

多种多样的货基与类货基：国际全览与启示

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

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



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。

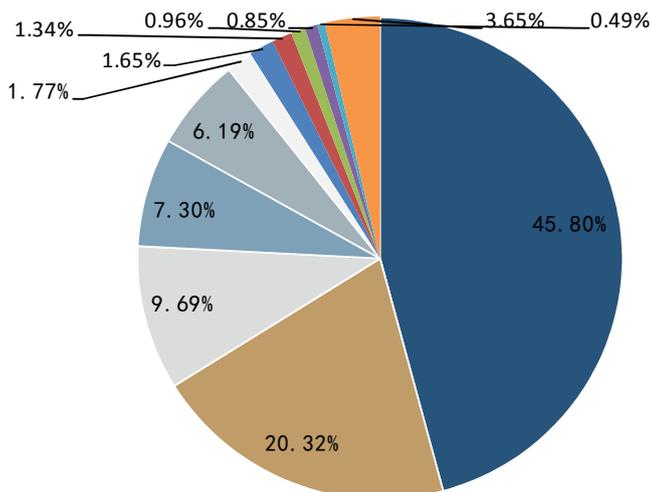
根据美国投资公司协会（Investment Company Institute, ICI）统计，截至2018年第一季度末，全球货币基金总规模已达到6万亿美元。其中规模最大的是美国与中国的货币基金，规模分别为2.79万亿美元与1.24万亿美元，占全球货基总规模比例分别达到了45.8%与20.32%，其他货币基金规模较大的国家或地区包括爱尔兰、法国、卢森堡、日本等。在这些国家或地区中，爱尔兰与卢森堡货币基金规模较大的原因主要是由于其对金融投资活动设置了一定的税收

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



■ 美国 ■ 中国 ■ 爱尔兰 ■ 法国 ■ 卢森堡 ■ 日本 ■ 韩国 ■ 巴西 ■ 墨西哥 ■ 印度 ■ 英国 ■ 其他

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乏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

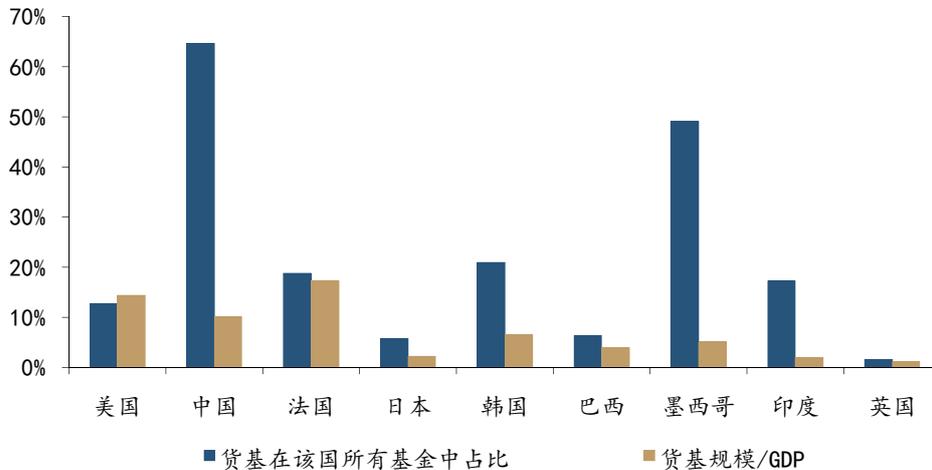
从上文中我们不难发现，各经济体货币基金的总规模存在着较大的差距。这样的差距是由于各经济体经济体量的差距？还是因为基金市场发展的差异？亦或是其他原因造成的呢？为此我们比较了货基规模较大的经济体货币基金规模与 GDP 的比值以及货币基金在所有基金中占比³。

