

# 货币基金困局

——货币市场与流动性周度观察 2019 年第 4 期

## 摘要

2018 年第四季度货币基金季报陆续发布，2018 年货币基金主要体现如下特点：第一，货币基金发行处于停滞状态，规模冲高回落、增速放缓；第二，收益率加速下行压力使货币基金拉长久期、增加杠杆率，并不断增持债券资产特别是同业存单。

展望未来，货币基金或将继续面临收益率和规模两个方面的压力。收益率方面，银行间流动性的合理充裕有望延续，货币基金收益率易下难上。规模方面，随着银行理财新规与银行理财子公司新规先后出台，过渡期内银行类货基产品可能继续对货币基金形成一定的分流压力。

上周，虽然逆回购到期回笼流动性，但受央行开展国库现金定存、TMLF 操作以及降准的影响，流动性较为充裕，货币市场利率小幅回升。

本周资金面有望维持合理充裕，NCD 发行利率下行空间有限，票据转贴现利率或将小幅波动。

**关键词：货币基金**

宏观研究部

**赵艳超**

分析师

电话：021\_22852649

邮箱：880223@cib.com.cn

**郭于玮**

分析师

邮箱：880210@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

## 图表目录

图表 1	货币基金成立数量与发行份额 .....	3
图表 2	货币基金规模变化 .....	3
图表 3	机构投资者份额占比下降 .....	4
图表 4	短期理财型基金扩张放缓 .....	5
图表 5	货币市场利率显著下行 .....	5
图表 6	货币市场主要投资工具收益率下行 .....	6
图表 7	货基收益的相对优势缩小 .....	6
图表 8	货基资产配置（比例） .....	7
图表 9	货基债券投资分布（比例） .....	7
图表 10	货基债券投资分布（规模） .....	7
图表 11	货基投资组合平均剩余期限 .....	8
图表 12	货币基金不同期限资产占比的平均值 .....	8
图表 13	货基杠杆率 .....	9
图表 13	美国货币基金占比走势 .....	10
图表 14	上周央行操作及债券发行到期情况（亿元） .....	11
图表 15	央行逆回购投放与回笼 .....	11
图表 16	央行逆回购余额走势图 .....	12
图表 17	央行逆回购加权平均操作期限与利率 .....	12
图表 18	上周主要货币市场及相关投资品种利率变动情况 .....	13
图表 19	主要货币市场基准利率走势 .....	14
图表 20	资金利率曲线形态变化图 .....	14
图表 21	流动性分层 .....	14
图表 22	各类投资工具收益率比较 .....	15
图表 23	同业存单净融资额与发行利率走势图 .....	15
图表 24	主要票据利率走势图 .....	15
图表 25	3 个月理财收益率（分机构） .....	16
图表 26	主要利率互换品种收益率走势图 .....	16
图表 27	本周各类工具到期一览（亿元） .....	17
图表 28	本周主要流动性影响因素前瞻 .....	17

## 一、核心观点综述

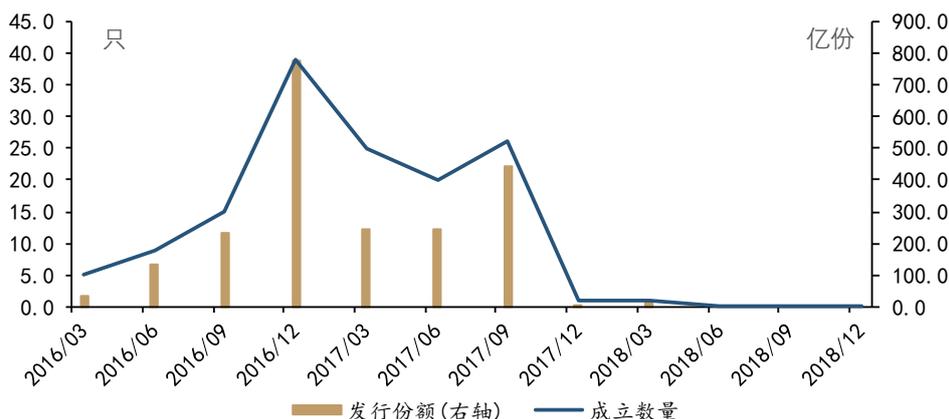
2018年货币基金第四季度报告已陆续发布。根据货币基金第四季度报告公布的数据，并纵观全年，货币基金发展主要呈现出以下特点：第一，货币基金新发行停滞，规模冲高回落、增速明显放缓；第二，收益率加速下行压力使货币基金拉长久期、增加杠杆率，并不断增持债券资产特别是同业存单。

