“大财富”系列专题之三

现金管理类理财 22Q3：过渡期将满，变化与展望

2022 年 11 月 23 日

➢ **统一资产分类框架，以样本数据透视整改进度。**目前距离现金管理类产品新规过渡期结束仅剩不足两个月时间，为探究此类产品整改进度，**本文汇总了 62 只样本产品的季度运作报告，并提出“两级资产分类”框架**对产品十大持仓资产进行统一整理，以更精细的视角观察行业变化。

➢ **整改现状：22 年以来整改加快。1）规模回缩后趋稳，**22 年初样本产品总体规模明显回缩，而后趋稳，与年初货基规模走高的趋势相反，反映出 22 年现金管理类产品的积极整改。**2）收益率方面，**样本产品当前收益率中枢较 21 年 6 月初下行 100BP，相对货基仍保持 60BP 利差，但利差较 21 年 6 月初收窄 20BP。**3）**样本加权平均**杠杆率**一直低于 120%且有下降趋势，预计整改压力较小。

➢ **资产配置：从长期限债券，逐步走向高流动性资产。**从样本产品数据来看，主要有以下几个结论：

1）22Q2-Q3 对**同业存款配置力度明显加大**，结构上看，主要是现金及活期存款配置比例提升明显；

2）因具有风险相对低、久期短、流动性好的优势，**同业存单成为资产配置新趋势**，测算 22Q2 现金管理类产品**对同业存单配置规模仍在 3 万亿元以上，**结构上主要倾向股份行、国有大行存单。

3）资管产品配置比重有较大幅度下调，具体结构上，主要投向保险资管、基金资管以及信托计划。

4）债券类资产受到期限、信用等级限制整体减配。

永续债、二级债在此新规出台后不得新增投资，压降最为明显。**政金债**因其流动性好、资质高，整体减配力度稍弱，但平均存续期限由 21Q1 的 814 天降至 22Q3 的 300 天。**信用债**方面，减配低评级、长期限信用债，但私募债、PPN 为现金管理类产品与货基监管差异所在，后期或可作为提振收益落脚点之一。

➢ **投资建议：过渡期即将收官，整改后有望再发力**

从 22Q3 情况来看，现金管理类产品规模、资产配置调整进度已基本达标，预计剩余整改压力有限。短期内受风险准备金规模限制，产品规模有所压降；但长期市场需求仍在，整改后的现金管理类产品有望再发力，叠加与货基相比的渠道优势，仍有一定竞争力度。继续看好银行板块，**维持“推荐”评级。**

➢ **风险提示：**流动性风险暴露超预期；政策执行力度超预期；样本统计存在一定局限性等；所有理财产品仅作为研究样本，不构成投资建议。

重点公司盈利预测、估值与评级

代码	简称	股价	EPS（元）			PE（倍）			评级
		(元)	2021A	2022E	2023E	2021A	2022E	2023E	
601166.SH	兴业银行	16.70	3.98	4.50	5.19	4	4	3	推荐
000001.SZ	平安银行	11.82	1.87	2.36	2.99	6	5	4	推荐
600036.SH	招商银行	32.22	4.69	5.39	6.26	7	6	5	推荐
601838.SH	成都银行	14.60	2.17	2.58	3.32	7	6	4	推荐
002966.SZ	苏州银行	7.20	0.93	1.08	1.39	8	7	5	推荐
601128.SH	常熟银行	7.40	0.80	1.00	1.22	9	7	6	推荐
002142.SZ	宁波银行	29.28	2.96	3.58	4.35	10	8	7	推荐

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；

（注：股价为 2022 年 11 月 23 日收盘价）

推荐 维持评级



分析师 **余金鑫**
执业证书： S0100521120003
邮箱： yujinxin@mszq.com

相关研究

1.“大财富”系列专题之二：理财赎回的压力有多大？-2022/11/22

2.银行“补资本”系列专题之三：“新巴Ⅲ”若落地，对银行影响几何？-2022/11/14

3.银行 22Q3 财报综述：利润回升，分化持续-2022/11/01

4.银行业 0930 地产政策“三连”点评：政策多重刺激之下，长假地产销售如何？-2022/10/10

5.银行研究手册·投资端(2022 版)：银行自营投资的逻辑是什么？-2022/10/09

目录

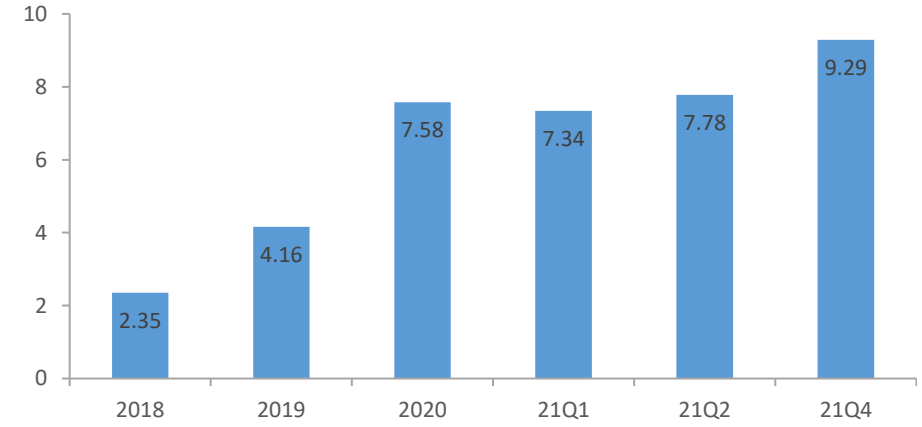
1 整改现状：规模回缩后趋稳，收益率震荡下行 3
1.1 动态追踪：以 62 只样本数据窥见行业整改进度 3
1.2 资产配置：注重高流动性，债券配置比例降低 4
1.3 杠杆率：整体在监管线下，且仍呈现下降趋势 5
1.4 收益率：震荡下行，预计将逐渐向货基靠拢 6
2 规模变迁：从野蛮生长到监管收紧 8
2.1 野蛮生长：与货基竞争中发展，理财净值化转型中壮大 8
2.2 监管收紧：与货基监管标准一致 10
2.3 过渡期将结束，规模主动压降 11
3 资产配置：缩短久期，偏好高流动性 13
3.1 同业存款：流动性与稳定性的综合考量 13
3.2 同业存单：债券投资比例降低后的主要承接者 14
3.3 资管产品：整体配置比重下降，结构以保险资管为主 16
3.4 政金债：22Q2 曾有所增配，整体配置力度降低 18
3.5 永续债、二级债：新规后持续减配 20
3.6 信用债：整体减配，部分产品增配短期信用债 23
3.7 ABS：整体低位徘徊 25
4 样本现金管理类产品数据一览 26
4.1 62 只样本产品 22Q3 资产净值及杠杆率总览 26
4.2 国有大行代表产品 27
4.3 股份行代表产品 29
4.4 城商行代表产品 31
4.5 农商行代表产品 32
5 投资建议 34
6 风险提示 34
插图目录 35
表格目录 36

1 整改现状：规模回缩后趋稳，收益率震荡下行

1.1 动态追踪：以 62 只样本数据窥见行业整改进度

2021 年 6 月，《关于规范现金管理类理财产品管理有关事项的通知》（以下简称“新规”）出台，并明确过渡期至 2022 年末。而 **2021 年下半年，现金管理类产品规模却加速扩张，到 2021 年末已至 9.29 万亿元。**

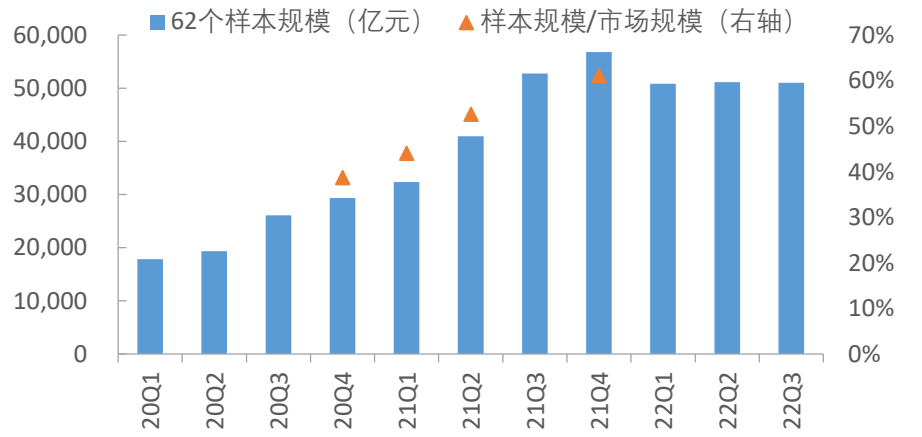
图1：银行业现金管理类产品余额（万亿元）



资料来源：银行业理财登记托管中心，民生证券研究院

过渡期将止，以 62 只产品为样本探究行业整改情况。目前距离新规过渡期仅剩不足两个月时间，本文选取了 23 家银行（含其理财子公司）共计 62 只规模较高的产品作为样本，通过整理其规模、杠杆率、前十大持仓资产，探究行业整改进度。**62 只样本产品规模在 2021 年末时占市场规模比例达 61%，代表性足够强。**

图2：62 只样本产品规模占市场规模比例较高



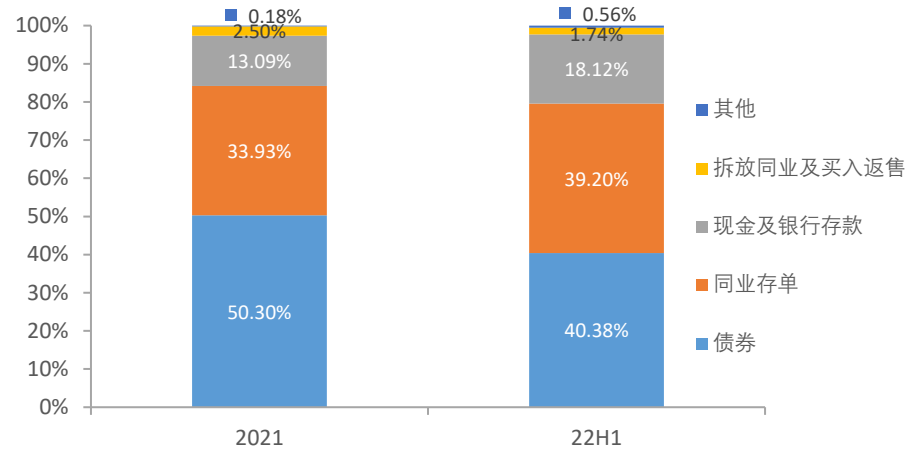
资料来源：银行官网，理财产品季度投资报告，银行业理财登记托管中心，民生证券研究院测算；

注：62 只样本产品季度披露状况不一，数据季度间不可比，仅代表样本观察容量扩大

1.2 资产配置：注重高流动性，债券配置比例降低

过渡期末，产品急降低久期、提升流动性。从理财公司的现金管理类产品来看，资产配置情况变化明显，大类资产配置更注重高流动性。22H1 现金及银行存款、同业存单合计占比达 57%，债券占比则较 21 年末下降 10pct 至 40%。一方面，按照新规“新老划断”原则，存量二级债、永续债可持有至到期，需要高流动性资产拉低组合久期；另一方面，新规收紧了资产投资范围，机构需在过渡期结束前逐渐退出不合规债券。

图3：理财公司现金管理类产品资产配置情况



资料来源：银行业理财登记托管中心，民生证券研究院

统一两级资产分类方法，从更细化的维度观察资产投向变化。现金管理类产品的投资运作报告中对资产组合投向的披露口径较粗且框架并不统一，为了能够更加精准地探讨新规后产品的资产投向变化，本文着重对样本产品各季度前十大持仓资产进行了统计，并以“两级资产分类”框架对前十大持仓进行了归纳整合，后续将以此框架为基础，分析新规出台之后对产品资产投向产生的具体影响。

表1：两级资产分类框架

一级分类	二级分类
资管产品	保险资管、信托计划、券商资管、期货资管、基金资管（母公司专户）、基子资管、公募基金
金融债	其他商银债、证券公司债、金租公司债、保险公司债、其他金融机构债
二级债	大行、股份行、城商、农商二级债
永续债	大行、股份行、城商、农商永续债
政金债	
信用债	债务融资工具：CP（短融）、SCP（超短融）、MTN（中期票据）、PPN（定向工具）、ABN（资产支持票据）； 企业债、公司债、可转债、私募债
同业存单	大行、股份行、城商、农商存单
同业借款	AMC、金租、保险、消金同业借款
同业拆放	证金拆借、逆回购
同业存款	现金及活期存款、定期存款

ABS

资料来源：银行官网，理财产品季度投资报告，民生证券研究院

从前十大持仓观察资产投向具体变化趋势。依据上述“两级资产分类”框架，本文对 62 只样本产品前十大持仓资产进行了分类，并依据个券持仓规模、产品总净值规模进行了加权平均计算，以观察资产投向的具体变化。整体来看，**样本产品前十大持仓资产 22Q3 前五大品种为：同业存款 6.31%、同业存单 3.26%、资管产品 3.06%、同业拆放 1.93%、政金债 1.82%**；与 21Q1 前五大品种的资管产品、同业拆放、政金债、永续债、二级债相比，流动性更高的同业存款和同业存单占比提升明显，而永续债、二级债在新规引导之下占比不断下降。

图4：62 只样本产品十大持仓资产中各类资产占总规模比重

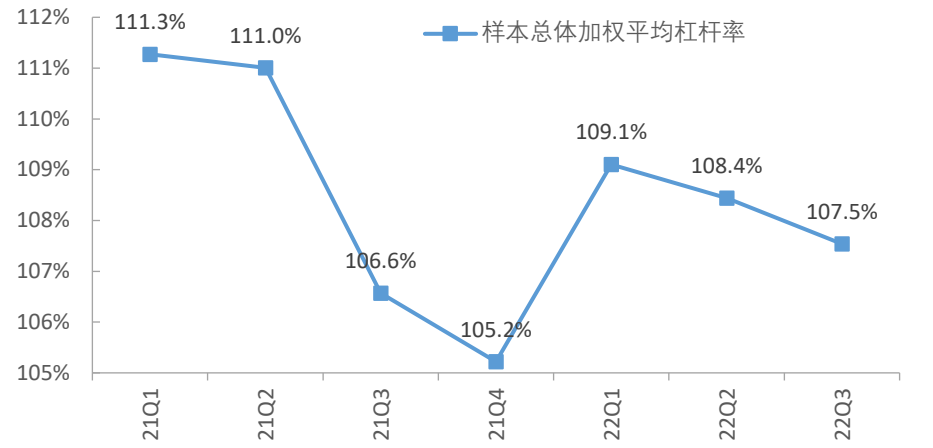
	21Q1	21Q2	21Q3	21Q4	22Q1	22Q2	22Q3
同业存款	1.37%	1.72%	2.73%	2.88%	2.80%	4.83%	6.31%
同业存单	1.67%	2.10%	1.63%	1.92%	2.65%	2.91%	3.26%
资管产品	4.29%	4.62%	3.59%	2.33%	2.92%	2.96%	3.06%
同业拆放	3.12%	2.23%	2.45%	2.22%	2.84%	2.18%	1.93%
政金债	2.45%	2.12%	1.90%	1.91%	1.92%	2.18%	1.82%
永续债	1.77%	1.21%	1.02%	1.10%	0.90%	0.82%	0.88%
二级债	1.69%	1.37%	1.09%	0.98%	0.86%	0.73%	0.66%
金融债	0.53%	0.64%	0.67%	0.62%	0.52%	0.48%	0.34%
信用债	0.64%	0.38%	0.41%	0.32%	0.29%	0.32%	0.31%
ABS	0.26%	0.30%	0.27%	0.27%	0.28%	0.29%	0.14%
同业借款	0.09%	0.05%	0.04%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%

