

本期推荐

监管余额宝：真问题与假问题

刘燕

（北京大学金融法研究中心）

【摘要】余额宝身上汇集了域外在过去四十年间发生的货币市场基金、“投资+现金管理”账户、互联网金融三类不同的创新对传统银行业的冲击。利益之争引发了诸多监管争议，但余额宝的本质是货币市场基金，须承受的是对基金的监管而非对银行的监管。余额宝号称“每天收益停不下来”，但其收益确实存在不确定性，源于投资收益波动、基金资产贬值损失、变现损失甚至本金损失等多个方面。目前对余额宝的监管框架主要包括指标管理、信息披露和投资者教育要求。以指标衡量，余额宝完全达到甚至超出现行监管要求，但是其信息披露和投资者教育可能存在缺陷。针对货币市场基金资产配置高度集中于银行协议存款可能引发的流动性风险问题，余额宝采用的“暂停赎回”条款等应对方式值得关注，而大股东救助机制在我国货币市场基金监管下的定位更值得期待。

一、余额宝：天使还是魔鬼？

1、余额宝的天使魔鬼之争

恐怕没有哪一项金融产品或金融创新像余额宝这样，引发人们如此分裂的评价：

一方面，这只 2013 年 6 月才面世的货币市场基金以“起点低、回报高、申购、赎回便捷，兼顾投资与消费功能”而著称，被誉为屌丝理财神器。一上线年化收益率就达到 6.07%，至 2013 年底已经为持有人带来 18 亿元的收益。备受网民追捧的余额宝发展神速，截止 2014 年 3 月 31 日，余额宝规模突破 5400 亿元，持有人数逾 8100 万，甚至超过 A 股股民人数。目前，余额宝为国内最大的基金，全球第三大货币市场基金，仅次于著名的富达货币市场基金（1163.65 亿美元）和先锋货币市场基金（1024.04 亿美元）（截止 2014 年 2 月的数据）。考虑到富达基金、先锋基金

作为全球货币市场基金先驱积四十年发展之功而余额宝面世不过短短十个月，这一对比更加令人吃惊，也令人振奋。若余额宝的扩张速度持续下去，可能很快就会超越富达基金和先锋基金成为全球最大的货币市场基金了。

另一方面，余额宝的辉煌成似乎并未从官方收获鲜花与掌声，反而激起了一片讨伐之声。在市场人士指责余额宝为“趴在银行身上的吸血鬼”，抬高了实体经济的资金成本的同时，一些监管部门逐步祭出监管大旗。围绕着余额宝各种监管建议——存款准备金、风险准备金、提前支取罚息等等——次第登场，它们与针对支付宝或其他第三方支付机构的措施——叫停二维码支付、限制支付账户资金出入、下调快捷支付限额等——交织在一起，俨然将余额宝以及同类的宝宝们置于四面肃杀的氛围当中，也让初尝小额（余额）理财甜头的草根网民们困惑不已。

2、争议背后的利益博弈

其实，在余额宝的喧嚣背后，若隐若现的是以商业银行为代表的传统银行业所遭遇的挑战：营业范围被蚕食，商业模式被迫改变。在域外，这种颠覆可能是在很长一段时间内由不同的机构发起，但在我国，它们都在余额宝或者说支付宝一家机构身上同时出现了。以美国为例，在过去四十年间，我们至少可以辨析出三轮金融创新对银行业的冲击，分别是（1）上个世纪70年代初，货币市场基金的诞生对银行业的冲击；（2）上个世纪70年代中，富达基金、美林证券等机构的类现金或现金管理账户所代表的投资账户与支付功能的结合对银行业的冲击；（3）上个世纪90年代互联网技术、特别是第三方支付机构对银行业的冲击。然而，域外的这些冲击是在比较长的时期内对传统银行业的不同的功能发起挑战，这就给银行业留下了适应挑战的时间和空间。因此，越往后的冲击对银行业的颠覆也就越小，互联网金融在域外的相对温和状态就是如此。但中国是后发国家，可以学习先进国家的经验而跳跃式发展，这也就意味着所有的金融创新，不论是老的还是新的，都可能在一个平台下一齐冒出来，余额宝就是一个鲜活的例子。尤其是，互联网的聚合效应戏剧性地放大了或者加速了余额宝对传统银行业的挑战力度，令银行业疲于应对，出现各种应激反应在所难免。所以，当下几乎对银行业的所有挑战都可以聚焦到余额宝及其背后的支付宝身上，简直就是一场“银行业 vs 支付宝”的战争。

