



什么是货币市场？

货币市场为贷款人和借款人提供了一个渠道，以满足其短期的财务需求

兰德尔·多德

直到全球金融危机期间各种问题浮出水面之前，人们一直理所当然地认为货币市场是金融体系中普通的、波动性小的组成部分。

在多数情况下，货币市场为资金拥有者（银行、基金经理和个人投资者）提供安全、流动性好的短期投资工具，同时为借款人（银行、经纪交易商、对冲基金和非金融公司）提供获取低成本资金的途径。“货币市场”这一术语是一个统称，它涵盖了多种市场类型，这些市场类型之间的差异基于贷款人和借款人的具体需求。

金融危机的后果之一是人们开始关注货币市场各组成部分之间的区别，因为事实证明其中一些较为脆弱，而另一些则表现出相当好的韧性。

对于短期而言

这些市场被称为“货币市场”是因为买卖的资产都属于短期资产（期限从一天至一年不等），而且通常很容易兑换成现金。货币市场包括诸如以下金融工具的交易市场：含定期存单在内的银行账户、银行间贷款（银行之间的拆借贷款）、货币市场共同基金、商业票据、国库券以及证券借贷和回购协议（回购）。据美联储资金流动调查，这些市场构成了美国金融体系中相当大的一部分，占据所有贷款的 1/3。

这些货币市场金融工具（许多属于证券）在交易方式、金融监管法律适用方式、资金出借人对抵押资产价值（而非对借款人的资信评估）的依赖程度等方面都有所不同。

最常见的货币市场工具是银行存款，尽管银行存款并不被视为证券，但存单有时可以像证券一样进行交易。借钱给银行的存款人会关注银行的信用可靠性，同时也会考察那些可以确保银行存款安全性的政府计划。

银行间贷款不设抵押品担保，因此贷款人唯一关注的是借款人的信用状况，以评估其偿还概率。最受关注的银行同业拆借市场位于英格兰，每天公布的伦

敦银行同业拆借利率（LIBOR）就是在这里产生，该利率反映主要银行愿意互相拆借资金的平均价格。但事实证明该市场在危机期间未能成为可靠的资金来源。一旦银行的信用可靠性受到怀疑，LIBOR 利率相比于其他货币市场利率将大幅上升。不仅如此，危机期间的贷款额也显著下降，因为各家银行疲于为现有资产获取资金支持而无暇顾及新增贷款。中央银行的紧急贷款帮助弥补了这一资金来源的紧缩。监管部门近期的调查也对 LIBOR 定价流程的公正性提出了质疑。

商业票据是高信用等级的银行和部分大型非金融公司发行的期票（一种非担保债务）。由于这种金融工具没有担保（仅仅承诺付款，故名期票），投资者只关注发行人偿还款项的信用可靠性。商业票据可以像证券一样进行发行和交易。但由于本质上属于短期金融资产而且个人投资者不参与购买，大多数证券法律对商业票据未作规定。例如在美国，商业票据的发行期限为 1—270 天，面额对于个人投资者来说过于庞大（通常为 100 万美元，但有时也低至 1 万美元）。

最安全的投资

政府发行的国库券是一种期限少于一年的证券。美国国库券以低于其面值的折价出售，发行后的买卖交易活跃，属于最安全的短期存款投资工具。国库券市场有深度，流动性好，交易受证券法律保护。美国国库券不仅属于存款工具，也可用于交易结算。国库券通过电子方式发行，可以像现金一样轻松地通过支付系统发送。

回购是货币市场的一个重要组成部分，其规模大，也更为复杂。回购提供竞争性的短期借贷利率——通常只有两周，而且经常是隔夜贷款。借款人出售自有证券获取现金，同意在约定日期按一定价格向购买方（实际上是资金出借方）购回证券，该价格反映了借款期间收取的利息。回购交易中的核心证券作为贷款人的抵押品。

除了使货币市场安全的短期借贷成为可能，回购

和其他证券拆借市场对卖空交易至关重要——卖空是指交易者同意出售自己并不拥有的证券。为了提供这样的证券，卖空方必须借入证券或通过回购交易暂时购买证券。证券到期归还给贷款人时，卖空方必须再一次购买或者借入证券。如果价格下降，卖空方则可从交易中获利。

