

风险与回报：追逐收益

投资回报率处于低位会诱使投资者铤而走险，进而造成经济和金融的不稳定性

杰伊·苏尔提



当利率处于高位而通胀水平较低时，投资获利不是难事：储户只需将资金用于购买短期国债或类似安全资产，就能轻松获利。自2008-2009年全球金融危机以来，多数发达经济体的利率一直处于低位，有些国家的低利率可能会持续更长时间；当利率处于低位时，投资获利的难度会大幅增加。在零利率和接近零利率的市场环境下，有些储户可能会禁不住诱惑，尝试高风险资产或投资策略，以换取高额的投资回报。经济学家称为“追逐收益”。

个人投资者可能会将资金从储蓄账户投入股市。由于借款成本低廉，企业可能会动用债务融资手段进行投机性投资，以此来增加企业收入。银行和保险公司等金融机构，为继续盈利甚至继续生存，会押注高风险投资。但高风险投资组合会增加亏损的可能性。高负债意味着，企业在遭遇负面冲击时会面临更加不确定的境况。总之，低利率会加剧机构脆弱性，更有可能诱发经济和

金融不稳定。

安全资产和风险资产

投资者的风险承担能力和意愿各不相同：尽管家庭、企业和金融机构的投资操作各不相同，但内在驱动力是一致的。其中，影响最大的是国债均衡利率（在这一利率水平上，货币需求量等于货币供应量）。安全资产的回报率会影响长期公债、银行存款、公司债券和股票等其他投资的回报率。高风险资产的回报率往往会随安全资产的回报率上下波动。

当安全资产回报率跌至极低水平，并长期处于低位时，投资人追逐收益的意愿就会提高，日本和几个欧洲经济体在过去20年就经历了这种情况。对家庭而言，这会导致储蓄回报率下降，财富积累放缓。因此，民众更难以实现人生目标，例如买房、为退休生活储蓄、将财富转移给子女等。

为确保收支相抵，家庭往往会节约开支，增加储蓄。日本是一个非常典型的特例，老年人和富裕家庭增加预防性储蓄的需求较少，有更强的实力来追逐收益，往往会投资于高风险的新兴市场债券和股票。家庭减少借款和消费，会减少对企业商品和服务的需求。企业销售额和利润会因此下滑。金融行业也会受到影响，银行对家庭的贷款会有所减少。随着利率下跌至极低水平，银行的存贷款利差也会受到挤压。这些因素共同作用会导致利润下滑。

追逐收益的策略

在低利率时代，企业通常会采取投机策略，利用低息贷款进行高风险、高回报的投资，以抵

消费家庭储蓄率提高所造成的消费不足。具体做法通常是两者之一：投资高收益金融证券，或通过设立子公司或收购其他公司进行扩张，以进入新行业或新市场。这些交易的债务比重较高，相对于经济强劲增长和企业利润自然推动的企业扩张，此类交易中企业自有留存收益或其他资源的贡献度更低。

与企业一样，金融机构也会采用追逐收益的策略。大型银行可能会向海外扩张，寻找增长和投资回报前景更好的国家。中型银行可能会在国内市场进行跨行业或跨地区扩张，抢夺规模较小的地方银行的市场份额。为抵御竞争，小型银行可能会与中型银行合并或建立伙伴关系，与其他小型银行进行合并或建立伙伴关系。

经济学家不反对通过承担风险提高投资回报率：部分个人和机构投资者风险管理能力更强，其承担风险行为不一定会危及经济增长和金融稳定。但如果企业和金融机构广泛采用追逐收益的策略，就有可能造成系统性风险。这会使政策制定者感到担忧。

经济风险

投资者采取追逐收益的策略会放大经济衰退进一步恶化、持续时间延长的可能性。在遭遇负面经济冲击时，相比无负债企业，高负债企业需要在更长时期内更大幅度地削减投资这会减少国民收入，使经济增长放缓。有些企业还可能出现银行贷款违约，给银行造成盈利压力，抑制银行的信贷发放能力，进而使经济增长进一步放缓。有些银行甚至会倒闭破产。

利用债务融资进行高风险收购的企业，会面临难以管理的新风险。在国内借款进行海外扩张的美国企业，或者向美国借款在本国扩张的新兴市场企业，可能会面临重大的汇率波动风险。对这些企业而言，它们需要用美元还本付息，但收入却是外币，美元升值会大幅增加其偿债负担。尽管企业往往利用金融市场对冲此类风险，但完全这样操作代价高昂。若发生亏损，亏损金额可能相当可观。

鉴于美元是一种全球融资货币，美国长期维持低利率激励投资者追逐收益的现象，不局限于美国银行和美国企业。外国企业也可以在美国借款，然后以更高的回报率在本国投资。这种套利交易存在资金风险，因为美国任何收紧货币政策的动作（或国内冲击）都可能导致美元升值，使套利者蒙受损失。2013年的“削减恐慌”就是一个典型例子，由于美元升值，新兴市场大型企业的套利交易蒙受了巨额损失，严重拉低了自身的市场估值。在一些国家，企业套利的损失加剧了国内金融市场的波动。

在进行海外扩张时，银行若未根据风险管理的新挑战作出调整，则可能出现亏损。例如，一家银行的总部可能认为，向海外市场扩张最有效的办法，是将经营决策权下放给当地主管。然而，在提供有效的绩效激励方面，这些银行面临更严峻的挑战。它们往往会禁不住诱惑，将薪酬和晋升与不切实际的超高回报挂钩，迫使当地主管承担过高风险。

利用债务融资进行高风险收购的企业，会面临难以管理的新风险。

最后，通过小型银行合并或被大型银行收购实现银行部门的整合，可以抑制行业竞争。但这会提高家庭和小企业的借款成本，推升社会的消费和投资成本，严重阻碍包容性增长。

追逐收益行为也能带来有益影响。当利率较低时，投资者很难获得投资回报，而此时，如果高风险投资获利，就可以增加投资者的储蓄和投资性收入。同时，投资者还会将资金分散到新市场。但政策制定者必须警惕相关风险，特别是动用债务融资进行投机所产生的风险。有些投机活动难免会发生亏损。这将对经济和金融稳定造成不利影响。FD

杰伊·苏尔提现任国际货币基金组织货币与资本市场部副部长。