

# 银行

证券研究报告

2020年10月02日

## 银行类货基整改的怎么样了？

投资评级

行业评级

强于大市(维持评级)

上次评级

作者

廖志明

分析师

SAC 执业证书编号: S1110517070001

liaozhiming@tfzq.com

邵春雨

联系人

shaochunyu@tfzq.com

行业走势图



资料来源：贝格数据

相关报告

- 1 《银行-行业专题研究:上市银行1H20业绩综述:增提拨备致业绩下滑,经济复苏支撑估值修复》2020-09-03
- 2 《银行-行业点评:如何看待部分净值理财负收益?》2020-06-12
- 3 《银行-行业专题研究:凋零的P2P》2020-06-08

### 6月末类货基规模或达4.83万亿,收益率中枢高出货基82BP

19年末银行类货基(即现金管理类银行理财)余额为4.16万亿元,占全部非保本理财的17.8%,规模较大。测算20年6月末类货基规模已达到4.83万亿。

20年理财收益率下行,类货基保持较强竞争力。截至20年9月25日,类货基收益率中枢下降35BP。类货基新规落地实施前,类货基投资的监管约束较少,类货基往往通过拉长资产久期、投资较高收益品种(二级资本债、同业借款、信用债等)、加杠杆等方式来提升收益率。类货基收益率中枢为2.95%,较货基高约82BP,保持较强竞争力。

### 20年银行类货基的资产配置有何变化?

新规使得类货基投资完全货基化,20年底完成整改挑战大。类货基新规之下,现金管理类银行理财投资运作完全货基化。类货基新规与公募货基监管要求在“T+0”赎回限额、投资范围、投资组合久期、负面清单上要求完全一致,在偏离度上要求基本一致;在流动性比例、投资集中度上略有差异,但依然非常严格,监管适当延长过渡期的可能性较大。

20年上半年多数银行类货基资产配置有所整改。(1)缩短资产久期。工行添利宝19Q3投资前十名债券绝大多数剩余久期超过2年,而20Q2全部处于2年以内,虽然较19年缩短很多,但仍然在监管要求范围之外,整改压力仍存。(2)减少配置银行二级资本债。平安银行天天成长B十大持仓中银行二级资本债占总资产净值比例持续下降。20Q2光银现金A的前十大持仓中二级资本债占比14.1%,为可查数据中历史最低水平。(3)减少配置同业借款。以往宁波天利鑫A的同业借款占比相当高,19Q3及之前,前十大持仓中同业借款占总资产比重近4成,20Q2降至7%,并提升了流动性相对较高的资产支持票据和同业存单的比重。(4)减少信用下沉。光大银行的阳光日添金的前十大持仓中绝大多数是城投债,对信用下沉非常依赖。20年城投债占比持续下降,19Q3/19Q4/20Q1/20Q2前十大持仓的城投债占总资产比重分别为22.9%/9.5%/8.4%/6.8%/3.8%。

### 投资建议:新规影响类货基收益率,类中短债基产品或是方向

类货基新规若落地实施,将使得收益率大幅下降,类货基对客户的吸引力下降,规模增长或停滞。类货基作为银行理财净值化转型的主力产品,新规之下,理财净值化转型难度或加大。银行产品布局方面,由于中短债基投资的债券久期较短,净值波动不明显,我们建议理财子公司在类货基新规实施后积极布局类中短债基产品,补全产品线。后疫情时代,国内经济稳步复苏,支撑银行股估值合理修复,四季度估值切换值得重视。

风险提示:疫情扩散导致经济显著下行;政策大幅调整;样本数局限等。

### 重点标的推荐

股票代码	股票名称	收盘价 2020-09-30	投资 评级	EPS(元)				P/E			
				2019A	2020E	2021E	2022E	2019A	2020E	2021E	2022E
601166.SH	兴业银行	16.13	买入	3.17	2.84	3.39	4.21	5.09	5.68	4.76	3.83
601398.SH	工商银行	4.92	增持	0.88	0.76	0.81	0.45	5.59	6.47	6.07	10.93
601818.SH	光大银行	3.65	买入	0.71	0.63	0.76	0.90	5.14	5.79	4.80	4.06
601169.SH	北京银行	4.68	买入	1.01	0.90	1.01	1.19	4.63	5.20	4.63	3.93
002839.SZ	张家港行	5.84	买入	0.53	0.54	0.60	0.71	11.02	10.81	9.73	8.23

资料来源:天风证券研究所,注:PE=收盘价/EPS



请务必阅读正文之后的信息披露和免责声明

## 内容目录

1. 当前类货基规模和收益率情况 .....	4
1.1. 类货基规模较大，理财产品收益率下降 .....	4
1.2. 类货基收益率中枢高出货基约 82BP .....	5
1.3. 类货基杠杆率在 120%附近，逼近未来监管红线 .....	7
2. 新规之下，类货基投资规则完全货基化 .....	7
2.1. 类货基新规与公募货币基金监管要求对比 .....	7
2.2. 新规下，类货基与货币基金各自优势对比 .....	10
3. 20 年银行类货基的资产配置有何变化? .....	11
3.1. 存量类货基整改压力大，银行已提前行动 .....	11
3.2. 资产久期缩短，产品规模或受影响 .....	12
3.3. 减少银行二级资本债配置 .....	13
3.4. 减少配置流动性较差的同业借款 .....	15
3.5. 城投债占比降低，资产支持票据等增加 .....	17
4. 类货基新规对银行的深层影响 .....	19
4.1. 或影响银行资本补充 .....	19
4.2. 类货基规模或受影响，理财净值化转型挑战较大 .....	20
4.3. 类中短债基金产品或是方向 .....	21
5. 投资建议：新规影响类货基收益率，类中短债基产品或是方向 .....	22
6. 风险提示 .....	22

## 图表目录

图 1：20 年 9 月 25 日类货基收益率在 2.8%-3.0%区间较为集中 .....	4
图 2：银行类货基收益率中枢比公募货基高约 82BP .....	5
图 3：股份行及城商行类货基收益率较高，高于大行 .....	5
图 4：兴业银行-添利 1 号产品规模情况（亿元） .....	13
图 5：20 年兴业银行-添利 1 号收益率下降（亿元） .....	13
图 6：光大银行的光银现金 A 主要配置银行二级资本债，20Q2 前十大持仓中二级资本债占比降低 .....	14
图 7：平安银行天天成长 B 十大持仓配置资产占比，20 年银行二级资本债配置减少 .....	14
图 8：宁波银行-天利鑫 A 整体资产配置，20 年后以债券为主 .....	16
图 9：宁波银行-天利鑫 B 整体资产配置，持续以债券为主 .....	16
图 10：上海银行“福利派”主要资产配置，20 年同业借款持仓占比明显下降 .....	16
图 11：上海银行福利派前十大持仓资产配置情况 .....	17
图 12：上海银行福利派前十大持仓中同业借款配置减少 .....	17
图 13：19Q2~20Q2 宁波银行天利鑫 B 前十大持仓资产配置情况 .....	17
图 14：光大银行阳光金日添利前十大持仓，新增保险资管产品，城投债配置占比持续下降 .....	19
图 15：银行理财是商业银行二级资本债重要投资者（亿元） .....	20
图 16：19 年商业银行二级资本债及永续债合计净融资达 1.05 万亿（亿元） .....	20

图 17: 公募货币基金规模增长与收益率密切相关 (亿元) .....	21
图 18: 20 年 9 月 29 日主要中短债基金规模情况 (亿元) .....	21
表 1: 1H20 主要银行现金管理类理财 (类货基) 规模情况 (亿元) .....	4
表 2: 20 年 9 月 25 日, 部分类货基产品最新披露收益率, 中小行偏高 .....	6
表 3: 部分样本类货基产品各报告期末杠杆率情况 .....	7
表 4: 公募货币基金监管要求与类货基新规要求对比 .....	8
表 5: 宁波天利鑫 A 前十大持仓变化情况, 20Q2 同业借款被同业存单和资产支持票据替代 .....	11
表 6: 工行添利宝投资的债券久期 .....	12
表 7: 2Q19 兴业添利 1 号剩余期限在 1 年以上的投资组合占比约 40% .....	12
表 8: 光大银行光银现金 A 理财 20Q2 前十大持仓情况 .....	13
表 9: 天天成长 B 款前十大持仓变化情况 .....	14
表 10: 宁波银行-天利鑫 A 前十大持仓情况 .....	15
表 11: 宁波天利鑫 A 前十大持仓大类情况, 20 年后发生很大变化 .....	16
表 12: 宁波银行-天利鑫 B 款前十大持仓明细 .....	18

## 1. 当前类货基规模和收益率情况

**银行理财净值化转型加速，新规出台前类货基具备规模增长优势。**20年7月16日，银行业理财登记托管中心发布《中国银行业理财市场报告（2019年）》，截至19年末，非保本理财余额23.4万亿元，同比增长6.15%。其中，净值型产品10.13万亿元，同比增长68.61%，净值型产品规模占比从18年的27%大幅提升至43%。类货基新规出台以前，非保本理财净值化转型加速一方面是由于资管新规、理财新规等政策文件落地，另一方面主要银行的理财子公司陆续成立，符合净值化标准的产品加快发售。同时由于理财子公司的成立，银行具有做大规模的动力，类货基具有灵活度高、风险较低等优势，在规模扩张中具有优势。

### 1.1. 类货基规模较大，理财产品收益率下降

19年末类货基（即现金管理类银行理财）余额为4.16万亿元，占非保本理财的17.8%。中国银行业理财市场报告首次披露现金管理类产品规模为4.16万亿元，占净值型产品比重41%，类货基占非保本理财的17.8%。

测算20年6月末类货基规模已达到4.83万亿。26款类货基产品2019年末规模为1.40万亿，1H20增长至1.63万亿，较19年末增长16.1%，推算截至20年6月末，类货基规模已经达到4.83万亿，体量较大。

以1.63万亿元类货基产品为样本进行探究。类货基产品信息披露不全，据我们统计，截至20年6月末，13家银行的26款类货基产品规模总和约为1.63万亿元，约占全部类货基规模的4成，后文以这些类货基为样本进行研究。这13家银行1H20非保本理财规模约为14.04万亿，约占全行业近23.4万亿规模的60%。

