

兰瑞智库战略决策研究



兰瑞智库

Runwaysys

2023年03月06日 星期一

政策观察

Policy to observe

主办：兰瑞智库经济战略研究中心

网址：<http://www.runwaysys.com>

全国客服热线：4001182162

E-mail：runwaysys@163.com

欢迎关注

兰瑞智库

官方微信平台

(RUNWAYSYS888)



目 录

【股权财政接替土地财政可行吗？】	2
一、股权财政引起热议	
二、土地财政走到尽头	
三、股权财政提出逻辑	
四、财政资金股权投资成功案例	
五、股权财政可行吗？	
【重要货基监管新规：头部基金套上枷锁】	16
一、货基重磅新规出台	
二、背景	
三、政策解读	
四、与《征求意见稿》相比的主要变化	
五、新规影响	

【股权财政接替土地财政可行吗？】

摘要：

1、近期财政部公布的财政收支数据，土地出让下滑，2022年全国国有资本经营预算收入5689亿元，比上年增长10%。这让不少人瞄准了股权财政。

2、土地财政走到尽头：土地财政能维持这么多年，是因为有大批的房企愿意拿钱来换地，土地市场，一直是房企对土地的渴求大于地方供地的意愿。现在不一样了，房企生态从自由竞争走向寡头垄断，导致房企的数量少了，商品住宅市场的规模也缩减了。2021年全国卖了将近18亿方的房子，2022年，全国就卖了13亿方的房子，2023年及以后，房地产的规模可能还是缓慢降低。房地产的规模缩减，就会造成土地市场规模的缩减，卖地收入也会大幅缩减。

3、股权财政提出逻辑：国有资本是解决地方政府的债务和财政收入缺口问题的关键；国有资本经营状况改善明显；国企资产规模庞大；直接融资提速，股权时代来临。

4、财政资金股权投资成功案例：合肥模式：“以投带引”，不是“风投”是“产投”；深圳模式：“抄底纾困”模式；苏州模式：全生命周期的政府投资基金组合，各区母基金发达。

5、股权财政可行吗：股权投资是一个很好的愿望，因为这样看起来我们国家有点像新加坡淡马锡的模式，政府筹集股权投资资金用于投资高增长企业从而获得投资回报，但对于广大的地方财政体系而言，确实难度很大。第一，股权

财政不能取代土地财政。第二，目前不可能放任土地财政退去。第三，不能用企业市场化收益反哺财政收入。

关键词：土地财政，股权财政，国有资本，注册制，直接融资，地方财政

目录

- 一、股权财政引起热议
- 二、土地财政走到尽头
- 三、股权财政提出逻辑
- 四、财政资金股权投资成功案例
- 五、股权财政可行吗？

正文

一、股权财政引起热议

房地产“硬着陆”对以土地出让金为基础的土地财政产生了重大影响，加之三年疫情引起的税收下降及防疫支出增加，地方财政已经捉襟见肘，其资产负债表的恶化从城投债的持续暴雷和实质性违约可见一斑。如何扩充财政资金来源，修复资产负债表成为当务之急。另一方面，在有效需求不足、居民投资不足的背景下，政府投资还要扛起稳定经济基本盘的责任，钱从哪儿来？

近期财政部公布的财政收支数据，土地出让下滑，2022年全国国有资本经营预算收入5689亿元，比上年增长10%。这让不少人瞄准了股权财政。

股权财政，对应土地财政而被赋予的模式简称，指发挥国有资本的引领作用和放大功能，吸引社会资本参与投资具有核心竞争力的高新产业，国有资本实现保值增值，在实施资本市场有序退出后，投向下一个产业，实现良性循环。简言之，即以国有资本为杠杆、重点产业为投资目标的金融手段。

这几年，地方政府成立基金，进行基金招商引资，即通过地方融资平台、产业引导基金等入股企业，以基金撬动资本，以资本导入产业，以此引进一批优秀企业，对当地区域经济和产业发展起到带动作用。

中泰证券首席经济学家李迅雷认为：“国企资产是当前政府部门除了国有土地资产之外的最大一块资产了，如果通过提质增效，若能够让300万亿元的国企总资产的回报率提高一个百分点，则就有3万亿元收益增加，基本可以弥补土地财政消减带来的收入缺口。”

