

刚性兑付是否可持续：美国货币市场基金危机的启示

2014年3月4日，上海超日太阳能科技股份有限公司董事会发布公告称，该公司发行的“11超日债”第二期利息无法按期全额支付，正式违约。这是国内首例债券违约事件，结束了以往债券全部刚性兑付的历史。很多人士认为，超日债券宣布违约可能是中国债券市场发展的重要拐点，打破了市场刚性兑付预期，将对债券市场形成较大冲击，但是有利于市场风险释放和风险重估。债券市场的刚性兑付已经打破，但是银行理财产品和信托计划等非标资产的刚性兑付尚未打破，发起人和投资者之间的隐性担保依然存在。本文将讨论刚性兑付对金融稳定和金融市场发展的影响，并分析美国货币市场基金危机对中国影子银行体系打破刚性兑付的启示。

一、刚性兑付存在的问题

银行理财产品和信托是中国影子银行体系的重要组成部分。目前，商业银行发行的理财产品，以及信托公司发行的信托计划，大多是非保本浮动收益型。但是，投资者和银行、投资者和信托公司之间似乎达成了一项不成文的规定，即，理财产品和信托收益权是安全的，即使出了问题，也有银行或信托公司兜底，这就是所谓的“隐性担保”。此前几起与信托计划有关的刚性兑付事件，更是坚定了投资者的这种信念。

例如，2014年1月，中诚信托宣布以股权投资附加回购的方式为即将到期的“诚至金开1号集合信托计划”兜底，使得信托业刚性兑付的神话得以延续。

短期内，刚性兑付对投资者和发起人都有利。一方面，投资者获得了投资收益，避免了损失；另一方面，刚性兑付使发起人保住了声誉，留住了客户。但是，长期内，刚性兑付是不可持续的，它对金融稳定和金融市场的发展都相当不利。

首先，刚性兑付导致投资者只关注投资收益而忽略了风险，即，投资者对风险不敏感（risk insensitive）。一方面，这将导致投资者的风险收益不匹配，经济繁荣时期，影子银行资产收益能够满足融资成本，一旦经济下行，出现尾部风险，资产的预期收益将难以弥补融资成本，影子银行体系将面临破产的风险。另一方面，投资者对风险不敏感使得影子银行的融资成本不受风险约束，这将刺激银行和信托公司过度冒险，盲目提高杠杆率。近期出问题的信托计划就暴露出资产管理人不严格履行受托人义务，投资于高风险行业、产能过剩行业，放松对项目的尽职调查及风险控制等问题。例如，中诚信托“诚至金开1号”的融资企业就存在多个煤矿产权不明晰，实际控制人在当地经营民间借贷长达数年等问题。2011年，在房地产加强调控的背景下，新成立的房地产信托数量和募集资金规模仍然分别增长了96%和71%。2013年第四季度，中国信托行业净资产只有2355亿元，却承担了10.91万亿信托资产，广义杠杆升至46倍。影子银行的过度冒险行为为金融稳定埋下了隐患。

其次，当出现系统性冲击，发起人无力维持刚性兑付时，投资者会很快从风险不敏感型（risk insensitive）投资者转变成风险敏感型投资者（risk sensitive），对资产进行风险重估。但是长久浸淫在高收益低风险幻境中的投资者由于缺乏相应的信息，必将对理财产品和信托计划失去信心，纷纷将其赎回或是停止融资，这必将导致冲击放大，引起金融恐慌。

最后，刚性兑付不利于金融市场成熟。一方面，投资者的风险意识难以培育起来。另一方面，刚性兑付人为地创造出一个没有违约记录的市场，不利于市场建立起相应的防火墙，一旦危机爆发，损失必将成倍放大。就像几十年没有发生过火灾的森林一样，死掉的树木在森林中横七竖八的躺着，到处是灌木、树枝和落叶等易燃物质，一旦火灾爆发，将很快蔓延到整个区域。

