



2009 年 4 月 15 日

货币市场利率走势与货币市场型基金配置

鲍松柏 金融工程分析师
+86 755 83199599-8240
baosb@cscsco.com.cn

分析师申明

本人，鲍松柏，在此申明，本报告所表述的所有观点准确反映了本人对上述行业、公司或其证券的看法。此外，本人薪酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

- 货币市场是短期资金市场，其主要特征是市场容量大，信息流动迅速，交易成本低，交易活跃且持续，能吸引众多的投资者和投机者参与。货币市场基金是货币市场中重要的资金融出方。
- 从货币市场部分品种的利率走势来看，08 全年货币市场利率总体下行，阶段性变化显著。5 个季度以来其走势大致可以分为三个阶段：08 年前 3 季度阶段性宽幅波动，4 季度受货币政策因素下行，09 年一季度表现为低位窄幅平稳走势。我们认为未来在基准利率维持低位相对稳定的局面下，货币市场利率总体将保持窄幅波动。
- 按照《货币市场基金管理暂行规定》，货币市场基金有严格的投资范围要求，这些短期金融工具决定了货币市场基金的本金安全性和流动性高的特点，从其普遍年化收益率考察可以发现在满足以上两个性能要求后，其是取代同期银行存款的极佳工具。这也是货币市场基金在投资组合中的主要作用体现。除此以外，货币市场基金还表现为投资成本较低、分红免税、灵活转换的特点。
- 08 年四季度以来，货币市场基金规模剧增，主要原因是资本市场频繁波动且幅度较大，大额资金为阶段性规避风险，对货币市场基金的投资需求激增；另一方面，也是去年 3 季末降息后流动性膨胀在货币市场的反映。
- 由于股市和债市不可避免的面临阶段性调整风险，我们认为货币市场基金是良好的替代银行存款的避险品种。在投资组合中配置货币市场基金大有裨益。
- 结合对未来货币市场利率走势的判断，我们的选择标准是：历史收益率较好；组合平均剩余期限适中；融资杠杆适度偏高的货币市场基金。

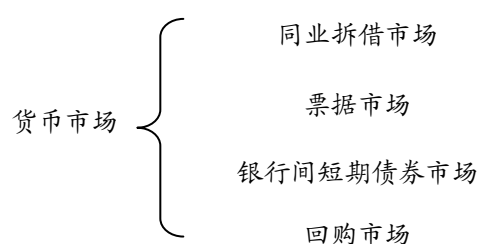
货币市场利率走势分析

货币市场介绍

货币市场是短期资金市场，是指融资期限在一年以下的金融市场，主要是政府、银行及工商企业发行的短期信用工具，具有期限短、流动性强和风险小的特点，在货币供应量层次划分上被置于现金货币和存款货币之后，称之为“准货币”，因此该市场也称为“货币市场”。

