

银行

证券研究报告
2019年07月23日

银行“类货基”是怎么投资的？

投资评级
行业评级 强于大市(维持评级)
上次评级 强于大市

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

行业走势图



资料来源: 贝格数据

相关报告

- 《银行-行业专题研究: 理财子公司发行了哪些新产品?》2019-07-10
- 《银行-行业专题研究: 当前银行资产质量怎么看?》2019-06-12
- 《银行-行业点评: 业绩明显改善, 资产质量向好》2019-05-09

银行“类货基”资产配置三大特征

银行“类货基”收益率中枢比公募货基高约 100BP。公募货基收益率在 2.4%-2.6% 区间较为集中, 类货基在 3.4%-3.6% 区间较为集中, 两个区间刚好相差 100BP。为什么“类货基”的收益率会更高呢? 由于目前受到的约束相对宽松, “类货基”提高的收益率可以有三种方式: 资质略微下沉、拉长资产久期、加杠杆。在资产配置上表现出三大特征: 1) 大多没有充分使用杠杆, 尽管公募理财杠杆率上限在 140%, 但大多数“类货基”都控制在 120% 附近及以下; 2) 多数依托投资较大比例的国股行二级资本债、同业借款来提升收益率, 其中, 同业借款主要投向金融租赁、消费金融、AMC 等非银持牌金融机构, 收益率一般高于同业存单; 3) 适当拉长资产久期, 兴业·添利 1 号, 19Q1 末其期限在 91 天以上的资产占比 73.7%, 而期限在 30 天(含) 以内的负债占比 78.9%, 提振整体收益率, 增加客户吸引力, 规模上升较快。

“类货基”产品靠什么提升收益率?

1) 拉长资产久期, 以兴业·“添利 1 号”为例。其资产端久期较长, 可实现较高收益率。且资管部可从总行获得流动性支持, 为较大的赎回垫资, 问题并不太大。2) 二级资本债策略, 以平安·天天成长 B 为例。从 19Q1 末到 19Q2 末, 杠杆率从约 140% 降到了约 120%, 前十大持仓中二级资本债占比 12.5%, 发行主体上更偏好大行。3) 增配同业借款, 以上海·福利派为例。同业借款收益率较高, 故而受到类货基的青睐。前十大持仓中, 同业借款占 6 席(占比 39.1%), 其中 5 笔给到了金租(占比 30.7%)。从同业存单到同业借款, 可视作信用下沉, 以获得较高的收益率。4) 配置信用债, 以宁波·天利鑫 B 款为例。19Q2 末前十大持仓有 11% 的同业存单+政金债, 另有 12.6% 的企业债+城投债。既有保证流动性的部分, 又有信用债来博取较高收益。

市值法 vs 摊余成本法, 市值法“类货基”行路难

“类货基”产品中, 摊余成本法、市值法是并存的。例如, 光大就有两条路线: 1) 以摊余成本计价的“光银现金 A”, 能避免净值的过大波动, 故在资产配置上保有较高的自由度, 从而能以较高收益吸引客户、迅速上量; 2) 以市值法计价的“阳光碧”, 虽然目前客户接受度不高, 但可为市值法积累经验。市值法“类货基”规模扩张较慢。光银现金 A 于 18 年 2 月成立, 到 19 年 2 季末规模已达 1088 亿; 而阳光碧和阳光金·日添利在 19 年 2 季末的规模分别为 12 亿、125 亿, 不仅规模相对较小, 扩张速度也不高。

投资建议: 类货基提振收益率有道, 理财子公司前途光明

银行“类货基”可以通过拉长资产久期、投资较高收益品种(二级资本债、同业借款、信用债等)、加杠杆等方式提振收益率。银行股龙头(招行、宁波、平安)年初以来涨幅已不低, 短期性价比有所下降, 个股上可兼顾龙头及滞涨个股, 如低估值、基本面较好的光大、工行、兴业等。

风险提示: 对类货基的监管政策收紧; 净值型产品推广不及预期。

重点标的推荐

股票代码	股票名称	收盘价 2019-07-22	投资 评级	EPS(元)				P/E			
				2018A	2019E	2020E	2021E	2018A	2019E	2020E	2021E
000001.SZ	平安银行	13.85	买入	1.45	1.69	2.05	2.47	9.55	8.20	6.76	5.61
601398.SH	工商银行	5.64	增持	0.84	0.88	0.94	1.01	6.71	6.41	6.00	5.58
601818.SH	光大银行	3.79	买入	0.64	0.70	0.76	0.84	5.92	5.41	4.99	4.51
601166.SH	兴业银行	18.37	买入	2.92	3.33	3.85	4.31	6.29	5.52	4.77	4.26
600036.SH	招商银行	36.37	增持	3.19	3.58	3.99	4.47	11.40	10.16	9.12	8.14

资料来源: 天风证券研究所, 注: PE=收盘价/EPS



内容目录

1. 银行“类货基”资产配置特点.....	4
1.1. 收益率中枢高出货基约 100BP	4
1.2. 多数没有充分运用杠杆	4
1.3. 配置相对较高收益的资产	5
1.4. 适当拉长资产久期以提高收益率	5
2. 纵观银行“类货基”提升收益率之策略.....	6
2.1. 兴业-现金宝“添利 1 号”：拉长资产久期	6
2.2. 平安-天天成长 B：二级资本债	7
2.3. 上海-福利派：借款金租	9
2.4. 宁波-天利鑫 A/B：信用债	10
3. 市值法 vs 摊余成本法，市值法类货币行路难.....	12
3.1. 光大银行的两条路线.....	12
3.2. 光银现金 A：主投二级资本债	13
3.3. 阳光碧&阳光金·日添利：同业存单+城投债	14
4. 投资建议：类货基提振收益率有道，理财子公司前途光明	16
5. 风险提示.....	17

图表目录

图 1：公募货基和银行“类货基”七日年化收益率分布情况（19 年 7 月 3 日统计）	4
图 2：兴业银行-添利 1 号产品规模变化（亿元）	6
图 3：2019 年 1 季末兴业银行-添利 1 号资产配置（亿元）	6
图 4：18Q2-19Q2 兴业银行-添利 1 号资产配置变化情况	6
图 5：七日年化收益对比——天天成长 C 款比 B 款的收益率弹性更大	8
图 6：平安银行天天成长 B 款资产配置（占总资产的比例）	8
图 7：天天成长 B 款所投资债券占资产净值的比例	8
图 8：18Q4-19Q2 天天成长 B 款前十大持仓变化趋势	9
图 9：19Q1-Q2 上海银行“福利派”A 款资产配置	9
图 10：19Q1-Q2 上海银行“福利派”前十大持仓大类	9
图 11：宁波银行-天利鑫 A 整体资产配置	10
图 12：宁波银行-天利鑫 B 整体资产配置	10
图 13：宁波银行天利鑫 A（左侧）和天利鑫 B（右侧）十大持仓大类资产	11
图 14：2019 年 2 季末，光大银行三款“类货币”产品规模（单位：亿元）	12
图 15：阳光碧的净值表现不及阳光金·日添利（截至 19 年 6 月）	13
图 16：光银现金 A 当日年化收益率情况（截至 19 年 7 月 21 日）	13
图 17：18Q2-19Q2 光银现金 A 资产配置情况	13
图 18：18Q2-19Q2 光银现金 A 前十大持仓情况	13
图 19：18Q2-19Q2 阳光碧资产配置情况	14
图 20：18Q2-19Q2 阳光碧前十大持仓情况	14

