

## 【债券深度报告】

## 重要货基名单公布，整改压力大么？

## ——机构行为系列专题之二十一

## ❖ 一、重要货币基金名单公布

2024年2月9日，证监会发布首批重要货币市场基金名录。确定13支重要货币市场基金，表示相关基金管理人和产品均已按照《重要货币市场基金监管暂行规定》做好相应调整和准备工作，要求在公示后3个月内调整完毕。

本次公布的13支重要货基规模达2.2万亿，占有货基的19.5%，多数基金或是由于同一渠道、相同管理人合并计算的规模达标而被划分为重要货基。

## ❖ 二、13支重要货基投资运作达标情况

本文主要根据2023年末基金季报数据对重要货币基金各维度指标进行测算，与目前实际运行情况可能存在差异，测算结果仅供参考。

1、杠杆率：半数不满足，或需压降近400亿正回购。

2、久期：13支或均已满足监管要求。

3、信用评级：一般机构内部评级比外部评级更为严格，外部主体评级低于AAA或中债隐含评级低于AAA-的标的，可能更难达到内评“较高级”的标准，若按此标准筛选或至少7支基金需要整改，需减持近700亿低资质存单。

4、投资集中度：2支基金配置国债以及口行债的比例超过资产净值的5%，或需要抛售15亿政金债才能达标；4支基金配置政金债比例超过5%，需要注意分散主体投资。

5、流动性：流动性受限资产指标或难达标，流动性资产和存款指标达标难度不大。（1）流动性资产指标：基本满足，4支基金或需短期化逆回购期限结构；（2）流动性受限资产指标：12支不满足，或需压降近680亿正回购释放抵押债券；（3）银行存款指标：3支不满足，或需减持近百亿非活期存款。

6、交易对手：2支基金资金融出意愿不大，逆回购占比不到10%，其余基金需关注逆回购中私募资管产品为交易对手的占比。

## ❖ 三、影响：资产抛售冲击或有限，关注基金投资策略受限和资金市场新变化

1、重要货基因监管标准提高而调仓，资产抛售对市场的直接冲击可能不大。（1）需要直接压降的资产占全市场比重较小。（2）监管给予3个月整改期，多数重要货基持有资产规模有60%-70%的剩余期限在3个月以内，大部分未达标资产或可自然到期。

2、重要货基增强收益手段更加受限，久期已提前调整，新规或进一步影响杠杆套利策略、高静态策略和高趴账现金策略的收益。（1）多数重要基金杠杆套利策略或受限：54%的重要货基需要降低杠杆率到110%以下，为满足流动性受限指标，92%的重要货基需要限制债券正回购交易中作为抵押的债券比例。

（2）多数重要基金高静态策略或受限：普通货基可适当信用下沉增厚收益，而重要货基“较高级”的内评要求更加严格，或限制基金对中小行存单的配置以及信用债评级下沉等高静态策略。（3）部分重要基金高趴账现金策略或受限：为满足流动性指标，重要货基需增加5个交易日以内逆回购比例，并控制非活期存款占比不超过资产净值的50%，会影响高趴账现金策略收益，不过鉴于超半数基金监管指标已达标，预计影响或相对有限。（4）重要货基实现偏高的收益难度更大，对管理人“择时能力”的依赖更强。

3、重要货基逆回购体量较大，资金融出期限短期化、提高向私募户“出钱”的限制等或对资金市场产生影响。（1）5个交易日以内的短期逆回购供给或将有所加大，有利于降低跨年、跨季、跨节等时点的资金波动。（2）重要货币基金逆回购交易对手的内部信用评级以及私募资管产品占比限制的要求下，偏低资质主体向重要货基借钱的难度增加，不同主体的资金分层可能会有所加剧。

## ❖ 风险提示：重要货基整改压力超预期；数据可得性有限、披露滞后，测算结果与目前实际运行情况可能存在差异。

## 华创证券研究所

## 证券分析师：周冠南

电话：010-66500886

邮箱：zhouguannan@hcyjs.com

执业编号：S0360517090002

## 证券分析师：许洪波

电话：010-66500905

邮箱：xuhongbo@hcyjs.com

执业编号：S0360522090004

## 相关研究报告

《【华创固收】TLAC非资本债券供给测算与投资价值展望——聚焦大金融债系列之二》

2024-02-06

《【华创固收】低利率环境下信用择券如何选择？——从2023Q4前五大持仓看债基信用策略》

2024-02-05

《【华创固收】违约“明牌”之年——2023年信用债市场违约年鉴》

2024-02-05

《【华创固收】债基突破9万亿，货基赎回压力增加——债基、货基2023Q4季报解读》

2024-01-31

《【华创固收】转债仓位高位延续，底部企稳政策发力——23Q4公募基金可转债持仓点评》

2024-01-28

## 投资主题

### 报告亮点

- 1、机构行为视角解读重磅货币基金监管文件：**本文系统梳理了《重要货币市场基金监管暂行规定》的监管规定，并与普通货币基金以及现金管理类理财的监管要求进行对比。
- 2、定量测算结合定性分析，明确新规对名单中的重要货币基金影响方向及程度：**对重要货币基金需要满足的每一条监管指标结合基金运作数据进行逐项分析，从而对基金整改的压力进行定量测算。
- 3、聚焦投资侧，对重要货币基金投资行为和市场影响进行详细分析。**将重要货币基金指标达标情况与各类投资策略相结合，落脚货币基金组合管理变化，并分析逆回购调整对资金市场的影响。

### 投资逻辑

本篇报告的主要逻辑框架：

重点梳理《重要货币市场基金监管暂行规定》的监管要求，分析 13 支重要货币基金的各项监管指标是否满足，并对基金投资行为和市场影响进行分析。

**(1) 梳理重要货币基金名单和划分标准。**根据监管要求、基金规模及持有人情况，确定多数重要货币基金的划分标准或是同一渠道、相同管理人合并计算的规模达标。

**(2) 判断重要货币基金指标达标情况以及整改压力。**基于杠杆率、久期、信用评级、投资集中度、流动性、交易对手等多项监管要求，根据基金季报和中报的运作数据进行一一构建指标，判断重要货币基金在各个投资维度的整改压力。

**(3) 分析新规对重要货基投资行为和市场影响。**根据重要货基达标情况，资产抛售对市场的直接冲击可能不大，影响一方面体现在基金投资行为，尤其是增强收益策略更加受限；另一方面，对于资金市场，基金逆回购的调整利于降低跨年、跨季、跨节等时点的资金波动，但不同主体的资金分层可能会有所加剧。

# 目 录

一、重要货币基金名单公布 .....	5
二、13支重要货基投资运作达标情况 .....	6
(一) 杠杆率: 半数未达标, 或需压降近 400 亿正回购 .....	8
(二) 久期: 13 支或均已满足监管要求 .....	8
(三) 信用评级: 至少 7 支不满足, 或需减持近 700 亿低资质存单 .....	9
(四) 投资集中度: 2 支不满足, 4 支配置政金债或需要分散主体 .....	9
(五) 流动性: 流动性受限资产指标或难达标, 流动性资产和存款指标达标难度不大 .....	10
(六) 交易对手: 多数基金需要控制私募资管产品作为逆回购交易对手的占比 .....	12
三、影响: 资产抛售冲击或有限, 关注基金投资策略受限和资金市场新变化 .....	13
四、风险提示 .....	15