### 1、规模冲高回落、增长受阻

#### (1) 发行继续停滞，规模增速放缓

2018年第四季度，货币基金继续维持零新发行，延续了第二季度以来态势。在新发行停滞的同时，货币基金规模的增长速度也逐步放缓。2018年第四季度末货币基金资产净值为81629亿元，较第三季度末大幅缩水7532亿元，同时货币基金资产净值在所有公募基金中的占比也从第三季度末的67.4%下滑至63.1%。2018年第二季度以来，货币基金资产净值同比增速持续下滑，第四季度末增速为14.5%，低于2017年底水平。

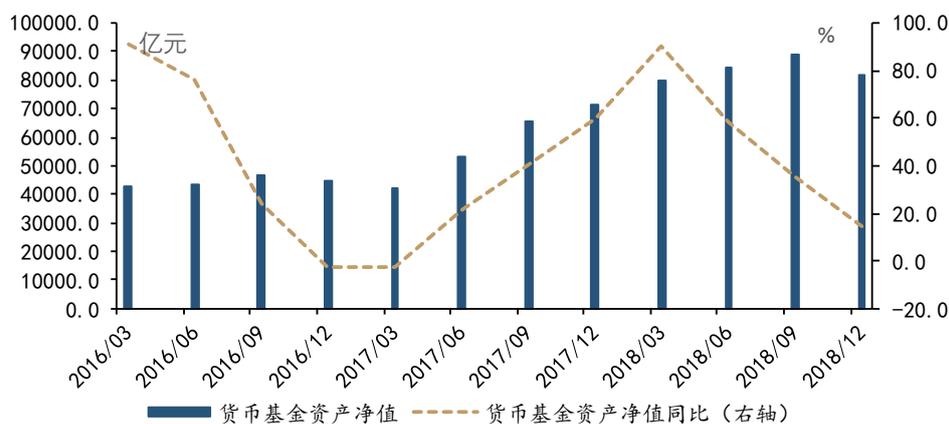
图表1 货币基金成立数量与发行份额



注：上图按基金成立日统计。

资料来源：WIND，兴业研究

图表2 货币基金规模变化



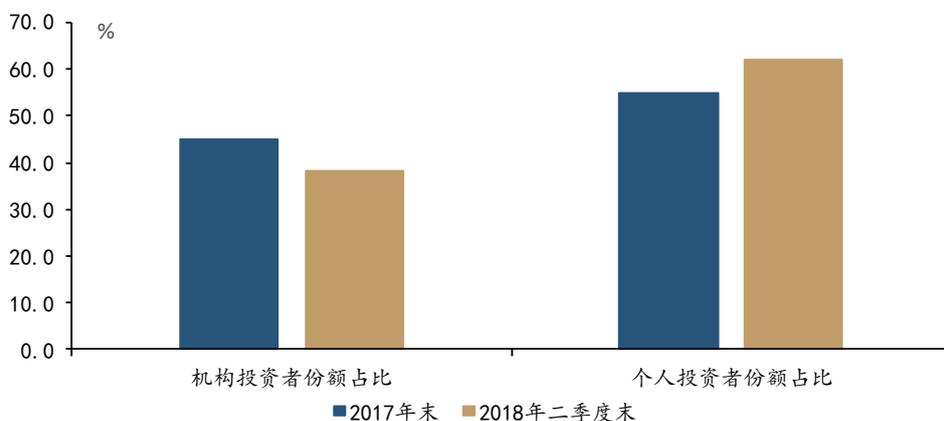
资料来源：WIND，兴业研究

### (2) 机构投资者份额占比下降

2018年，货币基金机构投资者份额占比显著下降。由于2018年末货币基金持有者结构数据尚未公布，我们采用2018年上半年末数据对比发现，上半年货币基金规模增长基本全部来自个人投资者，机构投资者份额有所下降，个人投资者逐渐成为主要增长来源。上半年末，机构投资者份额占比从2017年末的45.1%下降至38.1%。