当然，余额宝的本质既然是货币基金，就必然带有货币市场基金的特点，即“投资有风险，收益不确定”。相应地，也需要有风险控制与监管以及对投资者的保护。在当下围绕余额宝-支付宝的口水战中，如何有效地监管或控制余额宝的风险又不让监管沦为传统银行部门阻击金融创

新的工具，是监管者面临的重大难题。换言之，我们需要厘清什么是余额宝真实的监管问题。

二、余额宝的交易结构与监管框架

1、余额宝的交易结构与法律关系

余额宝的交易结构用一句话来概括：一个内嵌在支付宝平台上的货币市场基金，而且是专为支付宝用户打造的基金。展开来说，支付宝是余额宝唯一的、排他性的销售代理渠道；同时，由于投资人赎回货币市场资金通常是用于支付或消费，支付宝也成为基金赎回的主通道。因此，从法律关系的角度看，这个交易结构下的法律关系包括三点：货币市场基金 + 基金网络代销 + 第三方支付平台作为赎回主通道

（1）货币市场基金

余额宝的全称是天弘增利宝货币市场基金，基金管理人是天弘基金管理有限公司，基金托管人是中信银行。余额宝成立于2013年5月29日，先募足2亿元作为基金合同生效的前提，然后作为开放式货币市场基金向公众开放申购，6月13日正式上线。作为货币市场基金，余额宝投资于低风险、低收益的货币市场工具，如国债、央票、银行存款、一年期以下的金融债券、短期融资券，等等。费用也比较低。余额宝申购费率和赎回费率都为0，基金管理人收取的管理费的年费率只有0.30%；中信银行的托管费年费率为0.08%；支付宝收取的销售服务费的年费率0.26%，三项合计为0.62%。如此低的费率意味着，只要活期存款利率与余额宝的投资组合的回报之间的差额大于1%，余额宝就有利可图，也就能够将银行活期存款资金吸引过来。目前，余额宝所投资的银行间市场工具的收益率大多在3%以

上，因此，银行活期存款流失的势头恐怕无法遏制。

（2）基金网络代销

余额宝基金的销售是通过支付宝平台进行的。尽管只是一家销售代理，但支付宝本身庞大的客户群（6 亿用户）足以弥补渠道单一可能带来的劣势。不仅如此，由于投资者之前开立支付宝账户时都已经留下了实名认证个人资料，因此购买余额宝的程序非常简便，只需要在支付宝界面上做几次点击操作即可完成，省去了投资人亲自到基金公司或代销网点办理证券投资基金开户的一套繁琐程序。此外，网络化也大大降低了投资起点，一元钱就可以投资。银行的理财产品通常以 5 万元为起点，但这个起点的产品收益率都较低；更高一些的收益率可能就要 20 万元、50 万甚至 100 万元的起点了。实践中，100 万元通常也是高收益的信托产品的起点。因此，那些平均余额在 4000 多元或 6000 多元的草根族只能望“理财”兴叹，而余额宝正好填补了草根理财的供给空白。

