



# 欧洲货币政策和货币市场基金

马尔科·西普里亚尼 丹尼尔·弗里克 斯特凡·格雷普迈尔

加布里埃尔·拉斯帕达 凯罗尔·帕卢德凯维奇

根据纽约联储自由街经济学博客之前发表的文章<sup>①</sup>,美国货币市场基金(MMF)份额的收益率对货币政策利率变化的反应远远大于银行存款利率。换句话说,货币市场基金的贝塔比存款贝塔高得多。与此相一致的是,美国货币市场基金行业规模随着利率周期波动,在货币政策收紧期间扩大。本文证明了欧洲中央银行(ECB)的政策利率和投资于欧元计价证券的欧洲货币市场基金规模之间也是正相关关系——在政策利率为正的情况下;欧洲央行2015年引入负政策利率后,这种关系破裂了,在此期间欧洲货币市场基金获得了大量资金流入。

## 一、欧洲货币市场基金

货币市场基金是一种开放式共同基金,投资于低信用风险的短期货币市场工具。由于其投资属性,货币市场基金是为投资者提供接近当前货币市场利率回报的货币类工具。与美国类似,欧洲货币市场基金可以根据其持有投资组合分为政府基

金(Government Funds,通常称为“公共债务基金”)和优质基金(Prime Funds)。政府货币市场基金主要投资于公共部门发行的债券或以此类证券为抵押的回购协议,而优质货币市场基金还可以投资于私人部门发行的无抵押债券。欧洲货币市场基金受欧洲议会和欧盟理事会第2017/1131号条例监管,该条例是为回应2008年货币市场基金挤兑事件于2017年通过的。

本文关注“欧元计价的货币市场基金”——即投资于欧元计价证券的欧洲货币市场基金。该行业规模远小于美国:2023年7月,以欧元计价的货币市场基金管理着0.72万亿美元(0.65万亿欧元)资产;相比之下,美国的货币市场基金管理着6万亿美元(5.4万亿欧元)资产。行业构成也有所不同:以欧元计价的货币市场基金主要是具有可变资产净值(NAV)的优质基金,而政府基金(以恒定NAV运营)仅占不到1%;相比之下,美国的政府基金占该行业的78%。

马尔科·西普里亚尼(Marco Cipriani),纽约联邦储备银行研究与统计小组货币与支付研究负责人;丹尼尔·弗里克(Daniel Fricke),德意志联邦银行研究经济学家;斯特凡·格雷普迈尔(Stefan Greppmair),德意志联邦银行研究经济学家;加布里埃尔·拉斯帕达(Gabriele La Spada),纽约联邦储备银行研究与统计小组货币与支付研究的金融研究顾问;凯罗尔·帕卢德凯维奇(Karol Paludkiewicz),资深研究经济学家,德意志联邦银行金融市场研究部副主任。本文所表达的系作者观点,并不一定反映纽约联储或联储体系的立场。原文出自<https://libertystreeteconomics.newyorkfed.org/2024/04/monetary-policy-and-money-market-funds-in-europe/>。徐恒革编译。

① Afonso G,Cipriani M,Huang C,et al.Monetary policy transmission and the size of the money market fund industry: an update[EB/OL].(2023-04-03)[2024-04-11].<https://libertystreeteconomics.newyorkfed.org/2023/04/monetary-policy-transmission-and-the-size-of-the-money-market-fund-industry-an-update/>.

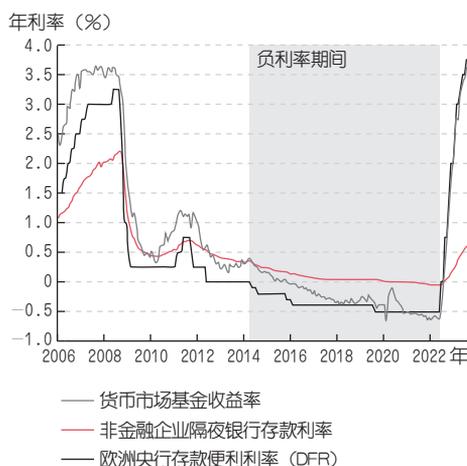


## 二、欧洲货币市场基金的贝塔系数

与美国市场相同，以欧元计价的货币市场基金的贝塔系数远高于欧盟银行存款的贝塔系数<sup>①</sup>；换句话说，货币市场基金收益率比银行存款利率更接近政策利率。图1显示了2006年至2023年期间几种以欧元计价的货币市场工具的利率：蓝线是以欧元计价的货币市场基金平均收益率、红线是非金融企业隔夜银行存款利率、黄线是欧洲央行存款便利利率（DFR），这是银行在欧洲央行隔夜存款的利率（也是欧洲央行的关键政策利率）。

如图1所示，欧盟隔夜存款利率变动缓慢，贝塔系数较低，与观察到的美国存款利率类似：特别是，欧盟存款利率在2006年至2007年间仅上升了1个百分点，而欧洲央行的DFR同期上升了1.5个百分点。在最新的紧缩周期中，差异甚至更加明显：2022年至2023年期间，DFR上调了4个百分点，同期存款利率上调了0.6个百分点。此外，尽管DFR在2014年6月步入负区间，但存款利率仅在2021年降至零以下。