二、美国货币市场基金危机

国外影子银行体系也存在隐性担保问题。Gorton 和 Souleles 曾分析过美国资产证券化过程中的隐性担保问题，他们认为隐性担保是投资者和发起人重复博弈的结果，是发起人为规避监管与投资者达成的不成文规定，因为担保一旦落实在纸上，就将受到相应监管，他们通过实证检验发现，美国资产支持证券利差与发起人的信用等级存在显著的负相关关系¹。

实际上，美国影子银行体系中最大的隐性担保存在于货币市场共同基金（Money Market Mutual Fund, MMMF）。货币市场共同基金是美国利率管制时期的产物，并很快发展成银行存款最主要的替代品。一方面，货币市场共同基金能够向投资者提供与活期存款类似的流动性，投资者可以随时赎回基金份额；另一方面，货币市场基金向投资者支付短期红利，并将资产净值（Net Asset Value, NAV）稳定在 1 美元，因此投资者可以利用货币市场基金进行支票签发、账单支付和证券交易等活动，正是这一特征让货币市场基金迅速成为银行存款的主要替代品。1980 年至 2008 年，货币市场基金的资产规模从 764 亿美元扩大至 3.8 万亿美元。

货币市场基金不在联邦存款保险公司的覆盖范围内，也不受美联储最后贷款人机制保护。但是，自 1983 年美国证券交易委员会采用 2a-7 规则管理货币市场基金至 2008 年金融危机爆发前，货币市场基金只发生过一例违约事件（资产净值跌破 1 美元）²。如此低的违约记录实属不平常。虽然货币市场基金一直遵循较为安全的投资模式，但是如果如果没有发起人或相关部门的干预和支持，货币市场基金应该会有更多的违约记录。据统计，2007 年 8 月至 2009 年 12 月 31 日，至少有 36 个美国和 26 个欧洲货币市场基金接受了来自发起人或是母公司的支持。零违约记录导致投资者错误地认为货币市场基金的资产净值不会低于 1 美元。虽然在货币市场基金募资说明书和销售材料里都明确表明，投资本息不受担保，但是投资者还是相信基金管理公司或是政府的隐性担保是存在的，因此大量的资金涌入美国货币市场基金。虽然，后来美国放开了利率管制，但是隐性担保使得货币市场基金仍然更具有吸引力，因为美国银行存款保险的最高保额为 10 万美元，难以满足机构和富人的投资需求。

¹ 详细情况参见：Gorton, G., Souleles, N.S., 2005. Special Purpose Vehicles and Securitization . NBER Working Paper 11190.

² 按照规定，当货币市场基金的 NAV 跌至 0.995 美元时，基金的资产净值就要采取盯市原则，因此被称作“break the buck”；1994 年，曾有一只小规模货币市场基金破产。但是，该货币基金主要由银行持有，所以他的破产对货币市场基金和投资者产生的影响很小。

2008年9月15日,雷曼兄弟公司破产。2008年9月16日,货币市场基金“Reserve Primary Fund”由于持有雷曼公司发行的7.5亿商业票据而遭受严重损失,基金净值跌至97美分。这起货币市场基金违约事件改变了投资者的风险预期,导致投资者的恐慌情绪迅速蔓延。投资者纷纷将其持有的货币基金赎回,货币市场基金出现挤兑。几天之内,美国一级货币市场基金(prime money market funds)资金流出总额达3000亿美元左右,这其中有很多基金与雷曼兄弟公司的债务没有关系。货币市场基金不得不大量抛售其持有的资产,以满足投资者的赎回要求,导致资产价格进一步下跌,更多的货币市场基金资产净值跌破1美元。与此同时,政府型货币市场基金(government-only money market funds)的资金流入大幅增加³。

