

2011年9月期《全球金融稳定报告》第二章  
长期投资者及其资产配置：现在的情况如何？

新闻发布要点

作者：S. Erik Oppers（组长）、Ruchir Agarwal、Serkan Arslanalp、  
Ken Chikada、Pascal Farahmand、Gregorio Impavido、Peter Lindner、  
陆茵秋、孙涛和 Han van der Hoorn

要点

- 危机爆发以来，私人机构和官方机构投资者的资产配置战略发生了变化。最为重要的变化是这些投资者更加关注风险，包括流动性风险和主权信用风险。
- 在目前低利率环境中，多数长期机构投资者接受了低回报，而不是冒更大风险。由于这些投资者或者要在未来支付固定金额，或者要确保一定投资回报来偿还负债，因此，低利率环境持续时间越长，它们就越面临投资于高风险资产的压力。
- 风险意识的增强和监管举措的出台促使私人投资者持有“更安全”的资产，这可能使部分“财力雄厚”的投资者离开风险稍高市场，尽管这些投资者有助于金融市场稳定。因此，主权资产管理或许能够发挥一定作用，承担私人投资者目前回避的某些长期风险。
- 长期非杠杆机构投资者进行资产配置时考虑的主要因素是，所投资国的经济增长率较高，风险不断下降，以及全球风险偏好上升。国家间利差的作用较小。
- 危机之后，对新兴市场的投资呈结构性增强趋势，但由经济基本面（如增长前景或全球风险）变化带来的逆转风险不容忽视。最近大量资本从新兴市场股票和债券基金中流出的现象，与本章关于全球风险上升影响的实证结果一致。

本章分析长期非杠杆私人机构和公共机构投资者进行资产配置的根本动因。本章分析长期趋势，但同时也探讨全球金融危机和低利率环境是否导致资产配置的变化。

本章以单个机构投资者资产配置的决定因素为分析起点。这些配置决策是各市场、各币种和各国之间资金流动的核心。本章与先前研究不同之处在于，它使用共同基金的细项数据（这些数据能够提供流入各国的股票和债券投资的信息），而不是汇总的国际收支数据（单个投资者在投资决策不太考虑这些数据）。

分析显示，决定私人机构投资者的资产配置的最主要驱动因素是所投资国的较高经济增长率、风险较低，而国家间的利率差异作用较小。然而，后一结论并不意味着资本流动总体上不受利率差异影响，因为资本流动可能是由短期杠杆投资者（如进行套利交易的投资者）的投资决策引致的，而本章不讨论这方面的问题。

全球金融危机及其后续影响使投资者面对两股相反的力量。一方面，危机使长期投资者更加关注风险，特别是流动性风险和主权信用风险（包括发达国家的风险）。另一方面，低利率环境正使机构投资者（特别是已出售保证最低收益产品的保险公司，以及资金不足的养老基金）承受更大的压力，这种压力可能会迫使它们通过投资于较高风险资产来提高资产收益。

到目前为止，多数机构投资者接受低收益，而不是冒更大风险。本章认为，这很可能说明长期机构投资者的投资行为已发生根本性变化。从数据中可以看到这种结构性转变：本章的回归分析显示，自2007年中危机开始至今，投资流动出现显著下降，说明投资者根据新的风险评估结果调整其资产配置，并且，迄今没有证据表明这一调整已经完成。不过，如果发达经济体的利率如预期长期保持在低水平，恶化的财务状况将迫使机构投资者冒更大风险。

危机之后，对新兴市场的投资增加是一种结构性变化。然而，虽然许多新投资者可享受这些国家较好经济表现带来的收益，但经济基本面逆转会导致投资逆转风险。如出现较大冲击，这种投资逆转可能造成与金融危机期间类似的资本外流。最近也确实出现了大量资金从新兴市场股票和债券基金中流出的情况（发生在本章定稿之后），这符合本章的实证分析结果。

本章提出，主权资产可能抵消私人部门资产配置变化产生的影响。本章指出，风险意识的增强以及针对欧洲保险公司的“偿付能力 II”这样的措施可能迫使这些机构不象过去那样投资长期风险资产，从而降低这一类“财力雄厚”的投资者在市场下滑期间持有非流动资产的积极作用。随着私人投资者被迫持有“更安全”的资产，主权资产管理者也许能够在一定程度上承担私人投资者开始回避的某些较长期风险。