此外，证监会主席在去年金融街论坛上也讲到：“要探索建立中国特色的估值体系。我们什么资产被低估了？即便没有被低估，是不是可以通过并购重组、通过完善公司治理来提升它的估值水平？这跟土地增值逻辑是一样的。所以，这方面股权财政还是大有可为的。”

那么，股权财政真的可以替代土地财政吗？

二、土地财政走到尽头

自1994年分税制改革之后，地方政府对于土地出让金作为主要收入来源的依赖度逐年增加，“土地财政”自此而来。二十多年来地方政府对于土地开发、基础设施投资和扩大地方建设规模的热情空前高涨，土地出让金占地方财政总收入的比重从1998年住房市场化改革的10.91%跃升为2020年的84.02%，“土地财政”创造性地发展出一套以土地作为信用基础的制度，推动了中国工业化和城镇化的发展。

图1 历年土地出让金与地方财政收入



土地财政能维持这么多年，是因为有大批的房企愿意拿钱来换地，土地市场，一直是房企对土地的渴求大于地方供地的意愿。现在不一样了，房企生态从自由竞争走向寡头垄断，导致房企的数量少了，商品住宅市场的规模也缩减了。

2021年全国卖了将近18亿方的房子，2022年，全国就卖了13亿方的房子，2023年及以后，房地产的规模可能还是缓慢降低。

房地产的规模缩减，就会造成土地市场规模的缩减，卖地收入也会大幅缩减。以广州深圳为例，2021年广州的土拍收入1779亿，2022年土拍收入1481亿，少

了 298 亿。2021 年深圳的土拍收入 959 亿，2022 年土拍收入 736 亿，少了 223 亿。2023 年不用想，卖地收入会更低。

以后靠卖地收入，能不能维持住地方公务员的工资都是个问题。现在的土地财政，是从 1992 年的分税制而来。分税制划分了中央和地方的财权分配。税收大头归中央，小头归地方。为了弥补地方多干活少拿钱的损失，默认了土地收入归地方所有，这才有了土地财政。

土地财政临近崩溃，带来最大的问题就是地方财政该怎么办。现在很多城市的地方财政已经没有钱了，不少都是靠发债来维持。最近公安欠电费，公交停运就是很好的例子。靠借钱维持生活肯定不是长久之计，地方财政靠生存将会成为一个难题。

三、股权财政提出逻辑

1、国有资本是解决地方政府的债务和财政收入缺口问题的关键

从地方财政的分项数据来看，所谓的“四本账”，分别是税、政府基金收入（卖地）、社保基金收入、国有资本经营收入（国企分红）。

第一本账税收，1994 年分税制改革后，划给地方政府的税收有：营业税、城市维护建设税（不包括上述由国家税务局系统负责征收管理的部分），地方国有企业、集体企业、私营企业缴纳的所得税、个人所得税（不包括对银行储蓄存款利息所得征收的部分），资源税，城镇土地使用税，耕地占用税，土地增值税，

房产税，城市房地产税，车船使用税，车船使用牌照税，印花税（除证券交易印花税），契税，屠宰税，筵席税（2008年停征），农业税（已停征）、牧业税及其地方附加，地方税的滞纳金、补税、罚款。具体来看：

房产税、城市房地产税：这个很慢，目前已经实施，但是增长速度以及绝对值都可以忽略。

地方国有企业、集体企业、私营企业缴纳的所得税、个人所得税（不包括对银行储蓄存款利息所得征收的部分），资源税：这些近期很难有大的改善，除非企业上市。放宽上市限制，但是上市必然要财税正规，补清欠税，而且，上市后，要不被退市也要保证经营利润，这样有利润也要交税。可见注册制是实实在在的增加地方政府收入。可预见地方有动力推动注册制。

城镇土地使用税，耕地占用税：这两块就是土地财政的附属产物，目前难以继，不多赘述。

营业税、城市维护建设税（不包括上述由国家税务局系统负责征收管理的部分）、增值税、车船使用税，车船使用牌照税，印花税（除证券交易印花税），契税，屠宰税，筵席税（2008年停征），农业税（已停征）、牧业税及其地方附加，地方税的滞纳金、补税、罚款、企业所得税与个税：这些也很难有大的变化。

