



由美国货币市场型基金发展历程做出的思考

——2019 美国共同基金业发展报告解读之三

主要观点：

美货币基金上世纪 80 年代初有着高规模占比，其后发展停滞，近年来占比始终在 15% 到 30%，截至 2018 年末总规模为 3.0 万亿美元，占比 17%，全年获得了 1590 亿美元的净流入。在 40 多年的发展历程中，货基成为了美股调整的避风港，是机构青睐的现金管理工具。从行业结构来看，管理人头部效应显著，个基集中度不高。

上海证券基金评价研究中心

分析师：刘亦千

执业证书编号：S0870511040001

邮箱：liuyiqian@shzq.com

电话：021-53686101

分析师：谢忆

执业证书编号：S0870519080001

邮箱：xieyi@shzq.com

电话：021-53686103

■ 监管收紧下的美货币基金变迁

净值化带来了规模增长的分水岭。基于更高的收益水平，优质型货币基金在历史发展中占据主要位置。2016 年美修订后的 2a-7 规则生效，大批资金撤出优质型货基，其后以政府型货基为主。

监管限制加强令投资组合趋向低风险。随市场风险事件爆发，美货基监管逐步提高要求。近年来流动性资产比例显著高于最低标准；加权平均剩余期限稳定在 30 天左右；政府型货基投资方向以国债、政府机构债务及回购协议为主，优质型货基更为倾向商业票据。

■ 我国货币基金的改革历程与发展

互联网“宝宝类”产品自 2013 年以来的极大发展给予了我国货币基金前所未有的历史机遇，2019 年一季度末我国货基总规模达 8.29 万亿元，占全市场基金产品的 60.49%，相比 2013 年底规模占比提高了四成。在此背景下，我国货基管理人规模相对分散、个基规模相对集中，机构投资者占比根据不同市场环境展现出不同特征。

监管趋严背景下，2014 年以来我国货基加权平均剩余期限逐步降低，但仍高于美国；投资方向上自 2015 年以来以同业存单、银行存款和清算备付金为主，集中度更高。此外，我国的货基净值化在近年来有所推动，2019 年 8 月，首只浮动净值型货币基金成立。

■ 关于我国货币基金市场的思考

参考美国经验，褪去“保本”光环将一定程度削弱货币基金吸引力，浮动净值型货基发展要看市场反应。公募基金行业应有效进行《资管新规》过渡期内的产品创新，弥补相关类型产品空白。

对于货币基金风险的控制不仅仅需要转净值化来完成，还需要相关的配套准则完善。相较美国货基监管体系，我国货币基金监管的部分规则仍有收紧的空间与可能。

行业内可参考并纳入海外货币基金信用评级体系，以进行市场自发的风险把控和监督，不失为货币基金风险管理的新思路。

4月30日，美国投资公司协会（ICI）发布了最新版Fact Book即《2018年度美国投资公司发展报告》，上海证券基金评价研究中心以此为基础对2018年美国基金业整体发展情况做出梳理，并部分对比我国公募基金市场情况做出展望。本篇主要探讨美国货币市场型基金的变迁，并基于此对我国货币基金市场做出思考。

一、 美国货币市场型基金概览

根据是否享受税务豁免，可将美国货币市场型基金分为免税型及课税型货币基金：前者主要投资于短期限的市政证券，以获得免税收入；而后者又可根据投资标的的不同分为政府型及优质型货币基金，政府型主要投资于国债、国库券等政府证券及其相关的回购协议，而优质型主要投资于课税的短期公司债、银行存单、商业票据等。此外，根据投资者类型，又可将课税型货币基金分为机构客户类和零售客户类。

1972年，美国第一只货币基金“The Reserve Fund”面世，其初衷就是让中小投资者能够享受到机构投资者的收益水平。上世纪70年代初，美银行存款利率在4.5%左右，而国库券的收益率则在8%，但国库券的最低投资金额为1万美元。曾任职于美国教师退休基金会并于1968年新设其公司Brown & Bent的Bruce R. Bent及其合伙人Henry B. R. Brown将投资者资金汇集起来购买国库券，使得普通投资者有效参与机构间市场，获取比银行存款更高的收益水平。

在其后的几年中伴随着高利率给货币基金带来的吸引力，货币基金规模显著增长，上世纪80年代初期货币基金管理资产规模一度占共同基金市场总规模的超六成。货币基金的收益率随着规模上升而下行，议价能力也逐步转向银行。90年代利率持续下行，使得债券基金的高收益水平更加具备吸引力，叠加银行及储贷机构相继推出了同质化产品，资金从货币基金流出，规模增长停滞不前，至世纪之交规模占比仅26.53%。其后虽在美联储加息的大背景下获得过规模的有效增长，但因其他产品如指数基金等的大力发展，规模占比始终徘徊在15%到30%左右。

