

# 美欧货币市场基金监管改革及启示

魏英辉

(厦门大学嘉庚学院, 福建 厦门 363105)

**摘要:** 货币市场基金一直以来被认为是维护货币市场稳定的一个有力手段。然而, 2008年以及2011年下半年两次冲击暴露出了货币市场基金的系统性风险, 美欧着手对原有货币市场基金的监管规则进行系统性改革, 旨在通过增强货币市场基金的流动性与稳定性, 维护本国(区域)金融体系安全。近年来我国货币市场基金在迅速发展的同时也暴露出增长不平稳、结构不均衡以及投资组合品种相对单一等问题, 本文在对当前美欧货币市场基金监管改革政策进行系统梳理的基础上, 结合我国货币市场基金发展存在问题, 提出完善我国货币市场基金监管的政策建议。

**关键词:** 货币市场基金; 系统性风险; 金融监管; 美欧监管改革

**Abstract:** Money market funds have long been considered to be a powerful tool to maintain stable currency markets. However the two financial crises between 2008 and second half of 2011 exposed systematic risks of Money Market Funds. US and European regulatory authorities embarked on systematic reforms of regulatory rules for Money Market Funds, aiming to enhance liquidity and the stability of Money Market Funds and maintain national (regional) financial system safety. Money Market Funds in China experienced rapid development in recent years, meanwhile unbalanced growth, structural imbalance and portfolio single species and other issues surfaced. Based on reviewing the literatures about US and European MMFs regulatory reforms, this paper makes policy recommendation on our MMFs regulation, considering the problems our MMFs face.

**Key words:** money market funds, system risk, financial regulation, us and european regulatory reforms

**作者简介:** 魏英辉, 女, 金融学博士, 厦门大学嘉庚学院讲师, 研究方向: 国际金融理论与政策、资本市场监管。

**中图分类号:** F831.5 **文献标识码:** A

## 引言

货币市场基金(Money market funds, MMFs)是指投资于货币市场上短期有价证券的一种投资基金。它是传统的银行体系之外的另一类重要融资中介, 由于其份额可随时赎回, 且价值稳定, 被广泛作为现金管理工具。一直以来货币市场基金被认为是维护货币市场稳定与金融体系安全的一个有力手段, Miles(2001)<sup>[1]</sup>和Pennacchi(2006)<sup>[2]</sup>证实, 伴随着流动性冲击, 货币市场基金吸引大量资金净流入, 有力促进了货币市场的稳定。Gorton & Pennacchi(1993)<sup>[3]</sup>研究发现, 金融动荡时期, 商业票据违约增加, 投资者也不会从货币市场基金撤资。因为货币市场基金一直被投资者看作是

较之普通银行存款更为安全的资产(Miles, 2001)<sup>[1]</sup>。然而, 2008年9月美国货币市场基金遭受挤兑导致短期信贷市场特别是商业票据市场冻结, 以及2011年下半年货币市场基金再次遭遇市场冲击暴露出了货币市场基金的系统性风险。

## 货币市场基金监管框架的初步修订—— 2010年货币市场基金修正案

### 一、原有监管框架下货币市场基金的脆弱性

一直以来, 在美国SEC注册的货币市场基金受《投资公司法》(the investment company act)的Rule 2a-7条款监管, 根据1983年颁布的这一监管规则, 货币市场基金必须将资产净值稳定在1美元左右。为此, 监管规则

要求货币市场基金对投资组合期限、质量、流动性以及分散化程度进行了严格限制<sup>1</sup>。此外,为保持每份额1美元净值的稳定,货币市场基金采用成本摊销法代替市值法为份额定价。但当价格与市值相差超过0.5%,即每份额市值在0.995美元以下时,如果发起人(母公司)不提供支持,基金份额需按市值重新计算,则单位价格将跌破1美元,原有稳定净值将被打破。货币市场基金面临压力时,基金发起人(sponsor)的救助支持往往是第一选择。尽管救助并非义务,但不选择救助而造成的巨大负向溢出效应会使其声誉受损,使同一发起人运作的其他基金也遭受大规模资金外流,或使发起人的其他一般性业务受到影响。

危机爆发后,欧美货币市场基金的发起人无一例外选择对旗下货币市场基金进行援助。美国证券交易委员会(Securities and Exchange Commission, SEC)的报告显示,至少有44家持有大量ABCP的货币市场基金的发起人在基金初始面临压力时提供了资金支持<sup>2</sup>, Moody在2010年的报告数据也显示,从2007年8月~2009年12月31日,共计有26只欧洲货币基金接受了母公司的支持。法国兴业银行公布在2008年6月和9月从货币市场基金获得的6.32亿欧元资产发生减值。德意志银行在其2008年年报中也披露了由于其旗下的资产管理公司的货币市场基金损失而提取了减值准备。正是货币市场基金发起人的救助对基金净值的稳定起到了关键性作用(Rosengren, 2012; Schapiro, 2012)<sup>[4][5]</sup>。

随着危机范围的扩大,当发起人救助仍不能阻止基金净值下跌与挤兑时,为避免整个金融系统稳定受到破坏,各国监管当局纷纷施以援手。美联储引入了资产支持商业票据货币市场基金流动性工具(the Asset-Backed Commercial Paper Money Market Mutual Fund Liquidity Facility, 简称为AMLF)为货币市场基金提供流动性支持<sup>3</sup>。AMLF计划实行后,所提供的贷款迅速增长,仅10天贷款规模迅速攀升至1500亿美元。AMLF总共贷款给11家银行机构用来从货币市场基金手中购买ABCP。使ABCP质押贷款的规模迅速达到美国未结清的ABCP总规模的22%。AMLF贷款计划从实施最初几周迅速增长,到2009年间断采用,直到2010年2月退出市场。据统计,危机后共有105家货币市场基金采用AMLF计划,占优选

