货币市场工具比价研究

——货币市场与流动性周度观察 2019 年第 26 期

宏观研究部

何帆
分析师
电话：021_22852680
邮箱：hefan@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

摘要

对于不同品种的货币市场工具，如利率债、NCD、票据、ABS、货币市场基金等，商业银行在税收比例、资本占用、信用成本、信贷属性、监管要求等多个方面存在不同的约束条件，而目前市场缺乏对上述因素的统一调整分析，我们在本文中尝试对货币市场工具建立统一的比价分析框架，并将上述因素纳入考量。

本文对货币基金的税收优惠和监管成本的权衡、票据的信贷属性溢价进行了单独讨论。我们发现，货币基金存在税收优惠、申购赎回便利，调整后的货基收益率在多数时间高于 NCD 利率，但随着货基收益率下行、监管成本上升，现阶段货币基金相对于 NCD 的相对优势下降；从票据的信贷属性溢价来看，调整后的 NCD 利率在多数时间略高于票据转贴利率，体现出票据的信贷属性溢价，7 月份以来信贷宽松背景下，票据信贷属性溢价显著上行。

本文对货币市场工具的税收比例、资本占用、信用成本、信贷属性溢价等因素进行了统一调整和比价分析。此外，对于大额风险暴露、流动性比例等监管要求，本文仅进行了定性分析，有待进一步的定量分析；对于交易账簿和银行账簿，本文暂未讨论其收益计量和资本占用差异。

上周央行共进行 2700 亿元逆回购操作，有 3000 亿元逆回购到期。上周 DR001、DR007 均小幅下行。

资金面有望平稳跨月。本周逆回购到期 2700 亿元，MLF 到期 1490 亿元，地方债发行规模较大，同业存单到期规模处于正常水平。预计央行将通过公开市场操作对冲到期资金，同时配合地方债发行和财政支出维持流动性合理充裕。

关键词：货币市场工具

扫描下载兴业研究 APP
获取更多研究成果

图表目录

图表 1 各类货币市场工具的税收差异 3
图表 2 各类货币市场工具的资本计提和 IFRS9 下的会计科目 4
图表 3 各类货币市场工具的监管差异 5
图表 4 全球系统重要性银行评分中对各类资产的计算系数 6
图表 5 货币基金和 NCD 收益率比较（未调整） 8
图表 6 货币基金和 NCD 收益率比较（调整后） 8
图表 7 票据转贴现和 NCD 收益率比较（未调整） 9
图表 8 票据转贴现和 NCD 收益率比较（调整后） 9
图表 9 各类货币市场工具的调整后收益率比较(以 2019 年 8 月 23 日收益率为例） 10
图表 10 上周央行操作及债券发行到期情况（亿元） 10
图表 11 央行逆回购投放与回笼 11
图表 12 央行逆回购余额走势图 11
图表 13 央行逆回购加权平均操作期限与利率 12
图表 14 上周主要货币市场及相关投资品种利率变动情况 13
图表 15 主要货币市场基准利率走势 13
图表 16 资金利率曲线形态变化图 13
图表 17 流动性分层 14
图表 18 各类投资工具收益率比较 14
图表 19 同业存单净融资额与发行利率走势图 14
图表 20 国股银票转贴利率（分期限） 15
图表 21 3 个月理财收益率（分机构） 15
图表 22 主要利率互换品种收益率走势图 15
图表 23 本周各类工具到期一览（亿元） 16
图表 24 本周主要流动性影响因素前瞻 16

一、核心观点综述

目前市场上对于银行资产配置中债券和信贷资产的比价研究较多，但对于各类货币市场工具的比价，讨论相对较少；同时，讨论因素集中在税收因素、资本占用、信用成本等，对于监管成本讨论较少。本文尝试对包括利率债、NCD、票据、ABS、货币市场基金等品种在内的货币市场工具的比价和影响因素进行系统梳理分析，为商业银行的货币市场工具投资和交易提供参考。

1、货币市场工具的主要比价因素

在对商业银行各类资产的收益率进行比价调整的过程中，主要的影响因素包括：**（1）税收因素，**例如国债和地方债相较于政金债，存在所得税优惠，商业银行通过投资公募基金、间接投资债券，相较于直接投资债券，存在税收优惠（见图表 1）；**（2）资本占用**，相较于利率债，信用债和贷款的资本占用更高，交易账簿和银行账簿的资本占用存在差异（见图表 2）；**（3）信用成本**，相较于利率债，信用债和贷款可能出现违约，存在信用成本；**（4）信贷属性溢价**，包括贷款的综合收益、存款派生、票据贴现可以计入信贷规模等，贷款和票据资产相较于债券，存在信贷属性溢价；**（5）监管成本，**大额风险暴露、流动性办法等监管要求对各类资产的计量存在差异。