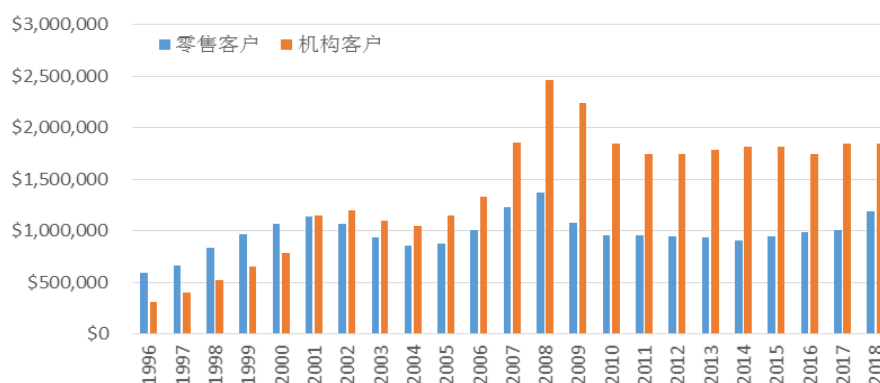
2018年底，美共同基金市场总规模为17.7万亿美元（不含ETF），其中货币市场型基金总规模为3.0万亿美元，占比17%，全年获得了1590亿美元的净流入。

（一） 美股调整的避风港，机构青睐的现金管理工具

自1983年2a-7规则发布，大量现金流入美货币市场基金，其在资本市场，尤其对于机构投资者而言充当了重要的现金管理工具角色。

2007及2008年，美股经历极大震荡，机构投资者大幅增加对货币基金的配置，其后美机构客户类货基规模一直高于零售客户类货基，成为该类型基金投资的主力军。2018年底，美国非金融类机构持有6.16千亿美元的货币基金，占机构自身短期资产总规模的18%。

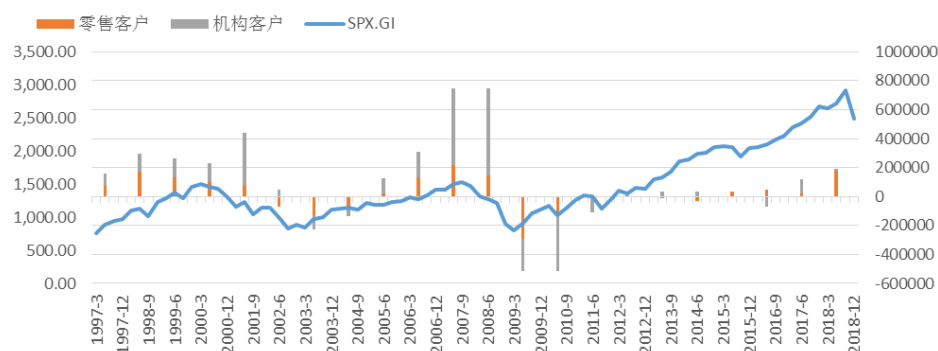
图1、1996年以来美国各类型货币市场基金规模变化（百万美元）



数据来源：ICI 上海证券基金评价研究中心

在美股触及高位向下调整的2001、2007、2008及2018年，货币基金均获得了大幅的资金流入；而在其后美股反转的年份里，货币基金又再次遭遇净流出。且机构客户较之零售客户反映更为剧烈，反映出对于机构投资者而言，货币市场基金是其调整资产配置利器。

图2、1996年以来美国各类型货币市场基金数量变化（百万美元）

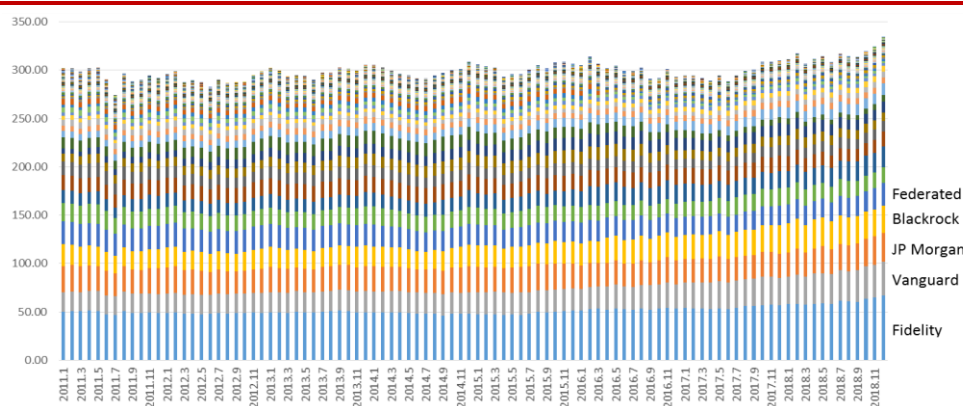


数据来源：ICI 上海证券基金评价研究中心

(二) 管理人头部效应显著，个基规模集中度不高

截至2018年底，富达货币基金总规模达6.7千亿美元，占总货基规模的两成，先锋与摩根大通紧随其后，前三家货币基金服务商总规模占比达四成；前十家发起人总规模占比更是近80%，显示出较强的管理人头部效应。

图3、2011-2018货币基金管理人规模占比分布（百亿美元）



数据来源：Office of Financial Research, 上海证券基金评价研究中心

从单基金产品来看，截至2019年年中总资产超千亿的产品不到10只，摩根大通美国政府货币市场基金（OGVXX）总规模为1.42千亿美元¹，占货基市场总规模的约2%；富达现金储备货币基金（FDRXX）和政府货币市场基金（SPAXX）规模分别为1.41千亿美元和1.22千亿美元，前三大货币基金占市场规模的约6%，相较管理人集中程度有所下降。