货币市场基金(Prime money market fund)<sup>4</sup>总数的42%。这一计划启动,对货币市场基金的稳定起到了重要作用(Duygan-bump, etc., 2013)<sup>[6]</sup>。

欧洲基金与资产管理协会(European Fund and Asset Management Association, EFAMA)与欧洲机构货币市场基金协会(Institutional Money Market Funds Association, IMMFA)推动欧洲央行为货币市场基金提供流动性支持,一个建议是在过渡时期购买货币市场基金单位或股份;另一个建议是欧洲央行将货币市场基金持有的资产仍视为银行机构的合格抵押品,但均未成功,欧洲央行最终选择通过降低利率和暂时扩大合格抵押品范围向市场提供了流动性,这一临时救助措施一直持续至2009年末(Bengtsson, 2013)<sup>[7]</sup>。

尽管危机后货币市场基金发起人对基金的救助以及美联储与欧洲央行采取的紧急流动性干预措施在短期对市场稳定起到了一定作用,但危机也提示了以货币市场基金为媒的融资结构具有内在脆弱性。这种脆弱性可能来源于资产与负债的期限错配,份额净值长期稳定在1美元<sup>5</sup>。货币市场基金的资产组合面临的信用、利率等风险,以及基金发起人尽管提供应急救助,但这种救助具有随意性而无正式的资本缓冲或保险(Duygan-bump, etc., 2013)<sup>[6]</sup>,可以说,货币市场基金虽具有某些商业银行的特征,但却没有商业银行的存款保险或最后贷款人提供的保障(Kacperczyk & Schnabl, 2011)<sup>[8]</sup>。

## 二、2010年货币市场基金修正案

美国监管部门考虑对原有监管体系进行改革,以更为系统的监管措施来降低由货币市场基金所带来的系统性风险。为此,SEC于2010年3月推出了针对原有监管规则rule 2a-7的修正案,具体如表1。

修正案在原有监管框架的基础上,对基金投资组合期限、质量、流动性、分散化程度施以更为严格限制;改革信息披露制度,赋予货币市场基金理事会冻结赎回权力等,降低基金组合的利率风险、信用风险以及流动性风险;并首次要求货币市场基金以每日和每周流动资产特定等级的形式保留流动性缓冲,为基金抵御由于大量赎回造成的流动性危机提供了一个内部流动性来源。此外,2010修正案要求基金董事会要进行周期性压力测试,来检验特定事件中基金是否具备保持稳定净资产值

表1 2010年美国货币市场基金监管修正案

改革事项	具体内容
流动性要求	1.所持有的非流动性证券(无法在7日内变现的证券)的上限下降至5%(原10%); 2.基金持有日流动资产(daily liquid assets)不少于10%,周流动资产(weekly liquid assets)不少于30%(原规定流动性资产可以满足赎回要求,没有具体区分资产的流动性); 3.定期进行压力测试以确保维持稳定份额净值(新增规定); 4.持有合理预测赎回发生时足够的流动性资产(原规定流动性资产可以满足赎回要求)
资产质量要求	1.持有二级证券不超过总资产3%(原为5%); 2.持有同一发行人的二级证券由不超过0.5%(原为1%); 3.持有二级资产最长期限45天(原为397天); 4.更为严格的回购协议交易
组合期限要求	1.以美元计算的加权平均组合期限(dollar-weighted average portfolio maturity, WAM)不超过60天(原为90天); 2.加权平均组合年限(dollar-weighted average life, WAL)为120天(新加入规定)
信息披露要求	1.须于每个月末5天内公布资产组合信息,且该信息披露持续至少6个月(网站上披露)(原要求资产组合信息季末60日内提供给SEC,而不要求于网站上公布); 2.每个月按照新的N-MFP格式将电子版资产组合信息提供给SEC,这其中包括以市场估值为基础的净资产值(net asset value, NAV, 即影子NAV), (SEC公布N-MFP表格格式的信息于信息提交月末后的60天原为每两年末60天内提供给SEC一次影子NAV)
信用评级要求	货币市场基金董事会每年要指定与评估至少四家国家认可的NRSROs对货币基金的资产组合是否满足监管要求进行评估。基金董事会在决定其资产组合时,各项资产必须有信用评级机构的评级(原SEC要求由国家认可且受SEC监管的信用评级机构为货币基金提供评级服务,未限定家数)
赎回冻结要求	1.货币市场基金应完善应对基于市场净值(而非固定净值)的份额赎回(原基于固定净值或单位价格); 2.货币市场基金发起人(或附属机构)对问题资产的购买无需逐项征得SEC同意(原监管框架下需要逐项获得SEC同意); 3.针对特殊情况可暂停赎回(原无)

