

《重要货币市场基金产品监管暂行规定(征求意见稿)》简评

作者：黎明 | 陆奇 | 狄家璐

引言

监督管理持续完善、立法节奏不断加快的证券投资基金行业在2022年初迎来了意义重大的《重要货币市场基金监管暂行规定(征求意见稿)》(以下简称“本意见稿”或“意见稿”),意见稿的反馈截止时间为2022年2月13日。

本意见稿是对应中国证监会于2017年8月发布的《公开募集开放式证券投资基金流动性风险管理规定》中规定的、将由中国证监会会同央行就被认定为具有系统重要性的货币市场基金而制定的专门监管规则,将与《货币市场基金监督管理办法》及其实施规定、《公开募集开放式证券投资基金流动性风险管理规定》(尤其其中“货币市场基金特别规定”专章)等法律法规环环相扣,针对货币市场基金形成全面、系统、分层的监督管理体系,成为有力保护投资者利益、有效防控行业风险的法规依据。

传统货币市场基金以其投资货币市场工具、确定价申赎、摊余成本法估值的特征,向投资者提供了分享货币市场收益的渠道,又借近十年互联网金融崛起之势,一度几乎成为“国民级现金管理工具”。在基金管理公司与互联网金融平台纷纷联手打造宝类产品的风潮下,基于货币市场基金向投资者提供金融服务的各种业务模式频出,货币市场基金的规模呈几何级增长,其性质及影响一定层面上已不止于单纯的资产管理产品——央行在《2018年金融统计数据报告》即明确自2018年1月将货币市场基金纳入M2统计口径。

然而十九年来,货币市场基金在蓬勃发展的同时,也经历了诸如2005年短融券导致的信用风险及流动性风险事件、2006年赎回潮引致的定存利息损失、2013年大规模赎回引发低价抛券的负偏离、2016年债券市场调整最终带来的货基流动性双重挤压等

.....
如您需要了解我们的出版物,
请联系:

Publication@llinkslaw.com

事件，货币市场基金的发展历程也并非一帆风顺，已数次发生波及行业的风险事件。尽管过去数年监管机构已对货币市场基金规模无序增长、不当营销等采取诸多措施，但根据三方机构统计，截至 2021 年三季度，货币市场基金规模已达 9.4 万亿元，占公募基金整体规模的比重仍超半数，为 52.7%。

笔者注意到，正如《货币市场基金监督管理办法》的发布机构包括央行，本意见稿亦然，且意见稿的制定依据包括《中国人民银行法》，对重要货币市场基金进行定义时使用了“与其他金融机构或金融产品关联性较强”、“可能对资本市场和金融体系产生重大不利影响”等表述，足以说明从实际规模及影响来看，针对货币市场基金更易引发金融风险跨机构、跨行业传导的特性，对其实施的监督管理尤需多头协作。

一. 全面加强管控主体

需要特别说明的是，区别于此前以直接参与机构、直接责任人员为主承担产品风险管控与应对责任的机制，本意见稿将基金管理人、基金托管人、基金销售机构及相关股东、基金管理人实际控制人、董事、监事、高级管理人员以及主要责任人员均框入参与重要货币市场基金风险管控的义务主体范围，以确保出现潜在风险事件或风险事件发生后有足够救济措施和途径，并由此压实各主体责任，以保护投资者利益、控制风险蔓延：

风控机制	本意见稿规定
风险准备金 (第十三条)	中国证监会可以要求基金管理人、基金托管人、基金销售机构进一步提高风险准备金计提比例，或者要求基金管理人、基金托管人、基金销售机构及相关股东一次性补足风险准备金。
应对预案 (第十四条)	基金管理人应当会同基金管理人主要股东、实际控制人、基金托管人、基金销售机构等主体共同制定合理有效的风险应对预案。
重大风险处置 (第十五条)	重要货币市场基金发生重大风险的风险处置期间，除存在确有利于化解流动性风险的情形外，基金管理人应当限制董事、监事、高级管理人员以及主要责任人员薪酬，并不得向董事、监事、高级管理人员以及主要责任人员发放奖金和绩效薪酬，不得向股东分红，不得允许董事、监事、高级管理人员以及主要责任人员离职。
流动性支持 (第十七条)	基金管理人应当与主要股东、基金托管人等签订协议，约定当重要货币市场基金出现巨额赎回等情形时，可以通过质押回购交易等方式在一定额度内获得短期融资安排。