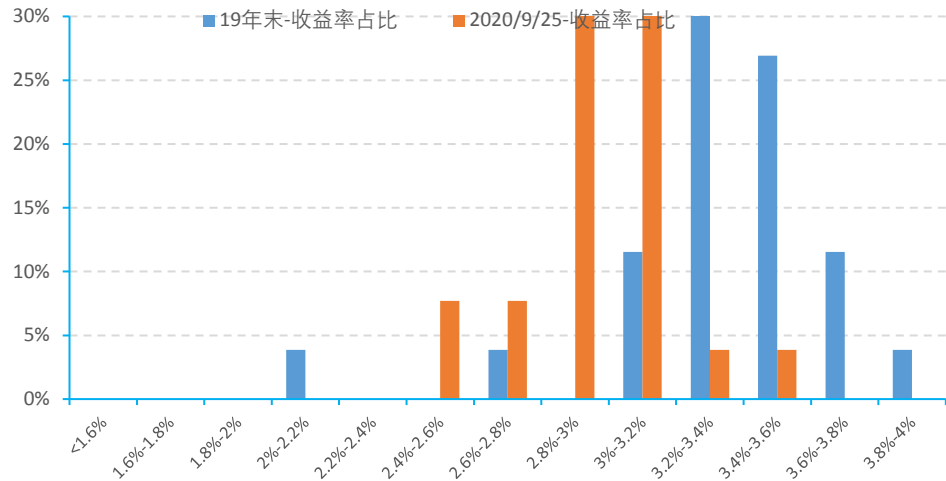
表1：1H20主要银行现金管理类理财（类货基）规模情况（亿元）

	产品名称	类货基规模 (亿元)
浦发银行	周周享盈1号、随心享盈之步步高升、天添盈1号	467.25
平安银行	天天成长A、B、C款及日添利	2257.66
光大银行	光银现金A	1,458
工商银行	添利宝	2581.99
中国银行	乐享天天	1535.87
兴业银行	添利1号、现金宝等	3,358.31
广发银行	广银安富幸福鎏金-日添薪	46.34
招商银行	日日欣	1104.85
邮储银行	理财宝	505.41
宁波银行	天利鑫A/B	317.00
上海银行	福利派、易精灵	1071.23
东莞银行	莞利宝现金1号	46.05
中信银行	乐赢稳健天天利（薪金煲）	1,518.38

资料来源：各银行理财运作报告，天风证券研究所

截至20年9月25日，类货基收益率中枢较19年末下降35BP。据我们统计的26款类货基产品，对比19年末和当前的七天年化收益率，以0.2%为步长，19年末类货基收益率在3.2%-3.4%区间较为集中，而20年9月25日类货基收益率在2.8%-3.0%区间较为集中，其收益率中枢下降约35BP。

图1：20年9月25日类货基收益率在2.8%-3.0%区间较为集中

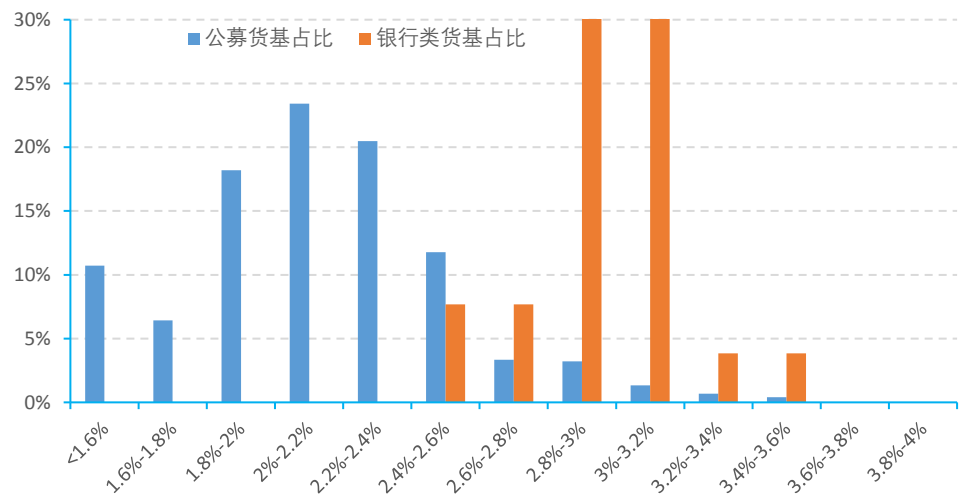


资料来源: 各银行理财运作报告, 天风证券研究所

## 1.2. 类货基收益率中枢高出货基约 82BP

当前银行类货基收益率中枢比公募货基高约 82BP, 保持较强竞争力。将类货基和公募进行对比, 选取 740 只公募货基, 以及 26 只银行类货基产品, 对比 20 年 9 月 25 日的七日年化收益率。以 0.2% 为步长, 公募货基收益率在 2.0%-2.2% 区间较为集中, 类货基在 2.8%-3.0% 区间较为集中。公募货基收益率中枢为 2.13%, 类货基收益率中枢为 2.95%, 类货基收益率中枢高出公募货基约 82BP。可见银行的类货基收益率相对比较高, 即使在 20 年整体市场理财收益率整体下行中仍然保持较强竞争力。

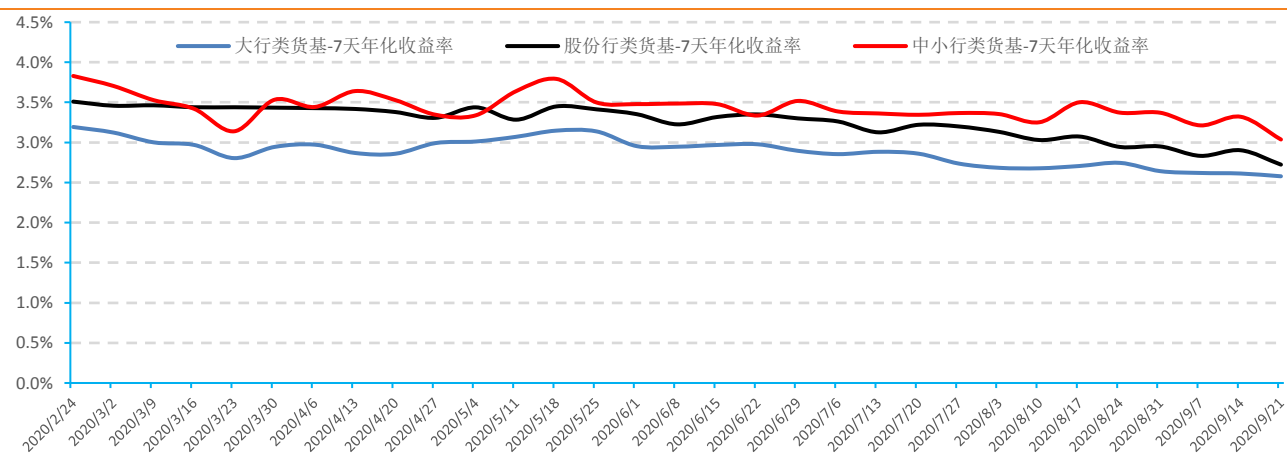
图 2: 银行类货基收益率中枢比公募货基高约 82BP



资料来源: 各银行理财运作报告, WIND, 天风证券研究所

股份行及城商行类货基收益率较高。从我们梳理的类货基收益率情况来看, 大行类货基收益率较低, 可能与其投资运作更加规范有关; 而部分股份行及城商行类货基收益率较高, 可能与其投资较高比例的同业借款等有关, 如宁波银行的天利鑫 B, 上海银行的福利派等。

图 3: 股份行及城商行类货基收益率较高, 高于大行



资料来源：各银行理财净值报告，天风证券研究所

截至 20 年 9 月底，6 款样本大行类货基的 7 天收益率均值为 2.58%，12 款样本股份行类货基的 7 天收益率均值为 2.72%，5 款样本中小行类货基 7 天收益率均值为 3.04%。各类型银行的收益率均较年初有所下降，但按照银行类型区分，类货基收益率基本遵循：中小行>股份行>大行。

表 2：20 年 9 月 25 日，部分类货基产品最新披露收益率，中小行偏高

银行	产品名称	7 日年化收益率
上海	福利派 A/B	3.49%
浦发	周周享盈 1 号	3.35%
浦发	随心享盈之步步高升理财计划	3.15%
浦发	随心享盈之步步高升极速版（高净值 T+0）	3.15%
邮储	理财宝	3.13%
光大	光银现金 A	3.12%
宁波	天利鑫 B	3.07%
东莞	莞利宝现金 1 号	3.07%
上海	易精灵 2 号	3.01%
浦发	天添盈 1 号	3.00%
平安	天天成长 A 款	2.99%
兴业	添利 3 号（日添金）	2.95%
广发	广银安富幸福鑫金-日添薪	2.95%
兴业	添利 1 号	2.91%
上海	易精灵 1 号	2.91%
宁波	天利鑫 A	2.89%
中信	乐赢稳健天天利（薪金煲）	2.88%
平安	日添利（增强型）	2.87%
平安	天天成长 B 款	2.86%
招行	日日欣	2.83%
平安	天天成长 C 款	2.83%
兴业	现金宝 4 号	2.60%
兴业	现金宝 3 号	2.60%
中银	日积月累-乐享天天	2.56%
兴业	现金宝 1 号	2.50%
工行	添利宝	2.45%

资料来源：银行官网及 APP，天风证券研究所

### 1.3. 类货基杠杆率在 120%附近，逼近未来监管红线

我们认为，类货基提升收益率的方式主要有三种：1) 资质略微下沉；2) 拉长资产久期；3) 加杠杆。上市银行中，工行、招行、光大、兴业、平安、上海、宁波银行等的类货基产品披露了季度运作报告。

20 年以来杠杆率有所上升，类货基新规下杠杆率较为饱和。尽管按照资管新规的要求，对公募和私募产品的杠杆率（总资产/净资产）分别设定 140%和 200%的上限，类货基新规有更加严格要求，要求每只现金管理类产品的杠杆水平不得超过 120%。20 年后杠杆率普遍有所抬升，20 年 1 季度平安银行的类货基产品杠杆率均回归 120%以上，宁波银行的天利鑫产品之前几乎不加杠杆，但 20 年后均达到 120%附近，变化尤为明显，杠杆率接近未来监管红线，杠杆使用较为饱和。这主要受收益率下行影响，银行倾向于通过加杠杆维持收益率。

大多数类货基都控制在 120%附近及以下。19 年以前，宁波银行的天利鑫 A/B 款几乎未使用杠杆。19 年 2 季度由于高风险金融机构处置，加杠杆的成本有所升高，部分类货基产品的杠杆率在下降。平安银行的天天成长 B 款/C 款，在 19Q1 末的杠杆率非常接近 140%，但是到了 19Q2 末，都基本降到了 120%附近，目前大多数银行货基杠杆率控制在 120%附近及以下。

表 3：部分样本类货基产品各报告期末杠杆率情况

No	银行	产品名称	19Q1	19Q2	19Q3	19Q4	20Q1	20Q2
1	平安银行	天天成长 B	138.87%	118.74%	/	131.56%	135.08%	123.55%
2	平安银行	天天成长 C	139.35%	120.05%	/	124.47%	123.71%	122.99%
4	上海银行	福利派	104.52%	121.17%	122.27%	115.29%	114.78%	110.75%
5	宁波银行	天利鑫 A	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	129.48%	117.12%
6	宁波银行	天利鑫 B	100.00%	101.63%	104.16%	108.57%	116.04%	119.99%

资料来源：各银行理财运作报告，天风证券研究所

## 2. 新规之下，类货基投资规则完全货基化

### 2.1. 类货基新规与公募货币基金监管要求对比

19 年 12 月 27 日，银保监会与央行联合就《关于规范现金管理类理财产品管理有关事项的通知（征求意见稿）》（简称“类货基新规”）公开征求意见。千呼万唤始出来，类货基新规终于正式面世，只不过还处于征求意见阶段。

总体而言，在类货基新规之下，现金管理类银行理财投资运作完全货基化。类货基新规与公募货基监管要求在“T+0”赎回限额、投资范围、投资组合久期、负面清单上要求**完全一致**，在偏离度上要求**基本一致**；在流动性比例、投资集中度上**略有差异**，但依然非常严格。