图 21: 18Q3-19Q2 阳光金·日添利资产配置情况	15
图 22: 18Q3-19Q2 阳光金·日添利前十大持仓情况	15
表 1: 截至 7 月 21 日, 样本类货基产品最新披露收益率/净值	4
表 2: 部分样本“类货基”产品各报告期末杠杆率情况	5
表 3: 兴业银行-现金宝·添利 1 号 2019 年 1 季末十大持仓	7
表 4: 兴业银行-现金宝·添利 1 号资产负债期限匹配情况	7
表 5: 18Q4-19Q2 天天成长 B 款前十大持仓变化情况	8
表 6: 18Q4-19Q1-19Q2 天天成长 B 款前十大持仓	10
表 7: 19Q1-19Q2 宁波银行-天利鑫 A 款前十大持仓明细	11
表 8: 19Q1-19Q2 宁波银行-天利鑫 B 款前十大持仓明细	11
表 9: 18Q2-19Q2 光银现金 A 前十/五大持仓情况	13
表 10: 18Q3-19Q2 阳光碧前十大持仓情况	14
表 11: 18Q3-19Q2 阳光碧前十大持仓情况	15

1. 银行“类货基”资产配置特点

1.1. 收益率中枢高出货基约 100BP

银行“类货基”收益率中枢比公募货基高约 100BP。选取 734 只公募货基，以及 36 只银行“类货基”产品（仅选取披露七日年化收益率的现金管理类产品），对比二者截至 7 月 3 日的七日年化收益率。画出分布图后发现，以 0.2% 为步长，公募货基收益率在 2.4%-2.6% 区间较为集中，类货基在 3.4%-3.6% 区间较为集中，两个区间刚好相差 100BP。八成以上 (82.8%) 的货基七日年化在 2%-3% 之间，八成以上 (83.3%) 的“类货基”七日年化在 3%-4% 之间。

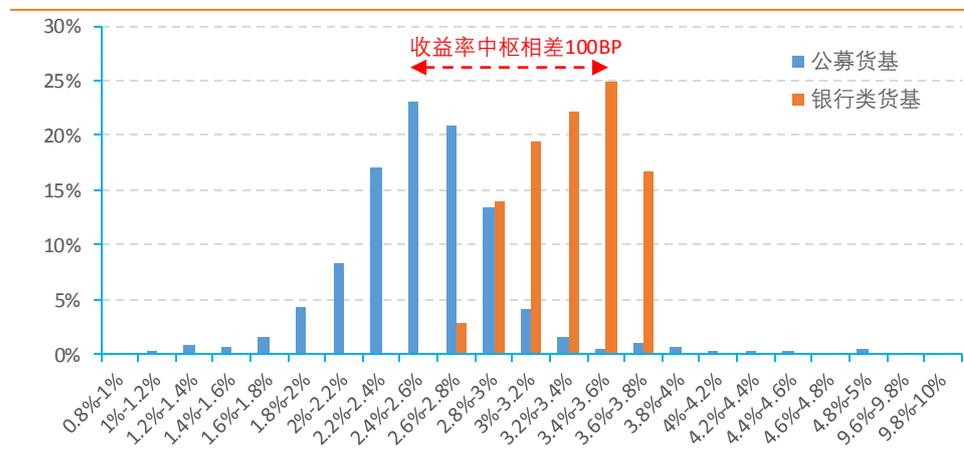
表 1：截至 7 月 21 日，样本类货基产品最新披露收益率/净值

银行	产品名称	七日年化/ 净值	银行	产品名称	七日年化/ 净值
光大银行	光银现金 A	3.5780%	兴业银行	添利 1 号	3.6550%
光大银行	阳光金·日添利	1.0678	上海银行	福利派	3.5680%
光大银行	阳光碧	1.0395	宁波银行	天利鑫 A	3.5307%
平安银行	天天成长 B	3.3850%	宁波银行	天利鑫 B	3.8551%
平安银行	天天成长 C	3.4357%			

资料来源：银行官网及 APP，天风证券研究所

为什么“类货基”的收益率会更高呢？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，而类货基目前暂无久期要求；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。

图 1：公募货基和银行“类货基”七日年化收益率分布情况（19 年 7 月 3 日统计）



资料来源：WIND，天风证券研究所

1.2. 多数没有充分运用杠杆

“类货基”提高的收益率可以有三种方式：1) **资质略微下沉**；2) **拉长资产久期**；3) **加杠杆**。上市银行中，光大、兴业、平安、上海、宁波为其类货基产品披露了季报或运作报告。从中一般都能够看到资产配置情况和杠杆率情况，但久期却少有披露。我们先来看杠杆率。

“类货基”大多没有充分使用杠杆。尽管按照资管新规的要求，银行公募理财杠杆率上限在 140%，但大多数“类货基”都控制在 120% 附近及以下。宁波银行的天利鑫 A/B 款几乎没有使用杠杆。尤其是，19 年 2 季度以来，能观察到部分产品的杠杆率在下降。平安银

行的天天成长 B 款/C 款, 在 18Q4 和 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。这可能是因为高风险金融机构处置, 通过卖出回购加杠杆的成本有所升高。

表 2: 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	18Q2	18Q3	18Q4	19Q1	19Q2
1	平安银行	天天成长 B			139.32%	138.87%	118.74%
2	平安银行	天天成长 C				139.35%	120.05%
3	兴业银行	添利 1 号	107.54%	105.00%	117.60%	113.30%	-
4	上海银行	福利派				104.52%	121.17%
5	宁波银行	天利鑫 A				100%	100%
6	宁波银行	天利鑫 B				100%	101.63%

资料来源: 理财产品公告, 天风证券研究所

1.3. 配置相对较高收益的资产

(一) 增配同业借款, 减配同业存单

部分产品出现同业存单持仓下降、同业借款持仓提高。一来可能是资质较好的银行同业存单利率下行, 投资回报低; 二来可能是高风险金融机构处置的背景下, 中小行存单持有风险或有上升。因此, 我们观察到, 部分产品同业存单的持仓比例下降。19 年二季度, 宁波银行天利鑫 B 十大持仓中, 同业存单持仓比例从 19.2% 下降到 6.9%; 平安银行天天成长 B 款从 9.4% 下降到 0%。同时, 有些产品的十大持仓出现以同业借款为主导的现象。例如, 19 年 2 季末, 上海·福利派同业借款占 51.1% (占整体资产), 宁波·天利鑫 A 款同业借款 48.9% (前十大持仓)。就我们观察到的范围, 这些同业借款, 大多数借给了金融租赁公司、消费金融公司、四大 AMC。对这些非银持牌金融机构的借款, 不同于企业贷款, 银行理财将其视作类似银行存款的标准化资产。

(二) 配置商业银行二级资本债

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。例如, 19 年 1 季末光大·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 19.8%; 19 年 2 季末平安·天天成长 B 款前十大持仓中二级资本债占资产净值比 12.5%。

(三) 配置信用债, 资质略微下沉

“类货基”也可通过适当持有信用债来提振收益。例如, 19 年 1 季末光大·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 16.1%。宁波·天利鑫 19 年 2 季末的十大持仓中有 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%。

1.4. 适当拉长资产久期以提高收益率

适当拉长资产久期以提高产品收益率, 增加对客户的吸引力。在我们采集的 9 款类货基样本中, 只有兴业银行添利 1 号, 在季报中披露了资产负债期限情况。截至 19 年 1 季末, 其期限在 91 天以上的资产占比 73.7%, 而期限在 30 天 (含) 以内的负债占比 78.9%, 资产负债期限存在较大的错配。能这样做, 主要是银行资管部可以通过总行获得流动性支持, 可以为较大的赎回垫资, 问题并不太大。但由此可以实现相对公募货基更高的收益率, 从而使产品规模较快上涨。添利 1 号 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。