货币市场的主要特征是市场容量大，信息流动迅速，交易成本低，交易活跃且持续，能吸引众多的投资者和投机者参与。货币市场基金是货币市场中重要的资金融出方。

Figure 1 构成货币市场的子市场

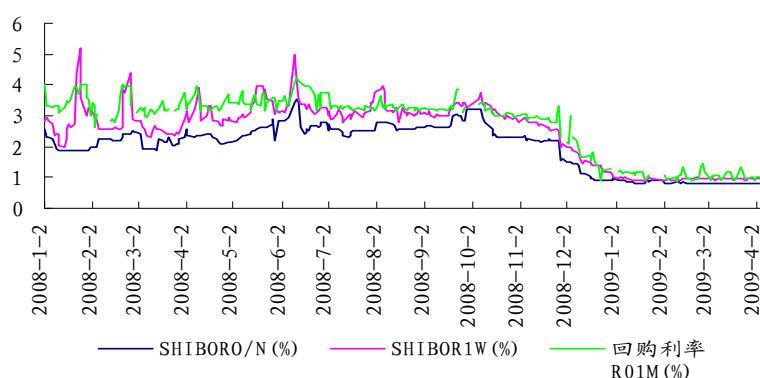


资料来源：世纪证券研究所

货币市场利率走势分析

考察 SHIBOR 隔夜品种和 7 天品种，以及银行质押式回购 1 月品种利率，08 全年货币市场利率总体下行，阶段性变化显著。5 个季度以来其走势大致可以分为三个阶段：第一阶段为 08 年前 3 个季度，货币市场利率阶段性宽幅波动，主要表现为当大额新股发行冻结资金时，各品种利率被阶段性推高，而冻结期结束后迅速回落。第二阶段为 4 季度以来，为抑制经济衰退，货币政策急剧掉头，基准利率不断下调，货币市场利率作为敏感指标持续下行，并对基准利率下调预期有所透支；第三个阶段是 09 年一季度以来，货币市场利率低位窄幅波动，基本表现为平稳走势，SHIBOR 隔夜品种利率维持在 0.82% 的平均水平。

Figure 2 5 个季度货币市场部分品种利率走势



资料来源：WIND、世纪证券研究所

总体而言，货币市场利率走势总体与央行基准利率走势一致。08 年

前 3 个季度，央行为抑制通胀维持 4.14% 的银行一年期存款基准利率。随后在 4 季度放松的货币政策降低了货币市场利率底线，连续降息使货币市场利率迅速回落至历史较低水平。目前由于降息空间已经较低，该预期使当前各品种利率维持低位水平走势。

从整个央行货币政策的实施情况看，货币政策的指向较为明显：前两个季度在基准利率不变的情况下，央行频繁使用数量型工具如增加准备金率和发行央票主要用于回笼新增外汇储备增加的流动性，缓解因外部因素导致的货币投放压力；3 季度中期，国际金融形势风云突变，经济衰退使通胀预期扭转，央行采用价格型货币工具如直接降息使得各市场利率下行，由于连续降息，市场流动性迅速膨胀，其累计效应在 09 年一季度表现明显，表现为近 2 个季度以来广义货币供给增加。此期间的货币市场利率的走势表明，在重新偏松的货币政策下，货币供应量不断扩张，短期资金供大于求的现状压制货币市场利率的程度较深。然而，经济的恢复需要更多的中长期资金，为引导短期资金向中长期资金市场转化，可预期央行将更加灵活的运用各种政策工具。

由于欧美普遍将基准利率调至接近 0 利率水平，为防未来通胀反弹引致滞胀，央行直接的降息空间已经狭小，如果未来经济仍然低迷，刺激经济的手段将更多的是反向使用数量型工具，即降低准备金率和减少短期央票发行，这种刺激信贷的政策将再度压制货币市场利率：一方面降低准备金增加了银行间市场资金，增量资金阻碍货币市场利率走高，另一方面短期品种减少也会压制货币市场利率。另一种情况，一旦经济数据显示明显回暖，企业盈利能力回升，央行将小幅提高利率。届时，货币市场利率将率先启动，这种情况在 09 年 4 季度发生概率较大。

局部情况下货币市场总体将维持窄幅波动。由于新股发行停滞，我们估计像 08 年新股申购冻结资金推高货币市场利率瞬时高走的局面将稀少，且发行制度的修改将着重于发行定价方面，很可能导致新股申购资金在一二级市场套利空间狭小，那么货币市场资金申购动力减弱，对货币市场利率影响将大幅降低。但另一方面，由于长期债券将在未来大量供给，不排除部分货币市场资金阶段性地转移到中长期债券市场，这也会局部性地推高货币市场利率。其次，我们对基准利率的判断是，为防未来通胀央行降息空间较小；同时经济根本性恢复需要时间，即便经济回暖央行本年加息空间也将不大。因此，我们认为在基准利率维持低位相对稳定的局面下，货币市场利率总体将保持窄幅波动。

