

## 行业研究

## 八问现金管理类理财

## ——对现金管理类理财正式稿的点评

## 要点

6月11日，银保监会、人民银行发布《关于规范现金管理类理财产品管理有关事项的通知》（简称“《正式稿》”），距2019年12月征求意见稿发布后近一年半，现金管理类理财正式稿出台。

**何为现金管理类理财？** 现金管理类理财是指仅投资于货币市场工具，每个交易日可办理产品份额认购、赎回的商业银行或者银行理财子公司理财产品；同时，在产品名称中使用“货币”“现金”“流动”等类似字样的理财产品视为现金管理类理财产品。2018年7月，**现金管理类产品概念首次出现在监管文件中**；截至1Q21，现金管理类产品规模**7.34万亿元**，在银行非保本理财中占比近三成。

**现金管理类理财何以高速发展？** 现金管理类理财符合客户稳健投资诉求，同时兼具较好的流动性与收益。现金管理类理财在收益及申赎条件等方面的客户体验优于货基，同时，**银行具有借助现金管理类理财做大净值型产品规模的动机。**

**规范发展现金管理类理财的主要考虑？** 对现金管理类理财业务进行规范，有利于促进公平竞争，防范监管套利。**防范流动性风险因素是最主要考量**；同时，也有助于强化商业银行负债管理，推动继续降低实体经济融资成本。

**现金管理类理财的资产配置情况如何？** 市场对《正式稿》将基本比照《征求意见稿》有比较一致的预期，部分银行基于前期《征求意见稿》，主动在资产配置、久期匹配、杠杆率等方面对现金管理类理财进行了一定调整。从资产配置角度来说，我们跟踪样本银行的现金管理类理财产品，也能发现按照《征求意见稿》政策思路进行持仓调整的安排，如债券剩余期限缩短，资产端增配高流动性资产，二级资本债、永续债等资本工具配置有所调整等。从收益率走势上来看，现金管理类理财收益率下降，但是相较货币市场基金收益率仍有明显优势。

**《正式稿》较《征求意见稿》有何变化？** 《正式稿》与《征求意见稿》大体保持一致，并未做大幅改动，变化主要体现在：1) 设置了较长过渡期，促进相关业务平稳过渡；2) 适度放宽对AAA级同一银行存款及同业存单的投资集中度限制；3) 对银行资本补充工具设置了“新老划断”安排。

**正式稿推出后如何改变现金管理类理财的资产配置行为和债券市场？对资产配置行为的影响主要体现在：** 现金管理类理财规模扩张将有所收敛，部分存量现金管理类理财的资产端配置面临调整，新增资产对短久期、高流动性资产配置的需求提升；**现金管理类理财产品被规范，所形成的最大影响是对于前期资产端“拉长久期”的修正，体现在收益类曲线上，可能表现为：短端利率下行而中长期利率维持高位所导致的收益率曲线陡峭化，以及信用利差的走阔。**

**对银行资本工具定价影响几何？** 虽有过渡期设置及“新老划断”安排，但现金管理类理财对资本工具价格冲击恐怕不低，**可能造成银行资本工具定价上扬**。主要体现在对于永续债等存量银行资本补充债券处置，以及二级资本债的期限认定与新增配置能力存在不确定性。增量资本工具投资方面，其他类型理财产品可能吸纳度不足、永续债的发行投资双方均按债权资产分类的可能性也不大。未来需要更多拓展保险资管、养老理财等长期资金投资银行资本工具。

**风险分析：** 现金管理类理财资产端结构调整过程中，可能对部分债券类资产产生较强抛压；后续增量资金对资本工具的配置行为具有一定不确定性，仍待明确。

## 银行业

## 买入（维持）

## 作者

分析师：王一峰

执业证书编号：S0930519050002

010-57378038

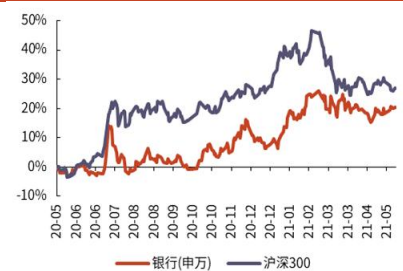
wangyf@ebscn.com

联系人：董文欣

010-57378032

dongwx@ebscn.com

## 行业与沪深300指数对比图



资料来源：Wind

## 目 录

1、什么是现金管理类理财？ .....	3
2、现金管理类理财何以高速发展？ .....	3
3、规范发展现金管理类理财的主要考虑？ .....	5
4、现金管理类理财的资产配置情况如何？ .....	5
5、《正式稿》较《征求意见稿》有何变化？ .....	8
6、《正式稿》如何改变现金管理类理财的资产配置行为？ .....	9
7、对收益率曲线形态有何影响？ .....	10
8、对银行资本工具定价影响几何？ .....	11
9、风险分析.....	12

6月11日，银保监会、人民银行发布《关于规范现金管理类理财产品管理有关事项的通知》（简称“《正式稿》”），距2019年12月《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“《征求意见稿》”）发布后一年半，现金管理类理财正式稿出台。《正式稿》出台后，将对现金管理类理财的发展造成何种影响？本文将采用Q&A的形式做出简要分析。

