

现金管理类理财新规终落地，对债市短期冲击料将有限

东方金诚研究发展部分析师 于丽峰

6月11日，银保监会、央行联合制定并发布《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《通知》正式稿），自发布之日起施行。早在2019年12月，银保监会和央行就已发布了《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）》，向社会公开征求意见，此番发布的《通知》正式稿为前述征求意见稿在时隔一年半之后的靴子落地，因此，市场机构对此早有预期。《通知》从产品定义、投资范围、组合期限、集中度管理、流动性与杠杆要求、估值方法、规模控制等方面对商业银行及理财子公司发行的现金管理类产品提出了具体监管要求。对此，东方金诚点评如下：

一、《通知》正式稿整体上与货币市场基金等同类资管产品监管标准保持一致，与此前发布的征求意见稿相比变化不大，主要改动体现在两方面：一是投资集中度监管要求有所放宽，二是过渡期延长至2022年底，有利于相关业务平稳过渡。

从具体内容来看，《通知》正式稿与2019年12月的征求意见稿相差并不大，主要改动体现在两处：一是在投资集中度方面，规定每只现金管理类产品投资于主体信用评级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“合计不得超过10%”调整为“合计不得超过20%”；二是过渡期安排由2020年底延长至2022年底，晚于资管新规过渡期结束的2021年底，目的在于保证相关业务能够平稳过渡，避免因业务快速调整对相关机构和金融市场造成剧烈影响。与货币市场基金等同类产品的监管标准整体保持一致，是现金管理类产品监管规定制定的基本原则，也是监管在征求意见阶段决定是否采纳相关意见的重要依据。银保监会有关负责人就《通知》正式稿答记者问时提到，“对于市场机构提出的扩大投资范围、放宽估值核算规定、降低监管标准等意见，考虑到不符合资管新规、理财新规要求，并且与货币市场基金监管要求不一致，此类意见未予采纳”，充分体现了防范监管套利，促进同类产品间公平竞争的决心。

当然，监管标准一致并不代表监管要求完全相同。与《货币市场基金监督管理办法》相比，《通知》正式稿对现金管理类产品的监管规定主要有以下差别：一是《通知》对现金管理类产品投资集中度的要求为“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%”，而货币基金的要求为“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%”，两者在投资主体要求上有细微差别；二是“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%”的规定为现金管理类产品独有；三是投资范围方面，现金管理类理财可以投资短期限银行二级资本债及债性永续债，同时目前持仓的二级资本债和永续债依照“新老划断”可持有至到期，因此相应产品在银行二级资本债及永续债上的相对超额收益有望持续。

二、《通知》正式稿发布后，现金管理类产品规模扩张速度料将放缓，银行理财转型压力加大。

我们认为，《通知》正式稿明确的监管新规对于现金管理类产品的影响将主要体现在以下三个方面：

首先，整改压力下，现金管理类产品规模扩张将受到限制。2018 年资管新规发布后，银行理财产品面临净值化转型压力，在此背景下，可以使用摊余成本法计算估值的现金管理类产品由于净值稳定、申赎方便而受到投资青睐，成为银行理财产品转型的重要方向。中国理财网数据显示，2019 年末，现金管理类理财产品规模为 4.16 万亿，占净值型理财产品的 41.04%；而到 2021 年一季度末，现金管理类理财产品规模就已迅速扩张至 7.34 万亿，较 2019 年末增长近 80%，占到净值型理财产品的 40.15%及全部理财产品的 29.34%。根据“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%”这一规定，未来现金管理类产品规模扩张速度需要慢于银行理财产品净值化转型速度，同时应与银行理财整体规模增速相当。在此情况下，部分产品开发能力及销售渠道较弱的银行如果难以扩大理财产品的总体规模，可能需要通过压降现金管理类产品规模来满足监管要求。

其次，由于新的监管规定与货币基金的监管要求趋同，这使得现金管理类理财相较货币基金的收益优势将明显收窄，从而导致投资资金流入速度减慢。据南方周末理财通近期数据显示，理财子公司现金管理产品收益远超余额宝和腾讯理财通，7 日年化收益率普遍超出 50bps-100bps。原因在于，现金管理类产品主要通过拉长久期（投资长久期利率债和高等级信用债）、下沉资质或降低对流动性的要求（投资低等级信用债、银行二级资本债、永续债及低评级 ABS 等）来获取超额收益。《通知》下发后，

现金管理类产品的投资范围大幅缩窄，上述获取超额收益的渠道普遍受阻（仅剩仍可投资短久期银行二级资本债），未来收益下降、相对货币基金的优势减小是大概率事件。此外，考虑到货币基金还有免税、起投点低以及互联网销售等优势，在收益差距缩小的情况下，货币基金反而将会挤压现金管理类产品的销售空间。

最后，银行理财净值化转型的压力加大。2021 年底资管新规过渡期结束，银行理财需完成净值化转型，现金管理类理财产品是净值化转型的重要方向。但在未来现金管理类理财产品增长空间受到抑制的情况下，银行理财转型的压力也会增大。除了不符合资管新规的老产品需转型外，现金管理类产品底层不符合监管要求的长久期、低资质、非标等资产亦需要成立新产品逐步承接，这将对部分中小银行的产品设计和销售能力形成考验。

三、新规落地短期来看对债市冲击有限，中期或将加剧信用分化，长期看有利于无风险收益率下行。

由于《通知》征求意见稿在 2019 年底就已发布，且正式稿与征求意见稿相差并不大，市场预期较为充分，加之过渡期的延长也给了市场机构更多的业务调整时间，因此，尽管现金管理类理财的投资范围大幅收窄，但相关产品仍有时间逐步消化不合规资产，不至于在短时间内引发抛售潮，故对债市的短期冲击有限。中期看，由于银行理财是配置信用债的重要力量，现金管理类理财投资范围的收窄或将造成长久期、低评级债券需求减弱，中高等级、短久期债券的配置需求则相应增强，这将进一步加剧市场的信用分化，这也会传导至融资端，导致信用债发行向高等级、短期限集中的趋势继续强化，从而影响企业债券融资的可及性和稳定性。

对于二级资本债和永续债来说，由于银行理财产品持仓占比较高，因此，尽管新老划断避免了短期的流动性冲击，但后续银行股性永续债和久期不符合要求的二级资本债不能继续作为现金管理类理财产品的投资标的，将会影响到这两类债券的一级发行，进而导致银行资本补充渠道收窄，这将放大新规对整体信用扩张的影响。

从长期来看，考虑到银行理财收益率被居民视为“无风险收益率”，资管新规下现金管理类产品成为新的无风险资产代表，因此，其收益率的逐步下行将推动居民资产的再配置，收益更高、风险相对可控的债券型基金、固收+等产品将成为新的配置重点，从而带动资金流入债券市场。同时，对于权益市场来说，权益类资产配置需求也将增长，长期看也有助于权益类资产估值的提升。