

研究报告

2018 年第 53 期

2018.6.11

执笔：马素红

邮箱：

ma.suhong@icbccs.com.cn

“T+0”新规之后，货币基金业务路在何方？

要点

- 证监会与人民银行联合发布《关于进一步规范货币市场基金互联网销售、赎回相关服务的指导意见》，提出货币基金互联网销售的“三强化、六禁止”，同时规定货币基金 T+0 赎回提现不高于 1 万元上限。
- 为防范化解货币基金高速发展中潜藏的风险，监管部门自去年来连续出台了流动性管理新规、将货基纳入 M2、限制互联网平台单只货币基金规模等一系列政策。最新出台的货币基金 T+0 限额措施有助于降低货币基金运作过程中的流动性风险，长期来看有利于行业健康发展，但也会影响到客户体验，并使垫支模式及业务系统面临调整改造。
- 对于货币基金的发展前景和在基金公司业务板块中的定位，应当辩证看待。一方面，货基受到严监管的约束，将告别高速增长，但因其收益稳健、流动性高、免税及互联网技术加持等多重优势，仍具有较强的市场需求，因此仍有稳步增长空间。另一方面，基金行业已经告别依靠货基扩张规模、提升排名的时代，基金公司根据自身的风控能力、渠道特点及客户需求合理发展货币基金业务的同时，应更加强化主动投资管理能力。

重要声明：本报告中的原始数据来源于官方统计机构和市场研究机构已公开的资料，但不保证所载信息的准确性和完整性。本报告不代表研究人员所在机构的观点和意见，不构成对阅读者的任何投资建议。本报告（含标识和宣传语）的版权为中国工商银行城市金融研究所所有，仅供内部参阅，未经作者书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、上网、引用或向其他人分发。

6月1日，证监会与人民银行联合发布《关于进一步规范货币市场基金互联网销售、赎回相关服务的指导意见》（以下简称《指导意见》），即日起正式施行。这一被业界称为“T+0”新规的监管政策，自年初开始政策吹风，历经多次闭门会议征求意见才正式出台。作为规范货币基金监管系列政策中的重要一环，该《指导意见》对下一步货币基金业务发展的影响值得深入分析解读。

一、《指导意见》的政策要点及影响

新规主要涉及两方面：规范互联网货币基金销售，约束T+0赎回。目前国内申购和赎回公募基金，在代销模式下一般为T+2模式，即申购和赎回都是2个工作日到账；在基金公司直销模式下，一般为T+1模式。货币基金的T+0实时赎回业务，是由基金公司或合作银行先行垫付资金的方式，为客户提供实时流动性，待系统处理后，基金公司以赎回款去补偿垫付款。T+0并非基金公司或基金销售机构的法定义务，而是在普通赎回业务基础上开展的增值服务。T+0实时赎回的根本在于基金公司或银行垫支，这种模式在给客户提供类现金的流动性体验的同时，也隐含着一定的风险。

（一）政策要点

《指导意见》的主要内容包括：

一是在货币基金互联网销售过程中，应当严格落实“三强化、六严禁”的原则要求。即强化持牌经营要求，强化基金销售结算资金闭环运作与同卡进出要求，强化基金销售活动的公平竞争要求；严禁非持牌机构开展基金销售活动，严禁非持牌机构留存投资者基金销售信息，严禁任何机构或个人挪用基金销售结算资金，严禁基金销售结算资金用于“T+0赎回提现”业务，严禁基金份额违规转让，严禁对基金实施歧视性、排他性、绑定性销售。

二是对“T+0赎回提现业务”实施限额管理。对单个投资者在单个销售渠道持有的单只货币市场基金单个自然日的“T+0赎回提现业务”提现金额设定不高



于1万元的上限。投资者按基金合同约定的正常赎回不受影响。

三是明确货币基金“T+0赎回提现业务”垫支模式。除取得基金销售业务资格的商业银行外，禁止其他机构或个人以任何方式为“T+0赎回提现”业务提供垫支。基金管理人不得以自有资金或向银行申请授信等任何方式为货币基金“T+0赎回提现业务”提供垫支。

四是严格规范“T+0赎回提现业务”宣传推介和信息披露。基金管理人和基金销售机构在推介“T+0赎回提现业务”时，应加强风险揭示，严禁误导投资者。

五是非银行支付机构在提供基金销售支付结算业务过程中，应遵守“三不得”的原则要求。即非银行支付机构不得向投资者提供以其持有的货币市场基金份额直接进行支付（消费、转账等）的增值服务，不得从事或变相从事货币市场基金销售业务，不得为“T+0赎回提现业务”提供垫支等。