货币市场基金的投资对象

货币市场基金是投资货币市场金融工具的基金。按照《货币市场基金管理暂行规定》，目前中国货币市场基金可以和禁止投资的金融工具如表所示。

Figure 3 货币市场基金的投资范围

可投资品种	禁止投资的品种
现金	股票
1年以内银行定期存款、大额存单	可转债
剩余期限397天以内的债券	剩余期限超过397的债券
期限1年以内的债券回购	信用等级在AAA级别以下的企业债券
期限1年以内的央行票据	A-1级或相当于A-1级的短期信用级别以下的短期融资券
剩余期限397天以内资产支持证券	其他流通受限的证券

资料来源：《货币市场基金管理暂行规定》

货币市场基金的特征

货币市场基金的特点

1) 本金安全

货币市场基金主要投资于剩余期限在一年以内的国债、金融债、央行票据、债券回购、同业存款等低风险证券品种，债券组合的平均剩余期限低于 180 天，因此这些投资品种就决定了货币市场基金在各类基金中风险是最低的，在事实上保证了本金的安全。

2) 资金流动强

流动性可等同于活期存款。货币基金买卖方便，资金到账时间短，流动性很高，一般基金赎回两或三天资金到账。

3) 收益率有优势

多数货币市场基金一般具有国债投资的收益水平。其年化收益率一般可达 2%-3%，近期收益率达到 2.6%-2.7%，远高于同期银行储蓄收益。除此以外，货币市场基金还可以避免隐性损失，抵御通货膨胀。当出现通货膨胀时，实际利率可能很低甚至为负值，货币市场基金可以及时把握利率变化及通胀趋势，获取稳定收益，成为抵御物价上涨的工具。

4) 投资成本低

买卖货币市场基金一般都免收手续费，认购费、申购费、赎回费都为 0，资金进出非常方便，既降低了投资成本，又保证了流动性。

5) 分红免税

多数货币市场基金面值永远保持 1 元，收益每日计算，每日有利息收入。同时投资者享受的是复利，而银行存款只是单利。每月分红结转为基金份额，分红免收所得税。

6) 灵活转换

货币市场基金还可以与该基金管理公司旗下的其它开放式基金进行转换，高效灵活、成本低。股市向好的时候可以转成股票型基金，债市向好的时候可以转成债券型基金；当股市、债市都缺乏机会或面临风险时，货币市场基金则成为资金良好的避风港，投资者可以通过在股票、债券、货币市场基金之间的转换，及时把握股市、债市和货币市场的各种机会。

货币市场基金在投资组合中的主要作用

货币市场基金是厌恶风险、对资产流动性和安全性要求较高的投资者进行短期投资的理想工具，同时也是存放资金的理想场所。对于旨在规避股市或债市风险的大额资金，投资货币市场基金将可能优于将资金转移至银行，这是因为货币市场基金有能力取得高于银行同期活期存款利率甚至 1 年期定期存款利率水平的收益。简而言之，货币市场基金在投资组合中的作用表现为：具有相对收益优势的避险金融产品，即本金通常如同银行存款一般安全的同时，又可能获取高于银行的利息。

