



## 簡介近期美國監管機構對貨幣市場基金之改革政策 與 FED 之評論

美國貨幣市場基金(以簡稱為 MMMFs)·自 1983 年起·放棄依市場價值(mark to market value)計算·把淨值固定為每股 1 美元·從此流動資金注入到這類基金中·並被視為一種“存款”。然而金融風暴時·貨幣市場基金卻遭遇了實際淨值跌破 1 美元(broke the buck)的情況·因此遭遇了擠兌與大規模贖回的風潮。

面對這樣的金融市場風暴·美國財政部對於 MMMFs 實施多項暫時保護計畫·並於 2010 年通過貨幣市場監管的多項新政策·主要係「限縮貨幣市場基金」·「加強投資基金組合之揭露」及「強化基金操作管理」三部份。雖然美國監管機構對於 2010 年的 MMMFs 改革尚能接受·但監管機構始終對於 MMMFs 面對大規模贖回時·是否會造成整體金融秩序不穩定與信用市場風險擴大存有疑慮。從 2012 年起·美國證券管理委員會(以下簡稱 SEC)開始推動新一波 MMMFs 改革·主要是使 MMMFs 更像一般市場基金淨值可以浮動·且基金公司有權於基金大量贖回時·限制投資人贖回。

SEC 前述想法具體於 2013 年 6 月推出了擬推動的新政策·其重點在於強化基金公司控管大量贖回的能力·SEC 提出了兩個策略·第一個政策即 MMMFs 回歸市價計算·跟隨市場情勢浮動·使其可以反應利率與信用市場的波動·從此 MMMFs 不再固定為一美元。第二個策略是設置鉅額贖回的門檻(reemption gates)·當投資人贖回超過門檻時·基金公司有權向投資人收取額外費用(liquidity fees)甚至暫停交易·以抑制市場投資人過於恐慌性與集中性的大量贖回·避免引起任何金融市場的大波動。而基金公司可以擇一或併行採用。

前述擬推動的方案·2013 年 9 月 27 日遭到美國聯邦儲銀(以簡稱為 Fed)主席批評與建議·以下摘要係摘自 Fed 主席的聲明稿及簡報·茲簡述如下：

- (一) MMMFs 所持有的債券剩餘到期日不超過 397 天·加權平均到期日不超過 60 天·因此 MMMFs 具有一定程度流動性·信用風險也相對降低。由於 MMMFs 持有商業票券與公司債等短期信用商品·因此對於金融市場具有穩定的效果。美國財政部於金融風暴時·提供給 MMMFs 的支援·

不僅提供 MMMFs 流動性，事實上更間接穩定了金融市場。Fed 重申 MMMFs 對於短期信用市場的重要性，它是短期債券市場的重要工具，即使金融風暴後，MMMFs 仍是金融秩序穩定的重要因子。

此外，由於 MMMFs 持有歐洲公司商業票券及債券佔資產的三分之一，從資料上來看，歐洲公司的曝險度已經下降，所以美國 MMMFs 的穩定性及流動性已趨於正常。

(二) 對於 SEC 的提案，Fed 認為將 MMMFs 回歸市價計算，以跟隨市場情勢浮動，使其可以反應利率與信用市場的波動，從此 MMMFs 不再固定為一美元，把 MMMFs 的淨值反應市場波動，可以避免突然的市場崩潰，更增進金融穩定的秩序。此外，SEC 原本將浮動淨值計算僅適用於機構法人的投資者，Fed 則進一步建議浮動的淨值(Floating NAV)計算應全面適用於機構法人與一般散戶投資人（係指每營業日之贖回不超過 100 萬美元的投資者），使 MMMFs 全面回歸共同基金的型態，更能調節與反應金融市場波動。

(三) 此外 SEC 把政府基金免除於浮動淨值(Floating NAV)計算，只要該基金至少百分之八十的資產是投資於現金與政府相關證券（government related securities）（如：政府債券與政府債券 RP），則豁免浮動 NAV，事實上美國政府基金投資現金與政府相關證券的比例接近百分之百，因此 Fed 認為 SEC 的提案不具實質意義，應設置更高的門檻。

(四) 至於 SEC 建議設置鉅額贖回門檻（redemption gates），當 MMMFs 每星期流動性資產低於基金總資產 15%，MMMFs 所有贖回交易得加徵 2% 流動性費用(liquidity fees)，惟該額外費用不得超過贖回資產金額的 2%。當大量贖回嚴重時，基金董事會得決議加諸一個暫時性的終止贖回門檻，該門檻必須在 30 天內打開，基金董事會也可決定提前打開，MMMFs 不可以在任何的 90 天期限內加諸一個超過 30 天的門檻。Fed 則甚為批判這個提案，認為這將影響投資人的決策判斷，尤其 MMMFs 一向是短期流動資金的投資標的，設置贖回門檻或收取額外費用將嚴重影響投資策略的佈局。

此外，Fed 認為這個額外費用的屬性和基金資產無關，僅能視為交易程序的額外費用。對於這個提案，Fed 認為一旦基金公司開始動用贖回門檻

與收取額外費用，透過市場訊息的快速傳遞，只會造成投資人的恐慌性贖回，反而引起金融市場波動，完全不能如同 SEC 所認為可以有效減少市場大量贖回的壓力。

此次 S E C 修正提議案，係金融風暴後，美國監管機構對於 MMMFs 一連串的改革計畫，基於過往的經驗，仍然擺盪於是否全面回歸基金監管機制或者更嚴密的監管。

#### 參考文獻

1. “Money Market Mutual Funds and Stable Funding” , September 27, 2013, Conference on Stable Funding sponsored by The Federal Reserve Bank of New York and the Office of Financial Research
2. “Money Market Mutual Funds and Stable Funding” (powerpoint), September 27, 2013, Conference on Stable Funding sponsored by The Federal Reserve Bank of New York and the Office of Financial Research

對本文若有賜教，請聯繫：

投信投顧公會 業務組 郭榕璇

電話：02-2581-7288 #208

電子郵件：Lilian.Kuo@sitca.org.tw