市值法货币基金：告别“稳赚不赔”

推出市值法货币基金，旨在教育投资者，使其意识到货币基金的资产价值会随市场变化而变化，也有利于使我国的基金行业更安全透明。

文 | 黄伟平

货币基金是集聚社会闲散资金，由基金经理参与运作，托管人保管的一种开放式基金。一直以来，我国货币基金均采用的是摊余成本计价，即投资的债券、证券等资产，按照票面利率或协议利率并考虑其买入时的溢价和折价，在剩余存续期内按照实际利率法摊销，每日计提损失或收益，净值始终为 1 元，增加的收益以份额体现。

随着 2017 年基金流动性新规和 2018 年 4 月底资管新规的出台，监管打破刚性兑付的意图明显，市值法货币基金开始登场。

有何不同

市值法货基完全按照资产市场交易价格来定价，并用“净值”的形式显示。与传统的摊余成本货基相比，市值法货基具有以下特点。

对投资者最具吸引力的是，可能提高收益

率。两种基金对不同资产的估值不同，会造成资产配置上的差异，导致收益率不同。在摊余成本法下，短期融资券在买入成本的基础上打八折形成折扣收益，但是只有当基金经理卖出时才会实现这部分收益，这导致摊余成本货基投资短融券比例不高。而市值法货基会投资更多收益率更高的短融券。因而在短融券的收益率相对存款等更高时，市值法货基可以通过投资更多的此类资产提高收益。

对基金管理人来说，则能降低投资风险。市值法货基打破了基金公司兜底的“刚兑保本”机制。过去货基一直被认为是“稳赚不赔”，实际是在摊余成本法下基金管理人在货基净值低于账面价值时，使用风险准备金或固有资产来弥补潜在的资产损失。市值法货基则不存在这个问题，基金收益全部反映在价格上，在极端情况下投资者会面临大幅盈利或亏损。市值法货基也对基金公司的风控和投资能力提出挑战，如何控制市值法货基波动率将会成为吸引投资者的重点。

同时，还可以降低风险准备金。流动性新规要求，同一基金管理人所管理的采用摊余成本法核算的货币市场基金的月末资产净值合计不得超过其风险准备金月末余额的 200 倍，否则风险准备金计提比例提高至 20%。市值法货币基金受风险准备金的约束少，便于基金经理扩大规模。此外，市值法货基也不受基金持有人的集中度、可投资标的、剩余期限等约束，监管风险较低。

因势利导

今年以来国家对货币基金的监管趋严，截至 5 月 18 日，市场上共有 539 只新基金成立，公募基金数量和规模持续攀升，但是竟然没有 1 只新的货币基金，已经申报的货基审批也多处于停滞状态，而在去年同期，市场上新成立的货基数量为 94 只。

与此同时，多家公募基金对市值法货币基金跃跃欲试。1 月 29 日，易方达基金首先向证监会网站上报了易方达市值法货币基金。4 月，建信基金和中融基金紧随其后。截至 5 月底，已经有 5 家基金公司申报了 6 只市值法货币基金，目前证监会已经完成其中 4 只基金的第一次反馈意见。

从 2017 年下半年以来，监管层开始强调金融控杠杆、防风险，出台了一系列政策。2017 年 8 月 31 日出台了《公开募集开放式证券投资基金流动性风险管理规定》，俗称“流动性新规”，其中货基是监管重点，新规对货基的投资者集中度、风险准备金、流动性管理和信息披露都进一步限制。而资管新规的核心，就是“去刚兑”，保本理财将成为历史，这对于具有潜在“刚兑保本”性质的摊余成本法货基造成较大冲击。在过去，货基一直被认为“稳赚不赔”，一方面是因为摊余成本法货基将存续期内的所有收益平摊到每一天，这种核算方法熨平了基金净值的变化，缩小了其波动率；另一方面，监管要求当货基的实际净值比账面净值低 0.5% 以上的时候，基金经理需要使用风险准备金来弥补潜在的资产损失。

