

银行

证券研究报告
2019年07月03日

银行“类货基”的政策优势还在吗？

投资评级
行业评级 强于大市(维持评级)
上次评级 强于大市

事件：据彭博社报道，中国银保监会拟参照货币市场基金对银行现金类理财产品进行监管，体现在包括投资标的、久期和偏离度等方面。

点评：
银行类货基在各方面存在优势 因此规模上升很快

作者
廖志明 分析师
SAC 执业证书编号：S1110517070001
liaozhiming@tfzq.com
余金鑫 联系人
yujinxin@tfzq.com

后资管新规时代，类货基成理财扩容利器。0427 资管新规出台，要求过渡期内老产品规模不扩张，新产品必须符合新规要求。此时现金管理类理财产品(即“类货基”)异军突起。**类货基 vs 公募货基，优势明显。**1) **投资范围**，货基只能投资于货币市场工具(包括短债等)，而类货基还可以投资于债券/其他债权/公募基金等；2) **投资期限**，货基投资的存款/央票/存单需在1年以内，债券/债务融资工具/ABS需在397天内，而类货基目前暂无要求；3) **杠杆率**，货基是120%，类货基则可达140%；4) **估值方法**，尽管央行720《通知》明确类货基可以参照公募货基“摊余成本+影子定价”估值，但未正式明确偏离度的控制要求。**类货基规模上升很快。**以兴业银行-添利1号为例。产品18年4月成立时规模仅96亿，到19年1季末产品净值已达2539亿。反观公募货基，18年3季末的9.0万亿下降至19H1的7.7万亿。



类货基监管趋严是大趋势，但严格照搬货基监管可能性不大

资料来源：贝格数据

类货基监管趋严是大趋势。当前类货基的限制相对宽松，或存在政策红利。体现为收益率较高，再加上银行声誉背书，故规模增长较快。但这是以投资限制较少、流动性要求不高为代价的。如果保持当前规模高增势头，假以时日，或酝酿不小的风险。随着理财子公司陆续开业，新产品的投资运作监管陆续提上日程。预计近期或先出征求意见稿，正式文件出台则相对滞后。**直接照搬公募货基规定的可能性不高。**类货基是当前银行理财开疆拓土的重要产品。在资管产品统一税收政策之前，公募基金有免税效应而理财没有；若完全照搬货基监管，或导致银行业反对声音过大，而使其难于实施。

相关报告
1 《银行-行业研究简报:7月策略:市场情绪好转,但个股选择难》2019-07-02
2 《银行-行业研究周报:小微企业利率或不再下行》2019-06-30
3 《银行-行业点评:评三银行传票案:谈判施压 or 金融制裁?》2019-06-29

参考货基的成熟做法以控制风险，其实有利于类货基稳健发展

参考货基的成熟做法，可更有效地控制风险。参考货基的管理思路，在投资范围及久期、流动性、资产计价方法、偏离度等方面予以明确规定，使得类货基有规可依，防范住相关风险。预计未来对**类货基的限制仍将相对宽松，用以平衡税收劣势。**如组合久期要求相对较长，或投资范围仍部分保留理财特色，从而在收益率给予适当补偿。此外，估值方法的完善、偏离度要求的引入，也有利于推进银行理财的净值化转型，利好理财长远稳健发展。

投资建议：类货基从严监管大势所趋，利好理财长远稳健发展

若银行类货基开始参照货基管理，其在投资范围、久期上仍可能偏宽松，以平衡税收劣势；收益率优势或适当削弱，但换来运作风险的降低，**对理财中收影响或不大。**推荐年初至今涨幅小、估值较低且基本面较好的个股，如光大、工行、农行、江苏、平安；7月金股**工商银行**，估值低、基本面优异。