2011年9月期《全球金融稳定报告》第三章  
推进宏观审慎政策的可操作性：何时采取行动？

新闻发布要点

作者：Srobona Mitra（组长）、Jaromír Beneš、Silvia Iorgova、Kasper Lund-Jensen、Christian Schmieder 和 Tiago Severo

要点

- 正确实施宏观审慎政策，需要更好地理解导致系统性风险积聚的冲击源。良好的衡量系统性风险积聚的先行指标要能区分好冲击（如生产率的提高）和坏冲击（如资产价格泡沫）。
- 在关注信贷增长（系统性风险积累的核心环节）的同时，需要分析其他指标，如资产价格和对国外银行负债的增长以及实际汇率升值，以便区分好坏两类冲击。
- 衡量信贷增长的一个较好指标是信贷与 GDP 之比的变化。根据 36 个国家为样本，我们的模型发现，当信贷与 GDP 之比每年上升 5 个百分点以上，和股票价格上涨 15% 以上时，今后两年内发生金融危机的概率是五分之一。
- 高频市场指标是显示何时系统性风险将在几个月内爆发的最好指标。根据伦敦银行同业拆放利率-隔夜指数掉期（LIBOR-OIS）利差和收益率曲线开发的一个指标能较好地预测迫近的系统性风险。
- 政策制定者可以使用若干工具降低发生金融危机的概率。本章对其中一项工具（逆周期资本金要求）进行测试的结果表明，它有助于降低经济周期的波幅和减少出现金融压力的可能性。
- 需要至少在两个领域协调宏观审慎政策和货币政策：了解基本冲击源，理解外币贷款较多和管理汇率制并存时的应对之策。

宏观审慎政策力求降低整个金融服务体系受到严重扰乱的风险，或称“系统性风险”，这种风险可能对实体经济产生严重不利影响。推进宏观审慎政策的可操作性涉及多方面内容，本章通过几个视角的具体步骤来达到这一目标。本章运用宏观经济-金融联系模型，探讨不同指标对经济中各种冲击源做出的反应。实证分析说明了哪类信息能最

有效地提示风险积聚。此外，分析表明，一套高频指标能够提醒政策制定者即将到来的金融压力。我们的模型分析表明，一个常用的宏观审慎工具（逆周期资本金要求）在不同汇率制度下都有效。

**有效监测系统性风险和实施有效政策很大程度上取决于我们能否准确地识别经济冲击源。**本章发现，冲击源决定了一些与系统性风险积聚有关的经济指标的变动情况。一个经济体金融结构的差异改变冲击规模，但不会影响其方向，因此，可以十分广泛地运用这一经验。政策制定者应投入资源并相互协调，以更好地理解冲击源，特别是跨境冲击源。

**信贷总规模是一项变动较慢的反映风险积聚的指标，可以其他指标为补充。**虽然好冲击（生产率的提高促进实体经济的健康发展）和坏冲击（如资产价格高涨和银行贷款标准松弛）都会导致信贷增长，但在发生坏冲击的情况下，信贷增长的幅度和持续时间以及银行资本充足率的下降幅度都会较大。与信贷增长相关的其他指标能够发出有力信号。如果信贷对 GDP 比率上升 5 个百分点以上，同时股票价格上涨 15% 或更多，那么今后两年内发生金融危机的概率将升至 20%。如果使用更广泛的信贷指标（基于银行的信贷以及对私人部门的直接跨境贷款），信号将会更强。对于新兴经济体，实际汇率升值是一个尤为相关的因素。

**政策制定者还应分析高频指标，以随时应对近期可能爆发的危机并采取应对政策。**本章发现，根据 LIBOR-OIS 利差和收益率曲线开发的一个指标能够有效地提示潜在风险的爆发。然而，包含有关金融机构之间相关性信息的指标未能有效地预示贝尔斯登和雷曼公司的倒闭。这表明，政策制定者必须依赖机构间风险暴露情况的实际信息，来评估危机爆发后的连锁反应。

**我们建议不同类型的经济体应建立一套相似的宏观审慎工具，以助国际政策协调。**然而，由于各国具体国情不同，政策工具（特别是关于不同指标门槛值的政策工具）的具体内容可各不相同。例如，由于管理汇率制和大量外币贷款会放大冲击，所以此时的汇率、货币和宏观审慎政策间的密切协调，对于金融和实体经济的稳定至关重要。