（3）赎回资金通道

支付宝作为第三方支付机构的属性给基金赎回提供了便捷的通道。投资者在网上点击“转出”，资金就回到绑定的银行卡上或者支付宝余额账户中，到账时间有即时到账、2 小时到账、次日到账等不同类型。实践中，投资人赎回货币市场资金通常是用于支付或消费，而支付宝提供了广泛的线上支付应用场景，因此，从余额宝赎回的资金大多回到支付宝账户，支付宝也成为余额宝赎回资金的主通道以及资金留存池。

2、与余额宝相关的监管框架

由于支付宝的深度涉入，与余额宝有关的监管框架并不仅限于货币市场基金，而是有以下三方面：

一是货币市场基金监管规章。除《证

券投资基金法》、《证券投资基金运作管理办法》等适用于各类基金的法律法规外，针对性的监管规章包括《货币市场基金管理暂行规定》（2004 年 8 月 16 日证监会、人民银行证监发〔2004〕78 号）、《关于货币市场基金投资等相关问题的通知》（2005 年 3 月 25 日 证监基金字〔2005〕41 号，简称“2005 监管新规”）。此外，有关证券投资基金的会计确认与收益计量以及信息披露等问题，一些重要的规范性文件包括《证券投资基金会计核算业务指引》（中证协发〔2007〕56 号）、《证券投资基金信息披露编报规则第 5 号——货币市场基金信息披露特别规定》（证监基金字〔2005〕42 号），等等。

二是与基金销售相关的监管规章。如证监会发布的《证券投资基金销售管理暂行规定》（2013 修订）、《证券投资基金销售结算资金管理暂行规定》（2011）等。余额宝把货币市场基金嵌入到支付宝平台上，支付宝成为基金代销机构，就必须遵守基金销售的相关规范。围绕着余额宝刚上线时的违规争议就涉及这方面的问题，支付宝与天弘公司未能及时将一些销售结算资金账户证监会备案，违反了基金销售结算资金管理的规定。

三是涉及第三方支付机构的监管规章。目前，关于第三方支付机构主要有两个规定，一是《非金融机构支付服务管理办法》（中国人民银行，2010），这个是一般性的监管规则；另一个是《支付机构客户备付金存管办法》（中国人民银行，2013），专门针对客户放在支付机构中的资金的监管。随着央行与银监会进一步出台限制第三方支付机构账户使用的规范性文件，它们可能对余额宝的认购与赎回的资金流动产生影响。不仅如此，由于余额宝是为支付宝量身定制的证券投资基金，支付宝是否给或者是否应当给货币市场基金提供流动性支持？

总之，基于余额宝的交易结构与法律

关系，对余额宝的监管也就从货币市场基金这个原点出发，逐渐向外围展开。

三、货币市场基金的波动与风险

宝宝们喜欢的宣传噱头是“每天收益停不下来”或者“为你带来稳健收益”，但货币市场基金只是一个投资管道，且每日以基金净值开放赎回和认购，某种程度上类似于银行的活期存款账户。作为一种金融中介，货币市场基金面临的风险也与银行类似，主要有市场风险、本金损失风险与流动性风险等。

1、市场风险

货币市场基金的市场风险有两层含义。一是指所投资品种的收益率本身是波动的。例如，余额宝的收益率从 2014 年年初最高时的 6.76% 降到了 2014 年 5 月初的 5% 左右。与此对应的市场背景是：2013 年末我国银行间 7 天同业拆借利率高达 8.84%，甚至连专门的债券基金都从银行间市场和交易所市场筹集资金到商业银行去做协议存款，但目前银行间市场利率大多在 3-4% 之间。

市场风险的另一种含义是利率风险，指市场利率的变动对基金手中已经持有的债券价值的不利影响。如果市场利率提高，那么基金之前买入并持有的那些债券就会贬值。一旦贬值很明显的话，基金就会做公允价值调整，确认贬值损失。

2、信用风险

又称为对手方风险。货币市场基金投资于短期的固定收益类工具，可能遭遇债券发行人违约的风险，出现利息甚至本金损失。这主要指商业主体发行的债务类工具，如企业短期融资券、资产支持证券和一年内到期的公司债券等。基金持有央行票据或者国债是没有对手方风险的。

