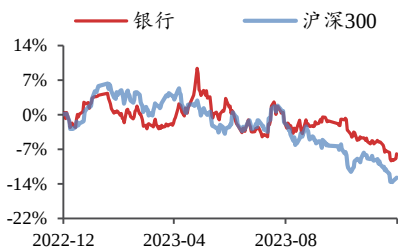


银行

2023 年 12 月 13 日

投资评级：看好（维持）

行业走势图



数据来源：聚源

相关研究报告

《稳增长与防风险并进，定调 2024 年预期改善——1208 中央政治局会议学习》-2023.12.10

《2023 年 G-SIBs 名单发布，关注 TLAC 债发行进度——行业点评报告》-2023.11.29

《支持实体效果愈佳，量价平衡趋势明朗——2023Q3 货币政策执行报告点评》-2023.11.28

探寻现金类理财的“底层密码”

——理财持仓全景扫描系列（一）

刘呈祥（分析师）

liuchengxiang@kysec.cn

证书编号：S0790523060002

吴文鑫（联系人）

wuwenxin@kysec.cn

证书编号：S0790123060009

● 由一个“怪”现象引出：监管“拉平”并未带来收益率的拉平

2023 年初以来，现金管理类理财产品收益率虽经历了趋势性下行，但仍能达到 2.2% 以上，较货基平均有 20-30BP 的优势，即出现了监管“拉平”但收益率并未拉平的“怪”现象。分管理人类型来看，银行和四类理财子的现金理财产品收益率均高于货基，意味着这种收益优势并非管理人的投研能力差异造成，而可能是底层资产差异造成。本文旨在从该角度探寻现金理财收益优势的“底层密码”。

● 初探→细拆→穿透：“资管产品”和品种下沉的信用债是关键

根据现金理财和货基的持仓占比差异（2023Q3 末），我们初步确定现金理财在可投资资产上的优势主要来自“其他资产”（33%）和“其他债券”（6%）。其中“其他资产”可进一步细拆为资管产品（32%）>公募基金（0.29%）>QDII（0.18%）。占比最大的“资管产品”又可细拆为：组合类保险资管产品（15%）>信托计划（12%）>基金资管计划（5%）>券商资管计划（0.87%）>保险资管计划（0.04%）。

穿透一：占比最大的组合类产品，我们发现其底层大多为银行存款、同业存单和债券，推测其主要是借力保险牌照优势获取高收益的协议存款。此外，委外信托计划的比例也较大，主要由于近年现金管理类信托迅速发展，同时具有债券投资上的丰富经验，以助力现金理财达到降低回撤和增厚收益的双重目的。此外，基金、券商和保险专户占比相对稳定。

穿透二：“其他债券”主要包含私募债、PRN、PPN、ABN 等信用债，可在风险可控的前提下实现“品种下沉”；而货基受制于监管政策，目前无法投资这四类债券，意味着现金理财在可投资资产上的确具有一定优势。

● 加大委外+谨慎下沉，其实是投资端更偏防御的现实选择

2022 年底的债市“赎回潮”叠加当下“资产荒”，现金理财的投资呈现“加大委外、谨慎下沉”的策略。加大委外以增配银行存款，而品种下沉的现象并不明显，意味着其资产配置已进行防御性调整。由于现金理财增持较多资管产品和少量信用债，其余持仓“以退为进”，直接持有的同业存单、利率债占比显著低于货基；非标已全部清零、存量二永债陆续到期，产品久期有望显著缩短，城投债短端下沉或具有一定性价比。

● 总结：现金类理财“进可攻、退可守”的两大优势

总体来看，现金理财的多元化委外优势+信用债品种下沉，是其“进可攻、退可守”的两大利器。居民风险偏好收缩的当下，多元化委外成为现金理财增厚收益的主要方式。未来对于协议存款、信托计划投资等的政策收束或将到来，现金理财收益优势的持续性有待观察。同时，收益率优势并不一定带来规模优势，货基受益于先发优势和渠道优势，目前规模仍领先于现金理财；投资者类型上，货基以机构为主、现金理财多为个人，两者一定程度上形成了差异化错位竞争。

风险提示：经济增速下行压力加大；金融监管超预期等。

并购家 免费行业报告网

IPOIPO.CN 每日更新 不用注册会员 无广告 永久免费

目 录

1、 由一个“怪”现象引出：现金类理财较货基仍具收益优势	4
2、 寻找现金类理财的“财富密码”：初探→细拆→穿透	5
2.1、 初探：对比大类资产寻找线索	5
2.2、 细拆：打开底层资产“密码箱”	5
2.3、 穿透一：“资管产品”为关键答案	8
2.3.1、 组合类保险资管产品：协议存款或占比较高	8
2.3.2、 信托计划：侧重债券投资的标品信托发展迅速	10
2.3.3、 基金&券商&保险专户：占比相对稳定	13
2.4、 穿透二：“其他债券”实现品种下沉	13
2.4.1、 私募债：货基禁投但现金理财仍可投	13
2.4.2、 债务融资工具：监管态度较为模糊	14
2.5、 小结：加码委外+谨慎下沉，是投资端偏防御的现实选择	16
3、 其余持仓“以退为进”，等待结构性机会	18
3.1、 满足流动性前提下，减配利率债和同业存单	18
3.1.1、 利率债：更多是作为流动性调节工具	18
3.1.2、 同业存单：投资节奏受银行表内影响	19
3.2、 整改非标及二永，长久期和沉信用均受限	19
3.2.1、 金融债：存量二永债到期将显著缩短久期	19
3.2.2、 非标：2022Q3 已基本实现清零	20
3.2.3、 城投债：短端下沉具有一定性价比	20
4、 总结：现金类理财“进可攻、退可守”的两大优势	21
5、 风险提示	22
附表：现金类理财 vs 货基的主要监管差异	23

图表目录

图 1： 现金管理类理财产品收益率高出货基 20-30BP	4
图 2： 各类型管理人旗下的现金管理类理财产品收益率基本接近	4
图 3： 2022Q1-2023Q3 现金理财持仓的组合类保险资管产品中，底层多数为银行存款	9
图 4： 保险资金运用余额中，银行存款的占比逐渐下降	10
图 5： 组合类保险资管产品、信托计划为现金理财委外的两大通道	10
图 6： 建信信托货币通宝信托计划 7 日收益率近年下行至 2.5% 附近（%）	11
图 7： 现金管理类理财产品持有的信托计划，7 日收益率有所分化（%）	11
图 8： 平安理财日添利 4 号 A、渝农商理财江渝财富“天添金”渝快宝，底层的信托计划占比较高	11
图 9： 平安理财日添利 4 号 A 产品收益率近期在 2.5% 附近	12
图 10：“臻今”系列外贸信托计划的底层主要为货币市场类、债券资产	12
图 11： 渝农商理财江渝财富“天添金”渝快宝的收益率已企稳	12
图 12： 渝农商理财江渝财富“天添金”渝快宝，通过资管产品间接投资债券	13
图 13： 基金公司基金专户存续规模稳中有降（亿元）	13
图 14： 证券投资信托的存续规模近年上升（亿元）	13
图 15： 现金管理类理财产品可投私募债实现品种下沉	14
图 16： 现金管理类理财产品持有的私募债利率整体有降（%）	14

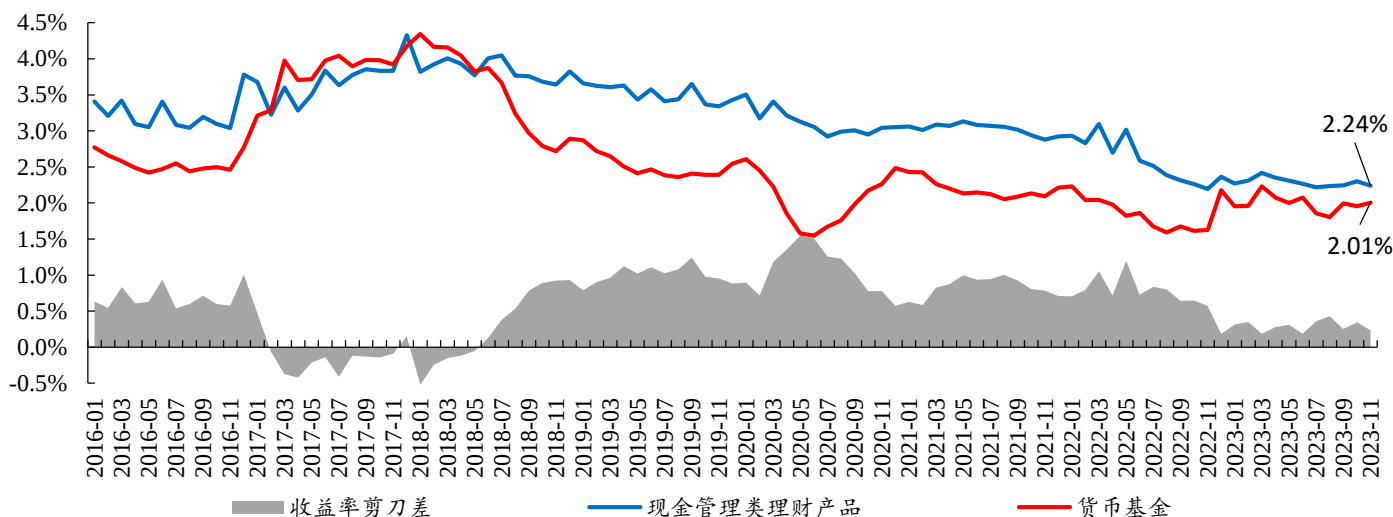
图 17: 现金管理类理财产品持有的债务融资工具, 票面利率整体下降 (%)	15
图 18: 现金管理类理财产品持有的债务融资工具以超短融 (SCP) 为主	15
图 19: 现金管理类产品的货币市场类资产占比上升、固收类占比下降	16
图 20: 现金管理类产品直接投资的定期存款和大额存单占比并不大	17
图 21: 现金管理类理财产品持有的利率债占比低, 且仍在下降	18
图 22: 2023Q3 末现金管理类理财产品直接投资同业存单占比约 13%	19
图 23: 现金管理类理财产品持有的金融债以中证金、商金债为主	20
图 24: 现金管理类理财产品持有的二永债占比显著下降	20
图 25: 近五个季度, 现金管理类理财产品底层的非标资产基本清零	20
图 26: 现金管理类理财产品持有的城投债占比边际下降	21
图 27: 现金管理类理财产品持有的城投债票面利率整体下降 (%)	21
图 28: 存续规模上, 货基持续高于现金管理类理财产品 (万亿元)	22
表 1: 现金管理类理财产品与货基持仓中, 差异较大的是“其他资产”“其他债券”项	5
表 2: 全市场现金管理类理财产品底层资产: 货币市场类>资管产品>固收类 (含同业存单)>公募基金>QDII	6
表 3: 全市场现金管理类理财产品底层资产: 各类持仓的票面利率和久期分化较大	7
表 4: 现金管理类产品持仓的组合类保险资管产品收益率较高 (截至 2023-12-12)	8
表 5: 现金理财产品和货基的可投资资产差异主要为“资产支持证券”和“非金融企业债务融资工具”	14
表 6: 现金管理类理财产品委外资管产品的比例呈上升趋势	16
表 7: 《关于规范现金管理类理财产品管理有关事项的通知》对银行存款比例、集中度和主体信用作出详细规定	17
表 8: 现金类理财委外的货基, 收益率一般较高 (2022Q1-2023Q3 持仓, 收益率截至 2023-12-12)	18
表 9: 《关于规范现金管理类理财产品管理有关事项的通知》对利率债的持有比例规定了下限	19
表 10: 现金管理类理财产品 vs 货币基金的监管差异 (主要为投资范围和投资集中度的差异)	23

2023 年是《关于规范现金管理类理财产品管理有关事项的通知》（“现金理财新规”）正式实施的第一年，现金管理类理财产品（“现金理财”）的监管要求已基本与货基拉平，包括久期、杠杆率和可投资资产等。市场普遍预期，现金理财产品的收益率将逐步下探，与货基的利差逐渐缩窄直到消失。