资料来源:根据U.S. SEC(2010)<sup>6</sup>与Peirce & Greene(2014)<sup>9</sup>资料整理得。

的能力。这些特定事件包括短期利率上升,投资者大量赎回,某组合债券降级或违约,对基金所确定的隔夜基准利差扩大及收窄。

毫无疑问,这些改革措施使货币市场基金更具弹性,提高了基金应对风险的能力,但原有监管框架下的修补性改革未能从根本上解决货币市场基金的不稳定性问题。

### 货币市场基金监管进一步改革缘起

Kacperczyk & Schnabl(2013)<sup>[10]</sup>在分析货币市场基金不稳定的原因时指出由于资金规模对收益率高度敏感,因此货币市场基金为扩大规模会产生内在冒险冲动,而这种内在冒险的冲动,才是将货币市场基金置于危险境地的原因。

相同的结论在2011年欧债危机中得到印证,2011年爆发的欧债危机使货币市场基金再次陷入大规模赎回泥潭。美国优选货币市场基金(prime money market fund)持有的资产在2011年6月14日后的三周大约下降了1000亿美元(约6%),某些优选货币市场基金在2011年6~8月中单月赎回量超过20%。但与2008年危机不同,此次赎回并未带来货币基金的大量资本损失,基金的影子价格也并未大幅度偏离基金原来的稳定价值。

2013年美国政府债务上限问题爆发,在最糟糕的两周——2013年10月3~16日,政府货币基金(government money market funds)资金外流高达544亿美元,占总资产的6.1%,仅10月11日单日,资金外流达总资产的1.5%。这次危机中,货币市场基金影子价格并未过多受到影响,且政府债务上限问题解决后,资金重又回流至之前水平。

尽管货币基金并未像2008年一样遭受重创,但2011年与2013年期间沉重的赎回压力对短期融资市场造成的负面影响却与2008年相同。Chernenko & Sunderam(2012)<sup>[11]</sup>研究发现那些在雷曼兄弟事件发生之前承担更高风险的基金,在事件后又将资产投资于更具风险性的欧元区银行债务上,且基金主动承担风险的行为以及其后投资者赎回资产的理性行为对其他融资主体乃至实体经济造成了显著的溢出效应,使欧元区银行的债务危机通过货币市场基金的传导破坏了其他非欧元区经济主体的融资能力。Correa, etc.(2012)<sup>[12]</sup>发现2011年货币市场基金遭遇大规模赎回后,外国银行在美国的分支机构大量削减了对美企业的信贷。更加依赖货币基金的欧洲银行在此之后的美元贷款也显著下降(Ivashina, etc., 2012)<sup>[13]</sup>。

DERA(2012)<sup>[14]</sup>的研究也证明虽然在特定假设前提下,2010年监管改革中对流动性的额外要求使货币基金破产(break the buck)的期望概率大大降低,但也证明了当基金面临如2008年的更大信用损失时,2010年改革措施是无法避免基金破产的。

基于以上的研究,SEC认为尽管2010年改革对货币基金应对无资产组合重大损失情况下的大规模赎回是重要的一步,但这些改革措施对于应对信用损失引发的基金资产组合价值损失或短期融资市场崩溃是远远不够的,进一步的改革势在必行。

## 进一步改革措施及争论

Hanson etc.(2014)<sup>[15]</sup>认为进一步改革的目标应该是尽量抑制货币市场基金“事前”承担风险的冲动以及增强货币市场基金“事后”吸收损失的能力以减轻集中赎回压力。

但究竟采取何种措施推进改革，各方提出不同观点。最具代表性的是美国金融稳定监督委员会(Financial Stability Oversight Council, FSOC)(FSOC, 2012)<sup>[16]</sup>以及SEC(2013)<sup>7</sup>提出的改革建议。FSOC提出的改革建议如下：一是改变原有实行固定净值计价(fixed net asset value)为浮动净值计价(floating net asset value)；二是实行1%的资本缓冲(capital buffer)及最低风险余额(minimum-balance-at-risk, MBR)制度；三是实行3%的附属资本缓冲(subordinated capital buffer)。SEC于2013年6月重点提出两条改革建议：一是采用FNAV计价，即浮动净资产值；二是在非常时期加收流动性费用及实行赎回门槛限制(Liquidity Fees and Redemption Gates)。

### 一、浮动净资产值(Floating Net Asset Value)

根据原有的美国“投资公司法案”(the Investment Company Act)rule 2a-7条款，所有在SEC注册的美国共同基金都必须采用市价法计算基金净值，唯有货币市场基金例外，货币市场基金不采用市价法而采用成本摊销法及百分位计价法为基金份额定价。基金份额净值稳定固然有利于货币市场基金更好的充当现金管理工具，但历史经验证明特殊时期，基金份额净值有可能大幅度偏离其市场价值，特别是机构投资者，由于信息优势以及资金规模巨大从而更为关注风险的特性，使其争取先发优势(first mover advantage)，从而增强了其在货币基金遭遇风险之初进行大规模赎回的动力，加速货币市场基金行业的不稳定。

针对机构投资者这种特性，FSOC以及SEC均建议在机构货币市场基金(Institutional Prime Money Market Funds)中采用浮动净值和更为精确的万分位净值位数计算方法来确定基金份额净值。这一改革措施被认为能够更为真实地反映资产组合市场价值的变动情况，便于投资者了解基金风险状况，使投资者以更为公平的价格赎回基金。从监管层面考虑，这一措施在一定程度上可以

减轻基于先发优势的赎回行为，以及机构投资者强加给中小投资者不公平的利益稀释等问题(SEC, 2014)<sup>8</sup>。

但有学者认为这项改革并未被证明对稳定货币市场基金有实质性影响(Gordon & Gandia, 2013)<sup>[17]</sup><sup>9</sup>。此外，这项改革被认为是改变了货币基金的基本特性，一些严重依赖货币市场基金进行现金管理的公司和政府部门表示如果取消1美元固定净值制度，将会从货币基金撤资。