3、流动性风险

流动性风险主要是指非流动资产快速转换为现金时遭遇的损失，通俗地说就是“跳楼大甩卖”。所有的货币市场基金都存在期限错配的问题，因为基金负债端是投资者可以随时赎回的份额，而基金资产端基于收益考量不得不持有一些收益较高但流动性相对较弱的品种。正是在这个意义下，域外将货币市场基金作为影子银行系统的一部分。如果基金面临大量赎回，着急将证券投资组合卖出去，就可能遭遇流动性风险：体现在债券上，就是基金出售债券时可能赔本；体现在协议存款上，就是定期存款的提前支取，从而丧失按原定期限存款可以获得的比较高的利息收入，出现利息缺口——即原已确认的基金每日收益突然消失了。

特别需要说明的是，货币市场基金所适用的摊余成本法以及四舍五入到 1 分钱的报价方式可能强化了流动性风险，在市场走差时呈现“赎回-损失-加速赎回-加大损失”的恶性循环状态。具体来说，在摊余成本法下，如果按照影子定价程序确定的公允价值损失不超过 0.5 分钱，计算基金净值时凑整到 1 分钱就看不出来，基金也就继续按照 1 元净值进行申购与赎回。一旦此时有投资者大额赎回，并以 1 元/份额的价格取走资金，原来的损失额由减少了的基金资金池来分摊，就会突然显现出来，导致基金出现“跌破面值”现象。

举例说明之。假设 1 只 1 亿元份额的货币市场基金有对应 1 亿元投资组合资产。此时，它遭受了 40 万元损失，占基金资产的 0.4%。按照影子价格计量，基金的净值将降到每一份额 0.996 元（9960 万元资产/1 亿份额）。但四舍五入到 1 分钱后，基金仍然会按照 1 元净值报价。此时，如果有投资者赎回了四分之一的基金份额，按照 1 元净值的价格提取了 2500 万元的资金。结果基金资产只剩下 7500 万元，原来的 40 万元损失就变成了 0.53% 的损失率，导致每一份额基金净值为 0.9947

元，四舍五入到 1 分钱后就变成了每份额净值 0.99 元，即跌破面值了。

了解这种报价方式对小额损失的掩盖，基金持有人在市场走差、预期基金可能有小额损失时就会提前赎回基金，以便减少自己的损失。蜂拥而至的赎回压力将导致基金进一步变卖基金资产，由此遭受更多的“跳楼大甩卖”损失。这种流动性风险与市场风险、信用风险叠加从而引发流动性危机的状况，标志性事件就是雷曼破产导致 RPF 跌破面值，并进而引发美国货币市场基金的崩盘。

RPF 是美国历史最悠久的货币市场基金，2008 年 9 月基金总资产达 620 亿美元，中国投资有限公司持有该基金 54 亿美元份额。RPF 持有 7.85 亿美元的雷曼商业票据，占基金资产 1.2% 左右。当雷曼 9 月 15 日零时申请破产后，RPF 董事会认为该票据的损失率约为 20%，故对该票据指定了每 1 美元面值对应 80 美分的价格，从而使得 RPF 继续维持 1 美元的净值。雷曼宣布破产时北京时间 15 日的中午，中投立即申请赎回 RPF 基金并得到基金管理人确认。然而，此后投资者争先恐后地赎回基金，RPF 的流动性不足难以兑付。于是，RPF 董事会重新将雷曼票据估值为零，导致 RPF 跌破面值，并宣布中止赎回。此举引发了美国货币市场基金市场的挤兑风潮，并导致公司商业票据等短期融资工具市场关闭。9 月 18 日，美国政府宣布了对货币市场基金的临时保护计划，才遏制了美国货币基金市场的彻底崩溃。

