

多种多样的货基与类货基：国际全览与启示

摘要

近年来，货币基金的规模不断扩大，其对于金融体系的重要性不断上升，而对于货币基金的监管规则也愈加严格。同时货币基金基础资产的投资方向也成为关注焦点。国外的货币基金发展情况如何？国外监管机构对于货币基金是否有相关的投资限制，监管要求又是如何演进的？货币基金是否可以更多的投资与公司信用类债券呢？

分析显示，目前世界上货币基金规模最大的五个国家或地区依次为美国、中国、爱尔兰、法国以及卢森堡，分别属于美国、中国、欧盟三个司法辖区，其余绝大多数国家的货币基金规模相对较小。相比于其他货币基金规模较大的国家，我国货币基金在所有基金中占比较大、集中度更高的特点，参考美国货基发展历程这一现象可能是由于利率市场化尚未完全完成导致。

由于在金融危机中部分货币基金出现了风险，为了保证货币基金资产保值、每日提供流动性以及收益率与货币市场利率相符的特性，近年来国际证监会组织（IOSCO）以及各国监管机构对货币基金的投资限制、估值等方面出台了多项监管规定。值得注意的是，美国与欧盟都尽量避免了对所有货币基金“一刀切”的监管方式，而是将其分为多个种类，可以适用不同的投资限制、估值方法等监管要求，以期满足不同投资者的需求。

经过对比，我们发现货币基金投资非金融企业债务融资工具较少的情况在美国也存在，这主要是由于货币基金为了保证其资产保值、每日提供流动性以及收益率与货币市场利率相符的特性，若其放松了相关投资限制，虽然可以在市场正常时获得更高的收益，但却容易在市场动荡时发生损失，难以保证资产保值的特性。另一方面而言，货币基金投资非金融企业债务融资工具较少也是投资者“用脚投票”的结果。此外，美国市场为例，货币基金加强监管前后，超短期债券基金、现金增强型基金等类货基品种增多，这些基金申赎时限与货基类似，但由于可投资于更广泛的资产，其收益率更高。

关键词：货币基金，基础资产，监管要求，国际经验

宏观研究-金融监管研究

陈昊

兴业研究金融监管分析师

电话：021-22852646

邮箱：880220@cib.com.cn

鲁政委

兴业银行首席经济学家

华福证券首席经济学家



扫描下载兴业研究 APP
获取更多研究成果

目录

一、货基发展国际整体情况与国别差异.....	4
（一）货币基金发展总体情况.....	4
（二）货币基金发展的国别差异.....	5
（三）货币基金加强监管的趋势.....	9
二、货币基金投资限制及沿革的国际经验.....	10
（一）美国货币基金投资监管现状及沿革.....	10
（二）欧盟货币基金投资监管现状.....	15
（三）其他国家或地区.....	17
三、如果货基放宽投资限制？	19
（一）超短期债券基金.....	19
（二）现金增强型基金.....	21

图表目录

图表 1 部分国家在全球货币基金总规模中占比	5
图表 2 部分国家货基相对规模	6
图表 3 美国货币基金在所有基金中占比	7
图表 4 美国货币基金相比于 GDP 相对规模	7
图表 5 中美前十大货币基金净资产占有所有货币基金净资产比重	8
图表 6 各国表内存款与货基相对规模比较	8
图表 7 美国货币基金基础资产分类	10
图表 8 货币基金可持有的主要当日可变现资产及七日可变现资产	11
图表 9 优质货基相对规模及其各类基础资产比例	14
图表 10 欧盟各类货币基金基础资产具体监管要求	16
图表 11 欧盟货币基金规模变化	17
图表 12 日本货币基金规模变化	18
图表 13 部分美国超短期债券基金基本要素	20
图表 14 Vanguard 超短期债基基础资产久期	20
图表 15 Vanguard 超短期债基基础资产评级	20
图表 16 美国货币基金、现金增强型基金、超短期债券基金差异	22

近年来，随着我国利率市场化推进、居民资产配置要求的不断提高，我国货币基金总体规模不断扩大，成为了金融体系，尤其是货币市场愈发重要的组成部分。伴随着货币基金规模的不断扩大，部分货币基金甚至具有了一定的系统重要性，其流动性风险也成为了监管机构关注的焦点。同时，由于国内货币基金投资于同业存单、银行存款的比例较大，常被诟病为支持实体经济力度有限。在这样的背景下，让人不禁有了以下几个疑问：

国际上货币基金整体的发展情况如何？是否有国别差异？为什么有国别差异？

货币基金投资限制在国际上的监管沿革和原因是什么？货币基金在实际中投资较多的是什么资产？货基是否可以投资更多的公司信用类债券？

一、货基发展国际整体情况与国别差异

（一）货币基金发展总体情况

一般认为，货币基金最早起源于美国，诞生于美国利率市场化进程之中。此后，货币基金逐渐在国际上各个经济体中出现。由于不同司法辖区（jurisdiction）资本市场的特点及货币基金的发展过程各有差异，对于货币基金的具体定义也存在着较大区别，甚至国际金融危机之前部分司法辖区并没有明确对货币基金的定义。为此，2014年国际证监会组织（IOSCO）发布的《货币基金政策建议》（Policy Recommendation for Money Market Funds）¹中明确希望各司法辖区基本统一货币基金的定义，并对货币基金的具体定义进行了建议：“尽管各司法辖区对于货币基金的定义存在些许区别，但各司法辖区可以将货币基金大体定义为一种用于资产保值、可以每日提供流动性且可以提供与货币市场利率相符收益率的一种投资基金”²。从这个定义上，我们不难发现IOSCO认为货币基金最重要的特点在于同时兼具：一是资产保值，二是每日提供流动性，三是收益率与货币市场利率相符。

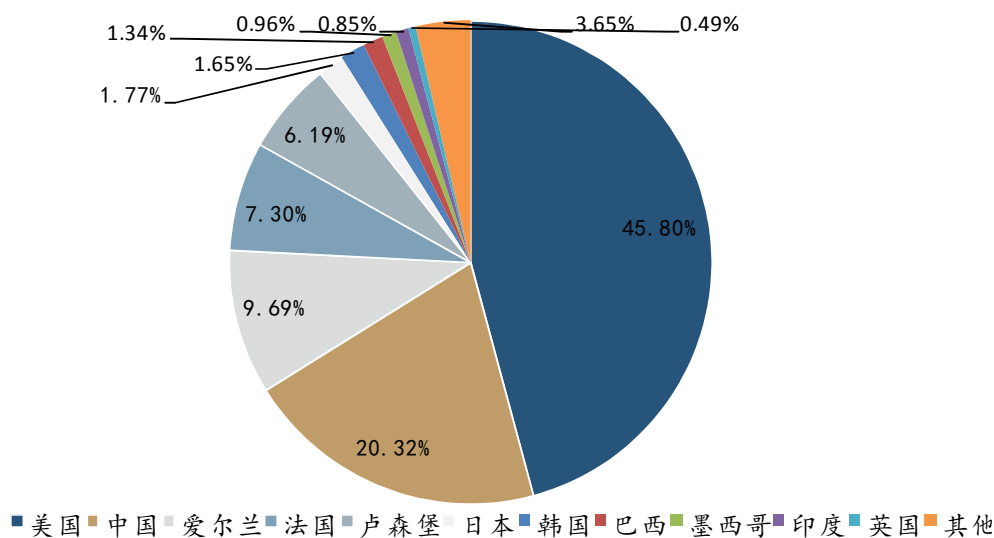
根据美国投资公司协会（Investment Company Institute, ICI）统计，截至2018年第一季度末，全球货币基金总规模已达到6万亿美元。其中规模最大的是美国与中国的货币基金，规模分别为2.79万亿美元与1.24万亿美元，占全球货基总规模比例分别达到了45.8%与20.32%，其他货币基金规模较大的国家或地区包括爱尔兰、法国、卢森堡、日本等。在这些国家或地区中，爱尔兰与卢森堡货币基金规模较大的原因主要是由于其对金融投资活动设置了一定的税收

¹<http://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD392.pdf>

²IOSCO《货币基金政策建议》原文为：“although definitions may slightly vary from jurisdiction to jurisdiction, money market funds may generally be defined as investment funds that seek to preserve capital and provide daily liquidity, while offering returns in line with money market rates.”