第二本账政府基金收入，2022年，全国政府性基金预算收入77879亿元，比上年下降20.6%。其中，国有土地使用权出让收入66854亿元，比上年下降23.3%。可见，卖地是占政府基金收入的绝大部分，如今土地财政行业行不通了。

第三本账社保基金收入不能动，人口老龄化压力巨大。

因此，第四本账国有资本经营收入（国企分红）是核心问题。

综合来看,可以提高地方财政收入的除了注册制,就是国有资本经营收入(国企分红)。怎样用好注册制呢?要知道我们还有国有资本,也就是哪些国有企业,即便股份制后,也有国有资本在其中,“股权财政”本质上是以国资为引导,吸引社会资本参与投资具有核心竞争力的高科技产业,投一级,配套注册制,在二级实现退出,实现资本增值。

2、国有资本经营状况改善明显

之前为了减轻政府负担,出现国退民进,但是现在,国有资本经营状况随着国企改革三年行动收官取得明显成效。

2022年,全国国有资本经营预算收入5689亿元,比上年增长10%。分中央和地方看,中央国有资本经营预算收入2343亿元,比上年增长17.2%;地方国有资本经营预算本级收入3346亿元,比上年增长5.5%。

3、国企资产规模庞大

根据《国务院关于2021年度国有资产管理情况的综合报告》:2021年,全国国有企业资产总额308.3万亿元、负债总额197.9万亿元、国有资本权益86.9万亿元;全国国有金融企业资产总额352.4万亿元、负债总额313.7万亿元、形成国有资产25.3万亿元;全国行政事业性国有资产总额54.4万亿元、负债总额11.5万亿元、净资产42.9万亿元。

由此，在不计算国有金融该企业和行政事业型国有资产的情况下，国有企业总资产在 2022 年预计超过 320 万亿元。2021 年，国有企业应交税费 53559.9 亿元，同比增长 16.6%，占全国税收总额 31%（其中中央企业 36234.1 亿元，同比增长 14.0%；地方国有企业 17325.8 亿元，同比增长 22.6%。）

中泰证券首席李迅雷认为：“国企资产是当前政府部门除了国有土地资产之外的最大一块资产了，如果通过提质增效，若能够让 300 万亿元的国企总资产的回报率提高一个百分点，则就有 3 万亿元收益增加，基本可以弥补土地财政消减带来的收入缺口。”

4、直接融资提速，股权时代来临

刚刚结束的 2022 年经历了“最难毕业季”，2023 年高校毕业生规模将再创新高，预计超过 1150 万人。我国中小企业的就业贡献率占了全国就业的 80%，因此支持中小企业发展就是保就业保民生，保民生就是保国家的长治久安。过去以银行贷款为主的间接融资结构显然无法更好地支持社会融资需求及经济高质量发展的需要。

党的二十大报告提出“健全资本市场功能，提高直接融资比重”，为优化融资结构进一步指明了方向。直接融资特别是股权融资更加能够促进科技、资本和产业的高水平循环，才能为经济迈向高质量发展阶段的产业结构优化、发展方式绿色转型的新任务保驾护航。

四、财政资金股权投资成功案例

1、合肥模式：“以投带引”，不是“风投”是“产投”

合肥有“最佳政府投行”的美称，业内总结为“合肥模式”：通过政府投资带动更多社会资本共同进行产业培育，政府通过财政资金增资或国企战略重组整合打造国资平台，再推动国资平台探索以管资本为主的改革，通过直接投资，或组建和参与各类投资基金带动社会资本服务于地方招商引资。

此前，最令市场津津乐道的是，合肥专盯那些“走投无路”的大型困境企业大胆下注“招安”，敢于接纳“落难王子”。一家家深陷困境、举步维艰的独角兽企业，在“合肥模式”的催化下发生了奇妙的化学反应，实现“史诗般的崛起”：科大讯飞、京东方、长鑫半导体、华米科技等等。

合肥市委书记虞爱华曾表示：“准确地说，我们不是“风投”，是“产投”；靠的不是赌博，是拼搏。因为，赌博是有今天没明天，拼搏才是抓今天赢明天。”

有业界人士把“合肥模式”总结为“地方政府公司主义”：政府不单单是社会的“守夜人”，还是市场的参与者，强有力地主导本土产业政策。政府引导与市场化并举，才成就了合肥的“最佳政府投行”。