资料来源：银行官网，理财产品季度投资报告，民生证券研究院

1.3 杠杆率：整体在监管线下，且仍呈现下降趋势

杠杆率整体处于监管线下，保留流动性空间。新规对现金管理类产品的杠杆率要求向货币基金看齐，要求杠杆率水平不得超过 120%。从样本整体状况来看，21Q1-21Q4 样本产品加权平均杠杆率呈现明显下降趋势，22Q1 有小幅回升，但仍处于监管水平线之下，今年年内则呈现逐季下降趋势。

图5：62 只样本产品加权平均杠杆率变动情况



资料来源：银行官网，理财产品季度投资报告，民生证券研究院

从 22Q1 杠杆率较上季度末有显著提升的几只样本产品来看，22Q2 开始杠杆率已有明显调整，除华夏银行-龙盈天天理财 1 号产品有小幅超标准外，其他产品杠杆率均调整至 120%的监管要求以内，杠杆率方面整改压力有限。

图6：部分产品 22Q1 杠杆率提升明显，22Q2 起已调整

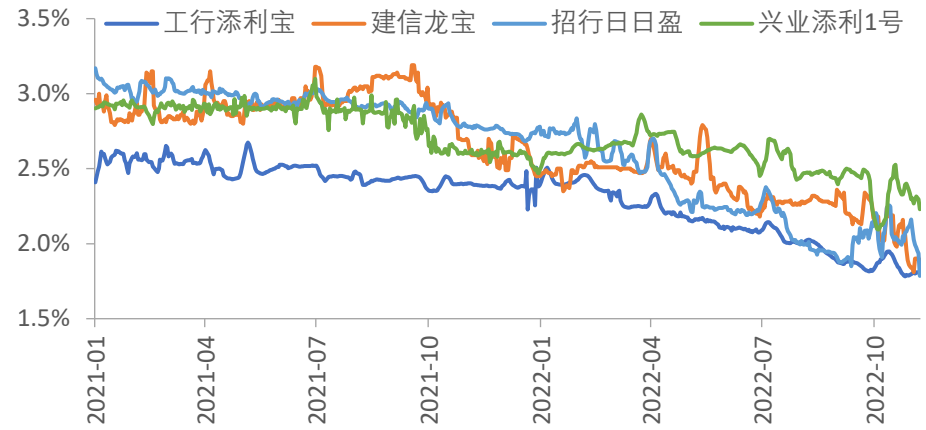
杠杆率	21Q2	21Q3	21Q4	22Q1	22Q2	22Q3
中银惠享天天	126%	108%	98%	115%	107%	103%
中信日享天开 2 号	122%	110%	115%	128%	116%	104%
农银时时付对公	129%	119%	113%	130%	119%	107%
苏银现金 1 号	105%	114%	109%	118%	116%	117%
华夏龙盈天天理财 1 号	137%	100%	116%	142%	130%	121%
光大光银现金 A	103%	102%	103%	113%	114%	104%
工行添利宝		112%	101%	124%	113%	116%
中信天天利	137%	122%	126%	132%	115%	112%

资料来源：银行官网，理财产品季度投资报告，民生证券研究院

1.4 收益率：震荡下行，预计将逐渐向货基靠拢

观察 4 只规模较大（22Q3 规模均在 1000 亿元以上）的样本产品 2021 年初以来的 7 日年化收益率情况，均呈现出明显震荡下行趋势。考虑到目前仍处于整改过渡期内，部分非合规资产仍未完成清退，预计整体收益率短期内仍会有小幅下探。

图7：4 只样本产品 2021 年初以来 7 日年化收益率均震荡下行

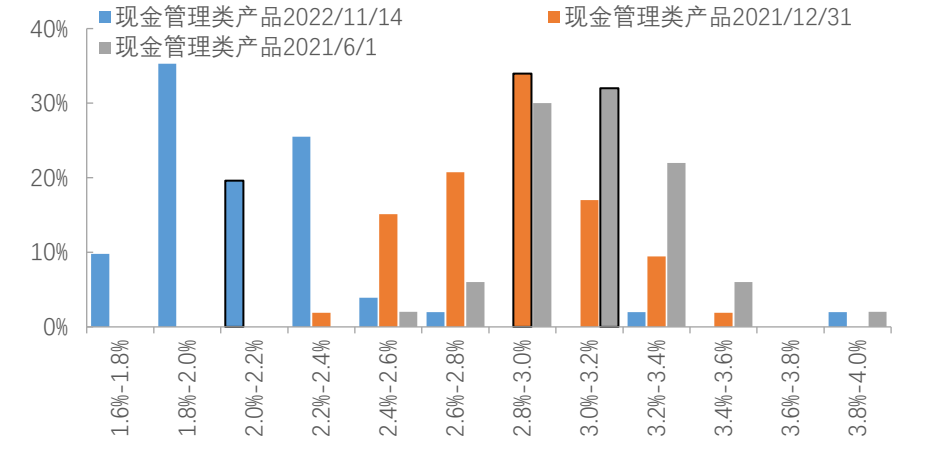


资料来源：银行官网，理财产品净值报告，民生证券研究院

今年以来现金管理类产品收益率中枢加速下滑，不过相对货基收益优势仍在。本文统计了样本产品和货基分别在 2021 年 6 月 1 日（现金管理类理财新规出台前时点）、2021 年 12 月 31 日（资管新规过渡期末、中间时点）和 2022 年 11 月 14 日（当前时点）的 7 日年化收益率，对比分析现金管理类产品与货基的相对收益率优势。

纵向来看，现金管理类产品收益率中枢不断下降。从样本产品数据来看，从 2021 年 6 月初至当前，产品收益率中枢由 3.0%-3.2%区间左移至 2.0%-2.2%区间，整体下滑 100BP。但其中 2021 年末中枢位于 2.8%-3.0%区间，今年初以来收益率中枢更大幅度的下滑，或从侧面佐证了今年以来现金管理类产品正在加速整改。

图8：现金管理类产品 7 日年化收益率在三时间节点分布情况

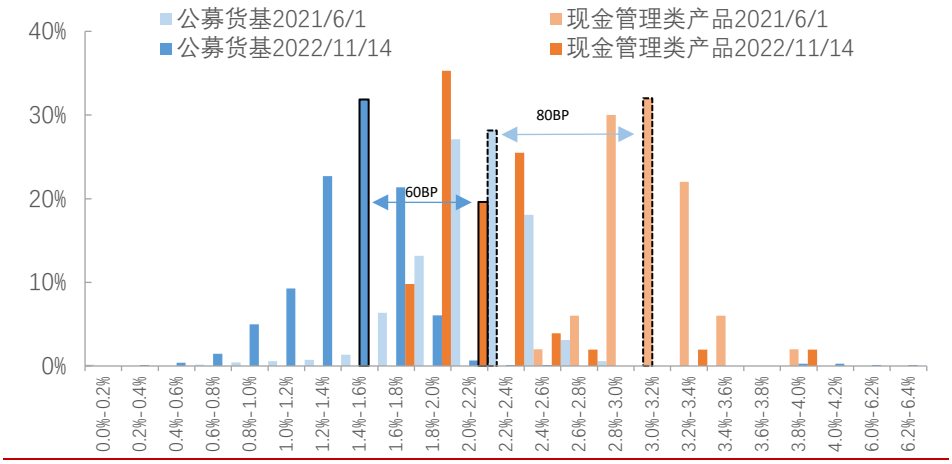


资料来源：银行官网，wind，民生证券研究院；注：黑色边框为收益率中位数所在区间

横向比较来看，当前现金管理类产品相对货基在收益方面仍有优势，但优势幅度有所收窄。目前现金管理类产品 7 日年化收益率中枢位于 2.0%-2.2%区间，而货基收益率中枢位于 1.4%-1.6%区间，两区间差距为 60BP，以及从收益率整体分布情况来看，现金管理类产品仍较货基有明显优势。但将时间节点转换为 2021 年

6 月 1 日，两类产品收益率中枢所在区间差距则为 80BP，即在新规对现金管理类产品约束之下，其对货基的相对收益优势正在收窄。

图9：现金管理类产品与货币基金 7 日年化收益率差距



资料来源：银行官网，wind，民生证券研究院；注：黑色边框为收益率中位数所在区间

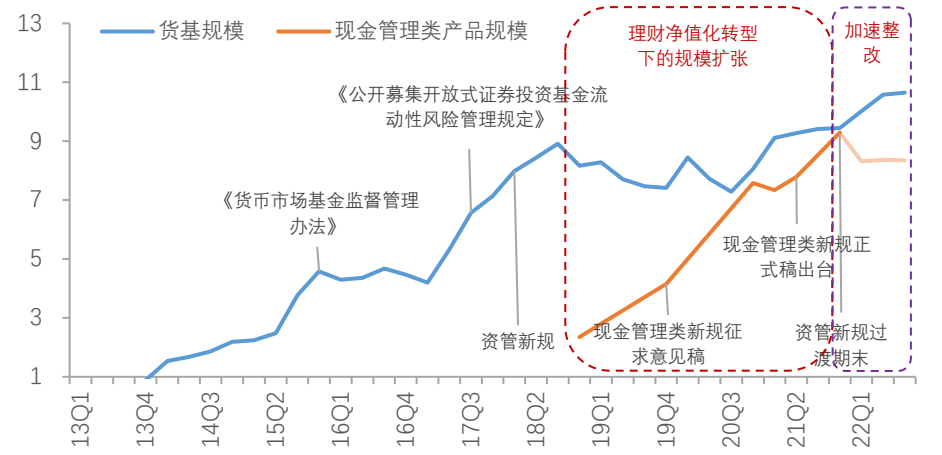
2 规模变迁：从野蛮生长到监管收紧

2.1 野蛮生长：与货基抢占市场份额，净值化转型中壮大

现金管理类产品最初在货基壮大的冲击下逐渐发展起来。现金管理类产品是指银行或理财公司发行的活期理财产品，产品诞生之初大多可实现 T+0 申赎，且支持大额资金交易。2013 年 6 月，余额宝横空出世，带动货基规模实现跨越式增长，银行为了对抗货基增长带来的存款“搬家”和资金成本抬升问题，逐渐开始推广现金管理类产品。

现金管理类产品发展初期监管较松，相对货基的利差优势支撑起规模的快速扩张。监管政策对货基的管理更早得以完善，2015 年 12 月，《货币市场基金监督管理办法》发布，对货基投资范围等进行了约束，2016 年整年内，货基规模一直在 4 万亿元左右徘徊。而现金管理类产品在与货基同台竞技的初期，却经历了一段“野蛮生长”时期，此时为了实现比货基更高的市场吸引力，部分现金管理类产品紧盯货基收益率，将产品负债端预期收益率调整至与货基保持一定利差水平上，**并在资产端通过资金池运作、滚动发行、期限错配等运作以支撑此利差的长期维持。**

图10：货基与现金管理类产品市场规模（万亿元）



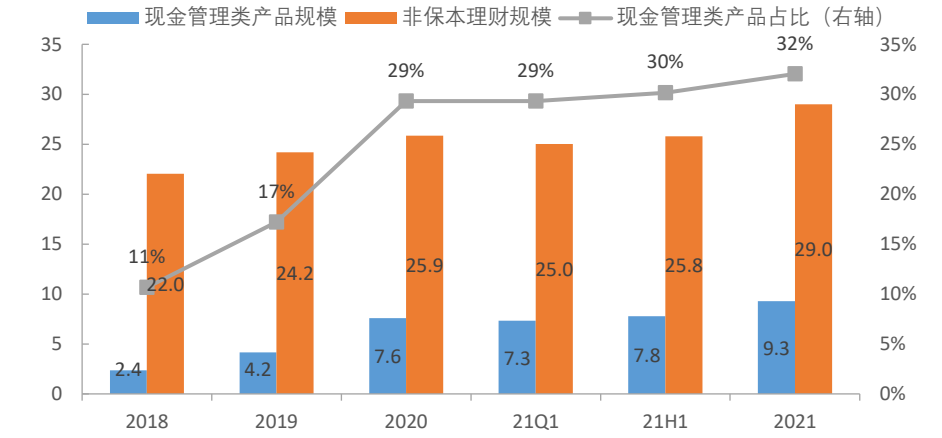
资料来源：wind，银行业理财登记托管中心，民生证券研究院测算；

注：现金管理类 22Q1-Q3 为以样本规模倒推所测算数据

资管新规后现金管理类产品因适用摊余成本法估值，成为银行理财转型主力，规模不断壮大。2018 年 4 月，人民银行会同银保监会、证监会、外汇局等部门发布了《关于规范金融机构资产管理业务的指导意见》（以下简称“资管新规”），要求银行理财要去刚兑、实现净值化转型。

2018 年 7 月 20 日资管新规补充通知正式提出现金管理类理财产品的概念，并规定其参照货基的**“摊余成本+影子定价”估值方法**，此估值方法下产品收益率稳定、客户接受程度高。而且此时资管新规并未对现金管理类产品的投资范围、杠杆率等做出单独要求，现金管理类产品通过信用下沉、拉长久期和加杠杆等途径，还可以使其保持住对货基的相对收益优势。因而在资管新规后，银行理财净值化转型的压力下，将现金管理类产品作为转型主力。**随后一段时间内，现金管理类产品自身总规模、在银行理财市场中占比都不断提升。**

图11：现金管理类产品在银行非保本理财中占比情况（万亿元）



资料来源：银行业理财登记托管中心，民生证券研究院

2.2 监管收紧：与货基监管标准一致

现金管理类产品专项监管规定发布，过渡期最终为 2022 年末。2021 年 6 月，《关于规范现金管理类理财产品管理有关事项的通知》正式稿出台，对现金管理类产品的投资范围和限制、投资集中度、流动性、杠杆、久期管理、估值方法上都提出了更明确的要求，将监管标准与货基基本拉齐，并将过渡期设置为 2022 年末。

表2：现金管理类产品与货基监管标准对齐

	现金管理类产品	货币基金监管差异
监管文件	《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》 《公开募集开放式证券投资基金流动性风险管理规定》
投资范围	1、现金； 2、期限在 **1 年以内**（含）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）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。	相同
投资限制	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。	相同
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%**；	相同
杠杆比例	**不超过 120%**	相同
组合期限	·前 10 名份额<20%，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； ·前 10 名份额≥20%，平均剩余期限不得超过 **90** 天，平均剩余存续期限不得超过 **180** 天； ·前 10 名份额≥50%，平均剩余期限不得超过 **60** 天，平均剩余存续期限不得超过 **120** 天。	相同
估值方法	**摊余成本法+影子定价**	相同
偏离度	·当影子定价确定的现金管理类产品资产净值与摊余成本法计算的资产净值正偏离度绝对值达到 0.5%时，商业银行、	相同

	理财公司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。 ·当负偏离度绝对值达到 0.25%时，商业银行、理财公司应当在 5 个交易日内将负偏离度绝对值调整到 0.25%以内。 ·当负偏离度绝对值达到 0.5%时，商业银行、理财公司应当采取相应措施，将负偏离度绝对值控制在 0.5%以内。 ·当负偏离度绝对值连续两个交易日超过 0.5%时，商业银行、理财公司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。	
规模管理	1、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%。** 2、同一理财公司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，合计不得超过其风险准备金月末余额的 **200 倍。**	相同

