

居民资产配置再平衡的空间有多大：韩国的经验

宏观研究部

郭于玮

高级分析师

电话：021-22852641

邮箱：guoyw@cib.com.cn

鲁政委

兴业银行 首席经济学家

华福证券 首席经济学家

摘要

理财产品净值化转型后，居民可能提高对股市的投资力度，成为当前热议的话题。那么，打破刚兑是否会引发资金流入股市呢？韩国当年打破刚兑的经验，或许能够给我们提供一些镜鉴。

韩国在打破刚兑之后，韩国银行信托账户（类似我国银行理财）在居民金融资产中的占比显著下降，与此同时，居民金融资产结构出现重大变化：

第一，在存款利率管制放松的背景下，定期与储蓄存款在居民金融资产中的占比提升，成为最大受益者；

第二，在信托账户改革期间，股票和投资于证券市场的收益凭证在居民金融资产中的占比出现阶段性上升，但由于居民风险偏好较低，在部分大集团流动性危机出现后，这一比例转而有所下降；

第三，居民债券投资占比变化较小，养老金占比随老龄化程度加深而总体提高。

与打破刚兑前的韩国相比，我国居民理财、存款和股票在金融资产中的占比都更高，证券投资基金占比较低。在存款利率面临“玻璃顶”的情况下，虽然居民存款回表的现象已经出现，但存款对理财投资者的吸引力或弱于20世纪90年代的韩国。证券投资基金占比有一定的提升空间，不过从日韩经验来看，股票与证券投资基金在居民金融资产中的占比很少超过20%。此外，随着人口日益老龄化，养老金占比有望提升。

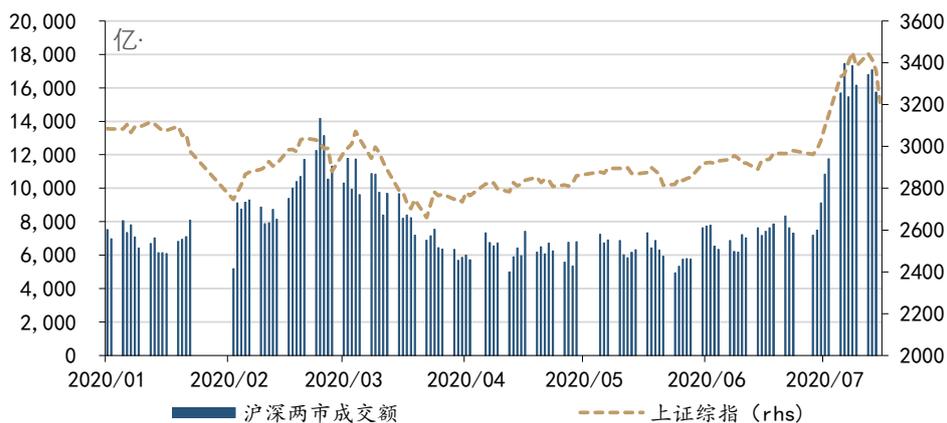
关键词：打破刚兑，居民金融资产



扫描下载兴业研究 APP
获取更多研究成果

2020年7月初，大量资金涌入股票市场，沪深两市成交额一度超过1.5万亿的高位。一种观点将股市的火热归因于理财产品净值化转型。在刚兑打破后，居民不得不面对更高的资产收益率波动，2020年上半年，受债市调整影响，部分商业银行或其理财子公司发行的理财产品出现浮亏^①，理财保本的刚兑时代宣告终结，不得不承受收益率波动或许会使更多的投资者将目光转向股票市场。那么，刚兑的打破是否会带来居民金融资产结构的变化？从理财流出的居民资金会流向哪里？我们或许可以从韩国的经验获得某些镜鉴。

图表1 7月沪深两市成交额激增



资料来源：WIND，兴业研究

1、韩国刚兑打破后的居民金融资产重构

2018年10月，我们曾经在报告《后资管新规时代：韩国的经验及镜鉴》中介绍了韩国打破刚兑的经验。与现在的我国类似，20世纪90年代的韩国正处于利率市场化改革的进程之中。由于存款利率的变动受到限制，韩国商业银行通过信托账户（trust account）来应对存款流失的压力。部分信托账户不仅承诺保本保收益，而且对提前支取只收取相对较低的惩罚金，其因此被客户作为一种近似无风险的现金管理手段。