## 图表目录

图表 1 “重要货币市场基金”的定义及评估标准	5
图表 2 13 支重要货币基金名单	6
图表 3 重要货币基金、普通货币基金、银行现金理财，三者监管差异	6
图表 4 13 支重要货基杠杆率达标情况（2023Q4）	8
图表 5 13 支重要货基久期达标情况（2023Q4）	8
图表 6 重要货基重仓券评级情况（2023Q4）	9
图表 7 重要货基隐含评级 AAA-以下的重仓券（2023Q4）	9
图表 8 7 支重要货基重仓券规模最大主体为政策行	10
图表 9 6 支重要货基重仓券规模最大主体为商业银行	10
图表 10 重要货基投资集中度情况（2023Q4）	10
图表 11 2023 年末，货币基金逆回购余额的期限分布	11
图表 12 重要货基流动性资产占比（2023Q4）	11
图表 13 重要货基流动性受限资产比例及降压规模	11
图表 14 13 支重要货基银行存款类型占比分布（2023Q4）	12
图表 15 13 支重要货基逆回购占货基净值比例（2023Q4）	13
图表 16 重要货基因监管标准提高需要调整的资产汇总	13
图表 17 13 支重要货基资产剩余期限分布情况（2023 年中报）	14
图表 18 2023 年末，重要货基监管指标达标情况汇总	15

2024年2月9日，中国证监会发布首批重要货币市场基金名录，确定13支货币市场基金产品为重要货币市场基金，表示相关基金管理人和产品均已按照《重要货币市场基金监管暂行规定》（以下简称“重要货基新规”）做好相应调整和准备工作，要求在公示后3个月内调整完毕。

### 一、重要货币基金名单公布

2023年2月，证监会发布《重要货币市场基金监管暂行规定》，于2023年5月16日起正式施行。其中就“重要货基”的划分标准而言，单个货基主要考察其规模和持有人数量，即规定两条线，一条是净值2000亿（连续20个交易日），另一条是持有人数量5000万个（连续20个交易日）；若单支货基满足上述两条线中的一条，即可能被界定为“重要货基”；若单支货基均不满足，还要从销售机构维度，考察同一管理人合并计算的货基规模是否满足。

图表 1 “重要货币市场基金”的定义及评估标准

条款	重要货币市场基金监管暂行规定
定义	本规定所称 <b>重要货币市场基金</b> 是指因基金资产规模较大或者投资者人数较多、与其他金融机构或者金融产品关联性较强，如发生重大风险，可能对资本市场和金融体系产生重大不利影响的货币市场基金。
初评范围	货币市场基金满足下列任一条件的，基金管理人应在10个工作日内主动向中国证监会报告： （一）基金资产净值连续20个交易日超过 <b>2000亿元</b> ； （二）基金份额持有人数量连续20个交易日超过 <b>5000万个</b> ； （三）中国证监会认为符合重要货币市场基金特征的其他标准。 同一基金管理人管理且在 <b>同一基金销售机构销售的不同货币市场基金</b> 应予以合并计算。
评估指标及确定名单	中国证监会将对基金管理人上报的货币市场基金予以评估，评估标准包括但不限于 <b>基金资产净值、关联度、可替代性和复杂性</b> 。中国证监会将根据评估结果及相关辅助信息确定重要货币市场基金名单并按规定公示。公示后3个月内，重要货币市场基金应当符合本规定要求。对于已连续3个月不满足第四条规定条件的重要货币市场基金，中国证监会可以将其移出重要货币市场基金名单。
资料来源：	证监会，华创证券

本次公布的13支重要货基规模合计达2.2万亿，占有货币基金的19.5%，多数基金或是由于同一渠道、相同管理人合并计算的规模达标而被划分为重要货基。（1）**规模达标情况**：2023年四季度末，天弘余额宝、易方达易理财、南方现金通满足资产净值超过2000亿元的要求，其余10支重要货基的规模在2000亿元以下，但同一管理人合并后的规模均超过2000亿元，推测是同一渠道、相同管理人合并计算后规模达标因此被划分为重要货基。（2）**持有人数量达标情况**：根据2023年中报统计，仅天弘余额宝持有人数量在5000万以上，其余基金不论是单只基金份额持有人还是合并同一管理人后的基金份额持有人数量均不及5000万。

**图表 2 13 支重要货币基金名单**

代码	基金简称	基金成立日	基金管理人	资产净值(亿元)	持有人数量(万)	管理人合并基金规模(亿元)	管理人合并基金持有人数量(万)	重要货币市场基金满足条件 (一) 基金资产净值连续20个交易日超过2000亿元; (二) 基金份额持有人数量连续20个交易日超过5000万个; (三) 中国证监会认为符合重要货币市场基金特征的其他标准。 同一基金管理人管理且在同一基金销售机构销售的不同货币市场基金应予以合并计算。
000198.OF	天弘余额宝	2013-05-29	天弘基金	7023	74,551	7,023	74,551	满足(一) 满足(二)
000359.OF	易方达易理财	2013-10-24	易方达基金	2558	2,797	2,871	3,181	满足(一)
000704.OF	易方达天天增利	2014-06-25	易方达基金	313	384	2,871	3,181	合并后满足(一)
000493.OF	南方现金通	2014-01-21	南方基金	2102	0	2,784	897	满足(一)
000816.OF	南方理财宝	2014-12-05	南方基金	682	897	2,784	897	合并后满足(一)
000397.OF	汇添富余额宝	2013-12-13	汇添富基金	1923	2,439	2,581	3,652	合并后满足(一)
000330.OF	汇添富现金宝	2013-09-12	汇添富基金	658	1,213	2,581	3,652	合并后满足(一)
000848.OF	工银添益快钱	2014-10-22	工银瑞信基金	1319	1,203	2,401	2,471	合并后满足(一)
000677.OF	工银现金快钱	2014-09-23	工银瑞信基金	1082	1,268	2,401	2,471	合并后满足(一)
000343.OF	华夏财富宝	2013-10-25	华夏基金	1833	2,729	2,287	3,329	合并后满足(一)
003003.OF	华夏现金增利	2004-04-07	华夏基金	454	600	2,287	3,329	合并后满足(一)
000475.OF	广发天天利	2014-01-27	广发基金	1135	26	2,011	921	合并后满足(一)
000509.OF	广发钱袋子	2014-01-10	广发基金	876	895	2,011	921	合并后满足(一)

资料来源: Wind, 证监会, 华创证券; 注: 资产净值为 2023 年末数据, 持有人数量为 2023 年中报数据

## 二、13 支重要货基投资运作达标情况

相较普通货基和现金管理类理财, 重要货基新规对重要货基在杠杆、久期、评级、投资集中度、流动性、交易对手等方面的要求收紧。本次公布的 13 支重要货基运作情况是否符合监管要求, 哪些领域的整改压力较大?