资料来源：人民银行，银保监会，证监会，民生证券研究院

对应估值方法，新规提出了与货基基本一致的偏离度管理要求。偏离度=（影子定价确定的资产净值-摊余成本法确定的资产净值）/影子定价确定的资产净值。当影子定价确定的资产净值低于摊余成本法确定的资产净值时，即出现了负偏离，也就意味着现金管理类产品资产组合的实际价值要低于其账面价值，此时理财产品存在“浮亏”。当存在负偏离时，若出现了集中性、超预期的大额赎回，使得理财产品被迫卖出现券换取流动性，则会冲击现券收益率曲线继续走高，此时理财产品也相当于是在兑现浮亏，则会进一步加大产品的负偏离度。而按照规定，当负偏离度绝对值连续两个交易日超过 0.5%时，就需要采用公允价值估值法对产品账面价值进行调整，**理财产品可能会在大规模赎回冲击下出现日净值增长率为负情况。**

新规虽然只针对现金管理类产品提出了要求，但对银行理财整体转型影响较广。一是新规对现金管理类产品规模提出了要求，这使得此前以大力发展现金管理类产品来减轻净值化转型压力的策略一定程度上失效，部分银行又面临了压降现金管理类理财产品的压力。二是关于投资限制方面，此前曾有银行在理财净值化转型的过程中，将其他类型存量理财产品资产迁移至现金管理类理财资产端，新规出台之后，现金管理类产品的不得再投资长期限、低评级资产，资产承接能力又大打折扣。

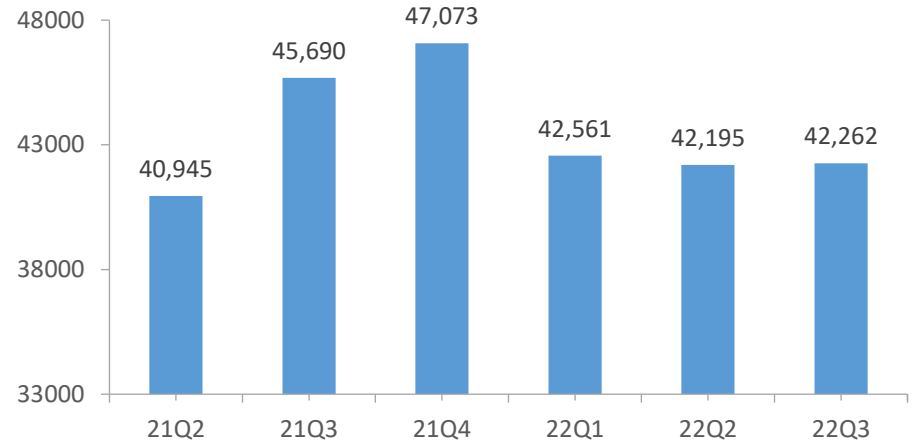
2.3 过渡期将结束，规模主动压降

上半年权益市场跌宕起伏，低风险产品成为资金避风港。2022 年初，受到经济压力、国际地缘冲突等因素影响，权益市场震荡，资管产品出现“破净潮”。投资者风险偏好有显著下降，权益类产品发行遇冷，而固收类产品成为资金“避风港”，**2022 年上半年货币市场基金规模整体逆市上扬。**

但同样具有低风险属性的现金管理类产品 22Q1 规模却有大幅下滑。考虑到现金管理类产品新规为 2021 年 6 月出台，从 62 只样本产品中选取 50 只自 21Q2

以来有连续季报披露的产品，统计其总体规模变动情况。从统计数据来看，在新规出台随后两季度，样本总规模仍在持续提升，样本总规模在 21Q4 时达到峰值，随后 22Q1 较上年末有明显大幅下降，而后至 22Q3 整体规模基本维持平稳。

图12：50 只样本产品净值规模变化（亿元）



资料来源：银行官网，理财产品季度投资报告，民生证券研究院

2022 年以来现金管理类产品规模为何与货基走势相反?

原因一：新规过渡期将止，迫于整改压力主动压降规模。新规在过渡期内约束力或较为宽松，又担负一定稳定理财规模压力，全市场现金管理类产品规模在新规发布后仍有大幅上扬，2021 年末达到 9.29 万亿元，较 21Q2 增长 19.4%。2021 年的扩张，叠加 2022 年过渡期将结束的整改压力，导致今年规模难以继续延续扩张。

压降规模以外，未来机构或也从风险准备金端着手稳定产品规模。招商银行在 2021 年度业绩发布会上，表示其当时现金管理类产品存续规模为 1.2 万亿元，可通过将招银理财风险准备金提升至 60 亿元以支撑住其产品规模保持稳定。

原因二：现金管理类产品收益率逐步走低，收益优势逐渐弱化。新规发布后，现金管理类产品可投资资产范围缩窄，此前通过投资长久期、信用下沉资产方式增厚收益的产品，过渡期内面临的整改幅度较大，收益率水平将显著承压，收益率走低也会在一定程度上冲击投资者需求。

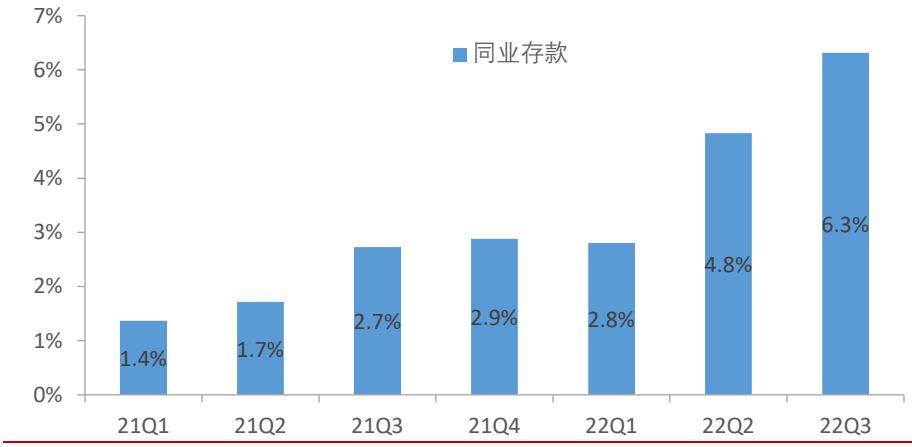
原因三：部分产品 T+0 改 T+1、降低快赎金额，流动性优势的弱化也会在一定程度上降低投资者配置意愿。**（1）申赎时效 T+0 改 T+1。**今年下半年以来，已有多家银行/理财公司发布公告，调整现金管理类产品申购/赎回确认日。**（2）降低快速赎回金额。**如今年 8 月 16 日招商银行朝招金（多元积极型）理财计划发布产品公告，其中将单日快速赎回额度从上限 5 万元调整至 1 万元。

3 资产配置：缩短久期，偏好高流动性

3.1 同业存款：流动性与稳定性的综合考量

出于流动性与稳定性的综合考量，产品对同业存款的配置占比大幅提升。一方面，新规对现金管理类产品流动性方面有一定要求，单只产品持有的现金、1 年以内的国债、央行票据和政策性金融债需不低于净资产的 5%；另一方面，现金管理类产品对接的是风险偏好较低的投资群体，收益稳定是重要追求目标。因而出于两方面综合考量，现金管理类产品对现金及活期存款的配置力度有所提升，从样本产品前十大持仓情况来看，22Q2 开始同业存款配置占比有大幅提升。

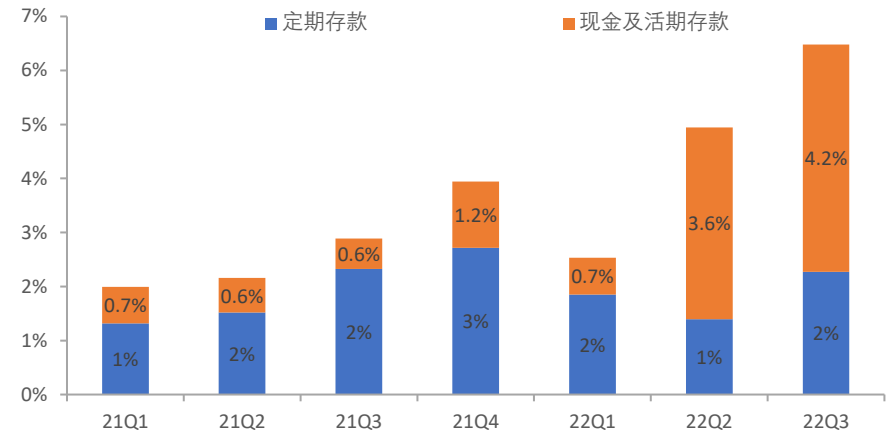
图13：62 只样本产品十大持仓中同业存款在资产净值中占比



资料来源：银行官网，理财产品季度投资报告，民生证券研究院

同业存款具体配置既有现金及活期存款保证流动性，也有收益稳定的定期存款。具体而言，本文从 62 只样本产品中筛选出了 28 只前十大持仓中持有同业存款、且明确区分定期与活期存款的样本产品，并进行加权平均计算。从结果来看，22Q1 及以前，产品对同业存款的配置主要为定期存款，但 22Q2 以来，现金及活期存款的配置力度大幅提升，侧面反映出产品在整改过程中对流动性的注重程度提升。

图14：28 只样本产品十大持仓中两类同业存款在资产净值中占比

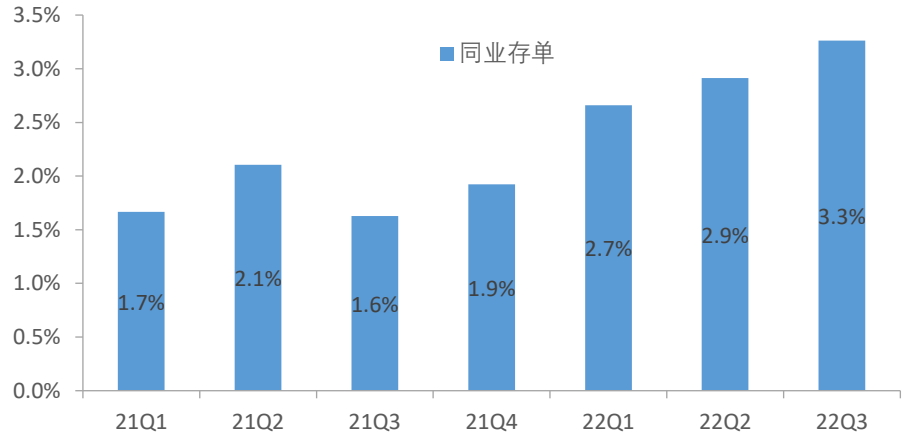


资料来源：银行官网，理财产品季度投资报告，民生证券研究院

3.2 同业存单：债券投资比例降低后的主要承接者

同业存单是债券投资比例降低的主要承接者。新规出台之前，各类债券受到投资范围、评级影响，投资比重整体有所下降。在此背景之下，同业存单因其风险相对较低、流动性好、久期短的优势，成为资产配置新趋势。从样本产品前十大持仓中同业存单占比来看，21Q3 以来产品对同业存单的配置整体呈现出上升趋势。

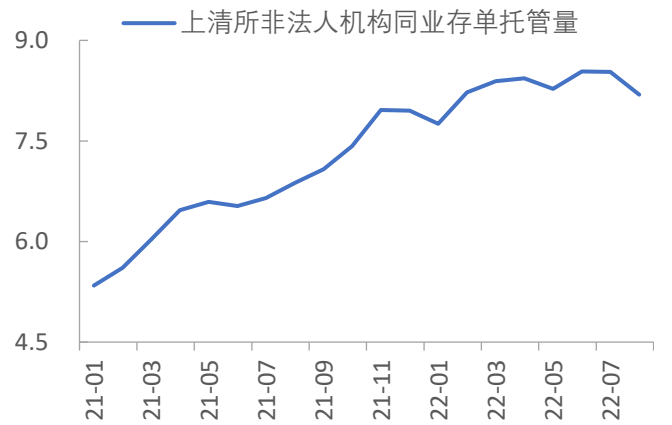
图15：62 只样本产品十大持仓中同业存单在资产净值中占比



资料来源：银行官网，理财产品季度投资报告，民生证券研究院

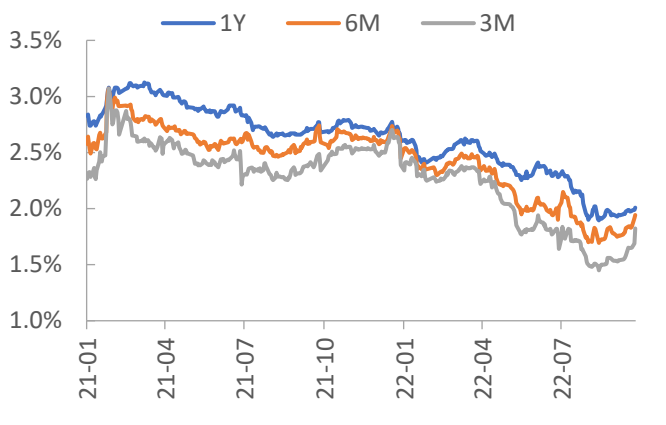
同业存单市场数据或一定程度上反映了现金管理类理财加配同业存单的趋势。从同业存单市场状况来看，新规发布以来，上清所非法人机构同业存单托管量有明显的提升，各类期限同业存单到期收益率整体也有下行，或一定程度上是由新规后现金管理类理财加大对同业存单配置规模所驱动。

图16：上清所非法人机构同业存单托管量（万亿元）



资料来源：wind，民生证券研究院

图17：不同期限商业银行同业存单到期收益率



资料来源：wind，民生证券研究院

整体现金管理类理财对同业存单配置规模预计在 3 万亿元以上。假设 62 只产品在市场规模中保持 61%的占比，推算 22Q2 现金管理类产品市场规模约为 8.37 万亿元。并按照理财公司现金管理类产品对同业存单的配置比例进行测算，2021 年末现金管理类产品对同业存单配置规模约为 3.15 万亿元，22Q2 现金管理类产品市场规模收缩，但对同业存单的配置比例提升明显，因而测算配置规模约为 3.28 万亿元。

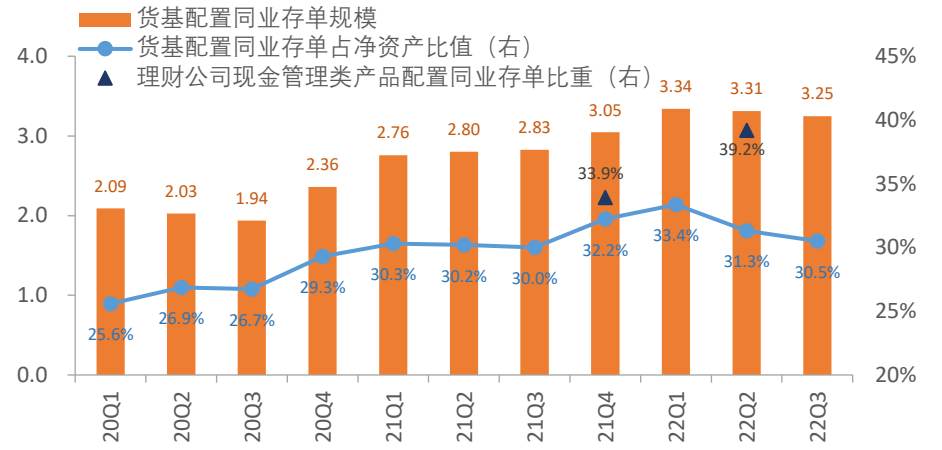
表3：现金管理类产品对同业存单的配置规模测算（亿元）

	21Q4	22Q2
现金管理类产品规模	92900	83664
同业存单配置比例	33.93%	39.20%
同业存单配置规模	31521	32796

资料来源：银行业理财登记托管中心，民生证券研究院测算

目前同业存单配置比重略高于货基。2020 年以来货基对同业存单配置比重呈现波动上升态势，理财公司现金管理类产品同业存单配置比例目前略高于货基。长期来看，现金管理类产品对同业存单的配置即使不能维持 22Q2 近 40%的高水平，类比货基来看或仍能达到 30%-35%的配置比例。而随着未来理财公司风险准备金规模逐渐提升，现金管理类产品规模仍有望走高，因而对同业存单整体配置需求长期来看预计将稳步提升。