**T+0 赎回限额：**与货币基金现行要求一致，新规要求类货基 T+0 赎回不超 1 万元；

**投资范围：**在投资范围上类货基与货基要求一致，严格限定在以下范围内：1) 现金；2) 期限在 1 年以内（含 1 年）的银行存款、债券回购、中央银行票据、同业存单；3) 剩余期限在 397 天以内（含 397 天）的债券、在银行间市场和证券交易所市场发行的资产支持证券；4) 国务院银行业监督管理机构、中国人民银行认可的其他具有良好流动性的货币市场工具。

关于 PPN，尽管其属于债券范畴，并不被禁止。但受限于“投资组合平均剩余期限不超 120 天”、仅能投资剩余期限在 397 天以内债券、不得投资评级 AA+以下的债券、每只现金管理类理财产品投资于所有主体信用评级低于 AAA 的机构发行的金融工具的比例合计不得超过该产品资产净值的 10%等多重限制，类货基实际上能够投资的 PPN 比例很低，影响不大。

**组合久期：**类货基新规与货基监管要求保持一致。每只现金管理类产品投资组合的平均剩余期限不得超过 120 天，平均剩余存续期限不得超过 240 天。且与投资者集中度挂钩，前十客户占比高的，组合久期要求更加严格。

**流动性比例：**类货基新规与货基监管要求基本一致，但货基监管要求“到期日在 10 个交易日以上的逆回购、银行定期存款等流动性受限资产投资占基金资产净值的比例合计不得超过 30%；”而类货基新规要求到期日在 10 个交易日以上的流动性受限资产投资占比不能超 10%，更加严格。我们认为，此规则对银行类货基有失公允。

**杠杆要求：**均要求杠杆率不超 120%，类货基新规与货基监管要求保持一致。

**偏离度要求：**类货基新规与货基监管要求基本一致。但在组合偏离度达到-0.50%，货基需要风险准备金或自有资金弥补潜在资产损失，将负偏离度绝对值控制在 0.5%以内；而类货基新规只是要求采取相应措施将负偏离度绝对值控制在 0.5%以内，并未要求理财子公司用自有资金弥补潜在损失。

此外，少部分条款类货基新规严于货基监管要求。如“同一基金管理人所管理采用摊余成本法进行核算的货币市场基金的月末资产净值合计不得超过该基金管理人风险准备金月末余额的 200 倍。”而类货基新规除沿用此规定外，另外还要求“同一商业银行采用摊余成本法进行核算的现金管理类产品的月末资产净值，合计不得超过其全部理财产品月末资产净值的 30%。”**这将对银行摊余成本法的类货基规模构成实质性约束。**

表 4：公募货币基金监管要求与类货基新规要求对比

	公募货币市场基金	银行现金管理类理财产品
适用法规	1. 中华人民共和国证券投资基金法（2012 年 12 月 28 日修订） 2. 公开募集证券投资基金运作管理办法（证监会第 104 号令） 3. 公开募集开放式证券投资基金流动性风险管理规定（证监会公告，[2017] 12 号） 4. 货币市场基金监督管理办法（证监会第 120 号令） 5. 关于进一步规范货币市场基金互联网销售、赎回相关服务的指导意见（证监会公告 [2018] 10 号）	1. 关于规范金融机构资产管理业务的指导意见（银发[2018] 106 号文） 2. 关于进一步明确规范金融机构资产管理业务指导意见有关事项的通知（即央行 720《通知》） 3. 商业银行理财业务监督管理办法（银保监会 2018 年第 6 号） 4. 商业银行理财子公司管理办法（银保监会 2018 年第 7 号） 5. 关于规范现金管理类理财产品管理有关事项的通知（征求意见稿） <b>尚未实施</b>
起购金额	无特别规定，可低至 0.01 元	由银行内设部门（资管部）发行的产品，1 万元起；理财子公司发行的公募理财，则不设起点。
估值方法	“摊余成本+影子定价”方法，严格的偏离度控制。	“摊余成本+影子定价”方法进行估值，严格的偏离度控制。
渠道	基金销售机构（需要基金销售资质）	可以通过银行业金融机构代销，也可以通过银保监会认可的其他机构代销（不限于母行渠道）
赎回	1 万以内 T+0，T+1 不受限	T+0 赎回不超 1 万元，T+1 不受限
<b>投资范围和限制</b>		
投资范围	货币市场基金应当投资于以下金融工具： 1) 现金； 2) 期限在 1 年以内（含 1 年）的银行存款、债券回购、中央银行票据、同业存单； 3) 剩余期限在 397 天以内（含 397 天）的 <b>债券、非金融企业债务融资工具、资产支持证券</b> ； 4) 中国证监会、中国人民银行认可的其他具有良好流动性的货币市场工具。	现金管理类产品应当投资于以下金融工具： 1) 现金； 2) 期限在 1 年以内（含 1 年）的银行存款、债券回购、中央银行票据、同业存单； 3) 剩余期限在 397 天以内（含 397 天）的 <b>债券、在银行间市场和证券交易所市场发行的资产支持证券</b> ； 4) 国务院银行业监督管理机构、中国人民银行认可的其他具有良好流动性的货币市场工具。
负面清单	货币市场基金不得投资于以下金融工具： 1) 股票；	现金管理类产品不得投资于以下金融工具： 1) 股票；



- |   |  |
|---|--|
| <ul style="list-style-type: none"> <li>2) 可转换债券、可交换债券;</li> <li>3) 以定期存款利率为基准利率的浮动利率债券, 已进入最后一个利率调整期的除外;</li> <li>4) 信用等级在 AA+ 以下的债券与非金融企业债务融资工具;</li> <li>5) 中国证监会、中国人民银行禁止投资的其他金融工具。</li> </ul> | <ul style="list-style-type: none"> <li>2) 可转换债券、可交换债券;</li> <li>3) 以定期存款利率为基准利率的浮动利率债券, 已进入最后一个利率调整期的除外;</li> <li>4) 信用等级在 <u>AA+ 以下</u> 的债券、资产支持证券;</li> <li>5) 国务院银行业监督管理机构、中国人民银行禁止投资的其他金融工具</li> </ul> |
|---|--|

### 投资组合要求

- |  |  |
|--|--|
| <p>资产期限</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>1) 397 天 (含 397 天) 以内的债券、非金融企业债务融资工具、资产支持证券;</li> <li>2) 1 年以内 (含 1 年) 的银行存款、债券回购、中央银行票据、同业存单。</li> </ul> | <ul style="list-style-type: none"> <li>1) 397 天 (含 397 天) 以内的债券、资产支持证券;</li> <li>2) 1 年以内 (含 1 年) 的银行存款、债券回购、中央银行票据、同业存单。</li> </ul> |
|--|--|

- |  |   |
|--|---|
| <p>组合期限</p> <p><b>货币市场基金投资组合的平均剩余期限不得超过 120 天, 平均剩余存续期限不得超过 240 天。</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>1) 若前 10 名份额 <math>\geq 20\%</math>, 则平均剩余期限 <math>\leq 90d</math>, 平均剩余存续期 <math>\leq 180d</math>; 投资组合中现金、国债、中央银行票据、政策性金融债券以及 5 个交易日内到期的其他金融工具占该产品资产净值的比例合计不得低于 20%。</li> <li>2) 若前 10 名份额 <math>\geq 50\%</math>, 则平均剩余期限 <math>\leq 60d</math>, 平均剩余存续期 <math>\leq 120d</math>。投资组合中现金、国债、中央银行票据、政策性金融债券以及 5 个交易日内到期的其他金融工具占该产品资产净值的比例合计不得低于 30%;</li> </ul> | <p><b>每只现金管理类产品投资组合的平均剩余期限不得超过 120 天, 平均剩余存续期限不得超过 240 天。</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>1) 若前 10 名份额 <math>\geq 20\%</math>, 则平均剩余期限 <math>\leq 90d</math>, 平均剩余存续期 <math>\leq 180d</math>; 投资组合中现金、国债、中央银行票据、政策性金融债券以及 5 个交易日内到期的其他金融工具占该产品资产净值的比例合计不得低于 20%。</li> <li>2) 若前 10 名份额 <math>\geq 50\%</math>, 则平均剩余期限 <math>\leq 60d</math>, 平均剩余存续期 <math>\leq 120d</math>。投资组合中现金、国债、中央银行票据、政策性金融债券以及 5 个交易日内到期的其他金融工具占该产品资产净值的比例合计不得低于 30%;</li> </ul> |
|--|---|

- |   |  |
|---|--|
| <p>投资集中度</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>1. 一只基金持有一家公司的证券的市值, 不超过基金净值的 10%;</li> <li>2. 同一基金管理人管理的全部基金持有单一公司的证券, 不超过其市值的 10%;</li> <li>3. 一只基金持有其他基金的市值, 不超过其资产净值的 10%, FOF 除外。</li> </ul> | <ul style="list-style-type: none"> <li>1) 每只现金管理类产品投资于同一机构发行的债券及其作为原始权益人的资产支持证券的比例合计不得超过该产品资产净值的 10%, 投资于国债、中央银行票据、政策性金融债券的除外;</li> <li>2) 每只现金管理类产品投资于所有主体信用评级低于 AAA 的机构发行的金融工具的比例合计不得超过该产品资产净值的 10%, <b>其中单一机构发行的金融工具的比例合计不得超过该产品资产净值的 2%</b>;</li> <li>3) 每只现金管理类产品投资于有固定期限银行存款的比例合计不得超过该产品资产净值的 30%, 投资于有存款期限, 根据协议可提前支取的银行存款除外; 每只现金管理类产品投资于主体信用评级为 AAA 的同一商业银行的银行存款、同业存单占该产品资产净值的比例合计不得超过 10%;</li> <li>4) 全部现金管理类产品投资于同一商业银行的存款、同业存单和债券, 不得超过该商业银行最近一个季度末净资产的 10%;</li> </ul> |
|---|--|

- |   |  |
|---|--|
| <p>流动性比例</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>1) 现金、国债、中央银行票据、政策性金融债券占基金资产净值的比例合计不得低于 5%;</li> <li>2) 现金、国债、中央银行票据、政策性金融债券以及五个交易日内到期的其他金融工具占基金资产净值的比例合计不得低于 10%;</li> <li>3) <u>到期日在 10 个交易日以上的逆回购、银行定期存款等流动性受限资产投资占基金资产净值的比例合计不得超过 30%</u>;</li> </ul> | <ul style="list-style-type: none"> <li>1) 每只现金管理类产品持有不低于该产品资产净值 5% 的现金、国债、中央银行票据、政策性金融债券;</li> <li>2) 每只现金管理类产品持有不低于该产品资产净值 10% 的现金、国债、中央银行票据、政策性金融债券以及五个交易日内到期的其他金融工具;</li> <li>3) <u>每只现金管理类产品投资到期日在 10 个交易日以上的债券买入返售、银行定期存款 (含协议约定有条件提前支取的银行存款), 以及资产支持证券、因发行人债务违约无法进行转让或者交易的债券等由于法律法规、合同或者操</u></li> </ul> |
|---|--|