六是存量货币基金T+0赎回提现业务整改预留过渡期。存量货币基金“T+0赎回提现”业务额度调整有1个月过渡期，自7月1日起实施，垫资模式调整有6个月过渡期，自12月1日起实施。

（二）政策影响

货币基金T+0的限额措施可以有效的降低货币基金运作过程中的流动性风险，并对货币基金潜在的货币属性以及替代存款的作用进行削弱，短期将对货币基金的规模造成冲击，但长期来看有利于行业健康发展。

T+0新规对货币基金业务带来以下直接影响：

首先，T+0赎回提现的1万元额度对银行系基金公司影响较大。据统计，互联网平台的户均持有货币基金数量一般在3000-5000元，而银行系基金公司主要渠道为银行客户，其90%以上的户均持有金额高于1万元。因此，限制1万元以上的T+0赎回，将显著影响到银行系基金公司的客户体验。

其次，货币基金T+0业务垫支模式需要重新梳理。根据新规，只有商业银行才具有垫支的资格，基金公司及其他销售机构均不能为“T+0赎回提现”业务提供垫支。因此，此前由基金公司自有资金或以银行给基金公司授信方式开展垫支的，需要调整为符合新规要求垫支模式。

“T+0”新规之后，货币基金业务路在何方？

再次，货币基金相关业务系统需加快调整改造。前期，部分基金公司的货币基金业务系统直接按 T+0 快速赎回模式开发，并不支持 T+1 普通赎回功能。为了满足新规要求，应加快业务系统改造，确保在规定时间内完成 T+1 普通赎回功能开发等系统调整改造。

二、近来货币基金监管持续收紧：背景与脉络

（一）货币基金在高速发展的同时也暴露出一些风险

我国货币市场基金从 2003 年末出现至今，经历了几轮发展高峰和低潮。截至 2012 年末，货币基金资产净值超过了 7000 亿元。而货币基金真正步入爆发式增长阶段还是始于 2013 年，互联网金融兴起并开始进入货币基金领域。近两年，随着 T+0 赎回、移动支付的普及以及投资者观念的转变，互联网货币基金快速发展，行业规模持续增长。截至 2018 年 3 月末，货币基金资产净值接近 8 万亿元，占公募基金市场规模的比重超过 60%。

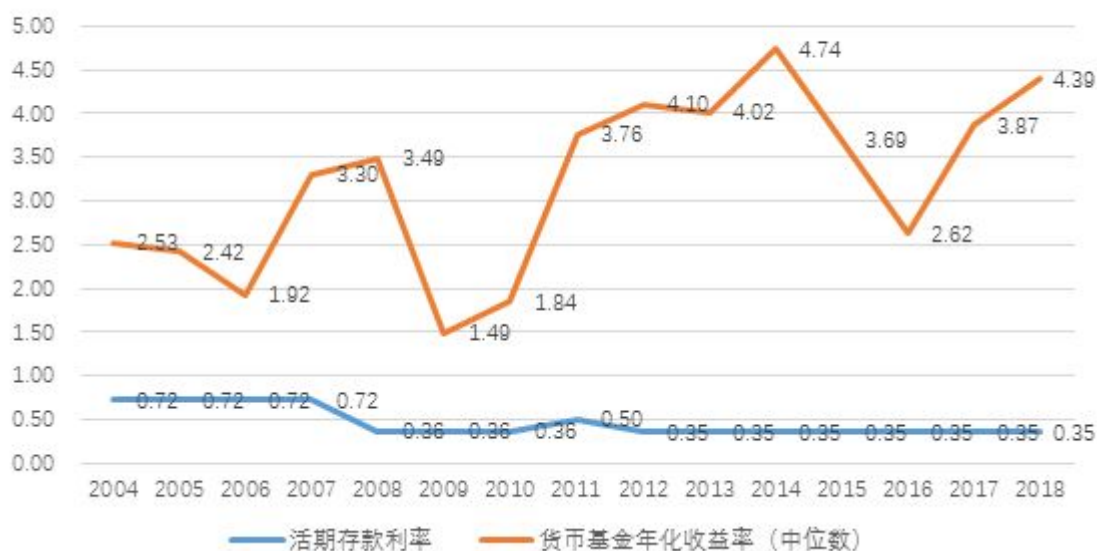
图1 我国货币基金规模及在公募基金中占比情况



数据来源：Wind，下同



图2 中国货币基金收益率与活期存款利率对比 (%)



注：货币基金收益率是根据当年全市场所有的货币基金的年收益率进行统计后取中位数。

货币基金在高速发展的同时，也暴露出一些风险。比如，2013年6月的“钱荒”、2016年末债灾，均引发货币基金的集中赎回潮，对基金公司的流动性风险和信用风险管控能力形成严峻考验。同时，货币市场基金T+0快速赎回业务发展迅猛，部分基金管理人和基金销售机构以所谓“实时大额取现”为卖点盲目扩张业务规模，部分支付机构违规提供资金垫支，给投资者带来无限流动性预期，潜在一定流动性风险隐患。