图表 1 各类货币市场工具的税收差异

银行/保险自营	增值税		所得税	
	持有期利息收入	资本利得	持有期利息收入	资本利得
国债	免	6%	免	25%
地方政府债	免	6%	免	25%
政策性金融债	免	6%	25%	25%
企业债	6%	6%	25%	25%
NCD	免	6%	25%	25%
货币基金/债券基金	持有期间的非保本收益，不属于利息收入，不收增值税	——	基金分配收入免税	申购赎回基金的价差收入免税
票据贴现/转贴现	6%	——	25%	——

证券投资基金	增值税		所得税	
	持有期利息收入	资本利得	持有期利息收入	资本利得
国债	免	免	免	免
地方政府债	免	免	免	免
政策性金融债	免	免	免	免
企业债	**3%**	免	代扣代缴	免

NCD	免	免	代扣代缴	免

资料来源：根据公开资料整理，兴业研究

在货币市场工具的比价中，还存在由于会计科目（FVTPL、FVTOCI 和 AC）和账户差异（交易账簿和银行账簿），导致会计计量、投资收益考核和资本计提不同的问题，这也会影响投资目标和决策。**对于交易账簿**，投资策略以交易目的为主，收益包括盯市估值损益、买卖价差和利息收入（主要计入 FVTPL 科目），只计提市场风险资本，不占用信用风险资本，资本计提比例更低；**对于银行账簿**，投资策略以配置为主，当期损益主要是利息收入和买卖价差（FVTOCI）（IFRS9 下银行账簿资产主要计入 FVTOCI 和 AC，也可能计入 FVTPL 科目），只计提信用风险资本，不计提市场风险资本。另外，在 IFRS9 下，货币基金和债券基金只能计入 FVTPL 科目，这相较于直接投资债券，会加大银行的报表波动。

应当注意的是，监管账簿划分和会计分类不存在一一对应关系。交易账簿和银行账簿的划分主要根据持有目的不同，将各类资产归入不同账户，分别进行投资管理[①]；而在 IFRS9 下，金融资产的分类不仅和业务模式有关，还和现金流模式有关，无法通过 SPPI 测试的资产，即使不以交易为目的，也被计入 FVTPL。本文作为初步探讨，下文仅考虑银行账簿下的货币市场工具比价，暂不考虑交易账簿和银行账簿的收益计量和资本占用差异。

图表 2 各类货币市场工具的资本计提和 IFRS9 下的会计科目

分类	资本计提		IFRS9 下的会计科目
	交易账簿	银行账簿	
国债	计入交易户，则不占用信用资本，需要计提市场风险资本	信用风险权重为 0%	三个科目皆可
政金债		信用风险权重为 0%	
地方债		信用风险权重为 20%	
信用债		信用风险权重为 100%	
NCD		3 个月以内（含）20%，3 个月以上 25%	
票据	——	票据直贴参照贷款，信用风险权重为 100%，针对小微企业为 75%；票据转贴现参照同业，3 个月以内（含）20%，3 个月以上 25%	大部分票据贴现和转贴现进 FVTOCI；票据资管，根据业务模式差异，分别计入三个科目
ABS	——	AA-以上信用风险权重为 20%	次级档计入 FVTPL；若基础资产通过 SPPI 测试，优先档可以计入三个科

[①] 关于交易账簿和银行账簿的划分标准，请见 2012 年 6 月 8 日原银监会发布的《商业银行资本管理办法（试行）》（银监会令 2012 年 第 1 号）。

分类	资本计提		IFRS9 下的会计科目
	交易账簿	银行账簿	
			目，否则计入 FVTPL
货币基金	通常计入交易账簿，计提市场风险资本	——	FVTPL
债券基金	——	通常计入银行账簿，穿透计提信用风险权重	FVTPL

资料来源：根据公开资料整理，兴业研究

2018 年以来，随着大额风险暴露、流动性办法的落地，在上述背景下，商业银行在对上述资产进行摆布时，监管指标的计量和达标因素也正在越来越多地被纳入考量（图表 3）。

图表 3 各类货币市场工具的监管差异

分类	大额风险暴露	流动性指标	
		LCR	流动性匹配率
国债	豁免	一级资产	债券，分母中系数为 0，有利于达标
政金债	豁免	一级资产	
地方债	豁免	2A 资产	
信用债	占用非同业客户额度	AA-以上是 2A 资产	
NCD	占用同业客户额度	非合格资产	
票据	票据贴现占用非同业客户额度；票据转贴现占用同业客户额度	若认为属于商业票据，参照信用债	信贷资产，分母中系数相对较小，有利于达标
ABS	小额分散，无需穿透；否则穿透至基础资产的最终债务人，占用非同业客户额度	若参照信用债，AA-以上是 2A 资产	SPV，分母中系数 100%，不利于达标
货币基金	无法穿透，可能占用匿名账户额度；未来可能加强基础资产的信息披露	非合格资产	
债券基金	定制化债基可穿透	非合格资产	