¹ OGVXX 规模截至 2019.06.18；FDRXX 与 SPAXX 规模截至 2019.05.31。数据来源：Bloomberg。

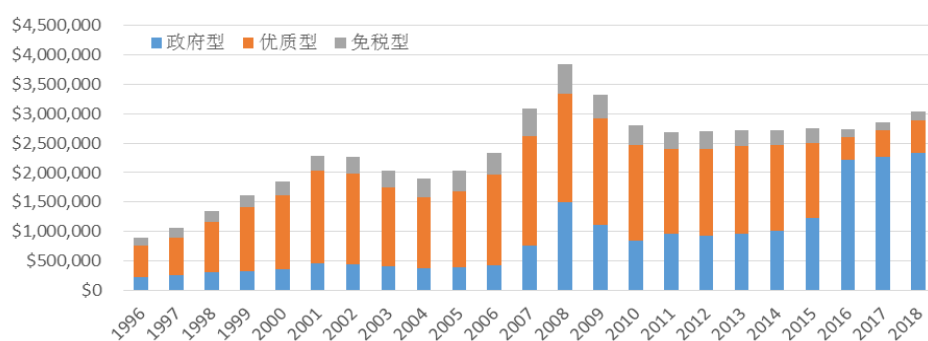
二、 监管收紧下的美货币基金变迁

除基础市场带来的影响外，美货币基金发展与其监管政策紧密相连，1940年《投资公司法》下货币基金监管规则2a-7规则的几次变迁给美国货币基金市场特征带来了显著变化。

（一） 规模增长的分水岭，2016年后政府型货基为主

基于更高的收益水平，优质型货币基金在发展历史中占据主要位置，尤其在世纪之交的几年之间规模增长迅速。

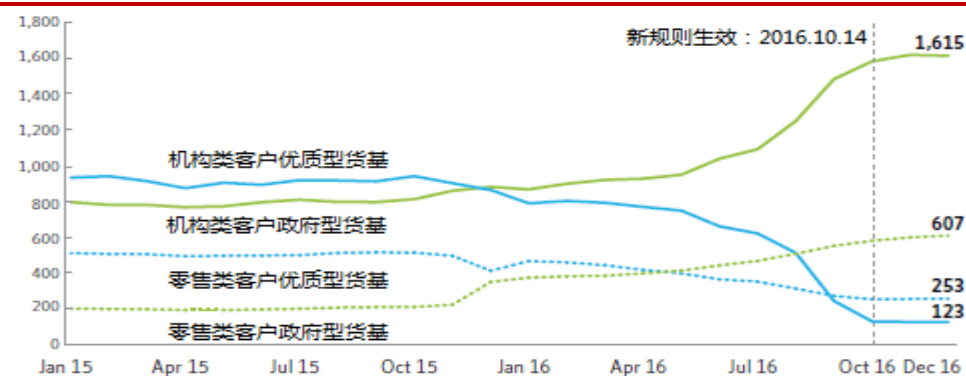
图4、1996年以来美国各类型货币市场基金数量变化（百万美元）



数据来源：ICI 上海证券基金评价研究中心

2008年雷曼集团破产，大量货基因持有雷曼集团商业票据而大幅减计基金净值，引发市场恐慌性赎回，美证监会于2010修订了其2a-7规则；2011年，欧元区债务危机使得货币基金面临赎回潮，证监会在2014年再度提高监管要求，规定面向机构客户的优质型及免税型货币基金需采用浮动净值而非摊余成本法估值，新规在2016年10月生效。

图5、2015-2016年各月份各类型货币市场基金资金流量（10亿美元）



数据来源：SEC 上海证券基金评价研究中心

同年大部分优质型货基转为政府型，产品数量由15年底的190只锐减至16年底的89只；规模亦由此前的1.27万亿美元下滑至0.38万亿美元。自此至2018年底，政府型货币基金成为主体。

(二) 投资组合限制加强，货基投资趋向低风险

随着市场风险事件的爆发，美货币基金监管近年来对货币基金投资组合逐步提高了要求，并切实反映至货币基金实际投资组合之中：

	1983	1991	2010	2014
流动性资产				
流动性资产比例	充足以应对赎回	充足以应对赎回	每日：流动性资产不得低于基金资产的10%； 每周：流动性资产不得低于基金资产的30%	如周流动性资产低于总资产的30%，可收取2%的赎回费；如低于10%，赎回必须支付赎回费，赎回费不高于2%。
资产剩余期限				
平均剩余期限(WAM)	≤ 120 days	≤ 90 days	≤ 60 days	不变
加权平均存续期(WAL)	无	无	≤ 120 days	不变
资产信用质量				
低评级证券投资比例(A2/P2/F2)	无	≤ 5% 可投期限不得超过397天	≤ 3% 可投期限不得超过45天	不变