## 1、什么是现金管理类理财？

根据《正式稿》定义，**现金管理类理财**是指仅投资于货币市场工具，每个交易日可办理产品份额认购、赎回的商业银行或者银行理财子公司理财产品；同时，在产品名称中使用“货币”“现金”“流动”等类似字样的理财产品视为现金管理类产品。据银行业理财登记托管中心数据，截至2021年3月末，现金管理类产品规模7.34万亿，在银行非保本理财中占比近三成；其中，国有大行和股份制银行规模超过6万亿，占其符合资管新规的“新产品”比例约5成。

现金管理类理财的规范，始于2018年4月，以降杠杆、破刚兑、净值化、去嵌套为主要内容的“资管新规”正式落地实施，银行理财面临从预期收益型向净值型转化。但在投研能力不足、过渡期时限、规模压降节奏等多重约束下，银行理财净值化转型面临较大压力。

**现金管理类产品概念首次出现在监管文件中**是2018年7月，人民银行发布《关于规范金融机构资产管理业务的指导意见》（简称“《指导意见》”），明确了过渡期安排与部分操作细节，其中第三条提出“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”。《指导意见》关于“资管新规”过渡期现金管理类理财的政策安排，与货币市场基金采用摊余成本法且具有较为成熟的监管措施有关。但彼时银保监会并未对现金管理类理财制定针对性监管文件，现金管理类理财相较货币市场基金更具灵活操作空间。

2019年12月，《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）》发布。文件对现金管理类理财这类具有类货币市场基金性质的产品进行了规范，在投资范围、投资集中度、流动性与杠杆管控要求、投资组合久期管理、摊余成本与影子定价、产品认购和赎回、投资者集中度等方面提出了详尽的监管要求。时隔1年半，《正式稿》落地实施。

## 2、现金管理类理财何以高速发展？

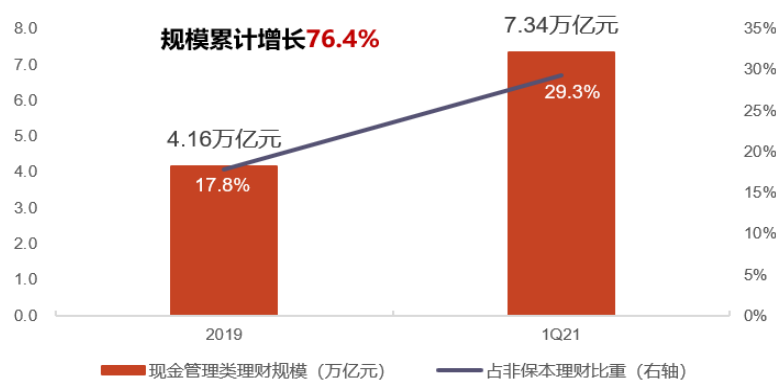
**契合银行客户追求低风险、确定收益的稳健投资诉求，同时兼具较好的流动性与收益性。**从收益率角度，一是现金管理类理财由于“摊余成本+影子定价”相较公允价值计量的理财产品，净值表现更为平滑，在客户对净值型产品接受程度相对有限的转型初期，较好的契合客户稳健投资的诉求；二是现金管理类理财兼具了较高的流动性，同时收益率显著优于货币市场基金、申赎更为便利。**现金管理类理财在收益及申赎条件等方面的客户体验优于货基：**

- **现金管理类理财收益率更高**，现金管理类理财由于具有监管政策红利，资产端通过加杠杆、拉长久期、信用下沉等方式增厚收益，使得现金管理类理财通常较货币基金有30-100BP的溢价；
- **现金管理类理财申赎更灵活**，货币市场基金采用交易时间T+1申购赎回、大额资金进出需提前预约，申赎限制相对较多，而现金管理类理财通常可以实

现 T+0 申赎，部分产品支持 7\*24 小时资金快速到账，大额资金限额也更为宽松。

**现金管理类理财容易实现资管规模快速扩张，银行具有借助现金管理类理财做大净值型产品规模的动机。**现金管理类理财归属于符合新规要求的净值型产品，同时又契合了银行在流动性管理、债券投资等方面的传统优势，迅速成为银行理财转型、抢占市场的重要抓手。据银行业理财登记托管中心数据，截至 2019 年末，现金管理类理财规模 4.16 万亿（占非保本理财的 17.8%）；而截至 2021 年一季度末，现金管理类理财已达到 7.34 万亿（占非保本理财的 29.3%），1 年多时间规模增长 76.4%。