相比之下，以欧元计价的货币市场基金平均收益率更紧密地跟随DFR，在2011年短暂的加息周期及2022年启动的加息周期中大幅上升。事实上，随着欧央行在2014年6月采取负利率政策，货币市场基金份额的收益率在2015年12月变成了负值。换句话说，尽管货币市场基金负收益



数据来源：ECB Data Portal, Morningstar Direct。

图1 货币市场基金收益率与欧洲央行政策利率密切相关

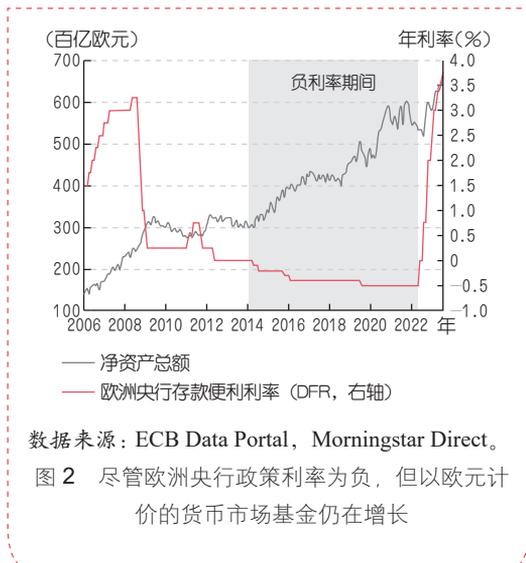
的到来有所延迟，但以欧元计价的货币市场基金的贝塔系数远高于银行存款，这与美国的情况类似。

## 三、货币政策和欧洲货币市场基金行业规模

之前研究表明<sup>②</sup>，美国货币市场基金行业的规模随着货币政策周期变化。利率上升时，美国货币市场基金规模增加；美联储放松货币政策时，规模收缩。这种模式在上一个紧缩周期中非常明显，例如，美国货币市场基金管理的资产在2022年第二季度和2023年第三季度之间增加了1万亿美元，达到6万亿美元以上。美联储的货币政策立场与货币市场基金行业规模之间的正相关关系，与投资者从银行存款转向

① Kang-Landsberg A, Luck S, Plosser M. Deposit betas: up, up, and away? [EB/OL]. (2023-04-11)[2024-04-11]. <https://libertystreeteconomics.newyorkfed.org/2023/04/deposit-betas-up-up-and-away/>.

② Cipriani M, Gortmaker J, Spada G L. Monetary policy transmission and the size of the money market fund industry [EB/OL]. (2019-11-20)[2024-04-11]. <https://libertystreeteconomics.newyorkfed.org/2019/11/monetary-policy-transmission-and-the-size-of-the-money-market-fund-industry/>.



货币市场基金是一致的，因为在利率上升的环境下，货币市场基金的贝塔系数要高得多。

在 2006 年至 2012 年的紧缩到宽松周期中，欧洲央行的政策立场与欧元计价的货币市场基金规模之间也存在类似的正相关关系。然而，这种关系在负利率时期破裂了。

图 2 显示了以欧元计价的货币市场基金管理的净资产总额和 DFR。特别是，尽管政策利率降至负值，但自 2015 年以来，欧洲货币市场基金获得了大量资金流入。这和利率与货币市场基金规模之间通常的正相关关系形成了鲜明对比。货币市场基金资产的增长尤其受到面向机构的货币市场基金的推动，2014 年 6 月至 2016 年 6 月期间增加了 430 亿欧元（增长 34%），而面向零售的货币市场基金增加了 270 亿欧元（增长 14%）。随着欧洲央行在 2019 年 9 月进一步降息，尽管货币市场基金提供了负收益率，但仍继续出现大量资金流入。

机构投资者行为的一个原因可能是，与可以获得的其他批发货币市场利率相比，货币市场基金收益率相对具有吸引力。

例如，在负利率期间，衡量欧元区银行批发无担保隔夜借款成本的欧元隔夜指数平均水平（EONIA）和欧元短期利率（€STR）甚至低于以欧元计价的货币市场基金收益率。换句话说，与零售存款利率相反，一旦政策利率变为负值，提供给机构投资者的利率将继续紧跟政策利率，而货币市场基金收益率相对于政策利率仍有吸引力。

以欧元计价的货币市场基金规模在 2021 年稳定下来，徘徊在 5 700 亿欧元左右。在 2022 年 7 月欧洲央行新一轮加息周期开始后，政策利率和货币市场基金资金流之间通常的正相关关系再次出现。2022 年 6 月至 2023 年 8 月期间，以欧元计价的货币市场基金增长了逾 1 000 亿欧元，反映出较高的政策利率，以及短期投资工具在收益率曲线反转环境中的特殊吸引力。

#### 四、总结

与美国的总体模式类似，欧洲货币市场基金份额的收益率与货币政策的关系比银行存款利率更紧密。与美国市场的观察结果一致，货币市场基金如此高的贝塔系数意味着欧洲货币市场基金行业的规模通常会随着政策利率的上升而增加。然而，在引入负政策利率期间，这种正相关关系被打破：负利率与欧元计价的货币市场基金的资金流入有关，因为与提供给机构投资者的其他短期投资工具相比，货币市场基金收益率仍然具有竞争力。在欧洲央行最近的紧缩周期中，欧洲央行的货币政策立场与以欧元计价的货币市场基金规模之间的正相关关系再次出现。

学术编辑：陈俊君