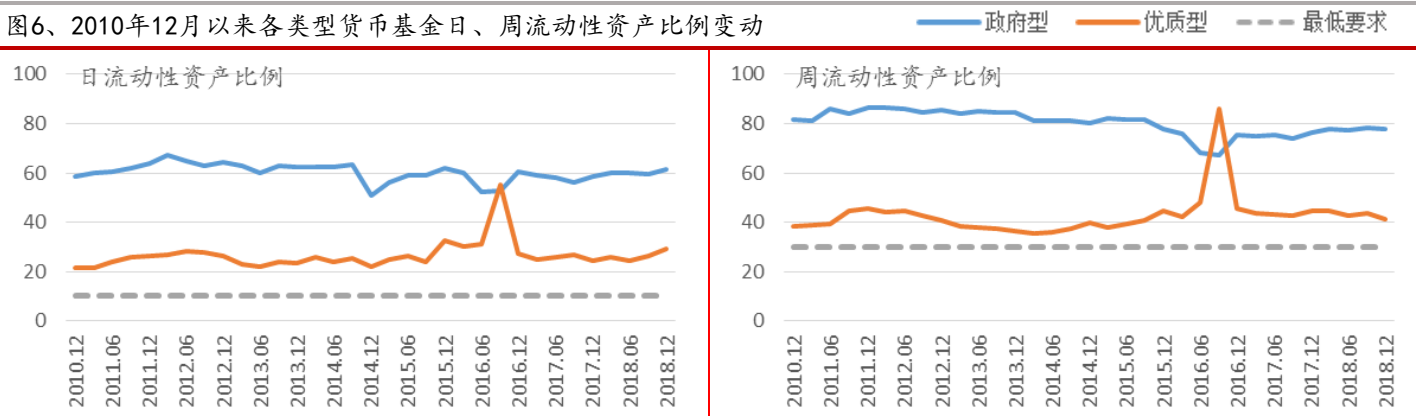
注：流动性资产包括现金、国库券及其他可转换为现金的证券

流动性资产比例：

因此前无相关要求，我们无法追溯2010年以前货基的流动性情况。

自2010年对流动性资产做出规定后，各类型货币基金的日及周流动性比例均能显著稳定在高于最低标准的水平，流动性资产已能够显著覆盖此前危机发生时的市场需求。2018年末，政府型货币基金周流动性资产占比达78.02%；优质型周流动性占比达41.42%，总计周流动性资产2.06万亿美元，是2008年9月单交易周大额净流出3100亿美元的近七倍。

图6、2010年12月以来各类型货币基金日、周流动性资产比例变动



数据来源：ICI 上海证券基金评价研究中心

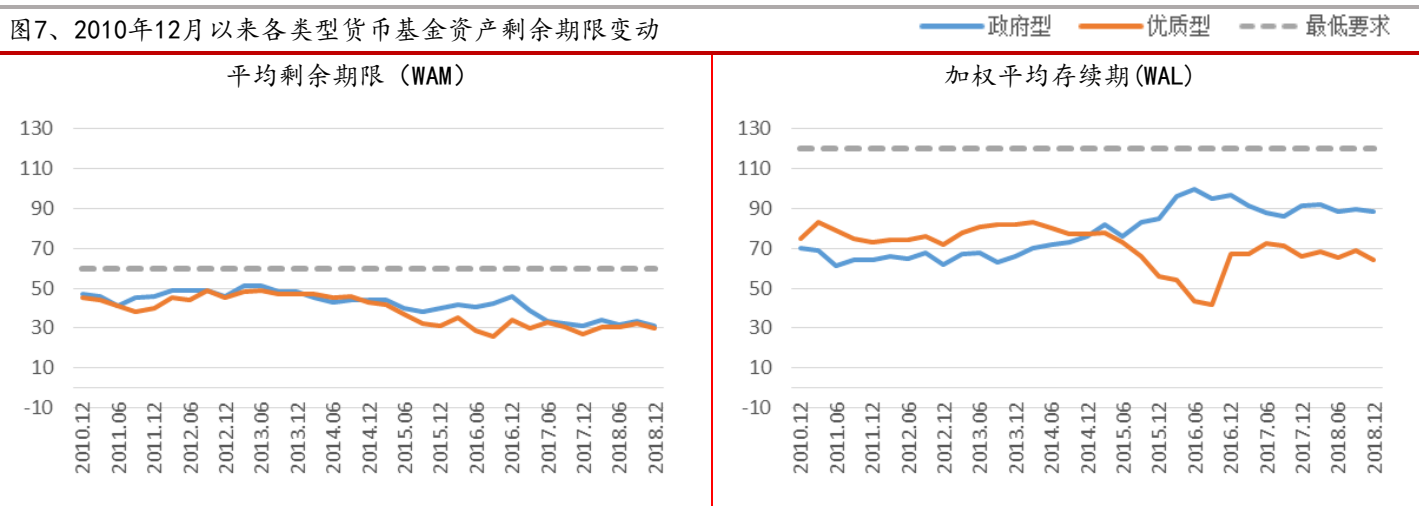
注：2016年9月末优质型货币基金的流动性比例大幅上升，或与当年多数优质型货币基金转向政府型有关。

资产剩余期限：

对资产剩余期限做出限定后，部分长久期品种剩余期限（WAM）显著下行：2008年末，美课税型货币基金中11%的产品WAM高于60天；而在改革后的2010年底，这一比例为0，多数产品的WAM集中于30天至60天。

自2014年以来，美货币基金组合剩余期限持续下行：截至2018年年末，政府型及优质型货币基金平均剩余期限分别为31天和30天，较之2014年末的44天和43天均有所下降。从剩余存续期来看，除2016年10月左右的异常情况外，基本维持此前水平，政府型货币基金2011年以来剩余存续期略有增长，而优质型货基整体有所下降。