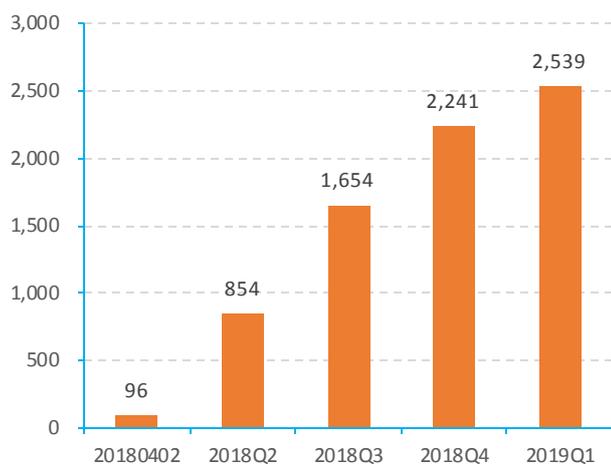
2. 纵观银行“类货基”提升收益率之策略

2.1. 兴业·现金宝“添利1号”：拉长资产久期

高流动性投资占比 45.9%，债券平均久期不超过 3 年。2019 年一季度运作报告披露，a)“银行存款、同业存单、利率债等具有高流动性资产投资占比 45.9%，符合产品协议对于本产品流动性资产最低投资比例（30%）的要求”；b)“投放的资产以中短期限的货币工具、政策性金融债、高评级信用债为主”；c)“其中货币工具期限以 1 年内为主，债券的久期不超过 3 年，信用债主体评级均在 AA+ 以上”。

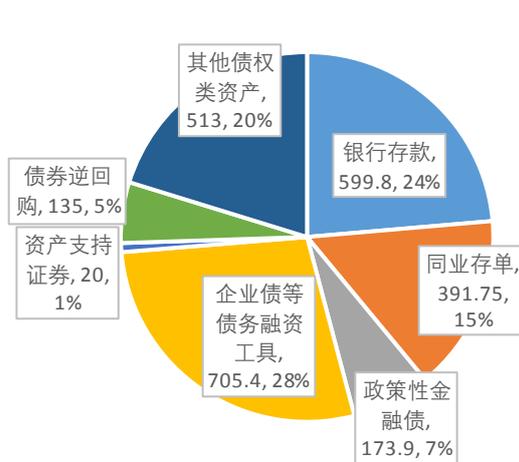
添利 1 号规模上升很快。以兴业银行-添利 1 号为例。产品 18 年 4 月成立时规模仅 96 亿，到 19 年 1 季末资产净值已达 2539 亿。

图 2：兴业银行-添利 1 号产品规模变化（亿元）



资料来源：银行官网，天风证券研究所

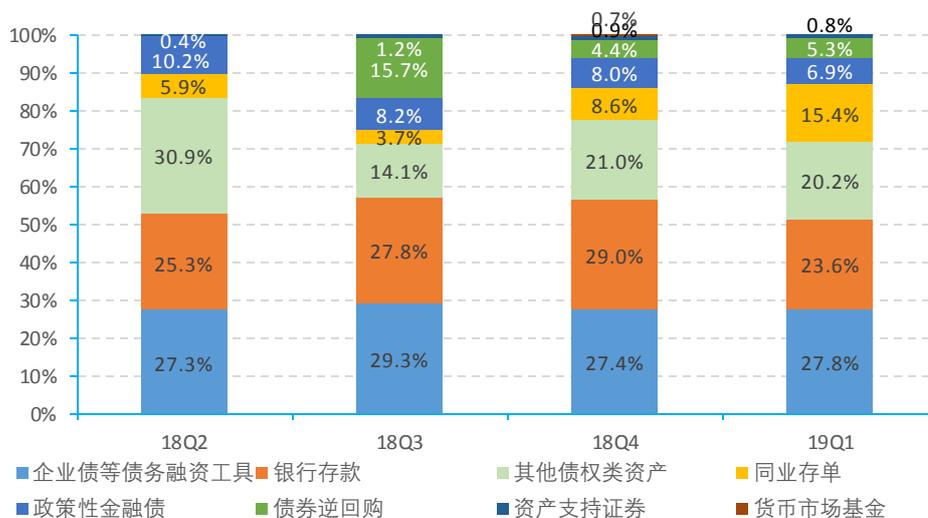
图 3：2019 年 1 季末兴业银行-添利 1 号资产配置（亿元）



资料来源：银行官网，天风证券研究所

资产配置变化情况。1)企业债等债务融资工具占比较高,近几个季度保持在 27%-30%之间,如果期限较长的话,收益也会比较可观;2)其他债权类资产占比较高,18 年中报达到 30.9%但近期有所压缩,到 19Q1 末下降到 20.2%。这个“其他债权类资产”具体投了什么,季报并未披露。

图 4：18Q2-19Q2 兴业银行-添利 1 号资产配置变化情况



资料来源：银行官网，天风证券研究所

前十大持仓与典型的公募货基接近。从 2019 年 1 季末的前十大持仓来看，债券逆回购持仓第一，占比为 3.22%，还有 3 笔银行存款占比 3.52%，1 笔政策性银行债占比 1.32%，其余 5 项全部是证金公司发的金融债，都是流动性较好、收益率不高的品种。**整个产品持仓集中**

度不高。前十大持仓合计占比只有 17.8%，其余的资产，单券规模不会超过 29.7 亿（2539 亿*1.17%=29.7 亿）。

表 3：兴业银行-现金宝·添利 1 号 2019 年 1 季末十大持仓

	资产类型	资产名称	资产规模 (份)	占比
1	逆回购	--	8,184,479,382.00	3.22%
2	债券	19 证金 D01	6,900,000,000.00	2.70%
3	债券	18 证金 D27	5,400,000,000.00	2.11%
4	债券	18 证金 D20	5,000,000,000.00	1.96%
5	债券	18 证金 D29	4,500,000,000.00	1.77%
6	债券	18 农发 09	3,330,000,000.00	1.32%
7	债券	18 证金 D16	3,100,000,000.00	1.21%
8	现金及银行存款	存放同业 20180813001	3,000,000,000.00	1.18%
9	现金及银行存款	存放同业 20181011001	3,000,000,000.00	1.17%
10	现金及银行存款	存放同业 20181011002	3,000,000,000.00	1.17%

资料来源：理财产品运作报告，天风证券研究所

资产端投资久期基本都在 3 年以内。公募货基对债券剩余期限的要求是低于 397 天，添利 1 号在运作公告里要求“债券久期不超过 3 年”，相对宽松得多。而实际上，截至 2019 年 1 季度，添利 1 号期限在 3 年以上的资产占比仅为 1.8%，也即 98.2% 的资产期限都在 3 年以内。适度拉长资产久期，可提高投资收益。91 天以上的资产占比 73.7%，而期限在 30 天（含）以内的资产占比 78.9%，期限存在较大的错配。由此可以实现较高的收益率。但银行资管部可以通过总行获得流动性支持，可以为较大的赎回垫资，问题并不太大。

表 4：兴业银行-现金宝·添利 1 号资产负债期限匹配情况

剩余期限	各期限资产占比	各期限负债占比
30 天（含）以内	12.6%	78.9%
31 天-90 天（含）	13.7%	17.8%
91 天-180 天（含）	10.7%	3.3%
181 天-365 天（含）	35.9%	
1 年-3 年	25.3%	
3 年以上	1.8%	
合计	100.00%	100.00%

资料来源：理财产品公告，天风证券研究所

2.2. 平安·天天成长 B：二级资本债

“类货基”收益率整体呈现下行趋势。平安银行目前在售的类货基，主要是“天天成长”系列（包括 A 款/B 款/C 款）。从 7 日年化收益率来看，C 款的弹性比 B 款略大。但 2018 年 10 月以前收益率在 4% 以上，之后就在 3.5%-4% 之间震荡，19 年 3 月以来，开始向下接近 3.5%。这里我们主要以 B 款为例。