优惠政策并建立了较为完备的投融资体系和法律环境，吸引了世界各国资金流入在其境内开展金融投资活动，成为了国际性的投融资中心。从总体上来看，世界货币基金规模最大的五个国家或地区分布于美国、中国、欧盟三个司法辖区（Jurisdictions）之内，因此下文将主要就这三个司法辖区内货币基金的发展情况和监管演进进行研究。

图表 1 部分国家在全球货币基金总规模中占比



注：澳大利亚等少部分国家或地区由于并未对货币基金进行明确定义或缺少最新数据等原因未纳入 ICI 数据统计之中。

资料来源：ICI、兴业研究

（二）货币基金发展的国别差异

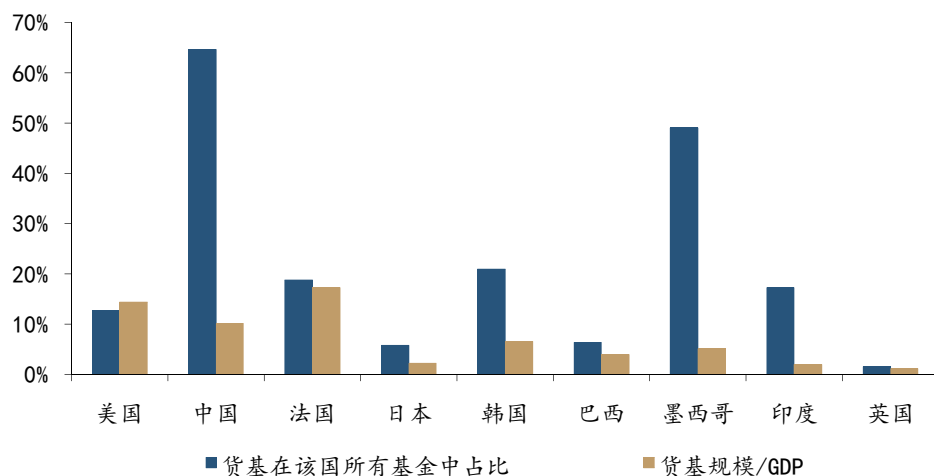
从上文中我们不难发现，各经济体货币基金的总规模存在着较大的差距。这样的差距是由于各经济体经济体量的差距？还是因为基金市场发展的差异？亦或是其他原因造成的呢？为此我们比较了货基规模较大的经济体货币基金规模与 GDP 的比值以及货币基金在所有基金中占比³。

根据研究发现，若以货币基金规模与该地区 GDP 比值来衡量货币基金相对规模，法国、美国和中国货基相对规模与大部分主要经济体相对规模类似，我国甚至还略低于美国、法国等经济体。截至 2018 年 1 季度末，我国货币基金规模与 GDP 比值为 10.13%，而同期美国、法国、日本货币基金规模与 GDP 比值分别为 14.4%、17.24%、2.22%。若以货币基金在所有基金中占比来考量货币基金的相对规模，则我国在世界主要经济体中名列前茅。截至 2018 年 1 季度末，我国货币基金在所有基金中规模占到了 64.64%，而同期美国、法国、

³正如上文所述，由于卢森堡与爱尔兰存在税收优惠，因此证券投资基金业务发达，基金总额与 GDP 比值远超其他国家，存在一定特异性，故未将其列入比较范围。

日本货币基金在所有基金中占比分别为 12.65%、18.79%和 5.79%。

图表 2 部分国家货基相对规模



注：由于爱尔兰、卢森堡对于证券投资活动设置了税收优惠政策，因此其基金相对规模较大，故未纳入图中比较。

资料来源：ICI、世界银行、兴业研究

回顾美国货币基金的发展进程，可以发现：我国货币基金在所有基金总体规模中占比较高的主要原因，可能在于目前我国利率市场化仍在推进之中。根据美国 20 世纪 70-80 年代利率市场化推进过程中的经验，货币基金在利率市场化的初期及中期发展较快，1981 年年底货基甚至占到了所有共同基金规模的 77.13%，1982 年 12 月 14 日，MMDA 诞生⁴，商业银行表内出现了这种不设利率上限的储蓄存款品种，这意味着实际突破了 Q 条例下表内存款的利率上限管制。此后，美国货币基金在所有基金中占比逐步下降，虽然在 2002 年互联网泡沫破灭以及 2008 年国际金融危机期间，由于资本市场大幅下挫使得货基在所有基金中的占比一度有所上升，但并未影响货基相对规模下降的趋势，至 2017 年年底美国市场中货基在所有基金中仅占 15.19%。总体来看，自 1981 年底美国商业银行推出 MMDA 账户后，其货币基金规模与 GDP 的比值在十几年的时间内维持了较为稳定的趋势，直到 20 世纪 90 年代初共同基金行业的规模大增长，货币基金规模与 GDP 的比值才再次上升，但同期货币基金在总体基金中占比逐步下降的态势并没有改变。除此之外，近年来金融与互联网的进一步融合对于我国货币基金规模快速增长也有一定的助推作用，国际清算银行（BIS）总裁在 2018 年年底的一次讲话⁵中指出，借助大型科技公司（BigTech）的销售渠道，近年来线上货币基金（Online MMFs）的规模上升较快。

⁴关于 MMDA 详细介绍可参加我们此前的报告《货基围城下的银行负债稳定器：美国 MMDA 介绍》，<https://app.cibresearch.com/shareUrl?name=0000000061d50e090161f06364391861>

⁵<https://www.bis.org/speeches/sp181205.htm>

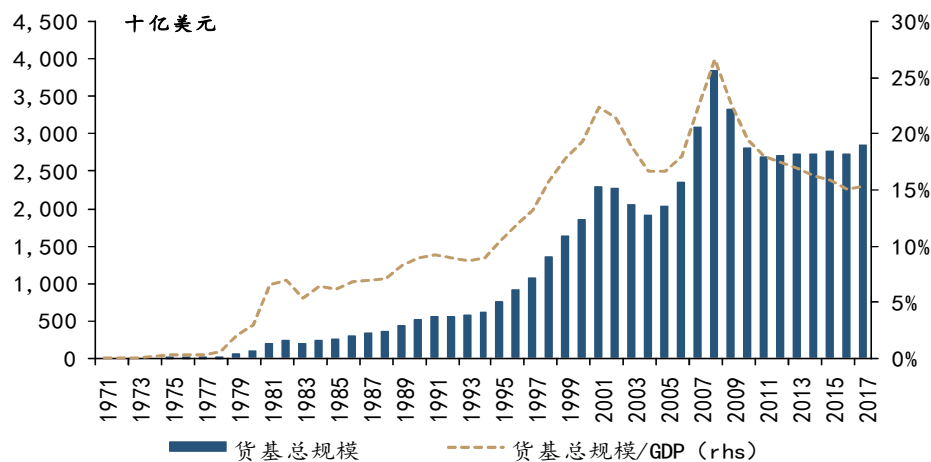
因此，避免货币基金规模过快膨胀，减小其可能造成流动性风险的根源在于进一步的推动利率市场化进程。