### 二、流动性费用及赎回门槛限制(Liquidity Fees and Redemption Gates)

SEC在于2013年6月提出的改革建议中分析，当危机到来时，某些货币基金会遭遇大规模赎回，在遭遇大规模赎回时，相对于早期赎回者，未赎回(晚赎回)份额的投资者会面临NAV的下降及其持有的基金破产的风险。收取流动性费用及暂停赎回，一方面可以抑制早期赎回者的赎回动力，起到稳定信心作用，此外流动性费用可以部分抵消掉赎回对基金净值造成的损失，在一定程度上可以减轻传染效应。

SEC要求当基金周流动性资产占比下降至15%以下且基金理事会认定收取额外费用或暂停赎回为最好选择时，所有货币市场基金加收最高不超过2%的流动性费用或者在90天内暂时停止赎回10个工作日，这即为流动性费用及赎回门槛限制。

### 三、资本缓冲(Capital Buffers)

在SEC提出的两项改革建议中，浮动NAV受到广泛质疑，在讨论替代措施时，FSOC认为如果不改变原有固定净值制度，货币市场基金可以建立一个由独立的现金或类现金资产组成的资本缓冲池来支持货币市场基金保持稳定的NAV。FSOC提出的资本缓冲机制可以通过两个渠道实现。一是将上限为1%的基于风险的资本缓冲与最小在险价值要求相结合；另一个是将不超过3%的基于风险的资本缓冲与更严格的资产组合分散投资、信息披露与流动性要求相结合。无论如何最为重要的是资本缓冲主要将设计成为能够吸收(熨平)货币市场基金资产组合市场价值的每日波动，并将成为当基金面临挤兑压力时首要的舒缓投资者赎回动力的工具。资本缓冲的建立包括两个层面，一是每只货币市场基金建立各自的资本缓冲，二是建立全行业范围内的资本缓冲池。

FSOC在提出建立资本缓冲池时强调资本缓冲规模要

大到足以应对潜在风险，但在讨论该建议可行性时受到争议。Hanson etc.(2014)<sup>[15]</sup>认为这一措施可以很好抑制货币市场基金事前主动承担高风险的冲动。因为遭遇风险时，由货币基金发起人(或股东)提供的资本缓冲将被限定首先用来吸收损失。但也有反对声音，SEC(2013)<sup>10</sup>认为建立大规模的资本缓冲将显著降低当前MMF的投资收益，从而使货币市场基金有更强动力投资高风险资产，因而不是降低而是提高风险，此外，这部分成本也最终将由投资者承担。从成本角度考虑，建立足够熨平日价格波动的资本缓冲机制成本巨大。

#### 四、最低风险余额(Minimum-Balance-at-Risk, MBR)

美国联邦储备局与纽约联邦储备银行的研究者们提出的另一项货币市场基金改革建议(McCabe, etc..2012)<sup>[20]</sup>，被称为MBR。该方案的基本思想是将投资者投入基金的一定比例资产当作用来承受损失的附属资本(loss-bearing subordinate capital)，在基金面临风险时，投资者在一定期限内不能进行赎回<sup>11</sup>。

MBR与资本缓冲有相似之处，都是为基金提供资本，但也存在明显差异：MBR建议中资本是由已有的货币市场基金投资者事后提供，资本缓冲建议中的资本是来源于外部融资或基金发起人的支持。MBR建议缓解风险的思路如下：由于投资者自身也要承担由于MMF发生风险所带来的损失，投资者追求较高收益的动力会被削弱。MBR要求投资者在进行基金转换时必须将一定比例的资本留在原有基金，因此投资者为追求较高收益而在基金间转换的频率也会大大降低，增强了正常时期投资者的粘性(Peirce & Greene, 2014)<sup>[9]</sup>。

改革建议公布后，被授权对货币市场基金进行改革的SEC共收到1400多条评论与意见。在监管改革议案与来自各界争论的基础上，SEC于2014年10月14日颁布了新的议案修正案并正式生效，最终采纳了浮动NAV(只针对机构货币市场基金，零售货币市场基金与政府货币市场基金等不适用于该项改革方案)与流动性费用及赎回门槛限制<sup>12</sup>(针对所有机构货币市场基金与零售货币市场基金)。此外，通过进一步提高货币基金资产配置多样化程度，增强压力测试，增加信息披露，进一步改善基金透明度，增强对投资者保护(SEC, 2014)<sup>13</sup>。

## 欧洲对于货币市场基金的监管改革

相比于美国，欧洲遇到的问题更为棘手，一是在于自20世纪80年代末欧洲引入货币市场基金以来，从未对其进行过清晰统一的界定。上世纪80年代末一些美国在欧洲的跨国资产管理公司为满足机构客户现金管理需求将美国固定净值货币市场基金引入欧洲。但随着货币市场基金的发展，采用浮动净资产值进行计价的货币市场基金规模迅速扩大，目前，除了爱尔兰、卢森堡等国的货币市场基金以固定净资产值计价，在法国与德国以及许多其他欧洲国家，货币基金均采用可变净资产值计价。采用浮动净值计价的基金除可投资于短期政府债券、定期存单(CD)、定期存款和回购协议等短期金融工具，也允许不同程度地投资于无担保商业票据CPs、和浮动利率票据(FRNs)，被称为增强型货币市场基金。根据IMMFA统计<sup>14</sup>，在欧洲1万亿欧元(约2.5万亿美元)的货币市场基金规模中，采用固定净值与浮动净值计价的货币市场基金规模各占一半。各类货币市场基金的风险差异程度很大，但实践中并未进行区分监管；二是缺乏一个全欧范围的统一专门的监管当局对货币基金进行全面监管，长期以来货币市场基金一直受欧盟立法委员会的欧盟可转让证券集合投资计划(Undertakings for Collective Investment in Transferable Securities, UCITS)指引框架监管，而该法律指引为欧盟各成员国的开放式基金建立了一套跨境监管标准，监管对象并非专门针对货币市场基金。

