

专题三 转战资金池 / 071

专题四 掘金私募江湖 / 077

阳光私募 / 077

私募股权投资 / 082

专题五 最炫另类投资风 / 088

艺术品投资 / 088

实物行权的理财产品 / 092

专题六 规范理财销售 / 097

一、宣传销售文本的演进 / 097

二、资格和人员销售管理 / 101

三、客户分类以及责任追究 / 104

专题七 银行理财的非现场监管 / 106

一、银监会非现场监督信息系统 / 106

二、全国银行业理财信息登记系统 / 112

第三篇 修道保法，重整河山 / 117

(规范阶段：2013~2014年)

2013年：改革元年 / 119

一、理财成监管重点对象 / 119

二、“8号文”与“非标” / 133

三、理财产品登记系统上线 / 134

四、栅栏原则之银行资管计划试点 / 147

五、券商代销银行理财产品开闸 / 164

六、债市反腐以及银行理财升级为“乙类户” / 164

七、“钱荒”之理财产品发行 / 167

专栏一 再议“8号文”之“非标”：中国版资产证券化雏形 / 173

2014年：架构变革 / 199

一、事业部制改革 / 199

专栏二 问计理财事业部制之一——8家银行理财事业部制解构风控内嵌、流动性管理拟搭银行间平台 / 204

专栏三 问计理财事业部制之二——理财事业部制设分部条线“资管+财富管理+投行”构想落地 / 210

二、理财产品间交易被禁止 / 216

三、银行资管计划扩容 / 224

四、“降门槛、面签放开”试点的夭折 / 234

- 五、净值化探索的尴尬 / 256
- 六、钱荒余震：银行理财规模、收入首现双降 / 264
- 七、资本市场相关品种“掘金” / 287
- 八、理财产品销售录音录像 / 304
- 九、管理费的 30% 问题 / 305

|| 第二部分 ||

第四篇 守土拓疆，继往开来 / 311

(展望阶段：2015 年至今)

银行理财反思 / 313

- 专题一 对于商业银行理财产品转型的几点看法 / 313
- 专题二 对银行理财几个关键问题的思考和发展建议 / 320
- 专题三 对《银监会创新部关于召开银行理财业务座谈会的通知》部分议题的思考 / 327
- 专题四 余额宝对银行理财的启示 / 330

理财展望 / 335

- 专题一 银行理财产品二级市场建设机制研究 / 335
- 专题二 银行理财能力评价体系建设研究 / 341
- 专题三 建立持久有序的资产管理业务营销体系 / 352
- 专题四 银行理财资产配置平台建设的实证研究 / 358

组织架构 / 364

- 专题一 站在正确的风口上：如何抓住银行资管业务发展的新机遇 / 364
- 专题二 国外商业银行资产管理业务组织架构和业务模式概览 / 370

理财投资 / 388

- 专题一 近五年银行理财投资端、产品端的变化规律与趋势——以两家银行为例 / 388
- 专题二 银行资产管理业务未来五年发展路线图谱 / 416
- 专题三 “大资管时代”下的资产管理行业之变 / 429
- 专题四 银行理财投资之华夏样本：坚持“安全、稳健、持续”的投资理念，全心全意为客户资产增值 / 434

第一部分

Part I

第一篇

盘马弯弓，初露峥嵘

(萌芽阶段：2004~2006 年)

◎ 2004 年：理财创世纪

◎ 2005 年：监管元年

◎ 2006 年：QDII 兴衰录



2004 年：理财创世纪

2004 年，银行理财拉开序幕。

这一年，在监管层允许的情况下，中国光大银行先后推出阳光理财 A 计划、B 计划，将理财业务由公司客户全面延伸至零售客户，让普通投资者参与到了银行理财中来，奠定了以个人理财为主的格局，并引发其他银行纷纷跟随发行人民币理财产品。也是从这两款产品开始，银行理财产品奠定了预期收益率型为主要形态的基础，“理财”一词从此产生，并逐渐从以外币为主转向以人民币为主，拉开了中国银行理财随后十年“高歌猛进”的序幕。

一、外币理财率先探路

（一）门槛约 1 万元

2004 年 2 月 2 日至 10 日，光大银行在中山东一路 29 号的上海分行营业部及其他网点发行了国内第一只面向零售客户的外币理财产品——中国光大银行阳光理财 A 计划产品，简称“阳光理财 A 计划”，由此拉开了银行理财“飞入寻常百姓家”的大幕。