合肥的成功有其独特的一面，重点就是找准产业方向，尊重产业规律，通过国有资本引导社会资本和实施资本市场有序退出，国有资本实现保值增值后投向下一个产业，实现良性循环。

2、深圳模式：“抄底纾困”模式

深圳则因国资频频“抄底纾困”而在招商领域走红。

近日，国际数据公司（IDC）手机季度跟踪报告出炉：2022年，在寒气逼人的智能手机市场，荣耀手机出货量却比上年上涨34.4%。离开了华为这棵大树，一度不被看好的荣耀实现逆袭，背后是深圳国资的“撑腰”。

两年前，华为将荣耀整体进行剥离，深圳国资联合30余家企业接盘，荣耀变为深圳国资旗下企业。前不久，荣耀的新一轮融资中，深圳国资再度加码。

战略投资荣耀，不是深圳国资的偶然出手。截至2022年，深圳国资系统拥有上市公司37家，形成以基础设施公用事业为主体、金融和战略性新兴产业为两翼的“一体两翼”格局。

值得一提的是，深圳国资多次在大型企业陷入流动性危机或经营低谷的关键节点“下注”介入，实现产业项目导入。

正是这种“稳、准、狠”的行事风格，让“抄底纾困”的深圳模式，蜚声投资江湖。

我们要学深圳，学的其实是产融结合的思维。这是现代产业布局中，非常常用、也非常管用的一招。经济调整期，很多陷入困境的企业，产业和市场前景都很好，国资看准后及时出手，可以起到推动产业发展和助企纾困的双重效果。当然，“纾困”的对象不仅仅局限于本土企业，全国各地好的标的企业，同样可以招引，“扶上马再送一程”。

以高新技术为牵引的大制造，一定是大投入、长期投入的，民企往往难以承

受。在芯片、新能源等高投入领域，政府要在把握边界和风险的同时，有所作为。

3、苏州模式：全生命周期的政府投资基金组合，各区母基金发达

苏州市有“最强地级市”之称，母基金研究中心认为，“苏州模式”突出的一点就是其针对企业不同发展阶段和需求，从企业初期成果转化的天使轮投资，到成长期、成熟期扶优扶强的不同轮次投资，建立了一整套服务企业全生命周期的政府投资基金组合。

苏州推动了中国高端制造、制造业的快速发展；苏州的工业发达，并不是落后产业集聚，而是高端制造业——苏州的纳米技术、光纤通信技术、优特钢铁、高端纺织等产业处于世界一流水平，苏州工业园区的生物医药产业竞争力全国第一，人工智能、新一代信息技术、航空制造等领域全国领先。

在产业发展的背后，离不开苏州在资本招商方面的扎实布局，在这个创投高地上，诞生了中国第一只市场化运作的股权投资母基金：元禾辰坤母基金，也集聚了许多业内耳熟能详的知名母基金——苏州吴江东方国资、苏州工业园区创业投资引导基金、相城母基金、苏州国发创投……根据母基金研究中心的数据，总部位于苏州的母基金多达 20 余家，占整个江苏省母基金的近一半。苏州市位于长三角城市群的核心地带，临近的上海市、浙江省与安徽省均有诸多母基金，这是一片母基金行业发展的“黄金地带”。

此外，苏州的各个市辖区也在母基金资方面持续发力，各区的母基金十分发达。

五、股权财政可行吗？

股权投资是一个很好的愿望，因为这样看起来我们国家有点像新加坡淡马锡的模式，政府筹集股权投资资金用于投资高增长企业从而获得投资回报，但对于广大的地方财政体系而言，确实难度很大。

第一，股权财政不能取代土地财政。

从收入体量来看，2022年，全国国有土地使用权出让收入66854亿元，比上年下降20309亿元；国有资本经营预算收入5689亿元，比上年增长517亿元，增长数远没到能反哺财政收入替代土地财政的水平，体量差距巨大。当前土地出让金在财政收入中所占的比重，在短期内股权财政远远无法替代土地财政。

从拉动经济来看，土地财政对于经济社会发展中各产业的拉动作用是股权财政无法相比的，股权财政更多的是一种金融手段，当前各县区基层政府普遍面临国有资本经营无收益甚至负收益的局面，欠缺市场专业人才，无法找到盈利模式，以致在投资运营过程中，产生巨额隐性债务的情况较为突出。国内外股权投资模式的成功先例，更适合在拥有较多优势资源的省市级政府层面推广借鉴。