2008年危机过后，欧洲也着手对货币市场基金行业进行规范，并改善监管。监管改革始于对货币市场基金的重新划分及界定。2010年，欧洲证券监管委员会(committee of european securities regulator, CESR)发布监管指引，界定及区分了不同的货币市场基金类别：明确区分了两类货币基金：短期货币基金(short-term money market funds)与标准货币市场基金(standard money market funds)。前者要求基金投资组合最长加权平均到期日WAM为60天，引入了基金投资组合加权平均年限WAL120天的限制(与美国2a-7监管规则一致)；后者要求最长WAM为6个月，最长WAL为12个月。指引于2010年7月1日正式适用于新基金，对原有基金则放宽至2010年12

月31日。

在此基础上,2013年4月,欧盟委员会(European Commission, EC)发布改革议案,寻求对欧洲货币基金进行改革(被称为EU MMF Proposal),改革旨在通过增强流动性与稳定性,以确保货币基金能在市场不稳定条件下更好地应对赎回压力。2013年改革议案的内容主要包括:

### 1. 关于分类及资产估值方法

确认了根据信用及利率风险对货币市场基金进行划分:短期MMFs(short-term money market funds)与标准MMFs(standard money market funds)。两类货币基金可采用两种资产估值方法,即固定净值方法(CNAV)与浮动净值法(VNAV)。采用CNAV方法,需在独立的第三方银行帐户上保留额外3%资本缓冲。且进行估值时需采用成本摊销法和百分位进行计价;如采用VNAV方法估值需根据即时盯市值来确定,如无市场定价则采用模型定价法并以万分位进行计价。

### 2. 关于资产组合多样化及流动性要求

(1)确认MMF可投资于四类资产,货币市场工具(包括具有特定要求的资产证券化产品);12个月内的信贷机构的存款;具有特定要求的金融衍生工具;以及具有特定要求的逆回购协议。(2)投资组合多样化要求包括:①5%的单一发行人限制(标准MMF为10%);②10%的证券投资限制;③对OTC衍生品交易对手5%的风险暴露限制;④对回购协议对手20%的风险暴露限制;⑤对同一管理公司货币市场工具,存款和衍生品(所有投资工具)10%的总暴露限制(标准MMF为15%);⑥对单个政府或准政府发行人30%的暴露限制。(3)组合流动性要求包括资产组合至少保留:①10%的日内到期的流动性资产;②20%的周内到期的流动性资产。

### 3. 关于信息披露及其他

(1)需披露基金属于短期MMF或标准MMF;(2)CNAV MMF需披露固定净资产值及资本缓冲规模;(3)按季向主管当局报告资产组合风险参数及资产组合信息。(4)禁止基金发起人对基金提供支持。

EU MMF Proposal公布后也受到来自各方的质疑。如Baklanova & Tanega(2013)<sup>[18]</sup>在分析改革议案时指出:采用CNAV方法需建立的资本缓冲成本过高<sup>15</sup>,必然使更多

采用CNAV方法计价的基金转而采用VNAV方法,而在发生危机时采用VNAV方法会加剧基金份额净值波动,从而加速基金赎回,引发更大的恐慌。此外,信息披露方面并未满足公众投资者对MMF所持有详细资产组合及定价信息的需求。

事实上,仅仅基于引入一个新的分类系统并在原有监管规则基础上进行修修补补的改革可能并不能有效防止未来的货币市场基金与市场 and 银行融资系统性结果同周期波动。欧洲改革似乎无助于改善流动性管理或货币市场基金应对压力情景下的应急预案,因此未来货币市场基金发生挤兑的风险和货币市场基金本身仍然是金融不稳定的来源(Bengtsson, 2013)<sup>[7]</sup>。

## 中国货币市场基金的发展与监管启示

### 一、中国货币市场基金的发展

自2003年我国第一只货币市场基金成立以来,已经经历了数十年的发展。十年间,货币市场基金资产净值从最初的42.54亿元发展到目前的3.2万亿人民币<sup>16</sup>。特别是2013年中期以来,随着互联网技术的不断发展,在互联网平台的推动下,货币市场基金呈现爆发式增长,其市场规模与影响力有了极大提升,但在发展过程中,我国货币市场基金也暴露出一些问题。

#### 1. 规模增长不平稳

IPO重启、二级市场状况好坏以及市场利率变化等均会对货币基金规模与申购、赎回行为产生极大影响。2004~2005年间股市低迷,货币基金净值增速高达189.55%,随着2006年股票二级市场大涨,年末基金净值规模下降57.45%。2008年货币市场基金再次爆发式增长,2008年末基金规模相比2007年扩张3.4倍,但到2010