危机过后，SEC 以及金融稳定理事会、总统工作小组等多机构基于对 RPF 基金挤兑潮的反思，提出了改进货币市场基金监管规则的诸多动议，包括取消摊余成本法的运用。

四、我国货币市场基金的风险 监管

1、现行监管规定

我国货币市场基金监管框架在 2004-05 年前后建立，较多借鉴了美国货币市场基金监管的做法，特别是《1940 年投资公司法》以及规则 2a-7。后者要求采用摊余成本法和凑整到 1 分钱（penny rounding）报价方式的货币市场基金满足若干条件，包括投资组合的高质量、流动性、分散性等。中国证监会发布的《货币市场基金管理暂行办法》以及后续的一系列监管文件中涉及风险管理的措施包括几个方面，既有指标管理，也有信息披露和投资者教育的内容，其中指标管理覆盖投资组合的信用风险、流动性、资产集中度限制、杠杆限制等。

具体来说，货币市场基金只能投资于一年期以内、具有良好流动性、高信用等级的固定收益类工具，不可以投资于股票、可转换债券、剩余期限超过 397 天的债券、信用等级在 AAA 级以下的企业债券或者中国证监会、中国人民银行禁止投资的其他金融工具。

在流动性管理方面，货币市场基金可投资范围包括现金、通知存款、短期融资券、一年以内的银行定期存款、大额存单、中央银行票据或债券回购（抵押放款）、剩余期限在 397 天以内的债券、资产支持证券或中期票据等。需要解释的有三点。第一，剩余期限“397 天”看起来超过了“一年内”的要求，是因为“剩余期限”指的是从计算日到兑付日之间的期间。即使是一年期的债券兑付日也不一定从发行日起刚好一年终了的那一日，碰到节假日顺延，就会超过 365 天或 366 天（闰年）。397 天对应着 13 个月，意味着监管上留出了一个月的宽限用于兑付时延。第二，在银行定期存款方面，按照证监会《关于加强货币市场基金风险控制有关问题的通知》（证监会基金字〔2011〕41 号），投资于有“提前支取不罚息”条款的银行协议存款

不视为定期存款，而视为活期存款。第三，除了投资品种均为 1 年期以内的债务工具外，货币市场基金每日投资组合的平均剩余期限不得超过 180 天。

货币市场基金投资集中度方面的限制主要包括：投资于同一公司发行的短期企业债券的比例，不得超过基金资产净值的百分 10%；存放在具有基金托管资格的同一商业银行的存款，不得超过基金资产净值的百分 30%；存放在不具有基金托管资格的同一商业银行的存款，不得超过基金资产净值的 5%。就特定资产形式的集中度问题，《关于货币市场基金投资银行存款有关问题的通知》（证监发[2005]121 号）要求存放在银行的定期存款不得超过净值的 30%，除非享有提前支取不罚息的特殊待遇。

在杠杆率限制方面，最初的《货币市场基金管理暂行办法》规定在全国银行间债券市场债券正回购的资金余额不得超过基金资产净值的 40%，后调整为不超过 20%。

2、余额宝的做法

以监管指标来衡量，余额宝都满足了监管要求而且做得更好。

例如，余额宝的杠杆率非常低，2013 年底回购余额仅占基金资产净值的 2.5%，远低于 20% 的监管上限。

在信用风险控制方面，2013 年年报显示其主要投资于银行协议存款，选择的对手方都是具有基金托管资格的商业银行。在金融性交易资产上主要配置的是国开行发行的金融债券。不过，目前余额宝遭到银行业的抵制，一些大型银行协议存款到期不再与余额宝续作，因此基金管理人开始增加对其他债券类品种的配置。2014 年 1 季度报显示，除了国债、政策性银行的金融债券外，余额宝还投资了企业债券、短期融资券、中期票据，其中占比最大（1.29%）的企业短期融资券也只有约 70