作障碍等原因无法以合理价格予以变现的流动性受限资产，合计不得超过该产品资产净值的 **10%**；

杠杆限制	不高于 120%。除发生巨额赎回、连续 3 个交易日累计赎回 20%以上或者连续 5 个交易日累计赎回 30%以上的情形外，债券正回购的资金余额占基金资产净值的比例不得超过 20%。	不高于 120%。每只现金管理类产品的杠杆水平不得超过 120%，发生巨额赎回、连续 3 个交易日累计赎回 20%以上或者连续 5 个交易日累计赎回 30%以上的情形除外。
偏离度要求	<p>1) 组合偏离度达到-0.25%，需要 5 个交易日之内调回；</p> <p>2) 组合偏离度达到-0.50%，<b>需要风险准备金或自有资金弥补潜在资产损失，将负偏离度绝对值控制在 0.5%以内</b>；</p> <p>3) 组合偏离度达到+0.50%，需要暂停接受申购并在 5 个交易日之内调回。</p> <p>4) 当负偏离度绝对值连续两个交易日超过 0.5%时，应当采用公允价值估值方法对持有投资组合的账面价值进行调整，或者采取暂停接受所有赎回申请并终止产品合同进行财产清算等措施。</p>	<p>1) 正偏离度达到 0.5%时，应当暂停接受认购并在 5 个交易日内将正偏离度绝对值调整到 0.5%以内。</p> <p>2) 当负偏离度绝对值达到 0.25%时，应当在 5 个交易日之内将负偏离度绝对值调整到 0.25%以内。</p> <p>3) 当负偏离度绝对值达到 0.5%时，应当采取相应措施，将负偏离度绝对值控制在 0.5%以内。</p> <p>4) 当负偏离度绝对值连续两个交易日超过 0.5%时，应当采用公允价值估值方法对持有投资组合的账面价值进行调整，或者采取暂停接受所有赎回申请并终止产品合同进行财产清算等措施。</p>

资料来源：《关于规范现金管理类理财产品管理有关事项的通知（征求意见稿）》、《货币市场基金监督管理办法》、《公开募集开放式证券投资基金流动性风险管理规定》，天风证券研究所

## 2.2. 新规下，类货基与货币基金各自优势对比

相较于货币基金，新规之下类货基仍具有以下优势：

- 流动性管理优势明显。**依托银行或银行系理财子公司信用，类货基应对赎回的能力更强。由于类货基客以个人客户为主，小额分散，因而规模更具稳定性，流动性管理压力小些。而货基机构投资者占比较高，大额赎回压力更大。
- 渠道能力较强。**即便同样的收益率，类货基依托母行的渠道，触达数以亿计的客户，销售难度更小，渠道优势明显。
- 产品发行流程简单，无需监管审批。**按照《商业银行理财业务监督管理办法》（银保监会令 2018 年第 6 号）之要求，商业银行发行公募理财产品的，应当在理财产品销售前 10 日，在全国银行业理财信息登记系统进行登记；商业银行发行私募理财产品的，应当在理财产品销售前 2 日，在全国银行业理财信息登记系统进行登记。类货基发行只需在理财登记系统提前登记即可，无需监管审批，发行流程简单快速。

公募基金发行有监管注册机制，发行前要完成注册流程，导致产品发行耗时较长。

### 货基优势-税收优势明显

**增值税：**按照《关于资管产品增值税有关问题的通知》（财税[2017]56 号）的规定，管理人运营资管产品过程中发生的增值税应税行为（资管产品运营业务），暂适用简易计税方法，按照 3% 的征收率缴纳增值税。类货基需要对买卖债券的差价收入及企业债券利息收入缴纳 3% 的增值税。

而据财税【2016】36 号文附件 3《营业税改征增值税试点过渡政策的规定》第一条“下列项目免征增值税”第（二十二）项第 4 目规定：证券投资基金（封闭式证券投资基金，开放式证券投资基金）管理人运用基金买卖股票、债券免征增值税。**货基债券买卖差价收入则不缴纳增值税。**

**所得税：**根据财政部、国家税务总局发布的《关于企业所得税若干优惠政策的通知》（财税【2008】1 号）的第三条规定：（一）证券投资基金从证券市场中取得的收入，包括买卖

股票、债券的差价收入，股权的股息、红利收入，债券的利息收入及其他收入，暂不征收企业所得税。(二) **投资者从证券投资基金分配中取得的收入，暂不征收企业所得税。**(三) 证券投资基金管理人运用基金买卖股票、债券的差价收入，暂不征收企业所得税。

**货基收益往往每天分配，投资者投资的货基的收益暂不征收企业所得税。而企业投资类货基的收入需要缴纳企业所得税，这使得货基对于机构投资者来说更具吸引力。**

统一监管是方向，税收政策存争议。类货基新规可以将类货基投资运作与公募货基监管要求拉平，考虑到理财与公募基金税收政策之不同，类货基新规将导致类货基在竞争上处于劣势，造成新的不公平。因而，货基与类货基税收政策的不统一可能成为争议焦点。

### 3. 20 年银行类货基的资产配置有何变化？

**类货基面临整改压力。**资管新规后现金管理类产品被视为符合监管要求并且能够以摊余成本法估值的合规净值型产品，以摊余成本法估值的产品净值波动较小十分有利于销售推广，同时由于对投资资产的限制比货币基金更宽松，类货基收益率中枢高于货币基金约 82BP，收益率具有优势。但随着 19 年末监管对于现金管理类理财产品的征求意见稿出台，对投资资产的限制近乎对标货币基金，收益率必将下行趋近货币基金。

类货基新规征求意见稿发布后，据梳理的类货基情况看，20 年大部分银行大幅变动了投资组合情况，具体表现在 **缩短了投资资产久期、减少二级资本债配置和同业借款、减少信用下沉的信用债配置、增配了标准化资产支持票据和同业存单等。同时在符合类货基新规要求的程度上，呈现“大型银行>股份行>城商行”。**

#### 3.1. 存量类货基整改压力大，银行已提前行动

**存量类货基大多不符合新规要求，银行正在积极整改。**类货基往往通过配置同业借款、银行二级资本债、较长期限的金融债、企业债等方式来提升收益率，使得收益率明显高于货基。19Q3 即便业内领头羊工行添利宝前十大债券持仓大多剩余期限超过 2 年，招行日日欣 19 年末前十大持仓则包含较多的同业借款和银行二级资本债。从我们梳理的类货基情况来看，除了光大银行的阳光碧 1 号理财（市价法类货基）相对符合新规要求外，其余均不符合新规要求。

表 5：宁波天利鑫 A 前十大持仓变化情况，20Q2 同业借款被同业存单和资产支持票据替代

19Q4 前十大持仓	种类	19Q4	20Q2 前十大持仓	种类	20Q2
现金	现金	10.90%	信达金租同业借款	同业借款	2.79%
华夏金租同业借款 1	同业借款	3.67%	19 北京银行 CD090	同业存单	2.70%
中信金租同业借款	同业借款	3.45%	华融金租同业借款	同业借款	2.51%
华夏金租同业借款 2	同业借款	3.35%	19 浦发银行 CD282	同业存单	2.38%
民生金租同业借款 1	同业借款	3.31%	20 惠渊 ABN002 优先 A1	资产支持票据	2.32%
信达金租同业借款	同业借款	3.30%	15 进出 16	政策性金融债	2.23%
华融金租同业借款 3	同业借款	3.17%	20 惠辰 ABN002 优先 A	资产支持票据	1.90%
民生金租同业借款 2	同业借款	3.04%	20 溪径 ABN002 优先 A	资产支持票据	1.90%
华夏金租同业借款 4	同业借款	2.87%	20 中电沐风 ABN001 优先	资产支持票据	1.88%
苏银金租同业借款	同业借款	2.52%	贵阳贵银金租同业借款	同业借款	1.77%

资料来源：宁波银行理财运作报告，天风证券研究所

**类货基新规征求意见稿的过渡期至 20 年底，时间较为紧张，延长过渡期可能性大。**类货基新规要求，“过渡期自本通知施行之日起至 2020 年底。过渡期内，新发行的现金管理类产品应当符合本通知规定；对于不符合本通知规定的存量产品，商业银行、银行理财子公司应当按照《关于规范金融机构资产管理业务的指导意见》《商业银行理财业务监督管理办法》和本通知相关要求实施整改。过渡期结束之后，商业银行、银行理财子公司不得再发行或者存续不符合本通知规定的现金管理类产品。”

考虑到 19 年末存量类货基规模已经 4.16 万亿，且大多不符合新规要求，整改压力大。特别是，存量类货基产品配置了较高比例的二级资本债、同业借款及长期限债券，2020 年底难以到期，因而整改必然涉及处置资产，而这些资产流动性不好，压力大。

在新型冠状病毒肺炎疫情发展的当下，经济稳增长压力上升。而 2020 年底过渡期设置过短，存量类货基整改压力大，而且整改过程可能对市场造成冲击，影响实体经济融资。我们认为，为防止引发处置风险的风险，稳中求进，监管适当延长过渡期的可能性较大，或资管新规过渡期同步延长到 2021 年底。

### 3.2. 资产久期缩短，产品规模或受影响

20 年工行添利宝配置资产的久期明显缩短，但仍有整改空间。工行添利宝 19 年 3 季度末投资前十名债券绝大多数剩余久期超过 2 年，其中一个债券期限高达 10 年，资产久期较长。而 20 年 2 季度末产品投资前十名债券有 7 款处于 1-2 年剩余期限，配置的资产久期明显缩短，全部资产的久期处于 2 年以内。类货基新规要求投资范围在 1 年内的银行存款、央票、同业存单，剩余期限 397 天以内的债券等，工行前十名持仓债券目前 2 年内的久期虽然较 19 年缩短很多，但仍然在监管要求范围之外，整改压力仍存。另一方面，金融机构配置资产久期还会考虑货币市场利率趋势，一般来说，在预期利率上升时，缩短投资资产的久期，以规避资本损失或获得较高的再投资收益，2 季度添利宝配置债券资产的久期缩短，一定程度说明工行对下半年利率升高的预判。

表 6：工行添利宝投资的债券久期

19Q3 产品投资前十名债券明细			20Q2 产品投资前十名债券明细		
债券名称	占投资组合的比例	剩余期限	债券名称	占投资组合的比例	剩余期限
16 南京银行 01	1.56%	<3M	19 工银投资债 01	0.89%	(1Y,2Y)
16 中国华融债 02A	1.30%	<3M	18 民生银行 02	0.76%	(1Y,2Y)
19 工银投资债 01	1.29%	(2Y,3Y)	19 农发 03	0.66%	(1Y,2Y)
19 农发 03	1.16%	(2Y,3Y)	18 平安银行 01	0.58%	(1Y,2Y)
18 民生银行 02	1.10%	(2Y,3Y)	19 中国银行小微债 01	0.57%	(1Y,2Y)
19 进出 10	0.93%	10Y	20 华夏银行 CD037	0.51%	<1Y
18 平安银行 01	0.84%	(2Y,3Y)	20 招商银行 CD023	0.51%	<1Y
16 进出 03	0.70%	(5Y,10Y)	20 江苏银行 CD018	0.48%	<1Y
14 成都农商二级	0.69%	(5Y,10Y)	19 汇金 MTN011	0.47%	(1Y,2Y)
19 南京银行 01	0.69%	(2Y,3Y)	19 南京银行 01	0.47%	(1Y,2Y)