图7、2010年12月以来各类型货币基金资产剩余期限变动

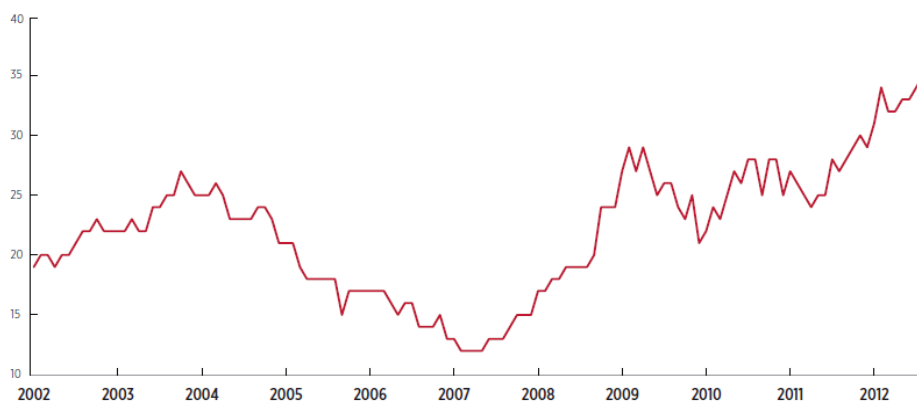


数据来源：ICI 上海证券基金评价研究中心

资产投向与信用质量：

自2007、2008年信用风险事件爆发，叠加2010年2a-7规则对资产质量做出的限制后，美优质型货币基金增持了较多国库券、机构证券和回购协议，至2012年8月该占比达35%，几乎是2007年5月底点的近三倍，整体投向逐渐趋同于政府型货基。

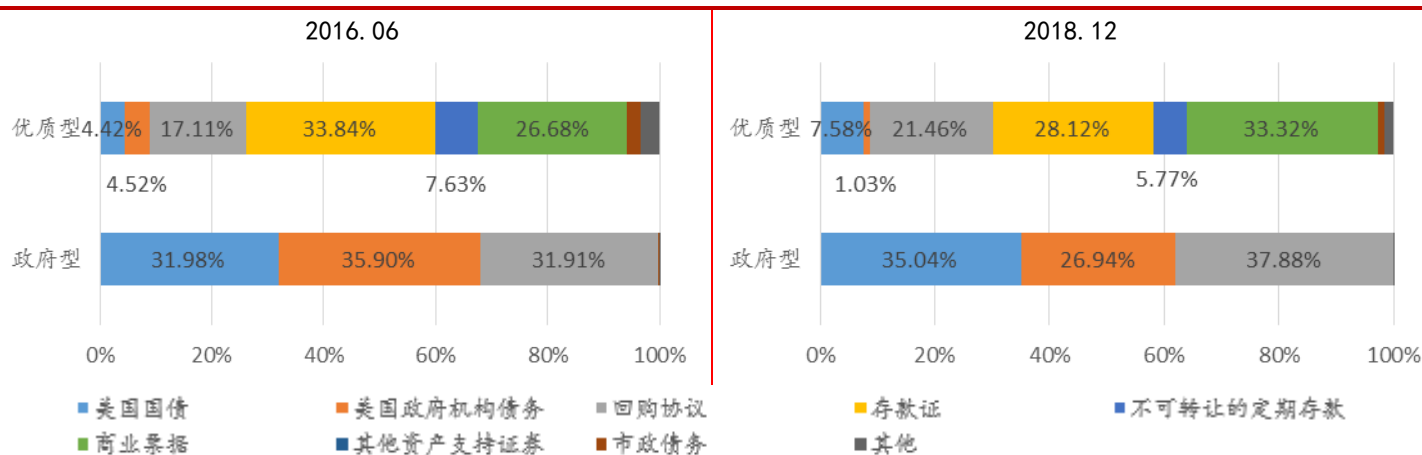
图8、2002.01-2012.08美优质型货币基金投资于国库券、机构证券及回购协议比例



数据来源：ICI 上海证券基金评价研究中心

至2016年10月，诸多优质型货币市场基金转型，剩余优质型货基投资方向更为倾向于商业票据，同时提升了美国国债和回购协议的投资比例，降低了对于存款证和政府机构债务的投资，整体来看美优质型货币基金的投资方向较为分散。