亿元。另有少量的买入返售金融资产，是在银行间市场做的回购交易。

在流动性管理方面，余额宝的投资组合的平均剩余期限在 2013 年从未超过 120 天，2014 年 1 季度进一步下降为 94 天。当然，投资期限越短，收益越低，这里有一个偿付能力与盈利之间的平衡问题。下表显示了在 2013 年 12 月 31 日天弘增利宝的资产组合的期限分布，可以发现，剩余期限在 30 天以内的资产占到 60% 以上。

3、存在的不足

不过，在信息披露方面，余额宝可能有点问题，这源于其依托第三方支付平台的营销模式。虽然天弘增利宝招募说明书中详细披露了余额宝可能面临的各种风险因素，包括市场风险、流动性风险、本金损失风险等，但由于余额宝的网上营销模式，购买余额宝的投资者可能并没有阅读过完整的招募说明书。在网上点击操作的便捷流程中，购买余额宝的投资者既不需要填写专门的基金开户资料，更不会像网下开户那样抄写一遍“风险告知书”，对于电脑屏幕弹出的“基金招募说明书”只是快速拉屏扫过，满目只见余额宝给出的“亮点”——低起点、高收益。

这其实也是众多宝宝们普遍存在的问题。第三方支付平台内嵌货币市场基金这种特定的基金营销方式，网民作为支付宝平台上的消费者与基金投资者之间身份的混同，可能导致基金投资者保护的一面被弱化，这应该是监管者、相关市场主体须引起重视的问题。

此外，还需要指出的是，尽管余额宝在硬指标上显著超出现行货币基金监管要求，但这并不意味着余额宝的风险管理已经完美无缺，相反，它可能表明现行监管标准过于宽松。相较于在 2008 年金融危机之后美国对货币基金监管力度的大幅提升，如对投资组合及风险的及时披露、每

日及每周到期流动性资产的比例等等，我国现有的监管指标体系显然还有极大的完善空间。

五、未来的风险与防范

迄今为止，余额宝等宝宝们尚未遭遇前述提到的货币市场基金的诸多风险的考验。由于利率管制导致的存款利率与银行间市场利率的丰厚利差，政府对金融机构的隐性担保，基金申购一直大于赎回等因素，宝宝们发展得顺风顺水。然而，随着未来经济环境与制度环境的变化，货币市场基金、特别是余额宝将经受流动性风险的严峻考验，需要监管密切关注。

所有的货币市场基金都存在期限错配问题，但宝宝们的期限错配问题更加突出。这主要源于以下两个原因：一是以余额宝为代表的各种“宝宝”强调用户体验，一开始就做 T+0 赎回，把基金投资者的期待提升上来了；二是我国货币工具市场还很不发达，适合货币市场基金持有的低风险且流动性好的短期债券品种、数量都非常有限，宝宝们不得不高度集中于银行定期存款上。定期存款虽然收益率较高，但缺陷也很明显，缺乏流动性且无法用于回购融资。更糟糕的是，由于定期存款与活期存款之间收益率差异很大，在央行表态不支持“提前支取不罚息”后，可以预期后续的银行协议存款交易将不再有类似的利息保护条款。货币市场基金将暴露于因提前支取导致的巨额利息缺口风险之下。2006年中我国刚刚萌芽的货币市场基金出现流动性危机，正是因为基金提前支取定期存款导致利息缺口无法弥补而引发的。这是中国货币市场基金特有的问题，域外的货币市场基金由于可投资的货币工具多元，并不会集中于银行存款。此外，如美国 RPF 挤兑潮所显示的，一旦投资者了解货币市场基金采用的摊余成本法和凑整到 1 分钱的报价方式潜藏的问题，在出现利息