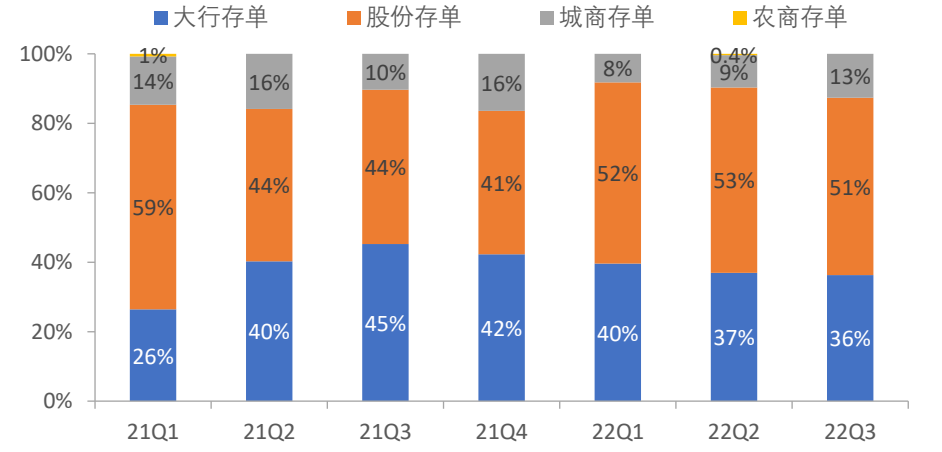
图18：货基配置同业存单规模（万亿元）及其在资产净值中占比



资料来源：wind，银行业理财登记托管中心，民生证券研究院

结构上重点配置股份行、大行存单。本文从全部样本中筛选出 54 只曾配置同业存单的样本产品，统计其 21Q1 以来前十大持仓中四类同业存单配置分布发现，现金管理类理财产品所配置的同业存单发行主体结构上以股份行、国有大行为主，城商行存单配置比例则基本在 10%上下浮动。

图19：54 只样本产品十大持仓资产中四类同业存单配置分布

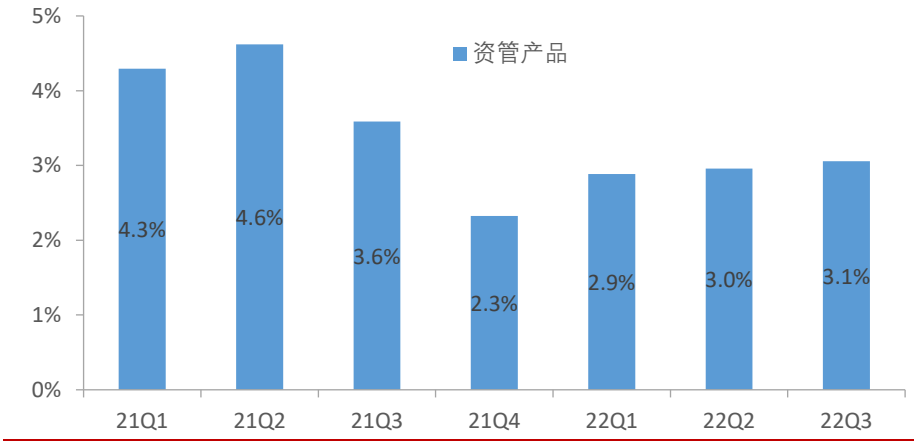


资料来源：银行官网，理财产品季度投资报告，民生证券研究院

3.3 资管产品：整体配置比重下降，结构以保险资管为主

过半数样本产品曾投资资管产品。资管产品作为已经进行过资产配置的投资组合，风险管理能力相对较强且收益率较高，一度受到不少现金管理类产品青睐。整体来看，新规出台之后现金管理类产品配置资管产品比重有较大幅度下降，今年以来整体比重整体保持平稳。

图20：62 只样本产品十大持仓中资管产品在净资产中占比



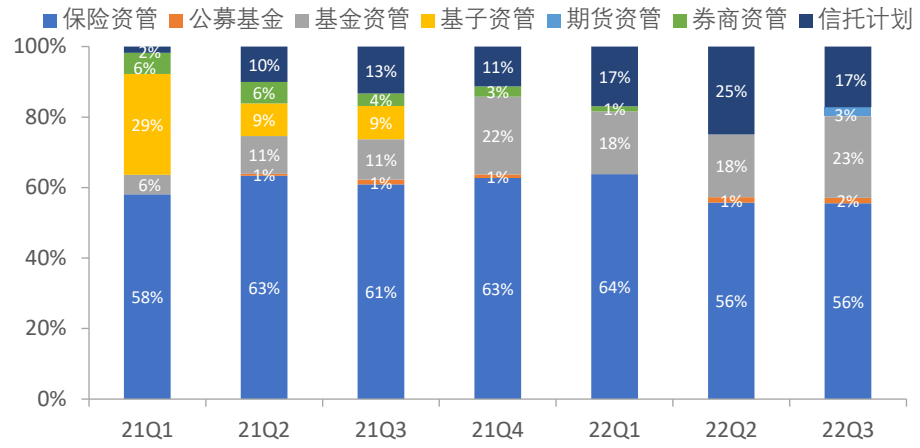
资料来源：银行官网，理财产品季度投资报告，民生证券研究院

资管新规后，资管产品只能一层嵌套、且要实现穿透管理。资管新规出台之前，资管产品投资其他资管产品形成“多层嵌套”，除了对复杂商业诉求提供服务之外，还内含规避投资范围、杠杆约束或是隐匿资金来源等不正当需求。层层嵌套之下，监管部门难以明细资金最终的来源和用途。

针对多层嵌套问题，资管新规第二十二条规定“资管产品可以再投资一层资管产品，但所投资的资管产品不得再投资公募基金以外的资管产品”，第二十七条规定“对资管业务实施穿透式监管，对于多层嵌套资管产品，向上识别产品的最终投资者，向下识别产品的底层资产（公募基金除外）”。也即，除公募基金以外，资管产品最多只能再投资一层资管产品，且要向上向下分别穿透识别。

配置方向主要是保险资管、基金资管以及信托计划。另外，本文从样本产品中筛选出 31 只曾配置资管产品的样本，统计其自 21Q1 以来在前十大持仓中曾配置过的全部资产管理类产品，对各季度、各类资管产品投资规模占比进行整理。从结果来看，保险资管产品一直是主要配置方向，21Q1 以来占据着 60%上下的主要配置比例；21Q1 对基金子公司资管计划配置比例层达 29%，但此后迅速下滑；基金公司专户业务和信托计划则为 21Q1 以来除保险资管外另两大配置方向；其他类别资管产品配置比例均维持在较低水平上。

图21：31 只样本产品十大持仓中资产管理类产品投资分布



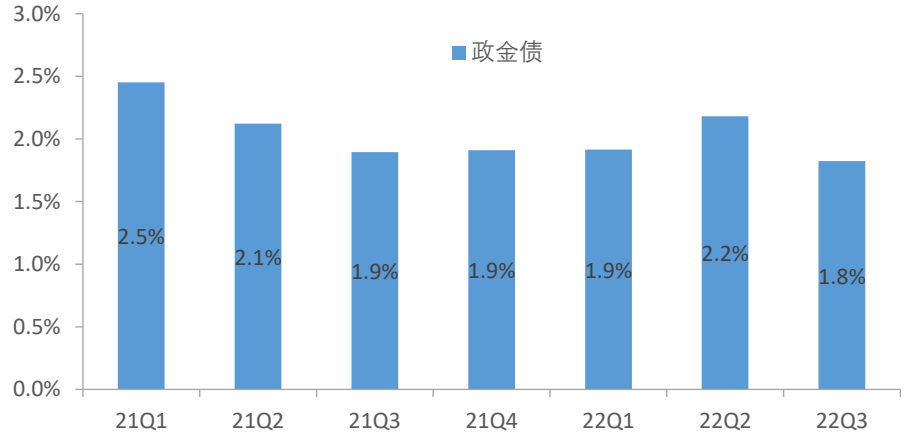
资料来源：银行官网，理财产品季度投资报告，民生证券研究院

资管产品或为弥补理财公司投研能力不足的重要方式。新规并未对现金管理类产品投资资管产品做出要求，仅需遵从资管新规中“一层嵌套、穿透识别”要求。通过持有各类资管产品，理财公司能够实现将资金委托给其他机构进行投资，对于投研能力方面的相对劣势能起到弥补作用。同时资管产品交易更为便利，可以根据市场行情变化及时调整仓位，优化投资组合。

3.4 政金债：22Q2 曾有所增配，整体配置力度降低

政金债为合意资产投向，但或受投资范围约束影响，配置力度有所降低。政金债信用评级高、存续规模大、流动性好，对于现金管理类产品而言是较好的投资对象。从样本产品的前十大持仓对政金债的配置情况来看，21Q1 以来对政金债配置呈现小幅波动下降趋势，22Q2 有所增配，但 22Q3 继续回落至低位。

图22：62 只样本产品十大持仓资产中政金债在资产净值中占比



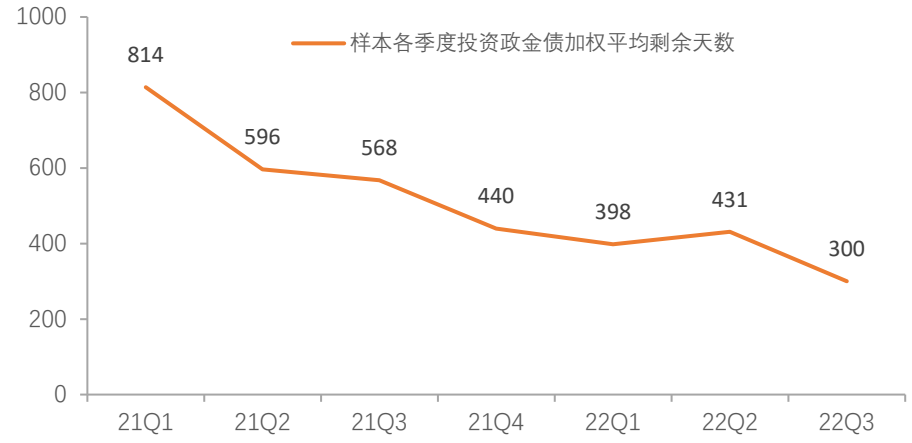
资料来源：银行官网，理财产品季度投资报告，民生证券研究院

配置阻力主要来自于期限约束。现金管理类理财配置政金债主要监管阻力来自于期限约束，新规规定现金管理类产品所投资的债券剩余期限应在 397 天（含）以内；同时久期管理方面，新规要求限制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。

平均剩余存续天数不断下降，预计后续整改压力不大。本文选择了 50 只前十大持仓中曾配置政金债的样本产品，统计其配置的政金债在对应季度末时的剩余天数，并按照投资规模进行加权平均计算。从结果来看，持仓政金债的平均剩余天数处于持续下行趋势，截至 22Q3 平均剩余天数仅为 300 天。而从 50 只样本产品 22Q3 前十大持仓中共计 81 只政金债来看，仅有 4 只到 2022 年末时剩余天数大于 397 天，因而预计在政金债投资方面整改压力较小。

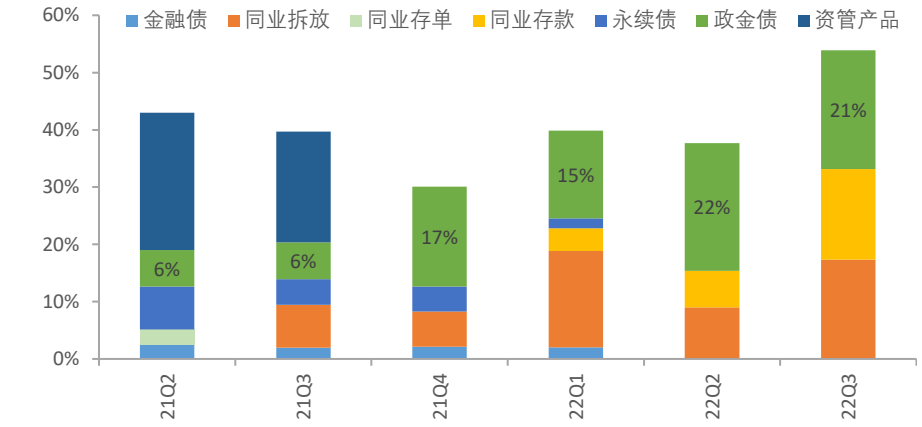
图23：50 只样本产品十大持仓资产中政金债加权平均剩余天数



资料来源：银行官网，理财产品季度投资报告，民生证券研究院

产品整改到位，后续需求预计主要针对新发一年期、剩余期限 397 天以内政金债。具体观察一只配置政金债较多的样本产品——北京银行京华远见医宝金理财管理计划（简称“北京医宝金”）。21Q4 以来，此产品前十大持仓中政金债占比开始有大幅上升，截至 22Q3，前十大持仓中有 8 项资产为政金债，合计持仓比例达到 21%，预计整体投资组合中政金债持仓比例更高。

图24：北京 医宝金前十大持仓资产变动



资料来源：银行官网，理财产品季度投资报告，民生证券研究院

关于配合期限约束整改方面，该产品在新规出台后及时调整配置情况，21Q2

持仓的“21 国开绿债 01 清发”到期日为 2024 年 3 月，期限上不符合新规要求，21Q3 时便已对此债券进行减配。截至 22Q3 所持有的 8 只政金债中 5 只为 23Q3 末之前到期，另外 3 只到期日虽为 2024 年，但时间安排上均可满足新规要求，其中到期日最晚的“17 国开 01”到期日期为 2024 年 2 月 1 日，与新规过渡期截止日 2022 年末恰好相距 397 天。

表4：北京 医宝金前十大持仓中政金债在资产净值中占比及到期日期

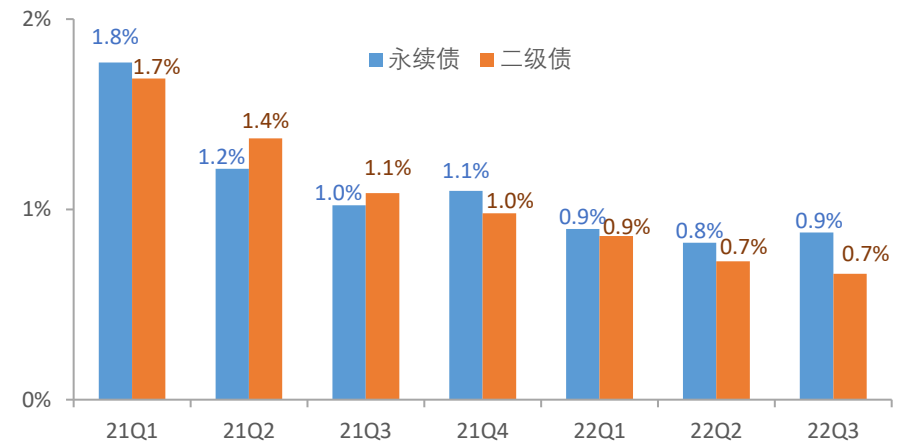
资产名称	21Q2	21Q3	21Q4	22Q1	22Q2	22Q3	到期日期
21 国开 02			3.7%	3.4%	3.3%	3.3%	2024-01-08
18 国开 11					3.3%	3.1%	2023-08-14
17 国开 01		1.9%	2.6%	2.3%	2.9%	2.9%	2024-01-09
20 国开 07			2.6%	2.4%	3.0%	2.9%	2023-08-07
18 农发 08					2.7%	2.7%	2023-05-25
20 进出 13	1.9%	2.4%	3.0%	2.8%	2.7%	2.6%	2023-09-04
22 国开 06					1.8%	1.8%	2023-05-23
19 国开 03	2.5%	2.1%	3.0%	2.7%	2.6%	1.6%	2024-02-01
21 国开绿债 01 清发	1.9%						2024-03-24
21 国开 01			2.6%				2022-01-26
21 农发 04				1.8%			2022-05-24

