



从“避险”到“变现”

——2020年3月流动性危机回顾与反思

From "Flight to Safety" to "Dash for Cash":
Reflections on the Liquidity Crisis in March 2020

徐惊蛰

摘要：2020年3月，新冠疫情剧烈冲击国际金融市场，引发一场短暂的流动性危机。主要央行及时出手救市，危机得以迅速平息。此次危机后，国际金融理事会协调相关国际组织和金融监管当局，深入总结分析此次危机，围绕危机中暴露出的非银部门脆弱性等问题展开政策反思，并推动完善相关改革举措。本文简要回顾了危机的过程及特征，介绍了国际金融监管界的有关政策反思、改革思路及进展，并结合我国国情进行思考。

关键字：流动性危机 金融监管 脆弱性 系统性风险

Abstract: In March 2020, the liquidity crisis brought about by the COVID-19 shock put global financial markets under strain. The crisis was alleviated by speedy policy actions by major central banks. Since then, the Financial Stability Board (FSB), working closely with other international organizations and member authorities, has coordinated a holistic review and assessment of the crisis and initiated policy reforms addressing the vulnerabilities of the financial system. This paper briefly overviews the market developments around March 2020, outlines the vulnerabilities that led to the crisis, and reviews the international regulatory community's recent work and following policy agenda. It also draws lessons from the crisis for China's market development.

Keyword: Liquidity Crisis, Financial Regulation, Vulnerability, Systemic Risk

徐惊蛰，中银证券资金管理部副总经理。

2020年3月，新冠疫情对国际金融市场构成巨大冲击。股、债、汇、商品等各类金融资产急速下跌，恐慌情绪扩散，市场流动性一度接近枯竭。这次危机随着主要央行迅速出手救市而平息，同时也开启了新一轮金融政策反思与改革。金融稳定理事会（FSB）协调国际清算银行（BIS）、国际证监会组织（IOSCO）等国际组织以及相关金融监管当局，深入总结分析此次危机，并推动完善相关政策举措。本文简要介绍国际金融监管界对危机的主要认识、政策反思及改革举措，并结合我国国情进行思考。

危机回顾

演进过程

此次危机由新冠疫情这一外生因素触发。危机爆发前，金融体系运转正常，金融市场年初表现也相对平稳。从演进过程看，危机大致分为二个阶段。一是“避险”（Flight to safety），区间大致为2月21日-3月10日，以意大利当局宣布部分地区封控为标志，全球市场避险情绪激增，陆续抛售风险资产，增加国债、货币市场基金等安全资产，股票、信用债、商品同时大跌，市场波动性加剧，一些风险资产的变现难度加大。二是“变现”（Dash for cash），区间大致为3月11日-3月23日，以世界卫生组织宣布新冠疫情为全球性大流行病为转折，极度不确定性导致企业、居

民、金融机构的流动性需求激增，集中赎回货币市场基金或开放式基金，国债等安全资产被抛售，全市场流动性迅速恶化，几近枯竭。

为避免危机进一步扩大、伤及实体经济，全球主要央行迅速出手救市，自3月中旬起，通过借贷便利（Lending Facility）、资产购买（Asset Purchase）等方式向市场提供流动性，不仅覆盖各类金融资产，而且大大拓展交易对手范围，直接接触非银机构。美联储还通过互换额度（Swap Line）向其他央行提供美元流动性，缓解离岸市场“美元荒”局面。3月下旬以后，全球金融市场逐步恢复常态。

主要特征

这是一次典型的流动性危机，既没出现大范围的存款挤兑、破产倒闭，也未发生大规模的金融资产违约或减值等，其冲击影响范畴主要集中在金融市场。在危机最严重阶段，各类市场主体的“变现”需求都上升到极致，不愿持有现金以外的任何资产，跨市场、跨国别的集中变现导致流动性供需极度失衡。