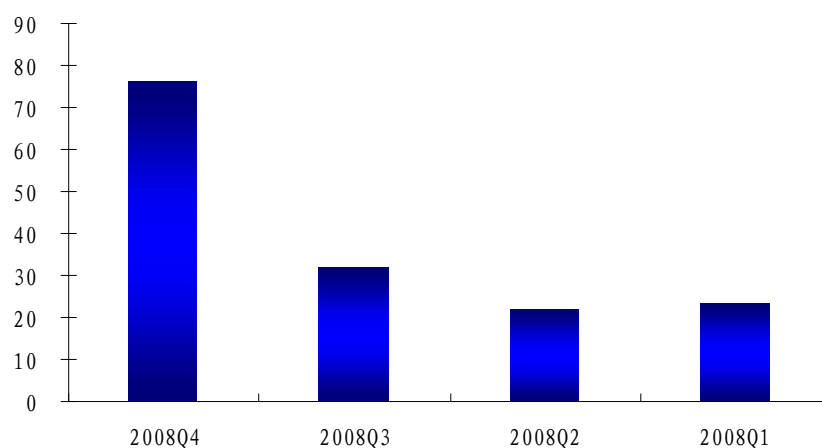
货币市场的投资风险

与银行存款不同，货币市场基金不保证收益水平。这表明，即便货币市场基金风险很低，但并不意味这货币市场基金完全没有投资风险。例如，受金融危机影响，目前美国著名的货币市场基金管理公司储备管理公司（Reserve Management）旗下的 Primary 基金净值跌破 1 美元，面临大额赎回的风险。美国政府为保证短期资金市场的持续和稳定性，已经暂停货币市场基金赎回，投资该基金的资金其安全性和流动性大受影响。除此以外，在恶劣市场环境或突发情形下，货币市场基金同样面临利率风险、购买力风险、信用风险。

货币市场基金的市场情况

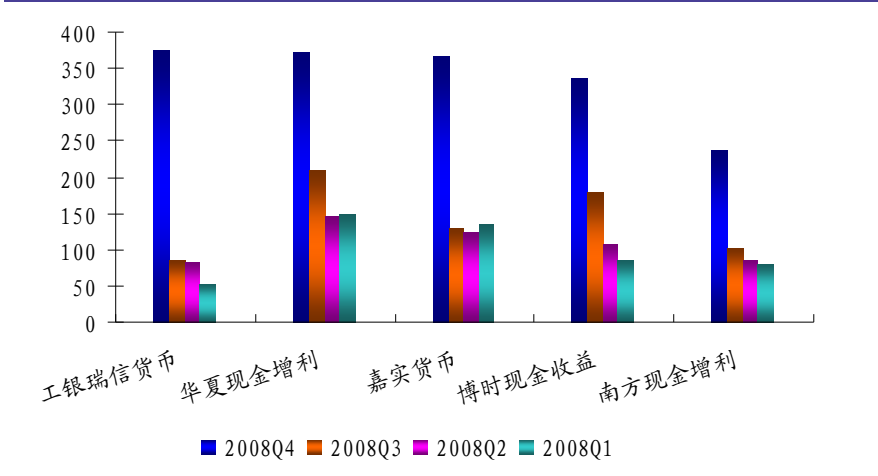
根据 2008 年 4 个季度披露的基金份额，51 只货币市场型基金的平均规模逐季提高，其中 3 季度增长明显，4 季度爆发式增长。一季度平均规模为 23 亿份，四季度则爆增至 76 亿份。规模最大的前 5 只基金中，工银瑞信货币规模增长幅度最大，其中四季度累计较一季度规模扩大 5 倍。主要原因在于 08 年以来资本市场频繁波动且幅度较大，大额资金为阶段性规避风险，对货币市场基金的投资需求激增；另一方面，也是去年 3 季末降息后流动性膨胀在货币市场的反映。

Figure 4 货币市场基金 08 年各季度平均规模



资料来源：WIND、世纪证券研究所

Figure 5 规模最大的前五只货币市场基金



资料来源：WIND、世纪证券研究所

货币市场基金的收益情况

2008 年，51 只货币市场基金的平均年化收益为 3.52%。个体表现差异较大，平均年化收益最高的为中新现金优势货币 4.76%。最低为上投摩根货币 2.64%。08 年的一年定期存款利率为区间 4.14%—2.52%，这意味着 08 年所有货币基金的表现能够满足本金安全的要求，并且在具体投资个体时，通过优选可以得到超过定期存款利率水平的收益。

Figure 6 2008 年年化收益前 10 名的货币市场基金

证券代码	证券简称	基金成立日	2008 年 7 日年化收益率均值 (%)
288101.OF	中信现金优势货币	2005-04-20	4.76
519506.OF	海富通货币B	2005-01-04	4.33
050003.OF	博时现金收益	2004-01-16	4.31
070008.OF	嘉实货币	2005-03-18	4.27
519508.OF	万家货币	2006-05-24	4.23
519999.OF	长信利息收益	2004-03-19	4.16
482002.OF	工银瑞信货币	2006-03-20	4.13
003003.OF	华夏现金增利	2004-04-07	4.12
519505.OF	海富通货币A	2005-01-04	4.09
091005.OF	大成货币B	2005-06-03	4.02