资料来源：wind，银行官网，理财产品季度投资报告，民生证券研究院

3.5 永续债、二级债：新规后持续减配

新规后永续债无法新增，二级债较难新增，配置比例持续下降。现金管理类产品在金融机构发行的债券方面的配置，一是政金债，二是永续债和二级债，三是除以上两类外的其他金融债。永续债、二级债所面临的约束与政金债类似，但与之不同之处在于，政金债流动性更强，因而产品对政金债仍有较高配置意愿。永续债不满足新规要求的“剩余期限在 397 天以内的债券”，无法再新增配置；而受到投资组合久期管理要求，二级资本债的配置也较难新增。样本产品前十大持仓资产中，自 21Q1 以来，永续债、二级债占比均呈现持续下降趋势。

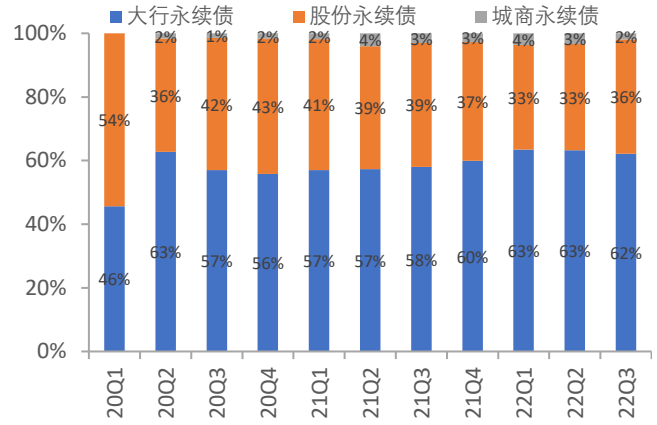
图25：62 只样本产品十大持仓资产中永续债、二级债在资产净值中占比



资料来源：银行官网，理财产品季度投资报告，民生证券研究院

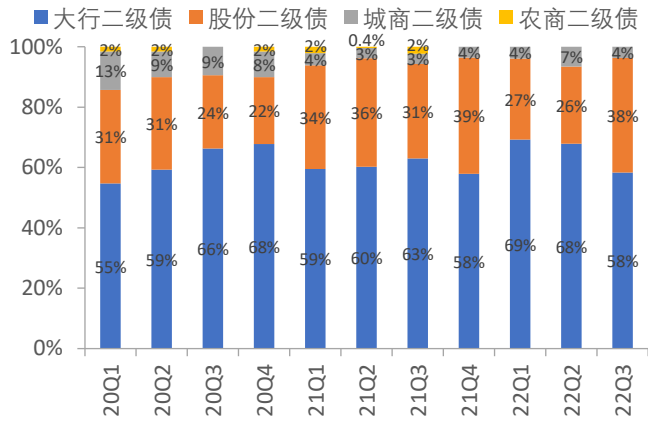
配置结构上，永续债、二级债均以国有大行、股份行发行为主。考虑到两类债券在 21Q2 后基本禁止新增，因而将时间窗口扩大至 20Q1，筛选出曾配置永续债、二级债的样本产品各 19 只、33 只，统计前十大持仓中两类债券各发行主体的占比。从结果来看，现金管理类产品在发行主体上更偏好国有大行以及股份行；2020 年对城商行二级债配置比例稍高，但 2021 年占比明显下降。

图26：19 只样本产品十大持仓资产中永续债配置分布



资料来源：银行官网，理财产品季度投资报告，民生证券研究院

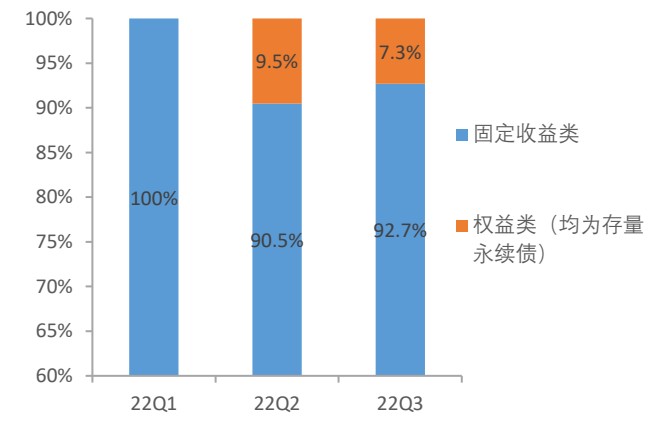
图27：33 只样本产品十大持仓资产中二级债配置分布



资料来源：银行官网，理财产品季度投资报告，民生证券研究院

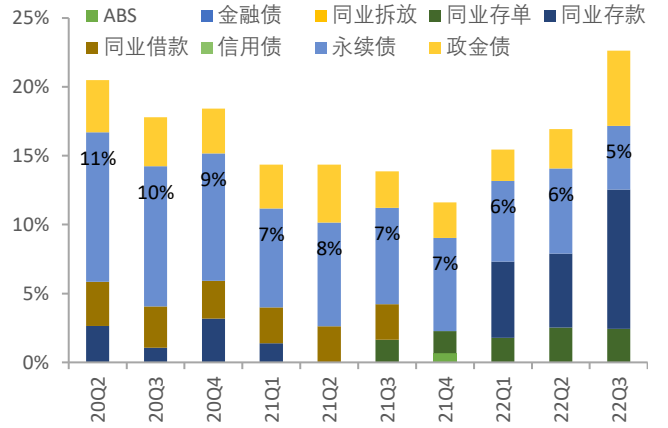
“苏银现金 1 号”将存量永续债划分为权益类资产。按照“新老划断”原则，在新规发布之后，现金管理类产品投资的存量永续债、二级债可持有至到期，但不得新增投资不合规资产。从前十大持仓资产来看，苏银理财启源融汇现金 1 号产品（简称“苏银现金 1 号”）在新规出台之前对永续债配置比例较高，新规出台之后，一方面前十大持仓中披露的永续债持仓比例总体降低，且均为存量可持有至到期永续债；另一方面，22Q2 起产品运作报告中将永续债划分为权益类资产，从 22Q2、Q3 两季度来看，存量永续债持仓规模有明显压降，同时划分为权益类资产或可起到缩短投资组合久期作用。

图28：苏银 现金 1 号投资组合



资料来源：银行官网，理财产品季度投资报告，民生证券研究院

图29：苏银 现金 1 号前十大持仓



资料来源：银行官网，理财产品季度投资报告，民生证券研究院

表5：苏银 现金 1 号前十大持仓中永续债在资产净值中占比

资产名称	21Q1	21Q2	21Q3	21Q4	22Q1	22Q2	22Q3
19 平安银行永续债 01	1.3%	1.4%	1.3%	1.3%	1.1%	1.1%	0.9%
19 中信银行永续债	1.9%	1.9%	1.8%	1.7%	1.5%	1.6%	1.5%
19 建设银行永续债	2.9%	2.9%	2.9%	2.8%	2.4%	2.6%	2.3%
19 徽商银行永续债	1.0%	1.3%	1.0%	1.0%	0.9%	0.9%	

资料来源：wind，银行官网，理财产品季度投资报告，民生证券研究院

再具体观察四只 22Q3 仍持有二级债样本产品，从其 21Q2 以来前十大持仓来看，共出现 14 只二级债，其中杭银、光大两只产品所投资的二级债均为 2022 年末前到赎回权行使日，预计将直接由发行人赎回。而平安、民生的两只产品曾持仓的 9 只二级债中，目前仅有 1 只已到期，其余 8 只持仓比例基本保持稳定，预计为按照“新老划断”原则将存量投资持有至到期。

表6：四只样本产品前十大持仓中二级债在资产净值中占比及剩余期限

前十大持仓	21Q2	21Q3	21Q4	22Q1	22Q2	22Q3	剩余期限（年）
平安天天成长 A							
18 中国银行二级 01	1.7%	1.8%	1.8%	2.0%	1.9%		0.8000+5
18 中信银行二级 02	1.9%	1.9%	2.0%	1.7%	1.7%	1.4%	0.9288+5
18 中国银行二级 02	1.7%	1.8%	1.8%	1.4%	1.4%	1.5%	0.8986+5
19 江苏银行二级					1.1%		1.8630+5
民生天天增利私享款							
18 中信银行二级 01	1.7%	1.7%	1.7%	1.9%	1.7%	1.2%	0.8219+5
19 交通银行二级 01	1.6%	1.6%	1.6%	1.8%	1.6%	1.5%	1.7479+5
17 交通银行二级	1.2%	1.2%	1.2%				0
18 农业银行二级 01	1.2%	1.2%	1.2%	1.4%	0.9%	0.9%	0.4411+5
19 平安银行二级					0.9%	1.0%	1.4493+5
杭银幸福 99 新钱包							
17 宁波银行二级	2.3%	2.2%	2.1%	1.4%	1.4%	1.3%	0.0575+5
光大光银现金 A							
17 交通银行二级	1.6%	1.5%	1.4%	1.4%			0
17 农业银行二级	1.2%	1.1%	1.0%	1.0%	1.1%	1.2%	0
17 中国银行二级 01	1.1%	1.1%	1.0%	1.0%	1.1%		0
17 民生银行二级 02	0.8%					0.8%	0.0329+5

资料来源：wind，银行官网，理财产品季度投资报告，民生证券研究院；

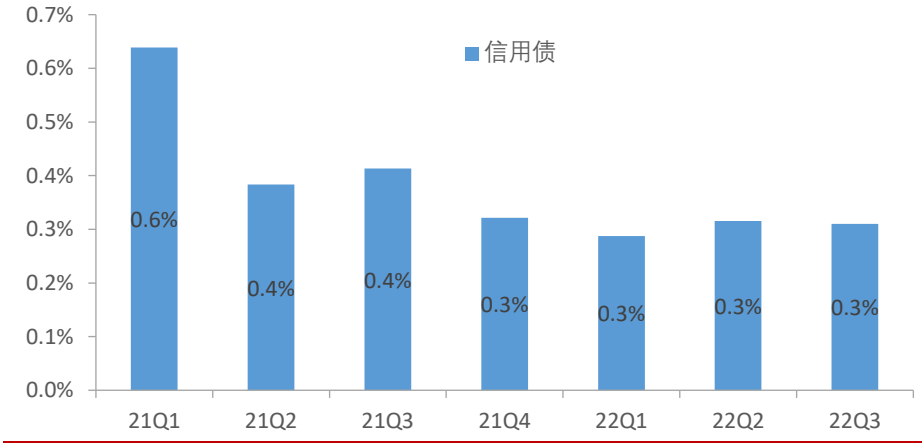
注：剩余期限截至 2022/11/17，剩余期限中“+N”意味着该债券在第 N 年末附有条件的发行人赎回权

存量基本持有至到期，增量上“类现金管理”产品投资可弥补需求空缺。总体来看，新规后，现金管理类产品所投资的存量永续债、二级债基本能坚持持有至到期，一方面产品可在监管允许范围内提振收益，另一方面对存量永续债、二级债需求基本保持稳定。此外，现金管理类产品本身对银行资本补充工具购入规模占比就较小，同时银行在新规后，推出一系列承接现金管理类规模缩减的产品，如短期定开、短期封闭等类型的固收类产品，此类产品不受新规影响，预计可以填补新规带来的对银行资本补充工具需求的空缺。

3.6 信用债：整体减配，部分产品增配短期信用债

前十大持仓中信用债持仓比例低位继续下滑，但与货基相比存在“品种下沉”可能。从前十大持仓来看，现金管理类产品对信用债的配置一直较少，且新规出台之后持仓比例下滑到更低位。但背后有两方面值得关注，一是前十大持仓反映信息有限，产品过去为了提振收益率，实际对信用债的投资比例可能更大；二是信用债中的私募债、PPN 是现金管理类产品投资范围与货基投资范围的差异所在，未来现金管理类产品或可通过投资非公开债券实现相对货基的收益优势。

图30：62 只样本产品十大持仓资产中信用债在资产净值中占比

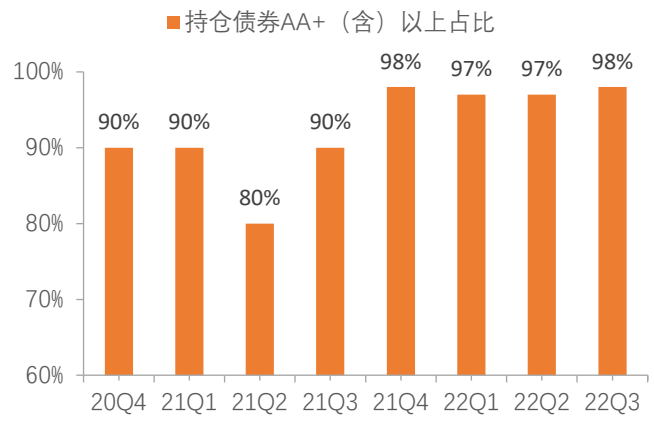


资料来源：银行官网，理财产品季度投资报告，民生证券研究院

对信用债的配置约束主要在于评级与期限两方面。新规对于现金管理类产品投资信用债的约束同样来自于信用评级、期限约束两方面。从样本产品投资情况来看，目前此两方向整改都较为积极。

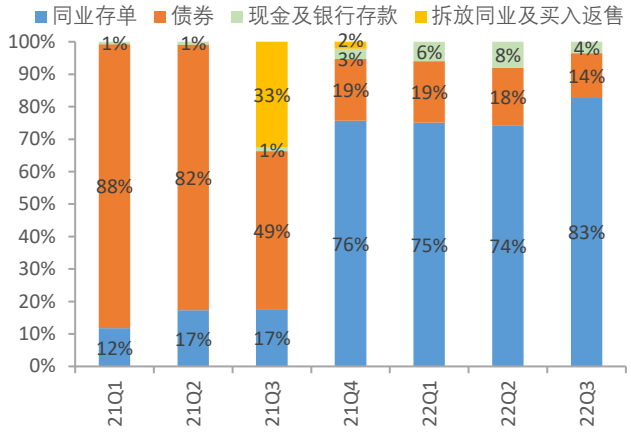
压降低评级债券规模。从持仓债券评级方面的整改来看，以华夏银行的龙盈天天理财 1 号为例，此前在 21Q2 其持仓债券中约有 20%份额为 AA+以下评级，而该季度产品投资组合中债券占比达 82%，即资产约 16%投向了较低评级债券。新规出台后，该产品资产投向有明显调整，一方面，债券投资比例骤降，主要调整为同业存单；另一方面，持仓债券中 AA+以及上评级占比显著提升，低评级债券在总净值规模中占比已不足 2%，剩余调整规模预计对业绩压力有限。

