

执行摘要

受监管资金、新兴市场与金融稳定性

自柏林墙倒塌之后的四分之一世纪中，全球经济变得更加开放。随着开放性的增加，涌向新兴市场经济体的资本流量迅速繁荣，新兴市场证券的受监管资金持有量也得到显著发展。

从2000年到2013年，新兴市场经济体的累积资本流入总额近10万亿美元。其中，1.7万亿美元属投资组合资本流量，即外国投资者对新兴市场国家所发行股票、债券和其他证券的购买净额。尽管投资组合资本流量仅占新兴经济体总资本流量的一小部分，观察员仍担心其对新兴经济体的影响。特别是一些经济学家认为：受监管资金尽管对向新兴经济体的投资组合资本流量的广泛趋势具有贡献，但可被证明是一种相对不稳定的资本源，甚至会对新兴市场造成系统性风险。

ICT的最新研究报告“受监管资金、新兴市场与金融稳定性”调查了受监管资金对新兴市场证券的持有情况，并结合实际情况解释了受监管资金为何对新兴经济体造成有限的系统性影响。

报告首先调查了针对资金及其是否会对新兴市场造成系统性风险的现有研究。然后，其论述了政策制定者和专业学者对某种资金级行为可能会增加新兴经济体的资本市场波动性的担忧。虽然对受监管资金对新兴市场的作用有所质疑无可厚非，但对于此类资金很可能破坏新兴经济体资本市场的意见似乎过分夸大了这三个主要原因的作用。新兴市场证券的受监管资金持有量：

- » 仍占新兴市场国家的股票和债券总值的一小部分；
- » 相对稳定；
- » 通常在许多新兴经济体之间呈现多样化，从而限制了其对任何特定国家投资组合交易的影响。

报告还论述了受监管资金是否可能放大新兴市场证券价格的变化。最新分析论证了新兴市场股票和债券的收益取决于资金对新兴市场股票和债券购买净额以外的多种因素，其中最重要的因素是从其他（非资金）投资者向新兴经济体的资本流量。此外，最新分析发现虽然新兴市场证券的资金购买净额受到那些证券收益的影响，但其不会对未来收益产生持久的影响。

最新分析有着重要含义，其不仅与受监管资金持有量对新兴经济体的作用有关，且与监管部门如何研究资金流动对新兴市场的影响有关。看待受监管资金流动对新兴市场经济体金融稳定性的影响时，监管方不局限于对受监管资金和其他活动的关注，而是充分考虑所有经济因素，以及来自所有外国投资者的投资组合资本流量，这一点非常重要。

主要成果

- » 新兴市场股票和债券的受监管资金持有量在过去十年中得到了显著发展。这种发展是投资者寻求对新兴市场更大开放的一部分，这些流动支持了新兴经济体的强势发展。从2010年到2014年，新兴市场经济体接收累积投资组合资本总额为1.4万亿美元。其中只有一小部分（不到2,000亿）来自受监管资金。
- » 虽然受监管资金在过去十年中对向新兴经济体的投资组合资本流量的广泛趋势有所贡献，但是其不大可能对新兴市场造成系统性风险。根据该报告的最新实证结果，有三个主要原因。
 - » 第一，新兴市场证券的受监管资金持有量仍占新兴市场国家股票和债券总值的一小部分。2013年，受监管资金仅持有新兴市场国家未偿债务的4.3%和股票市场资本总值的8.5%。其他市场参与者才是新兴市场股权和固定收益市场的主导投资者。
 - » 第二，尽管受监管资金在新兴市场国家的外国投资者群体中占有很大份额，但其是一种稳定的投资者群体。受监管资金并非导致新兴市场投资组合资本流量变化的主要源泉。截至2013年，受监管资金占外国投资者持有新兴市场股权的一半以上，约30%的新兴市场债券由外国投资者持有。但平均而言，从2005年到2013年，受监管资金对向新兴市场的外国投资组合资本流量的贡献不足15%。
 - » 第三，许多新兴经济体之间的受监管资金持有量呈现多样化，从而限制其投资组合交易对任何特定国家的影响。受监管资金分散在超过85个不同国家，即使从美国和欧洲受监管资金的投资者流出，资金也能通过许多那些国家出售一小部分证券来适应。