图表 3 美国货币基金在所有基金中占比



资料来源：ICI、兴业研究

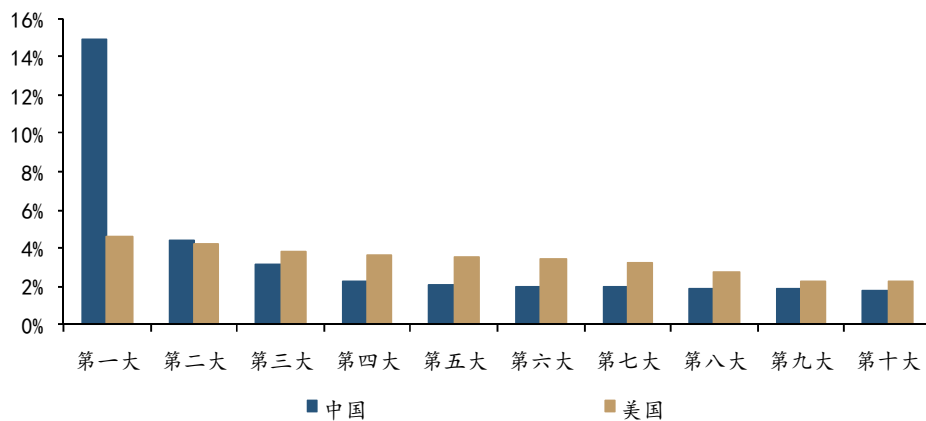
图表 4 美国货币基金相比于 GDP 相对规模



资料来源：ICI, WIND, 兴业研究

此外，应当指出的是，与美国相比，我国货币基金的整体集中度更高。根据 2018 年底的数据，我国第一大货币基金净资产占有所有货币基金净资产的 14.96%，而美国第一大货币基金 Fidelity Government Cash Reserves 净资产仅占有所有货币基金净资产的 4.55%。从中美两国前十大货币基金的集中度来看，我国货币基金呈现出集中度更高的趋势。

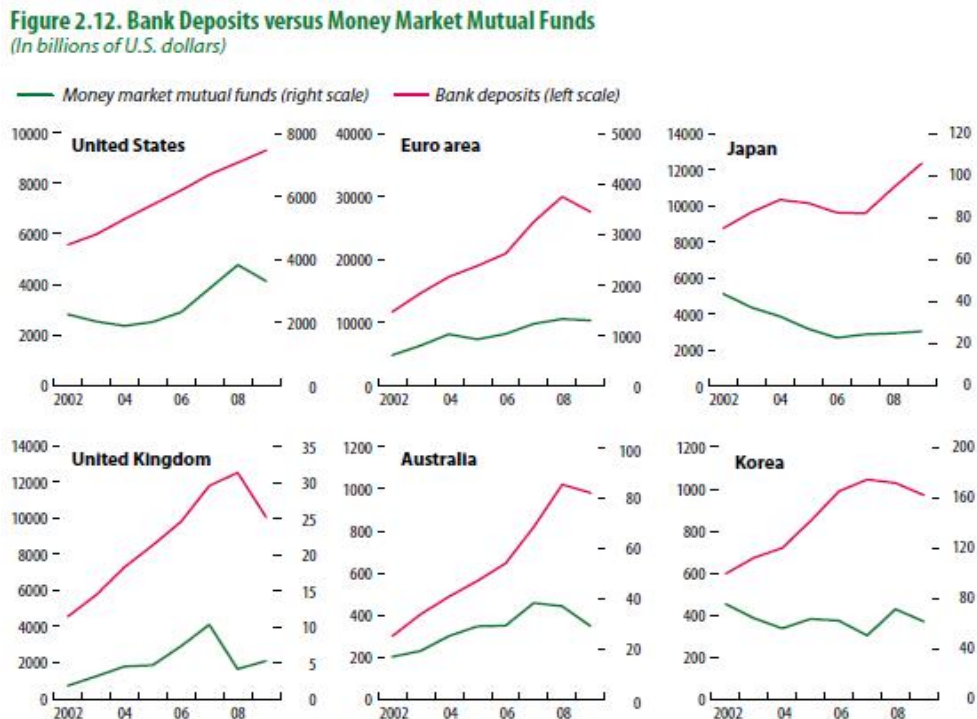
图表 5 中美前十大货币基金净资产占有所有货币基金净资产比重



资料来源：OFR、Wind、兴业研究

值得注意的是，若按货币基金/银行表内存款的比值来看，与美国相比，欧洲市场货币基金的相对规模就显得非常小。IMF（2011）认为，这一现象部分是由于美国银行体系相比于欧洲更高的存款准备金要求和较低的活期存款（Demand Deposit）利率，这些政策的差异使得资金有更大的激励从存款流向货币基金。

图表 6 各国表内存款与货基相对规模比较



资料来源：IMF、兴业研究

（三）货币基金加强监管的趋势

2008 年金融危机中，美国大型货币市场基金 Reserve Primary Fund 由于持有大量雷曼集团商业票据（Commercial Paper），因此在雷曼集团破产后大幅减计基金净值，导致基金净值跌破 1 美元，引发大规模恐慌性赎回，并蔓延至其他货币基金，直至美国财政部对货币基金提供兜底担保，才遏制住了市场的赎回潮。此后，美国证券管理委员会（SEC）在 2010 年和 2014 年出台了一系列货币基金监管新规，对货币基金的估值方法、投资范围、流动性、信用风险管控、透明度等方面提出了更为严格的要求。相关研究请参见我们此前的报告《市值法估值的多米诺效应——美国货币市场基金估值方法改革启示》⁶。

与此同时，国际证监会组织（IOSCO）发布了《货币基金政策建议》（Policy Recommendations for Money Market Funds）⁷呼吁各司法辖区相关监管部门从几个方面加强对货币基金的监管：**一是明确货币基金定义和持有资产总体限制**，要求所有与货币基金具有类似特性的资管产品接受与货币基金相同的监管，同时建议货基持有资产的加权平均久期（Weighted Average of Maturity, WAM）及加权平均剩余到期日（Weighted Average Life, WAL）不应超过 60 天和 120 天，以减少货币基金的资产负债错配。**二是强化货币基金的估值管理**，IOSCO 建议货币基金应尽可能采用市值法，若难以使用市值法的，应加强估值偏离度监测和风险管控措施。**三是加强货币基金流动性管理**，如要求货币基金应持有一定的高流动性资产（例如须持有一定比例的七日内可变现资产、当日可变现资产等）、日常进行压力测试、准备好相关流动性风险管理工具等。**四是加强货币基金对相关评级使用的管理**，包括要求货币基金强化评级的使用、减少对外部评级的依赖程度、要求评级机构充分披露评级方法论等；**五是加强货币基金对投资者的披露要求**，包括要求货币基金向投资者明确存在本金损失的可能性、向投资者披露估值方法和危机处理流程等。

IOSCO 指出，这一系列对货币基金监管强化的总体思路旨在解决货币基金存在的几个问题：一是固定单位净值（Stable Net Asset Value）可能使投资者产生货基投资安全、不会有损失本金错觉的可能性；二是摊余成本法估值较难反映基础资产实际价值，可能产生“先行者”优势（估值的滞后使先赎回的人不会受损）的问题；三是货基管理公司或公司控股股东隐性担保的情况；四是货基管理人过分依赖外部评级的情况。结合 IOSCO 提出的建议，各司法辖区结合各自的情况对货币基金相关规则进行了进一步的改进。

⁶<https://app.cibresearch.com/shareUrl?name=00000000616f4f3a0161748c8f8012fb>

⁷<http://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD392.pdf>

二、货币基金投资限制及沿革的国际经验

正如上文所述，IOSCO 对货币基金的定义指出了货币基金最重要的三个特点在于资产保值、每日提供流动性、收益率与货币市场利率相符。为了确保货币基金回归这三个特点的本源，各国监管机构参照 IOSCO 的建议对货币基金投资限制进行了相应的监管规范。