根据我们此前的报告<sup>①</sup>，2018年上半年，机构投资者占比在90%以上的货币基金份额平均下降3.5%，而机构投资者占比在10%以下的货币基金份额平均上升202.3%，机构投资者占比较高的货币基金的萎缩与商业银行大额风险暴露新规有关。此外，货币基金收益率的快速下行也导致了机构投资者的大量赎回。

图表3 机构投资者份额占比下降



资料来源：WIND，兴业研究

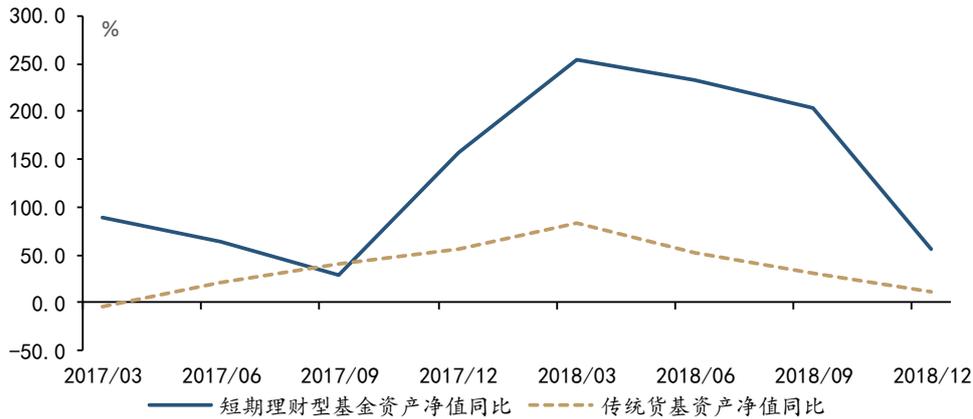
### (3) 短期理财型基金增速下滑更为明显

短期理财型基金规模在经历了上半年的快速扩张后，下半年规模开始回落，第四季度规模下降尤为明显。2018年第四季度末，短期理财型基金资产净值为5844亿元，较第三季度末减少1054亿元，资产净值同比增速由第三季度末的204.6%大幅下降至55.1%，也显著低于2017年底水平。

这种变化主要源于监管规则调整。监管部门于2018年7月下发了《关于规范理财债券基金业务的通知》，要求短期理财型基金转为市值法，且80%以上资产投资于债券。新的监管要求使得原先重点投资银行定期存款和存单等的定制基金操作模式受到约束，估值方法和投资范围的调整使短期理财基金净值波动加大，降低了短期理财型基金的客户接受度，由此导致短期理财型基金的扩张步伐放缓，规模出现萎缩。

<sup>①</sup> <https://app.cibresearch.com/shareUrl?name=0000000064b1f2cb016509011b9e4f6d>.