需要注意的是, 本文主要根据 2023 年末基金季报数据对重要货币基金各维度指标进行测算, 基金在 2024 年已经发生的实际运作过程中可能导致部分数据出现变化而影响测算结果。

**图表 3 重要货币基金、普通货币基金、银行现金理财, 三者监管差异**

条款	重要货币市场基金 (重要货币市场基金监管暂行规定)	普通货币市场基金 (货币基金监督管理办法、公募基金流动性新规)	银行现金管理类产品 (规范现金管理类产品管理通知、理财公司理财产品流动性风险管理办法)
投资指标	(一) 持有一家公司发行的证券市值不得超过基金资产净值的 5%;	(一) 同一机构发行的债券、非金融企业债务融资工具及其作为原始权益人的资产支持证券占基金资产净值的比例合计不得超过 10%, 国债、中央银行票据、政策性金融债券除外;	(一) 每支现金管理类产品投资于同一机构发行的债券及其作为原始权益人的资产支持证券的比例合计不得超过该产品资产净值的 10%, 投资于国债、中央银行票据、政策性金融债券的除外;
	(二) 投资于具有基金托管人资格的同一商业银行发行的金融工具占基金资产净值的比例不得超过 15%;	--	--
	(三) 持有债券、资产支持证券、银行存款、同业存单等金融工具的内部信用评级, 以及债券逆回购交易的交易对手的内部信用评级应当为 <b>较高</b> 级;	(三) 货币市场基金投资于 <b>主体信用评级低于 AAA</b> 的机构发行的金融工具占基金资产净值的比例合计 <b>不得超过 10%</b> , 其中单一机构发行的金融工具占基金资产净值的比例合计不得超过 2%; <b>不得投资信用等级在 AA</b>	(三) 每支现金管理类产品投资于所有 <b>主体信用评级低于 AAA</b> 的机构发行的金融工具的比例合计不得超过该产品资产净值的 10%, 其中单一机构发行的金融工具的比例合计不得超过该产品资产净值的 2%; 本款所称金融工具包括债券、银行存款、同业存单、相关机构作为原始权益人的资产支持证券及银保监会认可的其他金融工具;

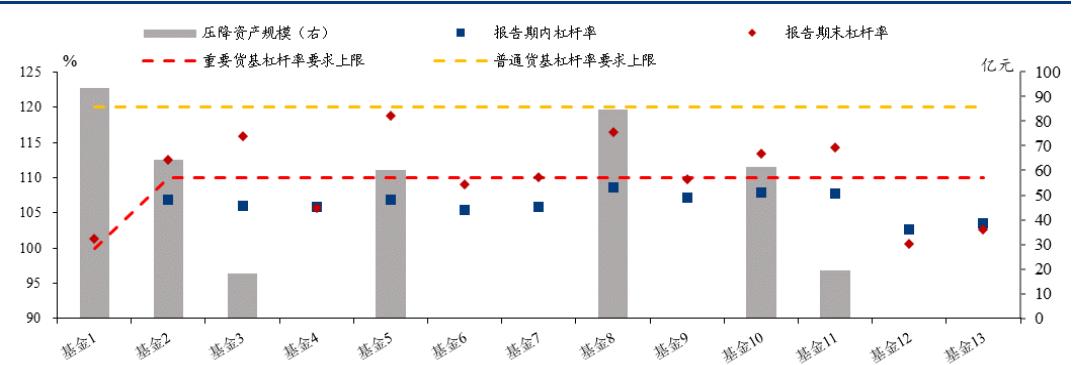
	<p>+ 以下的债券与非金融企业债务融资工具;</p>	
	<p>(四) 涉及私募资管产品的债券逆回购交易余额合计不得超过基金资产净值的 <b>10%</b>, 相关质押券等担保品计入第 (一) 项规定的比例且其内部信用评级应当为<b>较高级</b>; 其中, 涉及同一私募资管产品的债券逆回购交易余额不得超过基金资产净值的 <b>1%</b>;</p>	--
	<p>(五) 投资组合中现金、国债、中央银行票据、政策性金融债券以及 5 个交易日到期的其他金融工具占基金资产净值的比例不得低于 <b>20%</b>;</p>	<p>(五) 每支现金管理类产品持有不低于该产品资产净值 <b>10%</b> 的现金、国债、中央银行票据、政策性金融债券以及五个交易日内到期的其他金融工具;</p>
	<p>(六) 主动投资于流动性受限资产合计不得超过基金资产净值的 <b>5%</b>, 投资于有存款期限的银行存款 (含协议约定可无条件提前支取的银行存款) 的规模不得超过基金资产净值的 <b>50%</b>;</p>	<p>(六) 单支货币市场基金主动投资于流动性受限资产的市值合计不得超过该基金资产净值的 <b>10%</b>。货币市场基金投资于有固定期限银行存款的比例, 不得超过基金资产净值的 <b>30%</b>, 但投资于有存款期限, 根据协议可提前支取的银行存款不受上述比例限制;</p>
	<p>(六) 主动投资于流动性受限资产合计不得超过基金资产净值的 <b>5%</b>, 投资于有存款期限的银行存款 (含协议约定可无条件提前支取的银行存款) 的规模不得超过基金资产净值的 <b>50%</b>;</p>	<p>(六) 每支现金管理类产品投资于流动性受限资产, 合计不得超过该产品资产净值的 <b>10%</b>; 每支现金管理类产品投资于有固定期限银行存款的比例合计不得超过该产品资产净值的 <b>30%</b>, 投资于有存款期限, 根据协议可提前支取的银行存款除外;</p>
	<p>(七) 投资组合的平均剩余期限不得超过 <b>90 天</b>; 基金资产净值连续 20 个交易日超过 5000 亿元的, 投资组合平均剩余期限不得超过 <b>60 天</b>。</p>	<p>(七) 货币市场基金投资组合的平均剩余期限不得超过 <b>120 天</b>;</p>
	<p>(七) 投资组合的平均剩余期限不得超过 <b>90 天</b>; 基金资产净值连续 20 个交易日超过 5000 亿元的, 投资组合平均剩余期限不得超过 <b>60 天</b>。</p>	<p>(七) 商业银行、理财公司每支现金管理类产品投资组合的平均剩余期限不得超过 <b>120 天</b>;</p>
	<p>(八) 投资组合的杠杆比例不得超过 <b>110%</b>; 基金资产净值连续 20 个交易日超过 5000 亿元, 正常市场条件下不得开展债券正回购交易。</p>	<p>(八) 除发生巨额赎回、连续 3 个交易日累计赎回 20% 以上或者连续 5 个交易日 120 日累计赎回 30% 以上的情形外, 债券正回购的资金余额占基金资产净值的比例不得超过 <b>20%</b>。</p>
	<p>(八) 投资组合的杠杆比例不得超过 <b>110%</b>; 基金资产净值连续 20 个交易日超过 5000 亿元, 正常市场条件下不得开展债券正回购交易。</p>	<p>(八) 每支现金管理类产品的杠杆水平不得超过 <b>120%</b>, 发生巨额赎回、连续 3 个交易日累计赎回 20% 以上或者连续 5 个交易日累计赎回 30% 以上的情形除外。</p>
<b>风险准备金</b>	<p>基金管理人、基金托管人每月从重要货币市场基金的管理费、托管费中计提的风险准备金比例不得低于 <b>20%</b>。基金销售机构应当建立重要货币市场基金风险准备金机制, 每月从重要货币市场基金的全部销售收入中计提的风险准备金比例不得低于 <b>20%</b>, 风险准备金余额达到上季末重要货币市场基金销售保有规模的 <b>0.25%</b> 时可以不提取。</p>	<p>金融机构应当按照资产管理产品管理费收入的 <b>10%</b> 计提风险准备金, 或者按照规定计量操作风险资本或相应风险资本准备。风险准备金余额达到产品余额的 <b>1%</b> 时可以不提取。(资管新规)</p> <p>银行理财子公司应当按照理财产品管理费收入的 <b>10%</b> 计提风险准备金, 风险准备金余额达到理财产品余额的 <b>1%</b> 时可以不提取。(商业银行理财子公司管理办法)</p>