根据上文数据，货币基金规模最大国家和地区主要集中于三个司法辖区：美国、中国以及欧盟，因此下文将主要就美国及欧盟范围内货币基金投资限制的现状和沿革进行分析。

（一）美国货币基金投资监管现状及沿革

1. 美国货币基金投资监管现状

美国是当前货币基金总规模最大的国家，也是货币基金最早产生的国家。美国现行监管规则主要对货币基金基础资产的到期期限、资产质量、集中度、流动性等方面进行了规制。顾名思义，货币基金即为投资于货币市场工具的共同基金，因此货币基金可以持有的证券主要是低风险、高流动性、到期期限较短的货币市场工具，其中规模较大的包括政府债券、大额存单（CDs）、金融企业商业票据、非金融企业商业票据、地方债券等。根据规定，货币基金可以购买的证券应为合意证券（Eligible Security），合意证券又分为第一层级证券（First Tier Security）和第二层级证券（Second Tier Security）。一般而言，**合意证券**指的是剩余到期日小于 397 个自然日、且短期评级在最高两级的证券；对于暂无评级的证券而言，若基金管理人认为其要素满足最高两级短期评级条件的，也可认为是合意证券⁸。**第一层级证券**指的是政府债券、货币基金、获得最高短期评级的合意证券以及未获评级证券中基金管理人认为符合最高短期评级要求的证券。**第二层级证券**指的是所有不属于第一层级证券的合意证券。第二层级证券与第一层级证券的主要差异在于评级高低。

图表 7 美国货币基金基础资产分类

分类	包含证券
第一层级证券	剩余到期日小于 397 自然日的以下证券： 政府债券、货币基金、获得最高评级的证券 以及未获评级证券中基金管理人认为符合最高短期评级要求的证券。
第二层级证券	剩余到期日小于 397 自然日的所有不属于第一层级证券的合意证券。主要为短期评级为第二档的证券。

资料来源：SEC、兴业研究

⁸对于剩余到期日小于 397 天但证券存续总期限大于 397 天的证券，若其长期评级不属于最高的三个级别之列，则不可列为合意证券。

在货币基金基础资产到期期限方面，主要要求包括：一是货币基金不可以购买任剩余到期日大于 397 自然日的金融工具（资产）。二是货币基金所有资产加权平均久期（WAM）不超过 60 自然日，且加权平均剩余到期日（WAL）不超过 120 自然日。

在货币基金基础资产的资产质量方面，主要要求包括：一是货币基金基础资产应为基金管理人认为具有最小信用风险（最小信用风险的判定标准应基于评级机构给予的评级及基金管理人的评判）的美元计价金融工具。二是货币基金不得持有剩余到期日超过 45 天的“第二层级证券”（Second Tier Securities），且货币基金持有的所有第二层级资产总额不得超过货币基金总资产的 3%。事实上，相比于第一层级证券，第二层级证券在金融危机期间展现了更大的波动率和风险，SEC 曾一度希望不再允许货币基金购买第二层级证券。

在货币基金基础资产流动性方面，主要要求包括：一是货币基金持有的低流动性证券（Illiquid Securities）⁹不得超过总资产的 5%。二是货币基金持有的当日可变现资产（Daily Liquid Asset）¹⁰不得少于总资产的 10%。三是货币基金持有的七日可变现资产（Weekly Liquid Asset）¹¹不得少于总资产的 30%。

图表 8 货币基金可持有的主要当日可变现资产及七日可变现资产

当日可变现资产	七日可变现资产
现金及等价物	当日可变现资产（即左栏）
美国政府的直接负债（主要为美国国债）	政府支持机构发行的剩余到期日小于 60 天的证券
将在 1 个工作日内到期的证券，或可以在 1 个工作日内执行和获得偿付的证券	将在 5 个工作日内到期的证券，或可以在 5 个工作日内执行和获得偿付的证券
计划在 1 个工作日内收回的应收款项	计划在 5 个工作日内收回的应收款项

资料来源：Fidelity、兴业研究

2. 美国对货币基金投资监管演进

美国在货币基金创设之初，对货币基金的估值和投资限制也曾经历了广泛的讨论。1975 年时，货币基金的基础资产在投资上并未有太多限制，绝大多数货币基金可以自由投资于各类货币市场工具。此时，SEC 就曾对货币基金使用摊余成本法估值是否审慎提出过质疑，认为不少货币基金的基础资产摊余成本

⁹低流动性证券指的是难以在 7 个自然日内无损变现的证券。

¹⁰当日可变现资产包括现金、对美国政府的直接债权、可以在 1 天内变现的证券。

¹¹七日可变现资产包括所有当日可变现资产及美国政府提供担保的剩余到期日小于 60 天的机构债券、可以在 5 个工作日内变现的证券。

法估值价格与市场实际价格存在较大的偏离。有鉴于此，监管层与业界经过一系列论证后，于 1983 年正式出台了 2a-7 条例，对货币基金的投资的基础资产从集中度、流动性、剩余到期日以及资产评级进行了严格限制，并正式允许在这一系列投资限制之下，货币基金可以采用摊余成本法进行估值。

正如前文所述，SEC 在《货币基金改革法案（2010 年）》对货币基金基础资产进行了更为严格的要求。相比于此前的要求，**SEC 进一步限制了货币基金持有第二层级证券的比例和范围（货基只能购买剩余到期日不足 45 天的第二层级证券）。**这主要是由于第二层级证券市场深度较浅，金融危机期间出现了信用风险利差扩大且流动性下降的特性，甚至有部分第二层级证券出现了违约的情况。在征求意见稿时¹²，SEC 甚至希望完全禁止货币基金购买第二层级证券，这一建议曾获得了货币基金管理者的赞同，但是受到了绝大多数第二层级证券发行者的反对。部分反对者认为，禁止货基购买第二层级证券将使得部分机构难以通过商业票据（Commercial Paper）融资，从而只能寻找更为昂贵和不灵活的银行贷款，有可能会提高企业融资成本。在综合了多方面因素考虑后，SEC 对规则进行了折中的修改。

与此同时，SEC 进一步缩短了货币基金可持有基础资产的加权平均久期（WAM）。这是由于在考量了金融危机期间不同货币基金的表现后，SEC 认为货币基金持有的基础资产 WAM 越大，其面临的利率风险越大、基差风险越大，及时向赎回者偿付资金的能力也越差。而在征求意见稿时，SEC 甚至曾一度考虑进一步将货币基金可持有的单只证券剩余到期日缩短至 270 天。值得注意的是，1991 年¹³，SEC 曾一度对将货币基金可以持有的单只证券剩余到期日限制由 1 年拓宽至 2 年的提议征询市场意见，反对者认为这一修改将使得货币基金所面临的信用风险和利率风险上升，同时在基础资产组合 WAM 不超过 90 天的限制¹⁴下，即使放宽了单只证券剩余到期日的要求，货币基金也无法购买大量长期限的证券，因此 SEC 最后仅出于对簿记与实际购买证券期间存在的时滞考虑，将单只证券剩余到期日的限制由 1 年拓展到了 397 天。

从总体上来看，美国监管机构对于货币基金投资范围的严格规制主要取决于几方面考虑：一是**确保基础资产的流动性**，作为开放式基金的一种，为了满足投资者随时赎回的要求，货币基金应当要保证一定的高流动性资产比例，以确保在不同的市场环境下能够满足投资人的赎回要求。二是**确保基础资产的安全兑付**，对于摊余成本法货币基金，若基础资产发生违约，将导致估值的一次性大幅调降，甚至出现破净的现象，容易引发投资者恐慌并对该货币基金丧失信心；对于市值法货币基金，虽然能更好地避免基础资产违约时一次性大幅调