图1 中国货币市场基金发展状况

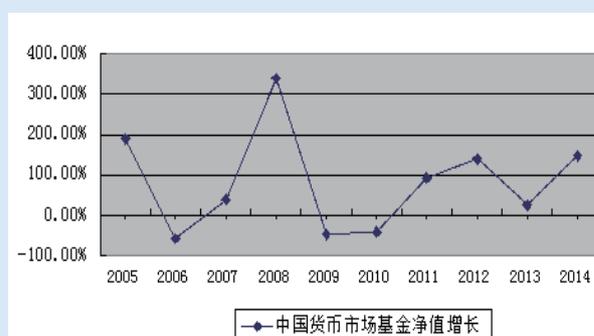
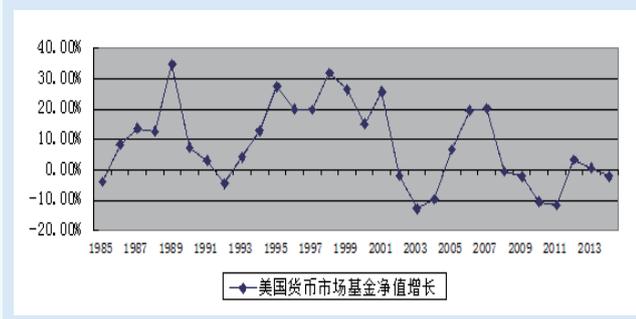


图2 美国优选货币市场基金发展状况



注：①美国优选货币市场基金自产生以来净值增长最高年份34.63%(1989年)；净值增长最低年份为-12.76%(2003年)，增长相对平稳。②数据来源：Investment Company Institute, Investment Company Fact Book[M], 55th edition, 2015:173-181. WWW.ICIFACTBOOK.ORG

年末，货币基金规模下降至仅为2008年末的3成。从2012年下半年IPO停摆至2014年初重启，货币基金借势互联网迅速发展，截止2014年末，货币市场基金占全部开放式基金的净值规模达到51.82%<sup>17</sup>。相比之下，在经历了20世纪七八十年代的爆发增长后，美国MMF规模增速于20世纪80年代后期回落至30%以下，并始终保持相对平稳状态。

伴随着基金规模的巨大变化，在我国货币基金发展的历程中也经历过三次较大规模的赎回潮。

第一次发生在2006年中期，当年年内市场利率经历了较大波动、A股市场重启新股发行以及个别短期融资券暴露出的信用风险使货币市场基金经历了大规模的赎回。据万得统计，2006年的赎回总量超千亿，年末规模仅相当于上一年的43%。国内多只货币市场基金单日的每万份基金净收益告负，最终以基金公司自购弥补损失暂度风险期。

第二次赎回潮发生在2011年三季度，城投债危机引发债券市场收益率飙升，货币基金也曾一度出现大面积负偏离。最终证监会放开货币基金投资协议存款限制，协议存款提前支取不再需支付违约金，以解当时许多公司的燃眉之急。

最近的一次赎回潮发生在2013年中期，2013年6月，在银行间市场利率飙升，资金极度紧张背景下，全国货币市场基金净值较上月末降幅高达46.13%。其中，部分货币市场基金净赎回比例高达70%，某些货币基金负偏离度超过0.5%，爆仓传闻不绝于耳。在多家货币基金自购的基础上，央行适时提供流动性使货币基金最终度过了这场危机。

几次大规模的赎回潮虽然并未最终传递到投资者，也未引发系统性风险，但货币市场基金发展过程中所暴露出来的潜在不稳定性与监管不足也应引起足够重视。

### 2. 投资者结构不均衡

如前所述，美国各类货币市场基金根据投资者不同均划分为面向个人投资者销售的零售货币市场基金( retail MMFs)与面向机构投资者销售的机构货币市场基金(institutional MMFs)，且监管细则有所不同。如明确零售货币市场基金面向自然人投资者，机构货币市场基金的目标客户是机构或高净值投资者(通常在100万或更高)。典型的机构投资者包括银行、投资经理、退休计划、财产信托(endowment trusts)以及一些经营性公司Pan(2008)<sup>[19]</sup>。

相比于美国货币市场基金，我国并未根据投资者属性对货币市场基金进行分类界定，当前在我国更为常见的是通过基金分级形式区分不同的投资者类型。通常某货币市场基金A类份额主要针对个人投资者，而B类份额主要针对机构投资者。两类份额在同一份基金契约框架下，分开募集、统一运作，通过差异化收费体现出不同投资者的收益(通常机构投资者由于收取服务费用更低而可以享受到相对更高的收益)，往往合并运作的货币市场基金A类份额远远低于B类份额，也就是说机构投资者在货币市场基金当中所占的比重远高于个人投资者。

这一现状在2013年中期以后得以改变，以个人投资者为主的互联网货币基金由于具有更加便利于个人投资者的功能(如T+0实时资金到账，附加信用卡还款、跨行转账、网上购物付款等支付功能)以及有竞争力的收益水平而异军突起，一举改变了原有机构投资者在货币市场基金当中居主导地位的现实。

从货币市场基金发展的历史来看，机构投资者与个人投资者在危机发生时所表现出来的赎回特征并不相同(DERA, 2012)<sup>[14]</sup>。机构投资者往往对于危机的反应更加敏感，在货币市场存在流动性压力时，机构投资者会在第一时间进行集中大规模赎回，而个人投资者往往对于市场流动性压力反应比较迟钝，不会在第一时间大规模赎回，但是一旦个人投资者集体意识到资金不再安全，往往会形成羊群效应，并存在过度反应。