此外，按资产新规规定，金融机构对资产管理产品应当实行净值化管理，坚持公允价值计量原则，鼓励使用市值计量，仅有满足条件的封闭式私募资管产品才能使用摊余成本法，这意味着过渡期后货基将全部转换为浮动净值法。打破刚性兑付和净值化管理的政策基调，促使基金公司尽早布局，积极申报市值法货基。

教育投资者

近日，基金业协会召开了两场关于货基的研讨会，讨论了市值法货基相关指引，是否将市值法货基更名为浮动净值货基，是否征收惩罚性赎回费，将初始净值设定为 100 元等。监管层认为更名为浮动净值货基会提醒投资者资产波动，初

资管新规的核心，就是“去刚兑”，保本理财将成为历史，这对于具有潜在“刚兑保本”性质的摊余成本法货基造成较大冲击。

TIPS

短期融资券

短期融资券是指在银行间债券市场发行和交易并约定在一定期限内（365 天以内）还本付息的有价证券，优势是市场化定价，发行成本低，无需担保、抵押，实行余额管理。

2018 年以来上报的市值法货基

基金公司	基金名称	受理日	所处阶段
易方达	市值法货币市场基金	2018 年 2 月 5 日	第一次反馈意见
富国	安惠市值法货币市场基金	2018 年 3 月 20 日	第一次反馈意见
中融	市值法货币市场基金	2018 年 4 月 12 日	第一次反馈意见
建信	日日鑫市值法货币市场基金	2018 年 4 月 16 日	第一次反馈意见
华宝	市值法发起式货币市场基金	2018 年 5 月 9 日	
南方	市值法货币市场基金	2018 年 5 月 18 日	

资料来源：蓝琼财经

始净值设定为 100 元主要考虑到基金净值波动很小，保持 1 元净值的话可能会有 4 位小数点。对于是否征收惩罚性赎回费目前并没有统一意见，市值法货基本身并不支持惩罚性费率，但是大额赎回还是会对剩下的持有人产生较大的不利影响。 此外，关于市值法货基的认购、申购门槛等都还在讨论中。

推出市值法货基的初衷旨在教育投资者，让他们意识到货基的资产价值会随市场变化而变化，促使他们及时调整持仓，有利于使我国的基金行业更安全透明。

然而，业界关于投资者对市值法货基的接受度依然存疑。有基金公司人士坦言，除了不受 200 倍风险准备金约束，市值法货基和摊余成本货基在投资范围等方面基本没有区别，习惯了保本的投资者不一定会接受净值会出现亏损的市值法货基。

从美国的例子来看，经历金融危机中货币基金的大幅波动赎回后，SEC 对货基的流动性、期限、质量都进一步限制，最终在 2014 年开始货基改革，对优质货基采用浮动净值计价，并针对所有货基在赎回压力大的时候征收流动性费用并设置赎回门槛。一时间，机构投资者更倾向于投资于不受浮动净值影响的政府货基，尽管基金总规模并未发生变化，但净值法货基规模大幅萎缩（优质货币基金和市场货币基金）而摊余成本法货基快速增长。此后，随着净值法货基的稳健表现和投资者接受度的提高，净值法货基逐渐回升，目前规模 2000 亿美元左右（占货基总规模的 7.05%），存量净值货基处于净增长。依据这一经验，变革推出的初期确实会打击投资者投资货基的积极性，造成市值法货基规模的大幅萎缩，但是长期来看，投资者还是会逐渐接受市值法货基。

为了吸引投资者，未来应该给予市值法货基在投资上与摊余成本法货基一定区别，放宽投资限制。在投资标的方面，目前国内货基的投资结构还是以银行存款为主，为了增加市值法货基的吸引力，可以将范围扩大到优质企业债、大额存单等，通过增加产品丰富度来增加流动性。投资形式方面，在持有人自负盈亏的情况下，可放宽流动新规中规定的货币基金持有人结构与久期一一对应的限制。与此相对，也可以加强对摊余成本法货基的监管，压低其收益率，比如提高投资现金和国债的比例等。

（作者系兴业证券首席固收分析师）