风险提示：监管落地的尺度比预期更加严格；类货基规模增速不及预期。

重点标的推荐

股票代码	股票名称	收盘价 2019-07-02	投资 评级	EPS(元)				P/E			
				2018A	2019E	2020E	2021E	2018A	2019E	2020E	2021E
601818.SH	光大银行	3.85	买入	0.64	0.70	0.76	0.84	6.02	5.50	5.07	4.58
601398.SH	工商银行	5.93	增持	0.84	0.88	0.94	1.01	7.06	6.74	6.31	5.87
601288.SH	农业银行	3.64	买入	0.58	0.61	0.65	0.69	6.28	5.97	5.60	5.28
600919.SH	江苏银行	7.34	买入	1.13	1.29	1.48	1.69	6.50	5.69	4.96	4.34
000001.SZ	平安银行	14.18	买入	1.45	1.69	2.05	2.47	9.78	8.39	6.92	5.74

资料来源：天风证券研究所，注：PE=收盘价/EPS

图 1：彭博社 7 月 1 日报道，中国监管层拟收紧对现金管理类银行理财的监管

萬億級銀行現金類理財監管或收緊 中國據悉擬參照貨幣基金監管

Bloomberg | 428 人追蹤 [追蹤](#)

2019年7月1日 下午4:34

[留言](#) [LINE](#) [f](#) [✉](#)

【彭博】-- 中國監管層據悉將收緊對規模達數萬億元人民幣的商業銀行現金類理財產品的監管。分析料殖利率將下行，與貨幣市場基金的相對優勢趨減，但資產規模難現明顯萎縮。

據不願具名知情人士稱，中國銀保監會擬參照貨幣市場基金對上述理財產品進行監管，體現在包括投資標的、久期和偏離度等方面；這可能會導致銀行現金類理財產品殖利率下行。其中三位知情人士稱，商業銀行正在等待監管最後正式發文。銀保監會暫未回覆彭博尋求評論的傳真。

资料来源：Yahoo，天风证券研究所

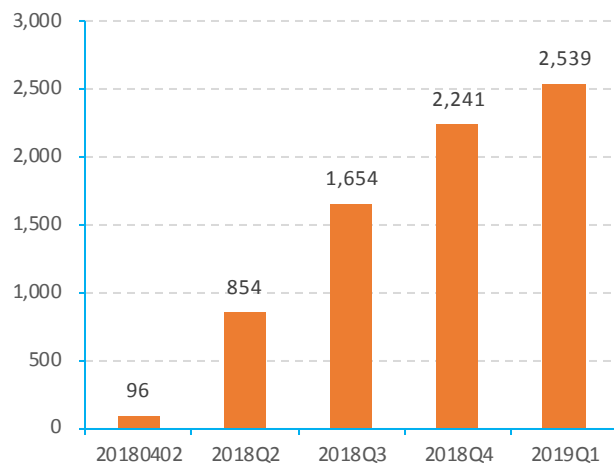
表 1：监管细节对比：公募货币市场基金 vs 银行“类货基”

	公募货币市场基金	银行“类货币”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)	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)
起购金额	无特别规定，可低至0.01元	仍由银行内设部门发行的产品，1万元起，递增金额1元-1万元不等；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。	银行的现金管理类产品在严格监管的前提下，暂参照货币市场基金的“摊余成本+影子定价”方法进行估值。
渠道	无渠道限制	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+0，1万以上T+1	部分为T+1，部分产品可提供T+0(甚至可以实时赎回)
投资范围和限制		
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)的债券、非金融企业债务融资工具、资产支持证券； 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。	1) 债券：国债、地方政府债券、中央银行票据、政府机构债券、金融债券、公司信用类债券、在银行间市场和证券交易所市场发行的资产支持证券； 2) 货币市场工具：银行存款、大额存单、同业存单、 3) 其他债权类资产(非标债权、北金所债权融资计划、银登中心信贷收益权流转项目等)； 4) 公募证券投资基金； 5) 以及国务院银行业监督管理机构认可的其他资产。
负面清单	货币市场基金不得投资于以下金融工具： 1) 股票； 2) 可转换债券、可交换债券； 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； 4) 信用等级在AA+以下的债券与非金融企业债务融资工具；	1. 固收类产品投资于存款、债券等债权类资产的比例不低于80%； 2. 全部理财产品投资于非标债权的余额在任何时点均不得超过理财产品净资产的35%，也不得超过本行上一年度审计报告披露总资产的4%(理财子公司运作则无此限制)； 3. 不得直接投资于信贷资产，不得直接或间接投资于，不得投资于、本行信贷资产、银行理财产品、本行发行的次级档信贷ABS； 4. 面向非机构投资者发行的理财产品不得直接或间接投资于不良资产、不良