独山县400亿债务就是一个很好的例子，独山县的问题，远远不仅是一个违规举债的问题，而是地方政府或以其下属国企通过举债，以股权方式投资了过多的应该企业投资的项目；或者更简单的说，地方政府越俎代庖地投资了过多的市场化商业性项目，水司楼、天洞景区、大戏楼、三大庙等等各种景区项目。独山县的暴雷，与其说是盲目举债造成的，还不如说是地方政府盲目投资市场化企业

项目造成的。

独山县的 400 亿，为当前甚嚣尘上的“股权财政说”，做足了试点和表率。

第二，目前不可能放任土地财政退去。

由于土地财政的负面效应，所以我们很少能够在官宣文件里看到国家对于土地财政的鼓励和支持。

不过，从 2020 年发布的要素文件（《中共中央国务院关于构建更加完善的要素市场化配置体制机制的意见》）第一部分要素就强调土地要素和近半年来一直强调的房地产支柱产业等等提法，可以清晰地看到国家对于土地财政中短期不可替代的准确判断，从近半年多来的救市政策走向，也可以清晰地领会到，国家不可能放任土地财政支柱的倒塌。

因为那将可能带来对金融系统的一系列冲击，是无法承受的，危及整个金融系统的稳定，关系到国家民族发展甚至于危及到生死存亡，好在主管部门对这一问题的判断是非常清醒、准确的。

第三，不能用企业市场化收益反哺财政收入。

不能用企业市场化收益反哺财政收入，是我们多年以来一贯坚持的观点。造成所谓的市场化“永动机”必然失败的原因是多方面的，一方面是市场化项目处于平均利润状态，不足以覆盖基建投入，另一方面是法律禁止对于纯粹市场化项目与公益性建设的捆绑，而放开能够与公益性建设捆绑的类型，却均属严重亏损状态；而对于有高额收益的土地出让等行政环节，法律也禁止通过捆绑向企业输送利益。

李迅雷的观点似乎很有道理：若能够让 300 万亿元的国企总资产的回报率提

高一个百分点，则就有 3 万亿元收益增加，基本可以弥补土地财政消减带来的收入缺口。

问题是，这不是每年都能提高 1% 的，就像世界纪录不是能够每年提高 1% 的；反证法的说，如果中国国企利润率真的每年都能提高 1%，那么 20 年之内，利润率争取保持在 30% 左右，中国就能收购全地球，100 年之内就能称霸全宇宙，可见，这有多么不现实。

【重要货基监管新规：头部基金套上枷锁】

摘要：

1、近日，为强化重要货币市场基金监管，中国证监会联合中国人民银行发布《重要货币市场基金监管暂行规定》（以下简称《暂行规定》），将从今年5月16日起正式施行。

2、背景：自2008年金融危机之后，全球监管机构加强对货币基金的监管，避免货币基金过于集中带来的系统风险是重点监管内容。我国货币基金监管新规的主要背景从2016年即开始。近年来，我国金融创新层出不穷，市场联动性加强，使得货币基金面临的风险也呈现出新的特点。由于货币市场基金与货币市场的关联性较强，特别是超大型货币基金的流动性管理更容易对市场造成冲击，在此背景下，将近年来对于系统重要性金融机构例如银行、保险的监管模式延展到资管产品领域，超大规模的货币基金首当其冲，因此监管出手对重要货币基金加强监管也在情理之中。

3、政策解读：明确重要货币市场基金定义、评估条件和标准；明确附加监管要求，增强抗风险能力；明确重要货币市场基金的风险防控和处置机制

4、与《征求意见稿》相比的主要变化：新增两项内容：增加集中度限制、明确基金销售机构定义；出现四个变化：限制条件有所弱化。

5、新规影响：一是宏观维控，规范货币基金管理有助于控制成本估值法产品的增长上限。二是中观维稳，综合平台管控与风险准备金的约束，单家头部基

金公司的货基规模有一定的瓶颈约束。三是微观维序，货币基金收益主要是受市场整体利率水平与主动管理能力影响，风控比例的限制要求不是影响收益率的主导因素。四是展望维安，本次对货币基金这类重要普惠金融产品的补丁式规范文件，符合资管产品向净值化与市场化发展的趋势要求。

