

论文 NO. 2018 年 2

发表时间：2018 年 2 月 1 日

应将货币市场基金纳入宏观审慎管理框架

曾刚；栾稀

摘要：过去几年中，我国货币市场基金规模迅速扩张，截至 2017 年底，资产总额已超 7.13 万亿元。其中，最大一只规模达到 1.6 万亿元左右，也是全球最大的货币市场基金。

从市场供求角度看，货币市场基金的爆发式增长有其合理性，但潜在的风险也不容忽视，尤其是目前针对货币市场基金的监管主要集中在微观层面，更多关注单只基金的资产/负债匹配问题，并未涉及货币市场基金对系统性风险以及宏观调控可能产生的影响。在当下防风险、去杠杆的大背景下，不将货币市场基金纳入宏观审慎管理的框架，可能形成新的监管套利空间，不仅会削弱去杠杆政策的有效性，也会加剧市场的扭曲。

声明：国家金融与发展实验室论文发表实验室工作人员的研究成果，以利于开展学术交流与研讨。论文内容仅代表作者个人学术观点。如需引用，请注明来源为《国家金融与发展实验室论文》。

微观层面的货币市场基金监管

2008 年全球金融危机发生时，伴随着雷曼兄弟的破产，美国货币市场基金的“挤兑式”赎回导致了整个金融体系的剧烈震荡和市场流动性的紧张，个别货币市场基金遭遇清盘。根据美国金融危机中的经验，单只货币市场基金面临清盘的主要潜在风险包括流动性风险、投资者赎回风险以及基金管理人的股东不救助的风险。

针对货币市场基金在微观层面可能存在的风险，我国 2016 年出台的《货币市场基金监督管理办法》对货币市场基金的投资范围、投资比例、组合久期、发起方的资本金以及流动性资产的比例均进行了要求。在此基础上，2017 年 10 月开始实施的《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》）对单一或前十大投资者比例超过 50%的货币市场基金在投资比例、组合久期、风险准备金、申购赎回限制等方面提出了更高要求。

《流动性风险管理规定》的政策要点基本针对美国货币市场基金在金融危机中暴露出来的潜在风险：通过提高投资组合的安全性和流动性避免基金自身问题导致流动性风险，通过给予基金管理人延期或暂停赎回的权限避免投资者赎回风险，通过提高对管理人及其股东风险准备金的要求以防出现问题后股东没有能力救助。尤其是对基金管理人的风险准备金要求，此前证监会要求货币市场基金按照管理费的 10%计提风险准备金以应对可能的亏损，流动性风险管理新规则要求，货币市场基金的资产规模应与风险准备金挂钩，不得超过风险准备金的 200 倍。

宏观审慎视角的货币市场基金风险

现有的监管政策主要关注单个货币市场基金的偿付能力和流动性风险，但忽略了作为一端连接广大投资人、一端连接大量金融机构的资产管理通道，货币市场基金有着极强的风险外溢性，而且，在“互联网+”创新的加持下，部分货币市场基金产品已经高度货币化，其支付能力已经高于 M2 中的许多组成部分，对宏观货币运行已经能产生直接的影响。在我们看来，从宏观审慎视角看待货币市场基金风险，需要关注以下几个方面：

首先，需要防范交叉金融风险。

分析下货币市场基金的资金来源和使用，不难发现，货币市场基金具有高度关联性。在负债端，货币市场基金的资金来源于机构投资者（包括银行等金融机构）和广大的居民、企业，个别货币市场基金的用户数以亿计，远超大多数银行的零售客户数。在资产端，持有债券占比 35.1%（其中，银行同业存单占比 25.72%），现金类资产占比 50.39%（其中，银行同业存款占比为 34.17%），再加上买入返售，货币市场基金的绝大部分资产都投向了金融机构（主要是银行）。

抛开分流银行存款但又将绝大部分资金重新投回银行体系的业务逻辑是否属于金融空转不谈，通过产品的资产端和负债端连接了居民部门、商业银行和非银金融机构，货币市场基金极有可能成为交叉风险的重要节点。假设在遭遇外生冲击的情况下，银行面临流动性紧张，要求赎回其定制的货币市场基金，而该基金按照流动性新规暂停赎回，那么，银行的流动性紧张将进一步加剧；如果该基金允许赎回，

则基金管理人需要在现金资产有限的情况下卖出相应资产以满足银行的流动性需求，可能引发利率上升、资产价格下跌，又将进一步抬高部分同业负债占比较高的银行的负债成本。

由此可见，货币市场基金的流动性新规只是从微观审慎的角度，关注了货币市场基金可能面临的流动性风险，提高了单个货币市场基金的稳健程度，但并没有切断由货币市场基金连接起来的交叉风险链条，以及由此而形成的系统性风险隐患这一核心问题。

