

利率越低，货币基金越激进吗？

本文由智堡翻译，支持智堡请下载智堡APP并订阅我们的黑金会员。

“寻求收益”指的是投资者购买风险较高资产以希望获得更高回报的倾向。安全资产的低利率是否鼓励这种寻求收益的行为？纽约联储的经济学家Gabriele La Spada开发了一种货币市场基金竞争模型，以了解竞争压力是否会导致这些基金在低利率环境（比如当前的环境）中寻求收益。根据该模型，在2002-2008年期间，在控制风险溢价的变化后，**无风险利率的下降实际上降低了货币市场基金的风险承担，导致了“寻求安全”的行为。**

最近，关于资产管理人在低无风险利率的环境下寻求收益的争论已经很多。资产管理人通常根据所管理的资产数量获得薪酬，而且由于投资者通常对基金业绩做出积极的反应，资产管理人有动机在相对业绩上进行竞争以吸引投资者。例如，美国财政部金融研究办公室（Office of Financial Research, OFR）在一份报告中表示，安全资产回报率降低可能会加剧这种风险承担行为的激励。美国优先货币基金被认为是例证之一，相对的业绩竞争驱动了寻求收益的行为。最近，监管者和学术界都密切关注优先货币基金，因为它们在全球金融危机中扮演着至关重要的角色，然而，有关这一课题的理论和实证文献相对较少。

在模型中，将货币市场基金行业作为一个经济体，在这个经济体中，具有不同违约成本的货币基金为了吸引投资者而竞争相对业绩。违约成本可以被认为是“跌破1美元”的代价，当竞争对手相互竞争时，货币基金将在预期的违约成本与优于竞争对手的预期收益（通过承担更多风险获得更高的回报）之间进行权衡。

风险承担对风险溢价的反应分歧

该模型预测了不同类型的货币基金对无风险利率和风险溢价变化的反应。

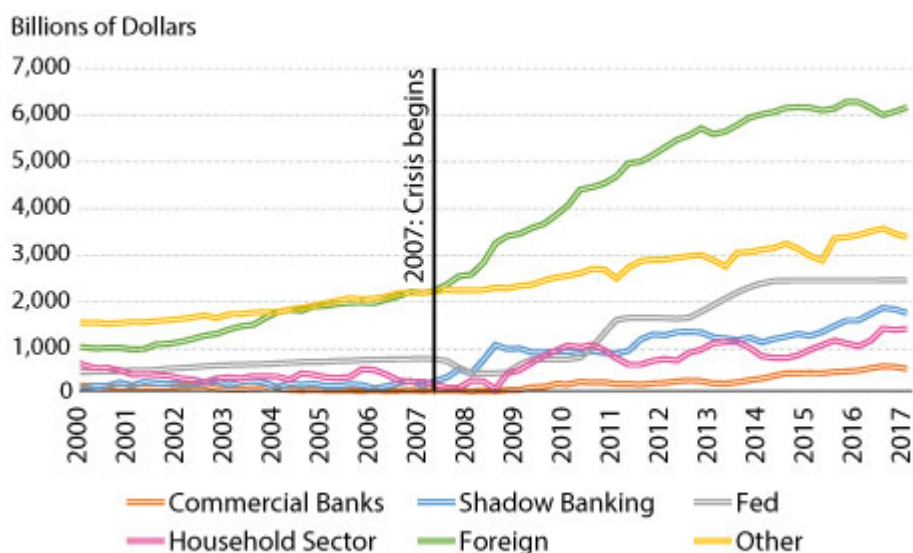
首先，风险溢价根据基金违约成本的高低而变化：**当风险溢价上升时，较低违约成本基金承担更多风险，而较高违约成本基金则较少。**这种分歧出现的原因是，具有较高违约成本的货币基金对随着风险溢价增加而上升的风险偏好的敏感性较低，对风险溢价增加而上升的风险更为敏感。当然，这一结果意味着，当风险溢价上升时，货币基金风险承担的差异会增加。

其次，与“寻求收益”的观点相反，更低的无风险利率将导致所有基金增加其安全资产的缓冲，以保持其在均衡水平上的违约概率；对于那些违约成本较高的基金来说，“寻求安全”的效应更强。因此，随着无风险利率的降低，各基金的风险承担差异也会增加。换句话说，**相对而言，低违约成本的货币基金在低利率环境下的风险更大。**