最新实证结果

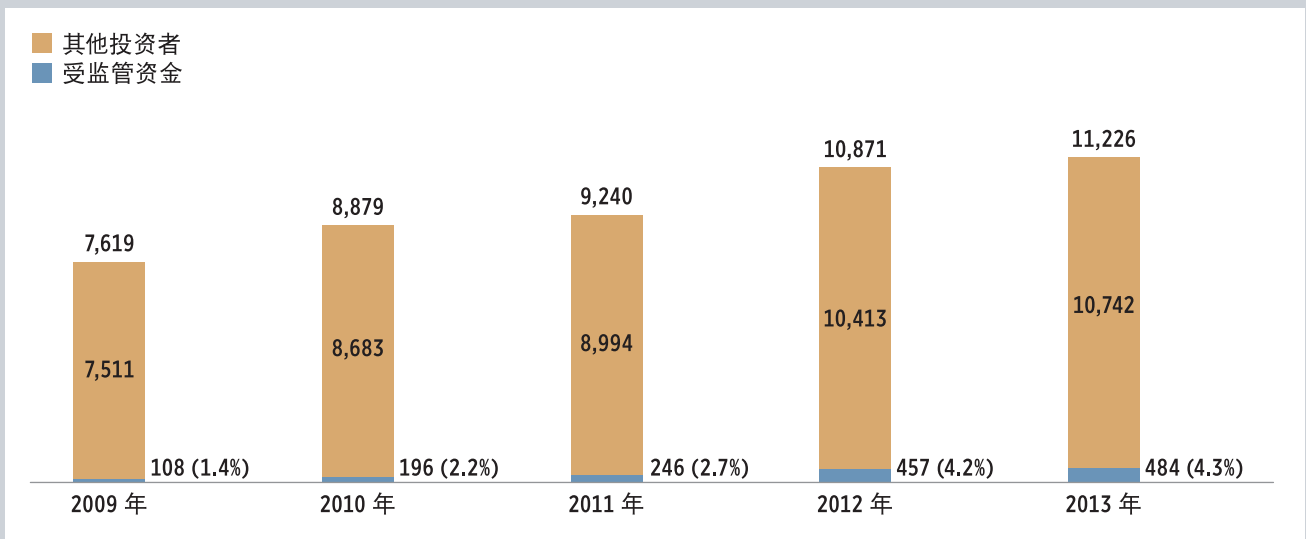
- » 新兴市场股票和债券的收益取决于资金对新兴市场股票和债券的购买净额以外的多种因素，其中最重要的因素是从其他（非资金）投资者向新兴经济体的资本流动。例如，美国国债的收益和标准普尔500指数(S&P 500 index)分别对新兴市场债券和股权产生了影响。更加显著的是，根据统计分析，采用更广泛的衡量标准时，所有外国投资者流将支配受监管资金的购买净额。因此，采用更广泛的衡量标准进行分析时，受监管资金的购买净额对新兴市场证券的月度收益没有影响。这表明，监管方应专注于从所有外国投资者向新兴市场国家的投资组合资本流量，而非仅局限于受监管资金部分。
- » 新兴市场证券的受监管资金购买净额不会推动收益。根据每周数据，虽然购买净额对新兴市场证券收益的响应滞后，那些购买额不会对未来收益产生持久的影响。此外，每周数据还显示，购买净额对收益的逐步和滞后响应解释了购买净额与收益之间的许多月度相关性。