从产品协议书来看，阳光理财 A 计划分为半年期、一年期两种，认购起点分别为等值人民币 9881 元/份和 9727 元/份，到期本息总计等值人民币 1 万元，这和目前银行理财产品到期获得本金和收益的做法明显不同；产品相当于年化收益率分别为 2.4087% 和 2.8066%，明显高于同期的储蓄利率。2004 年 11 月一年期小额美元定期存款利率也才只有 0.8750%，因此引发了“高息揽储”的质疑。

由于是外汇结构性存款产品，即在外汇存款基础上套嵌一个衍生品交易，一般是利率掉期、利率远期等，后期也逐步增加了一些奇异期权的结构〔奇异期权（Exotic Options）是比常规期权（标准的欧式或美式期权）更复杂的衍生证券，

这些产品通常是场外交易或嵌入结构债券。比如执行价格不是一个确定的数，而是一段时间内的平均资产价格的期权，或是在期权有效期内如果资产价格超过一定界限，期权就作废]。

一个有趣的细节是，为满足客户的临时资金需求，产品还创新设计了质押再融资功能，质押比率最高可达 70%。银行理财很早就推出了质押融资、转让等服务，二级市场雏形初现，但非常遗憾的是，历经十年发展，二级市场不仅没有发展起来，反而在近几年趋于消失或形同虚设。

任何时候，高收益率产品都是吸引客户的“尚方宝剑”。阳光理财 A 计划的收益率明显高于同期美元定期存款利率，使得银行理财虽然是新事物，但仍备受投资者热捧。

据说当时中国光大银行西单支行发售阳光理财 A 计划时，附近一家银行支行的客户大量提现购买，使得该网点还要向该行北京分行去申请外汇头寸，调现钞备付。中国的银行理财凭借背靠银行的信誉、相对较高的投资收益，成为十年来国内资产管理市场受到广大投资者青睐的资产管理产品，并成了中国利率市场化的推手。

（二）“理财”名称来源

银行理财为何叫“理财”，这是一个问题。

理财业务在国际上并没有统一的称谓，欧美国家通常称为“金融规划服务”或“资产管理业务”，中国香港地区和台湾地区则通常称为“财富管理服务”，中国大陆称为“理财”业务，那么，银行理财的“理财”二字来源于哪里呢？

据国内可查的最早使用“理财”产品这一名称的是中国银行在 2003 年推出的“汇聚宝”外汇理财产品。但是，此时并非属于目前所熟知的银行理财产品，而仍旧是结构性存款产品。

差不多同一时间，2003 年年底，中国光大银行向银监会申请第一家开办小额理财业务，报送了阳光理财 A 计划的相关材料，名称有结构性存款、理财、财富管理三个，时任银监会副主席的唐双宁分工负责这块业务监管，觉得“理财”中的“理”字不仅可以理解成打理、办理等动词，还可以理解为投资、管理需要理性等形容词，相对更科学，于是勾选了“理财”一词。这是“理财”一词来源的主要“传说”之一，这一“勾”，也“勾”出了十年 15 万亿元余额规模的中国资产管理行业最大的子行业之一。

在此之前，由于当时监管层并没有相关规定，各家银行对于类似产品的称呼并不统一，多被称为“结构性存款”。同时，银行理财的产品协议或者说明书条款借鉴了银行传统对公业务的委托交易协议，部分银行的理财产品更是直接称为

“资金委托协议”等。

随着 2012 年以来，证监会对券商资管、基金子公司等一系列政策松绑，“泛资管”时代到来，混业经营趋势渐浓，银行理财也在积极探索回归资产管理本源。作为目前中国资产管理行业最大的一块，银行理财也开始自称“银行资管”。

“理财”作为一种名称，正如一个人的名字一样，只是一个人的代号或者称谓，其本身探究并不具太大意义，但是却寄予了父母、长辈的希望，“理财”也肩负着类似希望。

二、阳光理财 B 计划：中国人民银行理财的开端

“星星之火，可以燎原”，破土而出的银行理财，开始蓬勃发芽，展现出勃勃生机。

阳光理财 A 计划的成功，进一步点燃了光大银行的热情，随即就开始考虑是否能在人民币产品上做点事情出来，加之 2004 年前后市场纷纷开始讨论和探索综合化经营、混业经营，没有获得公募基金公司试点资格的银行，也在思考是否能以银行理财为载体发行货币型基金。