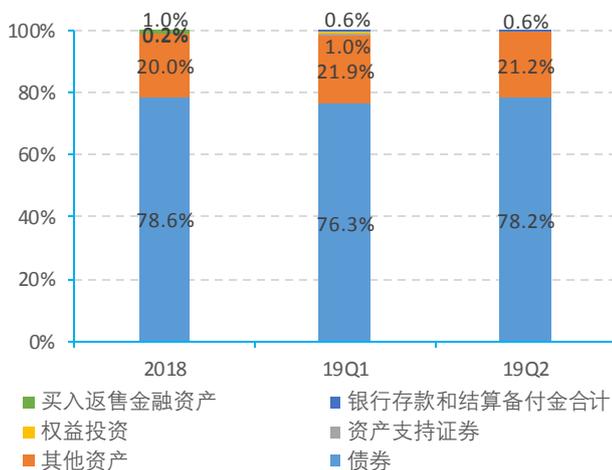
图 5：七日年化收益对比——天天成长 C 款比 B 款的收益率弹性更大



资料来源：银行官网，天风证券研究所

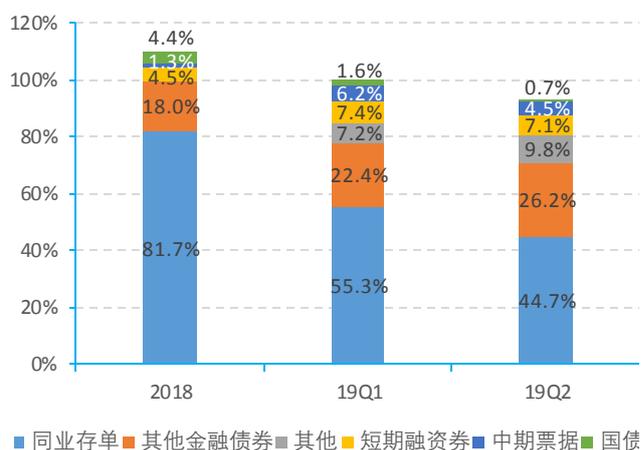
B 款的资产配置主要是债券。大约是 8 成的债券、2 成的其他资产。而在这 8 成的债券中，主体部分是同业存单和金融债；这 2 成的其他资产，主要包括同业借款、应收利息等。

图 6：平安银行天天成长 B 款资产配置（占总资产的比例）



资料来源：银行官网，天风证券研究所

图 7：天天成长 B 款所投资债券占资产净值的比例



资料来源：银行官网，天风证券研究所

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%。

表 5：18Q4-19Q2 天天成长 B 款前十大持仓变化情况

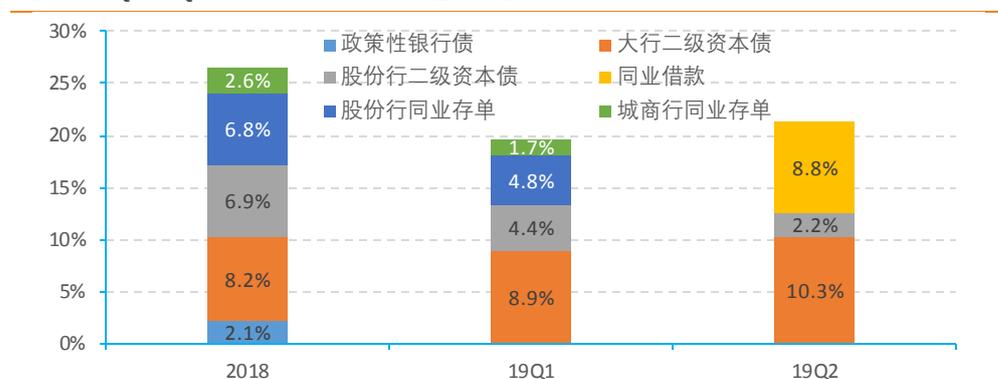
资产名称	No.	2018	No.	19Q1	No.	19Q2	资产类别
18 国开 09	9	2.10%					政策性银行债
拆放同业-同业借款					2	2.59%	同业借款
拆放同业-同业借款					4	2.41%	同业借款
拆放同业-同业借款					6	2.07%	同业借款
拆放同业-同业借款					9	1.72%	同业借款
18 民生银行 CD538	6	2.52%					股份行同业存单
18 浙商银行 CD142	7	2.30%	9	1.45%			股份行同业存单
18 招商银行 CD190	10	1.99%					股份行同业存单
19 浦发银行 CD014			8	1.65%			股份行同业存单
19 浦发银行 CD022			5	1.67%			股份行同业存单

18 中信银行二级 02	1	4.29%	2	2.70%	5	2.19%	股份行二级资本债
18 光大银行 CD196	3	2.63%	6	1.66%			股份行二级资本债
18 建设银行二级 02	2	3.37%	3	2.12%	8	1.72%	大行二级资本债
18 中国银行二级 02	5	2.60%	1	3.37%	1	2.74%	大行二级资本债
18 建设银行二级 01	8	2.20%	10	1.38%			大行二级资本债
18 中国银行二级 01			4	2.06%	10	1.67%	大行二级资本债
18 农业银行二级 01					3	2.43%	大行二级资本债
17 中国银行二级 02					7	1.74%	大行二级资本债
18 北京银行 CD227	4	2.61%	7	1.65%			城商行同业存单

资料来源：理财产品运作报告，天风证券研究所

趋势来看，同业存单换成同业借款，二级资本债回归大行。1) 整体集中度下降，18 年末十大持仓占比 26.6%，到 19 年二季度末下降到 21.3%；2) 同业存单置换为同业借款，18 年末和 19 年一季度末还有 9.4%和 6.4%的同业存单，到 19 年二季度末就换成 8.8%的同业借款了；3) 大行二级资本债占比提升至 10.3%，股份行二级资本债占比下降至 2.2%，风险偏好有下降趋势。

图 8：18Q4-19Q2 天天成长 B 款前十大持仓变化趋势



资料来源：银行官网，天风证券研究所

2.3. 上海·福利派：借款金租

“福利派”分 A/B 款，与一般的公募货基类似。A 款给 1 万起点，面向个人投资者；B 款 100 万起点，面向机构投资者。19Q2 的资产配置中，大约是五成的同业借款、三成的政策性金融债、一成的同业存单。以同业借款为主，不同于一般的公募货基以同业存单为主。同业借款收益率相对较高，受到类货基的青睐。

图 9：19Q1-Q2 上海银行“福利派”A 款资产配置

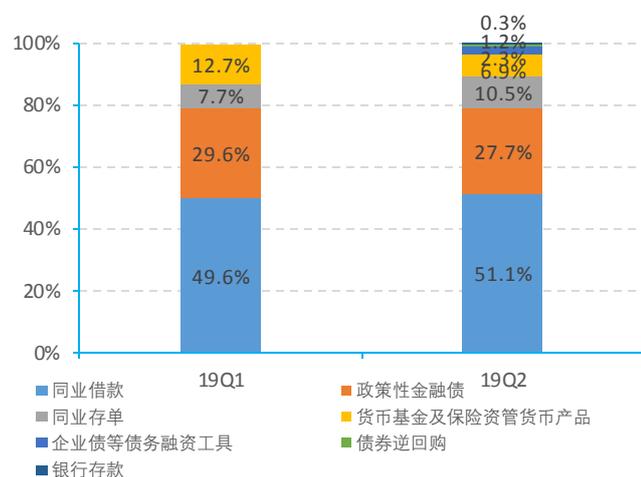
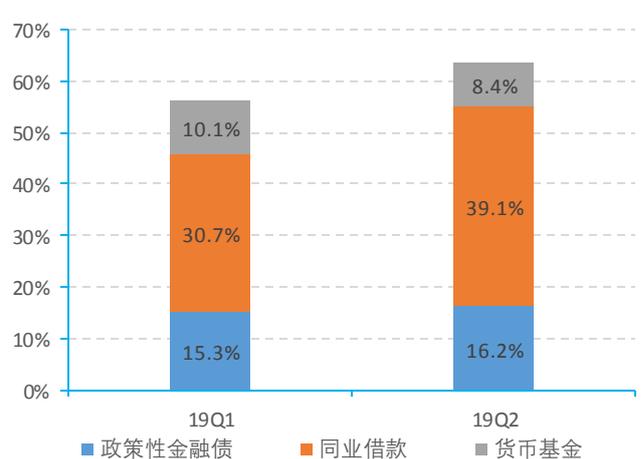