图 1：现金管理类理财规模及在非保本理财中的占比呈现双升



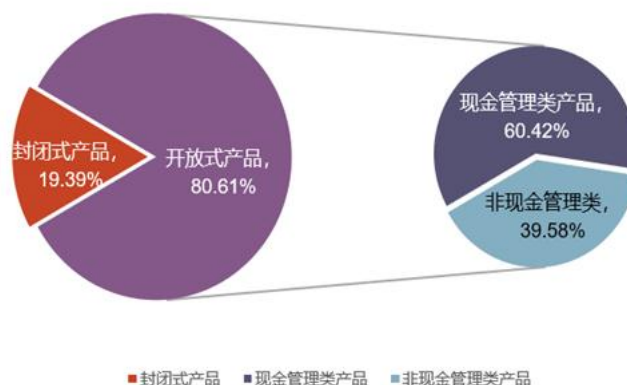
资料来源：银行业理财登记托管中心，光大证券研究所

**理财子公司中现金管理类产品占比较高。**现金管理类理财凭借在投资范围、估值方式、期限匹配等方面诸多优势，也成为银行理财公司在设立之初重点布局的产品类别。在工银理财、招银理财等理财公司产品体系中，均作为重要的产品种类列示。而据银行业理财登记托管中心数据，截至 2020 年末，理财公司现金管理类产品占理财公司全部产品的比重已升至 48.7%，占据半壁江山。

表 1 现金管理类理财是理财子公司产品体系的重要组成部分

理财公司	产品系列	产品体系概况
工银理财	“4+3”产品体系	四大基础系列为： <b>现金管理</b> 、固收+、多资产组合、另类系列；三大特色系列产品：权益、量化、跨境系列
中银理财	四大理财系列	“乐享” <b>现金管理</b> 系列、“稳富”标类固收系列、“睿富”非标系列、“智富”混合系列；
农银理财	“4+2”产品体系	4 大常规系列： <b>现金管理</b> +固收+混合+权益；2 大特色系列：惠农和绿色金融（ESG）
招银理财	五大产品线	招赢睿智卓越分别对应 <b>现金管理</b> 产品、固定收益型产品、多资产型产品、股票型产品、另类产品及其他五大系列产品
光大理财	“七彩阳光”系列	阳光红——权益系列、阳光橙——混合策略类、阳光金——固定收益类、 <b>阳光碧——现金管理类资产</b> ，阳光青——另类资产，阳光蓝——私募股权类，阳光紫——结构化投融资类。

资料来源：《中国银行理财业务发展报告（2020）》，光大证券研究所

**图 2：理财公司现金管理类产品占其全部产品的比高达 48.70%（2020 年末）**


资料来源：《中国银行业理财市场年度报告（2020 年）》，光大证券研究所

### 3、规范发展现金管理类理财的主要考虑？

**促进资管行业公平竞争，防范监管套利。**在 2019 年的《征求意见稿》下发前，现金管理类理财主要通过拉长久期（如配置永续债、二级资本债、非标债权及剩余期限较长的 ABS 及信用债等品种）、信用下沉（如配置 AA 级信用债等品种）和增加杠杆的方式增厚收益。但大资管行业统一监管的背景下，《征求意见稿》基本比照货币市场基金的监管要求，对现金管理类理财的投资范围、投资集中度、流动性与杠杆管控要求、投资组合久期管理、摊余成本与影子定价、产品认购和赎回、投资者集中度等方面进行明确规范，与货币市场基金监管实质性趋同。对现金管理类理财业务进行规范，有利于促进公平竞争，防范监管套利。

**防范流动性风险因素是最主要考量。**与被约束前的货币市场基金相似，现金管理类产品面向不特定社会公众公开发行，允许投资者每个交易日认购赎回，容易因大规模集中赎回引发流动性风险，风险外溢性强。2018 年 7 月补充通知发布后，现金管理类产品规模增长较快。因此，需要制定关于现金管理类理财业务运作的具体监管要求，强化业务规范管理，防范潜在系统性风险。

**强化负债管理，推动继续降低实体经济融资成本。**现金管理类理财主要是对银行表内短期高流动性负债形成替换，将部分基于交易性货币需求的活期存款替换，增加货币贮藏属性。现金管理类理财收益率高是我国二元利率体系的结果，一定程度上拉长了融资链条、抬高了商业银行的负债成本，助长了资金空转。对现金管理类理财进行规范，有助于强化银行体系负债管理，从而有助于银行体系稳定息差，增强支持实体经济和防范金融风险的能力。

### 4、现金管理类理财的资产配置情况如何？

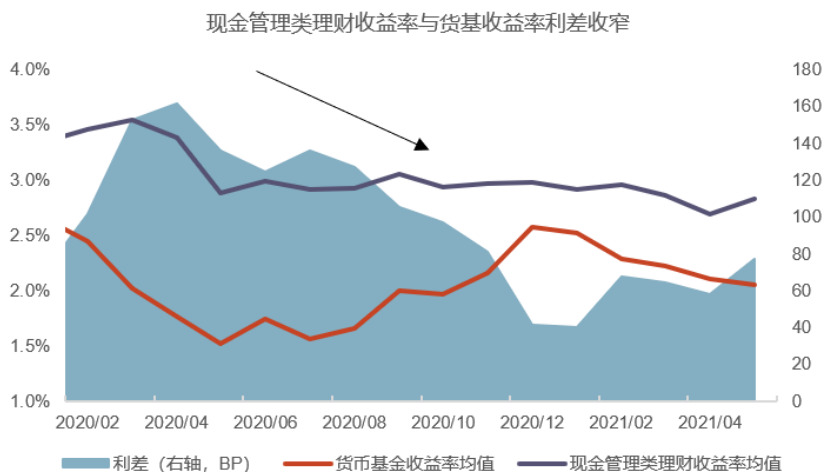
市场已经对《正式稿》将基本比照《征求意见稿》有比较一致的预期，部分银行基于前期《征求意见稿》，也表现出主动在资产配置、久期匹配、杠杆率等方面对现金管理类理财进行了一定调整。