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>

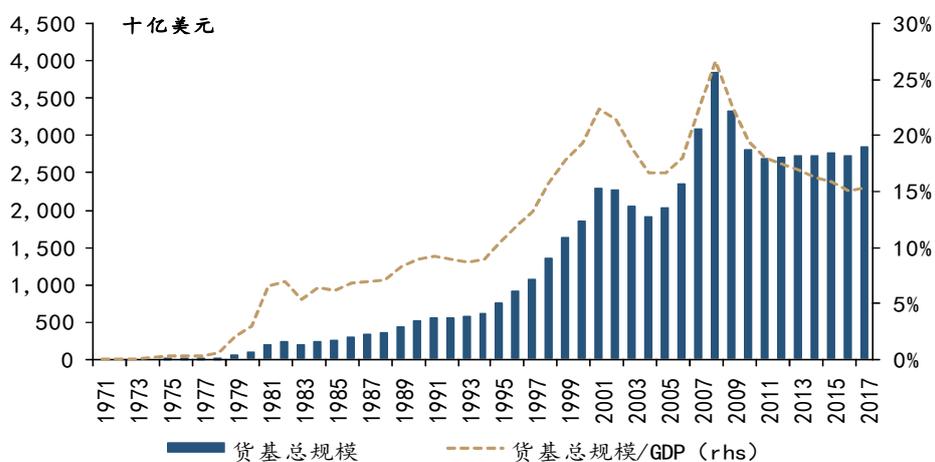
因此，避免货币基金规模过快膨胀，减小其可能造成流动性风险的根源在于进一步的推动利率市场化进程。

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

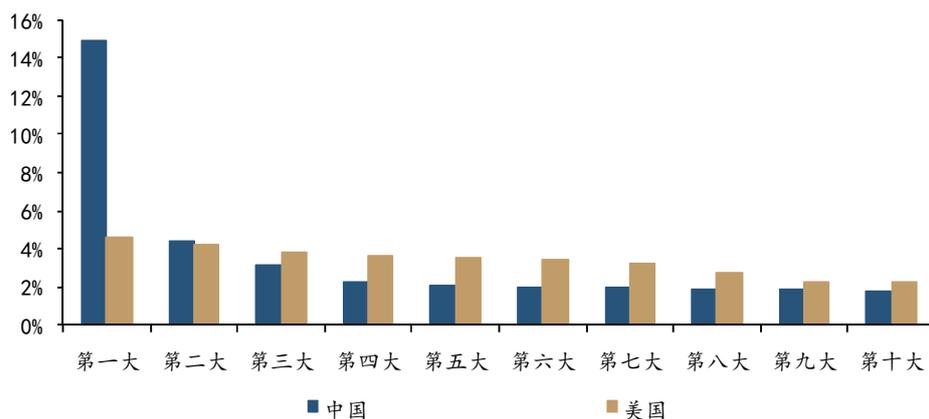
图表 4 美国货币基金相比于 GDP 相对规模



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

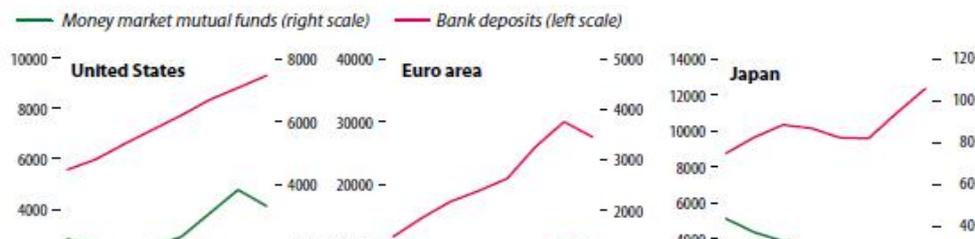


资料来源：OFR、Wind、兴业研究

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

Figure 2.12. Bank Deposits versus Money Market Mutual Funds
(In billions of U.S. dollars)



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_13888



云报告
https://www.yunbaogao.cn

云报告
https://www.yunbaogao.cn

云报告
https://www.yunbaogao.cn