其次，警惕高度货币化的趋势。

支付媒介和价值储藏是货币的主要职能。在实践中，针对货币的统计和监管也应基本遵循这两个维度来进行。从支付媒介方面来看，受互联网金融快速发展的影响，货币市场基金认购门槛低至 1 分钱，在基金公司垫资基础上，货币市场基金还实现了 T+0 实时到账，并附加信用卡还款、网上购物付款、生活缴费等支付功能，其便利性（流动性）甚至超过了 M2 中的许多组成部分，已经具有相当明显的货币特征。

此外，货币市场基金也具有很好的价值储藏功能。货币市场基金主要投资于期限较短的货币市场工具，在性质和功能方面与准现金具有高度相似性。此外，货币市场基金与其他投资基金如股票和债券基金相比具有十分稳定可靠的收益。货币市场基金的投资标的和计价方式，使其在绝大多数情况下具备面值不变（每份基金面值 1 元）、收益不断增加的特性，因此具有储藏实际价值的能力。

货币市场基金的高度货币化，会导致持有者将其与真正的货币（尤其是银行活期存款）相混淆，这会产生两方面的问题，其一，对银行存款（尤其是活期存款）的过度分流。考虑到绝大多数资金又重新回流到银行体系，这事实上是一种制度套利，根源在于银行和货币市场基金的监管成本不一致。其二，使货币市场基金的流动性风险更加复杂。不仅会受收益率、风险等因素的影响，还会受支付需求变化的影响。支付需求上升导致货币市场基金赎回增加，在风险性质上已接近于银行，因此，是否需要参照银行的备付要求（比如一定水平的法定存款准备金率）是可以讨论的问题。

第三，关注对货币、信用创造的间接影响。

如果货币市场基金仅由居民购买，只是实现了存款的转移，由居民存款转移为非银金融机构存款，银行存款并没有增加；但如果是由银行购买货币市场基金，该基金再通过非银同业存款的形式存入银行，银行资产端投资类资产增加，负债端同业存款上升，同业存款计入M2，银行通过购买货币基金的行为实现了货币创造。

此外，由银行购买货币市场基金产生的非银同业存款尚不需要缴纳存款准备金，提高了商业银行的信用派生能力。同业存款和其他一般存款在是否缴纳准备金上的差别，使得银行的信用派生能力大幅提高。2013年以来，货币乘数和货币市场基金规模的相关程度高达95%，变化几乎保持一致。类似的还有银行理财余额与货币市场基金的相关性，这些理财资管产品所产生的存款平时以同业存款形式存放银行，无需缴准，提高了银行的信用派生能力。从2012年开始，货币乘数

整体呈上升趋势，银行委外购买货币市场基金的行为削弱了货币政策取向对货币乘数的影响。

应尽快对货币市场基金的功能定性达成共识

从宏观审慎视角出发，我们认为，现有的《流动性风险管理规定》不足以控制货币市场基金快速发展所带来的主要问题。尤其是在防风险、去杠杆的要求下，管住货币供给的闸门是宏观审慎管理的核心所在。鉴于货币市场基金的货币化，以及对信用创造的间接影响，理应被纳入宏观审慎管理框架。再加上交叉风险问题，对于货币市场基金的监管，我们有如下建议：一是针对交叉风险和系统性风险方面的监管，具有系统重要性的货币市场基金，应考虑纳入 MPA 评估体系，从增长速度、杠杆率、集中度、定价以及投资者结构等方面，进行适当约束。二是针对货币、信用创造方面的监管，货币市场基金具备银行存款的基本功能，可以视作广义货币的范畴，如果将其看作是货币，那么就应该对其对应的非银同业存款征收存款准备金；如果不将货币市场基金视作货币，那就应对其进行去货币化改造，对通过垫资实现 T+0 交易的模式进行限制，并剥离可通过货币市场基金实现的即时支付功能，以恢复其资产管理产品的本来面目，并纳入即将颁行的“资管新规”统一监管。

总体上看，货币市场基金在资管行业整体萎缩（2017 年银行理财少增了 5 万亿元）的背景下保持强劲增长，整体规模从 2016 年末的 4.47 万亿元上升到 2017 年末的 7.13 万亿，同比增速高达 60%。在金融强监管、去杠杆的背景下逆势飙升，原因可能不只是业务层面

的创新，可能更多的是因为监管缺失（或监管标准不统一）所致。尽管流动性风险管理规定有效地遏制了货币市场基金的新发，但当前货币市场基金的资产规模较 2017 年 9 月底依然增长了近 10%。有鉴于此，监管层应尽快对货币市场基金的功能定性达成共识，并将其纳入到其他金融机构相一致的宏观审慎管理架构当中，在消除制度性套利基础的同时，为货币市场基金长期稳健发展创造更为良好的条件。