本意见稿在第四条和第五条对重要货币市场基金的认定条件、报告要求、评估指标、调整期限及名单变动安排进行了明确规定。结合意见稿第四条、第五条来看，在 2000 亿元规模(基金资产净值连续 20 个交易日超过 2000 亿元)和 5000 万持有人数量(基金份额持有人数量连续 20 个交易日超过 5000 万个)两项量化的标准之外，重要货币市场基金初评范围中“中国证监会认为符合重要货币市场基金特征的其他标准”还可能包括第五条规定的基金资产净值变化趋势及潜在上涨幅度、关联度、可替代性、复杂性等因素。

在判定上述条件时，意见稿将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合并计算，因此若同一销售机构合并计算后被认定为重要货币市场基金，则该等合并计算的货币市场

基金均需要符合附加监管要求的规定。但或有疑问的是，此处的“销售机构”是否包括基金管理人直销渠道，以及“合并计算”是仅计算在该销售机构的合计保有量，还是只要存在同一管理人多只货币市场基金在同一销售机构销售的情况，该等货币市场基金合并计算规模需延伸计算其他渠道的保有规模？

待意见稿正式发布后，中国证监会可能对于落实基金管理人上报货币市场基金的材料要求、上报方式、评估指标的细化等另有进一步规定或制定配套细则。在经中国证监会评估并公示重要货币市场基金名单后 3 个月内，相关重要货币市场基金应当符合监管要求。

二. 压实风险管理责任

(一) 投资运作管理要求

重要货币市场基金运作管理和风险控制的主要责任在于基金管理人，意见稿中提出的各项要求亦是对基金管理人综合管理水平的考验。我们从以下六个方面梳理了基金管理人在重要货币市场基金投资管理环节的关注事项：

- **人员管理：**重要货币市场基金的基金经理不得少于 2 人，还应指定专门的投资、研究、交易、风控、合规、运营、稽核等人员负责重要货币市场基金的管理，该等人员应具有 3 年以上岗位从业经历。此外，意见稿明确强调基金管理人的高级管理人员、基金经理等相关人员的考核评价、薪酬奖励等不得直接或间接与基金规模相挂钩，由此进一步遏制规模排名剔除货币基金后行业中仍然存在的“冲规模”现象。
- **风控体系：**基金管理人应针对性建立健全重要货币市场基金的风险管理体系，设置更为严格审慎的风险控制要求，加大压力测试频次。目前针对压力测试频率的明确要求主要为《公募基金管理人压力测试指引(试行)》所规定的至少每季度进行的基金公司层面的综合性压力测试，但若基金管理人旗下货币市场基金被列入名单，则针对该等产品的专项压力测试频率应予提高。
- **投资决策：**综观近年来基金投研决策相关的违规案例，由于投资组合重仓券研究支持不足或跟踪研究不及时而被采取监管措施的情况并不少见；同时，受债券市场风险事件频发的影响，货币市场基金一旦面临净赎回和资产流动性受限的双重挤压则可能尤为脆弱。因此本意见稿在第七条再次强调基金管理人应当完善投资管理机制，全面加强内部信用评级管理，对投资标的和相关决策应当有及时、充分的研究支持。
- **流动性匹配：**基金管理人应当采取有效措施加强对重要货币市场基金的流动性管理，具体措施包括及时主动了解并分析投资者潜在赎回需求，测算资产变现对产品运作和市场秩序的影响，提前调整流动性资产以平稳应对投资者赎回，基金管理人可由此降低在赎回潮中被动抛售持仓资产的风险，从而保护投资者的利益。

- **投资组合:** 相比非重要货币市场基金, 本意见稿对重要货币市场基金的投资范围及投资限制提出了更多要求, 包括进一步分散集中度、限制信用下沉、收缩杠杆规模、提高高流动性资产占比、缩短组合平均剩余期限等:

	非重要货币市场基金	重要货币市场基金
投资范围	<ul style="list-style-type: none"> ✓ 不得投资于信用等级在 AA+以下的债券与非金融企业债务融资工具 ✓ 投资于主体信用评级低于 AAA 的机构发行的金融工具(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)占基金资产净值的比例合计不得超过 10%, 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% ✓ 拟投资于主体信用评级低于 AA+的商业银行的银行存款与同业存单的, 应当经基金管理人董事会审议批准, 相关交易应当事先征得基金托管人的同意, 并作为重大事项履行信息披露程序 ✓ 投资的资产支持证券的信用评级应不低于国内信用评级机构评定的 AAA 级或相当于 AAA 级的信用级别 	<p>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最高级</p>
	<p>可以参与期限在 1 年以内(含 1 年)的债券回购</p>	<p>基金资产净值连续 20 个交易日超过 5000 亿元的, 最迟 3 个月应确保在正常市场条件下不得开展债券正回购交易</p>
集中度	<ul style="list-style-type: none"> ✓ 持有一家公司发行的证券市值不得超过基金资产净值的 10% ✓ 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 	<p>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%(以私募资管产品为交易对手的债券逆回购交易质押券应计入该比例)</p>
持仓流动性	<ul style="list-style-type: none"> ✓ 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 10%, 因证券市场波动、基金规模变动等基金管理人之外的因素致使基金不符合该规定比例限制的, 基金管理人不得主动新增流动性受限资产的投资 ✓ 到期日在 10 个交易日以上的逆回购、银行定期存款等流动性受限资产投资占基金资产净值的比例合计不得超过 30%, 因市场波动、基金规模变动等基金管理人之外的因素致使基金不符合该规定比 	<p>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%。因证券市场波动、基金规模变动等基金管理人之外的因素导致基金投资不符合该规定比例的, 基金管理人原则上应当在 10 个交易日内进行调整; 无法按时调整的, 基金管理人应当向中国证监会报告</p>

	例的, 基金管理人应当在 10 个交易日内进行调整, 但中国证监会规定的特殊情形除外	
	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 30%, 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	主动投资于有存款期限的银行存款不得超过基金资产净值的 50%
	<ul style="list-style-type: none"> ✓ 投资组合的平均剩余期限不得超过 120 天 ✓ 当前 10 名份额持有人的持有份额合计超过基金总份额的 20%时, 投资组合的平均剩余期限不得超过 90 天 ✓ 当前 10 名份额持有人的持有份额合计超过基金总份额的 50%时, 投资组合的平均剩余期限不得超过 60 天 	<ul style="list-style-type: none"> ✓ 投资组合的平均剩余期限不得超过 90 天 ✓ 基金资产净值连续 20 个交易日超过 5000 亿元的, 最迟 3 个月后就应确保投资组合的平均剩余期限不得超过 60 天
	<ul style="list-style-type: none"> ✓ 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占基金资产净值的比例合计不得低于 10% ✓ 当前 10 名份额持有人的持有份额合计超过基金总份额的 20%时, 现金、国债、中央银行票据、政策性金融债券以及 5 个交易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% ✓ 当前 10 名份额持有人的持有份额合计超过基金总份额的 50%时, 现金、国债、中央银行票据、政策性金融债券以及 5 个交易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 30% 	现金、国债、中央银行票据、政策性金融债券以及 5 个交易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%
交易对手管理		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%, 相关质押券内部信用评级应当为最高级; 其中, 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%
杠杆规模	<ul style="list-style-type: none"> ✓ 基金总资产不得超过基金净资产的 140% ✓ 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 20% 	基金总资产不得超过基金净资产的 110%

- **交易行为:** 基于重要货币市场基金的规模和影响力, 为维护公平金融市场环境, 预防扭曲秩序的竞争行为, 意见稿明确要求基金管理人在管理运作重要货币市场基金过程中确保“四不”: 不对市场正常交易秩序产生不良影响; 不得滥用重要货币市场基金的市场地位和

议价能力;不得打压交易对手或融资主体;不得以掠夺性、歧视性定价排挤竞争对手。该等倡导公平竞争、良性发展的监管精神在推介销售环节的监管要求中也一直有所体现,具体请见下文“(二)销售管控要求”中相关内容。