资料来源: 证监会, 原银保监会, 华创证券整理

(一) 杠杆率：半数未达标，或需压降近 400 亿正回购

超半数重要货基杠杆率超过监管上限，可能需要进一步压降。(1) 监管要求：重要货币基金总资产不得超过基金净资产的 110%，上限低于普通货基的 120%；基金资产净值连续 20 个交易日超过 5000 亿元的，正常市场条件下不得开展债券正回购交易，即杠杆率需为 100%。(2) 产品运作情况：2023 年四季度末，13 支重要货基杠杆率均满足普通货基监管要求，但有 7 支杠杆率要高于重要货基监管上限，合计压降 402 亿正回购以及对资产规模后或可达标。

图表 4 13 支重要货基杠杆率达标情况 (2023Q4)



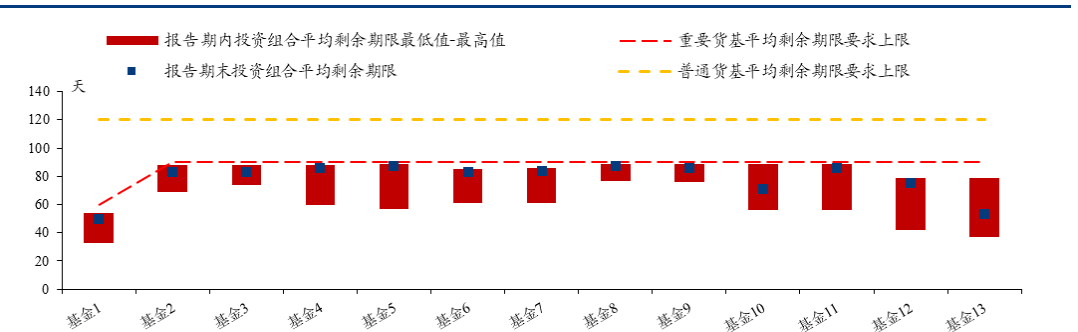
资料来源: Wind, 华创证券

注: 报告期内杠杆率=报告期内债券回购融资余额占基金资产净值比例+100%，报告期末杠杆率=期末资产总值/期末资产净值；2023 年末数据与目前实际运行情况可能存在差异，测算结果仅供参考

(二) 久期：13 支或均已满足监管要求

根据 2023Q4 数据测算，所有重要货基久期均已提前满足监管要求。(1) 监管要求：重要货币基金投资组合的平均剩余期限不得超过 90 天，上限低于普通货基的 120 天；基金资产净值连续 20 个交易日超过 5000 亿元的重要货基，平均剩余期限不得超过 60 天。(2) 产品运作情况：2023 年四季度末，13 支重要货基在报告期内投资组合的平均剩余期限最大值均不及监管要求上限，多数基金平均剩余期限最大值在接近监管上限的水平顶格运行。

图表 5 13 支重要货基久期达标情况 (2023Q4)



资料来源: Wind, 华创证券

注: 2023 年末数据与目前实际运行情况可能存在差异，测算结果仅供参考

### （三）信用评级：至少 7 支不满足，或需减持近 700 亿低资质存单

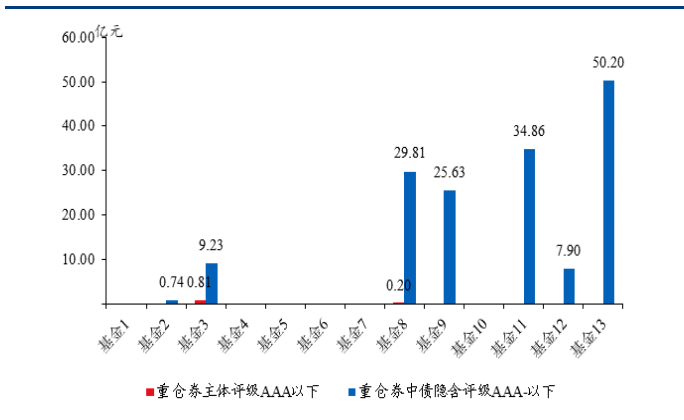
1、**监管要求：**重要货币基金持有债券、资产支持证券、银行存款、同业存单等金融工具的内部信用评级应当为“较高级”，较征求意见稿的“最高级”略有放松，但相较于普通货基“可投资不超过 10% 主体评级低于 AAA 的金融工具”要求仍偏严格。

2、**产品运作情况：**一般机构内部评级比外部评级更为严格，外部主体评级低于 AAA 或中债隐含评级低于 AAA- 的标的，可能更难达到内评“较高级”的标准，若按此标准筛选或至少有 7 支基金需要整改。

（1）**较少基金持有外部主体评级低于 AAA 的 ABS。**根据 2023 年中报，9 支基金披露持仓的信用评级分布，其中持有的债券、存单、资产支持证券的长期信用评级和短期信用评级均未出现最高级以下的情况；但 2023 年四季度前十大重仓券显示，有 2 支基金配置了 1.01 亿 AAA 以下的资产支持证券。

（2）**但超半数基金持有中债隐含评级低于 AAA- 的债券，主要是股份行和中小银行 NCD。**2023 年四季度前十大重仓券显示，有 7 支基金配置了 158.35 亿中债隐含评级 AAA- 以下的债券，其中有股份行 NCD（17.84%）、中小银行 NCD（81.5%）和资产支持证券（0.66%）。假设各基金持有存单中隐含评级低于 AAA- 的占比与重仓存单评级分布一致，则有 6 支重要货基需减持约 687 亿低资质存单。