从收益率走势上来看，现金管理类理财收益率比货币市场基金下降更快，但是相较货币市场基金收益率仍有明显优势。现金管理类理财收益率整体震荡下行，与同期银行理财收益率走势大致相同，但相比主要货币基金产品来看，仍有 40-80BP 左右的价差。从收益率走势看，《征求意见稿》之后现金管理类理财



收益率与货币市场基金收益率呈现收窄态势，在一定程度上反映出现金管理类理财在主动向合规方向调节资产配置结构。

图 3:《征求意见稿》实施以来，现金管理类理财与货基收益率利差收窄



资料来源：普益标准，光大证券研究所；样本收益率选取月末净值，现金管理类理财收益率取工银添利宝、兴业现金宝、江苏银行融汇现金 1 号均值，分别代表国有行、股份制及城商行；货基收益率取余额宝和易方达 E 钱包均值。数据截至 2021 年 5 月末。

从资产配置角度来说，我们跟踪样本银行的现金管理类理财产品，也能发现按照《征求意见稿》政策思路进行持仓调整的安排：

- 1) 债券剩余期限缩短，资产端增配高流动性资产。例如杭州银行/杭银理财的“幸福 99-新钱包”现金管理类产品，债券剩余期限较 4Q19 显著缩短。截至 4Q20，二级资本债持有品种减少且占比由 4.0% 缩减到 2.2%；政金债持有品种减少且占比由 2.4% 缩减到 1.2%。同时，逆回购、同业存单等高流动性资产占比显著提升。截至 1Q21，资产配置大体延续上年末的配置策略。

表 2 杭州银行/杭银理财“幸福 99-新钱包”现金管理类产品资产端增配高流动性资产

序号	2019Q4 产品投资前十大持仓			2020Q4 产品投资前十大持仓			2021Q1 产品投资前十大持仓		
	资产名称	占净资产比	资产性质	资产名称	占净资产比	资产性质	资产名称	占净资产比	资产性质
1	17 宁波银行二级	2.68%	二级资本债	逆回购 (28 天)	2.81%	逆回购	逆回购 (14 天)	3.76%	逆回购
2	19 浦发银行 CD390	1.92%	CD	逆回购 (14 天)	2.81%	逆回购	逆回购 (14 天)	3.69%	逆回购
3	同业借款	1.72%	同业借款	17 宁波银行二级	2.24%	二级资本债	17 宁波银行二级	2.42%	二级资本债
4	16 国开 06	1.48%	政金债	20 浦发银行 CD375	2.08%	CD	逆回购 (21 天)	1.22%	逆回购
5	18 广州农商二级 01	1.36%	二级资本债	银行存款	2.06%	银行存款	逆回购 (7 天)	1.21%	逆回购
6	同业借款	1.36%	同业借款	逆回购 (14 天)	1.91%	逆回购	20 农发清发 01	1.07%	政金债
7	同业借款	1.36%	同业借款	逆回购 (21 天)	1.22%	逆回购	21 浦发银行 CD093	1.07%	CD
8	19 北京银行 CD109	1.22%	CD	16 国开 06	1.22%	政金债	20 进出 09	0.92%	政金债
9	建信现金添利 B	1.09%	资管产品	20 上海银行 CD229	1.01%	CD	15 农发 12	0.89%	政金债
10	17 国开 05	0.91%	政金债	20 徽商银行 CD082	1.01%	CD	逆回购 (1 天)	0.88%	逆回购

资料来源：理财产品运作报告，光大证券研究所；注：自 2020H 以后的“幸福 99-新钱包”的披露及运作主体为杭银理财，此前披露主体为杭州银行。

- 2) 二级资本债、永续债等资本工具配置有所调整，但仍持有一定比例。我们观察不同银行类别资产配置情况：

**国有大行中**，以交银现金添利 1 号为例，永续债在 1Q20 配置比例为 3.48%，但是在 1Q21 前十大持仓中已不再配置永续债，二级资本债配置比例有所提升，整体资本工具配置比例大体稳定在 10%附近；

**股份行中**，以光银现金 A 产品为例，2019Q4 前十大持仓中二级资本债占比达 15.9%，而 2020 年末永续债及二级资本债合计占比 7.1%，2021Q1 基本也是 7%的水平，长期资本工具占比中枢显著降低。以招行/招银理财的日日欣产品为例，招行发行的日日欣在 2019Q4 资本工具（仅配置了二级资本债）的持有比例为 3.2%，相对较低，而 1Q21 由招银理财发行的日日欣二级资本债持有比例进一步降至 2.6%；