图9、2016.06及2018.12各类型货币基金投向



数据来源：ICI 上海证券基金评价研究中心

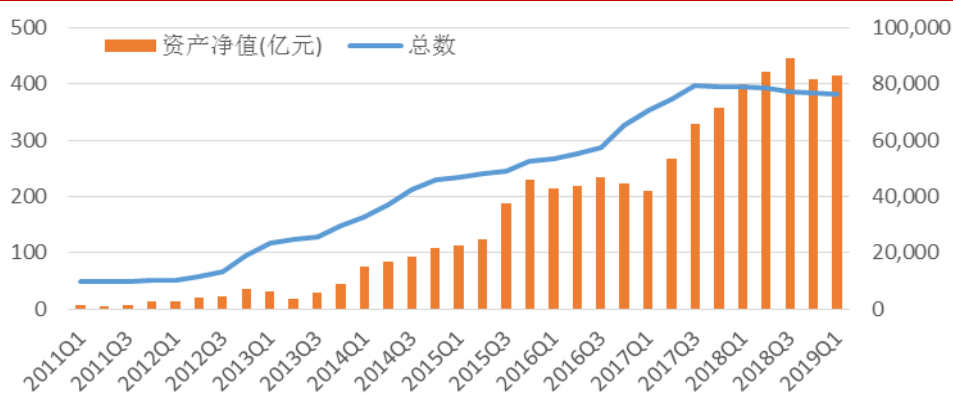
(三) 货币基金监管的配套机制

在2010年与2014年两次修改后，2a-7规则已有多维度的细化。如新规允许所有货币市场基金在赎回压力大时征收流动性费用并设置赎回门槛，以降低挤兑风险；要求定期针对市场利率的变化开展组合流动性的压力测试；要求每日公布日流动资产和周流动资产的比例，并同时公布前一天基金份额持有人申购赎回情况。这些配套措施对货币基金监管起到了重要作用。

三、我国货币基金的改革历程与发展

我国的货币基金诞生于2003年，与美国货基相同，将机构利率水平带给了普通投资者，成为普惠金融的代表。余额宝等互联网“宝宝类”产品自2013年以来的极大发展给予了我国货币基金前所未有的历史机遇，2019年一季度末我国货币基金总数量为381只，总规模达8.29万亿元，占全市场基金产品的60.49%；而在余额宝发售前的2013年5月底，货币基金总规模仅为6400.42亿元，占全市场基金产品规模的两成。

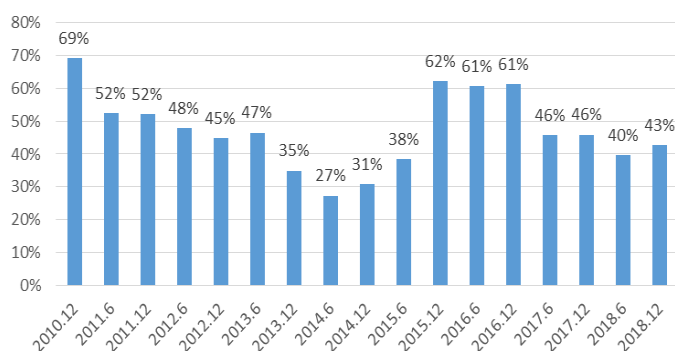
图10、2011-2018我国货币基金数量及规模增长



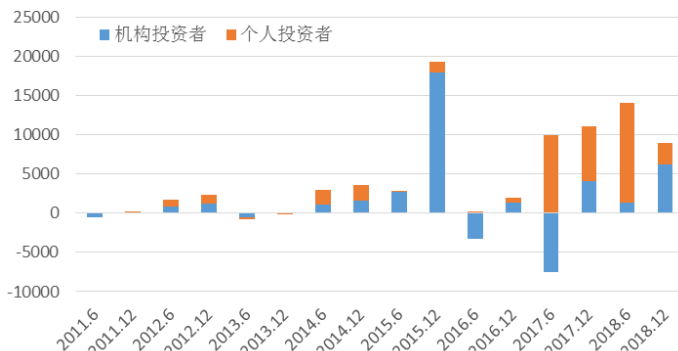
数据来源：wind 上海证券基金评价研究中心

互联网销售渠道的兴起使得个人投资者涌入货币基金，部分区间个人投资者占比更高。从资金流向来看，机构投资者更为敏感：2015年权益市场震荡下“资产荒”引致机构投资者买入货币基金，而在2016年年末至2017年上半年，债市大幅调整导致短期利率快速上行，引发了机构大额赎回；而个人投资者基本处于持续净申购的状态。这样的市场环境也一定程度使得我国货币基金机构投资者占比始终处于波动态势。

图11、2011-2018我国货币基金机构投资者占比变化



2011-2018我国货币基金各类型投资者资金流量



数据来源: wind 上海证券基金评价研究中心

伴随着互联网渠道和银行渠道为部分基金管理人带来的资金流入,我国货币基金市场展现出**管理人规模相对分散、个基规模相对集中**的特征。截至2018年末,天弘基金、建信基金及工银瑞信基金货基总规模占比分别为16.00%、6.42%和5.78%,前十大发起人合计规模占比不到五成;个基来看,天弘余额宝以超万亿元的规模居首,规模占货基市场比例达13.88%,建信现金添利与工银瑞信货币紧随其后,前三只基金总规模占比超两成,较之美国个基规模集中度更高。

(一) 货币市场基金净值化在路上

随货基规模增长,风险亦会显著抬升。与其他资金相比,货币基金的资金流不稳定且不可预期,存在期限错配及刚兑预期问题,持有优质证券会引致风险传染,引致系统性风险的爆发。全球货币基金正朝着净值化进发,我国的货基净值化亦在近年来有所推动,2019年8月,首只浮动净值型货币基金成立:

货币基金净值化历程

2016.02 《货币市场基金监督管理办法》严控影子定价偏离度风险

第十二条 对于采用摊余成本法进行核算的货币市场基金,应当采用影子定价的风险控制手段,对摊余成本法计算的基金资产净值的公允性进行评估。

当影子定价确定的基金资产净值与摊余成本法计算的基金资产净值的负偏离度绝对值达到0.25%时,基金管理人应当在5个交易日内将负偏离度绝对值调整到0.25%以内。当正偏离度绝对值达到0.5%时,基金管理人应当暂停接受申购并在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0.5%时,基金管理人应当使用风险准备金或者固有资金弥补潜在资产损失,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,基金管理人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基金合同进行财产清算等措施。