缺口的情况下竞相赎回，将进一步恶化流动性危机，将流动性风险转化为基金持有人的本金损失风险。

需要说明的是，提前支取有罚息并非央行无理打压余额宝的行径。用金融法学的语言来说，提前支取违反了存款合同关于存期的约定，属于违约行为，自然应当承担违约责任。丧失定期存款利息收入是承担违约责任的具体方式，在储蓄业务中很常见。只能说，过去若干年的“提前支取不罚息”是银行业送给新生的货币市场基金行业的一个大红包。如今，货币市场基金已经成长起来，开始与银行业成为竞争对手，也就不应该再寄望这种红利的持续。

1、基金管理人的应对措施

对此，宝宝们也有所预期，采取的对策包括常规流动性管理（如合理配置投资组合，根据投资人申购与赎回的大体预计来合理安排每日到期的基金投资等），也有一些应急性手段，如出售流动性较强的资产、进行回购融资等，必要时甚至采取暂停赎回或者中止赎回的措施。

例如，《天弘增利宝货币市场基金招募说明书》中就明确列举了中止赎回的若干情形。其中，与流动性风险、本金损失风险相关的情形包括：当日净收益或累计未分配净收益为负，或者连续两个开放日发生巨额赎回（如达到基金资产净值的 10%）等。暂停赎回的时间根据具体情况有 1 日、两周、两个月及两个月以上的不同安排。此外，在特定情形下，赎回方式上也可以采取部分支付+延缓支付的安排，以便减缓巨额的冲击。

暂停赎回侵犯了或者限制了基金投资者的赎回权，破坏了投资者对开放式基金的最基本的预期。因此，非依法定程序，基金管理人不得采取这种比较极端的措施。在美国，基金管理人中止赎回必须事先经 SEC 批准。在我国，现行监管政策允许基金管理人在特定情形下中止赎回并向证监

会备案，这使得中止赎回的操作可以迅速实施。

不得不指出，上述措施虽然在基金招募说明书中都有详细的说明，但在支付宝-余额宝网页上并非直观可见，遑论被基金持有人所知晓。所以，若真出现基金突然中止赎回或实施部分赎回的情形，投资者受到的惊吓也可能引发类似于美国 RPF 跌破面值事件对整个货币市场基金的冲击那样的大动荡。这是余额宝信息披露上的固有问题，根植于支付宝-余额宝的营销模式，前文已有论及。

另一方面，目前宝宝们逐渐撤下之前无条件 T+0 赎回的宣传口号，而代之以 T+1 赎回，或者根据赎回金额大小分别使用“快速赎回”与“普通赎回”的不同处理。大名鼎鼎的华夏基金在上线两个多月后就放弃了 T+0，余额宝在坚持了近 10 个月之后也开始对 T+0 赎回的金额设限。这种改变并不构成对投资者的违约，因为基金招募说明书中载明的赎回方式基本上都是 T+1，与之前传统的货币市场基金并无不同，只是宝宝们在实践中采用了比招募说明书更激进、当然对投资者也更有利的方式。如今宝宝们退回到基金合同的立场也无可厚非，只是声誉上有所损失而已。

2、提前支取存款引致利息缺口的损失承担

当货币市场基金按照摊余成本法已经报告的每日收益，因存款提前支取而丧失时，谁来填补因此引致的利息缺口？

从理论上说，流动性风险属于基金固有的风险，由此导致的损失也属于基金资产自身的损失，理由基金持有人来承担。但中国证监会 2006 年处置货币市场基金流动性危机时确立了由基金管理人、即基金公司承担损失的政策，为此基金管理人必须从提取的管理费中提留风险金。毋庸置疑，这对于保护基金持有人利益，维护当时刚刚萌芽的、无比脆弱的货币基金市