1996年至1999年间，韩国政府对银行信托账户进行了大刀阔斧的改革。1996年5月，韩国政府开始对银行信托账户进行改革，具体措施包括：

第一，大量减少提供固定收益的“发展型资金信托（Development Money-in-Trust）”的规模。1996年发展型信托的净增规模不得超过5.6万亿韩元。到1999年1月，禁止发展型信托吸收新的资金。

第二，将信托账户的最短期限从1年延长至1.5年，并将提前支取的惩罚金比例从0.75%-1.75%提高到2.0%-3.0%。

第三，除了长期养老金之外，其他收益与资产价格表现有关的产品不得承诺保本。

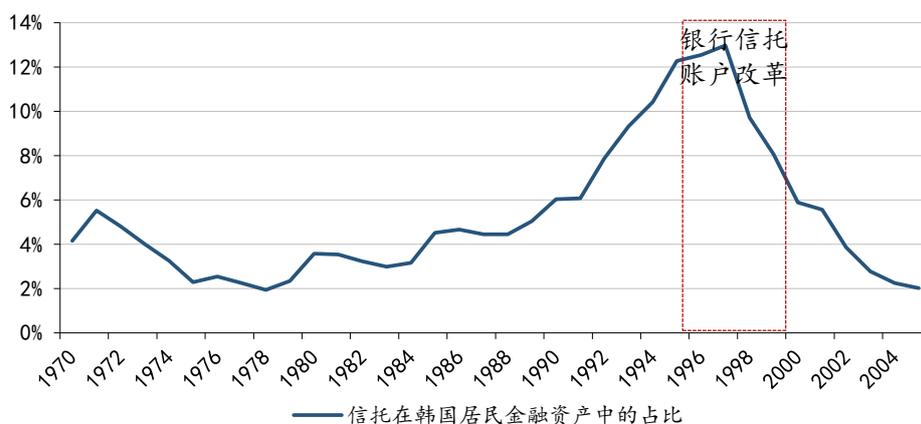
^① 资料来源：新浪财经，《部分银行净值型理财产品出现浮亏 躺赚时代结束》，2020年6月24日，<http://finance.sina.com.cn/roll/2020-06-24/doc-iirczymk8762145.shtml>。

此外，1997年至1998年间，韩国政府还对信托账户的资本计提、授信集中度 and 估值方法等提出更为严格的要求。

以上情况显示，在打破刚兑、推行市值法估值等方面，韩国信托账户改革与我国资管新规的理念十分契合。

受信托账户刚兑打破的影响，信托在韩国居民金融资产中的占比见顶回落。1997年，信托在韩国居民金融资产中的占比达到历史高点，接近13.0%。此后这一比例波动回落。到2005年，信托在居民金融资产中的比例已经下降至2.0%的低位，累计下降11个百分点^①。从信托账户流出的资金投向了哪里呢？

图表2 刚兑打破后韩国居民金融资产流出银行信托账户



注：红色框线内表示1996年至1999年，即韩国银行信托账户改革期间。下同。由于2005年后韩国居民金融资产统计口径发生变化，不具有可比性。因此图中截止时间为2005年。

资料来源：CEIC，兴业研究

第一，在利率市场化的背景下，定期和储蓄存款成为韩国信托账户改革的最大受益者。1995年，即信托账户改革前一年，韩国放开了对定期存款利率的限制。到1997年，韩国又进一步放松了对于储蓄存款利率的限制。韩国信托账户改革开始后，定期和储蓄存款在居民金融资产中的占比出现上升。到2002年，定期和储蓄存款在居民金融资产中的占比达到31.1%，较1997年提高了约13.4个百分点。不过，在此之后的2003年至2005年间，定期和储蓄存款在居民金融资产中的占比有所回落，到2005年，这一比例下降到26.1%左右，但仍较1997年提高了8.4个百分点。

图表3 韩国储蓄存款利率市场化情况

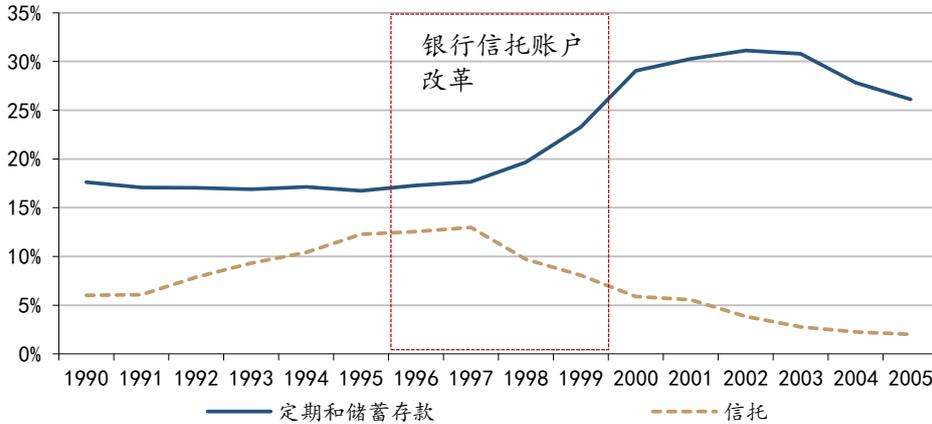
	1997年7月前	1997年7月后
储蓄存款	年利率为3.0%	无限制
优先储蓄存款	3个月以上无限制；3个月以下年利率为3.0%	无限制