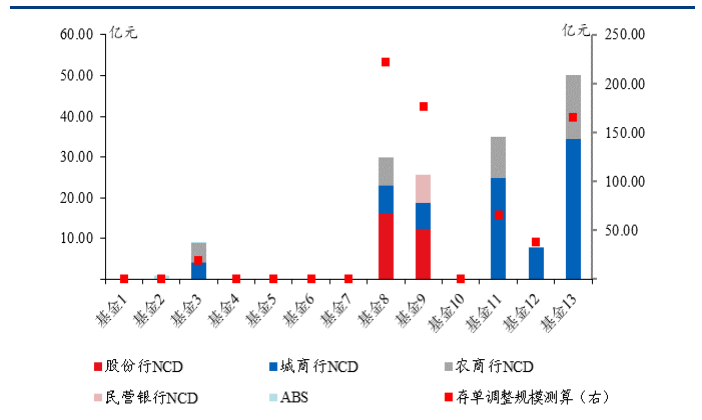
图表 6 重要货基重仓券评级情况（2023Q4）



资料来源：Wind，华创证券

注：2023 年末数据与目前实际运行情况可能存在差异，测算结果仅供参考

图表 7 重要货基隐含评级 AAA- 以下的重仓券（2023Q4）



资料来源：Wind，华创证券测算

注：2023 年末数据与目前实际运行情况可能存在差异，测算结果仅供参考

### （四）投资集中度：2 支不满足，4 支配置政金债或需要分散主体

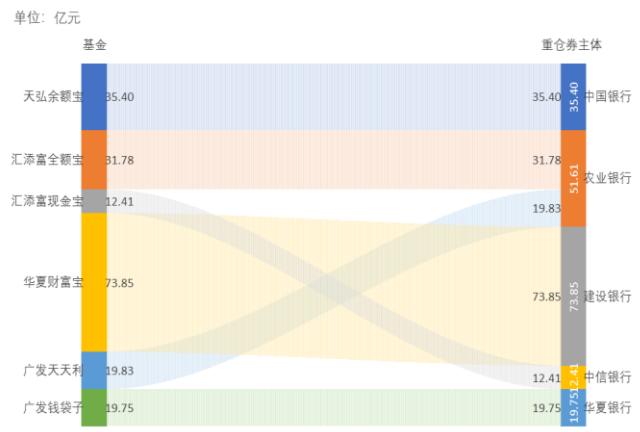
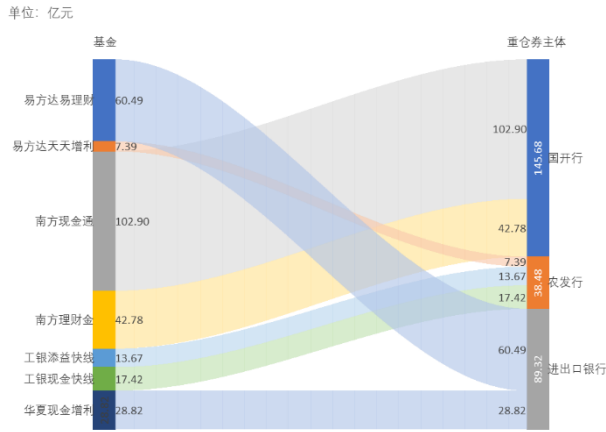
1、**监管要求：**重要货币基金持有一家公司发行的证券市值不得超过基金资产净值的 5%，上限低于普通货基的 10%（且普通货基的国债、中央银行票据、政策性金融债券除外）；普通货币基金投资具有基金托管人资格的同一商业银行的银行存款、同业存单占基金资产净值的比例合计不得超过 20%，投资于不具有基金托管人资格的同一商业银行的银行存款、同业存单占基金资产净值的比例合计不得超过 5%。

2、**产品运作情况：**（1）**2 支基金不满足监管标准。**将 2023 年四季度前十大重仓券按同一主体汇总统计规模，结果显示 7 支重要货基重仓券的最大主体为政策行，6 支重

要货基重仓券最大主体为商业银行（主要是同业存单）。由于监管对普通货基投资存单的集中度有要求、投资政金债的集中度受到豁免，重要货基重仓券为存单的主体集中度相对较小，但政金债主体的集中度较大，有 2 支基金配置国开债以及口行债的比例超过资产净值的 5%，或需要抛售 15 亿政金债才能达标。

图表 8 7 支重要货基重仓券规模最大主体为政策行

图表 9 6 支重要货基重仓券规模最大主体为商业银行



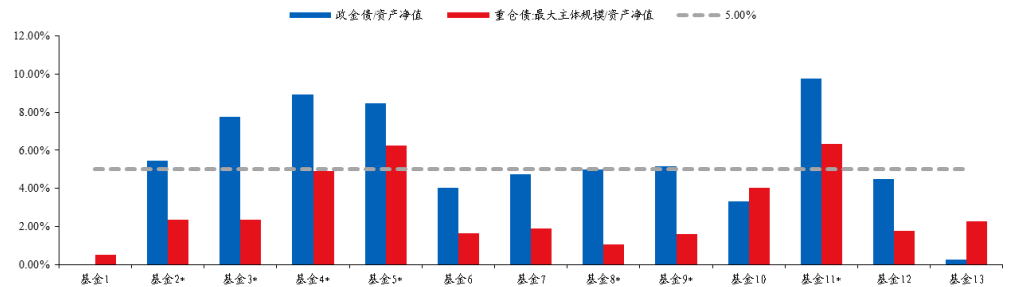
资料来源：Wind，华创证券

资料来源：Wind，华创证券

注：仅中国银行含商金债，其余银行均为存单

(2) 还有 4 支基金配置政金债比例超过 5%，需要注意分散主体投资。2023 年四季度末，4 支重要货基的集中度满足监管要求，但组合持仓中政金债规模超过资产净值的 5%，合计规模达 150 亿，或需要注意主体的分散投资。

图表 10 重要货基投资集中度情况 (2023Q4)



资料来源：Wind，华创证券

注：标\* 货基重仓券最大主体为政策行；2023 年末数据与目前实际运行情况可能存在差异，测算结果仅供参考

(五) 流动性：流动性受限资产指标或难达标，流动性资产和存款指标达标难度不大

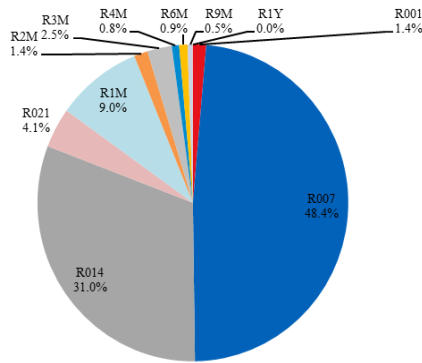
流动性资产指标：重要货基基本满足要求，4 支基金或需短期化逆回购的期限结构。

(1) 监管要求：重要货币基金投资组合中现金、国债、中央银行票据、政策性金融债券以及 5 个工作日内到期的其他金融工具占基金资产净值的比例不得低于 20%，下限要高于普通货基的 10%。

(2) 产品运作情况：假设基金持有的活期存款/存款占比延续 2023 年中报水平，2023

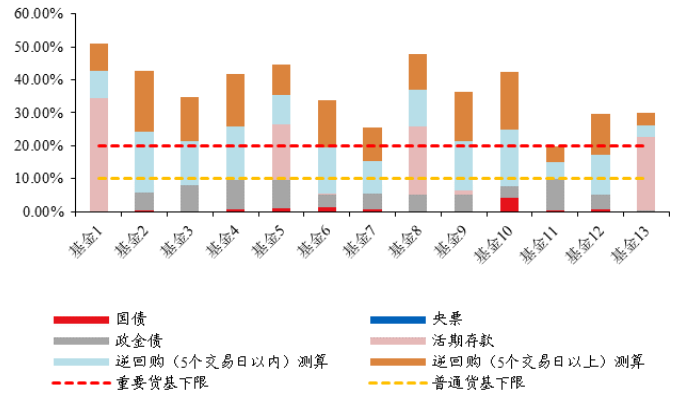
年四季度末 4 支重要货基持有的国债+央票+政金债+活期存款占比在 20% 以上，满足监管要求；进一步考虑逆回购占比，其余 9 支基金基本满足，但有 4 支可能需要调整逆回购期限结构，逆回购中 5 个交易日以内的占比应大于普通货币基金约 50% 左右（2023 年末货币基金逆回购余额中 R001+R007 占比为 49.8%）的水平。