<p>5) 中国证监会、中国人民银行禁止投资的其他金融工具。</p>	<p>资产支持证券； 5. 不得直接或间接投资于由未经金融监督管理部门许可设立、不持有金融牌照的机构发行的产品或管理的资产。</p>
<p>投资组合要求</p>	
<p>资产期限</p> <p>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； 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。</p>	<p>1. 非标准化债权类资产的终止日不得晚于封闭式资产管理产品的到期日或者开放式资产管理产品的最近一次开放日； 2. 定期开放式产品持有资产组合的久期不得长于封闭期的 1.5 倍。</p>
<p>组合期限</p> <p>1) 若前 10 名份额 < 20%，则平均剩余期限 < 120d，平均剩余存续期 < 240d； 2) 若前 10 名份额 ≥ 20% 则平均剩余期限 < 90d，平均剩余存续期 < 180d； 3) 若前 10 名份额 ≥ 50% 则平均剩余期限 < 60d，平均剩余存续期 < 120d。</p>	<p>无明确的组合剩余期限和剩余存续期要求。</p>
<p>集中度</p> <p>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%； 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%； 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。</p>	<p>1. 一只公募理财产品持有单只证券或公募基金的市值，不超过理财产品净资产的 10%； 2. 全部理财产品持有单只证券或公募基金的市值，不得超过其总市值的 30%； 3. 全部理财产品持有单只股票的市值，不得超过其流通股的 30%。</p>
<p>流动性比例</p> <p>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%； 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%； 3) 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%； 4) 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%。</p>	<p>1) 开放式理财产品所投资资产的流动性应当与投资者赎回需求相匹配，确保持有足够的现金、活期存款、国债、中央银行票据、政策性金融债券等具有良好流动性的资产； 2) 开放式公募理财产品应当持有不低于该理财产品资产净值 5% 的现金或者到期日在一年以内的国债、中央银行票据和政策性金融债券。</p>
<p>杠杆限制</p> <p>不高于 120%</p>	<p>不高于 140%</p>
<p>偏离度要求</p> <p>1) 组合偏离度达到 -0.25%，需要 5 个工作日之内调回； 2) 组合偏离度达到 -0.50%，需要公司资本金或风险准备金弥补损失； 3) 组合偏离度达到 +0.50%，需要暂停接受申购并在 5 个工作日之内调回。</p>	<p>1) 前期以摊余成本计量的金融资产的加权平均价格与资产管理产品实际兑付时金融资产的价值偏离度不得达到 5% 或以上； 2) 如果偏离 5% 或以上的产品数超过所发行产品总数的 5%，金融机构不得再发行以摊余成本计量金融资产的资产管理产品。</p>

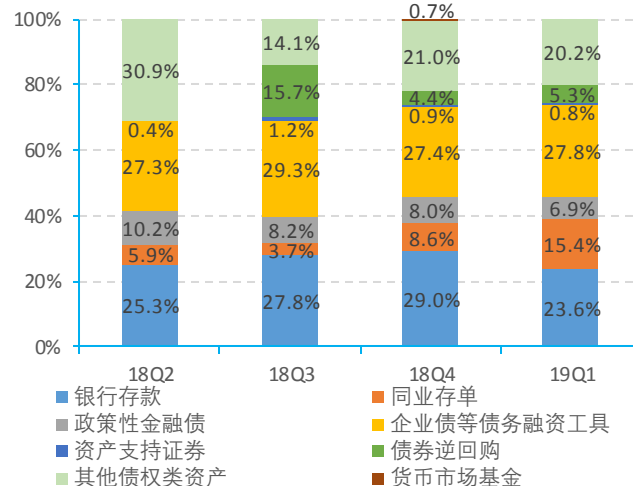
资料来源：银保监会，证监会，天风证券研究所

图 2: 类货基产品净值上升较快 (eg: 兴业银行-添利 1 号, 亿元)