(二) 监管层多管齐下加强货币基金监管

自2017年以来，监管部门通过出台流动性管理新规、将货基纳入M2、对互联网平台单只基金规模进行窗口指导等一系列政策，持续强化货币基金监管。

1. 流动性风险新规——货基规模受风险准备金约束。2017年8月31日，证监会发布《公开募集开放式证券投资基金流动性风险管理规定》，规定基金公司货币基金规模不能超过风险准备金的200倍。对于货币基金规模已经超过风险准备金200倍的基金公司，不能公开营销宣传货币基金，不能新增货币基金

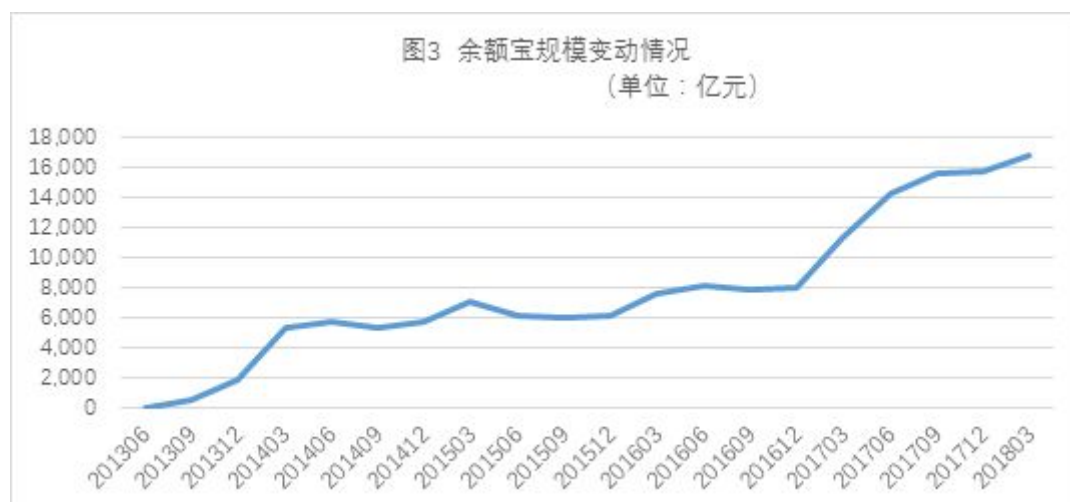
“T+0”新规之后，货币基金业务路在何方？

T+0 销售渠道。受此影响，货币基金规模增速开始放缓。

2. 货基纳入 M2。2018 年 2 月，人民银行将货币基金正式纳入 M2 统计口径。这是自 1994 年以来，央行第四次调整 M2 统计口径，也是央行首次纳入银行存款以外的项目。此次将非存货基纳入 M2，标志着央行肯定了货基“准货币”的职能，也意味着央行将从宏观审慎角度更加关注货币基金的作用，并延续对货币基金的严监管。

3. 限制互联网平台单只货币基金规模

针对“余额宝”单只货币基金规模过大潜在的风险问题，监管部门要求其严格控制规模。余额宝最初通过限购模式来控制其对接的底层货基“天弘货币”规模，自 2018 年 5 月开始，余额宝为解决规模受限、用户申购额度不能得到满足的问题，正式开启分流模式，其中原有对接的天弘货币继续实行限时、限额安排，同时引入博时、中欧、华安和国泰等基金公司的货币基金，以减缓资金外溢、维持客户粘性。



资料来源：Wind

三、货币基金市场发展前景

对于货币基金的发展前景和在基金公司业务板块中的定位，应当辩证看待。一方面，货基受到严监管的约束，将告别高速增长，但因其收益稳健、流动性



高、免税及互联网技术加持等多重优势，仍具有较强的市场需求，因此仍有稳步增长空间。另一方面，基金行业已经告别依靠货基扩张规模、提升排名的时代，基金公司根据自身的风控能力、渠道特点及客户需求合理发展货币基金业务的同时，应更加强化主动投资管理能力。

（一）货基将告别高速扩张，进入平稳发展时代

从中短期来看，受流动性新规、T+0新规等系列监管政策的影响，国内货币基金市场将告别高速扩张阶段，进入相对平稳的发展时期。虽然会受到来自银行理财产品及类货基的竞争，但在固定净值、公募基金免税优势和互联网金融平台支撑下，货基对风险偏好较低的投资者仍具有不错的配置价值。