图31：华夏 龙盈天天理财 1 号持仓债券评级情况



资料来源：银行官网，理财产品季度投资报告，民生证券研究院

图32：华夏 龙盈天天理财 1 号投资组合



资料来源：银行官网，理财产品季度投资报告，民生证券研究院

适当增配短期限信用债。而从一个持有较多信用债的具体产品来看，沪农天天盈 B 款对剩余期限较长的“19 宜宾国资 PPN002”、“19 川投债 01”两项资产投资比重有明显降低，22Q3 末均已不在前十大持仓之中。而对另外四项剩余期限较短的信用债持仓比重则有所维持或提升，在满足期限要求的同时，保留一定信用债的配置来支撑产品收益率表现。

表7：沪农天天盈 B 款 21Q2 以来前十大持仓中信用债持仓情况

前十大持仓	21Q2	21Q3	21Q4	22Q1	22Q2	22Q3	剩余期限(年)	最新主体评级
19 川投债 01	0.9%	0.7%					1.4411+5	AAA
19 宜宾国资 PPN002	1.2%	1.0%	0.9%	0.8%	0.8%		1.6712	
18 越秀集团 MTN002		0.7%		0.8%	0.7%	0.7%	0.4301	AAA
18 沪地产 PPN002		0.7%	1.0%	0.9%	0.8%	0.9%	0.3616	
21 陆金开 MTN002				0.8%	0.7%	0.8%	0.3342+2	AAA
12 中船 MTN3			0.9%	0.8%	0.7%		0	AAA

资料来源：wind，银行官网，理财产品季度投资报告，民生证券研究院；

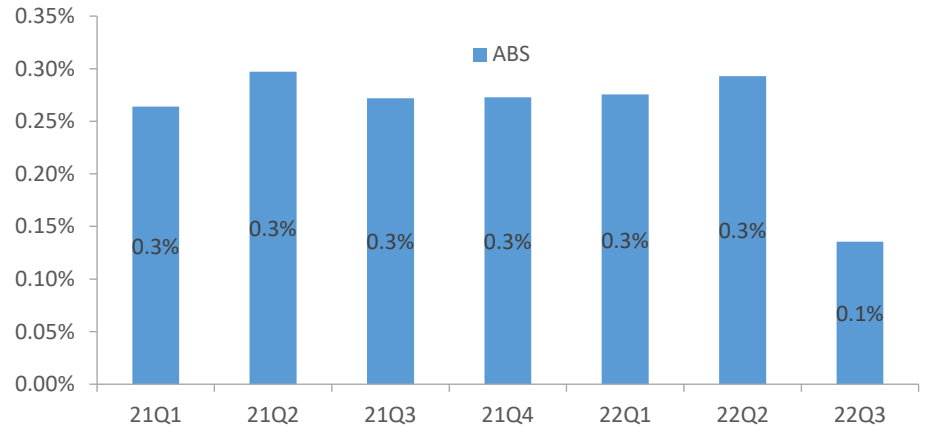
注：剩余期限截至 2022/11/17，剩余期限中“+N”意味着该债券在第 N 年末设置投资者回售选择权

信用债中也有局部可发力方向，与货基相比依然有监管优势。根据《公开募集开放式证券投资基金流动性风险管理规定》，基金产品若主要投资于非上市交易的债券，应当采用封闭或定期开放运作方式。在此监管规定下，货币基金无法投资私募债、PPN 等非公开上市交易债券，而现金管理类产品新规并无此方面约束。因此，在满足其他方面的各类要求下，现金管理类理财产品未来或可以通过利用此方面与货基的监管差异，来实现比货基而言的相对高收益优势，从而吸引投资者。

3.7 ABS：整体低位徘徊

整体投资比例较低，个别产品减持明显。此前，投资低评级 ABS 也是现金管理类产品提振收益的一项重要手段。从全部样本产品前十大持仓资产来看，ABS 占比此前一直徘徊于 0.3%左右的较低水平，22Q3 又在低位上继续下行至 0.1%。

图33：62 只样本产品十大持仓中 ABS 在净资产中占比



资料来源：银行官网，理财产品季度投资报告，民生证券研究院

样本产品对 ABS 减配趋势明显。从在投资组合中披露了 ABS 占比的具体几只产品样本来看，民生天天增利私享款、广发日日薪两款产品投资 ABS 一直处于较低占比，至 22Q3 已不再配置 ABS；而曾经在 21Q2 将 18%资产配置在 ABS 上的平安天天成长 1 号，近一年来不断调减对 ABS 的投资规模，到 22Q3 这一比例已降低至 6%。

表8：3 只样本产品投资组合

产品名称	资产类别	21Q2	21Q3	21Q4	22Q1	22Q2	22Q3
平安天天成长1号	债券	40%	28%	24%	14%	5%	12%
	ABS	**18%**	**18%**	**14%**	**14%**	**10%**	**6%**
	资管计划	0%	37%	41%	52%	61%	62%
	货币市场工具	10%	12%	17%	18%	23%	19%
民生天天增利私享款	债券	91%	84%	82%	89%	85%	80%
	拆放同业买入返售	5%	12%	14%	8%	6%	9%
	ABS	**3%**	**3%**	**3%**	**3%**	**2%**	**0%**
广发日日薪	债券	97%	91%	95%	91%	94%	93%
	ABS	**1%**	**1%**	**2%**	**2%**	**1%**	**0%**

资料来源：银行官网，理财产品季度投资报告，民生证券研究院；
注：部分占比低资产未列出

以上三只样本产品前十大持仓中较少有 ABS 信息，因而再以中信天天利为例，观察其曾配置的 ABS，21Q2 以来该产品共计曾持有过 11 只 ABS，但归结来看为 3 个发行人发行的不同批次 ABS，22Q3 持仓的 4 只 ABS 期限、评级均符合要求。

表9：中信 天天利 21Q2 以来前十大持仓中 ABS 持仓情况

前十大持仓	21Q2	21Q3	21Q4	22Q1	22Q2	22Q3	剩余期限(年)	最新主体评级
长兴 02A2	1.5%	1.2%	1.2%	1.3%				AAA
致远 08A2	1.5%	1.2%	1.2%	1.3%				AAA
致远 09A2	1.5%	1.2%	1.2%	1.3%	1.5%			AAA
长兴 03A2	1.4%	1.2%	1.1%	1.3%				AAA
19 欲晓 A2		1.2%	1.2%	1.3%	1.5%			AAA
长兴 04A2		1.2%	1.1%	1.3%	1.4%			AAA
17 欲晓 A2				1.2%	1.3%			AAA
长兴 09A2					1.5%	1.4%	0.4164	AAA
长兴 10A2					1.2%	1.1%	0.6438	AAA
欲晓 23A2						1.1%	0.0904	AAA
长兴 05A2						1.1%	0.1534	AAA
合计	5.8%	7.2%	6.9%	8.9%	8.3%	4.6%		

资料来源：wind，银行官网，理财产品季度投资报告，民生证券研究院；

注：剩余期限截至 2022/11/17

4 样本现金管理类产品数据一览

4.1 62 只样本产品 22Q3 资产净值及杠杆率总览

表10：62 只样本理财产品 22Q3 基本信息

序号	产品名称	资产净值(亿元)	杠杆率	序号	产品名称	资产净值(亿元)	杠杆率
1	工行 添利宝	3,445	116%	32	民生 天天增利私享款	627	104%
2	建信 龙宝	2,389		33	招银 开鑫宝	617	115%
3	招银 日日盈	2,191	102%	34	交银 灵动添利	611	110%
4	中信 天天利薪金煲	2,088	108%	35	平安 天天成长2号	592	100%
5	光大 光银现金A	2,036	104%	36	建信 恒赢	587	
6	中银 乐享天天	1,977	104%	37	中银 乐享天天进阶版	581	105%
7	民生 天天增利灵动款	1,718	100%	38	上海 易精灵1号	578	100%
8	交银 现金添利	1,525	108%	39	中信 天天智选1号	553	115%
9	招银 朝招金多元积极	1,515	110%	40	中信 日享天开2号	546	104%
10	中银 日积月累日计划	1,471	100%	41	邮储 理财宝	517	111%
11	建信 安鑫	1,252	113%	42	建信 恒赢法人版	517	115%
12	兴业 添利1号	1,082		43	邮储 鑫鑫向荣B	512	103%
13	招银 日日欣	1,004	117%	44	渝农 天添金	456	100%
14	杭银 幸福99新钱包	947	108%	45	中银 悦享天添	456	102%
15	中银 惠享天天进阶版	883	100%	46	沪农 天天盈B款	403	101%
16	中邮 日日升	870	102%	47	招银 聚宝盆5号	387	112%
17	平安 天天成长C	858	117%	48	招银 聚宝盆1号	387	112%
18	苏银 现金1号	796	117%	49	华夏 现金类1号	381	111%
19	兴业 添利快线	794		50	招银 聚宝盆4号	380	113%

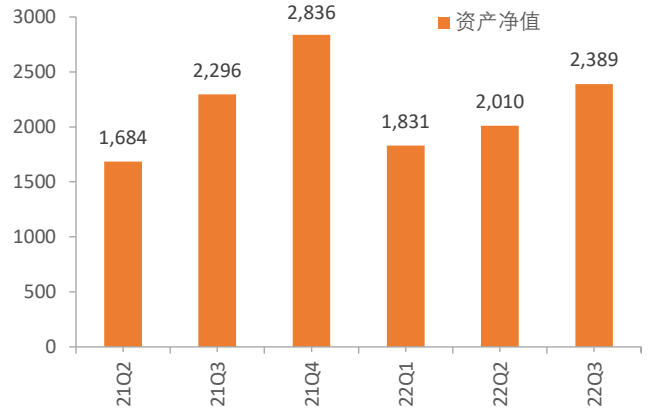
20	农银	时时付对公	783	107%	51	招银	聚宝盆2号	379	114%
21	徽银	徽安活期化	774		52	招银	聚宝盆3号	377	114%
22	中银	乐享天天机构	763	103%	53	建信	净鑫净利	362	
23	中银	惠享天天	751	103%	54	广发	日日薪1号	359	106%
24	民生	天天增利悠享款	741	101%	55	中银	惠享天天增益版	349	100%
25	平安	天天成长A	717	113%	56	兴业	添利3号	344	
26	农银	时时付私行	713	114%	57	北京	易淘金尊享	316	100%
27	光大	阳光碧乐活1号	711	100%	58	北京	医宝金	315	100%
28	平安	天天成长1号	672	102%	59	华夏	现金类3号	311	109%
29	交银	现金添利法人版	655	111%	60	华夏	龙盈天天理财1号	294	121%
30	上海	易精灵2号	653		61	招行	日日享	266	116%
31	中信	天天利	643	112%	62	贵阳	爽得宝	257	102%