关键词：重要货币市场基金，监管，系统性风险，风险防控

目录

- 一、货基重磅新规出台
- 二、背景
- 三、政策解读
- 四、与《征求意见稿》相比的主要变化
- 五、新规影响

正文

一、货基重磅新规出台

近日,为强化重要货币市场基金监管,中国证监会联合中国人民银行发布《重要货币市场基金监管暂行规定》(以下简称《暂行规定》),将从今年5月16日起正式施行。此前在2022年1月14日至2月13日期间,证监会曾针对《暂行规

定》公开征求意见。证监会认真研究了市场反馈的意见建议，多数予以吸收采纳。

此次《暂行规定》主要内容包括：一是明确重要货币市场基金的定义及评估条件、标准、程序，有效识别重要货币市场基金；二是明确重要货币市场基金的特别监管要求，增强基金管理人及产品抗风险能力；三是明确重要货币市场基金的风险防控和处置机制。

下一步，证监会将指导各行业机构认真落实《暂行规定》，会同中国人民银行持续做好重要货币市场基金产品的日常监管和风险监测工作，切实保护基金份额持有人合法权益，促进相关产品平稳健康发展。

二、背景

自2008年金融危机之后，全球监管机构加强对货币基金的监管，避免货币基金过于集中带来的系统风险是重点监管内容。

我国货币基金监管新规的主要背景从2016年即开始。2016年，《货币市场基金监督管理办法》在《货币市场基金管理暂行规定》基础上修订发布并实施，是货币市场基金自2004年构建起基础制度框架后的首次重新梳理，是基于对货币市场基金多年发展的各种风险问题的总结和对互联网新业态所面临问题的要求，重在处理好货币市场基金风险防范与创新发展的关系，是互联网金融大发展背景下货币市场基金规范举措的第一步。

2017年，《公开募集开放式证券投资基金流动性风险管理规定》（以下简称“《流动性风险管理规定》”）发布实施并设立“货币市场基金特别规定”专章，

意在针对债券市场大幅波动以及债券市场信用风险不断增长等状况下货币市场基金已经发生及可能发生的赎回需求和市场流动性缺失双重挤压等现象所造成的流动性风险作出进一步防控。

2018年,《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》发布,针对货币市场基金互联网销售过程中出现的包括“T+0 赎回提现”业务在内的问题作出规范。

近年来,我国金融创新层出不穷,市场联动性加强,使得货币基金面临的风险也呈现出新的特点。

2018年11月,人民银行在《中国金融稳定报告(2018)》(以下简称《报告》)中表示,可从三方面进一步完善货币市场基金流动性管理框架,具体包括进一步提高流动性监管要求、建立健全系统重要性货币市场基金评估和监管框架以及强化投资者保护,打破货币基金“保本保息”的非理性预期。

在发生著名的外滩金融峰会事件后半年多,2021年4月12日,中国人民银行副行长潘功胜就金融管理部门再次约谈蚂蚁集团情况答记者问中,提到蚂蚁集团的五大整改内容。

从这次文件的官方起草说明来看,证监会提到“个别货币市场基金产品规模较大或涉及投资者数量较多,如发生风险易对金融市场产生负面影响,需提出更为严格审慎的监管要求。为进一步提升重要货币市场基金产品的安全性和流动性、有效防范风险,证监会会同人民银行研究起草了《重要货币市场基金监管暂行规定》”,其中特别强调了“个别”二字。

从数据来看,截至2022年12月末,货币市场基金资产净值达到10.46万亿

元，其中天弘余额宝的资产净值 6892 亿（2022 年 6 月末仍有 7.4 亿名持有人），占全部货币市场基金的 6.6%左右。由于货币市场基金与货币市场的关联性较强，特别是超大型货币基金的流动性管理更容易对市场造成冲击，在此背景下，将近年来对于系统重要性金融机构例如银行、保险的监管模式延展到资管产品领域，超大规模的货币基金首当其冲，因此监管出手对重要货币基金加强监管也在情理之中。

三、政策解读

1、明确重要货币市场基金定义、评估条件和标准

首先是货币基金的定义，《暂行规定》中明确指出重要货币市场基金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。