1、由一个“怪”现象引出：现金类理财较货基仍具收益优势

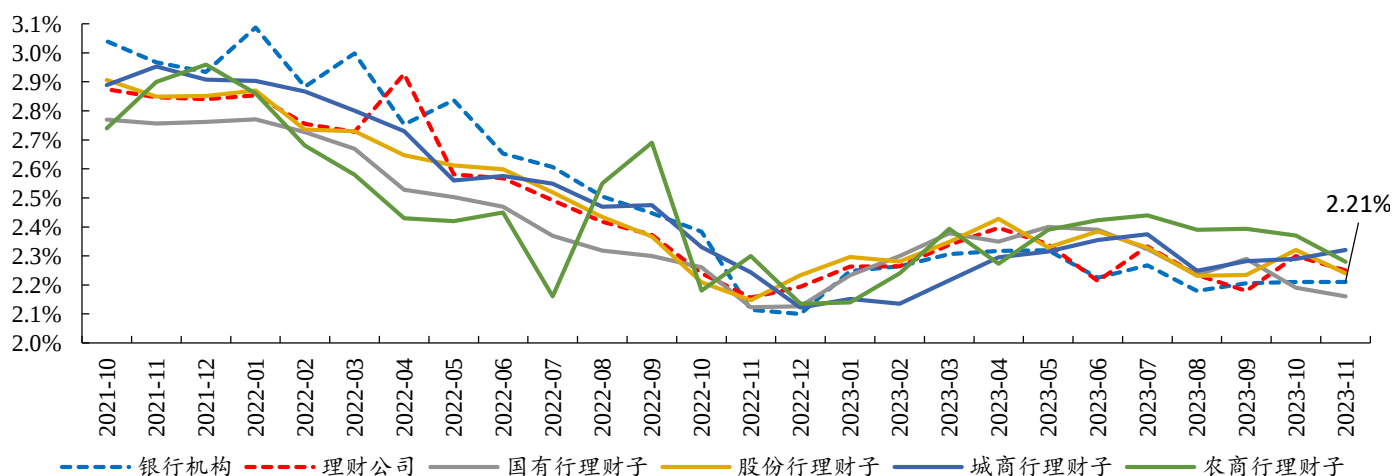
现金理财的监管看似已与货基“拉平”，但为何仍具有收益优势？从 2023 年前 11 个月的数据看，现金理财收益率尽管趋势性下行，但仍高于 2.2%，较货币基金保有平均约 30BP 的收益率优势。意味着出现了监管“拉平”但收益率并未“拉平”的怪现象。分管理人类型来看，无论是银行还是四类理财子公司，其管理的现金类理财产品的平均收益率均高于货基，也就是说这种收益优势并非管理人投研能力的差异造成。本文旨在通过底层资产的差异，寻找出现金理财收益率优势的“底层密码”。

图1：现金管理类理财产品收益率高出货基 20-30BP



数据来源：普益标准、开源证券研究所（注：均取7日年化收益率的中位数）

图2：各类型管理人旗下的现金管理类理财产品收益率基本接近



数据来源：普益标准、开源证券研究所（注：农商行理财子仅渝农商理财一家；合资理财公司尚无存续的现金管理类理财产品）

2、寻找现金类理财的“财富密码”：初探→细拆→穿透

2.1、初探：对比大类资产寻找线索

我们首先从全市场现金理财、货基的底层资产对比入手：

首先排除干扰——持仓比例趋同或较小的资产，均不是答案所在。从持仓占比来看，现金理财和货基在金融债（包括政金债）上的分歧正在变小，占比逐渐趋同，可初步判断收益率的差异并不是这两类资产造成的。而国债、企业债、短融、中票、ABS 等资产的比例均较小，对产品收益率不构成重大影响，因此也不是我们要找的答案。

继而找准目标——持仓比例差异较大的资产，更能反映监管和投资思路的差异。2023Q3 末现金理财的持仓比例显著大于货基的有“其他资产”(+33%)、“其他债券”(+5%); 占比显著小于货基的有同业存单(-18%)、银行存款(-10%)、买入返售(-7%)（注：括号中为 2023Q3 现金理财与货基该资产占比的差值）。意味着现金理财出于对“其他资产”和“其他债券”的青睐，从而减少了对银行存款、买入返售、同业存单的直接投资。为了解答其背后的投资思路，我们需进一步细拆“其他资产”“其他债券”的底层资产。

表1：现金管理类理财产品与货基持仓中，差异较大的是“其他资产”“其他债券”项

持仓占比	货币基金（全部持仓）							现金管理类理财产品（前十持仓）									2023Q3 较货基
	2022				2023			2022				2023					
	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3			
银行存款	35.82%	34.01%	33.01%	35.63%	41.17%	37.39%	35.27%	7.50%	19.32%	22.81%	18.84%	17.17%	18.58%	25.75%	-9.52%		
买入返售	21.87%	24.97%	26.30%	21.89%	20.57%	22.10%	22.68%	17.33%	13.15%	18.46%	33.05%	24.98%	22.92%	16.04%	-6.64%		
债券	42.04%	40.51%	40.44%	42.17%	37.98%	40.12%	41.89%	61.05%	54.56%	46.70%	33.71%	36.14%	27.87%	25.47%	-16.42%		
同业存单	30.97%	29.01%	28.56%	32.01%	27.90%	30.23%	31.52%	20.12%	19.53%	20.32%	16.66%	19.19%	13.74%	13.28%	-18.24%		
国债	1.20%	1.51%	1.51%	1.30%	0.73%	0.53%	0.91%	0.22%	0.39%	0.44%	0.64%	0.37%	0.34%	0.36%	-0.54%		
金融债	3.60%	3.63%	4.56%	4.25%	4.47%	5.02%	5.34%	21.70%	16.87%	12.01%	5.84%	6.30%	5.00%	5.15%	-0.19%		
其中：政金债	3.33%	3.24%	3.94%	3.67%	3.95%	4.42%	4.48%	13.55%	12.77%	10.40%	8.17%	6.22%	5.39%	3.75%	-0.73%		
企业债	0.24%	0.25%	0.23%	0.23%	0.24%	0.34%	0.28%	0.08%	0.13%	0.07%	0.03%	0.03%	0.10%	0.06%	-0.22%		
短融	5.31%	5.43%	4.97%	3.65%	4.01%	3.49%	3.29%	0.26%	0.11%	0.17%	0.16%	0.60%	0.29%	0.34%	-2.95%		
中票	0.32%	0.32%	0.35%	0.53%	0.49%	0.38%	0.42%	0.69%	0.67%	0.42%	0.36%	0.37%	0.30%	0.40%	-0.02%		
ABS	0.40%	0.35%	0.27%	0.20%	0.13%	0.12%	0.13%	1.65%	1.60%	0.83%	0.38%	0.49%	0.47%	0.34%	0.20%		
其他债券	-0.04%	0.01%	0.00%	0.02%	0.06%	-0.03%	0.23%	16.31%	15.26%	12.44%	9.63%	8.79%	7.63%	5.55%	5.32%		
其他资产	0.27%	0.51%	0.26%	0.32%	0.28%	0.39%	0.16%	14.12%	12.98%	12.03%	14.40%	21.71%	30.63%	32.74%	32.58%		
合计	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	0%		

数据来源：、普益标准、开源证券研究所（注：1、前十持仓规模占比=该类资产前十持仓规模总和÷现金管理类理财产品前十持仓规模总和；2、统计范围为 2023Q3 末全市场披露投资报告的货币基金和现金管理类理财产品（为避免重复计算，已剔除子份额）；3、各机构理财产品信息披露方式存在差异，部分产品披露的是“穿透前”前十持仓，而部分产品披露的则是“穿透后”前十持仓，以各产品投资报告里的说明为准）

2.2、细拆：打开底层资产“密码箱”

缩小了范围之后，我们便把目光聚焦在“其他资产”“其他债券”这两类。其细项成为我们研究的重点，因此需要尽可能地将底层资产拆细：

表2：全市场现金管理类理财产品底层资产：货币市场类>资管产品>固收类（含同业存单）>公募基金>QDII

现金管理类前十持仓	资产规模（亿元）							占比								
	2022				2023			2022				2023				
	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4	Q3
活期存款	342	966	1,889	964	561	1,345	2,012	1.81%	4.86%	8.87%	4.72%	3.20%	7.05%	9.26%		
定期存款	789	1,989	1,986	1,579	1,753	1,537	1,586	4.18%	10.00%	9.32%	7.73%	10.01%	8.06%	7.30%		
大额存单	107	59	29	14	16	7	16	0.57%	0.30%	0.14%	0.07%	0.09%	0.04%	0.07%		
其他	179	829	956	1,289	676	653	1,978	0.95%	4.17%	4.49%	6.31%	3.86%	3.43%	9.11%		
现金及银行存款	1,417	3,842	4,859	3,846	3,005	3,543	5,593	7.50%	19.32%	22.81%	18.84%	17.17%	18.58%	25.75%		
存放同业	1,220	1,122	1,647	2,036	2,366	2,575	1,503	6.46%	5.64%	7.73%	9.97%	13.51%	13.50%	6.92%		
买入返售	2,054	1,494	2,287	4,712	1,892	1,729	1,880	10.87%	7.51%	10.73%	23.08%	10.81%	9.06%	8.65%		
其他	0	0	0	0	116	68	102	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.66%	0.36%	0.47%		
同业存放和买入返售	3,274	2,615	3,933	6,748	4,373	4,371	3,485	17.33%	13.15%	18.46%	33.05%	24.98%	22.92%	16.04%		
货币市场类	4,692	6,457	8,793	10,594	7,378	7,914	9,078	24.83%	32.47%	41.27%	51.89%	42.15%	41.50%	41.79%		
同业存单	3,801	3,884	4,329	3,402	3,358	2,620	2,884	20.12%	19.53%	20.32%	16.66%	19.19%	13.74%	13.28%		
国债	42	78	94	131	65	65	78	0.22%	0.39%	0.44%	0.64%	0.37%	0.34%	0.36%		
地方政府债	0	3	6	6	3	1	0	0.00%	0.02%	0.03%	0.03%	0.01%	0.01%	0.00%		
政策性银行债	2,559	2,539	2,216	1,668	1,089	1,028	815	13.55%	12.77%	10.40%	8.17%	6.22%	5.39%	3.75%		
利率债	2,601	2,621	2,316	1,805	1,157	1,094	893	13.77%	13.18%	10.87%	8.84%	6.61%	5.74%	4.11%		
政府支持机构债券	0	0	0	0	3	3	0	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.01%	0.01%	0.00%		
金融债	4,100	3,354	2,558	1,191	1,102	954	1,118	21.70%	16.87%	12.01%	5.84%	6.30%	5.00%	5.15%		
证金	1,617	1,285	602	419	464	353	510	8.56%	6.46%	2.83%	2.05%	2.65%	1.85%	2.35%		
商业银行	2,039	1,664	1,654	599	465	389	376	10.79%	8.37%	7.76%	2.94%	2.66%	2.04%	1.73%		
银行二级	1,175	825	804	110	54	57	5	6.22%	4.15%	3.78%	0.54%	0.31%	0.30%	0.02%		
银行永续	732	691	677	332	300	285	336	3.88%	3.48%	3.18%	1.63%	1.72%	1.49%	1.55%		
银行普通	56	65	101	82	65	32	15	0.29%	0.33%	0.47%	0.40%	0.37%	0.17%	0.07%		
银行专项	75	83	72	76	45	16	21	0.40%	0.42%	0.34%	0.37%	0.26%	0.08%	0.10%		
证券公司	273	287	235	135	143	184	214	1.45%	1.44%	1.10%	0.66%	0.81%	0.97%	0.99%		
保险公司	33	24	4	0	0	0	0	0.18%	0.12%	0.02%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%		
金租公司	15	8	2	2	14	9	12	0.08%	0.04%	0.01%	0.01%	0.08%	0.05%	0.06%		
消金公司	2	2	0	0	0	0	0	0.01%	0.01%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%		
汽车金融公司	0	0	0	1	4	7	7	0.00%	0.00%	0.00%	0.01%	0.03%	0.04%	0.03%		
AMC	101	64	39	35	12	12	0	0.53%	0.32%	0.18%	0.17%	0.07%	0.06%	0.00%		
AMC 二级	8	8	0	0	0	0	0	0.04%	0.04%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%		
AMC 永续	6	0	0	0	0	0	0	0.03%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%		
AMC 普通	87	56	39	35	12	12	0	0.46%	0.28%	0.18%	0.17%	0.07%	0.06%	0.00%		
投资公司	21	21	21	0	0	0	0	0.11%	0.10%	0.10%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%		
一般企业债	16	26	14	7	5	20	13	0.08%	0.13%	0.07%	0.03%	0.03%	0.10%	0.06%		
一般公司债	82	74	45	34	18	43	55	0.44%	0.37%	0.21%	0.17%	0.11%	0.22%	0.25%		
私募债	113	127	66	45	77	46	65	0.60%	0.64%	0.31%	0.22%	0.44%	0.24%	0.30%		
非金融企业债务融资工具	522	495	452	318	520	449	432	2.76%	2.49%	2.12%	1.56%	2.97%	2.35%	1.99%		
短期融资券(CP)	50	21	36	32	105	56	74	0.26%	0.11%	0.17%	0.16%	0.60%	0.29%	0.34%		
超短期融资券(SCP)	85	93	66	67	198	223	210	0.45%	0.47%	0.31%	0.33%	1.13%	1.17%	0.97%		
中期票据(MTN)	131	132	89	74	65	57	87	0.69%	0.67%	0.42%	0.36%	0.37%	0.30%	0.40%		
项目收益票据(PRN)	1	1	0	0	0	0	0	0.01%	0.01%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%		
定向工具(PPN)	78	60	55	45	31	27	18	0.41%	0.30%	0.26%	0.22%	0.18%	0.14%	0.08%		
资产支持票据(ABN)	177	187	206	100	121	86	43	0.93%	0.94%	0.96%	0.49%	0.69%	0.45%	0.20%		
证监会主管ABS	297	267	166	78	84	88	74	1.57%	1.34%	0.78%	0.38%	0.48%	0.46%	0.34%		
银保监会主管ABS	15	52	11	0	2	2	0	0.08%	0.26%	0.05%	0.00%	0.01%	0.01%	0.00%		
信用债	5,131	4,344	3,303	1,674	1,808	1,599	1,756	27.16%	21.85%	15.50%	8.20%	10.33%	8.38%	8.09%		
其中：城投债	204	184	124	61	98	66	88	1.08%	0.93%	0.58%	0.30%	0.56%	0.35%	0.41%		
非标	10	5	0	0	0	0	0	0.05%	0.03%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%		
固定收益类	11,558	10,906	9,959	6,881	6,328	5,318	5,533	61.18%	54.84%	46.75%	33.71%	36.15%	27.88%	25.47%		
公募基金	70	67	134	85	27	82	64	0.37%	0.34%	0.63%	0.41%	0.15%	0.43%	0.29%		
货币型	56	65	134	85	27	82	64	0.29%	0.33%	0.63%	0.41%	0.15%	0.43%	0.29%		
债券型	14	2	0	0	0	0	0	0.08%	0.01%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%		
基金	70	67	134	85	27	82	64	0.37%	0.34%	0.63%	0.41%	0.15%	0.43%	0.29%		
保险组合类产品	1,318	1,281	1,254	1,195	2,033	3,481	3,246	6.97%	6.44%	5.89%	5.85%	11.62%	18.25%	14.94%		
保险资管计划	13	8	8	8	19	121	8	0.07%	0.04%	0.04%	0.04%	0.11%	0.63%	0.04%		
信托计划	460	659	430	581	669	1,080	2,559	2.43%	3.31%	2.02%	2.84%	3.82%	5.66%	11.78%		
基金资管计划	682	482	717	1,010	914	1,008	1,008	3.61%	2.43%	3.36%	4.95%	5.22%	5.28%	4.64%		
券商资管计划	79	11	9	44	113	44	188	0.42%	0.05%	0.04%	0.21%	0.64%	0.23%	0.87%		
资管产品	2,552	2,442	2,418	2,838	3,748	5,733	7,008	13.51%	12.28%	11.35%	13.90%	21.42%	30.06%	32.26%		
代客境外理财投资QDII	15	15	0	18	22	25	40	0.08%	0.07%	0.00%	0.09%	0.13%	0.13%	0.18%		
优先股	5	0	0	0	0	0	0	0.03%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%		
合计	18,891	19,887	21,304	20,415	17,503	19,072	21,722	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%		