(二) 销售管控要求

- **投资者结构与规模管控:** 意见稿第十一条就重要货币市场基金的投资者结构与规模管控对基金管理人和销售机构进行了集中规定,以流动性管理为出发点提出:
 - ✓ 应将单一投资者持有重要货币市场基金份额的比例控制在 5%以内。如出现超限情形,基金管理人应基于基金合同的约定与投资者沟通就其赎回行为提前作出约束性安排,并可采取单日净赎回份额不得超过基金总份额的 5%、延缓支付部分赎回款项等措施平滑单一投资者赎回对基金的影响。对于基金管理人采用何等形式与投资者作出约束性安排,是基于本次法规提出的新要求,有待行业实践和探索。
 - ✓ 要求基金管理人及时主动了解并分析投资者潜在赎回需求,测算资产变现对产品运作和市场秩序的影响,提前调整流动性资产以平稳应对投资者赎回,该等工作亦有赖于销售渠道对基金份额持有人投资习惯的了解程度和触达投资者的能力建设,由此配合基金管理人尽可能准确地掌握潜在赎回需求的具体情况,实现重要货币市场基金投资组合流动性和收益获取能力的最优平衡。
 - ✓ 明确基金管理人应当依法依规审慎确认巨额赎回申请,并在发生巨额赎回当日向中国证监会报告。对于巨额赎回申请的确认,一方面基金管理人应从基金份额持有人利益出发,评估支付相关赎回申请是否存在困难或因此进行的财产变现是否可能会对基金资产净值造成较大波动,并履行内部决策程序,另一方面还应尤其注意遵守《公开募集开放式证券投资基金流动性风险管理规定》中关于每日确认的净赎回申请不得超过基金 7 个工作日可变现资产的可变现价值的要求。
 - ✓ 基金管理人根据最大限度保护基金份额持有人利益的原则,必要时可采取设定单一投资者单日申购金额上限、基金单日净申购比例上限、以赎回申请规模确定接受申购申请规模、暂停基金申购等规模管控措施。在本意见稿列出的各种规模管控措施中,“以赎回申请规模确定接受申购申请规模”系首次在基金相关法律法规中明确出现,基金管理人可结合基金的实际运作情况,确定申赎规模的轧差阈值,并将其作为一项风险防控工具。
- **信披营销:** 结合目前货币市场基金及其衍生金融服务生态的发展情况,本意见稿还从以下两个角度对重要货币市场基金的销售管理进行了规范:

- ✓ **全面展示**——基金管理人、基金销售机构应当向投资者全面、清晰地揭示重要货币市场基金投资风险，不得片面宣传该等基金的规模、市场占有率、基金经理、历史业绩和申赎便捷性等。
- ✓ **公平展业**——从意见稿中特别提及的“不得对其他基金实施歧视性销售安排”，可以自然联想到 2018 年 5 月发布的《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》，其中明确要求“严禁实施歧视性、排他性、绑定性销售安排”，以及去年 12 月 31 日七部委联合发布的《金融产品网络营销管理办法(征求意见稿)》中“不得滥用市场优势地位实施歧视性、排他性合作安排”的规定。从过去货币市场基金规模借助互联网平台流量急速扩张阶段出现的各类销售安排可见，部分经营主体借助其市场优势地位实施歧视性、排他性等不公平竞争手段，影响了市场秩序，亦给行业的良性发展带来了一定的负面影响。因此，本意见稿中对禁止“歧视性销售安排”的强调亦是体现了监管机构对从业机构公平竞争的一以贯之的要求。

(三) 风险应对措施

- **风险准备金**：风险准备金作为一项风险应对机制、损失救济安排在《基金法》中即有规定，但征求意见稿中，除对基金管理人、基金托管人计提风险准备金的安排提出了更高要求(分别不得低于 40%、20%，且未设达到一定条件则可不再提取)外，还出现了两项新内容：
 - ✓ **销售机构风险准备金**：要求基金销售机构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 20%。同前文所提疑问，本意见稿此处“基金销售机构”是否包括直销机构，即基金管理人不单需就其收取的管理费计提风险准备金，还应就销售收入(认申赎回手续费、销售服务费)计提风险准备金?对于代销机构的“销售收入”，应包括认申赎手续费及销售服务费等销售费用的分成，以及基金管理人向代销机构支付的尾随佣金。
 - ✓ **风险准备金用途**：在相关主体因违法违规、违反基金合同、操作失误或技术故障等原因，给基金财产或者基金份额持有人的合法权益造成损失而依法应当承担赔偿责任的情形下，风险准备金可优先用于赔偿损失的用途。在此之外，本意见稿增加了基金管理人、基金托管人和基金销售机构的风险准备金经中国证监会认可后可以用于重要货币市场基金的流动性支持的机制，由此为重要货币市场基金的流动性再添一层保障。

同时，本意见稿还明确中国证监会有权结合重要货币市场基金的风险控制情况要求基金管理人、基金托管人、基金销售机构进一步提高风险准备金计提比例，或者要求基金管理人、基金托管人、基金销售机构及相关股东一次性补足风险准备金，其中补足风险准备金的主体已不限于基金管理人、基金托管人、基金销售机构，还扩展到了“相关股东”。