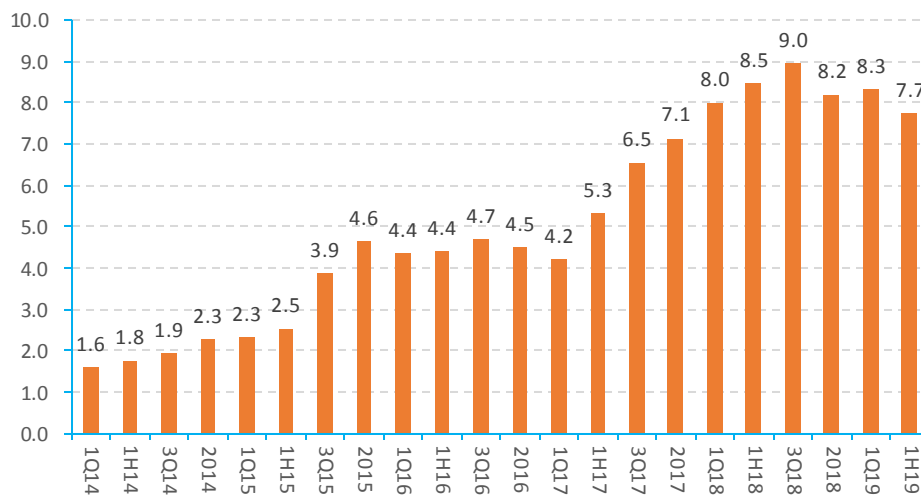
资料来源: 银行官网, 天风证券研究所

图 3: 类货基可以投其他债权 (eg: 兴业银行-添利 1 号资产配置)



资料来源: 银行官网, 天风证券研究所

图 4: 公募货币基金规模在 18Q3 达到高点后开始缩量 (单位: 万亿)



资料来源: WIND, 天风证券研究所

表 2: 主流银行“类货币”理财产品盘点

No	发行银行	产品名称	成立日期	起点(元)	递增(元)	估值方法	偏离度	申赎
1	工商银行	添利宝	2018/1/22	10000	1	摊余成本法	≤50BP	实时
2	农业银行	金钥匙·安心快线·时时付	2018/7/3	10000	1	市值法		实时
3	交通银行	交银·京品天天蓝	2018/11/26	10000	1000	摊余成本法		T+1
4	邮储银行	邮银财富·理财宝	2018/12/28	10000	1	摊余成本法		实时
5	招商银行	日日欣	2018/10/23	10000	1	摊余成本法	≤5%	T+1
6	招商银行	日日鑫	2018/8/1	10000	1	摊余成本法	≤50BP	T+1
7	光大银行	光银现金 A	2018/2/6	10000	1000	摊余成本法	≤5%	实时
8	光大银行	阳光碧 1 号	2018/7/20	10000	100	市值法		T+1
9	光大银行	阳光金日添利 1 号	2018/6/20	10000	1000	市值法		T+3
10	平安银行	平安天天成长现金 A/B/C	2018/10/16	10000	1	摊余成本法	≤50BP	实时
11	浦发银行	天添盈增利 1 号/2 号	2018/9/25	10000	1000	摊余成本法		实时
12	民生银行	民生天天增利	2018/4/27	10000	100	未明确		实时
13	兴业银行	现金宝添利 1 号	2018/4/2	10000	1	摊余成本法	≤50BP	T+0
14	中信银行	中信乐赢稳健天天利 2 号	2018/9/19	10000	0.01	摊余成本法	≤50BP	T+0

15	广发银行	幸福鎏金·日添鑫	2018/10/17	10000	100	摊余成本法	≤50BP	T+1
16	杭州银行	“幸福 99”新钱包	2018/8/21	50000	1	摊余成本法		实时

资料来源：理财产品说明书，天风证券研究所

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