¹²<https://www.sec.gov/rules/proposed/2009/ic-28807.pdf>

¹³<https://www.sec.gov/rules/final/1991/33-6882.pdf>

¹⁴2010 年，货基基础资产组合加权平均久期限制由 90 天调整为 60 自然日。

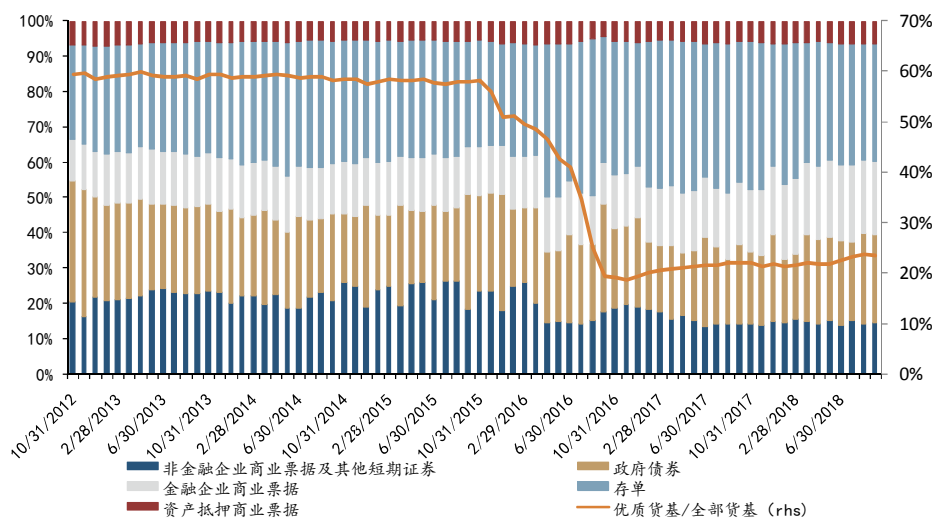
降估值的现象，但是受制于货币基金资产保值、每日提供流动性、收益率与货币市场利率相符的特征，投资者可能对该货币基金丧失信心，因此基金经理也有激励购买更安全的资产，这也是 SEC 提出禁止货币基金购买第二层级资产时获得基金经理较多认同的原因。三是**尽力减少基础资产的市值波动**，对于摊余成本法货币基金，购买波动较小的基础资产有助于降低货币基金估值偏离度；对于市值法货币基金，正如前文所述，为了维持货币基金资产保值、每日提供流动性、收益率与货币市场利率相符的特征，基金经理也有更大的激励来主动购买价格波动不大的基础资产。正是基于以上这几点考虑，不仅监管机构从保护金融消费者和维护金融稳定的角度对货币基金投资标的物进行了限制；而且基金经理自身出于维持货币基金资产保值、每日提供流动性以及收益率与货币市场利率相符特性的考量，也有激励去选择高流动性、低违约风险以及市价波动较少的基础资产进行投资。由于上面这些因素，货币基金主要投资于美国国债、商业银行存单或商业票据以及最高等级的非金融企业商业票据或其他融资工具。

3. 美国货币基金实际投资情况

根据上文分析，可以发现为了确保货币基金“安全”与“稳定”，无论是监管机构还是基金经理都更倾向于投资高流动性、低违约风险以及市价波动较少的资产。

美国货币基金根据投资者类型（零售型、机构型）和基础资产类别（政府类、优质类、免税类）两个维度分为三大类六种，其中**政府类货基**应将 99.5% 的资产投资于政府债务类或受政府债务完全担保的回购；**免税类货基**主要（80% 以上）投资于享受免税政策的地方政府债务；只有**优质类货基**可以在监管框架下较为自由的配置于各类货币市场工具之中。截至 2018 年 9 月 30 日，美国优质类货基占有所有货币基金总规模的 23.49%，优质类货基投资于政府债券、大额存单、金融机构商业票据、非金融企业商业票据及其他短期证券中的比例分别为 25.1%、33.11%、20.8%、14.6%，因此，**美国所有货币基金投资于非金融企业证券的比例约为 3.4% 左右**。当然，目前美国优质类货基规模较小的原因之一为 2016 年开始执行的货币基金估值改革，若按照改革前 2015 年 9 月 30 日的数据，优质类货基占有所有货币基金总规模的 57.82%，优质类货基投资于政府债券、大额存单、金融机构商业票据、非金融企业商业票据及其他短期证券中的比例分别为 32.73%、29.91%、13.35%、18.34%，此时美国所有货币基金投资于非金融企业证券的比例约为 10.6%。估值方法改革之后，美国优质类货基改革后优质类货基占有所有货基的比例由约 60% 降至 20%-25%，从而也连带导致了货币基金投资非金融企业证券比例的下降。

图表 9 优质货基相对规模及其各类基础资产比例



资料来源：SEC、兴业研究

我们不难发现，美国货币基金对于非金融企业债务类证券投资较少以及主要投资于高等级商业票据的原因，主要在于以下几点：一是只可投资于**高评级的证券**。根据 SEC 规定，货币基金持有的第二层级证券不能超过总资产的 3%，因此货币基金只能更多的持有第一层级证券。而非金融企业债务类证券若要纳入第一层级证券，则必须是获得短期最高评级的证券。与我国的评级不同的是，美国虽然近年来也存在一定的评级虚高现象，但评级机构给予的评级总体较为审慎，能获得短期最高评级的公司与证券占比较小。此外，根据 SEC 近期监管趋势，由于 2008 年金融危机期间评级机构的评级质量受到广泛质疑，相关资产纳入第一层级证券除了获得最高评级外，基金经理还需进一步对该资产的质量进行审慎评判。二是**必须保证基础资产流动性高以及估值波动小**。相比于国债和金融机构发行的大额存单，非金融企业债务类证券流动性较差、估值波动自然也较大，因此优质类货基的基金经理出于审慎考虑会自我约束持有非金融企业债务类证券的持有比例。三是**基础资产应保持剩余到期期限较短**。由于监管规则严格限制了货币基金基础资产的 WAM 与 WAL 要求，货币基金只能投资于剩余到期日较短的债权类产品，因此即使是可以投资非金融企业债务类证券的优质类货基也更倾向于投资存续期较短的商业票据。从另一个角度来看，货币基金投资非金融企业债务类证券较少不仅是监管规则的限制，也是投资者为了资金安全与稳定“用脚投票”的行为的结果。2016 年进行的货币基金估值方法改革一方面缓解了货基可能带来的金融稳定问题，另一方面也给了货币基金的投资者在“投资企业债券，存在风险，收益略高，采用市值法估值”以及“投资国债，不存在风险，采用摊余成本法估值”两个选项之间用脚投票的自

由，而在这个自由选择的过程中，更多的投资者选择了“投资国债，不存在风险，收益略低，采用摊余成本法估值”的选项。

（二）欧盟货币基金投资监管现状

正如前文所述，由于历史发展原因和部分政策差异，欧洲货币基金整体规模小于美国，但欧盟委员也对欧盟范围内货币基金的监管规则进行了改革，所有欧盟司法辖区内的国家和地区（包括爱尔兰、法国、卢森堡、日本、英国等国家或地区）于 2018 年 7 月 21 日开始适用新监管规则——《货币基金监管规则（2017 版）》。

根据新监管规则，欧洲的货币基金被分为两大类，一类是**短期货币基金**（Short-term MMF），该类货币基金基础资产加权平均久期（WAM）和加权平均剩余到期日（WAL）较短。在短期货币基金这一类别中，根据基础资产的具体要求又分为三种，**公共债务 CNAV 货币基金**（Public Debt Constant Net Asset Value MMF）、**低波动 NAV 货币基金**（Low Volatility Net Asset Value MMF）、**变动 NAV 货币基金**（Variable Net Asset Value MMF），其中公共债务 CNAV 货币基金和部分低波动 NAV 货币基金的基础资产可以使用摊余成本法估值；另一类是**标准货币基金**（Standard MMF），该类货币基金基础资产加权平均久期（WAM）和加权平均剩余到期日（WAL）较长，只能使用市值（Mark-to-Market）或模型法（Mark-to-Model）估值。

在**货币基金基础资产期限**方面，欧盟就货基单个基础资产的期限和整体加权平均期限分别作出了规定。对于单个基础资产的期限，**短期货基任一基础资产剩余到期日不多于 397 天；标准货基任一基础资产剩余到期日不多于 2 年，且距离下一个利率重设日不得多于 397 天。**对于整体组合的加权平均期限，欧盟使用两个指标进行管控，一是**基础资产加权平均久期（WAM）**，二是**基础资产加权平均剩余到期日（WAL）**。根据规定，所有的短期货基 WAM 不得多于 60 天，WAL 不得多于 120 天；标准货基的 WAM 不得多于 6 个月，WAL 不得多于不得多于 12 个月。