^① 注：由于2005年后韩国居民金融资产统计口径发生调整，这里仅分析截止2005年的情况。

企业储蓄存款	3个月以上无限制，3个月至7天适用2.0%的年利率，7天以内不计息	7天以上无限制，7年以内不计息
--------	-----------------------------------	-----------------

资料来源：韩国央行

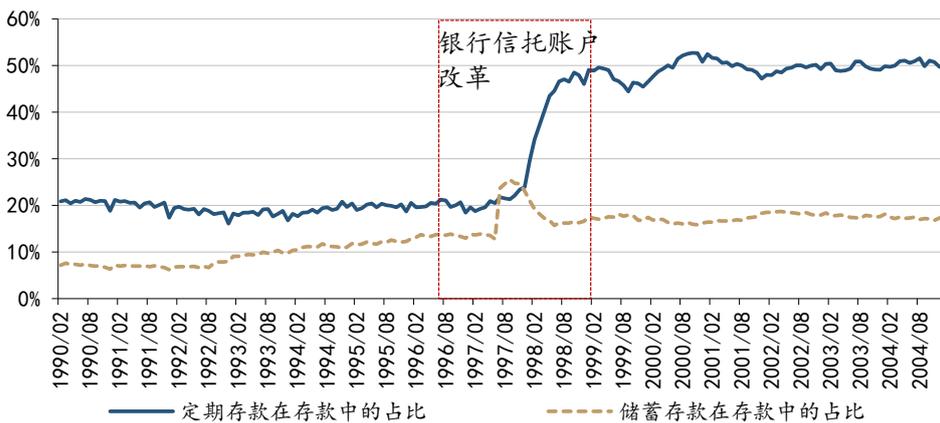
图表4 韩国银行信托和存款在居民金融资产中的占比



资料来源：CEIC, WIND, 兴业研究

其中，定期存款增长较储蓄存款更快。在韩国商业银行和专门银行的存款之中，定期存款的比例从信托账户改革前的20%左右，上升至改革后的50%左右；储蓄存款的比例也有所上升，但上升幅度不及定期存款。银行信托账户资金向存款的转移，可能反映出保本保收益信托账户的投资者风险偏好较低，更倾向于选择风险较低又具有一定收益的产品，如定期存款。

图表5 刚兑打破后韩国居民更多地投资定期存款与储蓄存款



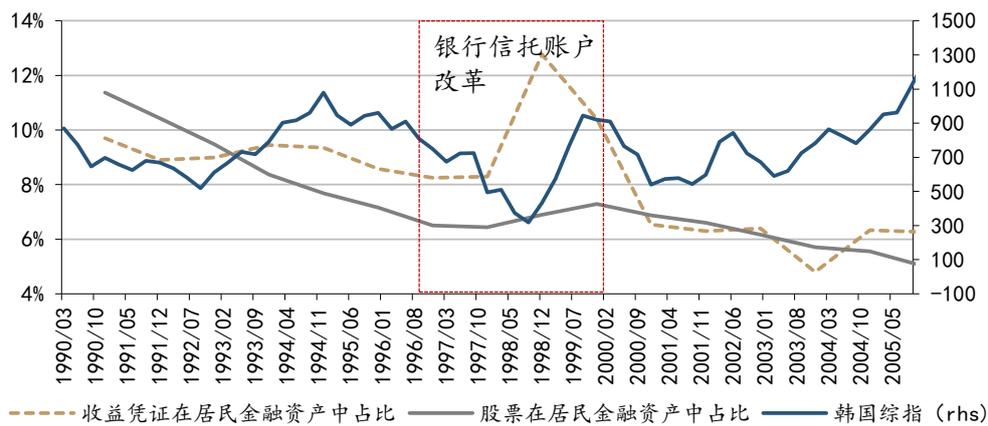
资料来源：WIND, 兴业研究

第二，韩国银行信托账户改革期间，居民股票资产占金融资产的比例出现阶段性的上升。1997年，韩国居民金融资产中直接体现为股票的占比约6.4%。虽然1998年韩国股市受金融危机影响出现暴跌，居民金融资产中直接体现为股票的占比却逆势上升0.5个百分点至6.9%。到1999年，这一比例进一步提高至7.3%。不过，在信托账户改革结束之后，虽然韩国综指波动上升，韩国居