资料来源：添利宝净值型理财季报，WIND，天风证券研究所

兴业银行添利 1 号资产久期较长，产品规模增长较快。公募货基对债券剩余期限的要求是低于 397 天，平均剩余期限不超 120 天，19Q1 添利 1 号在运作公告里要求“债券久期不超过 3 年”，宽松的多。而 19 年末类货基新规征求意见稿要求其久期完全对标公募货基，因此类货基的资产久期方面再无以前优势，未来面临整改压力。

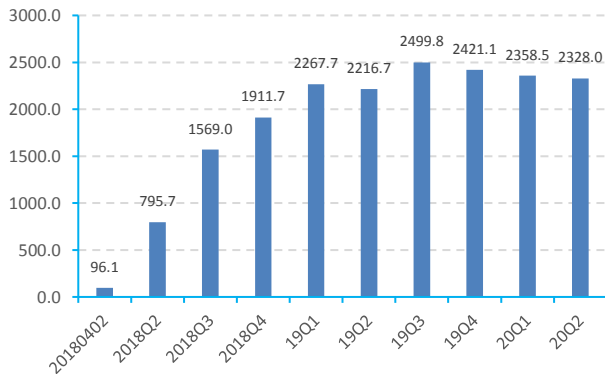
表 7：2Q19 兴业添利 1 号剩余期限在 1 年以上的投资组合占比约 40%

序号	平均剩余期限	各期限资产占产品资产净值的比例(%)	各期限负债占产品资产净值的比例(%)
1	30 天(含)以内	5.92	36.5
2	31 天-90 天(含)	17.71	0.9
3	91 天-180 天(含)	34.28	0.0
4	181 天-365 天(含)	39.43	0.0
5	1 年-3 年	34.61	0.0
6	3 年以上	5.49	0.0
	合计	137.66	37.4

资料来源：兴业银行理财运作报告，天风证券研究所

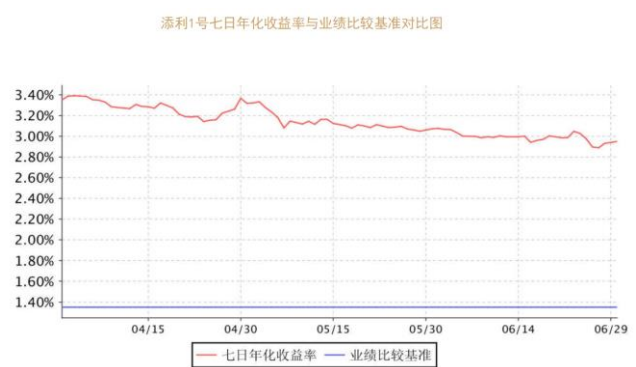
**兴业添利 1 号投资策略考虑类货基新规，产品规模有所下降。**由于配置的资产久期较长，且摊余成本法计价，收益率波动较小且较高，兴业银行添利 1 号规模增长较快。19Q3 兴业银行添利 1 号规模达 2500 亿，20 年后添利 1 号收益波动变化较大，同时收益率下行，影响销售，19Q3~20Q2 的产品规模持续减少，1H20 降为 2328 亿元。据 4Q19~2Q20 兴业添利 1 号运作报告，运作分析表示其投资策略结合了即将颁布的类货基新规，而 3Q19 后添利 1 号选择不公开披露投资组合情况（需登录网银），根据理财规模和收益率情况，可推测兴业添利 1 号为适应类货基新规，对资产久期或者资产配置做了相应修改。

图 4：兴业银行-添利 1 号产品规模情况（亿元）



资料来源：兴业银行理财运作报告，天风证券研究所

图 5：20 年兴业银行-添利 1 号收益率下降（亿元）



资料来源：兴业银行-添利 1 号 20Q2 投资运作报告，天风证券研究所

### 3.3. 减少银行二级资本债配置

过往为提高收益率，二级资本债是类货基的配置重点之一。二级资本债，是商业银行为补充二级资本而发行的债券，收益率相对较高而流动性不佳。类货基可通过持有二级资本债来增加收益率。平安银行的天天成长 B 款、工行添利宝、光大银行的光银现金 A、上海银行的福利派都属于配置银行二级资本债较多的产品。例如，19Q4 光大银行·光银现金 A 前十大持仓中有 8 只二级资本债，在资产净值中占比达 15.9%；19Q2 平安银行·天天成长 B 款前十大持仓中二级资本债占资产净值比达 12.5%。

**光银现金 A 前十大持仓主要配置大行和股份行二级资本债。**光银现金 A 为光大银行发行的类货基理财产品。依据《光银现金 A 理财管理计划 2020 年 2 季度投资报告》，光银现金 A 持有的银行二级资本债主要是大行和部分股份行发行的，光银现金 A 前十大持仓中有 7 个为银行二级资本债，合计占基金资产净值比例达 14.1%。新规落地后，无法配置二级资本债，收益率预计会明显下降。

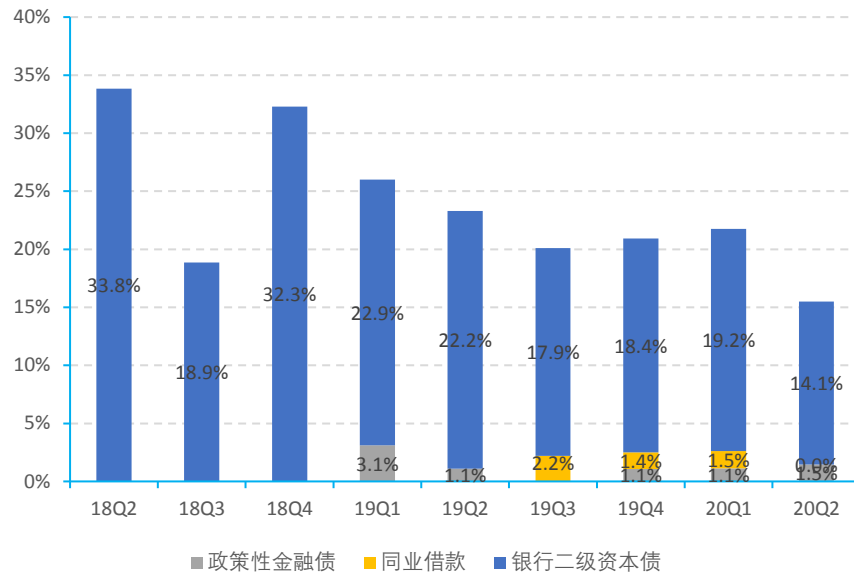
表 8：光大银行光银现金 A 理财 20Q2 前十大持仓情况

资产名称	20Q2 占基金资产净值比例	资产类别
17 交通银行二级	2.16%	大行二级资本债
15 邮储银行二级 01	2.34%	大行二级资本债
17 农业银行二级	1.54%	大行二级资本债
17 中国银行二级 01	1.51%	大行二级资本债
15 浦发银行二级	2.59%	股份行二级资本债
17 工商银行二级 01	1.23%	大行二级资本债
17 工商银行二级 02	1.23%	大行二级资本债
16 农发 08	1.45%	政策性银行债
光大永明资产集合资产管理产品	11.15%	集合资管产品
19 广发银行永续债	1.65%	资本债券

资料来源：《光银现金 A 理财管理计划 2020 年 2 季度投资报告》，天风证券研究所

当前光银现金 A 的前十大持仓中二级资本债占比为历史最低水平。过往光银现金 A 产品在大类上配置金融债券和企业债券各一半，前十大持仓中银行二级资本债占比较高，18Q4 达到 32.3%，19Q1 为 22.9%，除此之外，还包括一部分同业借款。2Q20 光银现金 A 的前十大持仓中二级资本债占比降低，20Q2 达到 14.1%，为可查数据中历史最低水平，为提前应对类货基新规，银行资产配置也有相应调整。

图 6：光大银行的光银现金 A 主要配置银行二级资本债，20Q2 前十大持仓中二级资本债占比降低



资料来源：光大银行理财运作报告，天风证券研究所

平安天天成长 B 前十大持仓中二级资本债比例较高。平安银行·天天成长 B 款 19 年 2 季末前十大持仓由 6 笔二级资本债、4 笔同业借款构成。纵览 18 年末到 19 年 2 季末前十大的资产配置偏好，主要是二级资本债、同业存单、同业存款、政策性银行债。债券发行主体以大行和股份行为主；同业借款的拆借方未披露，主体不明。19 年 2 季末二级资本债占比 12.5%，同业借款占比 8.8%。截至 20 年 6 月末，银行二级资本债占比约 9.5%，前十大持仓中有 7 笔二级资本债，可以说二级资本债依然在投资配置中占据重要地位。

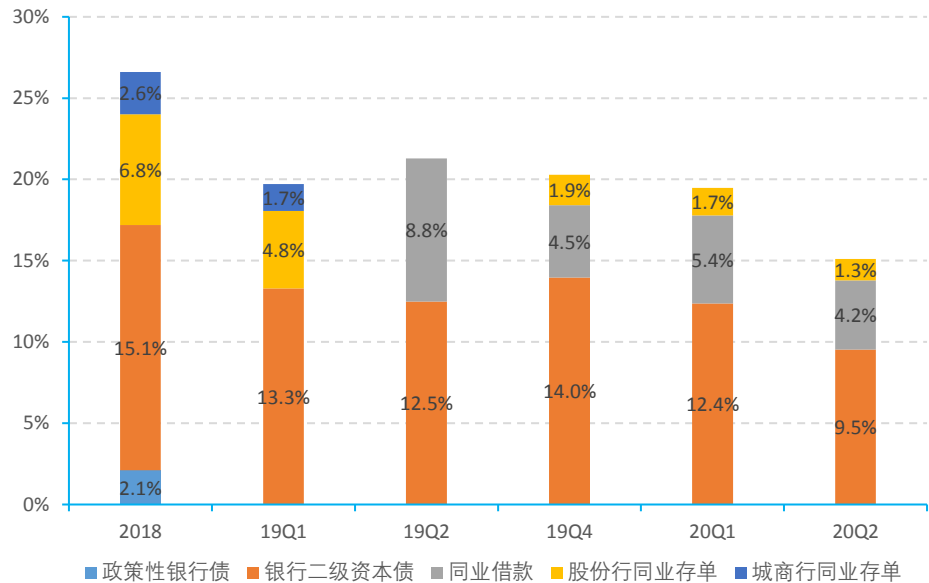
表 9：天天成长 B 款前十大持仓变化情况

	19Q4	20Q1	20Q2	资产类别
拆放同业-同业借款	2.23%	3.42%	2.68%	同业借款
18 中信银行二级 02	2.35%	2.10%	1.66%	股份行二级资本债
18 农业银行二级 01	2.24%	2.00%	1.57%	大行二级资本债
拆放同业-同业借款	2.23%	1.99%	1.56%	同业借款
19 江苏银行二级	2.07%	1.85%	1.45%	城商行二级资本债
18 中国银行二级 02	2.52%	2.04%	1.42%	大行二级资本债
19 中国银行 CD087	1.87%	1.69%	1.33%	股份行同业存单
18 建设银行二级 02	1.59%	1.53%	1.20%	大行二级资本债
17 中国银行二级 02	1.60%	1.43%	1.12%	大行二级资本债
19 中国银行二级 01	1.59%	1.42%	1.12%	大行二级资本债