在**货币基金基础资产种类**方面，公共债务 CNAV 货币基金由于可以享受摊余成本法计量，但其所持有的资产 99.5%应为现金、欧盟区域主权债务或由欧盟区域主权信用担保的逆回购。其他类别货币基金持有的主要为银行存款以及 CD、商业票据（Commercial Paper）等货币市场工具（Money Market Instruments）。

在**货币基金基础资产流动性**方面，短期货币基金中公共债务 CNAV 货基与低波动率 NAV 货基应持有的当日可变现资产不少于总资产的 10%，七日可变现资产不少于 30%；短期货币基金中变动 NAV 货基与标准货币基金应持有

的当日可变现资产不少于总资产的 7.5%，七日可变现资产不少于 15%。

值得注意的是，在《货币基金监管规则（2017 版）》中，**欧盟不再对货基可购买资产的外部评级进行强制要求，转而要求货币基金管理人对其拟持有资产进行内部信用评估。**在此之前，欧盟范围内的货币基金所可以持有的基础资产应具有最高两级的短期信用评级。《货币基金监管规则（2017 版）》则要求货币基金经理或管理人应建立内部信用评价体系对基础资产信用风险进行评估。这一修改的原因并非是为了降低货币基金持有资产的信用风险要求，而是考虑到金融危机期间外部信评机构评级与实际违约率相背离的情况，希望降低基金管理人对外部评级的依赖，进一步提升货币基金信用风险管理能力。《货币基金监管规则（2017 版）》也明确指出，货币基金管理人有责任投资于高等级的资产，若某基础资产的外部评级被调出最高两级短期信用评级时，货币基金管理人应对该基础资产重新进行审慎评估，确定其信用风险。

从整体监管思路看，**欧盟主要通过限制 WAM 和 WAL 来降低货币基金基础资产组合的信用风险和利率风险。**欧盟认为 WAM 反映的是货币基金对货币市场利率变化的敏感度，限制 WAM 旨在降低货币基金整体面临的利率风险，防止短期大幅度的利率变动对货币基金的影响。WAL 旨在用来反映货币基金整体的信用风险，一般来说，在其他情况一致时，本金偿还得越晚，信用风险越高，因此限制 WAL 旨在降低货币基金整体信用风险，同时，欧盟认为限制 WAL 还能进一步降低货币基金的流动性风险。此外，**不难发现欧盟进一步细化了货币基金的分类，针对估值方法和单个基础资产限制的松紧，分别设置了不同的资产组合 WAL、WAM 要求以及可购买基础资产类别等要求。**这一差异化监管措施一方面避免了货币基金同质化和由此所引发的市场“羊群效应”，另一方面也允许部分市值法估值货基持有更多期限较长、流动性较低的货币市场工具。

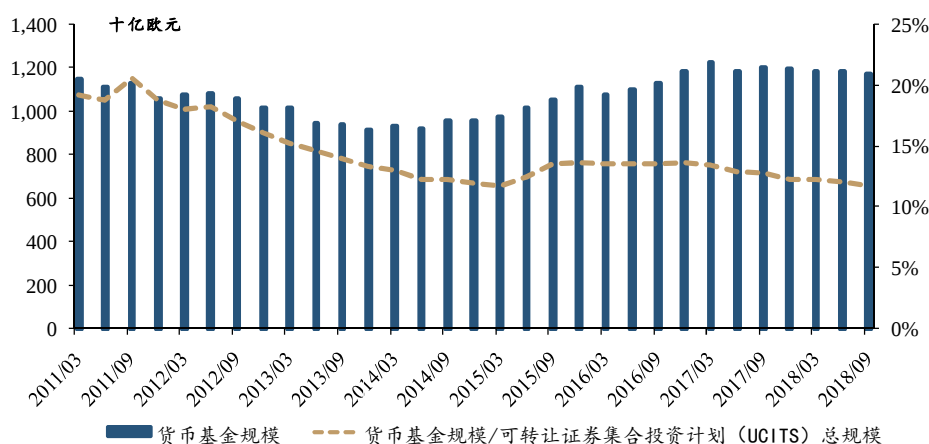
图表 10 欧盟各类货币基金基础资产具体监管要求

一级分类	短期货币基金			标准货币基金
二级分类	公共债务 CNAV 货基	低波动率 NAV 货基	变动 NAV 货基	变动 NAV 货基
基础资产	不多于 397 天	不多于 397 天	不多于 397 天	不多于 2 年，且离该资产下一个利率重设日不多于 397 天
基础资产剩余到期日要求	不多于 60 天	不多于 60 天	不多于 60 天	不多于 6 个月
基础资产加权平均久期	不多于 120 天	不多于 120 天	不多于 120 天	不多于 12 个月
基础资产加权平均到期日				
可购买基	99.5% 的资产应投资	货币市场工具、	货币市场工具、	货币市场工具、ABCP、

一级分类	短期货币基金			标准货币基金
基础资产	于现金、欧盟主权债务或主权信用担保的逆回购协议	ABCP、短期逆回购协议、货币基金、货币或利率衍生品	ABCP、短期逆回购协议、货币基金、货币或利率衍生品	短期逆回购协议、货币基金、货币或利率衍生品
流动性	当日可变现资产不少于 10%；七日可变现资产不少于 30%	当日可变现资产不少于 10%；七日可变现资产不少于 30%	当日可变现资产不少于 7.5%；七日可变现资产不少于 15%	当日可变现资产不少于 7.5%；七日可变现资产不少于 15%
估值方法	摊余成本法	部分可使用摊余成本法	市值或估值模型估值	市值或估值模型估值

资料来源：欧盟、兴业研究

图表 11 欧盟货币基金规模变化



资料来源：EFAMA、兴业研究

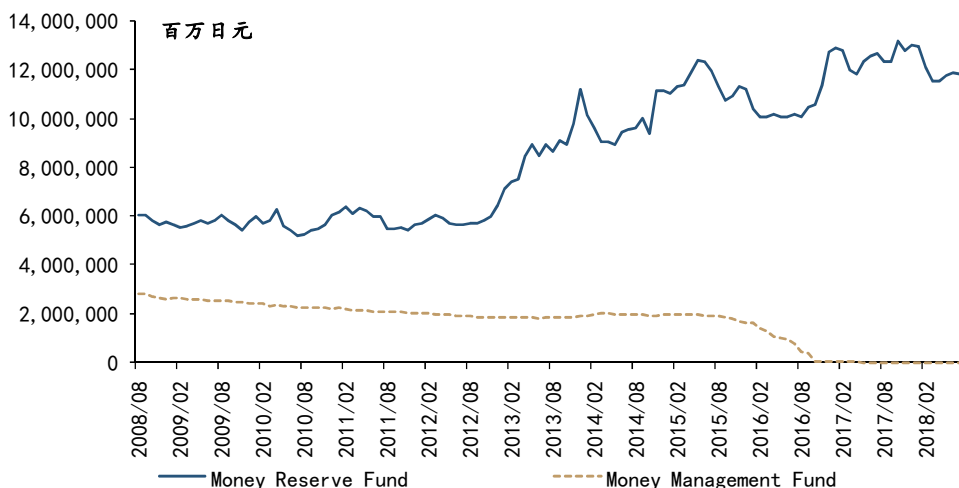
（三）其他国家或地区

除了美国、欧盟、中国三个司法辖区之外，只有日本货币基金规模占到了全球货基总规模的 2% 以上，达到了 6.19%。然而，由于长期处于的低利率甚至负利率的环境，日本的货币基金与世界其他国家的货币基金仍有一定差别。