图表 11 2023 年末，货币基金逆回购余额的期限分布



资料来源：外汇交易中心，华创证券

图表 12 重要货基流动性资产占比（2023Q4）



资料来源：Wind，华创证券测算

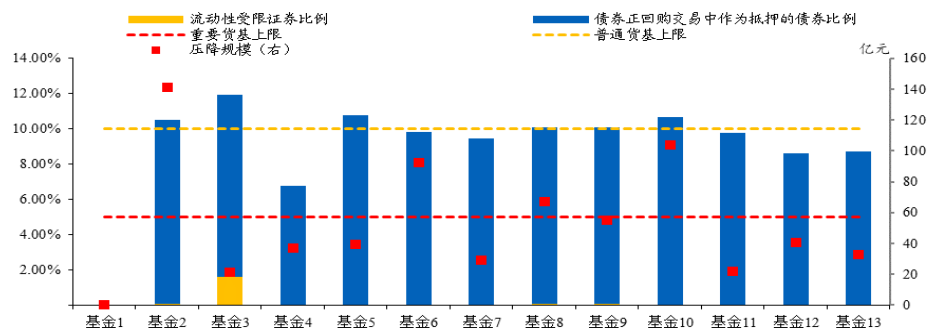
注：活期存款/存款占比采用 2023 年中报数据，其他数据采用 2023 年末数据；逆回购 5 个交易日以内的比例按 2023 年末货币基金逆回购 R001+R007 占比测算；2023 年数据与目前实际运行情况可能存在差异，测算结果仅供参考

**流动性受限资产指标：12 支重要货基不满足要求，或需压降近 680 亿正回购释放抵押债券。**

(1) **监管要求：**重要货币基金主动投资于流动性受限资产合计不得超过基金资产净值的 5%，上限低于普通基金的 10%。

(2) **产品运作情况：**根据 2023 年中报披露的流动性受限资产（流动性受限证券和债券正回购交易中作为抵押的债券）比例，12 支重要货基不满足监管要求，主要是债券正回购交易中作为抵押的债券比例过高，若要满足监管要求，假设 2023 年流动性受限资产比例与中报一致，则需合计压降约 682 亿正回购。

图表 13 重要货基流动性受限资产比例及降压规模



资料来源：Wind，华创证券测算

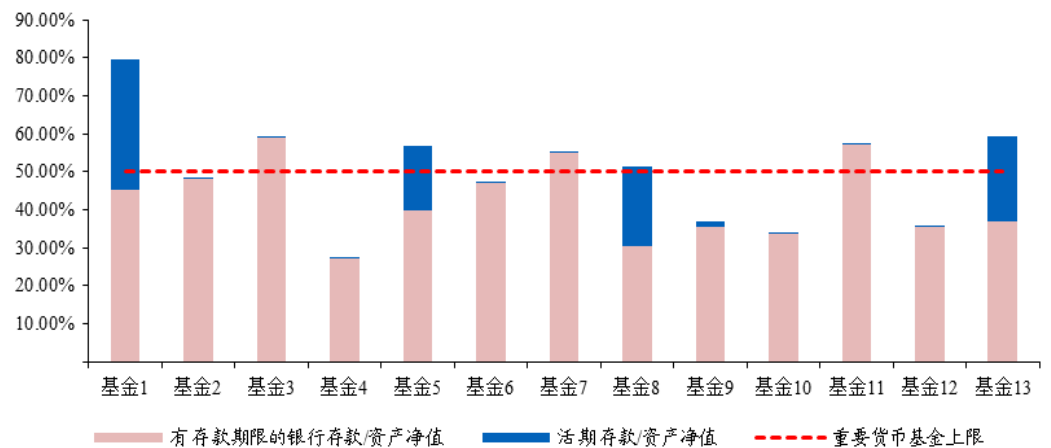
注：2023 年末数据与目前实际运行情况可能存在差异，测算结果仅供参考

**银行存款指标：3支重要货基不满足要求，或需减持约近百亿非活期存款。**

**(1) 监管要求：**重要货币基金投资有存款期限的银行存款（含协议约定可无条件提前支取的银行存款）的不得超过基金资产净值的 50%；普通货币基金投资于有固定期限银行存款（协议可提前支取的银行存款除外）的比例不得超过基金资产净值的 30%。

**(2) 产品运作情况：**2023 年中报数据显示，13 支重要货基中有 9 支配置的银行存款几乎全部为非活期存款，假设基金持有的活期存款/存款占比延续，2023 年四季度末或有 3 支重要货基持有有存款期限的银行存款占比超过 50%，可能需要合计压降约 92 亿非活期存款规模。

**图表 14 13 支重要货基银行存款类型占比分布（2023Q4）**



资料来源：Wind，华创证券测算

注：活期存款/存款占比采用 2023 年中报数据，存款规模和资产净值规模采用 2023 年末数据；2023 年数据与目前实际运行情况可能存在差异，测算结果仅供参考