模型的检验

以2002年1月到2008年8月为例，通过观察机构优质货币市场基金的行为来检验模型的预测结果。这段时间既包括了货币市场基金的风险溢价大幅飙升（2007年8月至2008年8月），也覆盖了长期的低国债利率（2003年1月至2004年7月）。下图显示了货币市场基金无风险利率的代理指标（一个月的国库券利率，红线，右轴）以及货币市场基金可用的风险证券的平均利差（即存款凭证和aa级商业票据和三个月国库券利率之间的平均利差，该利差指数是货币市场基金风险溢价的代理指标，蓝线，左轴）。

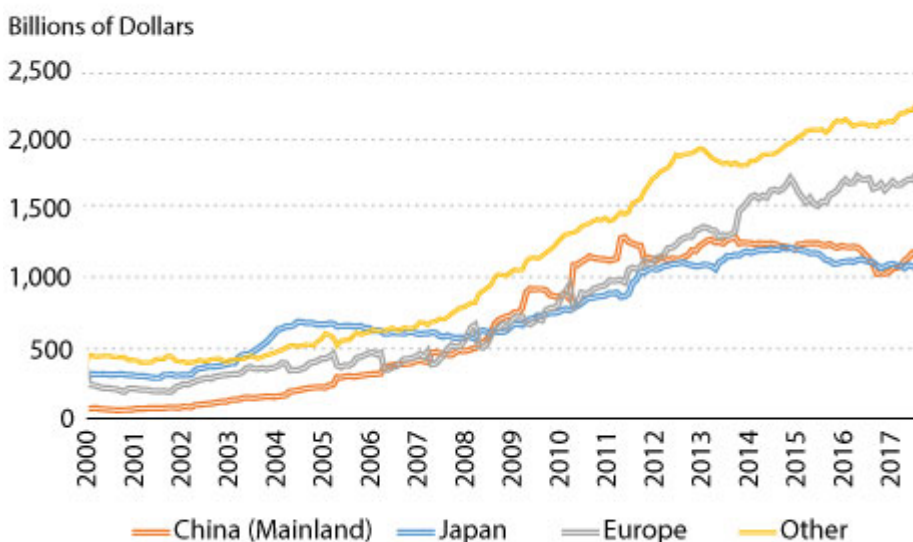
Figure 1
Ownership of U.S. Treasury Securities, 2000-17



SOURCE: Board of Governors of the Federal Reserve System.

2003-04年首次出现低利率时，货币市场基金和其他金融中介机构产生了对收益率的担忧。事实上，风险溢价每上升1%，违约成本高于行业中位数的货币基金降低了风险资产的净投资组合份额3.8%，而违约成本低于行业中位数的货币基金，提高了风险资产的份额3.1%。从下图可以看出，这两类货币基金的风险承担对风险溢价的反应分歧在2007年8月后尤为明显，当时货币市场基金的风险溢价大幅上升，贝尔斯登关闭了两个次级对冲基金。

Figure 2
Foreign Holders of U.S. Treasury Securities, 2000-17



SOURCE: U.S. Department of the Treasury.

在对风险溢价进行控制后，与模型相一致，并与对收益率的担忧相反，当一个月的国库券利率下降1%后，所有基金的净风险投资减少了大约25个百分点。

因此，当风险溢价上升或无风险利率下降时，风险投资的横截面差异会增加。例如，如果一个月的国库券利率下降10个基点，具有最高违约长城板和最低违约成本的货币基金的净风险投资的差异将上升5%，相对于整个分析期间来说，这是一个很大的影响。

结论

当无风险利率下降时，所有的基金都减少了他们持有的风险资产，而不是寻求收益，因为他们要更大的安全资产缓冲来保持他们的违约概率在均衡水平。相反，风险溢价的激增对各类基金的影响是不同的：那些违约成本较低的基金承担更大风险，而那些违约成本高的基金则承担更低的风险。

参考文献：

Gabriele La Spada, "Do Low Rates Encourage Yield Seeking by Money Market Funds?," Federal Reserve Bank of New York Liberty Street Economics (blog), March 7, 2018, <http://libtystreeteconomics.newyorkfed.org/2018/03/do-low-rates-encourage-yield-seeking-by-money-market-funds.html>.