欲了解完整的《ICI Global 研究视角》，请参阅 www.ici.org/pdf/iciig_per02-01.pdf。

图 1

受监管资金在新兴市场未偿付债券总额中所占份额

十亿美元（所占百分比）；2009-2013 年年末



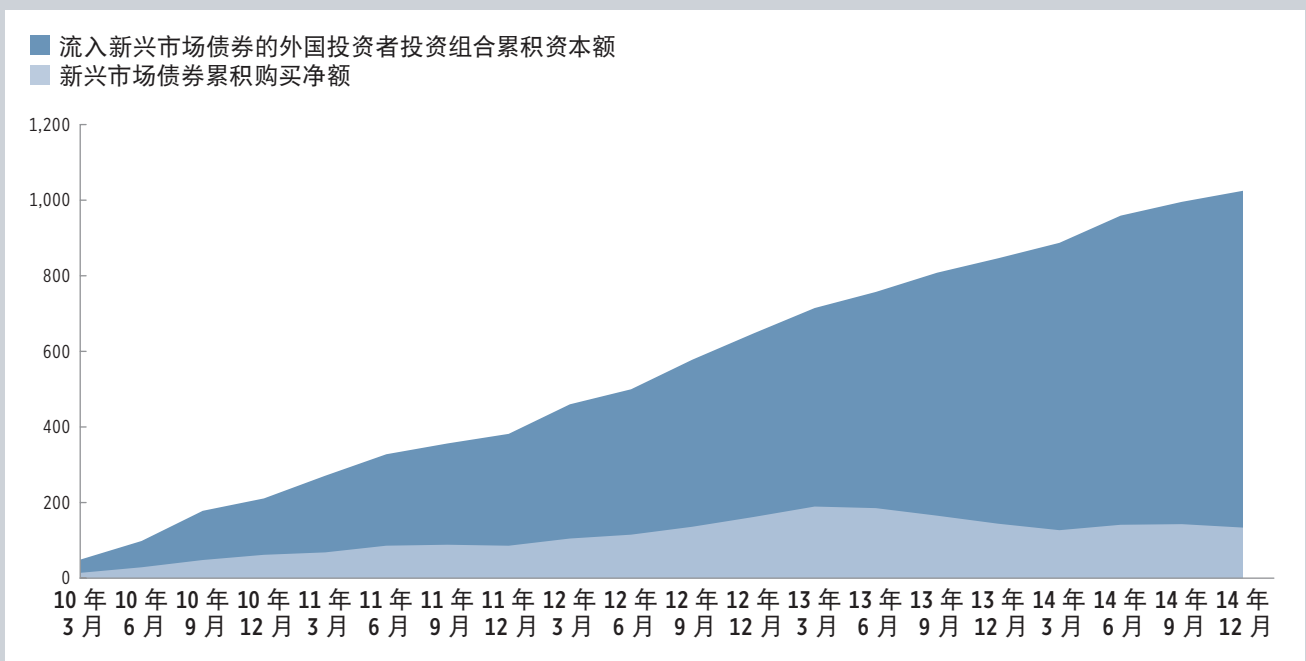
注：本图基于国际货币基金组织 (IMF) 国家分类，将这些国家分为新兴国家。由于采用四舍五入方法，部分数据可能不计入总数。

资料来源：EPFR Global 和国际货币基金组织 (IMF)

图 2

新兴市场证券累积购买净额仅占新兴国家的外国投资者投资组合资本总流量的一小部分

十亿美元；2010 年 3 月 - 2014 年 12 月，按季度*



* 2014 年 9 月和 2014 年 12 月数据为估计数据。

资料来源：Institute of International Finance 和 EPFR Global

图 3

美国和欧洲指定受监管资金对亚洲及其他新兴市场证券的持有情况

2014 年 12 月 31 日

国家/地区	总持有量	股权持有量		债券持有量	
	百万美元	百万美元	所占百分比	百万美元	所占百分比
亚洲	\$1,007,897.2	\$899,618.2	70.71%	\$108,279.1	25.12%
中国大陆	309,230.2	290,374.3	22.82	18,855.9	4.37
韩国	143,642.8	128,093.2	10.07	15,549.6	3.61
印度	141,629.5	132,370.7	10.40	9,258.8	2.15
中国台湾	107,329.5	107,104.8	8.42	224.7	0.05
香港	97,233.7	90,477.6	7.11	6,756.1	1.57
印尼	52,858.4	29,479.4	2.32	23,379.0	5.42
新加坡	44,081.9	39,638.5	3.12	4,443.4	1.03
泰国	38,689.4	32,733.3	2.57	5,956.1	1.38
马来西亚	33,443.1	21,784.5	1.71	11,658.6	2.70
菲律宾	23,169.2	16,276.3	1.28	6,892.9	1.60
亚洲其他国家/地区	6,362.1	5,573.8	0.44	788.3	0.18
斯里兰卡	5,082.8	1,556.7	0.12	3,526.1	0.82
越南	3,437.2	2,928.9	0.23	508.3	0.12
孟加拉国	1,391.5	1226.3	0.10	165.2	0.04
蒙古	315.8	不适用	0.00	315.8	0.07
拉美	307,589.6	162,509.7	12.77	145,080.0	33.65
中东和非洲	197,553.8	130,144.8	10.23	67,409.0	15.64
欧洲	190,336.0	79,994.2	6.29	110,341.8	25.59
总计	1,703,376.6	1,272,266.9	100.00	431,109.8	100.00

注：由于采用四舍五入方法，股权和债券持有量可能不计入总额。为便于说明，上表包含新兴工业化国家/地区：香港、新加坡、韩国和中国台湾。

资料来源：EPFR Global



35 New Broad Street
London, EC2M 1NH
United Kingdom
+44 203 009 3100
www.iciglobal.org

香港中环
康乐广场 8 号
交易广场二期
7 层 715-717 室
+852 2910 9224



1401 H Street, NW, Suite 1200
Washington, DC 20005
United States
+001 202 326 5800
www.ici.org



© 2015 ICI Global 版权所有。保留所有权利

作为 Investment Company Institute 的国际分支机构，ICI Global 担负着资金会员的作用，包括向全球各司法管辖区的投资者公开发行受监管资金，合并资产达 19.6 万亿美元。ICI Global 以促进受监管投资资金及其管理人和投资者的共同利益以及促进公众对其了解为己任。