图表4 短期理财型基金扩张放缓

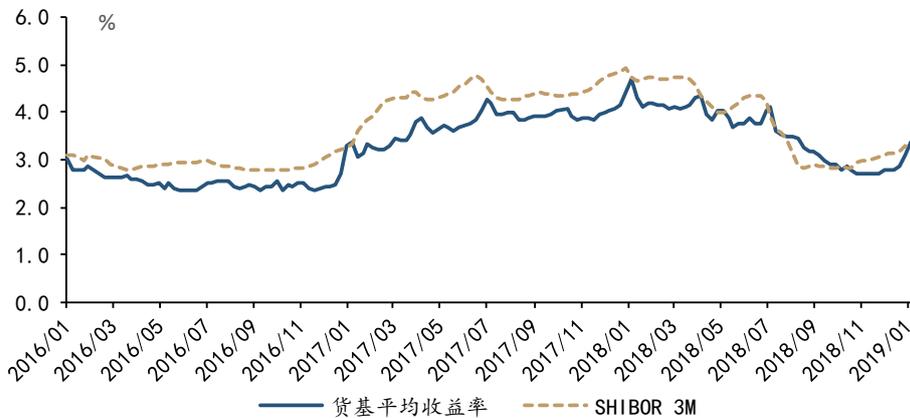


资料来源：WIND, 兴业研究

## 2、收益率承压，杠杆、久期齐加

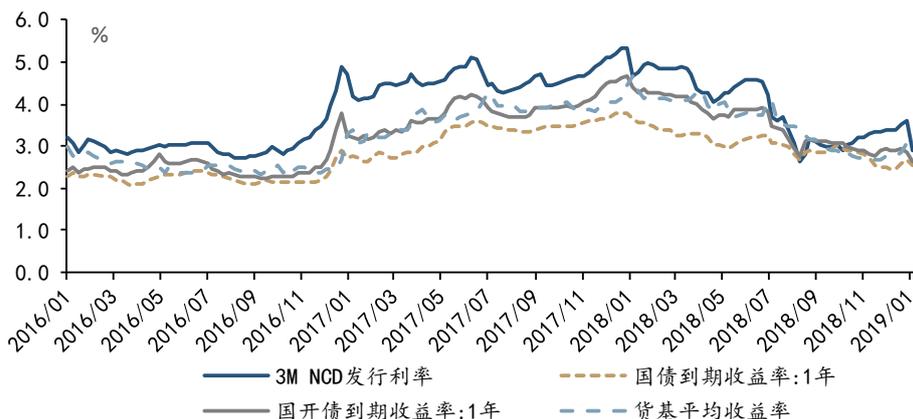
由于 2018 年第二季度以来银行间流动性较为宽松，货币市场利率显著下行，货币基金收益率逐季走低，第四季度收益率下行更为显著。2018 年第四季度货币基金的平均收益率为 2.79%，跌破 3.00%，较第三季度的 3.46% 低 67bp。2018 年全年货币基金平均收益率为 3.54%，较 2017 年下行 32bp。