图 10：19Q1-Q2 上海银行“福利派”前十大持仓大类



资料来源：银行官网，天风证券研究所

资料来源：银行官网，天风证券研究所

从19Q1末到19Q2末，1) **十大持仓集中度上升**，从56.1%提升到63.6%；2) **同业借款的分量提升**，从30.7%提升到39.1%。同业借款都给了谁？19Q2依次是：长城资产、兴业金租，各占产品净值的8.37%，苏银金租、徽银金租、山东汇通金租、中国外贸金租各占5.58%。前十大持仓中，**同业借款占6席(占比39.1%)，其中5笔给到金融租赁公司(占比30.7%)**。同业存单的发行人是银行，而同业借款则可以借给非银，这种操作可以视作评级下沉，所换来的，就可能更高的利率。

表 6：18Q4-19Q1-19Q2 天天成长 B 款前十大持仓

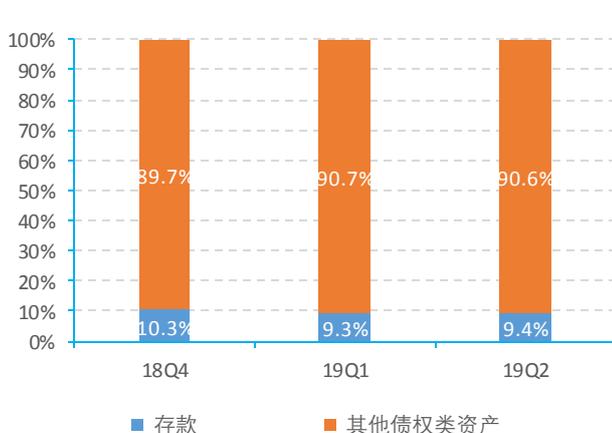
资产名称	No.	19Q1	No.	19Q2	资产类别
TPYWJB 太平洋稳健宝	3	7.59%	1	8.37%	货币基金
建信现金添利货币	10	2.55%			货币基金
长城资产同业借款 JK20171211001	1	7.66%	2	8.37%	同业借款
兴业金融租赁同业借款 JK20190326003	2	7.66%	3	8.37%	同业借款
中证金同业借款 JK20170613001	6	5.11%			同业借款
苏银金租同业借款 JK20190110001	7	5.11%	5	5.58%	同业借款
徽银金租同业借款 JK20190122001	8	5.11%	6	5.58%	同业借款
山东汇通金租同业借款 JK20190509001			7	5.58%	同业借款
中国外贸金融租赁同业借款 JK20190613002			8	5.58%	同业借款
17 农发 12	9	4.85%	9	5.30%	政策性金融债
17 国开 12	5	5.11%	10	5.02%	政策性金融债
15 进出 13	4	5.36%	4	5.86%	政策性金融债

资料来源：理财产品运作报告，天风证券研究所

2.4. 宁波·天利鑫 A/B：信用债

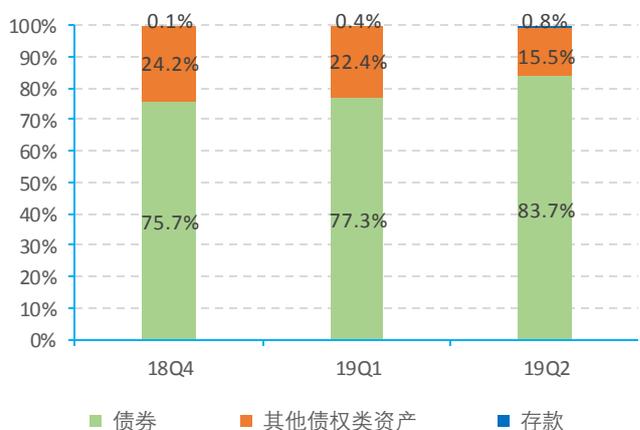
天利鑫 A/B 的资产配置截然不同。天利鑫 A 约有 9 成资产投资于“其他债权类资产”，结合十大持仓中 9 席都是同业借款来看（在资产净值中占比 48.9%），该产品应该是将同业借款计入了“其他债权类资产”，导致该科目比较庞大。天利鑫 B 有 8 成左右的资产投资于债券，2 成投资于其他债权类资产，且 19 年上半年以来，债券占比有提升之势。可见，A 款偏向同业借款，B 款偏向债券。

图 11：宁波银行-天利鑫 A 整体资产配置



资料来源：银行官网，天风证券研究所

图 12：宁波银行-天利鑫 B 整体资产配置

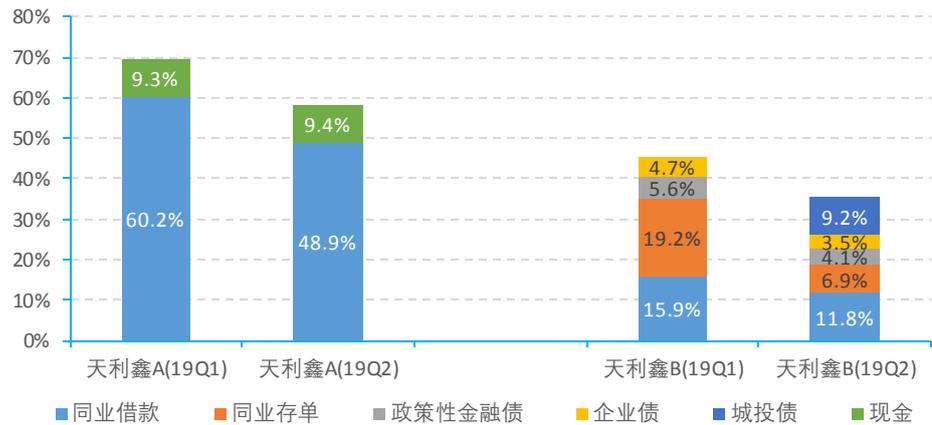


资料来源：银行官网，天风证券研究所

天利鑫 A/B 十大持仓大类资产特点。A 款十大持仓集中度较高，19 年 1 季末、2 季末分别为 69.5%、58.3%；且其中除了 9.3% 左右的现金外，其余全部是同业借款。而 B 款则集中度相对正常，19 年 1 季末、2 季末分别为 45.4%、35.4%；且资产配置相对均衡，同业借款、

同业存单、企业债、城投债各占到相当的份额。

图 13: 宁波银行天利鑫 A (左侧) 和天利鑫 B (右侧) 十大持仓大类资产



资料来源: 理财产品运作报告, 天风证券研究所

天利鑫 A 款配置了较多给金融租赁公司的同业借款。常见的同业借款主体, 有股份行的金融租赁公司 (民生金租、华夏金租、中信金租), 还有四大 AMC 的金租或资产平台 (华融、信达、长城) 等等。19 年前两个季度, 除了长城国兴、华融资产的同业借款以外, 其余的借款主体都是金融租赁公司。

表 7: 19Q1-19Q2 宁波银行-天利鑫 A 款前十大持仓明细

资产名称	No.	19Q1	No.	19Q2	资产类别
现金	3	9.28%	1	9.44%	现金
华融资产同业借款 180515	1	12.50%			同业借款
华夏金租同业借款 190320	2	10.13%	5	6.18%	同业借款
国银金租同业借款 181109	4	8.21%			同业借款
民生金租同业借款 181120	5	6.43%			同业借款
长城国兴同业借款 181212	6	6.01%	10	3.67%	同业借款
甘肃兰银金租同业借款 190301	7	5.94%			同业借款
长江联合金租同业借款 18091702	8	3.96%			同业借款
信达金租同业借款 18102901	9	3.91%			同业借款
民生金租同业借款 181115	10	3.13%			同业借款
华融金租同业借款 190516			2	7.19%	同业借款
中信金租同业借款 19052201			3	6.90%	同业借款
华夏金租同业借款 190326			4	6.85%	同业借款
民生金租同业借款 19052301			6	5.40%	同业借款
民生金租同业借款 190417			7	4.86%	同业借款
民生金租同业借款 19052302			9	3.69%	同业借款
17 晋城银行 0213			8	4.14%	同业借款