数据来源：普益标准、开源证券研究所（注：均为前十持仓口径）

表3：全市场现金管理类理财产品底层资产：各类持仓的票面利率和久期分化较大

现金管理类前十持仓	票面利率 (%)							平均原始期限 (天)							平均剩余期限 (天)						
	2022				2023			2022				2023			2022				2023		
	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3
活期存款	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
定期存款	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
大额存单	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
其他	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
现金及银行存款	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
存放同业	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
买入返售	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
其他	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
同业存放和买入返售	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
货币市场类	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
同业存单	2.76	2.59	2.41	2.34	2.33	2.36	2.41	348	347	339	314	267	274	290	-	-	-	-	-	-	-
国债	2.40	2.42	1.96	2.08	1.97	1.96	1.93	639	1191	448	269	365	379	387	211	685	114	99	77	-	-
地方政府债	-	2.47	2.58	2.58	2.69	3.12	-	-	1095	1095	1095	1095	2556	-	-	270	226	134	91	13	-
政策性银行债	3.20	2.88	2.85	2.71	2.64	2.77	2.76	1339	1243	1169	1006	1067	1068	1007	402	-	-	136	-	-	-
利率债	3.17	2.86	2.82	2.66	2.59	2.72	2.58	1312	1241	1145	952	1023	1023	874	395	-	-	133	-	-	-
政府支持机构债券	-	-	-	-	4.12	4.12	-	-	-	-	-	1826	1826	-	-	-	-	166	75	-	-
金融债	4.26	4.17	3.97	3.45	3.33	3.76	3.47	2445	2224	2101	1459	1187	1411	1097	-	-	-	-	-	-	-
证金	5.00	5.00	-	-	-	-	-	367	367	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
商业银行	4.46	4.32	4.13	3.49	3.35	4.28	4.23	3025	2677	2553	1709	1586	2192	1954	687	767	661	487	329	-	-
银行二级	4.62	4.63	4.61	4.60	4.67	4.73	4.17	3652	3653	3653	3653	3653	3653	3653	605	786	748	1332	1061	679	2171
银行永续	4.36	4.42	4.37	4.35	4.45	4.33	4.44	1827	1827	1827	1827	1827	1827	1827	999	927	789	617	565	452	352
银行普通	3.46	3.02	2.69	2.70	2.51	3.57	3.48	1096	1095	1095	1108	1122	1168	1095	441	344	275	201	75	143	107
银行专项	3.13	3.03	3.00	2.80	2.28	3.48	3.39	1144	1095	1095	1095	1095	1095	1095	504	430	377	163	43	-	-
证券公司	3.56	3.60	3.58	3.38	3.32	3.29	3.18	973	1057	903	944	791	770	804	-	-	-	192	175	-	-
保险公司	4.66	4.94	3.75	-	-	-	-	3653	3652	3652	-	-	-	-	1020	490	2732	-	-	-	-
金租公司	3.62	3.55	3.62	4.30	3.19	3.72	3.74	1096	1096	1095	1095	1095	1095	1095	180	138	485	331	153	219	110
消金公司	3.70	3.70	-	-	-	-	-	1096	1096	-	-	-	-	-	739	648	-	-	-	-	-
汽车金融公司	-	-	-	2.68	3.47	3.70	3.73	-	-	-	1095	939	1005	1096	-	-	-	113	191	189	186
AMC	4.05	3.97	3.65	3.12	3.39	3.39	-	1768	1991	1096	1095	1095	1095	-	423	353	89	154	139	48	-
AMC 二级	5.00	5.00	-	-	-	-	-	3653	3653	-	-	-	-	-	634	543	-	-	-	-	-
AMC 永续	4.89	-	-	-	-	-	-	1826	-	-	-	-	-	-	1355	-	-	-	-	-	-
AMC 普通	3.62	3.41	3.65	3.12	3.39	3.39	-	1096	1095	1096	1095	1095	1095	-	239	251	89	154	139	48	-
投资公司	2.68	2.68	2.68	-	-	-	-	1095	1095	1095	-	-	-	-	350	259	167	-	-	-	-
一般企业债	4.44	4.82	5.27	4.48	4.50	4.01	3.71	2457	1625	1696	4017	3150	2608	1258	-	-	404	-	890	-	-
一般公司债	4.40	4.45	4.24	3.66	4.48	4.09	4.10	1325	1487	1461	1461	1718	1417	1551	576	554	384	305	266	-	359
私募债	4.65	4.30	4.38	3.89	3.98	3.77	3.87	1505	1423	1437	1223	1179	903	1084	605	506	440	321	260	-	-
非金融企业债务融资工具	3.87	3.72	3.33	3.09	2.80	3.31	2.95	930	958	762	705	468	707	511	332	319	224	-	-	-	-
短期融资券(CP)	3.15	3.02	2.47	2.58	2.56	2.76	2.66	294	334	288	280	204	319	323	108	109	80	-	-	-	-
超短期融资券(SCP)	2.86	2.58	2.11	2.16	2.34	2.48	2.47	230	242	201	198	207	179	214	106	107	107	59	104	-	80
中期票据(MTN)	4.39	4.23	4.11	3.95	3.66	3.77	4.07	1407	1376	1235	1302	1219	1110	1252	453	429	321	213	154	-	-
项目收益票据(PRN)	4.90	4.90	-	-	-	-	-	2191	2191	-	-	-	-	-	609	518	-	-	-	-	-
定向工具(PPN)	4.75	4.46	4.26	4.20	4.09	3.98	3.96	1433	1475	1194	1311	1179	854	993	495	488	320	268	238	-	167
资产支持票据(ABN)	4.03	3.79	3.93	4.18	3.95	3.89	3.45	968	738	799	1041	911	904	607	479	283	269	273	150	-	59
证监会主管ABS	3.31	2.94	2.85	3.07	3.20	2.78	2.99	557	537	544	496	972	370	392	-	336	-	168	277	-	-
银保监会主管ABS	3.97	3.43	3.98	-	2.80	2.80	-	3417	2185	3681	-	304	304	-	2592	1558	2645	-	301	210	-
信用债	4.11	3.97	3.74	3.33	3.08	3.49	3.27	1794	1625	1471	1069	764	961	801	-	-	-	-	-	-	-
其中：城投债	4.30	4.23	4.45	4.07	3.54	3.91	3.50	1201	1350	1261	1036	850	953	852	478	539	455	255	241	156	246
非标	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
固定收益类	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
公募基金	2.16	2.19	2.23	2.27	2.21	2.21	2.25	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
货币型	2.16	2.19	2.23	2.27	2.21	2.21	2.25	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
债券型	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
基金	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
保险组合类产品	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
保险资管计划	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
信托计划	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
基金资管计划	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
券商资管计划	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
资管产品	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
代客境外理财投资QDII	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
优先股	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
合计	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-

数据来源：普益标准、开源证券研究所（注：均为前十持仓口径）

接着我们把“其他资产”细拆为以下三项（括号中为 2023Q3 末的占比）：

资管产品（32%）>公募基金（0.29%）>QDII（0.18%）。其中“资管产品”占比已接近 1/3，甚至高于含同业存单固收类资产（占比 25%）。相比之下，QDII 和公募基金占比均较小。

也就是说，**现金理财和货基的持仓差异主要来自于“资管产品”**。资管产品和公募基金同属产品方式的委外（区别于“协议方式”的委外），但两者目的不同：（1）委外公募基金：属“主动管理类产品委外”，理财公司借助基金公司的投研能力做厚收益、进行流动性管理，有时亦可起到节税的作用；（2）委外资管产品：属“通道类产品委外”，借助非银资管机构（保险、信托、基金、券商等）的通道，投资非银资管的优势资产。“资管产品”又可细拆为五类（括号中为 2023Q3 末的占比）：

组合类保险资管产品（15%）>信托计划（12%）>基金资管计划（5%）>券商资管计划（0.87%）>保险资管计划（0.04%）。前三项之和约占现金理财底层资产 1/3，是委外的主要类别。下文我们继续穿透这些资管产品的底层资产。

2.3、穿透一：“资管产品”为关键答案

2.3.1、组合类保险资管产品：协议存款或占比较高

组合类保险资管产品的收益率中位数为 2.57%，是现金理财增厚收益的利器。2022Q1-2023Q3 的现金理财前十持仓共出现 82 只组合类保险资管产品，披露的 15 只产品收益率来看：7 日年化收益率中位数为 2.57%，2023 年初至今和成立至今年化收益率分别为 2.64%和 3.10%，高于全市场现金理财产品的平均收益率（2.24%）。