货币市场基金是美国影子银行体系最大的资金供给者,持有大量的商业票据和回购协议等资产,因此,货币市场基金危机能很快蔓延至其它市场。鉴于货币市场共同基金在金融市场中的重要性,美国财政部和美联储迅速采取行动,缓解投资者对货币市场基金损失承受能力的担忧,防止货币市场基金危机进一步蔓延。2008年9月19日,美国财政部设立了一项名为“货币市场基金担保—临时担保项目(Money Market Fund Guarantee-Temporary Guarantee Program)”的保险项目,动用最多500亿美元的外汇稳定基金向公开发行的、合格的货币市场共同基金提供担保,即,只要货币基金资产净值跌破1美元,该项目将提供资金,将基金的净值恢复至1,以防止货币市场基金挤兑蔓延扩散,作为补偿,参与该项目的货币市场基金需要支付费用。2008年9月22日,美联储设立资产支持商业票据和货币市场共同基金流动性便利(Asset-Backed Commercial Paper Money Market Mutual Fund Liquidity Facility, AMLF),该计划以最优惠利率向储蓄机构和银行控股公司提供无追索权贷款,使它们有资金从货币市场基金处购入资产支持商业票据(ABCP),帮助那些持有ABCP票据的货币市场基金满足投资者的赎回需求,并向ABCP市场和整个货币市场提供流动性。在财政部和美联储提供的紧急救援下,美国货币市场危机逐渐化解,2008年10月,针对货币市场基金的赎回基本停止。2009年9月底和2010年2月初,财政部和美联储先后退出了以上两项救助计划。

虽然,财政部和美联储采取的紧急救助措施防止了货币市场基金危机的蔓延扩散,但这并非解决货币市场基金风险的长久之计。而且,财政部和美联储的救助措施,使

³ 美国货币市场基金分为免税型和应税型两种,前者的规模很小;后者又分为两类,一级货币市场基金(主要投资于商业票据、回购协议、大额存单和欧洲存款等货币市场供给)和政府型货币市场基金(主要投资于国库券和机构债)。

得货币市场基金享受了类似存款保险和最后贷款人的保护机制，但是它们却不用接受类似于银行存款那样的监管，对银行存款来说并不公平。因此，金融危机过后，美国监管当局和研究机构开始探讨货币市场基金的改革问题，从制度层面上防范货币市场基金的风险。例如，要求货币市场基金放弃使用稳定资产净值，转而使用浮动资产净值；对货币市场基金的赎回做出限制；向货币市场基金提供保险，要求货币市场基金缴纳存款准备金；将货币市场基金分成优先级和股权级，优先级的资产净值保持稳定，而股权级的资产净值为浮动；把货币市场基金当做特殊目的银行进行监管等。

三、对中国影子银行体系打破刚性兑付的启示

中国的银行理财产品及信托计划与美国货币市场基金有着诸多相似之处，他们都是银行存款的主要替代品，是影子银行体系最重要的资金来源，规模大，涉及的投资者众多，一旦发生危机，必将对金融市场和实体经济造成严重影响。

2014年下半年是信托偿债高峰期，届时很多有问题的信托计划都将暴露，刚性兑付将难以为继。因此，监管当局有必要采取适当的措施控制金融市场风险。首先，中国影子银行体系应当打破刚性兑付的局面，让风险及时释放，提高投资者的风险意识，让投资者用脚投票，成为金融机构活动的监督者。同时，还应建立起相应的司法程序和金融申诉机制，区分资产管理者的责任，保护投资者的利益。其次，中国应借鉴美国应对货币市场基金危机时的经验教训。为防范刚性兑付打破时出现的市场恐慌，中央银行和监管当局应做好应急预案，防止危机蔓延扩散，并进一步探讨相关的监管问题，在长期内完善金融稳定机制。

声明：本报告非成熟稿件，仅供内部讨论。报告版权为中国社会科学院世界经济与政治研究所国际金融研究中心所有，未经许可，不得以任何形式翻版、复制、上网和刊登。