资料来源: 理财产品运作报告, 天风证券研究所

天利鑫 B 款前十大持仓主要配置同业借款+城投债。既有 11.8% 的同业借款和 9.2% 的城投债来适当提振收益, 又有 6.9% 的同业存单保障流动性, 是当前比较常见的银行“类货基”配置方式。

表 8: 19Q1-19Q2 宁波银行-天利鑫 B 款前十大持仓明细

资产名称	No.	19Q1	No.	19Q2	资产类别
16 农发 20	2	5.56%	2	4.06%	政策性金融债
招联消费金融同业借款 180605	1	7.56%			同业借款

佛山海晟金租同业借款 180614	5	4.61%		同业借款	
华融金租同业借款 180612	6	3.69%		同业借款	
长江联合金租同业借款 18091702			1	4.57%	同业借款
中邮消费金融同业借款 190522			3	3.61%	同业借款
兴业消费同业借款 190614			4	3.60%	同业借款
18 北京银行 CD171	4	4.65%	7	3.40%	同业存单
18 招商银行 CD198	7	3.67%			同业存单
18 汉口银行 CD153	8	3.64%			同业存单
18 浙江泰隆商行 CD075	9	3.63%			同业存单
18 西安银行 CD054	10	3.63%			同业存单
19 徽商银行 CD035			5	3.49%	同业存单
18 六合国资 PPN002	3	4.71%	6	3.47%	企业债
18 国兴 01			8	3.24%	城投债
18 滨城 01			9	3.13%	城投债
16 京开 01			10	2.79%	城投债

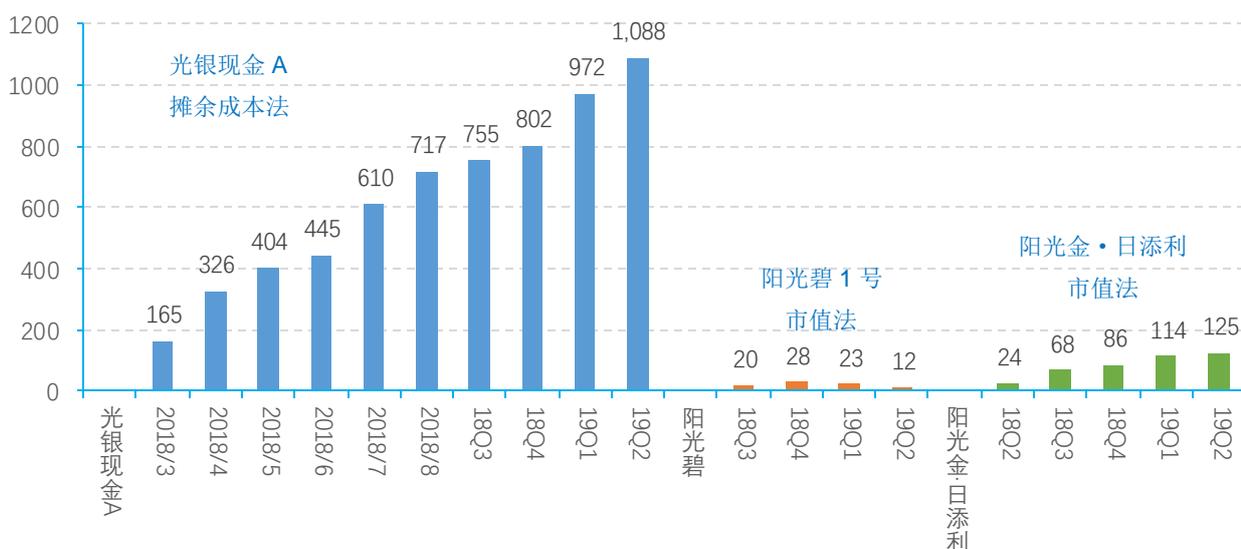
资料来源：理财产品运作报告，天风证券研究所

3. 市值法 vs 摊余成本法，市值法类货币行路难

3.1. 光大银行的两条路线

光大的现金管理类产品分两条路线。一类是以摊余成本计价的，以“光银现金 A”为代表，另一类是以市值法计价的，以“阳光金·日添利”和“阳光碧”为代表。两条路线的扩容难度不同。光银现金 A 在 18 年 2 月份成立，到 19 年 2 季末规模已达 1088 亿元，规模扩张迅速；而阳光碧和阳光金·日添利到 19 年 2 季末的规模分别为 12 亿、125 亿，不仅规模相对较小，扩张速度也不高。主要是市值法估值下，产品净值波动较大，从而客户接受度不高的缘故。特别地，阳光碧 1 号的规模还有所下滑，从 18 年末的 28 亿下降到了 19 年 2 季末的 12 亿。

图 14：2019 年 2 季末，光大银行三款“类货币”产品规模（单位：亿元）

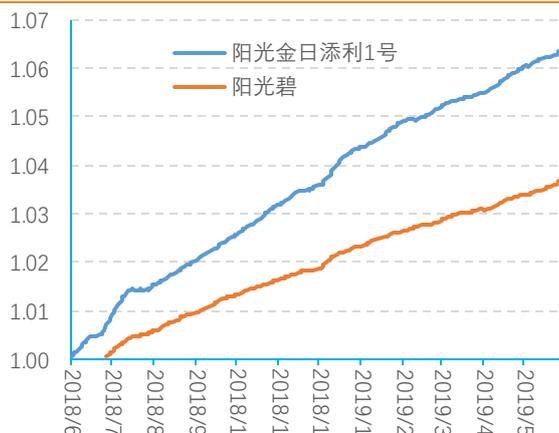


资料来源：理财产品运作报告，天风证券研究所

摊余成本法的“类货币”，能避免净值的过大波动，故在资产配置上保有较高的自由度，从而能以较高收益吸引客户、迅速上量；市值法的“类货币”则代表了资管行业以公允价值估值的大方向，如果后续监管要求现金管理类银行理财全面转为市值法的话，提前以市

值法运作，能提前积累经验，应对未来的适应性更强。因此，市面上现存的“类货基”产品中，摊余成本法、市值法是并存的。

图 15: 阳光碧的净值表现不及阳光金·日添利 (截至 19 年 6 月)



资料来源: 理财产品公告, 天风证券研究所

图 16: 光银现金 A 当日年化收益率情况 (截至 19 年 7 月 21 日)