其次是货币基金的评估条件，《暂行规定》第四条指出货币市场基金满足下列任一条件的，基金管理人应当在 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 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）中国证监会认定的符合重要货币市场基金特征的其他条件。

计算前款所述基金资产净值、基金份额持有人数量指标时，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当予以合并计算，中国证监会认可的情形除外。

最后是评定标准，《暂行规定》第五条指出中国证监会对基金管理人上报的货币市场基金进行评估，评估内容包括但不限于以下指标：

- （一）基金资产净值。包括基金资产净值近期变化趋势及潜在上涨幅度等；
- （二）关联度。包括基金杠杆比例和杠杆规模，同业业务投资余额等；
- （三）可替代性。包括基金持有证券占对应市场规模的比例，基金份额持有人数量，前十大基金份额持有人及持有份额占比等；
- （四）复杂性。包括基金组合资产变现期限与投资者赎回期限的比值，流动性受限资产占基金资产净值的比例，组合资产潜在估值损失等。

中国证监会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。不符合本规定要求的，基金管理人、基金托管人和基金销售机构等主体应当在公示后3个月内调整完毕。

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。

值得注意的是，单个符合2000亿规模或5000万客户的货币基金非常有限，目前仅有天弘余额宝货币和易方达易理财货币A两家，穿透后的金融品牌就是耳熟能详的蚂蚁“余额宝”和腾讯“零钱通”。但新规规定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，目前超过2000亿元的货币基金包括天弘基金、易方达基金、博时基金、广发基金、南方基金、华夏基金等18家基金公司。

2、明确附加监管要求，增强抗风险能力

《暂行规定》从经营理念、风险管理、人员及系统配置、投资比例、交易行为、规模控制、申赎管理、销售行为、风险准备金计提等方面，对重要货币市场基金的基金管理人、托管人和销售机构提出了更为严格审慎的要求。

基金管理人应：

（一）全面审慎评估基金对投资者、资本市场和金融体系的影响，遵循长期稳健的经营和投资理念，确保自身投资研究、人员配备、系统运营、客户服务、风险管理与危机应对等方面的能力水平与基金管理规模相匹配，不得盲目扩张基金规模。

（二）为基金配置专门的投资、研究、交易、风控、合规、运营、稽核等岗位人员，相关岗位人员应当具有3年以上相关岗位从业经历，基金经理不得少于2人。基金管理人的高管、基金经理等相关人员的考核评价、薪酬激励等不得直接或间接与基金的规模相挂钩。

（三）针对性建立健全基金的风险管理体系，设置更严格审慎的风险控制要求，提高压力测试频次。

（四）完善投资管理机制，全面加强内部信用评级管理，投资标的和相关决策应有及时、充分的研究支持。

基金投资运作指标应符合以下要求：（此部分比较重要）

1、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%；

此举目的为降低集中度，早前要求为同一机构发行的债券、债务融资工具等比例合计不超过 10%。

2、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%；

此条限制重要货基对国股大行的资产集中度。

3、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为较高级；

此举主要为防止发生信用风险，影响货币基金的收益水平，进而引发赎回潮。

4、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 10%，相关质押券等担保品计入第 1 项规定的比例且其内部信用评级应为较高级；

大型货币基金是非银机构的主要融出方，限制其对私募产品的逆回购主要原因是希望重要货币基金对单个私募的融资输出不要过于集中，防止产生流动性风险。

5、投资组合中现金、国债、央行票据、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合计不得低于 20%；

提高高流动性资产比例一定程度上会影响货币基金收益水平。

6、主动投资于流动性受限资产的规模合计不得超过基金资产净值的 5%，投资于有存款期限的银行存款的规模不得超过基金资产净值的 50%；

对于投资一些流动性受限资产的规模提出限定不得超过 5%，此前该比例规定为 10%。根据《公开募集开放式证券投资基金流动性风险管理规定》所述，流动性受限资产是指由于法律法规、监管、合同或操作障碍等原因无法以合理价格

予以变现的资产，包括但不限于到期日在 10 个交易日以上的逆回购与银行定期存款（含协议约定有条件提前支取的银行存款）、停牌股票、流通受限的新股及非公开发行股票、资产支持证券、因发行人债务违约无法进行转让或交易的债券等。