资料来源：平安银行理财运作报告，天风证券研究所

天天成长 B 前十大持仓中二级资本债配置占比在降低。二级资本债配置流动性较差，类货基新规实施后将会受限。虽然当前二级资本债依然是类货基配置重点之一，但其占投资组合比重已经有所下降。平安银行天天成长 B 十大持仓中，19Q4-20Q2 银行二级资本债占总资产净值比例持续下降，当前占比 9.5%。

图 7：平安银行天天成长 B 十大持仓配置资产占比，20 年银行二级资本债配置减少



资料来源：平安银行理财运作报告，天风证券研究所

### 3.4. 减少配置流动性较差的同业借款

新规以前，类货基产品配置同业借款较多。同业借款区别于同业拆借，前者为线下签订合同，后者为通过银行间市场线上交易；同业借款一般期限较长，1-3 年居多，收益率较高。同业借款，大多数借给了金融租赁公司、消费金融公司、汽车金融公司、四大 AMC 及省级 AMC 等持牌金融机构。由于标准化债权资产认定规则不明确，多数银行往往未将同业借款归入非标资产。由于同业借款是线下业务，信息披露不足，额度不受限，在类货基新规下将会受限。

部分类货基产品持仓以同业借款为主。从我们梳理的类货基投资情况来看，类货基往往会配置较多的同业借款来提升收益率。例如，资产配置大类方面，1H20 上海银行的福利派的同业借款持仓占比 25.43%。19 年末以前，上海·福利派持仓主要以同业借款为主，3Q19 同业借款占比达 44.2%（占整体资产），19 年末占比为 40%。宁波银行·天利鑫 A 款前十大持仓中有 9 个为同业借款，合计占比达 38.9%。

以往宁波天利鑫 A 前十大持仓的同业借款占比相当高。宁波银行天利鑫 A 的 19Q3 前十大持仓中，除现金外，其余均为同业借款，且均借给了金融租赁公司。19Q3 仅前十大持仓中的同业借款合计占比就高达 38.9%，可以说，同业借款占比非常高。

表 10：宁波银行-天利鑫 A 前十大持仓情况

前十大持仓（19Q4）	种类	19Q4	前十大持仓（20Q2）	种类	20Q2
现金	现金	10.90%	信达金租同业借款	同业借款	2.79%
华夏金租同业借款	同业借款	3.67%	19 北京银行 CD090	同业存单	2.70%
中信金租同业借款	同业借款	3.45%	华融金租同业借款	同业借款	2.51%
华夏金租同业借款	同业借款	3.35%	19 浦发银行 CD282	同业存单	2.38%
民生金租同业借款	同业借款	3.31%	20 惠渊 ABN002 优先 A1	资产支持票据	2.32%
信达金租同业借款	同业借款	3.30%	15 进出 16	政策性金融债	2.23%
华融金租同业借款	同业借款	3.17%	20 惠辰 ABN002 优先 A	资产支持票据	1.90%
民生金租同业借款	同业借款	3.04%	20 溪径 ABN002 优先 A	资产支持票据	1.90%
华夏金租同业借款	同业借款	2.87%	20 中电沐风 ABN001 优先	资产支持票据	1.88%
苏银金租同业借款	同业借款	2.52%	贵阳贵银金租同业借款	同业借款	1.77%

资料来源：宁波银行理财运作报告，天风证券研究所

**20 年宁波天利鑫 A 前十大持仓降低同业借款，提升同业存单和资产支持票据占比。**20 年宁波银行的天利鑫 A 显著降低了同业借款配置，19Q3 及之前，前十大持仓中同业借款占总资产比重近 4 成，20Q2 降至 7%，并提升了流动性相对较高的资产支持票据和同业存单的比重，资产配置明显更加符合类货基新规。

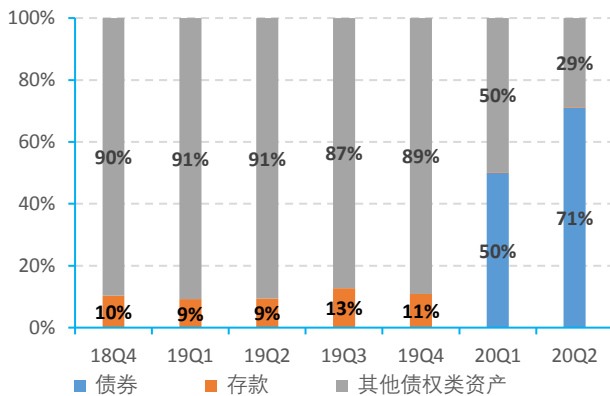
表 11：宁波天利鑫 A 前十大持仓大类情况，20 年后发生很大变化

	19Q1	19Q2	19Q3	19Q4	20Q1	20Q2
同业借款	60.2%	44.7%	38.99%	28.68%	21.28%	7.07%
现金	9.3%	9.4%	12.77%	10.90%	/	/
资产支持票据	/	/	/	/	/	8.00%
同业存单	/	/	/	/	7.91%	5.08%

资料来源：宁波银行理财运作报告，天风证券研究所

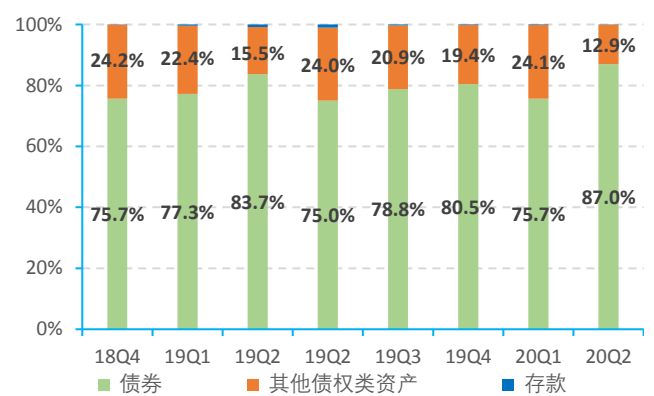
**靠近类货基新规，宁波天利鑫 A 资产配置明显调整。**从投资资产大类上来看，宁波天利鑫 A 的资产配置在 20 年经过了大幅调整，先前主要由近 9 成的其他债权类资产和一成存款组成，虽然每期运作报告只披露了前十大持仓明细，可以看出同业借款持仓占据大半江山。而进入 20 年后，20Q1 和 20Q2 的整体持仓都以债券为主，并有增加趋势，其他债权类资产也在被压缩，现在仅占 3 成左右，债券占据剩下 7 成，流动性更好，宁波天利鑫 A 也是 26 个类货基样本中资产配置改变最明显的产品。过往宁波银行天利鑫 A 款偏向同业借款，B 款偏向债券，现在资产配置方向开始趋同。

图 8：宁波银行-天利鑫 A 整体资产配置，20 年后以债券为主



资料来源：宁波银行理财运作报告，天风证券研究所

图 9：宁波银行-天利鑫 B 整体资产配置，持续以债券为主

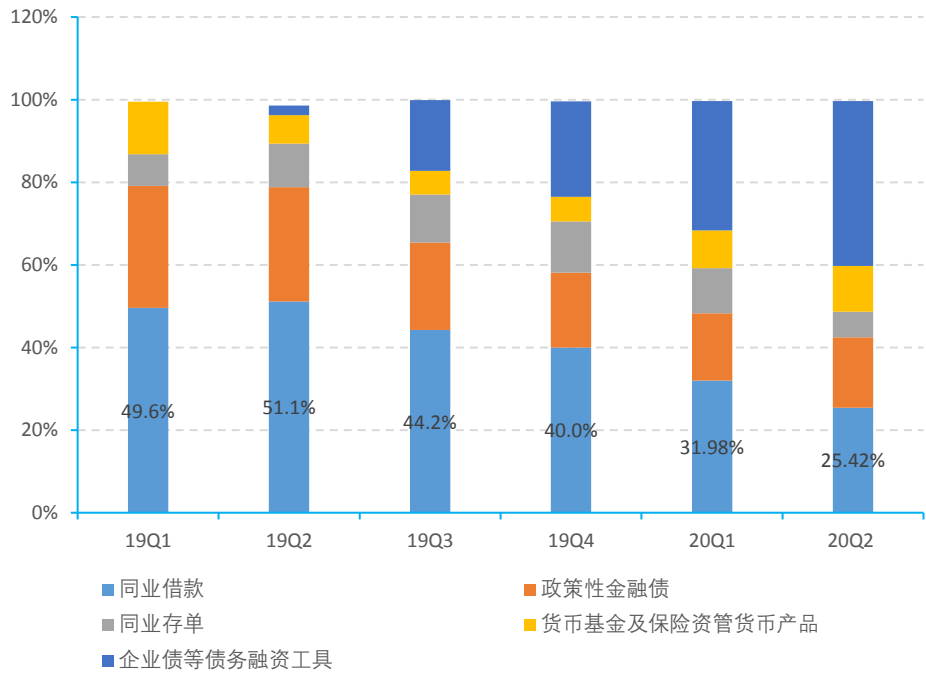


资料来源：宁波银行理财运作报告，天风证券研究所

**上海·福利派 20 年同业借款持仓占比明显下降，企业债等相对增配。**19 年 4 季度后同业借款持仓占比明显减少，企业债等债务融资工具得到增配。截至 20 年 6 月末，上海·福利派的企业债等债务融资工具持仓占比超过同业借款，占比高达 39.92%，而同业借款持仓占比从 19Q2 的 51.1% 下降至 1H20 的 25.42%。

图 10：上海银行“福利派”主要资产配置，20 年同业借款持仓占比明显下降





资料来源：上海银行理财运作报告，天风证券研究所

上海银行“福利派”前十大持仓的资产配置情况向类货基新规靠拢。上海银行“福利派”分 A/B 款，投资以同业借款为主，不同于一般的公募货基以同业存单及存款为主。A 款 1 万起卖，面向个人投资者；B 款 100 万起点，面向机构投资者。19Q3 的资产配置中，大约是四成的同业借款、两成的政策性金融债、近两成的企业债券和一成的同业存单。1H20 的资产配置中，大约是四成的企业债、两成的同业借款、近两成的政策性金融债、一成的货币基金及保险资管货币产品，资产配置情况向类货基新规靠拢。

图 11：上海银行福利派前十大持仓资产配置情况

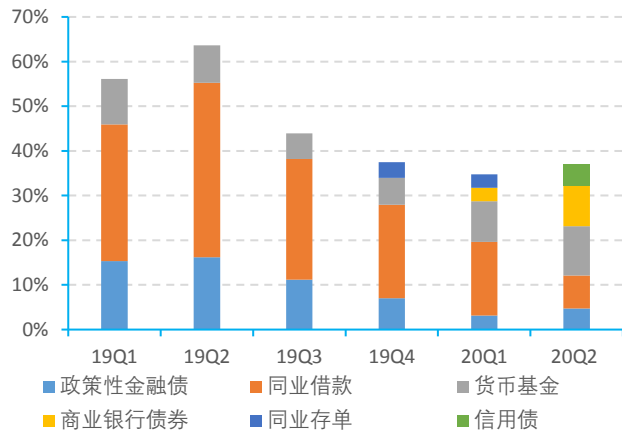
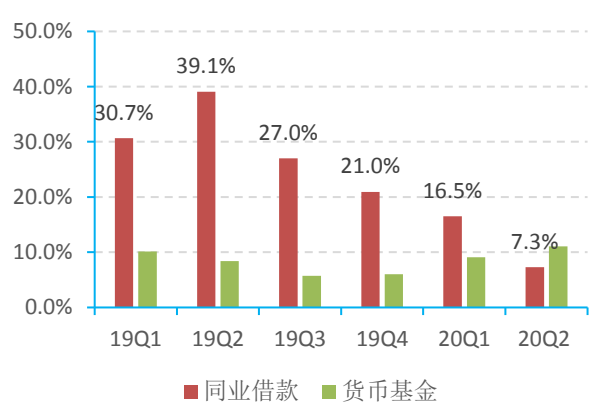