图表5 货币市场利率显著下行



资料来源：WIND, 兴业研究

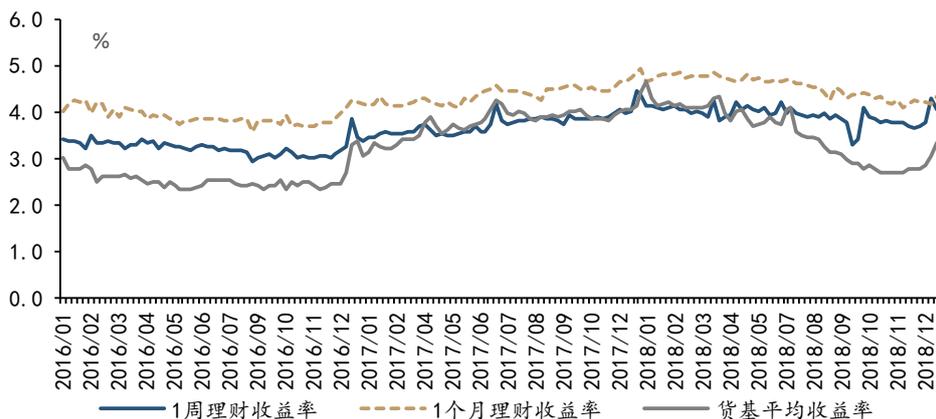
图表6 货币市场主要投资工具收益率下行



资料来源：WIND, 兴业研究

2018 年第二季度以来，货币基金收益率持续低于 1 周理财产品的收益率，并且利差在第四季度进一步走扩，货币基金相对于银行理财的吸引力下降明显。

图表7 货基收益的相对优势缩小

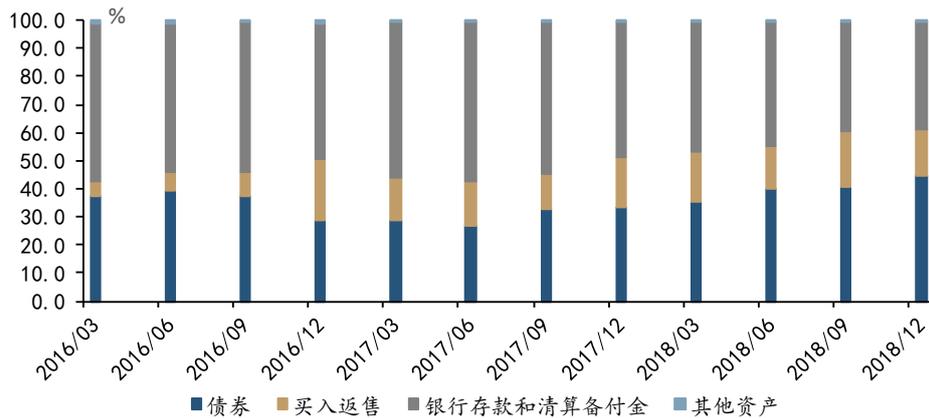


资料来源：WIND, 兴业研究

为应对收益率下行压力，2018 年以来货币基金不断增持债券资产特别是同业存单，并拉长久期、增加杠杆率。从资产配置来看，2018 年货币基金投资债券的比例逐季提升，2018 年第四季度末货币基金投资债券比例为 44.3%，较第三季度末提高 3.5 个百分点。与此同时，持有银行存款和备付金的比例从第三季度末的 39.0%下降至 38.0%。

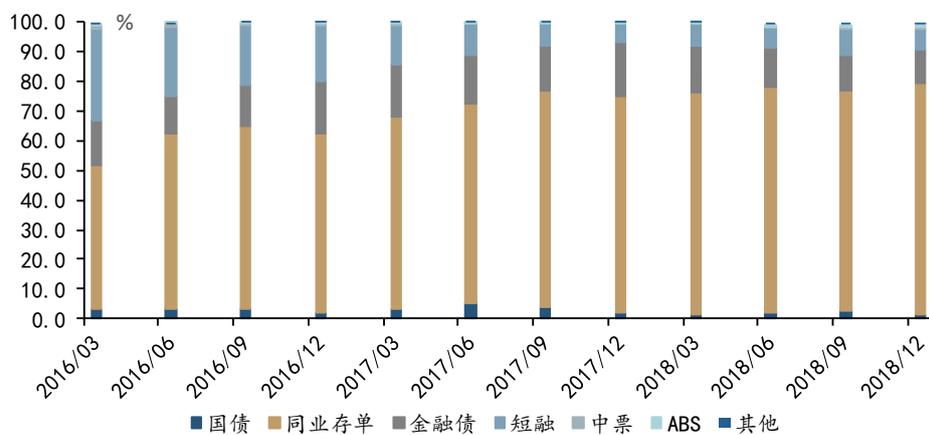
具体到债券结构中，同业存单和金融债依然是占比最大的两个品种，但是同业存单的比例进一步上升，金融债比例有所下降。第四季度末，货币基金债券投资中同业存单的比例为 77.6%，较第三季度末提高 3.3 个百分点，而金融债的投资比例下降至 11.3%。