资料来源：银行官网，理财产品季度投资报告，民生证券研究院；
注：产品名称均为简称

4.2 国有大行代表产品

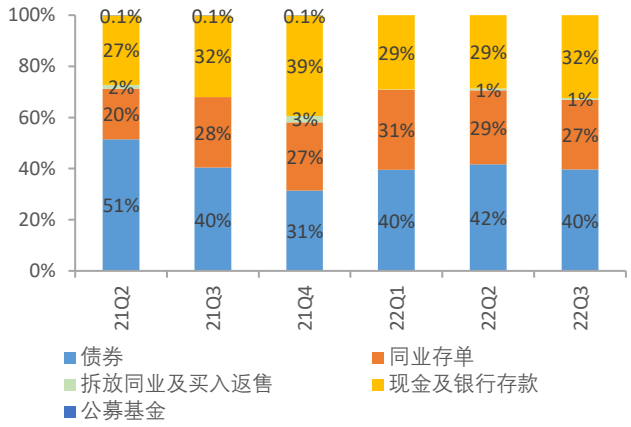
1）建信 龙宝

图34：建信 龙宝资产净值（亿元）



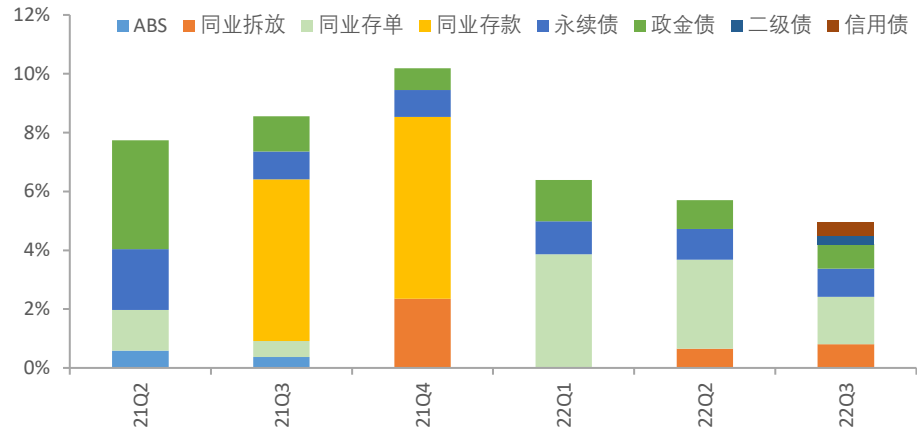
资料来源：银行官网，理财产品季度投资报告，民生证券研究院

图35：建信 龙宝投资组合



资料来源：银行官网，理财产品季度投资报告，民生证券研究院

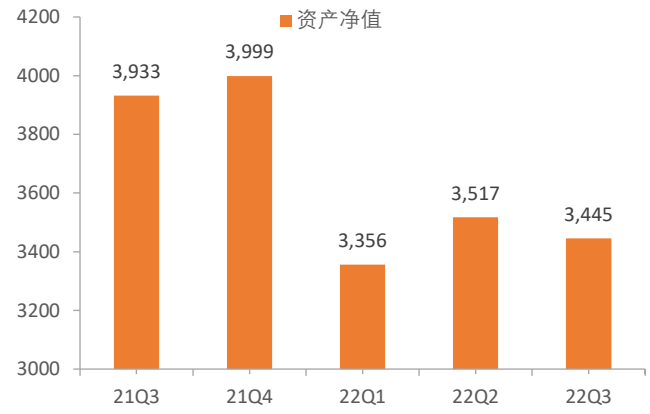
图36：建信 龙宝前十大持仓资产变动



资料来源：银行官网，理财产品季度投资报告，民生证券研究院

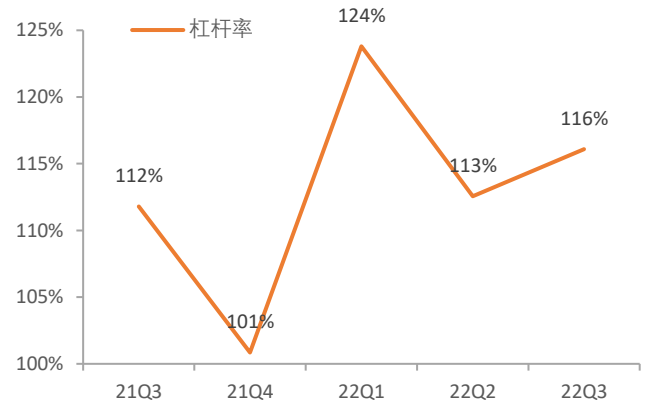
2）工行 添利宝

图37：工行 添利宝资产净值（亿元）



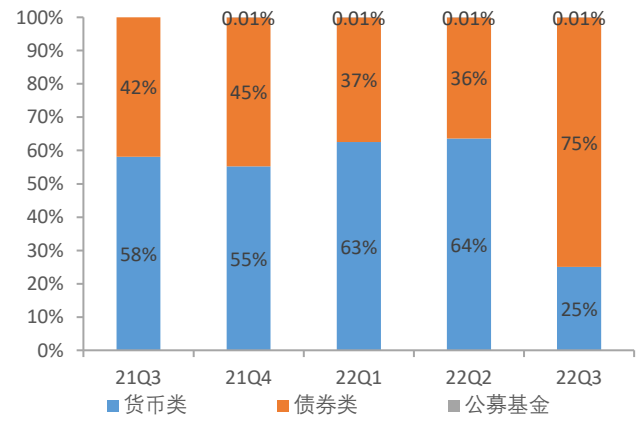
资料来源：银行官网，理财产品季度投资报告，民生证券研究院

图38：工行 添利宝杠杆率



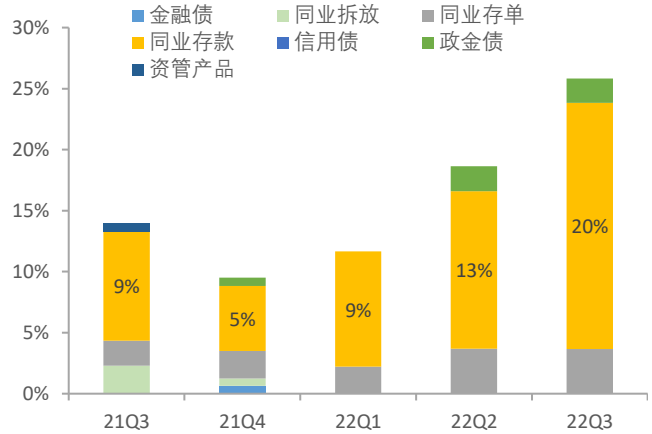
资料来源：银行官网，理财产品季度投资报告，民生证券研究院

图39：工行 添利宝投资组合



资料来源：银行官网，理财产品季度投资报告，民生证券研究院

图40：工行 添利宝前十大持仓资产变动

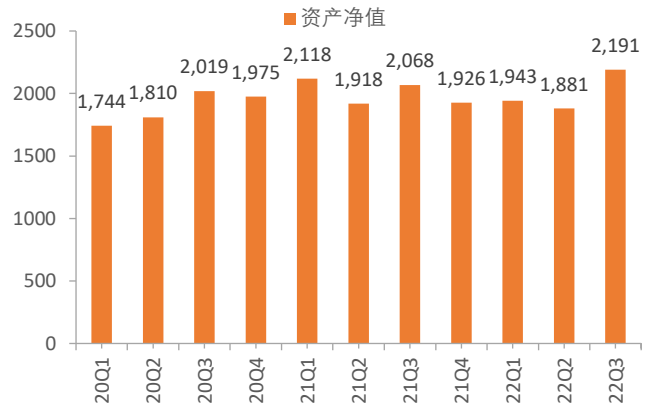


资料来源：银行官网，理财产品季度投资报告，民生证券研究院

4.3 股份行代表产品

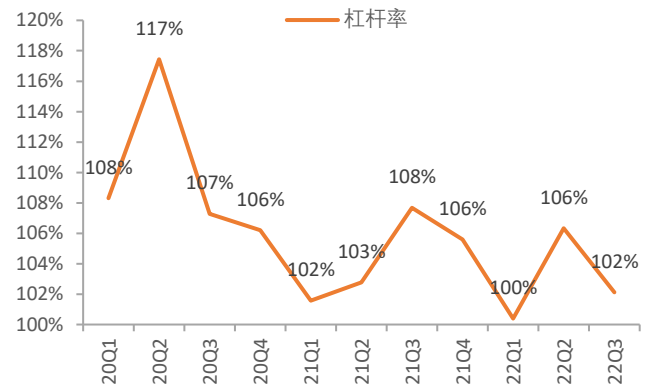
1）招银 日日盈

图41：招银 日日盈资产净值（亿元）



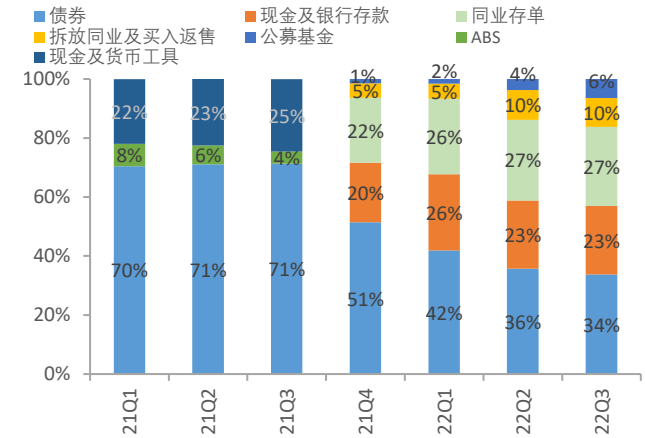
资料来源：银行官网，理财产品季度投资报告，民生证券研究院

图42：招银 日日盈杠杆率



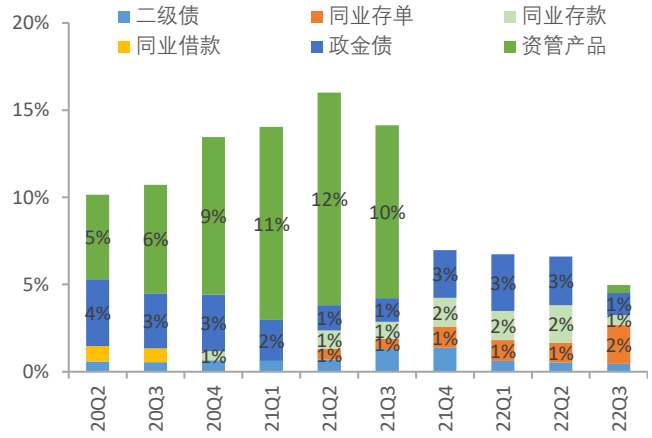
资料来源：银行官网，理财产品季度投资报告，民生证券研究院

图43：招银 日日盈投资组合



资料来源：银行官网，理财产品季度投资报告，民生证券研究院

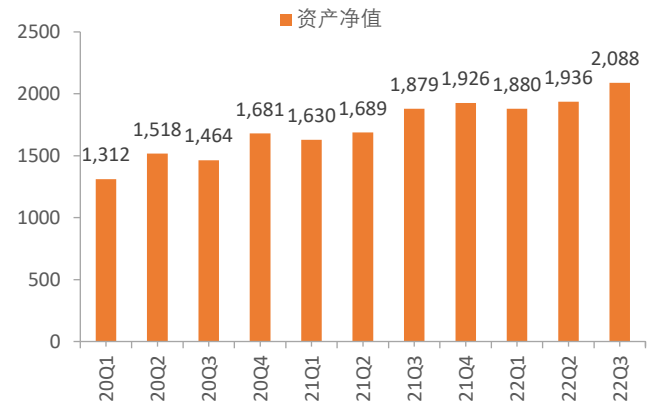
图44：招银 日日盈前十大持仓资产变动



资料来源：银行官网，理财产品季度投资报告，民生证券研究院

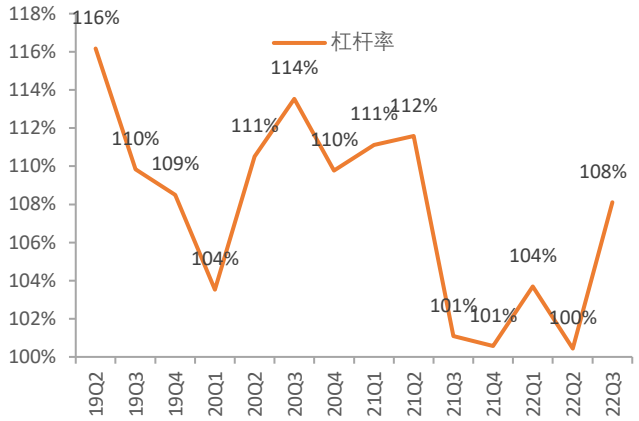
2）中信 天天利薪金煲

图45：中信 天天利薪金煲资产净值（亿元）



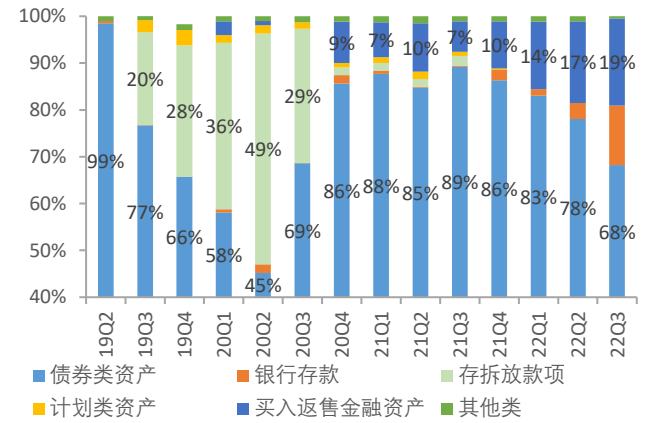
资料来源：银行官网，理财产品季度投资报告，民生证券研究院

图46：中信 天天利薪金煲杠杆率



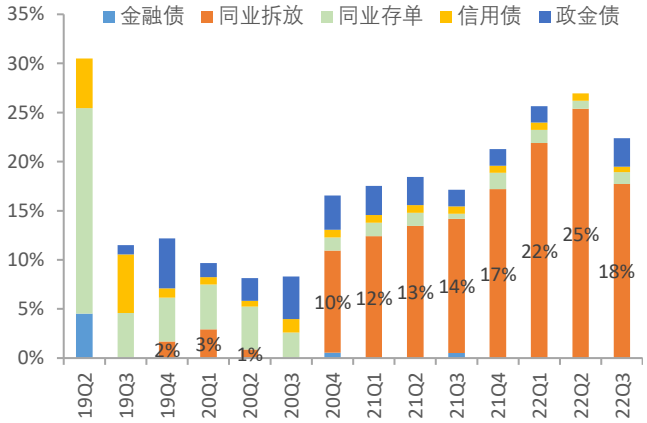
资料来源：银行官网，理财产品季度投资报告，民生证券研究院

图47：中信 天天利薪金煲投资组合



资料来源：银行官网，理财产品季度投资报告，民生证券研究院

图48：中信 天天利薪金煲前十大持仓资产变动

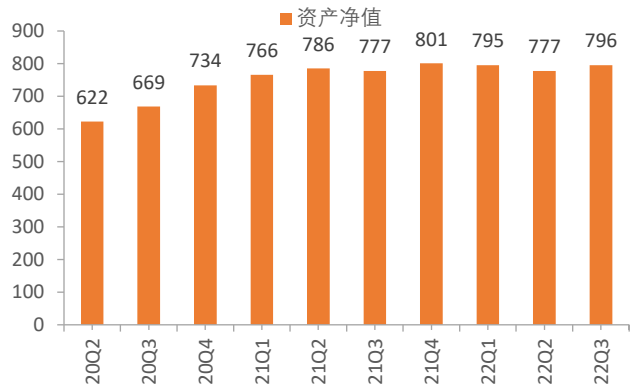


资料来源：银行官网，理财产品季度投资报告，民生证券研究院

4.4 城商行代表产品

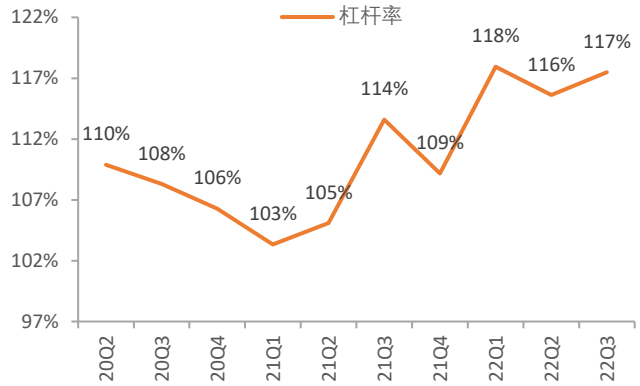
1）苏银 现金 1 号

图49：苏银 现金 1 号资产净值（亿元）



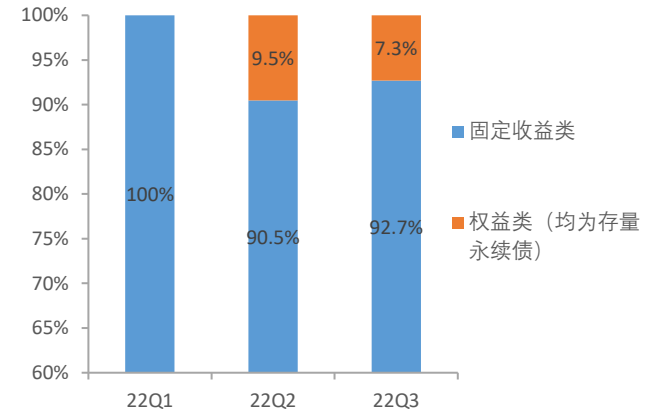
资料来源：银行官网，理财产品季度投资报告，民生证券研究院

图50：苏银 现金 1 号杠杆率



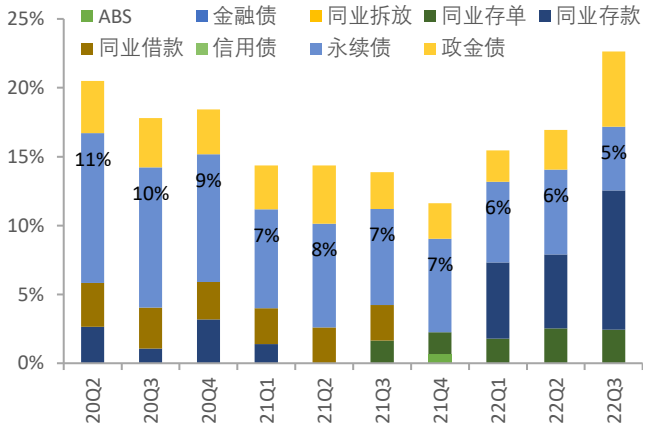
资料来源：银行官网，理财产品季度投资报告，民生证券研究院

图51：苏银 现金 1 号投资组合



资料来源：银行官网，理财产品季度投资报告，民生证券研究院

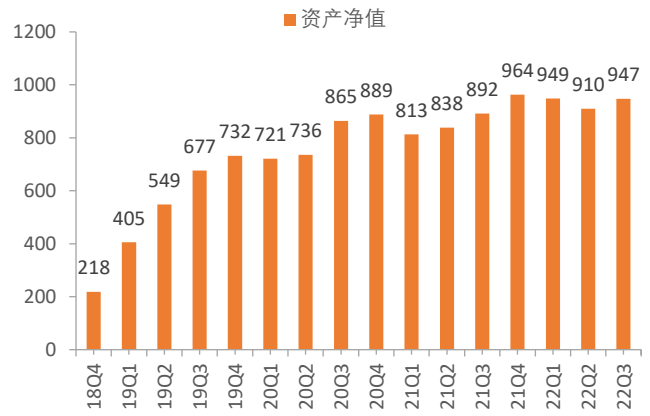
图52：苏银 现金 1 号前十大持仓资产变动



资料来源：银行官网，理财产品季度投资报告，民生证券研究院

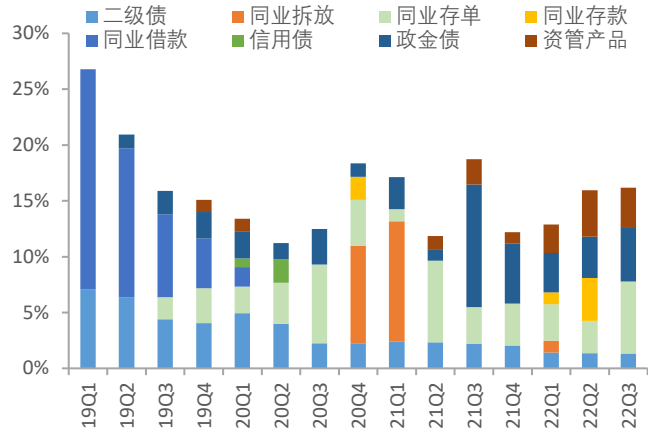
2）杭银 幸福 99 新钱包

图53：杭银 幸福 99 新钱包资产净值（亿元）



资料来源：银行官网，理财产品季度投资报告，民生证券研究院

图54：杭银 幸福 99 新钱包前十大持仓资产变动

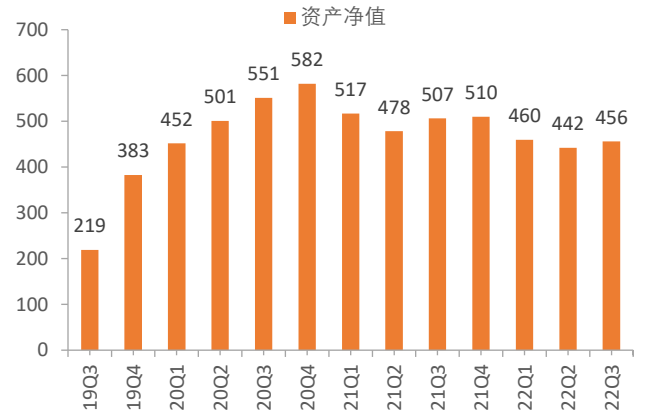


资料来源：银行官网，理财产品季度投资报告，民生证券研究院

4.5 农商行代表产品

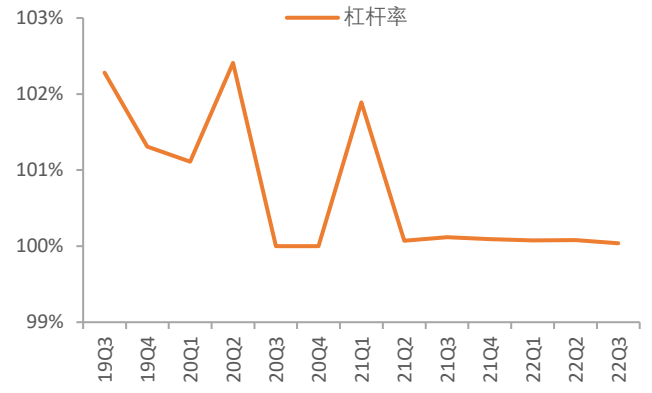
1）渝农 天添金

图55：渝农 天添金资产净值（亿元）



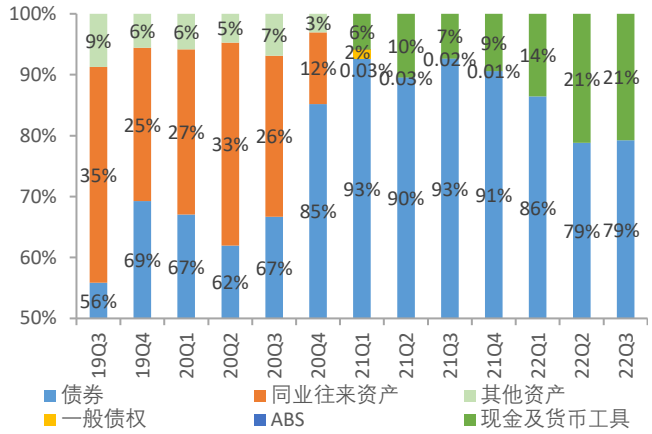
资料来源：银行官网，理财产品季度投资报告，民生证券研究院

图56：渝农 天添金杠杆率



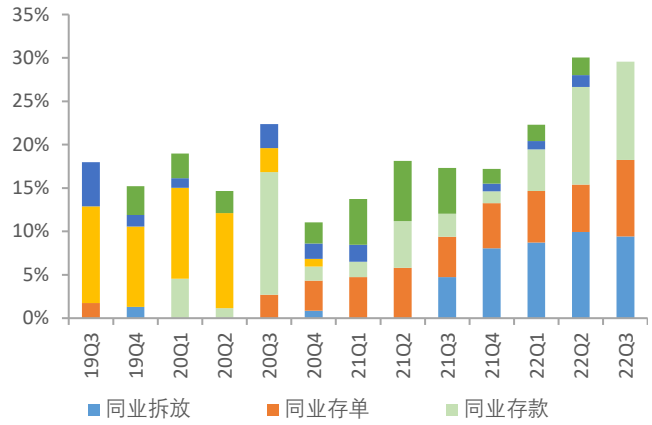
资料来源：银行官网，理财产品季度投资报告，民生证券研究院

图57：渝农 天添金投资组合



资料来源：银行官网，理财产品季度投资报告，，民生证券研究院

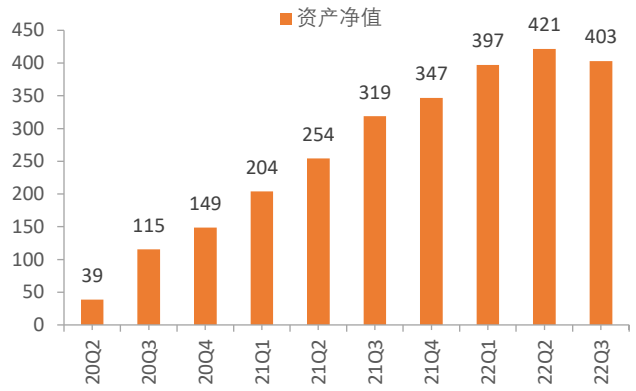
图58：渝农 天添金前十大持仓资产变动



资料来源：银行官网，理财产品季度投资报告，民生证券研究院

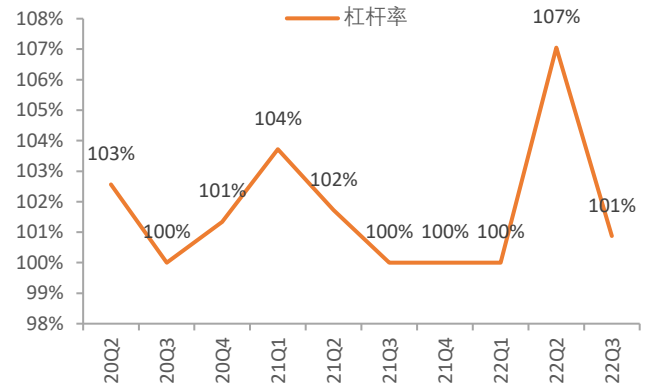
2）沪农 天天盈 B 款

图59：沪农 天天盈 B 款资产净值（亿元）



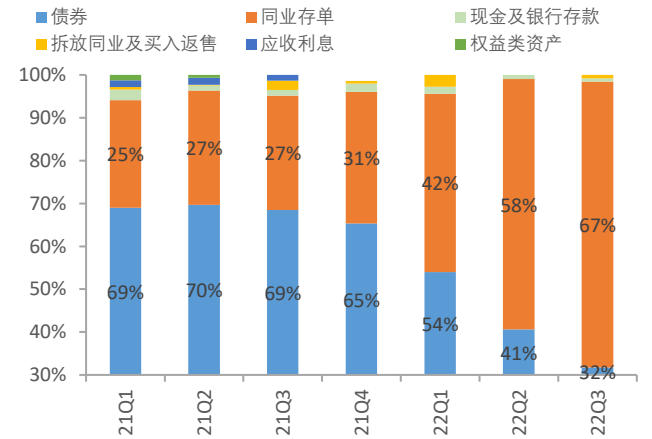
资料来源：银行官网，理财产品季度投资报告，民生证券研究院

图60：沪农 天天盈 B 款杠杆率



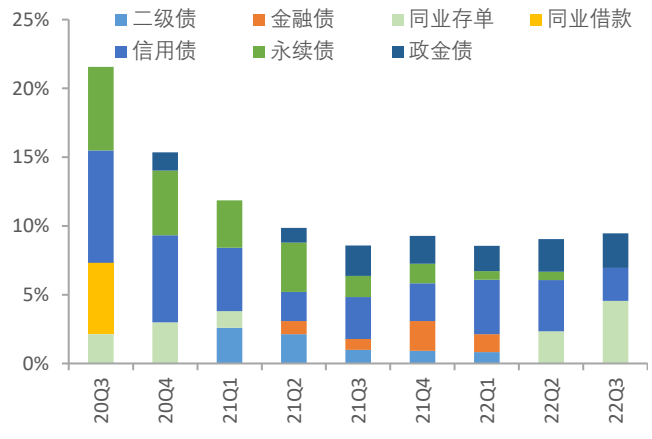
资料来源：银行官网，理财产品季度投资报告，民生证券研究院

图61：沪农 天天盈 B 款投资组合



资料来源：银行官网，理财产品季度投资报告，民生证券研究院

图62：沪农 天天盈 B 款前十大持仓资产变动



资料来源：银行官网，理财产品季度投资报告，民生证券研究院

5 投资建议

从22Q3情况来看，产品规模、资产配置调整进度已基本达标，预计剩余整改压力有限。短期受风险准备金规模限制，产品规模有所压降；但长期市场需求仍在，整改后的现金管理类产品有望再发力，叠加与货基相比的渠道优势，仍有一定竞争力度。继续看好银行板块，维持“推荐”评级。

6 风险提示