资料来源：WIND、世纪证券研究所

货币市场基金的风险分析

1) 融资杠杆比重

货币市场基金财务杠杆的运用程度越高，其潜在收益可能越高，但相应风险也较大。一般来说，除非巨额赎回发生，货币市场基金债券正回购的资金余额不超过净值的 20%。2008 年 51 只基金在杠杆运用程度上差异较大，平均财务杠杆最大的是嘉实货币 18.17%，而摩根史坦利货币仅 0.41%。总体上随着货币市场基金规模的激增，基金杠杆比率也明显走高。

Figure 7 2008 年货币市场基金各报告期内正回购资金余额占净值比重

证券简称	2008Q1 (%)	2008Q2 (%)	2008Q3 (%)	2008Q4 (%)
嘉实货币	6.12	18.96	16.64	18.17
博时现金收益	4.77	7.15	9.99	15.83
易方达货币A	2.27	6.82	13.92	15.35
易方达货币B	2.27	6.82	13.92	15.35
长信利息收益	8.03	5.83	9.8	14.59
工银瑞信货币	7.54	7.63	10.56	12.07
建信货币	3.84	5.42	6.79	11.76
华夏现金增利	10.68	6.44	9.27	10.2
东方金账簿货币	0.89	2.63	5.48	9.05
大成货币A	3.68	3.26	2.3	8.37
大成货币B	3.68	3.26	2.3	8.37
国泰货币	6.23	7.43	8.9	7.33
南方现金增利	1.72	1.8	1.47	7.14
光大保德信货币	1.42	0.21	0.41	7.1
中银货币	3.88	7.07	9.72	6.89
万家货币	1.63	4.45	7.96	6.08
海富通货币A	5.17	0.81	2.92	5.96
海富通货币B	5.17	0.81	2.92	5.96
华富货币	0.64	1.69	2.81	5.28
益民货币	2.49	2.94	6.27	4.58
申万巴黎收益宝货币	1.5	1.2	2.95	4.48
汇添富货币A	0.2	0.44	1.16	4.14
汇添富货币B	0.2	0.44	1.16	4.14
泰达荷银货币	1.27	1.28	1.93	3.97
长城货币	2.38	8.69	3.51	3.29
天治天得利货币	1.32	4.55	3.22	3.29
银华货币A	0.42	3.75	1.77	3.27
银华货币B	0.42	3.75	1.77	3.27
长盛货币	6.09	3.82	3.55	3.25
交银施罗德货币A	0.28	3.63	2.07	2.83
交银施罗德货币B	0.28	3.63	2.07	2.83
融通易支付货币	2.17	0.86	3.83	2.8
华宝兴业现金宝货币A	4.27	5.71	3	2.7
华宝兴业现金宝货币B	4.27	5.71	3	2.7
鹏华货币A	0.36	0.48	0.67	2.58
鹏华货币B	0.36	0.48	0.67	2.58
银河银富货币A	1.19	4.39	5.51	2.17
银河银富货币B	1.19	4.39	5.51	2.17
兴业货币	1.3	3.13	1.89	2.16
广发货币	2.86	0.96	1.03	2.03
泰信天天收益	1.3	0.52	1.35	1.96
富国天时货币A	0.35	0.68	3.12	1.77
富国天时货币B	0.35	0.68	3.12	1.77
景顺长城货币	1.67	2.45	2.55	1.75
华安现金富利	3.26	3.88	1.08	1.54
中信现金优势货币	1.72	1.57	1.3	1.21
诺安货币	1.41	0.71	0.81	1.09
招商现金增值	3.14	3.39	1.01	0.89
摩根士丹利华鑫货币	2.49	1.3	1.18	0.41