前述情形及处理方法应当事先在基金合同中约定并履行信息披露义务。

2017.10 《公开募集开放式证券投资基金流动性风险管理规定》严控摊余成本法应用

第二十八条 基金管理人新设货币市场基金,拟允许单一投资者持有基金份额比例超过基金总份额 50%情形的,除应当符合本规定第十四条要求外,还应当至少符合以下情形之一:

(一) 不得采用摊余成本法对基金持有的组合资产进行会计核算;

(二) 80%以上的基金资产需投资于现金、国债、中央银行票据、政策性金融债券以及 5 个交易日内到期的其他金融工具。

第二十九条 基金管理人应当对所管理的采用摊余成本法进行核算的货币市场基金实

施规模控制。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。

2018.04 《关于规范金融机构资产管理业务的指导意见》鼓励净值化

金融机构对资产管理产品应当实行净值化管理，净值生成应当符合企业会计准则规定，及时反映基础金融资产的收益和风险，由托管机构进行核算并定期提供报告，由外部审计机构进行审计确认，被审计金融机构应当披露审计结果并同时报送金融管理部门。

2019.05 基金业协会浮动净值型研讨会商讨细节，产品推出箭在弦上

中国证券投资基金业协会组织行业相关人士召开了两场关于市值法货币基金的研讨会，重点就市值法货币基金指引的“草案”内容进行探讨，对产品名称为“市值法”的说法代之以“浮动净值型”。

2019.07 浮动净值货币基金破土

根据7月12日中国证监会发布的《证券投资基金募集申请行政许可受理及审核情况公示》，我国又一类公募创新产品——浮动净值型货币基金破土，华宝、华安、汇添富、中银、嘉实及鹏华尝鲜，货币基金净值化时代拉开大幕。

2019.08 首只浮动净值型货基成立

2019年8月14日，首只浮动净值型货币基金——嘉实融享浮动净值型发起式货币市场基金正式成立，产品合计募集2.1亿元，其中嘉实自有资金持有1000万元，占比4.76%。

(二) 监管趋严下货基投资组合的中国特征

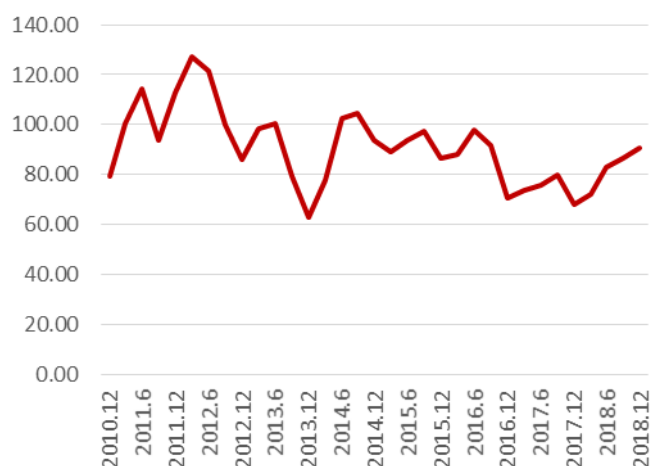
规模持续快速上升的背后是货币基金市场潜在的整体流动性风险，2016年四季度利率持续上行引发货基负偏离度走阔，部分货币基金甚至处于亏损边缘。在全球货基监管趋严的大背景下，我国的货币市场基金投资组合监管规则也在逐步的细化与收紧之中：

	2004 《货币市场基金 管理暂行规定》	2015 《货币市场基金 监督管理办法》	2017 《公开募集开放式证券投资基金 流动性风险管理规定》		美国现行要求
投资方向					
资产质量	AAA级及以上	AA+级及以上	AAA级以下金融工具占比合计不得超过 10%		低评级证券投资比例不得超过3%
流动性资产					
高流动性资产	无	≥ 5%	不变		日流动性资产≥10% 周流动性资产≥30%
高+较高流动性资产	无	≥ 10%	前10名持有人合计占比超50%: ≥30% 前10名持有人合计占比超20%: ≥20%		
流动性受限资产	无	≤ 30%	≤ 10%		
资产剩余期限					
	全部	全部	前10持有人合计超50%	前10持有人合计超20%	全部
平均剩余期限	≤ 180	≤ 120	≤ 60	≤ 90	≤ 60
加权平均存续期	无	≤ 240	≤ 120	≤ 180	≤ 120
投资集中度					

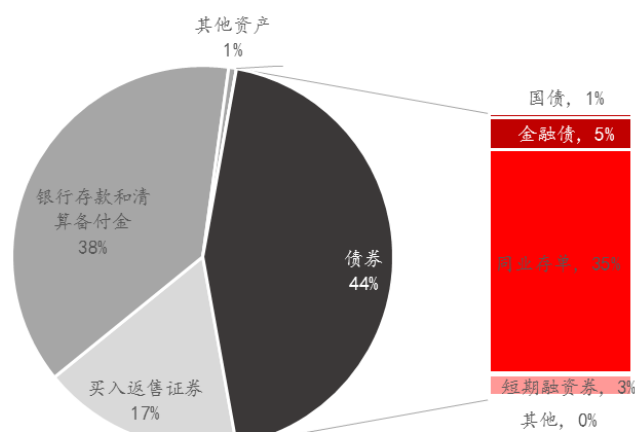
具有基金托管资格	≤ 30%	≤ 20%	不变	--
不具有基金托管资格	≤ 5%	不变	不变	--