图 12：上海银行福利派前十大持仓中同业借款配置减少



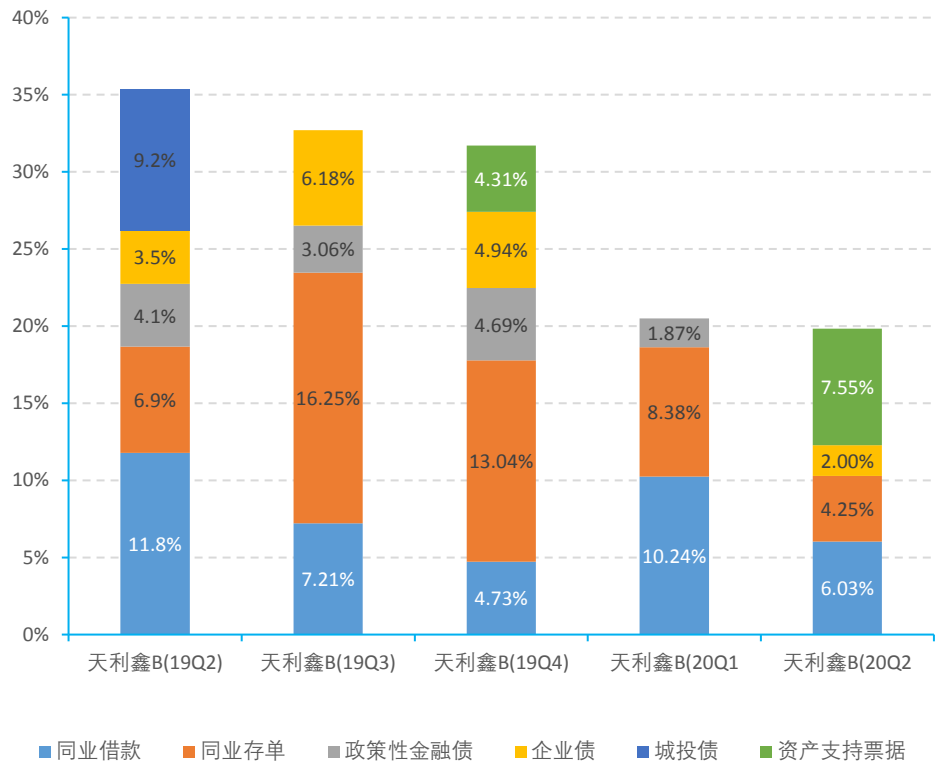
资料来源：上海银行理财运作报告，天风证券研究所

资料来源：上海银行理财运作报告，天风证券研究所

### 3.5. 城投债占比降低，资产支持票据等增加

过往部分类货基通过适当持有信用债来提振收益。19 年 1 季末光大银行·阳光碧的第 1、2、7 大持仓均为信用债（发行人为大唐集团、华电江苏、云能投），占比 23.26%。宁波银行·天利鑫 B 的 19 年 2 季末前十大持仓中有 4 只信用债，1 只是六合国资的企业债，还有 3 只城投债，占资产净值比合计 12.6%。20 年 2 季度末，宁波银行·天利鑫 B 前十大持仓主要由同业借款、同业存单、企业债和资产支持票据组成。

图 13：19Q2-20Q2 宁波银行天利鑫 B 前十大持仓资产配置情况



资料来源：宁波银行理财运作报告，天风证券研究所

**宁波天利鑫 B 前十大持仓资产配置均匀，信用债配置占比下降，新增资产支持票据。**天利鑫 B 款资产配置相对均衡，同业存单、同业借款、企业债、政策性金融债都有配置。宁波银行-天利鑫 B 款 19Q2 前十大持仓中有 4 只信用债持仓，其中，3 只为城投债。20 年 2 季度新增了 7.55% 的资产支持票据配置，前十大持仓中城投债也未再配置，信用债仅占 2%。

表 12：宁波银行-天利鑫 B 款前十大持仓明细

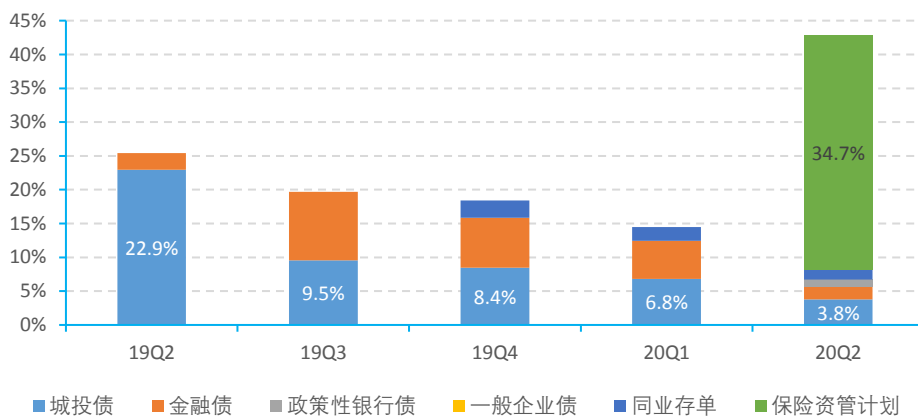
前十大持仓	资产类别	No.	19Q2 持仓	No.	19Q3 持仓	No.	19Q4 持仓	No.	20Q1 持仓	No.	20Q2 持仓
18 国兴 01	城投债	8	3.24%								
18 滨城 01	城投债	9	3.13%								
16 京开 01	城投债	10	2.79%								
18 六合国资 PPN002	企业债	6	3.47%	9	2.73%						
19 中电信息 SCP001	企业债			4	3.11%	3	2.48%				
19 江宁科学 SCP001	企业债			5	3.07%	5	2.46%	8	1.89%		
20 上海医药 SCP002	企业债									4	2.00%
18 北京银行 CD171	同业存单	7	3.40%								
19 徽商银行 CD035	同业存单	5	3.49%	10	2.72%						
19 中信银行 CD161	同业存单			1	5.73%	1	4.57%	1	3.51%	2	2.81%
19 兴业银行 CD209	同业存单			2	4.91%	2	3.91%	4	3.00%		
19 浦发银行 CD014	同业存单			7	2.89%	7	2.30%				
19 北京银行 CD063	同业存单					8	2.26%			10	1.44%
19 北京银行 CD043	同业存单							5	2.42%		
长江联合金租同业借款	同业借款	1	4.57%								
中邮消费金融同业借款	同业借款	3	3.61%	3	4.40%	4	2.48%				
兴业消费同业借款	同业借款	4	3.60%	8	2.81%	9	2.25%				
渝农商金租同业借款	同业借款							2	3.19%	3	2.56%
华夏金租同业借款	同业借款							3	3.05%		

招银金租同业借款	同业借款			6		2.10%				
中邮消费金融同业借款	同业借款			7		1.90%	7	1.53%		
民生金租同业借款	同业借款						5	1.94%		
16 农发 20	政策性金融债	2	4.06%							
17 国开 05	政策性金融债			6	3.06%	6	2.44%	10	1.87%	
17 国开 09	政策性金融债						10	2.25%		
19 惠泽 ABN005 优先 A	资产支持票据						9	1.89%	8	1.50%
20 惠辰 ABN003 优先 A	资产支持票据								1	2.94%
15 中电建 MTN001	资产支持票据								6	1.64%
20 惠渊 ABN003 优先 A1	资产支持票据								9	1.47%

资料来源：宁波银行理财运作报告，天风证券研究所

**20 年光大阳光日添金前十大持仓的城投债占比持续下降，新增保险资管计划产品。**  
 18Q3~19Q2 光大银行的阳光日添金产品的前十大持仓中绝大多数是城投债，前十大持仓中有 6~9 个产品都是城投债，仅前十大持仓的城投债就占总资产的 20%以上，可以说对信用较为下沉的信用债非常依赖。19Q3 后前十大持仓的城投债持续下降，19Q4/20Q1/20Q2 前十大持仓的城投债占总资产比重分别为 9.5%/8.4%/6.8%/3.8%，于此对应，前十大持仓中首次出现了占总资产比重 34.7%的两款保险资管计划产品。

图 14：光大银行阳光金日添利前十大持仓，新增保险资管产品，城投债配置占比持续下降



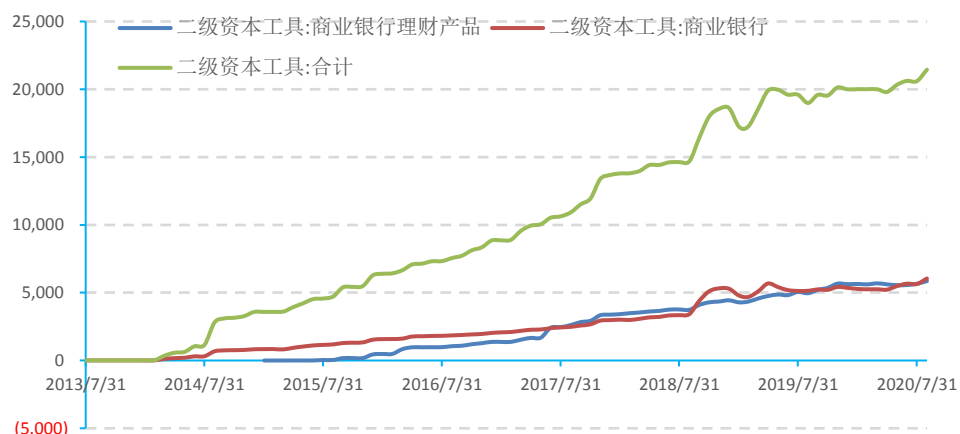
资料来源：光大银行理财运作报告，天风证券研究所

## 4. 类货基新规对银行的深层影响

### 4.1. 或影响银行资本补充

**银行理财是商业银行二级资本债重要投资者。**银行二级资本债是银行补充二级资本的主要工具，而二级资本债风险较小，收益率较高，对银行理财吸引力较大。因而，银行理财是银行二级资本债的重要配置力量。依据债券托管数据，截至 20 年 8 月末，银行理财直接配置的二级资本债达 5855 亿元，为主要投资者。