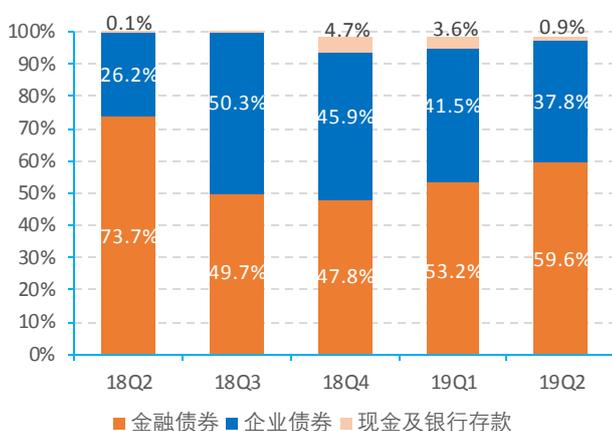


资料来源: 理财产品公告, 天风证券研究所

3.2. 光银现金 A: 主投二级资本债

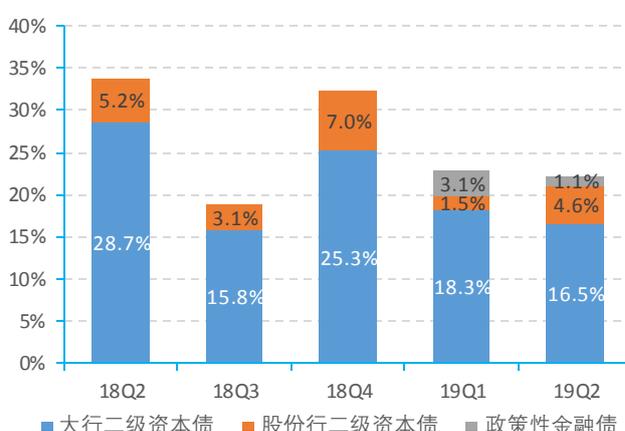
光银现金 A 配置了较多的二级资本债。整个组合主要是金融债券和企业债券, 19 年 2 季末金融债券占比接近 6 成, 企业债券接近 4 成。从前十大持仓来看 (18Q2、18Q3 仅统计前五大), 除了 19 年 1 季末以来有 1-2 笔政策性金融债之外, 其余时候都由二级资本债占据。19 年 2 季末的前十大持仓中, 大行二级资本债在资产净值中占比 16.5%, 股份行的二级资本债占 4.6%。

图 17: 18Q2-19Q2 光银现金 A 资产配置情况



资料来源: 理财产品公告, 天风证券研究所

图 18: 18Q2-19Q2 光银现金 A 前十大持仓情况



资料来源: 理财产品公告, 天风证券研究所

18 年末以来, 前十大持仓基本被二级资本债占据。从 18 年 4 季末到 19 年 2 季末的 3 个时点来看, 前十大持仓共涉及 13 只个券, 其中由 11 只都是二级资本债。表明: 1) 前十大持仓较稳定, 前 5 只二级资本债至少持有 1 年时间, 另有 3 只至少持有半年时间, 为获得相对较高的收益, 而牺牲了一些流动性; 2) 更偏好大行发行的二级资本债, 风险偏好较低; 3) 政策性银行债在前十大末位, 并非配置的主力。

表 9: 18Q2-19Q2 光银现金 A 前十/五大持仓情况

资产名称	18Q2	18Q3	18Q4	19Q1	19Q2	资产分类
17 交通银行二级	8.99%	5.30%	4.94%	3.56%	3.22%	大行二级资本债
15 邮储银行二级 01	8.54%	3.95%	4.69%	3.87%	3.49%	大行二级资本债
17 农业银行二级	5.62%	3.31%	3.09%	2.54%	2.30%	大行二级资本债

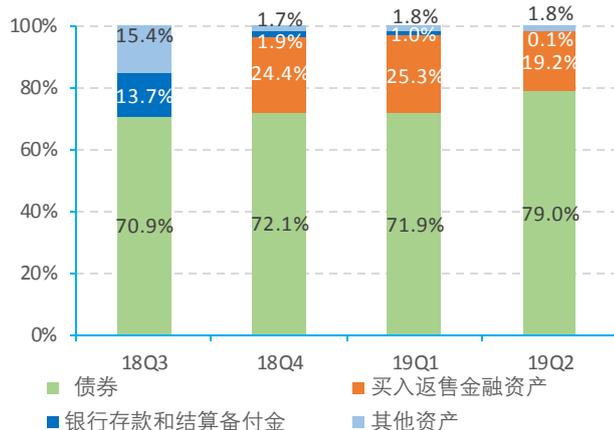
17 中国银行二级 01	5.51%	3.25%	3.02%	2.49%	2.25%	大行二级资本债
15 浦发银行二级	5.17%	3.05%	5.18%		3.40%	股份行二级资本债
14 交行二级 01			2.47%			大行二级资本债
17 工商银行二级 01			2.47%	2.04%	1.84%	大行二级资本债
17 工商银行二级 02			2.47%	2.04%	1.84%	大行二级资本债
17 民生银行二级 02			2.10%	1.73%	1.56%	大行二级资本债
15 恒丰银行二级			1.85%	1.53%		股份行二级资本债
14 国开 27				1.58%	1.10%	政策性银行债
16 农发 08				1.52%		政策性银行债
17 民生银行二级 01					1.19%	股份行二级资本债

资料来源：理财产品运作报告，天风证券研究所

3.3. 阳光碧&阳光金·日添利：同业存单+城投债

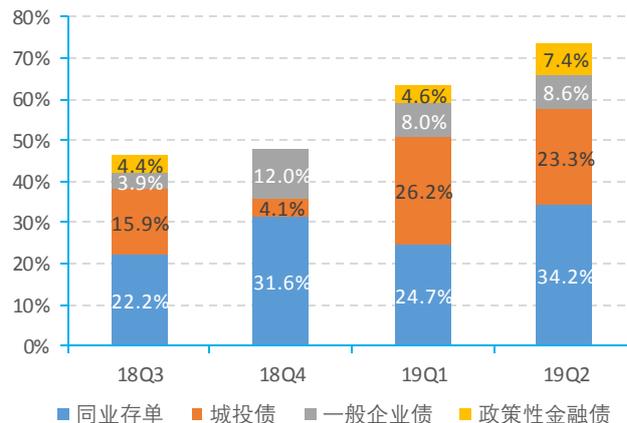
阳光碧以同业存单和城投债为主。18年4季末以来的资产配置中，债券约占8成、买入返售金融资产约占2成。这里的“债券”是广义的，包括同业存单、城投债、一般企业债、政策性金融债等。因此可以说，阳光碧，在投资资产选择上已在向公募货基贴近。前十大持仓在资产净值中的占比在提升，从18年3季末的46.4%提升至19年2季末的73.5%。但这主要是因为产品规模在收缩，从18年末的28亿收缩至19年2季末的12亿。

图 19：18Q2-19Q2 阳光碧资产配置情况



资料来源：理财产品公告，天风证券研究所

图 20：18Q2-19Q2 阳光碧前十大持仓情况



资料来源：理财产品公告，天风证券研究所

前十大持仓的变动相对频繁。1) 对前十大持仓 4 个季度末的统计中，共涉及 23 只个券，表明调仓相对较频繁；2) 19 年 2 季末的十大持仓中，同业存单占资产净值比位 34.2%，城投债+一般企业债占比为 31.9%，二者的体量相当，以前者保证流动性，以后者提升收益率，这是平衡的做法。

表 10：18Q3-19Q2 阳光碧前十大持仓情况

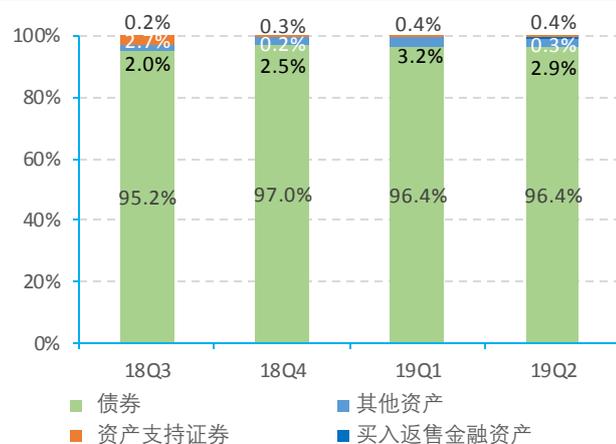
资产名称	18Q3	18Q4	19Q1	19Q2	资产分类
09 武城投债	4.00%				城投债
14 云能投 MTN001	3.97%	4.11%	5.41%		城投债
16 川铁投 PPN001	3.95%				城投债
16 陕交建 PPN002	3.95%				城投债
19 鄂交投 SCP001			7.42%	8.60%	城投债
14 湘高速 MTN001			6.97%	8.65%	城投债
19 桂交投 SCP001			6.36%	6.01%	城投债
15 环球租赁 MTN001	3.93%				一般企业债