表4：现金管理类理财产品持仓的组合类保险资管产品收益率较高（截至 2023-12-12）

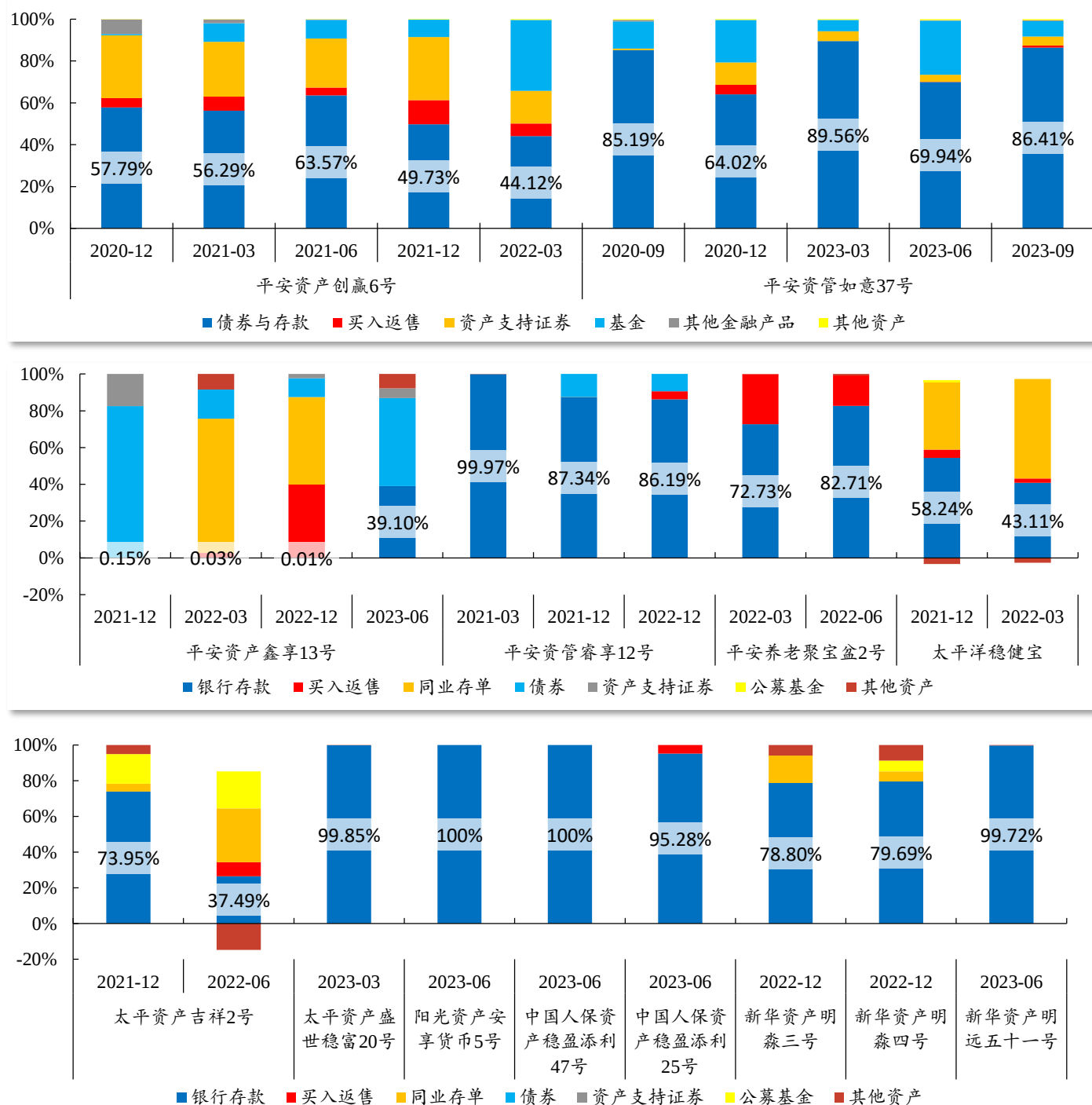
持仓的组合类保险产品简称		年化收益率（%）		
		成立至今	2023年初至今	近7日
百年资管	弘远33号	5.80	2.82	-
	弘远35号	2.94	2.94	-
	弘远37号	2.75	2.75	-
平安资产	如意37号	3.35	2.65	2.82
	创赢6号	2.89	2.47	2.55
华泰资产	添利货币	2.60	2.60	2.59
	稳利三号	1.36	1.36	1.50
新华资产	明森四号	3.34	3.18	-
	明森三号	3.33	2.89	-
太平洋	稳健理财三号	3.10	2.64	-
	稳健宝	3.27	2.52	2.55
光大永明资产	永聚固收68号	1.35	1.35	-
太平资产	吉祥2号	3.41	2.46	2.36
人保资产	货币1号	3.10	2.47	2.66
大家资产	稳健精选6号(第五期)	3.00	2.71	2.73
中位数		3.10	2.64	2.57

数据来源： 、开源证券研究所（注：此表仅统计了披露收益率信息的产品）

现金理财借力组合类产品，可获取高利率的协议存款。2022Q1-2023Q3 现金理财的持仓中，部分组合类保险资管产品的底层 100%为银行存款，也就是说现金理财普遍存在借道保险资管、间接投资存款的现象。究竟是投资的哪类存款？我们发现部分保险资管产品合同的“投资范围”一栏，注明存款包含定期、活期、协定、协议等种类，根据监管规定，其中仅“协议存款”是理财资金无法直投的。协议存款

仅面向社保资金、保险资金、养老保险基金等特殊资金，根据银函〔1999〕338号，保险公司协议存款的利率、期限、结息付息方式、违约处罚标准均由双方自行商定，且未明文禁止提前支取（而养老保险基金的协议存款不得提前支取，银发〔2002〕369号规定）。在实操中，银行为吸引协议存款，通常允许保险资管产品的协议中含有各类赎回权，可提前支取但利率不受影响。从保险公司的角度，理财资金规模大，充当理财的通道可实现产品的迅速上量，有利于竞逐行业排名，故愿以更低的通道费用吸引理财资金的合作，实现“双赢”。

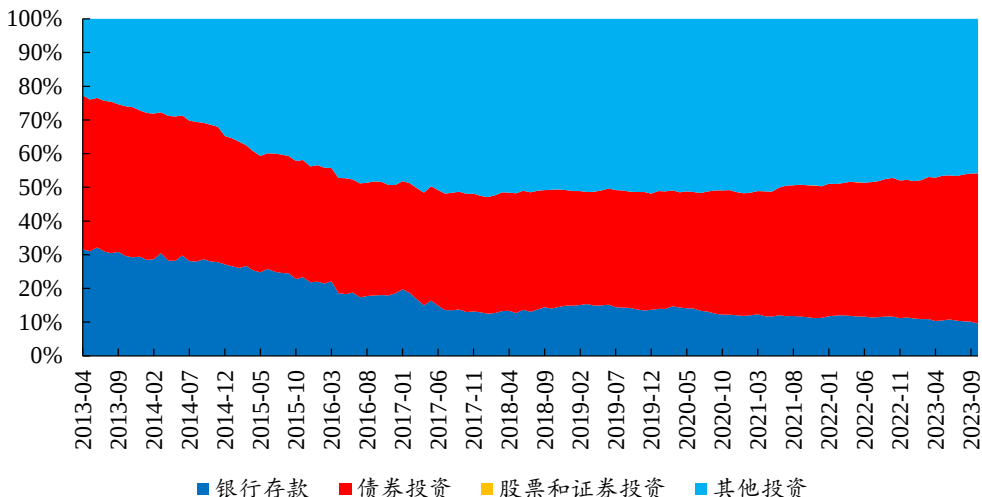
图3：2022Q1-2023Q3 现金理财持仓的组合类保险资管产品中，底层多数为银行存款



数据来源：平安银行官网、邮储银行官网、南洋商业银行官网、中原银行官网、珠海农商银行官网、开源证券研究所（注：由于部分产品披露口径的差异，占比为负数的资产为杠杆；图中仅统计了公布持仓数据的产品，其余未披露持仓的产品未作统计）

然而在银行压降负债成本导向之下，协议存款或将迎来“量价双降”。协议存款规模大、银行议价权相对较小，无形中推升了负债成本。息差承压的当下，为了促使负债成本减负，部分银行或已经开始压降协议存款的规模，2023 年 10 月保险资金中的存款占比首次降至 9.55%，为有统计以来最低值。此外，2023 年 10 月 13 日央行货币政策司司长邹澜表态，“对于协议存款等利率相对较高的产品也可以研究进一步强化自律规范”，协议存款利率上限或将迎来下调。

图4：保险资金运用余额中，银行存款的占比逐渐下降

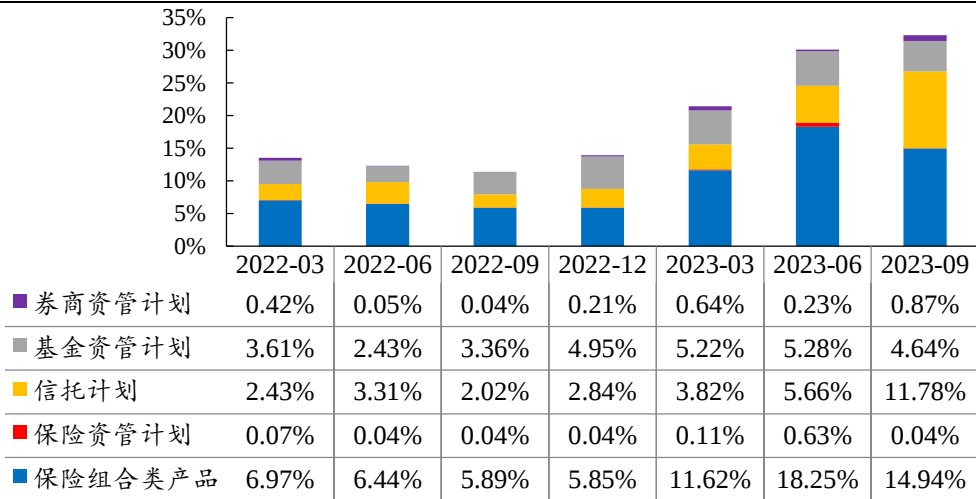


数据来源： 、开源证券研究所

2.3.2、信托计划：侧重债券投资的标品信托发展迅速

近年“现金管理类信托”快速发展且收益率较高，为理财委外提高了新方向。过去信托以非标投资的高收益率见长，新监管框架之下，信托产品在非标转标方面的空间较大，近几年标品信托进入快速成长期。其中“现金管理类信托”以较高的流动性和收益率受到现金理财的青睐。2023Q3 末信托计划占现金理财底层资产的 12%（前十持仓口径），成为现金理财委外的第二大资管产品。

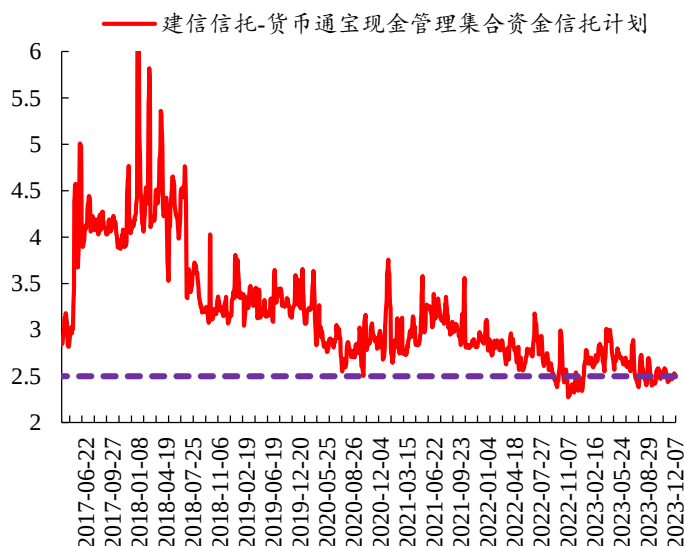
图5：组合类保险资管产品、信托计划为现金理财委外的两大通道



数据来源：普益标准、开源证券研究所（注：均为前十持仓口径）

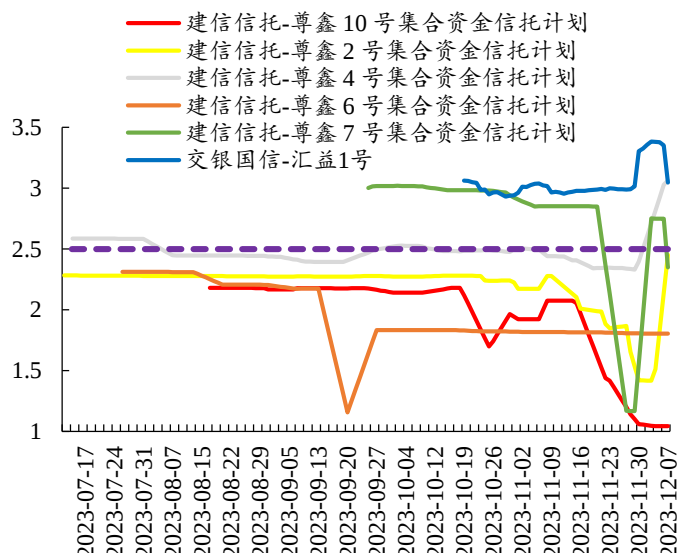
信托计划的收益率有所分化，较高者可达3%以上。我们统计了7款现金理财实际持有的信托计划，其7日年化收益率中位数为2.67%（有统计以来至今），但少数产品最高可达到3.0%以上，远高于一般现金理财和货基。