**城商行中**，杭州银行/杭银理财的“幸福 99—新钱包”现金管理类产品前十大持仓中，二级资本债配置比例由 4Q19 的 4.0%下降至 1Q21 的 2.42%，且该类资产仅剩“17 宁波银行二级”一项；江苏银行“聚宝财富融汇现金 1 号（个人）”对永续债及二级资本债的配置由 4Q19 的 13.8%降至 4Q20 的 11.7%。

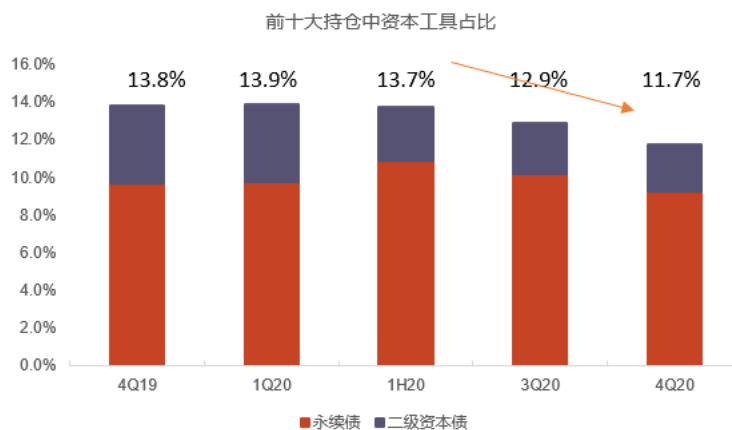
实践中，《征求意见稿》出台后商业银行并非完全不再增配资本工具，但是从一级市场投资意愿相对下降，更偏好从二级市场上拿剩余期限（以 5 年期赎回计算）1-2 年的相对短期限品种。

表 3 光银现金 A 产品投资前十大持仓中永续债、二级资本债等占比下降

序号	2019Q4 产品投资前十大持仓			2020Q4 产品投资前十大持仓			2021Q1 产品投资前十大持仓		
	资产名称	占净资产比	资产性质	资产名称	占净资产比	资产性质	资产名称	占净资产比	资产性质
1	15 浦发银行二级	3.01%	二级资本债	光大永明资产永聚固收 68 号集合资产管理产品	12.45%	资管产品	光大永明资产永聚固收 68 号集合资产管理产品	12.55%	资管产品
2	15 邮储银行二级 01	2.73%	二级资本债	17 交通银行二级	1.72%	二级资本债	20 农发清发 01	1.74%	政金债
3	17 交通银行二级	2.51%	二级资本债	20 农发清发 01	1.61%	政金债	17 交通银行二级	1.63%	二级资本债
4	17 农业银行二级	1.79%	二级资本债	19 广发银行永续债	1.24%	永续债	19 广发银行永续债	1.25%	永续债
5	17 中国银行二级 01	1.76%	二级资本债	20 农发 03	1.22%	政金债	20 农发 03	1.24%	政金债
6	2019 投资同业借款项目 04	1.44%	同业借款	17 农业银行二级	1.15%	二级资本债	17 农业银行二级	1.16%	二级资本债
7	17 工商银行二级 01	1.44%	二级资本债	17 中国银行二级 01	1.13%	二级资本债	17 中国银行二级 01	1.14%	二级资本债
8	17 工商银行二级 02	1.44%	二级资本债	17 工商银行二级 01	0.92%	二级资本债	17 工商银行二级 01	0.93%	二级资本债
9	17 民生银行二级 02	1.22%	二级资本债	17 工商银行二级 02	0.92%	二级资本债	17 工商银行二级 02	0.93%	二级资本债
10	16 农发 08	1.07%	政金债	19 农发清发 01	0.81%	政金债	19 农发清发 01	0.82%	政金债

资料来源：理财产品运作报告，光大证券研究所；注：自 2020Q1 以后的“光银现金 A”的披露及运作主体为光大理财，此前披露主体为光大理财。

图 4：江苏银行“聚宝财富融汇现金 1 号（个人）”对资本工具的配置比例趋降



资料来源：理财产品运作报告，光大证券研究所

3) **同业借款等非标占比显著收缩。**同业借款期限通常为 1-3 年，主要是银行借给金租、消金等持牌金融机构的款项，是过往现金管理类理财增厚收益的重要品种。同业借款的大幅收缩或主要由于两方面原因，一是《标准化债权类资产认定标准》出台后，同业借款作为非标资产投资受限；二是按照《征求意见稿》，这类资产属于需有序压降的非可投资资产范围。例如“幸福 99-新钱包”现金管理类产品中，同业借款在 2019Q4 为 4.4%，而在 2020Q4 已不再持有；同时，高流动性的同业存单占比提升至 4.1%，逆回购占比大幅提升至 8.8%。

## 5、《正式稿》较《征求意见稿》有何变化？

《正式稿》与《征求意见稿》大体保持一致，并未做大幅改动，变化主要体现在三个方面：

### 1) 设置了较长过渡期，促进相关业务平稳过渡

《征求意见稿》于 2019 年 12 月颁布，将过渡期设置为 2020 年底。2020 年受新冠疫情影响，综合考虑现金管理类理财存续规模较大、资产端整改压力等因素，为维持市场稳定，正式稿年内并未发布，也即没有按照 2020 年底过渡期执行。

2020 年 7 月，人民银行发布《优化资管新规过渡期安排，引导资管业务平稳转型》，明确资管新规过渡期延长一年至 2021 年底；相应的，此次《正式稿》比照相关政策精神，将现金管理类理财整改期限较“资管新规”延长一年至 2022 年底。

当前现金管理类理财平均久期预估在 1-2 年左右较多，过渡期延长至 2022 年底，有助于存量产品实现平稳过渡，届时多数不合格资产将自然到期，过渡期安排较市场预期更为宽松。**通过资管新规先达标、现金管理类理财再规范的“两步走”政策设计，在“资管新规”整体 2021 年底整改达标时限基础上，进一步单独设置现金管理类理财过渡期安排**，有助于维持金融机构单体稳定及市场稳定，减少不必要的资产抛售和市场冲击。

### 2) 适度放宽对 AAA 级同一银行存款及同业存单的投资集中度限制

《正式稿》将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，从《征求意见稿》中的“合计不得超过 10%”调整为“合计不得超过 20%”。

### 3) 对银行资本补充工具设置了“新老划断”安排

对市场关注的现金管理类理财持有长期限银行资本补充工具问题，在《正式稿》答记者问中，明确提出实施“新老划断”政策安排：

**对于存量**，以《正式稿》发布日为基准时点，严格锁定其投资的存量银行永续债、二级资本债，允许持有至到期，但不得再新增投资不合规资产；

**对于增量**，依据会计准则界定为债性（《标准化债权类资产认定规则》已将债性的银行永续债认定为标准化债权类资产），且剩余期限、评级等满足《正式稿》各项要求的银行资本补充债券，现金管理类产品可以合规投资。



### 《正式稿》监管要求基本完全对标货币市场基金，区别主要体现在三方面：

一是现金管理类理财投资 AAA 级同一商业银行的银行存款、同业存单占产品资产净值的比不得超过 20%，货币基金无此要求；

二是摊余成本法现金管理类理财的使用规模，商业银行不得超过全部理财产品月末资产净值的 30%，理财公司不得超过其风险准备金月末余额的 200 倍。货基方面，要求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；

三是货币市场基金享受税收优惠，现金管理类理财无税优安排。

## 6、《正式稿》如何改变现金管理类理财的资产配置行为？

### ➢ 总量上，现金管理类理财规模扩张速度将有所收敛

对于市场关注的现金管理类理财规模变化，我们认为下一阶段规模扩张将有所收敛，但也不宜做出过于悲观的预期。影响规模的因素除了前期机构发行现金管理类理财主要考虑迅速获取市占率外，其他理由主要有四方面：

一是整体客群特征，根据过渡期的政策安排，收益率下降会是一个相对缓慢的过程，银行客群对稳健型理财产品具有较强粘性，从而对现金管理类这种流动性管理类产品的价格敏感度偏低，相当部分客户会逐步适应收益率的变化趋势；

二是客户行为变化，随着现金管理类理财在拉长久期与下沉信用上的受限、收益率比较优势的削弱，甚至最终收益可能低于货币市场基金（考虑税盾因素），这种货币产品收益率的下降也会降低客户投资其他资产的机会成本。进而，可能有部分客户分流，转向周期型或者最短持有期产品，或者具有税收优势的货币基金等替代产品。

三是银行产品策略，银行可能采用一些积极措施来应对现金管理类理财面临的新调整，例如充分利用过渡期，留给客户更多对 T+0 赎回金额限制的适应时间；借助加强代发工资、水电费代缴等场景建设，采用类似“余额宝”的策略，增强现金管理类理财的应用场景和资金沉淀等措施，均有助于规模的稳定。

四是政策的新约束，《正式稿》要求同一商业银行采用摊余成本法核算的现金管理类理财产品不得超过全部理财月末资产净值的 30%，同一银行理财子公司采用摊余成本法核算的现金管理类理财产品不得超过准备金月末余额的 200 倍，可能对未来规模扩张形成新的约束。但从当前情况来看，以上政策约束还未触定。未来的约束在于：1) 商业银行层面，部分银行可能由于超过 30% 的规模不能使用摊余成本法而主动调整；2) 理财公司层面，当前设立的理财子公司的母行通常具有较为成熟的投资运作经验，也在经营中积累了较厚的准备金，如果过往没有用准备金进行较大规模的核销等操作，200 倍的规模约束相对有限。