图表 8 货基资产配置（比例）



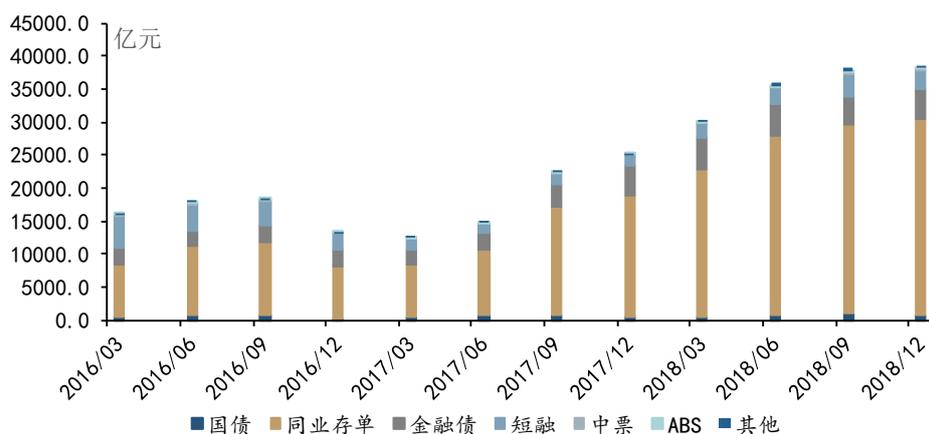
资料来源：WIND, 兴业研究

图表 9 货基债券投资分布（比例）



资料来源：WIND, 兴业研究

图表 10 货基债券投资分布（规模）



资料来源：WIND, 兴业研究

从投资期限来看，2018 年第四季度末货币基金投资组合的平均剩余期限为 78.3 天，较第三季度末微降 0.8 天，较 2017 年末大幅提高 13.1 天。具体来看，30 天以内的资产的平均比例从 2017 年底的 37.7% 下降至第四季度末的 30.5%；

而 120 天至 397 天资产的平均占比则从 2017 年底的 18.9% 提高至 25.9%，并一度在第三季度末达到 28.5% 的历史最高水平。第四季度，受跨年因素影响，3 个月期限资金利率上行较快、与长期限资金利差收窄，120 天以上长期限和 30 天以内短期限资产占比下降，三个月以内期限资产占比上升。

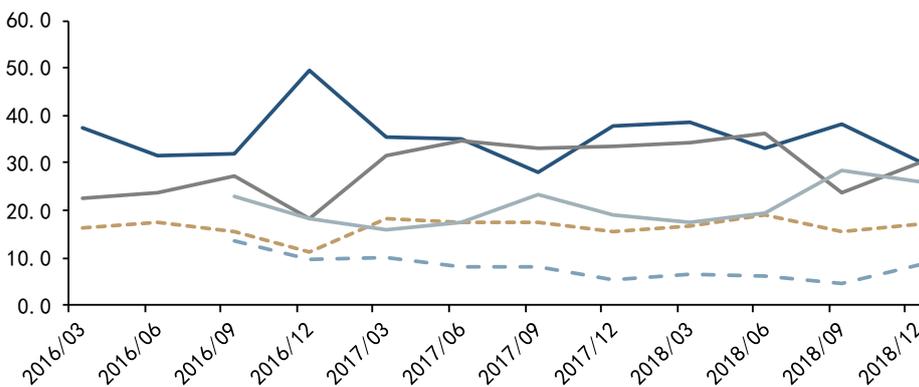
在杠杆率方面，第四季度末货币基金杠杆率为 107%，较第三季度末提高 1.6 个百分点，杠杆率接近 2016 年的较高水平。

图表 11 货基投资组合平均剩余期限



资料来源：WIND，兴业研究

图表 12 货币基金不同期限资产占比的平均值



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\\_14327](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_14327)



云报告  
https://www.yunbaogao.cn

云报告  
https://www.yunbaogao.cn

云报告  
https://www.yunbaogao.cn