图6：建信信托货币通宝信托计划 7 日收益率近年下行至 2.5%附近（%）



数据来源：建信信托官网、开源证券研究所

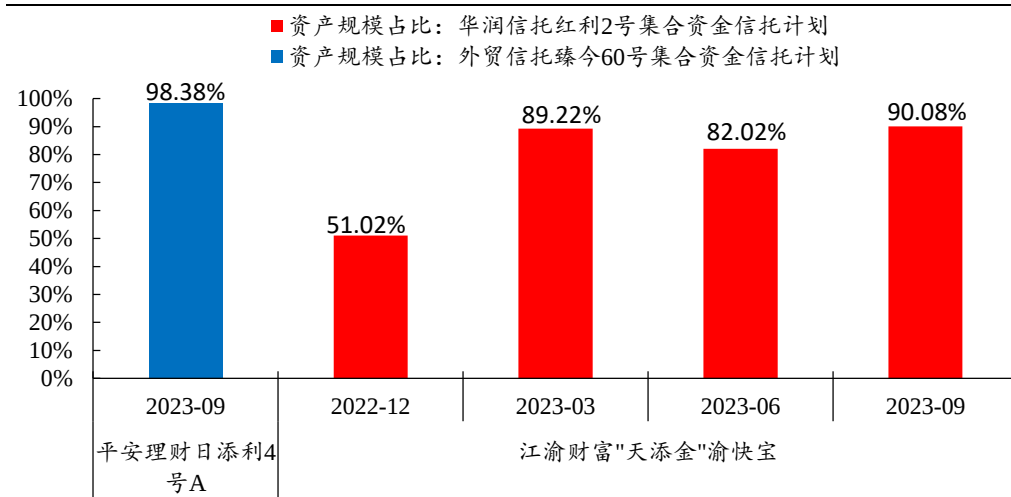
图7：现金管理类理财产品持有的信托计划，7 日收益率有所分化（%）



数据来源：建信信托官网、交银国际信托官网、开源证券研究所

信托计划是如何增厚收益的？由于多数信托计划的底层资产未公开披露，我们选取代表产品来说明信托计划是如何帮助现金理财增厚收益的。2023Q3 末信托计划占比最高的两款产品为——平安理财日添利 4 号 A、渝农商理财江渝财富“天添金”渝快宝，其第一大持仓分别为外贸信托臻今 60 号信托计划、华润信托红利 2 号信托计划，2023Q3 末规模占比分别高达 98.38%、90.08%。由于占比均高达 9 成，我们可以认为这两只信托计划的收益率与产品收益率大致接近。

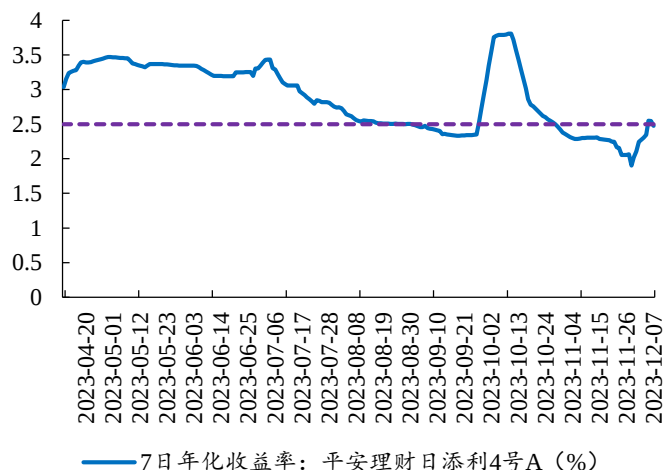
图8：平安理财日添利 4 号 A、渝农商理财江渝财富“天添金”渝快宝，底层的信托计划占比较高



数据来源：平安银行官网、开源证券研究所

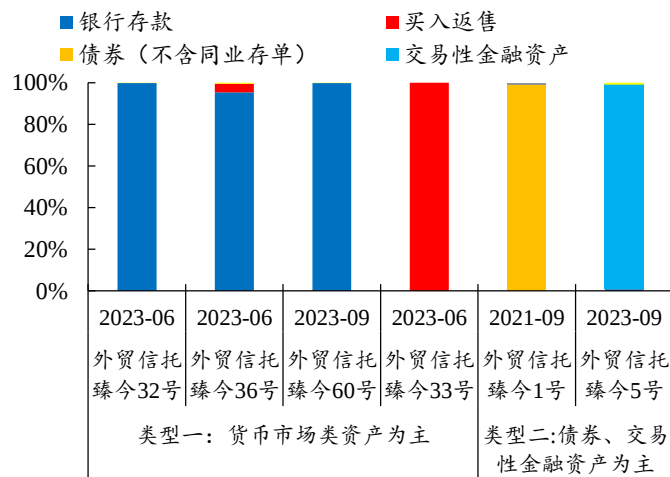
产品一：平安理财日添利 4 号 A。截至 2023-12-06 平安理财日添利 4 号 A 的 7 日年化收益率分别约 2.55%。根据投资报告，其 2023Q3 末的最大持仓——外贸信托臻今 60 号信托计划底层 99.78%为银行存款。平安理财旗下其他现金理财产品也持有较多“臻今”系列信托计划，底层除银行存款外，还持有较大比例的买入返售、债券和交易性金融资产。我们推测，信托计划由于较大的资金规模可获取高利率的存款，同时受益于债券投资的优势，对注重“绝对收益”的现金理财具有一定吸引力。

图9：平安理财日添利 4 号 A 产品收益率近期在 2.5%附近



数据来源：普益标准、开源证券研究所

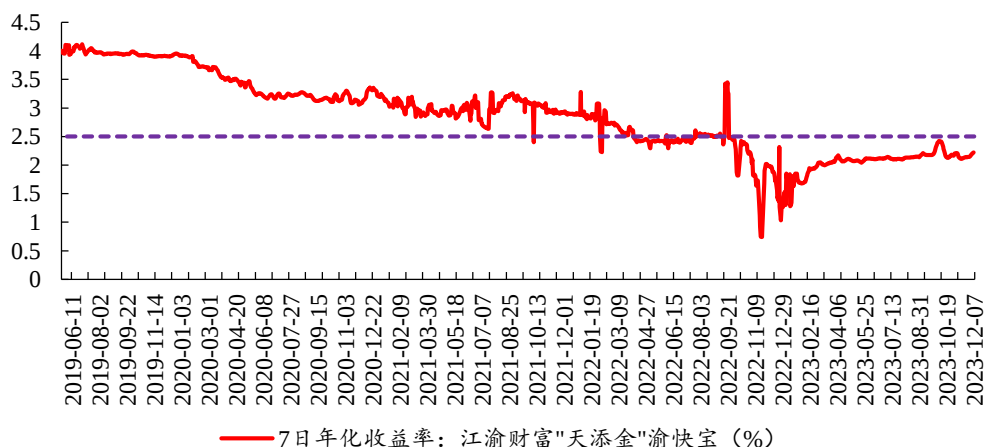
图10：“臻今”系列外贸信托计划的底层主要为货币市场类、债券资产



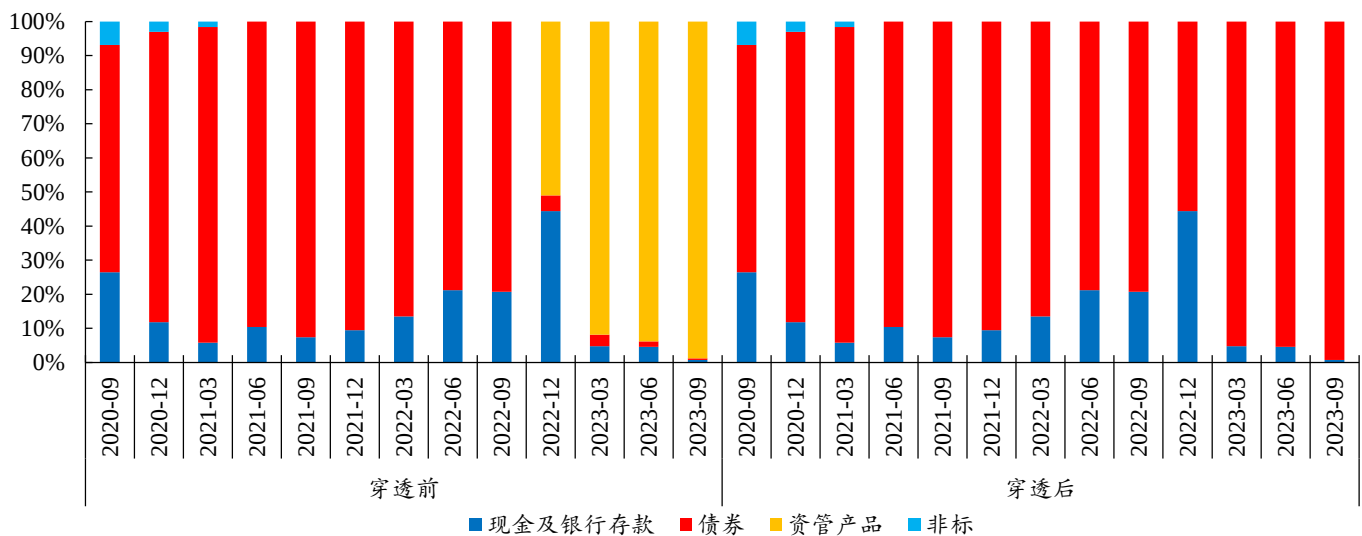
数据来源：普益标准、平安银行官网、珠海农商行官网、开源证券研究所

产品二：渝农商理财江渝财富“天添金”渝快宝。投资报告虽未披露信托计划底层资产，但我们对比穿透前后的大类资产，发现信托计划穿透后主要为债券。事实上，该产品原先一度采用直投方式，直到 2022 年 11 月初受债市“赎回潮”影响，收益率曲线迅速转向，回撤达历史峰值。2022Q4 首次将资管产品（信托计划为主）作为通道进行债券的间接投资，一方面，资管机构的投研能力相对较强，比如信托机构在非标转标方面已积累一定的投资经验，可帮助产品更好投资标债；另一方面，理财子可与资管机构约定管理费率，费率与收益率挂钩，从而助力收益率“达标”。

图11：渝农商理财江渝财富“天添金”渝快宝的收益率已企稳



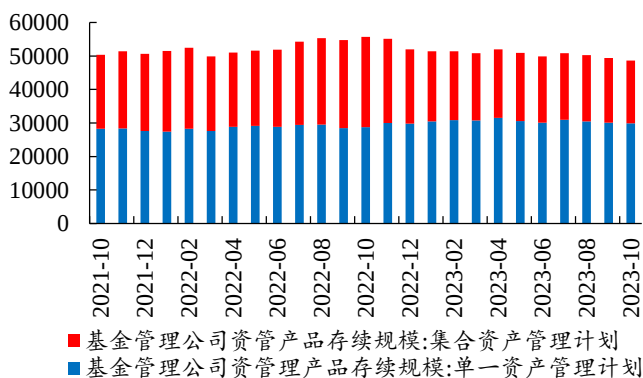
数据来源：普益标准、开源证券研究所

图12：渝农商理财江渝财富“天添金”渝快宝，通过资管产品间接投资债券


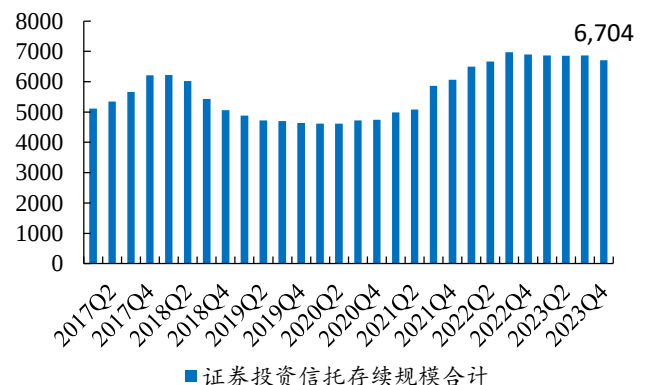
数据来源：普益标准、开源证券研究所（注：该图分类包含底层全部持仓，非仅前十持仓）

2.3.3、基金&券商&保险专户：占比相对稳定

基金、券商和保险专户占比较为稳定，或是受到信托计划的替代作用。现金理财持仓的基金资管计划（简称“基金专户”）比例近年较为稳定，其中股份行理财子较为偏好该种委外（如信银理财日盈象天天利 48 号、阳光碧 1 号）。然而，由于信托计划近年异军突起，其对基金、保险和券商专户形成一定的替代作用。此外，信托在投资范围、定制化等方面与基金专户有一定的相似性，但两者由不同的机构监管，相比之下信托在可投范围上更有优势。

图13：基金公司基金专户存续规模稳中有降（亿元）


数据来源：、开源证券研究所

图14：证券投资信托的存续规模近年上升（亿元）


数据来源：、开源证券研究所

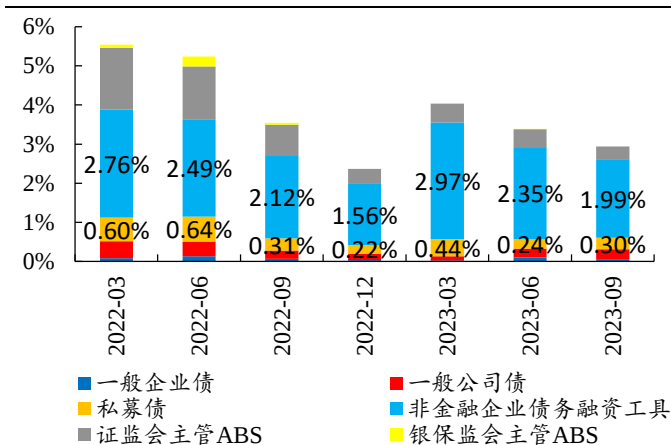
2.4、穿透二：“其他债券”实现品种下沉

2.4.1、私募债：货基禁投但现金理财仍可投

现金理财仍可投中小企业私募债以实现“品种下沉”，但货基已被明文禁止。2012年证监会《关于证券投资基金投资中小企业私募债券有关问题的通知》一文明确规定，货基不得投资中小企业私募债，但现金理财尚无此规定。2023Q3 末现金理财持有私募债的比例为 0.3%，等级均为 AA+及以上，实现少量品种下沉。但受到实体融