7、投资组合平均剩余期限不得超过 90 天；

之前此规定为不得超过 120 天。剩余期限降低后对 3 个月以上的同业存单发行较为不利，收益率有上行风险。

8、投资组合杠杆比例不得超过 110%；

早前规定为 120%，杠杆水平进一步压缩。截止至 2022 年末，货币基金杠杆率超过 110% 占全市场货基的 17.72%，影响较为可控。

9、证监会根据审慎监管原则作出的其他要求。

（五）加强对基金交易行为的管理，采取有效措施确保不对市场正常交易秩序产生不良影响，不得滥用基金的市场地位和议价能力，不得打压交易对手或融资主体，不得以掠夺性、差别性定价排挤竞争对手。

（六）采取有效措施加强对基金的流动性管理，优化基金份额持有人结构，加强基金规模管控。

（七）向投资者全面、清晰地揭示基金投资风险，不得片面宣传基金的规模、市场占有率、基金经理、历史业绩和申赎便捷性等，不得对其他基金实施歧视性销售等不正当安排。

（八）每月从基金的管理费中计提的风险准备金比例不得低于 20%。

3、明确重要货币市场基金的风险防控和处置机制

一是要求基金管理人及相关市场主体应当制定合理有效的风险应对预案，提前对风险处置事项做出安排。二是规定证监会会同人民银行等相关部门建立信息共享机制，明确重大风险情形下的风险处置机制。三是规定不同风险情形下基金管理人自有资金、风险准备金、主要股东等风险处置资金来源。

四、与《征求意见稿》相比的主要变化

1、新增两项内容：增加集中度限制、明确基金销售机构定义

2022年1月，中国证监会发布《重要货币市场基金监管暂行规定（征求意见稿）》。相比于“意见稿”，正式规定中新增两项内容：第一，增加投资集中度限制，要求“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%。”根据2017年10月公布的《公开募集开放式证券投资基金流动性风险管理规定》中定义，金融工具主要包括：债券、非金融企业债务融资工具、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等。限制的中心思想是对重要货币市场基金进行流动性风险管控。

第二，增加关于基金销售机构定义，新规明确“基金销售机构，是指除基金管理人及其销售子公司外的基金代销机构。”市场主流基金销售机构包括：银行、券商、基金、第三方销售机构等。

2、出现四个变化：限制条件有所弱化

相比于“意见稿”，正式规定中核心变化主要体现在四个方面：

第一，评级调整拓展投资范围。将交易对手的内部信用评级由“最高级”调整为“较高级”，且并未对“较高级”做出具体规定，扩展了资产投资范畴；

第二，增加正回购特殊情况。即“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个交易日累计赎回30%以上以及中国证监会认可的情形外。”

第三，调整时间延长。对于不符合投资运作指标的重要货币基金，基金管理人调整时间由10个工作日延长至20个工作日；

第四，降低风险准备金比例。风险准备金提取比例由40%降低至20%，且风险准备金余额达到保有规模的0.25%时可以不再提取。

五、新规影响

一是宏观维控，规范货币基金管理有助于控制成本估值法产品的增长上限。从行业发展趋势看，从公募货基、现金管理类理财产品到成本摊余发债基这一类成本法的产品线发展来看，刚兑型产品向净值型产品转化是必然趋势。在这一过程中，监管对于成本法估值的产品形态存在规模上限约束。这是资管行业平稳健康发展的必然趋势。

二是中观维稳，综合平台管控与风险准备金的约束，单家头部基金公司的货基规模有一定的瓶颈约束。

三是微观维序，货币基金收益主要是受市场整体利率水平与主动管理能力影响，风控比例的限制要求不是影响收益率的主导因素。

四是展望维安，本次对货币基金这类重要普惠金融产品的补丁式规范文件，符合资管产品向净值化与市场化发展的趋势要求。

重要声明:

本报告的信息均来源于公开资料，其来源及观点出处皆被我公司认为可靠，但我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，客户和决策者据此做出的任何决策与本公司和作者无关。

本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为兰瑞智库，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

**我们的一切努力都是为我们的客户——
提升竞争优势，共同创造持续长远的收益**

主办：兰瑞智库经济战略研究中心
网址：<http://www.runwaysys.com/>
e-mail: runwaysys@163.com
全国客服热线：4001182162