与一般以“避险”主导的市场波动相比，“变现”主导的金融市场表现出一些不同的特征：一是安全资产被抛售，与风险资产同时下跌，此次危机中，以美国、日本国债、黄金等传统避险资产下跌，普遍视为“类现金”产品的货币市场基金遭受大规模赎回；二是流动性恶化导致市



场单边下行，没有买盘，加上杠杆、衍生品、量化交易等因素加速了危机扩散和传染，单靠市场机制无法调节修复；三是金融市场价格失真，跨资产、跨市场、跨品种的价格相关关系剧烈变动，背离常态，原先此消彼长、相互对冲的资产转而同步变动，原有的投资交易策略失效。

危机的主要原因

非银部门脆弱性大幅推升流动性需求

2008年金融危机以来，非银部门脆弱性不断累积，增加了金融体系的系统性风险。一方面，非银部门的规模持续增大，而低利率的市场环境倒逼其通过放大杠杆、减少备付来增厚收益。另一方面，非银部门的交易活跃，横跨不同资产类别与细分品种，深化了市场之间的联动，使风险更容易交叉传染。此次危机中，非银部门脆弱性造成全市场流动性需求激增，大大超出预期，是流动性供需失衡的最主要原因。主要体现为四个方面：

一是货币市场基金、开放式基金^①的资产端与负债端不匹配，产品层面存在流动性隐患。特别是货币市场基金被投资者普遍等同于现金，此次危机中被大规模集

中赎回，一些技术性条款在市场条件恶化时加剧了投资者抢跑式赎回^②，造成“悬崖效应”。同时，部分货币市场基金、开放式基金的现金备付不足。有研究表明，在低利率、低波动的市场环境下，为提升产品收益，基金的备付水平逐步下降。此次危机中，欧美主要国家的开放式基金均为主要的国债净卖出方，通过抛售国债等流动性资产来应对赎回。

二是风险平价策略引发金融资产抛售，自我循环强化。近年来盛行的风险平价策略根据不同资产的波动率来确定其在投资组合中的权重，实现风险的有效配置。这类基金通常高杠杆运行，程序化交易，根据价格波动自动调整头寸。此次危机中，资产价格波动剧烈，资产之间的相关性背离常态，引发大量程序化的卖出交易，而卖出实现亏损加速了杠杆平仓，使负向反馈循环放大。

三是衍生品追缴保证金推升流动性需求，衍生品平仓加剧货币市场基金赎回。保险公司、养老金大量使用利率互换、货币掉期、国债期货等衍生品，但普遍低估了追缴保证金的冲击，流动性预案不足。这加剧了货币市场基金等流动性资产赎

① 货币市场基金属于开放式基金，但流动性好于其他开放式基金，且有专门的监管政策要求，故本文中，开放式基金指除货币市场基金以外的其他开放式基金，与FSB有关文献中的提法保持一致。

② 赎回导致基金的流动性资产减少，部分基金的每周流动性资产迅速接近或低于美国证监会设定的30%最低阈值。在流动性阈值两端利益非对称的情形下，投资者担心，一旦货币市场基金每周流动性资产占比降至30%以下，将造成巨大损失，加剧了“抢跑式”赎回。

回，保证金不足触发的衍生品平仓，向国债、外汇等更大规模的市场迅速传导。

四是危机直接冲击债务负担较重的新兴市场主体，助推全球性“美元荒”。离岸美元市场极度短缺，集中表现为美元掉期点飙升，新兴市场货币贬值，危机向本国传导，也进一步影响美国市场，加剧了美元流动性失衡。

极端情况下的流动性供给存在一定局限

债券、商业票据、存单、衍生品等交易通常较为依赖交易商做市（或其他功能相似的金融中介活动）。特别是非银部门通常不能直接与本国央行叙做交易，交易商的流动性支持尤为关键。此次危机表明，非银部门流动性需求远远超出了交易商的承接能力，如单靠市场自发调节，流动性供需失衡难以缓解，将引发更严重的全局性金融危机。