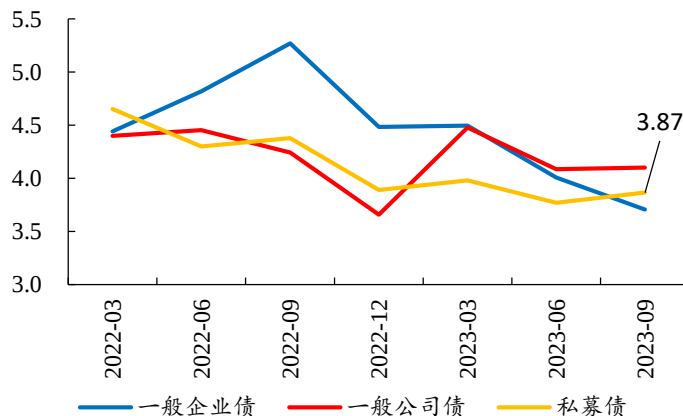
资需求低迷、私募债供给减少的影响，2022Q1 至 2023Q3，现金理财持有的私募债平均票面利率从 4.65% 跌至 3.87%，较一般公司债的利率优势不再。

图15：现金管理类理财产品可投私募债实现品种下沉



数据来源：普益标准、开源证券研究所（注：图中为前十持仓口径的资产规模占比）

图16：现金管理类理财产品持有的私募债利率整体有降（%）



数据来源：普益标准、开源证券研究所（注：前十持仓口径，图中为票面利率）

2.4.2、债务融资工具：监管态度较为模糊

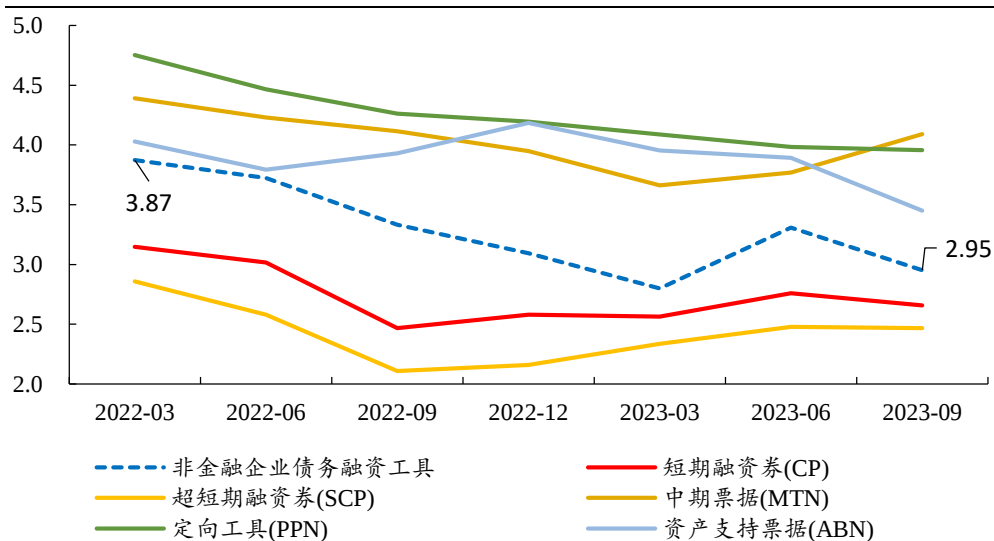
监管对现金理财持有债务融资工具的态度较为模糊。2023Q3 末现金理财持有非金融企业债务融资工具的比例约为 2%，略高于商业银行债，占现金理财持有信用债的 1/4 左右。事实上，目前监管对于现金理财投资“债务融资工具”的态度较为模糊，2021 年“现金理财新规”并非特别提及该类资产。但参考货基已明确可投 AA+及以上等级的债务融资工具来看，现金理财在实操中或同样适用。

表5：现金理财产品和货基的可投资资产差异主要为“资产支持证券”和“非金融企业债务融资工具”

范围	现金管理类理财产品		货币基金（2016-02-01 起施行）
	新规前	新规后（2021-05-27 起施行）	
可投	不投资于权益类资产，固收类资产无特别限制（包括可投非标）	（一）现金	
		（二）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	
		（三）剩余期限在 397 天以内（含 397 天）的：	
		（1）债券	（1）债券
禁投	不投资于权益类资产，固收类资产无特别限制（包括可投非标）	（2）在银行间市场和证券交易所市场发行的资产支持证券	（2）非金融企业债务融资工具
		（四）银保监会、央行认可的其他具有良好流动性的货币市场工具	（3）资产支持证券
		（四）证监会、央行认可的其他具有良好流动性的货币市场工具	（四）证监会、央行认可的其他具有良好流动性的货币市场工具
		（一）股票	
禁投	不投资于权益类资产，固收类资产无特别限制（包括可投非标）	（二）可转换债券、可交换债券	
		（三）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）	
		（四）信用等级在 AA+ 以下的：	
		（1）债券	（1）债券
禁投	不投资于权益类资产，固收类资产无特别限制（包括可投非标）	（2）资产支持证券	（2）非金融企业债务融资工具
		（五）银保监会、央行禁止投资的其他金融工具	（五）证监会、央行禁止投资的其他金融工具

资料来源：证监会、国家金融监督管理总局、开源证券研究所

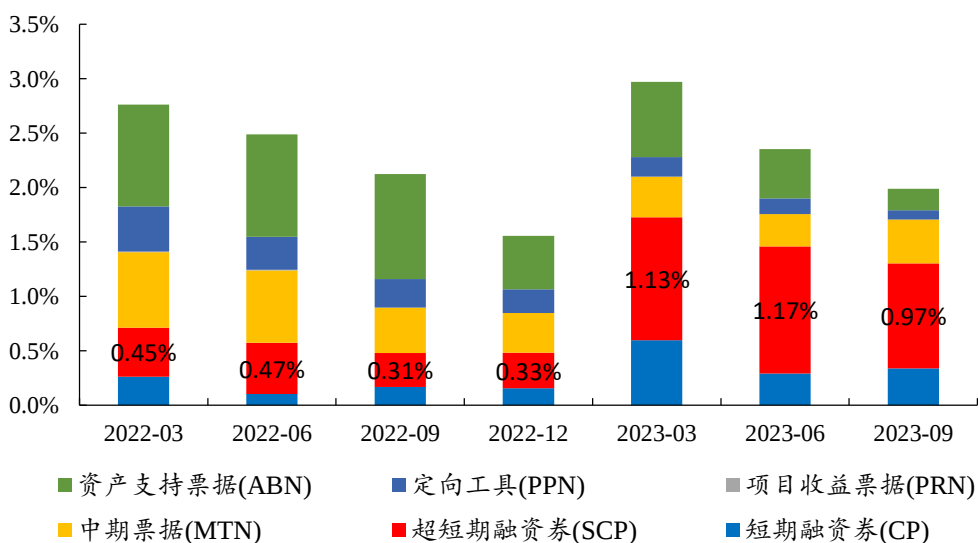
图17：现金管理类理财产品持有的债务融资工具，票面利率整体下降（%）



数据来源：普益标准、开源证券研究所（注：均为前十持仓口径）

超短融为主，可通过 PRN、PPN、ABN 实现品种下沉。超短融（SCP）是现金理财持有的债务融资工具中占比最大的子项，由于期限较短（270 天以内）、主体评级较高，利率一般略高于同业存单，投资性价比相对较高。与短融（CP）相比，SCP 的注册发行更加便利，不受发行人净资产 40% 的红线限制。但 SCP 的供给与实体融资需求紧密联系，较同业存单更为刚性，“资产荒”下其收益率向上的弹性略小于同业存单。而 PRN、PPN、ABN 成为现金理财实现品种下沉的重要工具，相比之下，货基因受到 2006 年《中国证券监督管理委员会关于证券投资基金投资资产支持证券有关事项的通知》的限制，目前对 PRN、PPN、ABN 目前均未持仓。至此可以基本厘清前文所述的“其他债券”，主要包括私募债和 PRN、PPN、ABN，这四类共同构成现金理财相较于货基的优势券种。

图18：现金管理类理财产品持有的债务融资工具以超短融（SCP）为主



数据来源：普益标准、开源证券研究所（注：图中为前十持仓口径的规模占比）

2.5、小结：加码委外+谨慎下沉，是投资端偏防御的现实选择

总结来看，现金理财较货基在可投资资产上的优势主要为通道类委外（资管产品为主）和部分较为下沉的信用债（私募债、PRN、PPN、ABN），但近几个季度的持仓占比来看——前者明显上升、后者变化不大，即“加大委外、谨慎下沉”。我们认为此轮加大借力资管产品，其实是现金理财资产配置的一次防御性调整。

资金端：2022 年 11 月债市“赎回潮”叠加当下“资产荒”，居民理财尚处于信心恢复期，资金端的风险偏好不断下沉，偏好风险等级较低的货币市场类资产。

资产端：2023 年是“现金理财新规”实施第一年，现金理财在拉久期、沉信用、加杠杆方面的约束增多，加上资金端下降的风险偏好，资产端为留住客户，需获取绝对收益，因此资产配置的防御性特征更强。

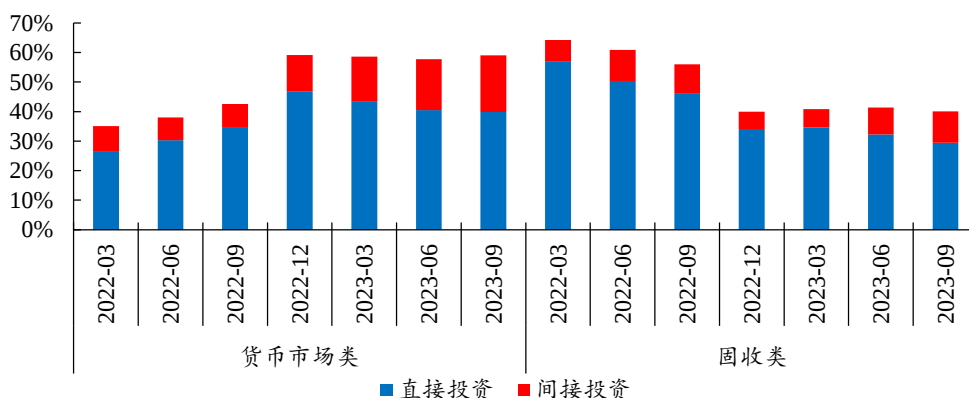
为何偏好具有特定领域优势的资管产品或资管计划？一方面是为了借力牌照优势，获取较高利率的协议存款；另一方面是借力投研优势，分担净值管理压力，通过将管理费挂钩收益率等方式增厚固收类资产的收益。

表6：现金管理类理财产品委外资管产品的比例呈上升趋势

序号	资产类别	2022-03		2022-06		2022-09		2022-12		2023-03		2023-06		2023-09	
		穿透前	穿透后	穿透前	穿透后	穿透前	穿透后	穿透前	穿透后	穿透前	穿透后	穿透前	穿透后	穿透前	穿透后
现金管理类理财产品底层资产规模（亿元）															
1	货币市场类	18,657	26,560	20,821	29,391	23,831	32,247	36,150	47,030	28,077	39,185	24,679	37,814	25,621	40,329
2	固定收益类	39,885	48,623	34,655	47,015	31,767	42,437	26,318	31,780	22,395	27,291	19,664	27,114	18,922	27,382
3	权益类	6	6	86	86	68	68	42	42	42	42	43	43	43	43
4	基金	118	328	237	621	755	952	382	503	75	84	354	391	320	340
5	资管产品	11,300	0	12,765	0	12,082	0	14,034	0	13,658	0	15,323	0	17,285	0
6	委外投资——协议方式	16	0	17	0	18	0	0	9	269	0	721	0	1,895	0
7	QDII	36	41	34	34	0	0	60	60	89	89	97	97	158	158
8	其他	168	93	127	87	111	66	158	140	127	112	53	41	36	21
	总计	70,185	75,651	68,741	77,235	68,632	75,771	77,144	79,564	64,731	66,803	60,934	65,499	64,280	68,272
占比															
1	货币市场类	26.58%	35.11%	30.29%	38.05%	34.72%	42.56%	46.86%	59.11%	43.37%	58.66%	40.50%	57.73%	39.86%	59.07%
2	固定收益类	56.83%	64.27%	50.41%	60.87%	46.29%	56.01%	34.12%	39.94%	34.60%	40.85%	32.27%	41.40%	29.44%	40.11%
3	权益类	0.01%	0.01%	0.12%	0.11%	0.10%	0.09%	0.05%	0.05%	0.07%	0.06%	0.07%	0.07%	0.07%	0.06%
4	基金	0.17%	0.43%	0.34%	0.80%	1.10%	1.26%	0.50%	0.63%	0.12%	0.13%	0.58%	0.60%	0.50%	0.50%
5	资管产品	16.10%	0.00%	18.57%	0.00%	17.60%	0.00%	18.19%	0.00%	21.10%	0.00%	25.15%	0.00%	26.89%	0.00%
6	委外投资——协议方式	0.02%	0.00%	0.02%	0.00%	0.03%	0.00%	0.00%	0.01%	0.42%	0.00%	1.18%	0.00%	2.95%	0.00%
7	QDII	0.05%	0.05%	0.05%	0.04%	0.00%	0.00%	0.08%	0.08%	0.14%	0.13%	0.16%	0.15%	0.25%	0.23%
8	其他	0.24%	0.12%	0.18%	0.11%	0.16%	0.09%	0.20%	0.18%	0.20%	0.17%	0.09%	0.06%	0.06%	0.03%
	总计	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%