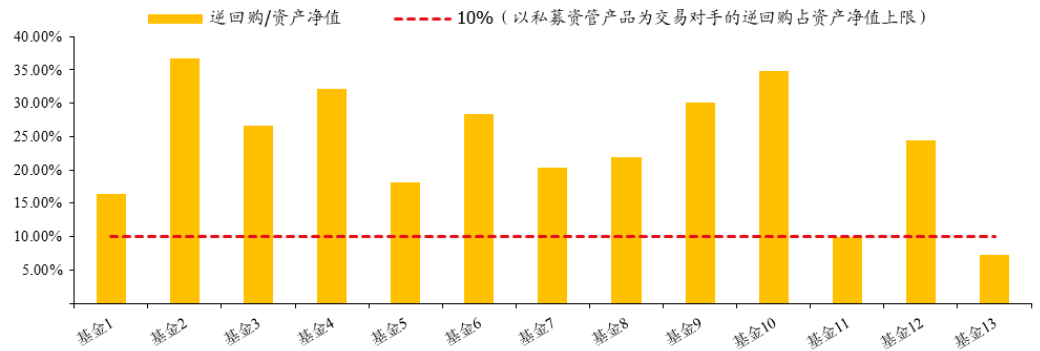
**(六) 交易对手：多数基金需要控制私募资管产品作为逆回购交易对手的占比**

**2 支基金资金融出意愿不大，逆回购占比不到 10%，其余基金需要关注逆回购中私募资管产品为交易对手的占比。**

**(1) 监管指标：**逆回购交易对手的内部信用评级应当为“较高级”；重要货币基金以私募资管产品为交易对手的债券逆回购交易余额合计不得超过基金资产净值的 10%，同一交易对手的债券逆回购交易余额不得超过基金资产净值的 1%。

**(2) 产品运作情况：**2023 年四季度，2 支重要货基持有逆回购占比不到 10%，满足监管要求，其余 11 支基金持有逆回购占比均在 10% 以上，需要限制私募资管产品作为交易对手的逆回购规模占资产净值的比例不超过 10%。

图表 15 13 只重要货基逆回购占货基净值比例（2023Q4）



资料来源：Wind，华创证券

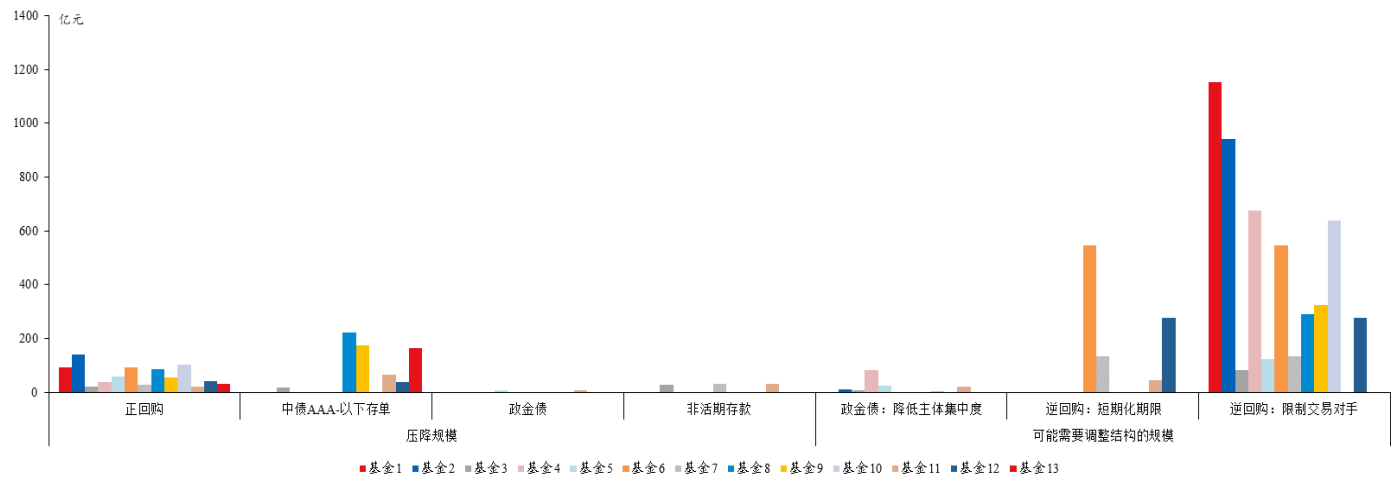
注：2023 年末数据与目前实际运行情况可能存在差异，测算结果仅供参考

### 三、影响：资产抛售冲击或有限，关注基金投资策略受限和资金市场新变化

第一，重要货基因监管标准提高而调仓，资产抛售对市场的直接冲击可能不大。

（1）需要直接压降的资产占全市场比重较小。例如，为同时满足杠杆要求和流动性受限指标要求需减少 814 亿正回购和基金资产，为满足信用评级需减持 687 亿低资质存单，为满足投资集中度影响或需抛售 15 亿政金债，为满足银行存款指标要求需减持 92 亿非活期存款，需直接压降的各类资产规模占全市场的比重均偏小。

图表 16 重要货基因监管标准提高需要调整的资产汇总

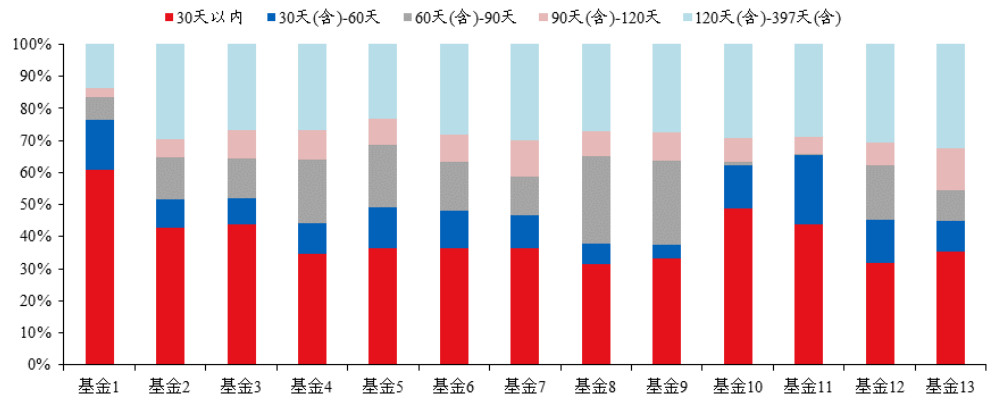


资料来源：Wind，华创证券测算

注：2023 年末数据与目前实际运行情况可能存在差异，测算结果仅供参考

（2）监管给予 3 个月整改期，大部分未达标资产或可自然到期。目前所有重要货基久期均已符合规定，由于仍有 3 个月的整改期，根据 2023 年中报，多数重要货基持有资产规模有 60%-70%的剩余期限在 3 个月以内，因此大部分不符合交易对手、评级等要求的资产或可自然到期满足要求。

图表 17 13 只重要货基资产剩余期限分布情况（2023 年中报）



资料来源：Wind，华创证券

注：2023 年末数据与目前实际运行情况可能存在差异，测算结果仅供参考

第二，重要货基增强收益手段更加受限，久期已提前调整，新规或进一步影响杠杆套利策略、高静态策略和高趴账现金策略的收益。

（1）多数重要基金杠杆套利策略或受限：54%的重要货基需要降低杠杆率到 110% 以下，为满足流动性受限指标，92%的重要货基需要限制债券正回购交易中作为抵押的债券比例。

（2）多数重要基金高静态策略或受限：普通货基可适当信用下沉增厚收益，而重要货基“较高级”的内评要求更加严格，或限制基金对中小行存单的配置以及信用债评级下沉等高静态策略。

（3）部分重要基金高趴账现金策略或受限：货币基金一般通过增加逆回购资金出以及配置协议存款等非活期存款来实现高趴账收益，为满足流动性指标，重要货基需增加 5 个交易日以内逆回购比例，并控制非活期存款占比不超过资产净值的 50%，会影响高趴账现金策略收益，不过鉴于超半数基金监管指标已达标，预计影响或相对有限。

（4）因此，规模偏大的重要货基实现偏高的收益难度更大，对于管理人“择时能力”的依赖将更强，即在资金价格的窄幅波动中，寻找机会跑出“超额收益”。

第三，重要货基逆回购体量较大，资金融出期限短期化、提高向私募户“出钱”的限制等新变化或对资金市场产生影响。（1）2023 年四季度末，重要货币基金逆回购规模为 5300 亿，占有货币基金的 36.4%，体量较大对市场影响不可忽视。（2）5 个交易日以内的短期逆回购供给或将有所加大，有利于降低跨年、跨季、跨节等时点的资金波动。

（3）重要货币基金逆回购交易对手的内部信用评级以及私募资管产品占比限制的要求下，偏低资质主体向重要货基借钱的难度增加，不同主体的资金分层可能会有所加剧。

**图表 18 2023 年末，重要货基监管指标达标情况汇总**

基金	杠杆率	久期	信用评级	投资集中度	流动性			交易对手
					流动性资产指标	流动性受限资产指标	非活存款指标	
基金1	不满足	满足	-	-	满足	满足	满足	关注
基金2	不满足	满足	不满足	关注	满足	不满足	满足	关注
基金3	不满足	满足	不满足	关注	满足	不满足	关注	关注
基金4	满足	满足	-	关注	满足	不满足	满足	关注
基金5	不满足	满足	-	不满足	满足	不满足	满足	关注
基金6	满足	满足	-	-	关注	不满足	满足	关注
基金7	满足	满足	-	-	关注	不满足	关注	关注
基金8	不满足	满足	不满足	-	满足	不满足	满足	关注
基金9	满足	满足	不满足	关注	满足	不满足	满足	关注
基金10	不满足	满足	-	-	满足	不满足	满足	关注
基金11	不满足	满足	不满足	不满足	关注	不满足	关注	满足
基金12	满足	满足	不满足	-	关注	不满足	满足	关注
基金13	满足	满足	不满足	-	满足	不满足	满足	满足
主要调整	减少正回购	/	减少中小行存单等信用下沉	政金债主体分散化投资	逆回购期限结构短期化	减少正回购，释放抵押债券	减少非活存款	限制与私募资管产品的逆回购
影响收益	杠杆套利策略	/	高静态策略	/	高趴账现金策略	杠杆套利策略	高趴账现金策略	高趴账现金策略