### ➢ 存量现金管理类理财的资产端配置面临调整

《正式稿》实施后，可能主要涉及处置的资产包括但不限于如下类别，一是部分信用等级不达标的产品将有所调整，例如信用等级在 AA+ 以下的债券、资产支持证券等；二是对于产品的剩余期限及产品组合的久期，有些产品需要做出相应调整，如考虑过渡期因素后，剩余期限超过 397 天的债券，同时，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。

结合前文所述边际变化看，征求意见稿下发一年多来，部分银行已有所预期并付诸行动，在永续债、二级资本债等资本工具实施“新老划断”、过渡期延长至 2022 年底等政策安排下，初步判断面临的整改压力相对有限；长期限非标债权及剩余期限较长的 ABS、信用债等标准化债券，如果过渡期结束仍无法自然到期的，预计主要采用转让外部机构、回表或发行新产品对接等方式处置。

### ➤ 新增资产对短久期、高流动性资产配置的需求提升

新增资产将严格执行《通知》关于投资范围、流动性、投资集中度等相关规定，对标货币基金，增加对短久期、高流动性资产的配置。当前距 2022 年底过渡期还有 1 年半左右的时间，因此配置 2 年期左右的债券品种或是增厚收益的重要选择。

此外，以券商资管、保险资管等为代表的资管产品暂时未被列入可投资资产范围或不可投资资产范围，从前文列举的现金管理类理财持仓情况来看，目前相关产业仍在配置中，后续如果监管从严，有被划为不可投资资产的可能。

此外，在现金管理类理财收益率逐渐下降的过程中，对客户而言也意味着投资其他理财产品的性价比在提升，银行可以借助渠道优势，通过加强新产品的开发与投资者教育，引导客户转向更长持有期的产品，这也是资管新规的应有之义。最终监管希望看到的是银行理财净值化改造，通过非标资产充分的风险暴露，构建真正的风险收益定价能力，进而引致无风险利率的进一步下降，拉大低风险、短久期、固收类产品收益率与高风险、长久期、股权类等相关资产收益率差异，真正反映资产管理能力相应的综合回报率水平。

## 7、对收益率曲线形态有何影响？

《正式稿》预计对债券市场各类产品收益率影响可能如下：短端利率下行而中长期高位所导致的收益率曲线陡峭化，以及信用利差的走阔。

**现金管理类理财产品被规范，所形成的最大的影响是对于前期资产端“拉长久期”的修正。**《正式稿》实施后，降低期限错配的要求会形成收益率曲线上的资金分割。短久期、高流动性资产配置将显著降低目前现金类理财的资产负债期限错配，降低理财产品流动性风险，驱动现金管理类理财收益率下行，并可能由此带动货币市场基金收益率下行。现金管理类理财收益率与货币市场基金的价差将进一步收窄。长期看不排除考虑到税收因素，现金管理类理财收益率在过渡期结束后有低于货币市场基金的可能。

但对信用债的中长端来说，则由于不再符合政策要求，新的中长端债券配置限制，资金供给减少，导致中长端价格相对维持在高位。尤其是对于 AA 评级的城投债而言，现金管理类理财有一定配置，这部分配置资金也将有所减少，但预估影响可控。

## 8、对银行资本工具定价影响几何？

根据《正式稿》和“答记者问”，虽然有过渡期安排，但现金管理类理财对资本工具价格冲击恐怕不小，可能造成银行资本工具定价上扬。主要理由为：

1) 对于存量银行资本补充债券来说，政策允许按照“新老划断”的原则持有到期。但我们必须强调，对于存量二级资本债券而言，可以不必抛售，持有到5Y赎回期或者5+N的不确定期限；但对于永续债而言，由于没有到期日，因此也不存在持有到期一说，现在市场上形成的永续债赎回预期，是建立在基于历史数据和金融机构个体稳定预期之上的，对于资本工具而言，该产品没有任何赎回激励。因此，如果严格按照的“答记者问”解释，**现金管理类理财或应该在过渡期结束前处置掉其所持有的永续债**。我们预计在具体执行阶段，银行和监管可能存在商讨余地，避免过大市场扰动。

2) 对于增量银行资本补充债券来说，永续债不可进行再投资，而二级资本债券投资如果严格按照的剩余期限在397天之内约束，也可能存在不能投资的问题。现阶段中债估值和银行内部虽然均使用5Y进行估值，但对于二级资本工具而言，5+5年期理论上是对应10Y期品种。预期的5Y赎回激励，将涉及“剩余期限”的讨论。预计也存在不确定性，但仍不排除还有在二级市场增配的可能。

目前银行各类资本工具投资主要是各家兄弟银行处于业务合作的考虑，主要通过银行表外理财购买。现金管理类理财比例持有银行资本工具比例虽有调整，但绝对数量依然不低。《正式稿》实施后，在增量资本工具投资方面：第一，其他类型理财产品可能吸纳度不足，主要是长久期市值法带来的估值波动，导致单只产品投资规模受限。第二，虽然《标准化债权类资产认定规则》已将债性的银行永续债认定为标准化债权类资产，但根据会计准则，发行投资双方均按债权资产分类的可能性不大；第三，未来需要更多拓展保险资管、养老理财等长期资金投资银行资本工具。