数据来源：普益标准、开源证券研究所（注：为全部持仓口径，非仅前十持仓）

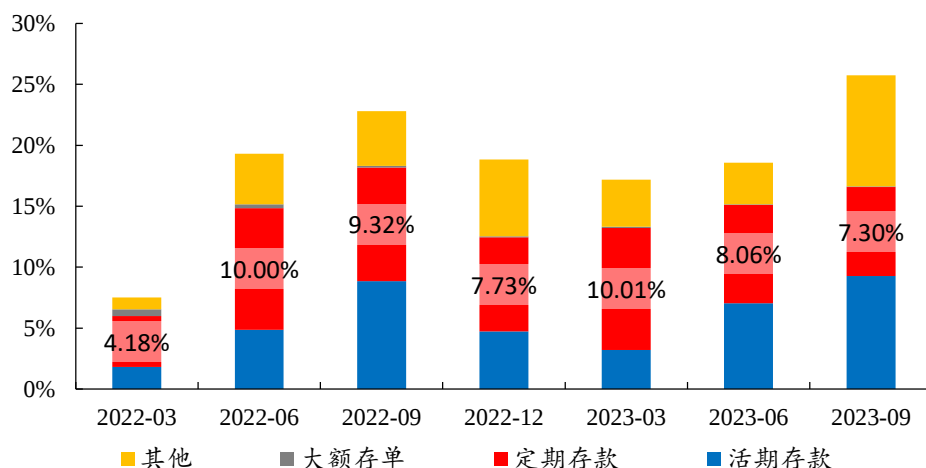
图19：现金管理类产品的货币市场类资产占比上升、固收类占比下降



数据来源：普益标准、开源证券研究所（注：图中为全部持仓口径，非仅前十持仓；直接投资=穿透前占比，间接投资=穿透后占比-穿透前占比）

不过，现金理财底层的存款占比过高，是否能满足流动性监管要求？现金理财直接投资的长久期存款比例并不高，2023Q3 末定期存款和大额存单合计仅 7.3%（前十持仓口径），更多是由通道类委外间接投资协议存款。而根据“现金理财新规”的规定，“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”，也就是说，若实操中的部分协议存款带有提前赎回权，或不受 30% 比例的限制；此外，还可通过同时持有债券来降低产品久期，使其仍能满足监管的流动性要求。

图20：现金管理类产品直接投资的定期存款和大额存单占比并不大



数据来源：普益标准、开源证券研究所（注：图中为前十持仓口径的规模占比）

表7：《关于规范现金管理类产品管理有关事项的通知》对银行存款比例、集中度和主体信用作出详细规定

范围	具体规定
比例	每只现金管理类产品投资于有固定期限银行存款的比例合计不得超过该产品资产净值的 30%，投资于有存款期限、根据协议可提前支取的银行存款除外。 每只现金管理类产品投资到期日在 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%。
集中度	每只现金管理类产品投资于主体信用评级为 AAA 的同一商业银行的银行存款、同业存单占该产品资产净值的比例合计不得超过 20%。 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%，其中单一机构发行的金融工具的比例合计不得超过该产品资产净值的 2%。 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%。
主体信用评级	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，相关交易应当事先告知托管机构，并作为重大事项履行信息披露程序。

资料来源：国家金融监督管理总局、开源证券研究所

为何现金理财委外货基的规模并不大？2023Q3 末现金理财委外货基的比例为 0.3%，规模约 64 亿元（前十持仓口径）。由于全市场货基平均收益率略低于现金理财，即便具有一定免税优势，但若扣除掉委外费用，实际收益率并不一定具有吸引力。我们统计发现现金理财委外的货基，其收益率多高于市场平均。

表8：现金类理财委外的货基，收益率一般较高（2022Q1-2023Q3 持仓，收益率截至 2023-12-12）

货基名称	7 日年化收益率 (%)	货基名称	7 日年化收益率 (%)	货基名称	7 日年化收益率 (%)
招商招福宝 B	2.25	博时现金宝 B	2.26	永赢天天利 A	2.20
银华活钱宝 F	2.33	华夏收益宝 B	2.26	创金合信货币 A	2.11
鹏华金元宝	2.29	平安日鑫 A	2.25	海富通添益货币 B	2.17
国泰货币 B	2.34	工银安盈 B	2.21	民生加银腾元宝 B	2.15
交银天益宝 E	2.44	南方天天利 B	2.24	兴业安润 B	2.14
安信活期宝 B	2.66	易方达天天发 B	2.30	国泰货币 A	2.10
博时合惠 B	2.33	财通财通宝 B	2.42	博时合惠 A	2.08
兴全天添益 B	2.30	广发活期宝 B	2.36	交银天鑫宝 A	2.02
国投瑞银钱多宝 A	2.23	易方达现金增利 B	2.20	东方红货币 B	2.04
兴全天添益 A	2.30	民生加银现金宝 B	2.13	兴全货币 A	2.01
华夏沃利 B	2.35	兴银现金增利	2.26	博时现金宝 A	2.01
万家现金增利 B	2.25	鹏华添利宝 B	2.23	景顺长城景丰 B	2.03
华泰柏瑞天添宝货币 B	2.19	广发添利 B	2.31	中银货币 B	1.99
国联现金增利 C	2.25	创金合信货币 C	2.15	中欧骏泰 B	2.01
建信现金增利货币 B	2.29	建信现金添益 A	2.17	鹏华添利宝 A	1.99
建信天添益 C	2.26	前海开源聚财宝 B	2.14	嘉实快线 A	2.04
广发货币 B	2.32	财通资管鑫管家 B	2.16	浦银安盛货币 B	2.07
华夏快线 B	2.20	工银如意 B	2.26		
兴全货币 B	2.26	建信现金增利货币 A	2.15		

数据来源：普益标准、开源证券研究所

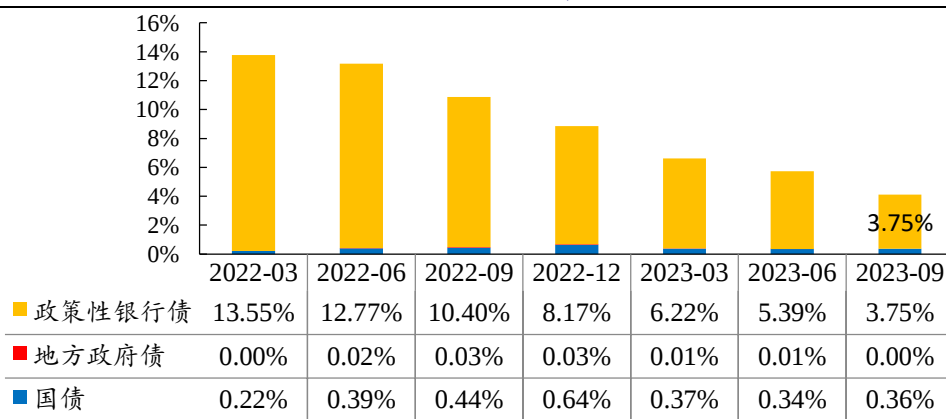
3、其余持仓“以退为进”，等待结构性机会

由于现金理财增持资管产品和少量信用债，因此对其他资产有一定的“挤出效应”，其中直接持有的同业存单、利率债占比显著低于货基。或可理解为现金理财在满足流动性监管前提下、为增加收益稳定性而做出的“让步”。

3.1、满足流动性前提下，减配利率债和同业存单

3.1.1、利率债：更多是作为流动性调节工具

利率债占比仍较低，更多的是作为流动性调节工具。2022Q1-2023Q3，现金理财前十持仓口径的利率债占比逐季下降，主要由于政金债占比降幅较大。2022 年底的“赎回潮”下，利率债利率波动略大且流动性较高，优先遭遇赎回。对于现金理财来说，利率债收益率较低、赎回压力大，其仓位主要是为了满足流动性管理要求。

图21：现金管理类理财产品持有的利率债占比低，且仍在下降


数据来源：普益标准、开源证券研究所（注：均为前十持仓口径）

表9：《关于规范现金管理类理财产品管理有关事项的通知》对利率债的持有比例规定了下限

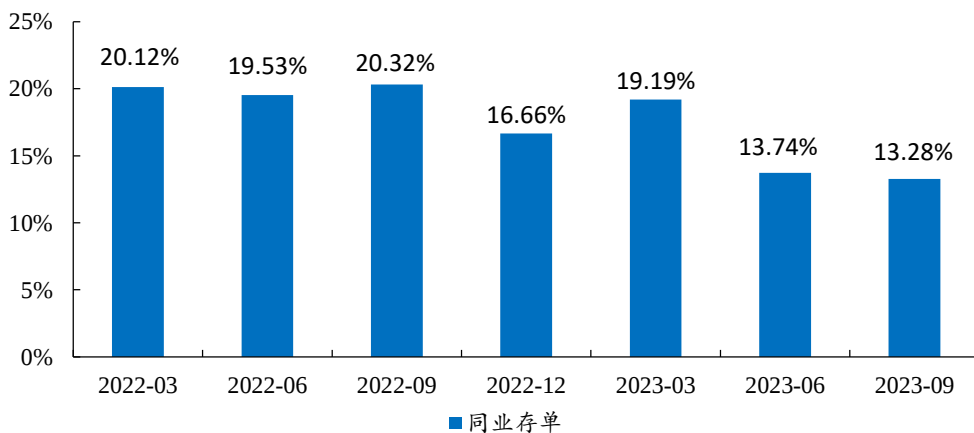
范围	具体规定
“良好流动性资产”占比	(一) 每只现金管理类理财产品持有<u>不低于该产品资产净值 5% 的现金、国债、中央银行票据、政策性金融债券</u>； (二) 每只现金管理类理财产品持有<u>不低于该产品资产净值 10% 的现金、国债、中央银行票据、政策性金融债券</u>以及五个交易日内到期的其他金融工具。
投资者集中度	商业银行、理财公司现金管理类理财产品允许单一投资者持有份额超过该产品总份额 50% 的，<u>80% 以上的资产应当投资于现金、国债、中央银行票据、政策性金融债券</u>以及 5 个交易日内到期的其他金融工具（或不得采用摊余成本法进行会计核算）。

资料来源：国家金融监督管理总局、开源证券研究所

3.1.2、同业存单：投资节奏受银行表内影响

理财投资同业存单的节奏，与发行银行的资产负债摆布有密切关系。2023Q3 末现金理财产品直接投资的同业存单占比 13%，较 Q2 基本持平，主要是国股行信贷投放节奏趋于平缓。通常来说，Q1 和 Q4 是银行发行同业存单的高峰期，供给端发力，同业存单价格吸引力较强，彼时理财持有存单的意愿也会更强。相比之下，银行存款收益的稳定性更高，因此同业存单的占比下降，或由于受到银行协议存款的部分挤出。