资料来源：Wind，华创证券整理

注：“-”表示信息披露不足无法判断，关注表示对应资产结构可能需要调整；2023 年末数据与目前实际运行情况可能存在差异，测算结果仅供参考

#### 四、风险提示

重要货基整改压力超预期；数据可得性有限、披露滞后，测算结果与目前实际运行情况可能存在差异。

## 固定收益组团介绍

### 组长、首席分析师：周冠南

中央财经大学经济学硕士。曾任职于中信银行。2015 年加入华创证券研究所。

### 高级分析师：张晶晶

对外经济贸易大学保险学硕士。曾任职于和君资本、联合信用评级有限公司。2020 年加入华创证券研究所。

### 分析师：靳晓航

中央财经大学会计硕士。2020 年加入华创证券研究所。

### 分析师：许洪波

中央财经大学金融硕士。2020 年加入华创证券研究所。

### 分析师：葛莉江

上海财经大学数量经济学硕士。2021 年加入华创证券研究所。

### 分析师：宋琦

中央财经大学国际商务硕士。2021 年加入华创证券研究所。

### 分析师：王紫宇

中央财经大学金融硕士，曾任职于泰康资产，2023 年加入华创研究所。

### 分析师：张文星

南京理工大学国际商务硕士。曾任职于天风证券研究所。2023 年加入华创证券研究所。

### 助理研究员：董含星

中国地质大学应用经济学硕士。2022 年加入华创证券研究所。

### 助理研究员：郝少桦

中央财经大学会计硕士，2022 年加入华创证券研究所。

### 助理研究员：李阳

中国人民大学金融硕士。2023 年加入华创证券研究所。

### 助理研究员：王少华

西南财经大学金融学硕士。2023 年加入华创证券研究所。

### 助理研究员：李宗阳

上海交通大学工学学士，中央财经大学金融硕士，2023 年加入华创证券研究所。

## 华创证券机构销售通讯录

地区	姓名	职务	办公电话	企业邮箱
北京机构销售部	张昱洁	副总经理、北京机构销售总监	010-63214682	zhangyujie@hcyjs.com
	张菲菲	北京机构副总监	010-63214682	zhangfeifei@hcyjs.com
	刘懿	副总监	010-63214682	liuyi@hcyjs.com
	侯春钰	资深销售经理	010-63214682	houchunyu@hcyjs.com
	过云龙	高级销售经理	010-63214682	guoyunlong@hcyjs.com
	蔡依林	高级销售经理	010-66500808	caiyilin@hcyjs.com
	刘颖	高级销售经理	010-66500821	liuying5@hcyjs.com
	顾翎蓝	高级销售经理	010-63214682	gulinglan@hcyjs.com
	车一哲	销售经理		cheyizhe@hcyjs.com
深圳机构销售部	张娟	副总经理、深圳机构销售总监	0755-82828570	zhangjuan@hcyjs.com
	汪丽燕	高级销售经理	0755-83715428	wangliyan@hcyjs.com
	张嘉慧	高级销售经理	0755-82756804	zhangjiahui1@hcyjs.com
	董姝彤	销售经理	0755-82871425	dongshutong@hcyjs.com
	王春丽	销售经理	0755-82871425	wangchunli@hcyjs.com
上海机构销售部	许彩霞	总经理助理、上海机构销售总监	021-20572536	xucaixia@hcyjs.com
	官逸超	上海机构销售副总监	021-20572555	guanyichao@hcyjs.com
	黄畅	上海机构销售副总监	021-20572257-2552	huangchang@hcyjs.com
	吴俊	资深销售经理	021-20572506	wujun1@hcyjs.com
	张佳妮	高级销售经理	021-20572585	zhangjianian@hcyjs.com
	蒋瑜	高级销售经理	021-20572509	jiangyu@hcyjs.com
	施嘉玮	高级销售经理	021-20572548	shijiawei@hcyjs.com
	朱涨雨	销售经理	021-20572573	zhuzhangyu@hcyjs.com
	李凯月	销售经理		likaiyue@hcyjs.com
	易星	销售助理		yixing@hcyjs.com
	张玉恒	销售助理		zhangyuheng@hcyjs.com
广州机构销售部	段佳音	广州机构销售总监	0755-82756805	duanjiayin@hcyjs.com
	周玮	销售经理		zhouwei@hcyjs.com
	王世韬	销售经理		wangshitao1@hcyjs.com
私募销售组	潘亚琪	总监	021-20572559	panyaqi@hcyjs.com
	汪子阳	副总监	021-20572559	wangziyang@hcyjs.com
	江赛专	资深销售经理	0755-82756805	jiangsaizhuan@hcyjs.com
	汪戈	高级销售经理	021-20572559	wangge@hcyjs.com
	宋丹琦	销售经理	021-25072549	songdanyu@hcyjs.com

## 华创行业公司投资评级体系

### 基准指数说明:

A 股市场基准为沪深 300 指数, 香港市场基准为恒生指数, 美国市场基准为标普 500/纳斯达克指数。

### 公司投资评级说明:

强推: 预期未来 6 个月内超越基准指数 20% 以上;  
推荐: 预期未来 6 个月内超越基准指数 10% - 20%;  
中性: 预期未来 6 个月内相对基准指数变动幅度在 -10% - 10% 之间;  
回避: 预期未来 6 个月内相对基准指数跌幅在 10% - 20% 之间。

### 行业投资评级说明:

推荐: 预期未来 3-6 个月内该行业指数涨幅超过基准指数 5% 以上;  
中性: 预期未来 3-6 个月内该行业指数变动幅度相对基准指数 -5% - 5%;  
回避: 预期未来 3-6 个月内该行业指数跌幅超过基准指数 5% 以上。

## 分析师声明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此作以下声明:

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断; 分析师对任何其他券商发布的所有可能存在雷同的研究报告不负有任何直接或者间接的可能责任。

## 免责声明

本报告仅供华创证券有限责任公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的, 但本公司不保证其准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断。在不同时期, 本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司在知晓范围内履行披露义务。

报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成本公司对具体证券买卖的出价或询价。本报告所载信息不构成对所涉及证券的个人投资建议, 也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况, 自主作出投资决策并自行承担投资风险, 任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的预期收入可能会波动。

本报告版权仅为本公司所有, 本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司许可进行引用、刊发的, 需在允许的范围内使用, 并注明出处为“华创证券研究”, 且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

证券市场是一个风险无时不在的市场, 请您务必对盈亏风险有清醒的认识, 认真考虑是否进行证券交易。市场有风险, 投资需谨慎。

## 华创证券研究所

北京总部	广深分部	上海分部
地址: 北京市西城区锦什坊街 26 号 恒奥中心 C 座 3A 邮编: 100033 传真: 010-66500801 会议室: 010-66500900	地址: 深圳市福田区香梅路 1061 号 中投国 际商务中心 A 座 19 楼 邮编: 518034 传真: 0755-82027731 会议室: 0755-82828562	地址: 上海市浦东新区花园石桥路 33 号 花旗大厦 12 层 邮编: 200120 传真: 021-20572500 会议室: 021-20572522