注：票据和 ABS 在 LCR 中的资产分类，存在一定争议；对于票据来说，若认为属于商业票据（commercial paper），则参照信用债，AA-以上评级为 2A 资产；对于 ABS 来说，由于我国的流动性管理办法删去了巴塞尔委员会关于 ABS 的规定部分，若认为 ABS 参照信用债，则 AA-以上评级为 2A 资产。相关研究请见我们 2018 年 1 月 4 日报告《ABS 是合格优质流动性资产吗？》。

资料来源：根据公开资料整理，兴业研究

此外，对于国有大型银行和股份制银行等大中型银行而言，随着我国 4 家大型银行被纳入全球系统重要性银行，国内系统重要性银行规则的出台也提上日程，系统重要性银行评分的影响也成为大中型银行选择资产的重要掣肘。

图表 4 全球系统重要性银行评分中对各类资产的计算系数

分类	全球系统重要性银行	
	LCR 中的资产分类	交易类和可供出售证券
国债	一级资产	不计入
政金债	一级资产	不计入
地方债	2A 资产	扣除 85%，以 15%计入
信用债	AA-以上是 2A 资产	AA-以上扣除 85%，以 15%计入
NCD	非合格资产	100%计入
票据	若认为属于商业票据，参照信用债	AA-以上扣除 85%，以 15%计入
ABS	若参照信用债，AA-以上是 2A 资产	AA-以上扣除 85%，以 15%计入
货币基金	非合格资产	100%计入
债券基金	非合格资产	100%计入

资料来源：原银监会，兴业研究

从监管达标的角度，对各类货币市场工具进行排序，结果如下：

①大额风险暴露：从大额风险暴露的达标来看，各类工具的优劣排序为：**国债、地方债、政金债>信用债、NCD、票据>ABS、货币基金。**其中，国债、地方债、政金债属于豁免的资产类型，不占用大额风险暴露的相关额度；信用债、NCD、票据资产根据债务人的属性，分别占用同业或非同业客户的风险暴露额度；ABS 和货币基金在投资规模小或基础资产分散的条件下，无需穿透，可以将产品作为交易对手方，否则需要穿透，若无法穿透，则占用匿名账户额度。

②流动性办法：从 LCR 定义的合格优质流动性资产的角度，各类工具的优劣排序为：**国债、政金债>地方债、信用债、票据、ABS>NCD、货币基金。**其中，国债和政金债属于一级资产；地方债和 AA-以上的信用债属于 2A 资产，若票据和 ABS 参照信用债分类，则 AA-以上属于 2A 资产；NCD 是金融机构发行的证券，货币基金在压力环境下存在集中赎回、净值大幅下跌的风险，不属于合格优质流动性资产（相关研究请见我们 2018 年 1 月 4 日报告《ABS 是合格优质流动性资产吗？》[①]）。

[①] https://app.cibresearch.com/shareUrl?name=0000000060a150d90160c01df36a68cd

从流动性匹配率的达标来看，各类工具的优劣排序为：**债券（国债、政金债、地方债、信用债、NCD）>贷款（含票据）>SPV（ABS、货币基金）**。

③系统重要性银行：系统重要性银行的“交易类和可供出售证券”，扣除比例依照 LCR 中的资产分类（见图表 3），因而二者的优劣排序一致，即**国债、政金债>地方债、信用债、票据、ABS>NCD、货币基金。**。