2020年中央经济工作会议首次将“多渠道补充银行资本金”纳入公报中，政策定位进一步提升，2021年依然是资本补充大年，对于化解中小银行资本补充难题，后续监管还需要出台进一步政策安排。

表 4 现金管理类理财正式稿与货币基金政策要求对比分析

条款	现金管理类理财正式稿	资管新规及理财新规相关规定	货币基金
投资范围	1、现金； 2、期限≤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≤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、银保监会、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、地方债、央票、政府机构债券、金融债、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； 4、公募证券投资基金； 5、国务院银行业监督管理机构认可的其他资产。	1、现金； 2、期限在≤1年的银行存款、债券回购、央票、同业存单； 3、剩余期限≤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
投资负面清单	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、资产支持证券； 5、银保监会、中国人民银行禁止投资的其他金融工具。	1、负面清单包括：不得直接投资于信贷资产；不得直接或间接投资于本行信贷资产；不得直接或间接投资于本行或其他银行业金融机构发行的理财产品；不得直接或间接投资于本行发行的次级档信贷资产支持证券。面向个人发行的理财产品不得直接或间接投资于不良资产、不良资产支持证券，银保监会另有规定的除外。 2、固定收益类产品投资于存款、债券等债权类资产的比例不低于80%； 3、全部理财产品投资于非标准化债权类资产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	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； 5、中国证监会、中国人民银行禁止投资的其他金融工具。

		4%。	
资产期限	1、期限≤1年的银行存款、债券回购、中央银行票据、同业存单； 2、剩余期限≤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。	1、非标准化债券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。	1、期限≤1年的银行存款、债券回购、中央银行票据、同业存单； 2、剩余期限≤397天的债券、非金融企业债务融资工具、资产支持证券。
组合期限	1、前10名份额<20%，平均剩余期限≤120天，平均剩余存续期≤240天； 2、前10名份额≥20%，平均剩余期限≤90天，平均存续剩余存续期≤180天； 3、前10名份额≥50%，平均剩余期限≤60天，平均存续剩余存续期≤120天		1、前10名份额<20%，平均剩余期限≤120天，平均剩余存续期≤240天； 2、前10名份额≥20%，平均剩余期限≤90天，平均存续剩余存续期≤180天； 3、前10名份额≥50%，平均剩余期限≤60天，平均存续剩余存续期≤120天。
流动性	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； 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； 3、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%。	1、开放式理财产品所投资资产的流动性应当与投资者优先赎回需求相匹配，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。	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10%； 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%。
杠杆率	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。	不超过140%	不超过120%
集中度	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； 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%，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%； 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20%（征求意见稿中为10%）； 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%； 5、商业银行、银行理财子公司现金管理类产品拟投资于主体信用评级低于AA+的商业银行的银行存款与同业存单的，应当经本机构董事会审议批准，相关交易应当事先征得托管机构的同意，并作为重大事项履行信息披露程序。	1、单只公募理财产品持有单只证券或单只公募证券投资基金的市值，不得超过理财产品净资产的10%； 2、全部公募理财产品持有单只证券或单只公募证券投资基金的市值，不得超过其总市值的30%； 3、全部理财产品持有单只上市公司发行的股票，不得超过该上市公司可流通股票的30%。	1、一只基金持有一家公司的证券的市值，不得超过基金净值的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，不得超过其市值的10%； 3、一只基金持有的其他基金的市值，不得超过其资产净值的10%。

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》、《货币市场基金监督管理办法》、《中国银行业理财业务发展报告（2020年）》

## 9、风险分析

现金管理类理财产品端结构调整过程中，可能会对部分债券类资产产生较强抛压；后续增量资金对资本工具的配置行为具有一定不确定性，如果政策执行尺度超过市场预期，则可能对配置行为产生扰动。



## 行业及公司评级体系

	评级	说明
行业及公司评级	买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上
	增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
	中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
	减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
	卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
	无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。
基准指数说明：		A 股主板基准为沪深 300 指数；中小盘基准为中小板指；创业板基准为创业板指；新三板基准为新三板指数；港股基准指数为恒生指数。

## 分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

## 分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不与、不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

## 法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作，光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格，负责本报告在中华人民共和国境内（仅为本报告目的，不包括港澳台）的分销。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格编号已披露在报告首页。

光大新鸿基有限公司和 Everbright Sun Hung Kai (UK) Company Limited 是光大证券股份有限公司的关联机构。

## 特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于 1996 年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

## 光大证券研究所

### 上海

静安区南京西路 1266 号  
恒隆广场 1 期办公楼 48 层

### 北京

西城区武定侯街 2 号  
泰康国际大厦 7 层

### 深圳

福田区深南大道 6011 号  
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

## 光大证券股份有限公司关联机构

### 香港

光大新鸿基有限公司  
香港铜锣湾希慎道 33 号利园一期 28 楼

### 英国

Everbright Sun Hung Kai (UK) Company Limited  
64 Cannon Street, London, United Kingdom EC4N 6AE