民的股票配置力量没有继续强化，直接体现的股票反而在韩国居民金融资产中的占比总体呈下降趋势。到 2005 年，直接体现的股票在韩国居民金融资产中的占比为 5.0%，较 1997 年下降 1.4 个百分点。

第三，银行信托账户改革期间，居民金融资产通过收益凭证的形式大量涌入证券市场。在韩国，投资信托公司是居民参与证券市场的重要媒介。投资信托公司成立于 20 世纪 70 年代。它们向投资者出售收益凭证，收益凭证可能投资于股票，也可能投资于债券。居民可以通过购买收益凭证参与到债券或者股票市场。与投资信托公司相比，韩国的共同基金行业发展较晚。直到 1998 年 9 月，韩国才施行相关法律，为共同基金行业的发展提供法律基础。因此，在韩国信托账户改革推行时，韩国居民资金开始涌向收益凭证市场。1997 年，韩国居民金融资产中 8.3% 为收益凭证。到 1998 年，这一比例陡增至 12.8%。不过，受个别大型集团流动性危机的影响，1999 年收益凭证遭遇巨额赎回，其在居民金融资产中的占比下降至 10.4%。2000 年至 2005 年间，收益凭证在居民金融资产中的占比在 6.0% 上下波动，较 1997 年反而有所下降。

图表 6 刚兑打破后韩国居民股票配置增加



资料来源：CEIC, WIND, 兴业研究

收益凭证的资产配置与市场行情有关。在 1998 年，受东南亚金融危机影响，韩国国债利率显著下行，债券型收益凭证更受欢迎，其占比高达 95.8%。金融危机过去后，韩国股市回暖，股票型收益凭证的占比显著提高。到 2000 年，股票型收益凭证的占比为 35.7%，较 1998 年的 4.2% 提高 31.5 个百分点。

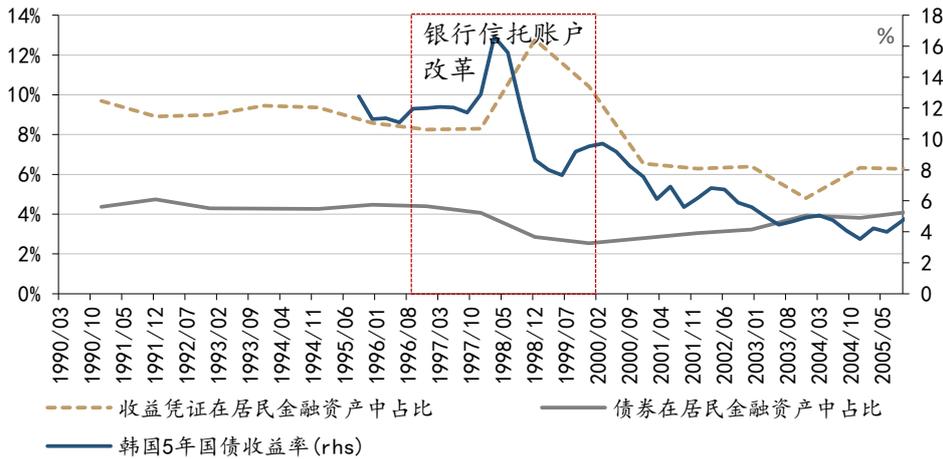
图表 7 韩国投资信托公司的投资类型分布

类型	1997	1998	1999	2000
投资信托公司总和 (十亿韩元)	87.1	196.4	188.4	141
债券型 (十亿韩元)	75.9	183.5	127.9	82.9
股票型 (十亿韩元)	10.7	8.3	55.6	50.4
股票型占比	12.3%	4.2%	29.5%	35.7%

资料来源：韩国金融监管局，兴业研究

第四, 信托账户改革期间, 韩国居民金融资产中债券的占比有所下降。1997年韩国居民金融资产中约 4.1% 投资于债券。到 1999 年, 债券占比下降至 2.5%。总体来看, 债券在居民金融资产中的占比较为稳定。到 2005 年, 居民金融资产中债券的占比约 4.1%, 与 1997 年持平。