2、定量和定性因素的探讨：税收优势、信贷属性和监管成本

（1）货币基金 vs NCD：基金的税收优势还在吗？

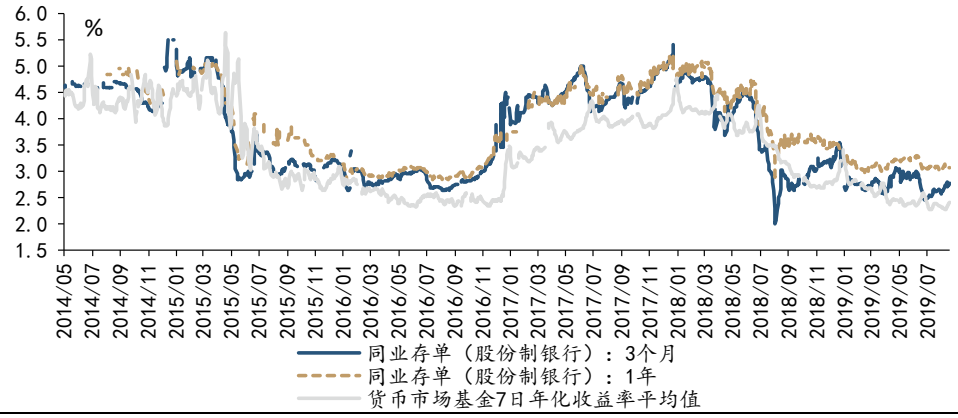
由于申购赎回便利、存在税收优惠，货币基金近年来已经成为商业银行重要的流动性管理工具。与此同时，2018 年以来，货币基金的监管成本上升。那么综合来看，与其他货币市场工具相比，货币基金还存在相对优势吗？

从货币基金和 NCD 的历史收益率来看，未经税收调整的货币基金收益率，与 NCD 相比不存在显著优势，甚至很多时候低于 NCD 收益率（见图表 5）；从调整后的收益率来看，由于公募基金存在税收优惠，大多数时间，货币基金的调整后收益率高于股份制银行的 1 年期 NCD，货币基金和股份制银行 1 年期 NCD 的调整后利差平均在 50bp 左右（见图表 6）。2019 年第二季度以来，由于货基规模收缩、货基被动缩久期、降杠杆，货币基金收益率下行，上述调整后的利差显著收窄，从 2019 年的第一季度 50bp 左右，到 8 月 23 日，仅 20bp，考虑全市场 NCD 利率平均水平，上述利差水平将更低，调整后的货基收益率与 NCD 收益率基本持平。

从监管成本来看，2018 年以来，随着货币基金监管趋严，货币基金 T+0 大额赎回受限；同时，从商业银行自身的监管要求来看，商业银行持有货币基金也存在监管上的不利因素，在流动性指标（LCR 指标中货币基金不属于合格优质流动性资产、流动性匹配率中属于 SPV 投资）、大额风险暴露（无法穿透，可能计入匿名账户）和系统重要性银行的监管（计入“交易性和可供出售金融资产”科目的规模）等多项监管中，持有货币基金均不利于指标达标。其中，大额风险暴露的穿透问题，未来如果货币基金改进披露标准、补充披露货币基金持仓中同一发债主体的集中度，可以解决上述问题。

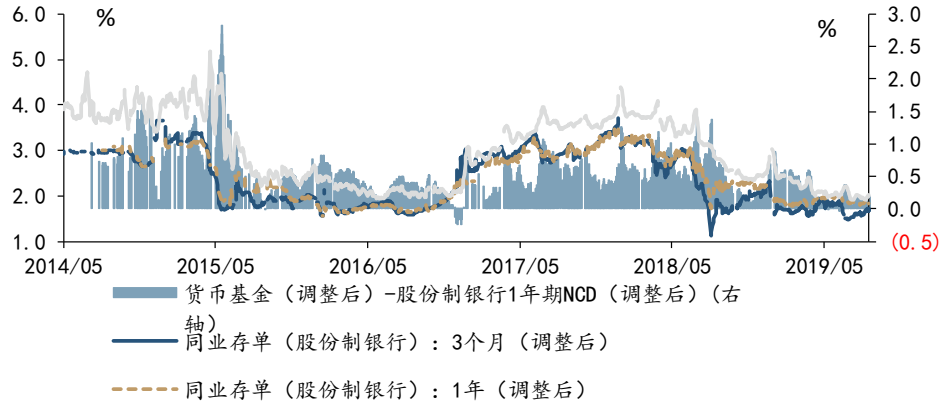
综合以上因素，由于货基收益率和 NCD 之间的利差空间收窄，同时货币基金的监管成本上升，现阶段货币基金相对于 NCD 的相对优势下降。

图表 5 货币基金和 NCD 收益率比较（未调整）



资料来源：Wind，兴业研究

图表 6 货币基金和 NCD 收益率比较（调整后）



注：调整后的收益率=市场收益率/（1+增值税率）*（1-所得税率）-风险权重*资本充足率*资本利润率-信用成本
资料来源：Wind，兴业研究

（2）票据资产：信贷属性有多少溢价？

票据资产作为货币市场工具，同时兼具信贷资产的特性，在定价上不仅取决于资金利率，还与阶段性的信贷规模松紧程度有关。由于票据的信贷属性，票据规模可以计入信贷规模统计，在流动性匹配率指标的计量中也可以作为贷

预览已结束，完整报告链接和二维码如下：
https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_10478