日本货币基金大体分为两种：一种称为 MRF（Money Reserve Fund），另一种称为 MMF（Money Management Fund）。MRF 与 MMF 的主要差异在于以下三点：一是资金来源不同，MRF 账户一般与证券账户相关联，其资金主要来源于证券账户中的暂时闲置资金和证券交易中相关保证金的自动存入，而 MMF 的资金则主要来自于投资者自行主动购买，因此 2016 年初日本央行施行负利率政策之后，MMF 收益率降低，主动购买人群逐渐减少，规模下降至 0；而通过证券账户自动转入的 MRF 则并未受此影响。二是基础资产的剩余到期期限不同，由于上文所述的资金来源差异，MRF 为了满足闲置资金和保证金的随时使用，因此 MRF 的投资期限比 MMF 更短，基础资产的剩余到期期限也

比 MMF 更短，收益比 MMF 略差。三是收取的手续费不同，正是由于基础资产投资期限长短的差异，MRF 与 MMF 在申购赎回手续费上也有所不同，MRF 在购买 30 日内赎回不需缴纳任何资金，但是 MMF 若在购买 30 日内赎回则需要交纳一定量的赎回费用。

图表 12 日本货币基金规模变化



资料来源：日本投资信托协会、兴业研究

除了上文详述的国家或地区，其他国家或地区的货币基金整体规模较小，甚至部分发达经济体由于实际具有货基只能的基金较少，并未对货币基金进行单独的分类和特殊的监管。但从总体而言，各国大多依照了 IOSCO 发布的《货币基金政策建议》中相关意见对货币基金的监管进行了进一步的强化监管。

从上文的分析中，我们不难发现：国际金融危机之后，为了保证货币基金严守资产保值、每日提供流动性、收益率与货币市场利率相符的要求，国际社会对于货币基金的监管进一步趋严。这一系列监管趋严政策中，无论是对于基础资产流动性要求的提高、对于基础资产质量要求的提升、对于基础资产到期期限要求的缩短，还是对于货币基金估值方法的调整，都不可避免地降低了货币基金投资非金融企业债务类证券的积极性以及比例。因此，为了回归本源保证投资资金的特性，货币基金投资于非金融企业债务类证券的比例在国际上都较低。

同时，虽然国际社会对于货币基金的监管整体趋严，但是无论美国还是欧盟都尽量避免了对所有货币基金“一刀切”的监管方法，根据其投资基础资产所受的限制强弱，将货币基金分为了多个种类，可以使用多种估值方法，满足

不同投资者的需求。若严格按照我国《资管新规》中对于估值的要求，《资管新规》过渡期结束后，所有货币基金将无法使用摊余成本法估值。若如此，货币基金行为的趋同对于未来的金融稳定也是一个需要考虑的挑战。或许，我国监管机构出于金融市场稳定的考虑也会参照美国与欧盟对货币基金细化分类、分别进行不同的监管限制和估值方法要求。

三、如果货基放宽投资限制？

上文阐述了一般定义下货币基金的监管政策，特别仔细考察了对货币基金基础资产的当前要求和历史演进。那么，在金融市场中，是否存在着介于货币基金和普通封闭式债券基金之间的类货基表外资管产品呢？

研究中我们发现，美国市场上的超短期债券基金（Ultra-Short Bond Fund）和现金增强型现金（Cash Enhanced Fund）具有一些货币基金性质，但由于其所投资基础资产并未如货币基金要求严格，在一般市场情况下却又能够获得比货币基金更高的收益率，当然在市场波动时投资人所面对的风险往往也更高。

（一）超短期债券基金

超短期债券基金（Ultra-Short Bond Fund）指的是主要投资于剩余到期日较短固定收益证券的共同基金。此类共同基金事实上并未在监管规则中有严格的分类及定义，也有不少超短期债券基金名为“超短期收入投资组合（Ultra-Short Income Portfolio）”、“超短久期基金（Ultra Short Duration Bond Fund）”、“有限久期基金（Limited Duration Fund）”等类似名称。市场参与者和监管者一般根据各共同基金《招股说明书》中所列的投资组合限制和投资策略对其进行分类。

为了更好地研究超短期债券基金的基础资产、投资情况，我们随机选取了两只美国市场上的超短期债券基金开展研究，分别是 Lord Abbett Ultra Short Bond Fund（以下简称“Lord Abbett 超短期债基”）以及 Vanguard Ultra-Short-Term Bond Fund（以下简称“Vanguard 超短期债基”）。根据 Lord Abbett 超短期债基以及 Vanguard 超短期债基在其官网所公布的数据，其基础资产加权平均久期分别为 0.26 年和 0.9 年，均高于货币基金不高于 60 天（约 0.17 年）的要求；其加权平均剩余到期日分别为 0.86 年和 1 年，也高于货币基金要求的不高于 120 天（约 0.33 年）的要求，其中由于 Lord Abbett 超短期债基较多资产配置于浮息债，因此其加权平均久期远短于加权平均剩余到期期限；久期 1 年以上资产占比分别为 40.3% 和 35.7%，而根据 2a-7 规则要求，货币基金不得持有久期剩余到期日大于 397 自然日的金融工具；长期评级为 A 以下资产占比分别为 45.5% 和 28.2%，与之相比货币基金则基本无法持有评级为 A（或无评级）的资

产。与此同时，Lord Abbett 超短期债基以及 Vanguard 超短期债基成立后平均年化收益率分别为 1.67% 和 1.32%，远远超出 Fidelity Government Cash Reserves（政府型货基）和 JPMorgan Prime Money Market Fund（优质型货基）过去三年的年化平均收益率 0.5% 与 0.56%。在赎回要求上，Lord Abbett 超短期债基以及 Vanguard 超短期债基均在《招股说明书》明确，一般情况下均能在客户赎回确认¹⁵一个工作日内（T+1 日）完成赎回给付，但同时《招股说明书》也保留了基金在市场异常情况下运用延迟赎回等流动性风险管理工具的权利。在申购要求上，一般客户在交易时间提出的申购，其申购确认日为当日；而闭市后提出的申购申请，其申购确认日为当日。

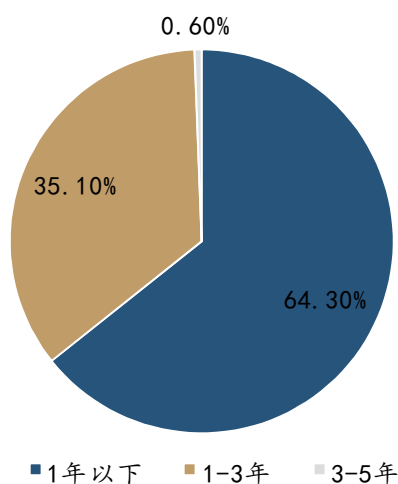
图表 13 部分美国超短期债券基金基本要素

项目	Lord Abbett 超短期债基	Vanguard 超短期债基
总规模	151.1 亿美元	56 亿美元
成立日期	2016/10/17	2015/2/23
加权平均久期	0.26 年	0.9 年
加权平均剩余到期日	0.86 年	1 年
久期 1 年以上资产占比	40.3%	35.7%
评级 A 以下资产占比	45.5%	28.2%
成立至今年化收益率	1.67%	1.32%
赎回到账时间	赎回确认日+1 日	赎回确认日+1 日