2004 年 9 月，中国光大银行运用债券资产证券化技术，开发推出了中国第一款人民币银行理财产品——阳光理财 B 计划，面向普通零售客户发行，资金主要投向于国债、央行票据、政策性金融债等利率债品种，采用预期收益率形式，中国银行理财业务从此正式开端。随后，国有大行、股份行纷纷跟进，发行各种类似的理财产品。

相对存款的高收益，“理财”自然受到了投资者的热捧。彼时光大银行的理财师算了这样一笔账：以 10 万元资金为例，购买阳光理财 B 计划，一年的收益率为税前的 2.88%，到期后可获得约 2700 元的收益，而一年期定期存款利息为税前 2.25%。

从此之后，外币理财产品的份额占比逐年下滑，人民币成为最主要的理财产品品种，也拉开了中国银行理财独特的预期收益率型为主的十年发展之路。也正是因为小额人民币理财产品的诞生，中国的银行理财才迅速崛起，走进千家万户，成为中国利率市场化的重要推手。

尘封在记忆中的那些故事，正如一杯茶，需要好好回味。

（一）为何是中国光大银行最早推出人民币理财

股份制银行在中国银行业发展过程中是一道亮丽的风景线。时至今日，招商

银行的零售业务、兴业银行的同业业务、中国民生银行的小微业务等，这些银行贴上了鲜明的标签，特别是在银行同质化一直饱受诟病的时代背景下。

银行理财是在利率市场化大背景下，某些中小银行，或者说股份行去“逆袭”的一个产物。从历史经验来看，在利率市场化、金融脱媒的过程中，中小银行是相对处于弱勢的。其中，股份行的人员团队和薪酬激励机制整体优于城商行，但城商行的地域限制以及享受当地财政优惠使其创新不足，而且股份行受到的市场压力又大于国有大行，从以往经验来看，创新往往更易出现在股份行中。

为何首款人民币理财产品会诞生在光大银行？

（1）年轻团队的创新冲动。

彼时，中国光大银行行长郭友是外汇局交易员出身，主管副行长李子卿也是从外汇局过来的，资金部总经理刘珺等人也是经验丰富的老交易员，出国留学归来的张旭阳也在此时加入资金部，作为想做出一番事情、思维没有条条框框的交易员，他们都有创新冲动，又不受传统交易员的思维束缚与局限。当然，能建立与监管层的充分、顺畅、及时的沟通渠道，也为这些创新铺平了道路。

比如，2005年，中国光大银行和四大国有商业银行一起，第一批参与了中国人民银行短期融资券的顶层框架设计，正是中国光大银行上述人员主要负责参与。2005年5月，短期融资券正式推出，开启了中国企业债券大幕，当时证监会和发改委的企业债券发行量还很小。在那个业务刚开始出现的“蛮荒”年代，正是这一批最早参与银行理财的人士的努力与创新，银行理财才逐渐走到现在。

（2）光大银行面临资本不足压力。

中国光大银行于1999年收购中国投资银行，作为中国第一例市场化的银行间并购案例，中国投资银行高企的不良率，也使得光大银行在2005年之前面临不良率高企、资本充足率不高的压力以及很多传统业务无法进一步开展的局面。一些创新业务如理财业务、投资银行业务等就是在这一时期逐渐开始做起来的。

实际上，2004年探索银行理财业务还有一个重要的市场背景，中国的商业银行纷纷开始实行股份制改造、引入战略投资者、上市等，而学习国外银行的经验成为重要的部分。工行的理财业务真正起步于2005年，工行与高盛开展在资金交易领域的战略合作，探索传统信贷领域之外新的利润增长渠道，同年年底，资产管理作为工行战略转型的重要业务，写入工行发展规划方案。

（3）有市场条件。

中国人民银行在2002年推出中央银行票据，并在2003年4月底开始将中央银行票据作为货币政策日常操作的一项重要工具，仅2004年就共计发行了15071.5亿元的央行票据。彼时，人民币一年期存款利率在2.25%左右，而因为中国人民银行当时想要回笼资金，对应的央票利率年化利率则在2.5%~3%左右，