图 15：银行理财是商业银行二级资本债重要投资者（亿元）

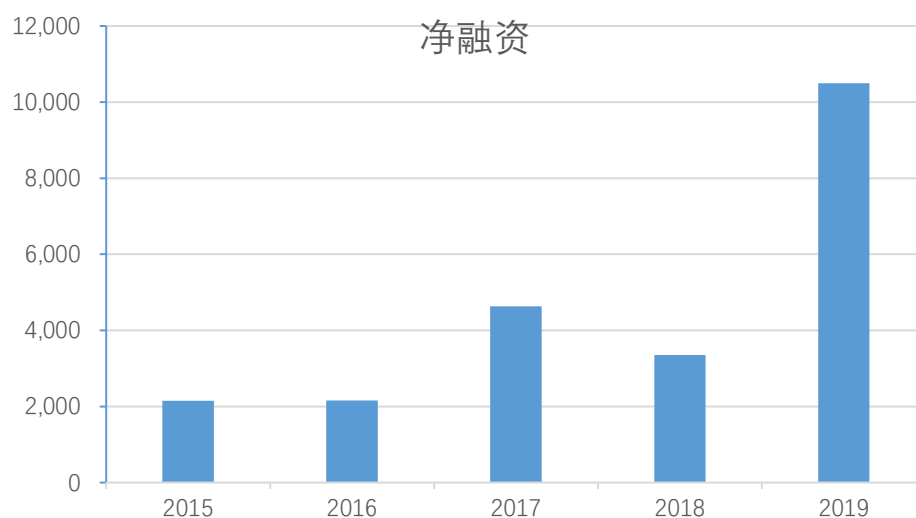


资料来源：WIND，天风证券研究所

新规之下，类货基投资的债券剩余期限不能超过 397 天，而银行二级资本债期限往往长达 10 年，银行永续债期限理论上无限长。因而，类货基新规若落地，将使得类货基难以投资银行二级资本债及永续债。而从我们梳理的存量类货基资产配置情况来看，往往会配置不少二级资本债。

**银行资本补充难度或上升。**逆周期调节之下，监管鼓励银行补充资本，19 年银行二级资本债及永续债合计净发行达 1.05 万亿，为 18 年的 3 倍。类货基新规将使得类货基难以投资银行二级资本债及永续债，预计使得银行资本工具需求减弱，发行难度上升。

图 16：19 年商业银行二级资本债及永续债合计净融资达 1.05 万亿（亿元）



资料来源：WIND，天风证券研究所

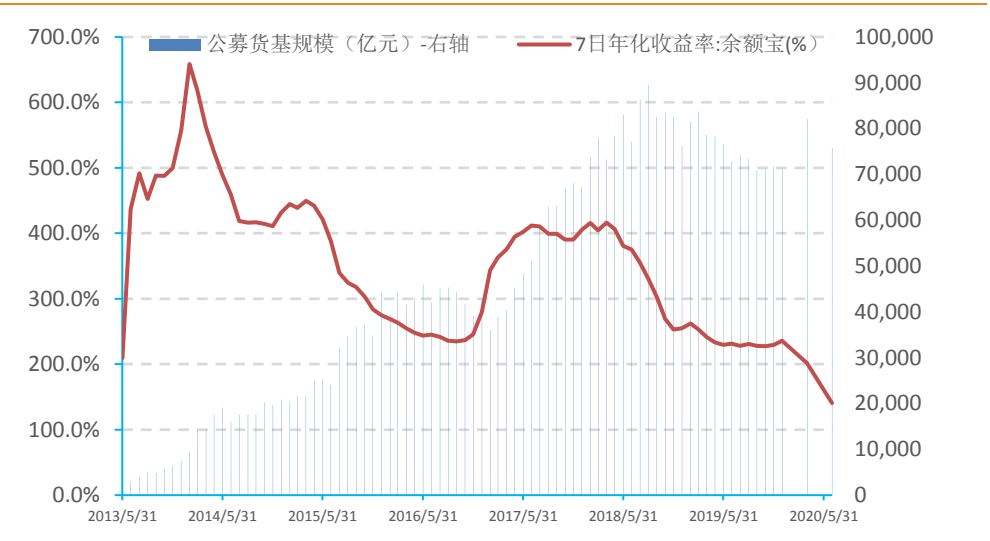
## 4.2. 类货基规模或受影响，理财净值化转型挑战较大

**新规若落地实施，预计类货基收益率将明显下行。**当前类货基收益率中枢比货基高约 82BP，主要在于配置了较多长久期较高收益率的资产，具体做法包括配置长久期资产、同业借款、二级资本债、信用下沉、加大杠杆等，而这些做法与新规相违背。20 年 6 月公募货基 7 天年化收益率中枢约 2.13%，倘若新规落地实施，我们预计类货基收益率将与货基趋同，料将下降至与货基相当的收益率水平。

**收益率高低对货基规模影响显著。**18 年 4 月以来，货基收益率下行明显，随后货币基金规

模开始下降，19年12月末货基规模7.12万亿元，较高点下降明显。在货基收益率处于低位时，货基规模亦未见增长，可以说收益率高低对货基规模有着非常大的影响。20年一季度货币基金规模大涨，达到8.21万亿，较19年末大涨1万亿，主要受春节季节性影响较大，投资者对流动资金需求较大，2Q20货基规模下降至7.57万亿。

图 17：公募货币基金规模增长与收益率密切相关（亿元）



资料来源：WIND，天风证券研究所

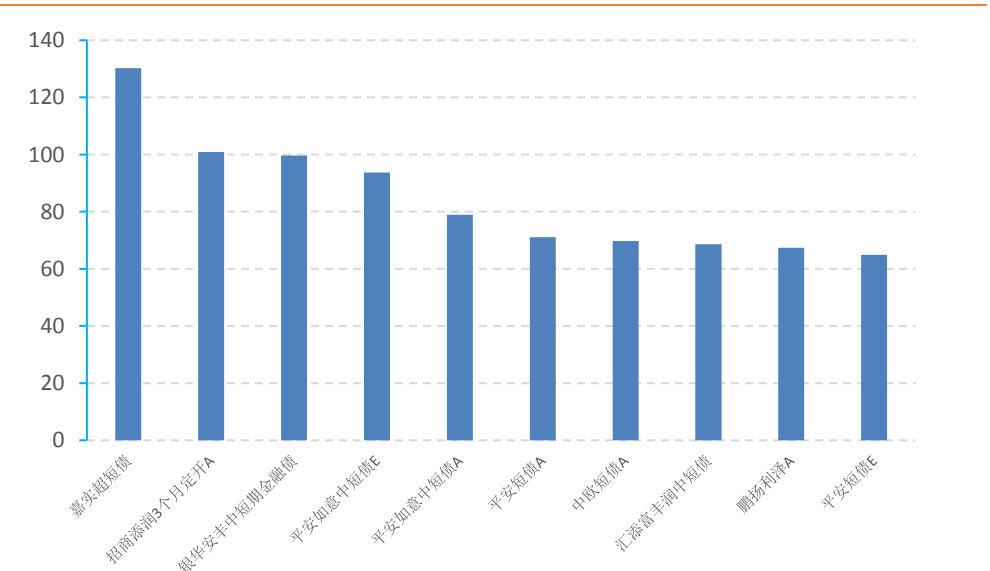
类货基新规若落地实施，将使得收益率大幅下降，类货基对客户的吸引力下降，规模增长或停滞。类货基作为银行理财净值化转型的主力产品，新规之下，类货基发展成问题，理财净值化转型难度或加大。

### 4.3. 类中短债基金产品或是方向

中短债基金一般为主要投资于较短期限的债券和货币市场工具，投资组合的久期在三年之内的债券型基金。相比货币基金，中短债基金投资范围更广些，收益率因而更高些；此外，由于投资的债券久期不长，净值对市场利率变动敏感度不高。因而，中短债基金收益较稳定、流动性较好，且收益率一般高于货币基金，是货基的较好替代。

近两年中短债基金发展较好。截至20年9月29日，中短债基金规模达3048亿元，同时前十大中短债基金规模均超过60亿元，其中，嘉实超短债基金规模130亿元。

图 18：20年9月29日主要中短债基金规模情况（亿元）



资料来源：WIND，天风证券研究所

**类中短债基或是补充。**类货基新规落地实施后，类货基收益率明显下降不可避免，中短债基或是方向。可采用市值法计价来做类似中短债基的产品，由于债券久期较短，净值波动不明显，在市场具备一定竞争力。我们建议理财子公司在类货基新规实施后积极布局类中短债基产品，补全产品线。

## 5. 投资建议：新规影响类货基收益率，类中短债基产品或是方向

### 6 月末类货基规模或达 4.83 万亿，收益率中枢高出货基 82BP

19 年末银行类货基（即现金管理类银行理财）余额为 4.16 万亿元，占全部非保本理财的 17.8%，规模较大。测算 20 年 6 月末类货基规模已达到 4.83 万亿。

**20 年理财收益率下行，类货基保持较强竞争力。**截至 20 年 9 月 25 日，全市场理财产品预期收益率较 19 年末下降 60BP，类货基收益率中枢下降 35BP。类货基新规落地实施前，类货基投资的监管约束较少，类货基往往通过拉长资产久期、投资较高收益品种（二级资本债、同业借款、信用债等）、加杠杆等方式来提升收益率。类货基收益率中枢为 2.95%，较货基高约 82BP，保持较强竞争力。

### 20 年银行类货基的资产配置有何变化？

新规使得类货基投资完全货基化，20 年底完成整改挑战大。类货基新规之下，现金管理类银行理财投资运作完全货基化。类货基新规与公募货基监管要求在“T+0”赎回限额、投资范围、投资组合久期、负面清单上要求完全一致，在偏离度上要求基本一致；在流动性比例、投资集中度上略有差异，但依然非常严格，监管适当延长过渡期的可能性较大。

**20 年上半年多数银行类货基资产配置有所整改。（1）缩短资产久期。**工行添利宝 19Q3 投资前十名债券绝大多数剩余久期超过 2 年，而 20Q2 全部处于 2 年以内，虽然较 19 年缩短很多，但依然在监管要求范围之外，整改压力仍存。（2）**减少配置银行二级资本债。**平安银行天天成长 B 十大持仓中银行二级资本债占总资产净值比例持续下降。2Q20 光银现金 A 的前十大持仓中二级资本债占比 14.1%，为可查数据中历史最低水平。（3）**减少配置同业借款。**以往宁波天利鑫 A 的同业借款占比相当高，19Q3 及之前，前十大持仓中同业借款占总资产比重近 4 成，20Q2 降至 7%，并提升了流动性相对较高的资产支持票据和同业存单的比重。（4）**减少信用下沉。**光大银行的阳光日添金的前十大持仓中绝大多数是城投债，对信用下沉非常依赖。20 年城投债占比持续下降，19Q3/19Q4/20Q1/20Q2 前十大持仓的城投债占总资产比重分别为 22.9%/9.5%/8.4%/6.8%/3.8%。

类货基新规若落地实施，将使得收益率大幅下降，类货基对客户的吸引力下降，规模增长或停滞。类货基作为银行理财净值化转型的主力产品，新规之下，理财净值化转型难度或加大。银行产品布局方面，由于中短债基投资的债券久期较短，净值波动不明显，我们建议理财子公司在类货基新规实施后积极布局类中短债基产品，补全产品线。后疫情时代，国内经济稳步复苏，支撑银行股估值合理修复，四季度估值切换值得重视。

## 6. 风险提示

疫情扩散导致经济显著下行；政策大幅调整；样本数局限等。

## 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

## 一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

## 特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

## 投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

## 天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	湖北武汉市武昌区中南路 99	上海市浦东新区兰花路 333	深圳市福田区益田路 5033 号
邮编：100031	号保利广场 A 座 37 楼	号 333 世纪大厦 20 楼	平安金融中心 71 楼
邮箱：research@tfzq.com	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518000
	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	电话：(86755)-23915663
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-68812910	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com