注：相关资料截至 2019 年 1 月 31 日。

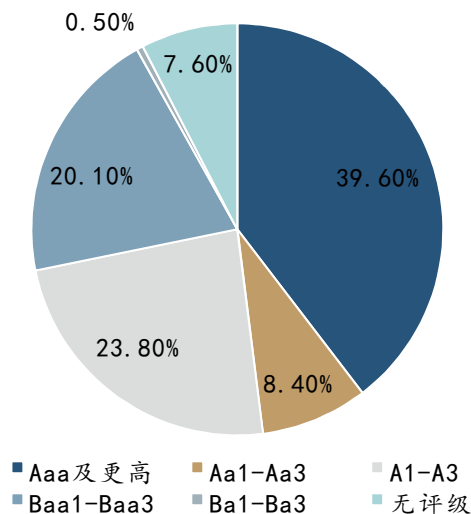
资料来源：Lord Abbett、Vanguard、兴业研究

图表 14 Vanguard 超短期债基金基础资产久期



资料来源：Vanguard、兴业研究

图表 15 Vanguard 超短期债基金基础资产评级



资料来源：Vanguard、兴业研究

¹⁵若客户在美东时间下午 4 点之前（即交易时间）提出赎回，则其赎回确认日为当日，若其在下午 4 点之后（即收盘后）提出赎回申请，则其赎回确认日为下一个工作日。

与货币基金相比，超短期债券基金主要有三个特点：一是基础资产投资范围更广。超短期债券基金由于实际并不属于货币基金，故不需要遵守 2a-7 规定中对于基础资产信用评级、剩余到期期限等的限制，在确保安全的情况下，基金管理人可以投资于较低评级的货币市场工具，同时也可以选择整体存续期更长的信用类债券进行投资。二是基础资产到期期限更长。不同于货币基金必须保证其基础资产加权平均久期（WAM）不超过 60 自然日的要求，超短期债券基金则不受到这一条款的限制，实践中超短期债券基金一般选择 3 个月至 12 个月的基础资产加权平均久期。三是单位净值（NAV）波动性较强。由于其基础资产投资范围广、WAM 与 WAL 更大，不符合货币基金的标准，因此不能如货币基金一样保持单位净值为 1。也正因为超短期债券基金投资限制较少，因此，相比于货币基金往往能取得更为优厚的收益，但是风险也更大。美国证券投资者自律组织金融业监管局（FINRA）指出¹⁶，金融危机期间，超短期债券基金的赎回规模急剧上升，基金的单位净值发生了较大幅度的下降，其持有者也蒙受了一定的亏损。值得注意的是，绝大多数超短期债券基金赎回申请都可在赎回确认日¹⁷的 T+1 日给付，与美国货币基金规定相类似。

在市场平稳时，超短期债券基金能获得更高的收益率，也能基本保持其单位净值的稳定，其特性类似货币基金且能比货币基金取得更高的收益率。但是，相比于货币基金，在市场动荡、信用利差走阔、债券价值波动较大时，超短期债券基金单位净值更容易发生大的波动，造成投资者损失和大规模赎回，引发流动性风险。

（二）现金增强型基金

现金增强型基金（Cash Enhanced Fund）在基础资产种类、基础资产投资期限与超短期债券基金相类似。但是与超短期债券基金不同的是，现金增强型基金往往会选择一定的利率指数或债券指数作为参照基准，采取更为主动的投资策略，希望能获得优于参照基准的收益。此外，不同于超短期债券基金，现金增强型基金主要配置于大额存单、商业票据、短期高信用债券的特点，现金增强型基金主要根据其比照的债券指数进行资产配置。在估值方法上，现金增强型基金与超短期债券基金相类似，现金增强型基金并不能也不能保持单位净值为 1，亦不能采用摊余成本法进行估值。与此同时，在金融市场发生动荡

¹⁶<http://www.finra.org/sites/default/files/NoticeDocument/p117559.pdf>

¹⁷若客户在交易时间提出赎回，则其赎回确认日为当日，若其在收盘后提出赎回申请，则其赎回确认日为下一个工作日。

时，现金增强型基金净值也容易发生更大的估值波动，从而造成投资者的可能损失。

图表 16 美国货币基金、现金增强型基金、超短期债券基金差异

项目	货币基金	现金增强基金	超短期债券基金
投资组合加权平均久期	不超过 60 个自然日	2 个月至 1 年	3 个月至 1 年
平均投资组合资产质量	AAA 评级资产	AA 评级资产	AA 评级资产
合格投资标的	符合 2(a)-7 条款要求的资产	一般为 A 评级或更高评级资产	一般为 BBB 评级或更高评级资产

资料来源：Northern Trust、兴业研究整理

不难发现，如若放宽货币基金的投资范围，虽然金融市场平稳之时能够为投资者获取更高的收益，但是在金融市场动荡之时不仅基础资产市值会发生较大的变动，甚至造成客户本金损失。正如上文所述，为了回归货币基金“稳定”、“安全”的本源，监管机构与基金经理都偏向严格限制货币基金投资范围。如若投资者希望获取更高的收益，同时承担更多的风险，则可以选择现金增强基金、超短期债券基金等介于货币基金与传统债券基金之间的资管产品。

当然，国际上对于货币基金进一步加强监管并非不允许货币基金投资非金融企业信用类债券，在确保“稳定”、“安全”等相关要求的基础上，货币基金也可以投资于高等级的短期非金融企业信用类债券。只是能够与国债、大额存单信用评级与风险相同的非金融企业信用类债券较少，因此才造成了货币基金投资非金融企业信用类债券较少的客观情况。

参考文献：

(1) European Commission, Regulation(EU) 2017/1311 of the European Parliament and of the council of 14 June 2017 on money market funds, June 2017.

(2) FSB, Global Financial Stability Report: Sovereigns, Funding, and Systemic Liquidity, October 2010.

(3) IOSCO, Policy Recommendations for money market funds, October 2012

(4) SEC, SEC Release No. IC-13380, July 1983.

(5) SEC, SEC Release No. IC-29132, September 2010.

(6) SEC, SEC Release No. 33-6682, February 1991.

(7) SEC, SEC Release No. 33-9616, October 2014.

(完)

免责声明

本报告由兴业经济研究咨询股份有限公司(简称“兴业研究公司”，CIB Research)提供，本报告中所提供的信息，均根据国际和行业通行准则，并以合法渠道获得，但不保证报告所述信息的准确性及完整性，报告阅读者也不应自认该信息是准确和完整的而加以依赖。本报告中所提供的信息均反映本报告初次公开发布时的判断，我司有权随时补充、更正和修订有关信息，但不保证及时发布。本报告内容仅供报告阅读者参考，一切商业决策均将由报告阅读者综合各方信息后自行作出，对于本报告所提供的信息导致的任何直接或间接的后果，我司不承担任何责任。

本报告的相关研判是基于分析师本人的知识和倾向所做出的，应视为分析师的个人观点，并不代表所在机构。我司可根据客观情况或不同数据来源或分析而发出其它与本报告所提供信息不一致或表达不同观点的报告。分析师本人自认为秉承了客观中立立场，但对报告中的相关信息表达与我司业务利益存在直接或间接关联不做任何保证，相关风险务请报告阅读者独立做出评估，我司和分析师本人不承担由此可能引起的任何法律责任。

本报告中的信息及表达的观点并不构成任何要约或投资建议，不能作为任何投资研究决策的依据，我司未采取行动以确保此报告中所指的信息适合个别的投资者或任何的个体，我司也不推荐基于本报告采取任何行动。

报告中的任何表述，均应从严格经济学意义上理解，并不含有任何道德、政治偏见或其他偏见，报告阅读者也不应该从这些角度加以解读，我司和分析师本人对任何基于这些偏见角度理解所可能引起的后果不承担任何责任，并保留采取行动保护自身权益的一切权利。

本报告版权仅为我司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发表。除非是已被公开出版刊物正式刊登，否则，均应被视为非公开的研讨性分析行为。如引用、刊发，需注明出处为兴业经济研究咨询股份有限公司，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

我司对于本免责声明条款具有修改和最终解释权。

联系我们		上海市静安区北京西路 968 号嘉地中心 32 楼			
产品销售	信用排查、新债研究、 信用债指数、组合投后管理、 行业债券池	练晓楠	889113@cib.com.cn	021-22852756	18516679451
研究销售	宏观、利率、汇率、商品、 信用、行业、监管、ABS、 绿色金融、资产负债策略等	衣洁晗	881005@cib.com.cn	021-22852759	18516860992
兴业银行及子公司对接人员		王莹	880605@cib.com.cn	021-22852748	15216714281
		叶琳	880613@cib.com.cn	021-22852755	15800339758
		储晨笛	880609@cib.com.cn	021-22852753	13506110110
海外销售		张亮	880908@cib.com.cn	021-22852776	13818892261
		殷雅	880907@cib.com.cn	021-22852775	15214399669
 					