1）流动性风险暴露超预期：若理财产品流动性不能满足突发、大额赎回需求，或将对产品、甚至行业产生负面冲击。

2）政策执行力度超预期：如政策对银行业理财产品强化监管要求，或加大现金管理类理财产品整改难度与违规处罚力度等。

3）样本统计存在一定局限性：本文基于 62 只样本产品进行分析研究，尽管在整体市场中占比较高，仍存在一定统计偏差风险。

4）所有理财产品仅作为研究样本，不构成投资建议：本文仅基于样本产品进行观察，仅供参考，无法形成有效投资建议。

插图目录

图 1： 银行业现金管理类产品余额（万亿元） 3
图 2： 62 只样本产品规模占市场规模比例较高 3
图 3： 理财公司现金管理类产品资产配置情况 4
图 4： 62 只样本产品十大持仓资产中各类资产占总规模比重 5
图 5： 62 只样本产品加权平均杠杆率变动情况 6
图 6： 部分产品 22Q1 杠杆率提升明显，22Q2 起已调整 6
图 7： 4 只样本产品 2021 年初以来 7 日年化收益率均震荡下行 7
图 8： 现金管理类产品 7 日年化收益率在三时间节点分布情况 7
图 9： 现金管理类产品与货币基金 7 日年化收益率差距 8
图 10： 货基与现金管理类产品市场规模（万亿元） 9
图 11： 现金管理类产品在银行非保本理财中占比情况（万亿元） 9
图 12： 50 只样本产品净值规模变化（亿元） 12
图 13： 62 只样本产品十大持仓中同业存款在资产净值中占比 13
图 14： 28 只样本产品十大持仓中两类同业存款在资产净值中占比 14
图 15： 62 只样本产品十大持仓中同业存单在资产净值中占比 14
图 16： 上清所非法人机构同业存单托管量（万亿元） 15
图 17： 不同期限商业银行同业存单到期收益率 15
图 18： 货基配置同业存单规模（万亿元）及其在资产净值中占比 16
图 19： 54 只样本产品十大持仓资产中四类同业存单配置分布 16
图 20： 62 只样本产品十大持仓中资管产品在净资产中占比 17
图 21： 31 只样本产品十大持仓中资产管理类产品投资分布 18
图 22： 62 只样本产品十大持仓资产中政金债在资产净值中占比 18
图 23： 50 只样本产品十大持仓资产中政金债加权平均剩余天数 19
图 24： 北京 医宝金前十大持仓资产变动 19
图 25： 62 只样本产品十大持仓资产中永续债、二级债在资产净值中占比 20
图 26： 19 只样本产品十大持仓资产中永续债配置分布 21
图 27： 33 只样本产品十大持仓资产中二级债配置分布 21
图 28： 苏银 现金 1 号投资组合 21
图 29： 苏银 现金 1 号前十大持仓 21
图 30： 62 只样本产品十大持仓资产中信用债在资产净值中占比 23
图 31： 华夏 龙盈天天理财 1 号持仓债券评级情况 24
图 32： 华夏 龙盈天天理财 1 号投资组合 24
图 33： 62 只样本产品十大持仓中 ABS 在净资产中占比 25
图 34： 建信 龙宝资产净值（亿元） 27
图 35： 建信 龙宝投资组合 27
图 36： 建信 龙宝前十大持仓资产变动 28
图 37： 工行 添利宝资产净值（亿元） 28
图 38： 工行 添利宝杠杆率 28
图 39： 工行 添利宝投资组合 28
图 40： 工行 添利宝前十大持仓资产变动 28
图 41： 招银 日日盈资产净值（亿元） 29
图 42： 招银 日日盈杠杆率 29
图 43： 招银 日日盈投资组合 29
图 44： 招银 日日盈前十大持仓资产变动 29
图 45： 中信 天天利薪金煲资产净值（亿元） 30
图 46： 中信 天天利薪金煲杠杆率 30
图 47： 中信 天天利薪金煲投资组合 30
图 48： 中信 天天利薪金煲前十大持仓资产变动 30
图 49： 苏银 现金 1 号资产净值（亿元） 31
图 50： 苏银 现金 1 号杠杆率 31
图 51： 苏银 现金 1 号投资组合 31
图 52： 苏银 现金 1 号前十大持仓资产变动 31
图 53： 杭银 幸福 99 新钱包资产净值（亿元） 32
图 54： 杭银 幸福 99 新钱包前十大持仓资产变动 32

图 55： 渝农 天添金资产净值（亿元） 32
图 56： 渝农 天添金杠杆率 32
图 57： 渝农 天添金投资组合 33
图 58： 渝农 天添金前十大持仓资产变动 33
图 59： 沪农 天天盈 B 款资产净值（亿元） 33
图 60： 沪农 天天盈 B 款杠杆率 33
图 61： 沪农 天天盈 B 款投资组合 33
图 62： 沪农 天天盈 B 款前十大持仓资产变动 33

表格目录

重点公司盈利预测、估值与评级 1
表 1： 两级资产分类框架 4
表 2： 现金管理类产品与货基监管标准对齐 10
表 3： 现金管理类产品对同业存单的配置规模测算（亿元） 15
表 4： 北京 医宝金前十大持仓中政金债在资产净值中占比及到期日期 20
表 5： 苏银 现金 1 号前十大持仓中永续债在资产净值中占比 22
表 6： 四只样本产品前十大持仓中二级债在资产净值中占比及剩余期限 22
表 7： 沪农天天盈 B 款 21Q2 以来前十大持仓中信用债持仓情况 24
表 8： 3 只样本产品投资组合 25
表 9： 中信 天天利 21Q2 以来前十大持仓中 ABS 持仓情况 26
表 10： 62 只样本理财产品 22Q3 基本信息 26

分析师承诺

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登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、不因、也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

评级说明

投资建议评级标准	评级		说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	公司评级	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
		谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5%～15%之间
		中性	相对基准指数涨幅-5%～5%之间
		回避	相对基准指数跌幅 5%以上
	行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
		中性	相对基准指数涨幅-5%～5%之间
		回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

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、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：广东省深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 32 层 05 单元； 518026