场自然是有必要的。且当时基金资产规模都不大，强制基金公司填补利息缺口也基本上能够承受下来。

然而，货币市场基金的快速发展已经完全改变了当初的制度预设。特别是在余额宝之类的巨型基金面前，基金管理公司提取的全部管理费以及自有资本金都不可能承受占资金资产 90%以上的银行存款提前支取带来的利息缺口。由此引致基金管理公司破产，恐怕也是监管者不愿意看到的结局。从这个角度看，**调整原来的监管思路，对货币市场基金计提风险准备金，由基金持有人承担利息缺口风险，恐怕是下一步监管改革所无法回避的。**毋庸置疑，这一改革将使我国货币市场基金特有的风险显性化，可能显著地降低宝宝类基金的收益。但它还原了货币市场基金本身的特点，也利于修正宝宝类基金相对于银行存款而享有的不公平的竞争地位。

当然，从基金公司承担损失改为计提风险准备金、让基金持有人承担损失，只是将以往对货币市场基金的过度保护性政策调整过来，厘清基金本身的法律关系，这并不意味着从监管政策导向上不支持基金公司对基金的救助。事实上，基金管理人或者大股东对旗下基金的救助在域外并不罕见。美国货币市场基金迄今为止出现的两次跌破面值事件都是因为大股东缺乏资源去救助跌破面值的基金，否则大股东可以直接按照面值买入基金持有的市价下跌的资产，如同金融海啸中美联储买入各家银行手中的次贷资产一样。通常来说，证券投资基金监管法规会限制基金公司或其大股东与基金之间的交易，以防止利益冲突或对大股东的利益输送。但是，**考虑到大股东救助对维持货币市场基金稳定的重要意义，货币市场基金监管中会有一个关联交易豁免条款，允许大股东或关联企业在基金处于困境的特定情况下买入基金资产。**相形之下，我国在 2005 年引入了类似的关联交易限制规则，却无豁

免条款；但 2006 年流动性危机一来，监管者又直接责令基金公司承担利息缺口损失。监管方式的粗放或者简单粗暴由此可见一斑。笔者以为，引入关联交易豁免也是我国货币市场基金监管改革的题中应有之义。

顺便说一句，在余额宝的个案中，目前支付宝的母公司已经收购了余额宝的管理人——天弘基金管理公司，成为后者的大股东。这也给本文建议的大股东救助机制留下了充分的想象空间。

六、结论

以余额宝为代表的互联网基金理财热潮令公众的目光第一次聚焦于货币市场基金。应该说，余额宝的成立赶上了好时光，银行间市场利率在它成立后高涨，隔夜拆借利率甚至一度飙升到了 30%。“钱荒”的时候短期收益率特别高，长期反倒平平，这对余额宝这类货币市场基金无疑是天赐良机。难以置信的高利率把余额宝的创新、对银行的冲击、对客户的吸引力都放到了最大。

然而，余额宝内嵌于支付宝的营销模式也导致监管问题的复杂化。当下关于余额宝监管问题呈现争议与歧见并存的局面，

不同层面的问题（如货币市场基金、基金网络代理销售、第三方支付机构）被混杂在一起，加之传统银行业在面对互联网企业挑战时的应激反应，导致争议各方往往各说各话，各执己见，难以达成共识。只有厘清余额宝监管中的真问题与假问题，辨识出市场局限、制度缺陷与利益之争，才能真正监管好各类宝宝，为我国尚在成长中的货币市场基金产业以及初出襁褓的普惠型金融事业奠定坚实的法律基础。

通过对余额宝交易结构的分析可以看到，造成余额宝风险的主要是货币市场基金流动性问题这一问题。要解决这个问题市场发展与制度改革相辅相成、不可偏废。余额宝等宝宝类货币市场基金的流动性困境也是与国内目前货币市场工具极其匮乏有关，也将会随着货币市场工具的丰富而得到改善。例如，央行拟推出的银行大额存款凭证属于流动性较好的工具，能够克服银行协议存款的流动性瑕疵，同时存单也能够用于回购融资交易，进一步增加了基金的流动性来源。从这个意义上看，顺应货币市场基金在我国大跃进式的发展，配套的货币工具市场的改革发展步伐也应该加快才是。