购买低流动性资产，购买所需的资金通过发行资产支持商业票据取得，这些资产支持商业票据与通常的商业票据不同，它们由基础资产担保或“支持”。如果基础资产信用评级高，特殊目的公司有充足的资本金和信用额度，这种类型的商业票据也能获得高信用评级。资本金用于弥补资产的意外损失，信用额度则是考虑

在金融危机期间，货币市场基金受到了商业票据损失的威胁，后来又因雷曼兄弟公司发行的票据而遭受损失。

货币市场共同基金（MMMF）是由投资于其他货币市场工具的公司发行的证券，这里的投资工具包括商业票据、存单、国库券和回购等。在美国和欧盟，货币市场共同基金作为投资公司接受监管。他们为个人投资者、机构投资者和公司的短期投资提供低风险回报。典型的货币市场共同基金投资于流动性好的短期高评级金融工具。尽管没有固定的或保障性的价格，货币基金的管理方式使得每份额价值保持不变——或者用证券术语来说，保持净资产价值稳定，通常是每份额1美元（这与其他投资于股票和债券的共同基金不同，它们每份额的价值每天变动）。如果货币基金的基础资产价值超过每份额1美元，差额作为利息支付。在全球经济危机爆发之前，货币市场基金净值低于每份额1美元——或者说跌破1美元的情形几乎没有听说过。仅有的几次，基金投资经理动用自己的资金将价格维持在每份额1美元。

但在金融危机期间，货币市场基金受到了商业票据损失的威胁，后来又因雷曼兄弟公司（2008年9月破产的一家经纪交易商）发行的票据而遭受损失。由于货币市场共同基金是其他关键货币市场的重要参与者，美国政府采取行动以防止可能已经造成信用紧缩的恐慌进一步蔓延。美国财政部为货币基金的本金提供担保，美联储为商业票据推出了一项专门的借款安排，从而帮助货币市场共同基金避免发生投资者挤兑。

市场功能失调

货币市场也包括一些不那么简单浅显的组成部分。这其中包括资产支持商业票据（ABCP）和某些三方回购交易。

一家拥有难以变现（低流动性）的金融资产（例如商业贷款、抵押贷款或应收账款）的公司可能使用资产支持商业票据以低廉的成本借入或将这些资产移出资产负债表。它设立一家特殊目的公司，从该公司

到出售基础资产满足现金需求的难度。

资产支持商业票据市场的一些部分在危机期间出现了问题。标准的商业票据发行人——几乎全是大型非金融公司和银行——每季度申报财务报表，使得投资者容易评估其信用状况。此外，资产支持商业票据的信用风险取决于特殊目的公司的成立方式、信用增级、流动资金担保和基础资产的价值——与直接的商业票据相比，资产支持商业票据的这些要素更不透明、更加复杂。在美国，2008年8月至11月资产支持商业票据市场萎缩了38%。

这冲击了持有商业票据存量1/3以上的货币市场共同基金市场。随着投资者开始赎回货币市场共同基金，资金从资产支持商业票据中快速撤出，涌向政府证券和政府机构证券。

三方回购市场的可靠性被证明低于国库券和政府机构证券的普通回购市场。三方回购市场的结构是以一家或两家清算银行为中心，它们持有抵押品，期初借款时将抵押品所有权从借款人转移给贷款人，到期还款时将所有权反向转移。

随着抵押支持私募证券市场的崩溃，三方回购市场受到严重干扰。这些证券占据三方回购市场中抵押品的相当大的份额。一旦这些证券的市场价值和信用评级下跌、交易枯竭，三方回购市场将遭受到很大影响，一方面为了抵消证券化债务市场的波动需要更高的抵押品折价（贷款人对用作抵押的证券价值打的折扣），另一方面缺少市场价格的抵押品难以定价。

资产抵押商业票据和三方回购市场共同的危机使融资问题扩散至那些使用此类货币市场作为投资资金来源的银行、证券公司和对冲基金。如今，这些市场已经出现严重萎缩。■

兰德尔·多德（Randall Dodd）是美国财政部金融经济学家。