宏观上看，2008年金融危机后国际银行业实施的巴塞尔Ⅲ监管标准强化了资本和流动性要求，银行开展做市交易的成本上升、意愿下降，一些银行大幅削减了做市交易规模，活跃度降低。同时，非银部门过去十多年间快速扩张，银行部门在整个金融体系中的比重相对下降，也客观上制约了银行的流动性承接能力。微观上看，业务模式、品种细分、运营支持能力等现实约束，使交易商较难应对系统性的流动性冲击。研究涉及的主要国家和市场

中，交易商在危机中普遍增加了交易量，而在美国债券二级市场中，平时表现活跃的自营交易公司（Principal Trading Firm, PTF）在危机最严重阶段反而减少了交易，不愿提供流动性；交易商较愿意为新券（On-the-run）接盘，而老券（Off-the-run）则相对困难。此外，不同细分市场的交易、结算、托管体系较为分散，信息不对称，资金不畅通，市场分割也一定程度上制约了流动性供给效率。

政策反思及启示

补齐金融监管短板，降低非银部门风险隐患

这次危机引发了新一轮金融监管政策反思。针对危机暴露出非银部门的监管短板，FSB正在协调相关国际组织和监管当局研究拟定相关政策方案，增强非银部门风险抵御能力，提升金融体系稳健性。政策措施将大致从三个角度展开：一是避免流动性需求超预期的大幅提升，包括进一步强化货币市场基金、开放式基金的流动性监管；优化保证金制度安排，强化流动性监管和信息披露要求；二是改善极端情形下的流动性供给，包括改进交易结算等基础设施，提高效率、减少分割；提升交易商的做市能力，改善二级市场流动性；三是完善系统性风险评估监测体系，强化非银部门数据报送与披露要求，完善金融体系特别是非银部门的风险预警指标和分



析监测框架，优化压力测试。

其中，强化货币市场基金监管是本轮改革的重点。2021年11月，FSB发布《提升货币市场基金韧性的政策方案最终稿》（Policy Proposals to Enhance Money Market Fund Resilience: Final Report），后续将组织评估各国具体情况，并敦促协调相关政策建议落地实施。相关监管措施的主要思路，一是降低投资者赎回动机，缓解大规模挤兑压力，如通过“摆动定价”（Swing Pricing）、“最小在险余额”（Minimum Balance at Risk, MBR）^①等机制增加赎回成本；将基金的流动性阈值与赎回门槛脱钩，避免投资者“抢跑”构成悬崖效应。二是考虑货币基金具有系统重要性，增加其风险抵御能力，控制风险外溢效应，包括进一步加强资本缓冲、流动性管理、准备金机制等审慎监管要求。

此外，开放式基金的监管改革重点与货币市场基金相似，主要包括强化流动性监管、控制杠杆等方面，具体措施将纳入目前正在推进的监管改革工作统筹推进。其他领域的具体政策措施还在研究论证过程中。

反思央行救市举措，探讨央行“最后贷款人”边界

央行果断救市是危机化解的关键，

但不能滥用。危机后，BIS重新检视央行非常规干预手段，分析利弊，将其负面影响归结为三方面，一是道德风险上升，市场主体过度依赖央行，低估风险；二是央行承担的风险增加，资产负债表的可持续性经受挑战，如央行遭受大额亏损，将增加纳税人负担；三是央行大规模买入国债的市场操作，使货币政策更易受财政因素主导，独立性有所削弱。BIS提出，央行救市应遵守“后备支持原则”（Backstop Principle），市场危急时援手，恢复常态后退出。特别是，央行既不应直接干涉市场的价格发现和资源配置，也不应取代市场主体控制自身风险的首要责任。而进一步完善审慎监管、提高市场主体对极端风险的抵御能力，恰恰是央行遵守上述原则的前提和保障。