从长期来看，尽管货币基金的产生源于利率市场化改革背景下储蓄存款与金融市场的利率差异，但美国成熟市场的经验表明，即使是在利率市场化条件下，只要银行按照议价能力定价，同时不同投资者议价能力有很大差异，不同类型存款之间的利率差异将长期存在。只要这种利差存在，货币基金（或者类似的替代品）便有存在的空间。

（二）净值型货基是一个转型方向，但市场接受度仍待检验

我国目前对所有的货币基金统一实施摊余成本法¹计价。相对于浮动净值法而言，摊余成本法下的货币基金净值不受市场价格波动的影响，净值始终保持在1元，货币基金在不出现极端情况下均为正收益。基金份额净值的稳定有利于货币基金更好的充当现金管理的工具，但也有可能使基金份额大幅度偏离其市场价值。特别是在货币基金遭遇大规模赎回时，相对于早期赎回者，未赎回（晚赎回）份额的投资者将会面临基金实际净值下降及持有基金破产的风险，造成基金的负偏离度²超标。

为了解决摊余成本法货基可能面临的负偏离度和挤兑赎回风险，监管层在提出“摊余成本法货基规模不能超过风险准备金200倍”要求的同时，还将市

¹ 摊余成本法是指证券以购入成本而不是市场价格计算其净值，按照票面利率或商定利率并考虑其买入时的溢价与折价，在其剩余期限内平均摊销，每日计提收益。

² 根据监管规定，当负偏离超过-0.25%时，需要在五个工作日之内通过各种手段降回去，当负偏离超过-0.50%时，则需要公司动用自身风险准备金进行资产购买。

“T+0”新规之后，货币基金业务路在何方？

值法货基作为一个鼓励发展的方向。目前已有包括易方达、富国、工银瑞信、中融、建信在内的多家公司上报申请市值法货基。预计未来会有更多的市值法货基出现在市场上。但根据美国的经验，2016年美国优质货基（Prime Fund）中的机构类产品根据监管要求开始采用浮动净值计价，导致此类货基的占比从2015年末的47%下降至2018年2月末的16.1%。因此，市值法货基能否为国内市场接受，还有待进一步观察。

（三）基金行业倡导主动管理能力，淡化货币基金规模评价

货币基金对基金公司评价体系的影响正在进一步弱化。此前，货币基金一度是基金公司年末冲规模的利器。这一方面是因为对规模有考核指标，另一方面也是为了提升行业知名度，便于来年开展业务。随着去年来一系列货币基金监管新规出台，货基规模增长受到约束，同时基金行业为强化主动管理能力，从2018年开始取消对货币市场基金规模评价和基金管理人货币基金资产的规模披露。从公募基金管理资产的全口径排名，转变为非货币基金规模的排名，对于货币基金规模较大的天弘基金、工银瑞信、建信基金等公司的市场排名带来较大影响。这也将倒逼公募基金在依据自身风控能力发展货币基金的同时，要回归投研主赛道，不断提升以主动投资管理能力为基础的核心竞争力。

表 1 2018 年第一季度基金公司非货币基金规模排名

排名	基金公司	2018 年 Q1 规模 (亿元)	2017 年 Q4 规模 (亿元)	排名变化 (较上期)
1	易方达基金	3007.31	2882.10	0
2	中银基金	2689.45	2327.86	2
3	华夏基金	2394.56	2498.19	-1
4	广发基金	2333.53	1888.66	4
5	嘉实基金	2333.09	2442.67	-2
6	博时基金	2190.29	2265.10	-1
7	汇添富基金	2159.42	1891.80	0
8	南方基金	1978.55	2115.66	-2
9	招商基金	1580.90	1830.29	0
10	建信基金	1464.79	1426.65	0
11	富国基金	1382.12	1304.67	0



12	工银瑞信基金	1364.73	1300.00	0
13	华安基金	1193.54	1231.42	0
14	兴全基金	1189.60	838.98	3
15	农银汇理基金	1041.19	1012.56	-1

资料来源：东方财富 Choice 数据库

表 2 2018 年第一季度基金公司公募资产规模排名

排名	基金公司	资产合计(亿元)
1	天弘基金	19,904.39
2	易方达基金	6,670.29
3	工银瑞信基金	6,136.59
4	建信基金	5,707.01
5	南方基金	4,778.52
6	华夏基金	4,312.53
7	博时基金	4,174.59
8	中银基金	4,029.52
9	汇添富基金	3,986.97
10	嘉实基金	3,854.31
11	招商基金	3,805.49
12	广发基金	3,411.89
13	鹏华基金	3,100.43
14	银华基金	2,332.28
15	农银汇理	2,165.59

资料来源：Wind

注：上表数据是根据公开披露数据统计生成，不作为正式行业排名

依据。