- **流动性支持**：本意见稿第十七条单独列明了在重要货币市场基金出现巨额赎回等情形时，通过质押回购交易等方式从基金管理人主要股东、基金托管人处获得短期融资支持的协议

签署要求。该等安排亦是对《货币市场基金监督管理办法》规定的基金管理人及其股东使用自有资金从货币市场基金购买金融工具相关机制的补充，体现了确保重要货币市场基金份额持有人投资的安全性和流动性的监管宗旨。

- **灾难备份:** 基金管理人、基金托管人应当建立两处以上应用级灾备系统，即相关灾备系统应不仅能支持数据的备份和恢复，还能在生产系统无法正常运转时，接管其功能并继续运作。
- **风险应对预案:** 基金管理人应当会同其主要股东、实际控制人、基金托管人、基金销售机构等主体，综合评估重要货币市场基金各类风险的成因、表现及影响，制定内容包括不同程度风险情形下的应对方式、资金来源安排的风险应对预案并定期评估更新。
- **重大风险处置:** 重要货币市场基金发生重大风险的，基金管理人及相关市场主体应当根据风险处置小组要求实施风险处置工作，同时意见稿还限制了该等风险处置期间基金管理人可能影响风险处置能力的行为，包括要求限制董事、监事、高级管理人员以及主要责任人员薪酬、不允许该等人员离职并且不得向该等人员发放奖金和绩效薪酬、不得向股东分红、不得对外新增提供借款/担保或者进行重大投资等。

三. 强化信息数据报送

在监管机构不断对货币市场基金管理框架进行完善、提升行业发展稳定性、筑牢安全屏障的过程中，从业机构报送的信息亦为监管机构工作的重要参考，本意见稿针对重要货币市场基金的信息报送提出数项要求，包括：

- 货币市场基金满足规定情形的，基金管理人应在 10 个工作日内主动向中国证监会报告；
- 重要货币市场基金投资被动超标且无法在 10 个交易日内进行调整的，基金管理人应当向中国证监会报告；
- 重要货币市场基金发生巨额赎回的当日，基金管理人应当向中国证监会报告；
- 重要货币市场基金的风险应对预案应报中国证监会备案；
- 基金管理人应当按照中国证监会要求报送重要货币市场基金的数据和信息；
- 重要货币市场基金发生或可能发生影响基金稳定运作或市场正常交易秩序等重大事项时，基金管理人应当及时报告中国证监会。

结语

资管新规发布至今，新一轮金融产品的法律法规、监管政策的密集出台逐步形成了防止系统性金融风险的制度保障，使各类资管产品、金融服务的监管有法可依。如文首所述，货币市场基金监督管理的完整框架即将形成，行业内各机构也需要抓紧时间化外部合规要求为内部管理动力，加速推进货币市场基金的合规管理运作、审慎托管监督、合规营销推介。

如您希望就相关问题进一步交流, 请联系:



黎明
+86 21 3135 8663
raymond.li@llinkslaw.com



陆奇
+86 21 3135 8695
qi.lu@llinkslaw.com

如您希望就其他问题进一步交流或有其他业务咨询需求, 请随时与我们联系: master@llinkslaw.com

上海

上海市银城中路 68 号
时代金融中心 19 楼
T: +86 21 3135 8666
F: +86 21 3135 8600

北京

北京市朝阳区光华东里 8 号
中海广场中楼 30 层
T: +86 10 5081 3888
F: +86 10 5081 3866

深圳

深圳市南山区科苑南路 2666 号
中国华润大厦 18 楼
T: +86 755 3391 7666
F: +86 755 3391 7668

香港

香港中环遮打道 18 号
历山大厦 32 楼 3201 室
T: +852 2592 1978
F: +852 2868 0883

伦敦

1/F, 3 More London Riverside
London SE1 2RE
T: +44 (0)20 3283 4337
D: +44 (0)20 3283 4323



www.llinkslaw.com



Wechat: [LlinksLaw](#)

本土化资源 国际化视野

免责声明:

本出版物仅供一般性参考, 并无意提供任何法律或其他建议。我们明示不对任何依赖本出版物的任何内容而采取或不采取行动所导致的后果承担责任。我们保留所有对本出版物的权利。

© 通力律师事务所 2022