对中国的启示

此次危机对我国产生一定外溢影响。境内市场中，股票、债券、商品、人民币汇率等经历了一轮快速下跌，而资金面总体较为平稳，银行体系发挥了压舱石和稳定器作用，“避险”情绪未发酵升级为“变现”的极端情形，短暂的波动随着外围冲击解除而平复。

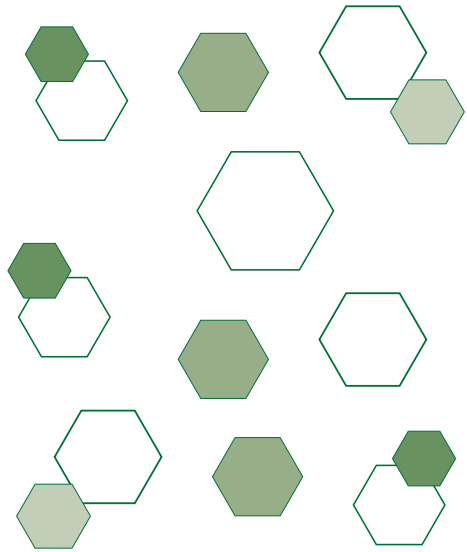
危机演进和传导过程再次生动地说明，风险会传染，会转化，会扩大，任何

^① “摆动定价”是将赎回产生的流动性成本体现在手续费中；“最小在险余额”是在申购金额中划出一定比例，即使投资者申请赎回，这部分份额仍然投资于基金中，并可能遭受损失。

短板和盲区都有可能构成系统性风险，而金融体系越复杂，金融治理难度和成本越大。当前，我国金融体系仍以银行为主导。同时，非银部门不断发展壮大，金融市场处于不断深化的过程中。对我国来说，既要借鉴国际经验，强化金融风险防控能力，为金融市场发展、创新、开放做足准备；又要立足实际国情，自主建设与我国实体经济需求和金融治理能力相适配的金融体系。一是坚持系统观念，协调完善宏观审慎管理与微观审慎监管，统筹加强银行与非银部门监管，深入理解金融业态、风险形态、传导机制的新特征新变化，不断完善风险分析框架与监测体系；二是发扬制度长板，强化顶层设计和政策协调，完善金融风险处置体系；推动金融市场互联互通，提升信息透明度，进一步发挥金融基础设施的风险防范作用；三是

强化底线思维，特别是流动性风险在常态下极易忽视，而在危机中演绎到极致，市场主体应充分考虑国际形势和市场震荡的极端情形，做好预案。**[N]**

学术编辑：曾一巳



参考文献：

- [1]Financial Stability Board (FSB). Holistic Review of the March Market Turmoil [R], November 2020.
- [2]Financial Stability Board (FSB). Policy Proposals to Enhance Money Market Fund Resilience [R]. October 2021.
- [3]Financial Stability Board (FSB). Enhancing the Resilience of Non-Bank Financial Intermediation: Progress report [R]. November 2021.
- [4]Financial Stability Board (FSB). Global Monitoring Report on Non-Bank Financial Intermediation [R]. December 2020.
- [5]Financial Stability Board (FSB). Policy Recommendations to Address Structural Vulnerabilities from Asset Management Activities [R]. January 2017.
- [6]Bank for International Settlements (BIS). Market Dysfunction and Central Bank Tools [R]. May 2022.
- [7]Bank for International Settlements (BIS). Review of Margining Practice [R]. Sep 2022.
- [8]Lewrick U, Claessens S. Open-ended Bond Funds: Systemic Risks and Policy Implications[J]. BIS Quarterly Review, 2021.
- [9]Isabel Schnabel. COVID-19 and the Liquidity Crisis of Non-banks: Lessons for the Future [EB/OL]. [2020-11-9] https://www.ecb.europa.eu/press/key/date/2020/html/ecb.sp201119_1~4a1ff0daf9.en.html