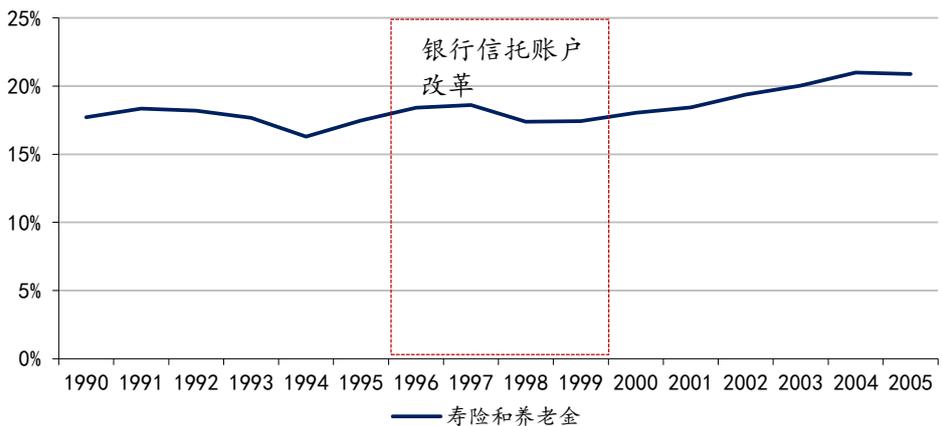
图表 8 刚兑打破后韩国居民的债券资产配置



资料来源: WIND, 兴业研究

此外, 在银行信托账户改革期间, 寿险和养老金在韩国居民金融资产中的占比较为稳定, 直到 21 世纪初才呈现出上升的趋势。到 2005 年, 寿险和养老金在居民金融资产中的占比为 20.9%, 较 1997 年提高了 2.3 个百分点。

图表 9 寿险和养老金在居民金融资产中的占比



资料来源: WIND, 兴业研究

总体来看, 在韩国银行信托账户改革期间, 韩国居民的金融资产大量流向定期和储蓄存款、投资信托公司发行的收益凭证, 直接的股票投资在居民金融资产中的占比也出现了一定程度的提升。然而, 在信托账户改革完成后, 直接的股票投资和收益凭证在居民金融资产中的占比未能保持强势, 而是下降至较

改革前更低的水平。定期和储蓄存款在居民金融资产中地位的提升反而更具持续性。这可能是由于银行信托账户的投资者本身风险偏好较低，更加青睐低风险的投资渠道。在 1999 年部分大型集团流动性危机爆发后，意识到证券投资风险的部分居民将资金撤出证券市场。

图表 10 韩国居民不同类型资产在金融资产中的占比

年份	信托	定期和储蓄存款	股票	收益凭证	债券	寿险和养老金	备注
1996	12.5%	17.3%	6.5%	8.3%	4.4%	18.4%	信托账户改革期间
1997	13.0%	17.7%	6.4%	8.3%	4.1%	18.6%	
1998	9.7%	19.7%	6.9%	12.8%	2.9%	17.4%	
1999	8.1%	23.3%	7.3%	10.4%	2.5%	17.4%	
2000	5.9%	29.0%	6.9%	6.5%	2.8%	18.1%	
2001	5.6%	30.3%	6.6%	6.3%	3.0%	18.4%	
2002	3.8%	31.1%	6.2%	6.4%	3.2%	19.4%	
2003	2.8%	30.8%	5.7%	4.8%	3.9%	20.0%	
2004	2.2%	27.8%	5.6%	6.3%	3.8%	21.0%	
2005	2.0%	26.1%	5.0%	6.3%	4.1%	20.9%	

资料来源：CEIC，兴业研究

2、中韩居民金融资产结构比较

在中国，资管新规推出后银行理财产品的刚兑被打破，净值型产品在理财产品中的占比显著上升，更多的理财产品将面临净值波动的风险。根据 2019 年《中国银行业理财市场报告》披露的数据，2019 年净值型理财产品的占比已经达到 43.3%，较 2018 年提高 16 个百分点。

我们结合央行公布的居民资产负债表和统计局公布的资金流量表估算了中国居民的金融资产结构。结果显示，2017 年中国居民金融资产中理财产品的占比高达 16.6%。这意味着，大量居民金融资产将面临重新配置的压力。

图表 11 净值型理财产品占比上升

预览已结束，完整报告链接和二维码如下：

https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_3737