18 大唐集 SCP005	6.00%				一般企业债
18 华电江苏 SCP005	5.99%	7.97%	8.60%		一般企业债
18 民生银行 CD503	6.49%			8.34%	同业存单
18 深圳前海微众银行 CD023	5.86%		6.14%		同业存单
18 徽商银行 CD126	4.94%				同业存单
18 厦门国际银行 CD205	4.89%	3.86%			同业存单
18 浦发银行 CD389	5.95%				同业存单
18 平安银行 CD300	4.67%	6.21%	5.86%		同业存单
18 青岛银行 CD184	4.67%	6.21%	5.87%		同业存单
18 深圳前海微众银行 CD023	4.62%				同业存单
18 江苏银行 CD260	3.96%				同业存单
18 江苏银行 CD152	3.86%				同业存单
19 浦发银行 CD18				8.34%	同业存单
19 兴业银行 CD126			6.17%	5.83%	同业存单
14 国开 19	4.42%	4.57%	7.36%		政策性金融债

资料来源：理财产品运作报告，天风证券研究所

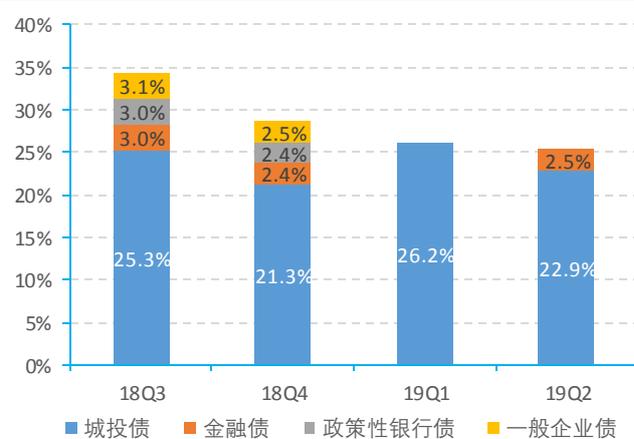
阳光金·日添利 1 号主要配置城投债。观察 18 年 3 季末到 19 年 2 季末这 4 个时点，债券在其资产净值中的占比都在 95%以上，令这款产品与投资风格上与公募债基类似。前十大持仓体现出浓厚的城投债偏好。前十大持仓中的城投债，在资产净值中要占到 1/4 左右，而其他的券种占比都较低；特别地，其中并没有出现同业存单或存款类的较高流动性的品种。

图 21：18Q3-19Q2 阳光金·日添利资产配置情况



资料来源：理财产品公告，天风证券研究所

图 22：18Q3-19Q2 阳光金·日添利前十大持仓情况



资料来源：理财产品公告，天风证券研究所

前十大持仓清单表现出“类债基”的风格。1) 4 个季末时点共涉及 18 只个券，调仓频率一般；2) 有 3 只城投债至少已持有了 3 个季度，有 6 只至少持有了 1 个季度；3) 19 年 2 季末除了一笔占比 3.13%的国开债之外，有 22.9%的城投债，作为每日申赎的现金管理类资产，投资风格上却能接近债基，这是银行理财的优势之一。

表 11：18Q3-19Q2 阳光金·日添利前十大持仓情况

资产名称	18Q3	18Q4	19Q1	19Q2	资产分类
17 泰交 01	5.98%	6.03%	4.62%	4.01%	城投债
16 南昌水利 PPN001	4.53%	3.64%			城投债
18 联发 01	4.42%	3.57%	2.73%	2.51%	城投债
14 锡交通 PPN003	4.21%	3.21%	2.46%	2.25%	城投债
14 成交投 MTN001	3.11%				城投债
15 镇城 01	3.08%				城投债

18 江水 02		2.47%	1.89%		城投债
17 富阳债		2.42%	1.85%		城投债
18 京发 01			3.63%	3.33%	城投债
18 济高 02			3.60%	3.31%	城投债
18 首股 01			2.73%	2.51%	城投债
17 虞资 01			2.72%	2.50%	城投债
18 饶城投债				2.51%	城投债
15 宁高新 PPN001				2.46%	城投债
17 华融 C1	3.00%	2.42%			金融债
17 东吴 03	2.99%	2.41%			金融债
17 苏宁 01	3.05%	2.46%			一般企业债
18 国开 09	4.15%	4.52%	3.44%	3.13%	政策性银行债

资料来源：理财产品运作报告，天风证券研究所

4. 投资建议：类货基提振收益率有道，理财子公司前途光明

（一）银行“类货基”资产配置的三大特征

银行“类货基”收益率中枢比公募货基高约 100BP。公募货基收益率在 2.4%-2.6% 区间较为集中，类货基在 3.4%-3.6% 区间较为集中，两个区间刚好相差 100BP。为什么“类货基”的收益率会更高呢？由于目前受到的约束相对宽松，“类货基”提高的收益率可以有三种方式：资质略微下沉、拉长资产久期、加杠杆。在资产配置上表现出三大特征：1) 大多没有充分使用杠杆，尽管公募理财杠杆率上限在 140%，但大多数“类货基”都控制在 120% 附近及以下；2) 多数依托投资较大比例的国股行二级资本债、同业借款来提升收益率，其中，同业借款主要投向金融租赁、消费金融、AMC 等非银持牌金融机构，收益率一般高于同业存单；3) 适当拉长资产久期，兴业·添利 1 号，19Q1 末其期限在 91 天以上的资产占比 73.7%，而期限在 30 天（含）以内的负债占比 78.9%，提振整体收益率，增加客户吸引力，规模上升较快。

（二）“类货基”产品靠什么提升收益率？

1) 拉长资产久期，以兴业·“添利 1 号”为例。其资产端久期较长，可实现较高收益率。且资管部可从总行获得流动性支持，为较大的赎回垫资，问题并不太大。2) 二级资本债策略，以平安·天天成长 B 为例。从 19Q1 末到 19Q2 末，杠杆率从约 140% 降到了约 120%，前十大持仓中二级资本债占比 12.5%，发行主体上更偏好大行。3) 增配同业借款，以上海·福利派为例。同业借款收益率较高，故而受到类货基的青睐。前十大持仓中，同业借款占 6 席（占比 39.1%），其中 5 笔给到了金租（占比 30.7%）。从同业存单到同业借款，可视作信用下沉，以获得较高的收益率。4) 配置信用债，以宁波·天利鑫 B 款为例。19Q2 末前十大持仓有 11% 的同业存单+政金债，另有 12.6% 的企业债+城投债。既有保证流动性的部分，又有信用债来博取较高收益。

（三）市值法 vs 摊余成本法，市值法“类货基”行路难

“类货基”产品中，摊余成本法、市值法是并存的。例如，光大就有两条路线：1) 以摊余成本计价的“光银现金 A”，能避免净值的过大波动，故在资产配置上保有较高的自由度，从而能以较高收益吸引客户、迅速上量；2) 以市值法计价的“阳光碧”，虽然目前客户接受度不高，但可为市值法积累经验。市值法“类货基”规模扩张较慢。光银现金 A 于 18 年 2 月成立，到 19 年 2 季末规模已达 1088 亿；而阳光碧和阳光金·日添利在 19 年 2 季末的规模分别为 12 亿、125 亿，不仅规模相对较小，扩张速度也不高。

投资建议：类货基提振收益率有道，理财子公司前途光明

银行“类货基”可以通过拉长资产久期、投资较高收益品种（二级资本债、同业借款、信

用债等)、**加杠杆**等方式提振收益率。银行股龙头(招行、宁波、平安)年初以来涨幅已不低,短期性价比有所下降,个股上可兼顾龙头及滞涨个股,如低估值、基本面较好的光大、工行、兴业等。

5. 风险提示

对类货基的监管政策收紧;净值型产品推广不及预期。

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