### 3. 基金组合投资品种结构相对单一

目前我国货币市场基金投资组合中主要包括：银行协议存款、符合规定的债券产品(以企业短期融资券为主)、买入返售资产等。除去流动性较强的买入返售资产，银行协议存款与债券是占比最高的两类资产。货币市场基金的资产配置也通常是在这两类资产的流动性与收益性之间进行权衡。银行协议存款在资产配置中的比重高达60%以上(截止2015年1季度)，有些货币市场基金银行协议存款占比高达90%以上。

而美国货币市场基金投资组合中，可选择配置的资产范围较广，大额可转让定期存单、商业票据、回购协议、以及美国政府及机构债券等资产均在美国货币市场基金资产池中，且各类资产配置较为均衡。

资产配置过于集中，增加了货币市场基金的流动性风险与信用风险，同时也会加速风险在银行等金融机构间的蔓延。

## 二、我国货币市场基金的监管现状

结合互联网与基金融合新趋势，针对我国货币市场基金在快速发展过程中所暴露出来的问题，我国监管部门拟在原有监管框架基础上，借鉴境外货币市场基金监管改革成果，进一步强化对货币市场基金的监管。2015年5月，证监会发布《货币市场基金监督管理办法》征求意见稿，在广泛征求意见后，于当年12月推出了新的《货币市场基金监督管理办法》(以下简称“《新办法》”)，并于2016年2月1日起正式实施。

《新办法》拓宽了货币市场基金的投资范围，将同

业存单及资产支持证券等金融工具纳入投资对象，为改变当前货币基金资产配置过于单一的现状提供了可能，为货币市场基金未来规模的扩大提供了更充足的基础资产空间。与此同时，通过在资产信用评级、投资比例以及组合久期方面进行了更为严格的限制，降低基金组合的利率风险、信用风险以及流动性风险。此外借鉴了国外最新监管成果，要求货币市场基金以5日、10日流动资产特定等级的形式保留流动性缓冲，为基金抵御流动性危机提供了一个内部流动性来源。此外，将更易引发货币基金大规模赎回的负向偏离容忍度由之前的0.5%缩至0.25%。在增强货币市场基金“事后”吸收损失的能力和减轻集中赎回压力方面，还采纳了国外关于流动性费用与赎回门槛的监管要求，规定特定市场条件下为应对风险对大额赎回征收强制赎回费用并设置赎回限制。在抑制货币市场基金“事前”承担风险的冲动方面，明确不得以收益率作为基金经理考核评价的唯一标准，不得承诺收益，不得夸大或版面宣传投资收益或过往业绩，结合互联网与基金对接的新趋势在基金推广和信息披露方面进行了新的规定。

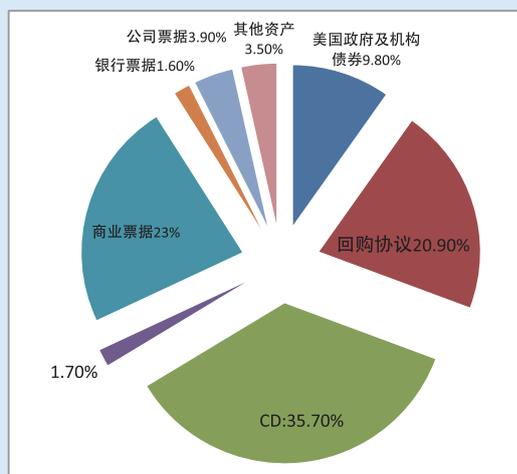
总之，《新办法》体现了货币市场基金回归现金流动性管理工具的本质要求，对货币市场基金的风险管理做出了系统性制度安排，对风险的产生、控制与蔓延起到一定的抑制作用。但是由于我国金融市场化程度不足，基金规模易受冲击，加之基金内在的扩张冲动，在日后的基金运作及基金监管方面可能还会受到一定的挑战。

## 三、几点启示

(1)我国货币市场基金发展较不平稳，主要原因在于金融市场化程度相对较低，基金规模更易受各种因素影响，因此，进一步完善各项金融政策法规即是首要要求。货币市场基金发展的历史证明，货币市场基金的发展通常与利率市场化推进相辅相成(巴曙松，2014)<sup>[22]</sup>。这就要求更加审慎推进利率市场化改革，去行政化，增强政策稳定性，从市场层面缓释风险。

(2)从国外的监管改革实践来看，根据本国(区域)货币市场基金发展特点进行分类监管是此次监管改革的重点之一。比如美国货币市场基金，根据投资方向以及纳税政策划分为三类，政府货币市场基金、优选货币市场基金(以上两类成为纳税货币市场基金)以及免税货币市场基

图3 美国优选货币市场基金资产结构(截止2014年末)



数据来源：Investment Company Institute. Investment Company Fact Book[M]. 55th edition 2015:173-181. WWW.ICIFACTBOOK.ORG

金。三类货币市场基金均根据投资者性质区分为机构投资者与个人投资者，本次监管改革主要针对规模较大且较不稳定的优选货币市场基金。而在推出具体改革议案修正案时，针对不同投资者行为模式，监管改革方案又存在差异，如流动性费用与赎回门槛针对全部机构货币市场基金与零售货币市场基金，而浮动净资产值却只针对优选货币市场基金中的机构货币市场基金。区分监管的好处在于可以提高监管效率，有针对性地规避风险。条件允许的情况下，在实践当中也可以尝试针对不同投资者或其他特征进行分类监管。