资料来源：WIND、世纪证券研究所

2) 报告期末组合平均剩余期限

Figure 8 报告期末组合平均剩余期限

证券简称	2008Q1 (天)	2008Q2 (天)	2008Q3 (天)	2008Q4 (天)
易方达货币A	135	165	171	170
易方达货币B	135	165	171	170
华安现金富利	94	148	162	166
中信现金优势货币	150	94	137	165
建信货币	157	156	173	156
中银货币	136	158	165	155
泰信天天收益	45	71	116	153
华夏现金增利	127	172	164	150
招商现金增值	60	98	133	150
广发货币	117	158	157	141
申万巴黎收益宝货币	56	76	111	139
工银瑞信货币	160	163	157	137
万家货币	125	144	158	134
南方现金增利	49	105	159	133
交银施罗德货币A	107	178	166	131
交银施罗德货币B	107	178	166	131
长信利息收益	116	101	158	127
华富货币	107	151	169	124
摩根士丹利华鑫货币	58	43	72	119
博时现金收益	178	179	174	116
嘉实货币	166	162	173	116
长盛货币	139	172	144	113
汇添富货币A	113	140	172	105
汇添富货币B	113	140	172	105
融通易支付货币	84	99	103	101
海富通货币A	128	168	174	97
海富通货币B	128	168	174	97
长城货币	78	138	143	92
诺安货币	155	170	128	87
大成货币A	128	172	151	85
大成货币B	128	172	151	85
泰达荷银货币	33	96	174	81
光大保德信货币	100	112	131	80
景顺长城货币	129	149	151	78
兴业货币	94	153	147	72
富国天时货币A	59	103	122	70
富国天时货币B	59	103	122	70
国泰货币	145	45	128	67
益民货币	80	153	113	66
上投摩根货币A	49	52	58	64
上投摩根货币B	49	52	58	64
天治天得利货币	128	147	154	59
东方金账簿货币	129	154	113	54
华宝兴业现金宝货币A	77	170	168	51
华宝兴业现金宝货币B	77	170	168	51
鹏华货币A	99	135	160	47
鹏华货币B	99	135	160	47
银华货币A	178	125	166	44
银华货币B	178	125	166	44
银河银富货币A	108	117	133	21
银河银富货币B	108	117	133	21

资料来源：WIND、世纪证券研究所

低风险和高流动性是货币市场基金的主要特征,组合平均剩余期限是反映基金组合风险的重要指标。组合期限越短,货币市场基金收益的利率敏感性越低,但收益率也越低。51 只货币基金 2008 年显示易方达旗下货币 A/B 的平均剩余期限最高为 170 天,而银河银富货币最低为 21 天。在 08 年 3 季度末的降息进程中,组合期限长的基金利率敏感度较高,基金收益将受益于降息。而当前利息下调空间已较小,目前组合期限高的基金反而面临未来利率上升的风险。

当前货币市场基金的配置选择（投资建议）

由于股市和债市不可避免的面临阶段性调整风险,我们认为货币市场基金是良好的替代银行存款的避险品种。在投资组合中配置货币市场基金大有裨益。

根据对 09 年货币市场利率未来走势的判断,结合货币市场基金收益和风险的判断。我们的选择标准是：

- 1) 历史收益率较好
- 2) 组合平均剩余期限适中
- 3) 融资杠杆适度偏高

通过比较,长信利息收益、工银瑞信货币、华夏现金增利可为较好选择。

本报告中的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或征价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归世纪证券所有。

The report is based on public information. Whilst every effort has been made to ensure the accuracy of the information in this report, neither the CSCO nor the authors can guarantee such accuracy and completeness or reliability of the information contained herein. Furthermore, it is published solely for reference purposes and is not to be construed as a solicitation or an offer to buy or sell securities or related financial instruments. The CSCO and its employees do not accept responsibility for any losses or damages arising directly, or indirectly, from the use of this report. CSCO or its correlated institutions may hold and trade securities issued by the corporations mentioned in this report, and provide or try to provide investment banking services for those corporations as well. All rights reserved by CSCO.