反应到基金实际投资组合上，自2014年以来我国货币基金加权平均剩余期限有着降低的趋势，但仍高于美国：具体来看，基于非特殊型货币基金平均剩余期限120天的标准，我国货币基金在2015年后平均剩余期限有了显著下降，2018年末加权平均剩余期限为90.64天。鉴于信息披露问题，我们难以捕捉到所有基金产品完整的前十名机构持有人合计比例，统计机构持有人占比超50%的货币基金，其加权平均剩余期限为33.86天，大幅低于货币基金总体的这一指标数值。

图12、我国货币基金投资组合平均剩余期限变化



我国货币基金主要投资方向



数据来源：wind 上海证券基金评价研究中心

相比美国货币基金以证券类资产为主要投资方向，我国货币基金早期主要配置银行存款，投资标的集中度更高。自2015年以来，货币基金和同业存单越走越近，投资方向以同业存单、银行存款和清算备付金为主，投向单一度较为显著，且大规模货基对同业存单的投资依赖度更高，规模大于100亿元的货币基金同业存单投资比例近八成。

同业存单不仅收益相对较高，也能满足基金公司内部风控及证监会对货基流动性的要求：一是产品绝大部分期限在1年以内，多数也在120天内，不会拉长平均剩余期限；二是产品风险相对较低，使得整体投资更为稳健。这种对银行流动性的二次分配可能某种程度影响货币政策传导，近年来监管对货币基金投资同业存单做出了进一步的限制。

四、关于我国货币基金市场的思考

基于以上分析，本报告对我国货币基金市场的发展做出以下思考：

浮动净值型货基发展要看市场反应，固收类公募产品待创新

参考美国经验，褪去“保本”光环将一定程度削弱货币基金吸引力，浮动净值型货币基金推出后机构是否会买账取决于机构在产品设计和投资方向上的安全性及独特性。同时，如存量货币基金规模增长受限，则该类型基金将遭遇增长困境，一方面或将改变我国现有各类型基金规模占比的结构，另一方面将抬升银行现金管理类产品等替代品的需求。对此，公募基金行业应有效进行《资管新规》过渡期内的产品创新，弥补相关类型产品空白。

风险管理不仅要靠净值化，配套规则也将扮演重要角色

对于货币基金风险的控制不仅仅需要转净值化来完成，最终目的是打破刚兑，消除累积的系统性风险，保障金融体系的稳定运行，这仍需要相关的配套准则完善，如影子定价、信息披露及投向要求等。

除在投资方向上做出限制外，自2015年以来，我国已陆续发布规则完善监管体系：如针对个基高集中度下的风险暴露，《公开募集开放式证券投资基金流动性风险管理规定》中已新增风险准备金条款严控规模；再如针对货币基金流动性风险，《关于进一步规范货币基金互联网销售、赎回相关服务的指导意见》对T+0单日取现额度、快速赎回垫资方式做出整改。

但市场仍在变化，且目前从投资组合来看，我国货币基金产品的久期要高于美国平均水平，投资方向也相对更为集中；对于加权平均存续期指标，如未超限则现无需披露数值；此外，从配套机制来看，我国目前暂不对货币基金征收惩罚性赎回费用，也无需披露前一天申购赎回情况。相较而言，我国货币基金监管的部分规则仍有收紧的空间与可能。

市场自发监管或将助力货基规范发展，海外信用评级体系可参考

目前，美国市场中有诸多机构如惠誉、穆迪、标普等对货币基金进行评级，囊括货币基金保本能力、流动性能力、市场价格风险暴露能力等，信用评级结果并非基金买入或卖出的建议，而是由此判断其风险水平。基于此，纳入货币市场基金评级以进行市场自发的风险把控和监督，不失为货币基金风险管理的新思路。

分析师承诺

分析师 刘亦千 谢忆

本人以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师的研究观点。此外，本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

公司业务资格说明

本公司具备证券投资咨询业务资格，是具备协会会员资格的基金评价机构。

重要声明

本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，也不保证该信息未经任何更新，也不保证本公司作出的任何建议不会发生任何变更。在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或询价。在任何情况下，我公司不就本报告中的任何内容对任何投资作出任何形式的担保。我公司及其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。业绩表现数据仅代表过去的表现，不保证未来结果。投资收益和本金将随市场波动，当出售证券资产时可能发生损益。当前的表现可能会高于或低于那时引用的数据。

本报告版权归上海证券有限责任公司所有。未获得上海证券有限责任公司事先书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如遵循原文本意地引用、刊发，需注明出处为“上海证券基金评价研究中心”。

上海证券基金评级定义

类别	分级及定义	
综合评级	★最低	★★★★★最高
选证评级	★最低	★★★★★最高
择时评级	★最低	★★★★★最高
夏普比率	★最低	★★★★★最高