(3)随着货币市场基金种类的增加和产品的日益复杂，基金管理人应更加重视产品信息披露的内容与质量。当前我国监管新规对货币基金基本信息披露以外的内容及频率并未做强制要求，未来能否强化货币基金扩大网站信息披露内容，增加信息披露频次，例如可以按日披露影子价格和净值偏离度、流动性水平，按月披露资产组合详细情况，按季披露投资者结构及详细资产组合细节，对影响净值变化的负面事件要及时予以披露和说明，以避免由于信息不透明所引发的恐慌性赎回，更好保护投资者利益。 ■

### 注释

1. 如严禁投资于期限超过397天的证券，基金资产组合加权平均期限不超过90天，持有同一发行人发行的一级证券(first tier securities)不超过总资产的5%，持有同一发行人发行的二级证券(second tier securities)不超过总资产1%，持有全部二级证券资产不超过基金总资产的5%等。(二级证券：是由全国认可的统计评级机构(Nationally Recognized Statistical Rating Organization,NRSROs)作出短期债信用评级低于最高级或者如未评级，由货币市场基金理事会认定的同质证券)。

2. 参见Securities and Exchange Commission (SEC). 2009. Money Market Fund Reform: Proposed Rule 30 June Release No.IC-28807.

3. 不同于直接贷款给货币市场基金，美联储提供贷款给美国储蓄机构、银行持股公司以及外资银行的分支机构等(后统称为银行机构)，银行机构用AMLF贷款向货币市场基金购买高等级的资产支持商业票据(asset-backed commercial paper, ABCP)。这些银行机构在短期充当了联储与货币市场基金的融资中介。为了便利化这种融资功能，这些银行机构借入的款项是从货币市场基金手中购买的ABCP为抵押的无追索权贷款。采用这种形式可以尽量降低银行机构持有ABCP的信用风险。银行机构从联储获得的AMLF贷款利率极低，而银行机构从货币市场基金手中购买ABCP获得抵押贷款利率(amortized cost)的收益。因此，只要货币市场持续不稳定，购买货币市场基金的ABCP的收益就会超过其成本，则这些银行借入AMLF贷款的购买行为就会获得正收益。这一AMLF的自动稳定机制将随着货币市场状况的改善而自动停止。

4. 美国货币市场基金经在SEC注册后可面向全国发售，所有货币市场基金可根据资产组合投向区分为三种类型：(1)优选货币市场基金(Prime MMFs)，主要投资于短期债务工具及国库券；(2)政府货币市场基金(government MMFs)，只能投资于美国国债和机构债券；(3)免税货币市场基金(tax-exempt MMFs)，只能投资于由州和地方政府发行的免税债券。三类基金均向面向机构投资者销售(被称为机构货币市场基金)，也可面向个人投资者销售(被称为零售货币市场基金)。截止2008年9月10日，雷曼兄弟破产前夕，这三类货币市场基金共规模达3.5万亿美元，其中优选基金总额达2.1万亿美元，占到货币市场基金行业全部资产总额的60%。政府应税基金规模为0.9万亿美元，免税基金规模0.5万亿美元。而三类基金中只有优选货币市场基金在2008年危机中遭遇挤兑及破产。也是本文分析

的重点。

5. 穆迪(2010)的数据显示，在2007~2009年之间的这场资产价格的大幅波动以及流动性危机的蔓延中，不少于36家的美国货币市场基金与26家的欧洲货币市场基金由于资产损失与巨额赎回而没能保持固定的份额净值。

6. 参见Securities and Exchange Commission(SEC).2010. Money Market Fund Reform :Final Rule, 23 February, Release No. IC-29132.

7. 参见Securities and Exchange Commission(SEC)..2013.Money Market Fund Reform; Amendments to Form PF Release No.IC-30551.

8. 参见Securities and Exchange Commission,(SEC).2014. Money Market Fund Reform; Amendments to Form PF. 14 October, Release No.S7-03-13 RIN 3235-AK61.

9. Gordon & Gandia(2013)<sup>[17]</sup>研究证明在2008年货币市场基金遭遇大规模赎回之时，欧洲货币市场基金的稳定与浮动净值计价方法并不能解释不同货币市场基金的赎回行为差异，只能解释欧洲货币市场基金事前风险承担行为以及事后基金发起人对基金的支持行为。

10. 参见Securities and Exchange Commission(SEC)..2013.Money Market Fund Reform; Amendments to Form PF Release No.IC-30551.

11. FSOC建议为：针对非政府MMFs最高帐户市值超过100000美元的投资者在风险发生时的最近30天内设置3%的最低风险余额。

12. SEC(2013)提出的改革建议当中收取流动性费用及设定赎回门槛的触发条件是周流动性资产降至总资产的15%，SEC(2014)将触发条件收紧到周流动性资产占比达总资产的30%。

13. 参见Securities and Exchange Commission,(SEC).2014. Money Market Fund Reform; Amendments to Form PF. 14 October, Release No.S7-03-13 RIN 3235-AK61.

14. 数据来源：www.immfa.org/about-mmfs/the-mmf-industry.html, accessed 25 September 2013.

15. Baklanova & Tanega(2013)<sup>[18]</sup>根据当时CNAV MMFs平均0.27%的总收益率(即全部CNAV MMFs年总收益14亿欧元)计算，3%的资本留存相当于CNAV MMFs 10年的总收益。

16. 数据来源：WIND数据库，基金业协会网站；数据截止2015年7月31日。

17. 数据来源：Wind数据库。

(下转第20页)