图22：2023Q3 末现金管理类理财产品直接投资的同业存单占比约 13%

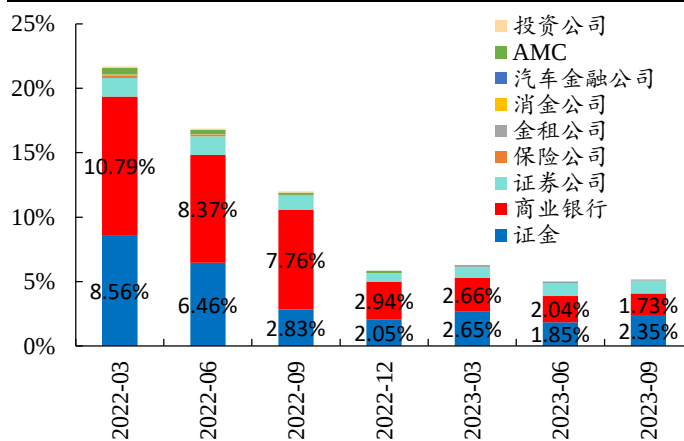


数据来源：普益标准、开源证券研究所（注：均为前十持仓口径）

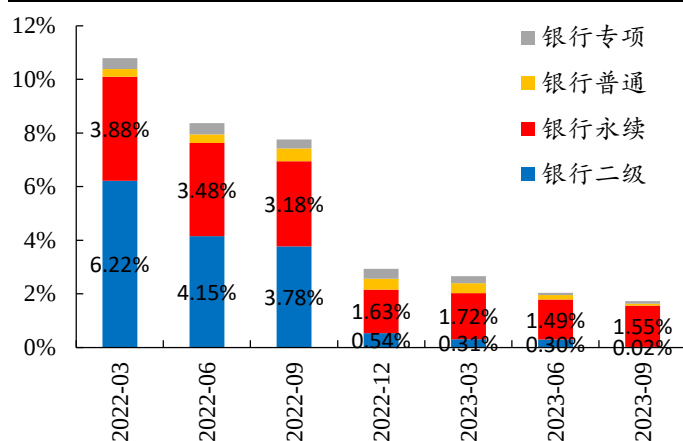
3.2、整改非标及二永，长久期和沉信用均受限

3.2.1、金融债：存量二永债到期将显著缩短久期

随着存量二永债到期，金融债占比已大幅走低。现金理财持有的信用债中，金融债占比最大，而金融债又以中证金债、商金债为发力重点。(1) 中证金债：属于“国家队”，信用资质为金融债中最佳，近四个季度其持仓占比相对稳定；(2) 商金债：占比下降明显，主要受到二永债存量被动到期和主动减配的影响。“现金理财新规”规定二永债“新老划断”，存量持有到期后禁止新增；二永债占比从 2022Q1 末的 10% 降至 2023Q3 末的 1.6%。

图23：现金管理类理财产品持有的金融债以中证金、商金债为主


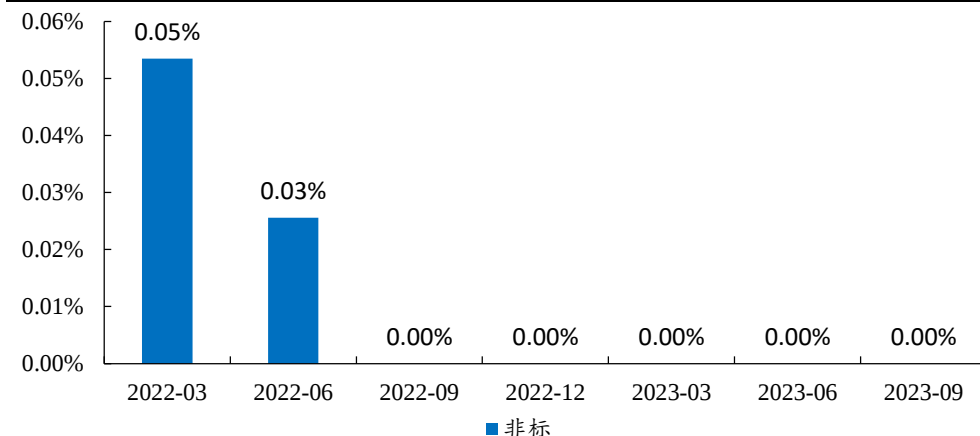
数据来源：普益标准、开源证券研究所（注：均为前十持仓口径）

图24：现金管理类理财产品持有的二永债占比显著下降


数据来源：普益标准、开源证券研究所（注：均为前十持仓口径）

3.2.2、非标：2022Q3 已基本实现清零

现金理财的非标已较早实现清零。“资管新规”之前，部分现金理财产品以非标资产拉久期（如久期大于 300 天，收益率高于 4.5%），从而增厚收益。但 2021 年“现金理财新规”已明确禁止非标，当年 Q3 现金理财便已实现非标清零，后续非标资产或由长久期的固收类理财产品部分承接。

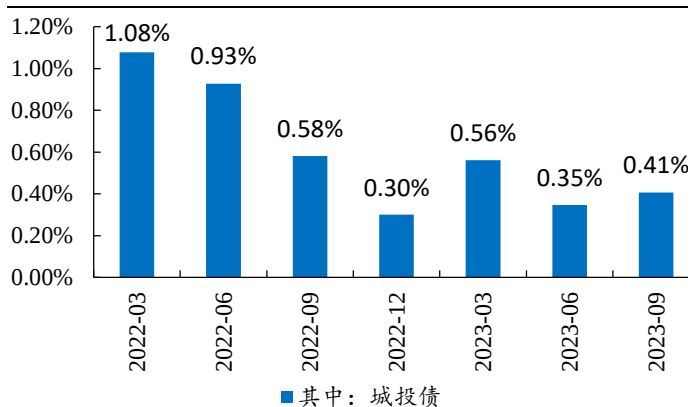
图25：近五个季度，现金管理类理财产品底层的非标资产基本清零


数据来源：普益标准、开源证券研究所（注：均为前十持仓口径）

3.2.3、城投债：短端下沉具有一定性价比

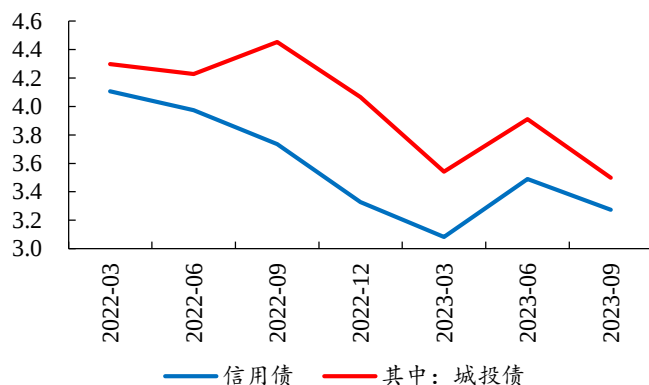
现金理财持有的城投债“量价双降”。2023Q3 末，现金理财持有的城投债占比 0.41%，环比基本持平。平均剩余期限约 246 天，同比下降超 200 天；票面利率为 3.5%，仍高于现金理财持有的信用债整体利率。随着城投化债推进，城投债信用风险可控，现金理财的投资策略或以“短久期、谨慎下沉”为主。

图26：现金管理类理财产品持有的城投债占比边际下降



数据来源：普益标准、开源证券研究所（注：均为前十持仓口径）

图27：现金管理类理财产品持有的城投债票面利率整体下降（%）



数据来源：普益标准、开源证券研究所（注：均为前十持仓口径）

4、总结：现金类理财“进可攻、退可守”的两大优势

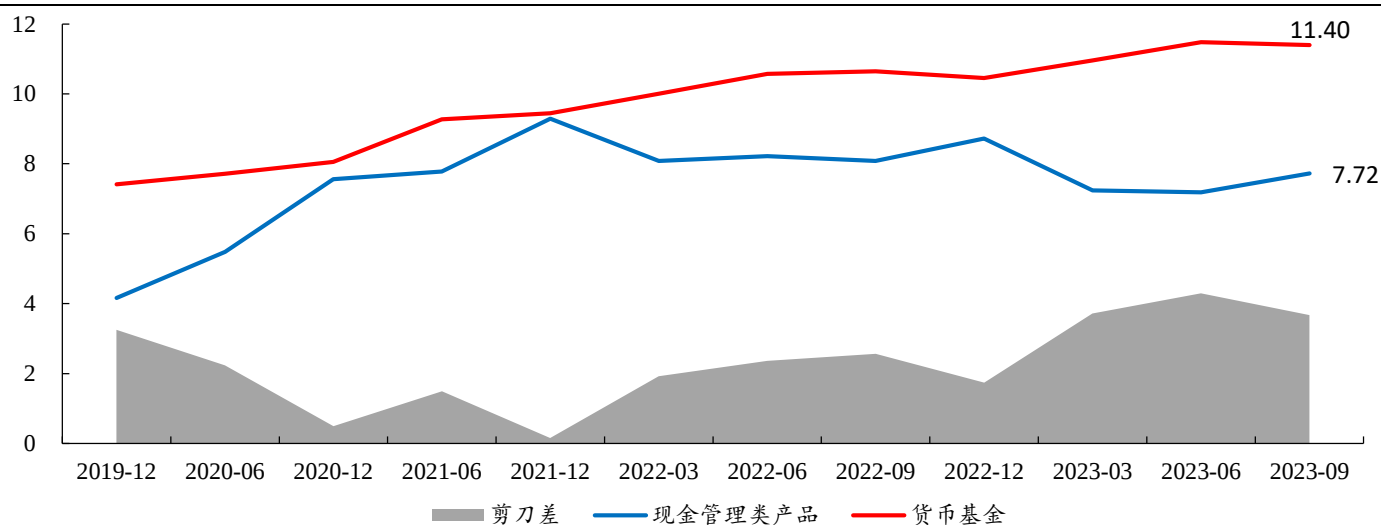
我们以货基作为对照，探寻现金理财收益优势的“底层密码”，主要归纳为两点：

一是委外资管产品。现金理财沿袭了原银行资管部多元化委外的优势，可借力其他资管机构的牌照和投研优势，获取相对高收益的低风险资产，同时暗含银行理财投资端更偏防御性的现实选择。而货基的投资以直接投资高流动性资产为主。

二是信用债品种下沉。现金理财在信用债上的可投范围较货基更广，比如私募债、PRN、PPN、ABN 均为“品种下沉”的可选项。为满足“现金理财新规”对于债券信用等级要求，现金理财实际持有的这些券种绝大多数为 AA+及以上，在风险可控的前提下适度增厚收益。

这两大优势助力现金理财实现“进可攻、退可守”。在居民风险偏好下移的当下，理财的投资端防御性整体加强，现金理财依托多元化的委外优势筑牢收益的安全边际。未来随着资金端信心修复、风险偏好适度上移，投资端有望通过私募债、PRN、PPN、ABN 等实现品种下沉，挖掘固收资产的结构性机会。

同时要看到的是，现金理财和货基更多的是差异化竞争。本文仅从持仓差异角度解释现金理财的收益率优势所在，不可否认的是，收益率优势并不一定带来规模优势。货基以其先发优势和渠道优势，仍在规模上略胜一筹，2023Q3 末存续规模为 11.4 万亿元，超出现金管理类产品 3.67 万亿元。此外，货基的机构投资者占比更高，而现金理财的客群以个人为主，两者某种程度上实现了差异化竞争。

图28：存续规模上，货基持续高于现金管理类理财产品（万亿元）


资料来源： 、普益标准、开源证券研究所

5、风险提示

经济增速下行压力加大，资产端承压：若经济增速下行、信用风险加大，相关理财产品的底层资产质量将受影响；若宏观经济持续出现低迷和超预期下滑，理财产品收益率可能偏离预期。

金融监管超预期，相关政策再调整：后续出台的监管政策，一方面可能影响资管产品的发行节奏，特别是中短期产品等规模收缩，可能难以匹配传统客群的投资需求；另一方面，目前尚未获批成立理财子公司的银行，可能面临着理财产品存量规模受限、增量产品无法发行等风险。

附表：现金类理财 vs 货基的主要监管差异
表10：现金管理类理财产品 vs 货币基金的监管差异（主要为投资范围和投资集中度的差异）

范围	现金管理类理财产品		货币基金
	新规前	新规后（2021-05-27 起施行）	（2016-02-01 起施行）
投资范围			
可投	不投资于权益类资产，固收类资产无特别限制（可投非标）	（一）现金	
		（二）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	
		（三）剩余期限在 397 天以内(含 397 天)的： （1）债券 （2）在银行间市场和证券交易所市场发行的资产支持证券	（1）债券 （2）非金融企业债务融资工具 （3）资产支持证券
		（四）银保监会、央行认可的其他具有良好流动性的货币市场工具	（四）证监会、央行认可的其他具有良好流动性的货币市场工具
禁投		（一）股票	
		（二）可转换债券、可交换债券	
		（三）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）	
		（四）信用等级在 AA+以下的： （1）债券 （2）资产支持证券	（1）债券 （2）非金融企业债务融资工具
		（五）银保监会、央行禁止投资的其他金融工具	（五）证监会、央行禁止投资的其他金融工具
投资集中度			
集中度	未单独规定	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% ，其中 单一机构发行 的金融工具的比例合计不得超过该产品资产净值的 2% ； （*金融工具包括债券、银行存款、同业存单、相关机构作为原始权益人的资产支持证券及银保监会认可的其他金融工具。）	货基无此条规定
		每只现金管理类产品投资于主体信用评级为 AAA 的同一商业银行的银行存款、同业存单 占该产品资产净值的比例合计不得超过 20% 。	货基无此条规定
		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% 。	投资于 具有基金托管人资格的同一商业银行 的银行存款、同业存单占基金资产净值的比例合计不得超过 20% ，投资于 不具有基金托管人资格的同一商业银行 的银行存款、同业存单占比不得超过 5% 。
		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，相关交易应当事先告知托管机构，并作为重大事项履行信息披露程序。	货基无此条规定
		每只现金管理类产品产品投资到期日在 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%。	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% 。

资料来源：国家金融监督管理总局、证监会、开源证券研究所

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

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。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，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、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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。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所引致的任何损失负任何责任。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。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。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn