

计划和预算委员会

第二十三届会议

2015年7月13日至17日，日内瓦

关于对投资政策进行补充修订的建议

秘书处编拟的文件

背景

1. 2014年4月瑞士联邦金融管理局(AFF)来函，通知世界知识产权组织(WIPO)总干事 WIPO 将无法继续在 AFF 持有存款账户。秘书处于 2014 年 9 月向计划和预算委员会(PBC)递交 WO/PBC/22/19 号文件，建议对本组织的投资政策进行多项修订。对文件进行讨论后，PBC：

“(i) 确认有必要对投资政策进行修订；并

“(ii) 要求秘书处：

(a) 在下届会议上提交经投资咨询委员会审查通过的政策修订稿详细提案；

(b) 进行一次资产和负债管理(ALM)研究，并在下届会议期间就 ASHI 筹资单独提交一份经过投资咨询委员会审议通过的投资政策；并

(c) 在流动性充足的情况下，用投资款项为会议厅提供资金，而不支取为此目的安排的贷款。”

2. 2014年9月PBC会议以来，瑞士的金融格局发生重大变化，主要是因为2015年1月瑞士央行将瑞郎与欧元脱钩并实行负利率政策。(附件一是瑞士的负利率与世界其他地区的利率比较情况)。这一变化(另见WO/PBC/23/6号文件中的详细论述)产生了几个问题。过去的几个月，秘书处(包括投资咨询委员会成员)会同多所金融机构、其他组织财务部门的同行和一个独立的外部财务顾问公司 Zanders，探讨如何应对这些问题并确定以上两项投资政策的内容。经过多次会议，确定了两个共同主题：

第一，需要清楚确定可用于投资的现金的性质；第二，需要审查本组织的投资风险承受力。以下对这两个主题进行论述。

可用于投资的现金

3. 表 1 列明截止 2015 年 3 月底本组织的现金和现金等价物的余额。WIPO 现金流分析表明，与许多公营、私营机构一样，可将本组织现金分为三类：营运现金、核心现金和战略性现金。每一类都有不同的投资目标、投资期限和风险承受力，三者均应在投资政策中体现。表 2 是按这三个类别对 WIPO 现金的分类建议。

表 1

	2015年3月31日	2014年12月31日
	(千瑞郎)	
库存现金	35	12
银行存款—瑞郎	32,227	42,492
银行存款—其他货币	16,736	25,459
投资于AFF的资金—瑞郎	178,930	156,674
其他短期投资—瑞郎	96	110
不受限现金总计	228,024	224,747
为第三方持有的往来账户—瑞郎	60,265	55,982
为第三方持有的往来账户—其他货币	7,540	7,588
代表缔约各方收取的规费	53,362	83,559
为离职后职工福利持有的资金	88,906	85,248
受限制的特别账户银行存款—瑞郎	14,852	16,730
受限制的特别账户银行存款—其他货币	564	654
受限现金总计	225,489	249,761
现金和现金等价物总计	453,513	474,508

表 2

	2015年3月31日
	(千瑞郎)
营运现金(不受限制)	125,000
核心现金(不受限制加受限制)	239,607
战略性现金(受限制)	88,906
	453,513

营运现金

4. 该款项用于支付日常运营费用，如工资、供应商票款以及马德里和海牙分配。因此，投资目标为确保流动性，投资期限为即取型，满足每天现金需求，确定风险类型时应确保任何营运现金的投资都会保本且可随时兑现。在 WIPO，营运现金按月变化，但根据过去两年对 WIPO 现金流的密切监测，其数额不超过 5,000 万瑞郎。

5. 除了要确保本组织有充足的现金用以满足运营需求，还应考虑目标储备金的流动性（详见 WO/PBC/23/8 号文件中对目标储备金的探讨）。按当前的标准，2015 年目标储备金的数额定为 1.25 亿瑞郎，以确保在收入下滑时有充足的储备金维持运营。因此有理由认为，本组织应持有相当于目标储备金数额的高流动性资金。支付日常费用所需的 5,000 万瑞郎构成目标储备金所需现金的一部分，因此本组织 2015 年的高流动性资金总额总体上将维持在 1.25 亿瑞郎的水平。用于日常运营的资金只能投向易于套现的资产等级。此类投资包括第 10 段所列投资及其他投资。存款等易于套现的投资，目前处于负回报的状态，但本组织将继续寻求能为短期资金带来正回报的投资机会，包括为瑞郎以外的短期投资总体上带来正回报的机会。

6. 迄今为止，WIPO 一直成功避免负利率对现金资产的影响。本组织的主要银行合作伙伴为本组织提供了两项优惠，即短期（最多 35 天）零息储蓄和现金余额“免负息”门槛，低于该门槛的储蓄余额目前免缴负利息。截止到 2015 年 5 月，这两项资金的总价值为 1.25 亿瑞郎。WIPO 的剩余现金仍存在 AFF 账户，投资于无息产品。免负息门槛和零息也向持有瑞郎的其他联合国专门机构开放，非常有利于避免负利率影响，特别是对于那些随时需要支取的现金来说。但是，这些便利有可能因瑞士央行的进一步行动而被随时减少或撤销。如果决定以可随时取现的方式维持目标储备水平，则储备目标的任何上调或免缴数额的任何变动都意味着要为超出免缴数额的余额缴纳负利息。

7. 另外，存在 AFF 的款项一旦于 2015 年 12 月支取，如果所有这些款项存入 WIPO 的银行合作伙伴，则一定会突破银行为免负息门槛和零息储蓄规定的限制，届时超出部分的储蓄余额将缴纳负息。秘书处估计这种情况将在 2016 年持续数月，因为经成员国批准后，还需要一段时间来选择 WIPO 存放现金或投资的合作伙伴和机构。鉴于此，2016/17 年计划和预算中预计会增列一项负息预算拨备。

对投资政策的影响

8. 由于要维持高流动性现金余额水平，目前的投资政策显现出三个问题：

(i) 如果投资，营运现金只能用于短期投资。目前的政策没有提及短期投资，也没有规定此类投资可接受的最低信用评级。建议在新政策中增加针对“短期”的定义，即一年以下为短期，并确定可接受的短期信用评级为：银行和政府 A-2/P-2¹，企业债券 A-3/P-3，对应于以下第 (ii) 项中提出的可接受长期信用评级。

(ii) 即使是在零息的情况下进行储蓄也构成投资活动。WIPO 主要的银行合作伙伴无法满足目前投资政策规定的最低信用评级，所以如果本组织打算充分利用现有服务以避免负息，就需要降低最低信用评级。建议把可接受评级降为：银行和政府债券需达到 A-/A3 或更高的长期信用评级；企业债券需要达到 BBB-/Baa3 或更高的信用评级。

¹ 信用评级细节见附件二。

(iii) 目前的政策要求置于同一所机构的资金“不超过投资的 10%”，但主权风险机构和评级为 AAA/Aaa 的机构除外。在目前的市场上，不仅找到 AAA/Aaa 级银行非常困难，而且在这些银行开设瑞郎账户几乎不可能，因为银行对于新吸纳的存款，要向瑞士央行缴纳额外的负利息。无论设在本土或海外的瑞士银行都是如此。所幸，本组织已经与五所瑞士金融机构建立关系。这些机构并不都是投资银行，WIPO 将探索与其中的非投资类银行拓展合作关系，以确定是否可以让更多现金免受负利率影响。我们将尽力而为，但本组织能为瑞郎找到全新存储机构的希望渺茫，鉴于此有必要对投资政策进行修订，以反映当前金融环境。建议对投资政策进行如下表述：

本组织的营运和核心现金投资应分散在多个机构，如有可能，将投资资金分散到至少四所机构。可将本机构的全部营运和核心现金投资交由一所享有主权风险或 AAA/Aaa 评级的机构。

核心现金

9. 这是在扣除营运和战略性现金(见第 12 段解释)后剩余的 WIPO 现金。这笔款项是现金余额中最大的部分，其中一大部分是“受限”现金，实际上并不属于本组织(见表 1)。过去几年中，核心现金要么保持既有水平，要么有所增加，这表明虽然这笔款项的很大一部分会定期代表第三方支出，但同样会定期收到款项从而保持既有余额水平。因此，投资目标为兼顾流动性和回报，投资期限为中期(即 12 个月以上)，风险程度为保本的同时确保基础投资的价值相对稳定。由秘书处主持、投资咨询委员会充分参与的研究表明，将这笔现金用于中期投资也许是可行的，比如四年，从而产生正回报。这笔资金理想的投资方式是，允许不时支取一部分现金，用于将来定期支付大额费用，如偿还到期贷款。另外，不要将核心现金全部都用于投资，可保留足够资金偿还不久将到期的两部分新建工程款(2015 年 11 月到期 2,400 万瑞郎，2016 年 1 月到期 1,600 万瑞郎)。

对投资政策的影响

10. 目前的环境下，银行储蓄和投资于瑞士政府的中期债券显然都不会为核心现金带来正回报。因此，应将这笔款项投向不同的资产类别，而有些资产类别不为当前投资政策所允许。以下是针对核心现金投资提出的几个资产类别。目前为止允许的投资类别为数不多，仅有银行储蓄、政府债券和企业债券，而下列资产类别中有些风险级别较高。有关风险的进一步论述参见第 17 段至第 20 段。

资产类别

一、 现金或现金等价物：

- (a) 通知存款、储蓄或存款
- (b) 存款单/定期存款
- (c) 结构性存款
- (d) 多币种存款

二、 货币市场投资：

- (a) 商业单据
- (b) 回购/逆回购协议

(c) 银行承兑

三、 债券、票据和其他义务(短期、中期和长期)及其他固定收入产品:

(a) 政府债券

(b) 次主权债券——如省、市或领地债券

(c) 超国家债券

(d) 企业债券

(e) 私募

四、 不动产投资信托(REIT)

注: 上述任何资产类别均可以瑞郎以外的资产类别持有并与瑞郎对冲。在以瑞郎以外的货币进行投资前, 有必要评估此种投资能否为本组织带来总体上的正回报。

11. 满足核心现金投资条件、将资金投入期限合适的资产种类, 需要专业人士帮助, 而目前 WIPO 内部没有这方面的人才。因此建议将这项工作外包出去, 雇用外部的基金经理, 让其管理核心现金的投资组合。关于外部基金经理的详细说明见第 21 段。国际劳工组织(劳工组织)最近就采取了这种做法, 要求基金经理就投资组合提出建议。劳工组织规定了 1%(支付管理费后)的目标收益率和其他多项指标, 包括可接受的波动区间(2%)、可接受的最大跌幅(损失)以及不能持有的资产类别(即股票和对冲基金)。在建议投资的资产类别范围内, 受聘经理人可以决定如何在这些资产类别中分配资金。可以以其他货币进行投资, 但必须百分之百与瑞郎对冲。这个投资组合为 5,000 万瑞郎, 劳工组织还在考虑一个以美元计价的类似投资组合。劳工组织希望这些投资组合, 加上银行合作伙伴提供的免负息门槛及零息存款, 可将负息对其现金的影响降到最小。同样, WIPO 可授权基金经理决定投资组合, 制订基金经理投资指南。需要注意, 在 WIPO 的背景下, 以瑞郎以外的货币进行初始投资的机会有多大, 取决于 PCT 工作组各成员国最近作出的关于对冲 PCT 规费收入的决定, 该决定等待大会批准。

战略性(长期)现金

12. 这笔款项与营运现金相比正处于资金“光谱”的另一端。投资目标为取得正回报, 投资期限为长期, 因而可以持续几年的时间, 风险承受力为可接受波动性投资。WIPO 的战略性现金是为 ASHI 负债供资的款项, 目前的数额为 8,890 万瑞郎(截止到 2014 年 12 月 31 日数额为 8,520 万瑞郎)。

13. 正如在 WO/PBC/22/19 号文件中解释的, 由咨询事务所 FTI Treasury 进行的财务研究发现, ASHI 基金具有“退休基金型特征”。截止到 2013 年 12 月 31 日, 最初拨给该基金的资金占雇员长期福利负债总额的 50%, 根据财务顾问, 这笔款要每年赚取 2.3%的回报, 才能维持在总负债中的相对比例。因此, 该基金应投向可以带来(至少)这个回报水平的资产类别, 从而难免需要接受更高的风险水平。

14. WO/PBC/22/19 号文件中还报告, 有几个机构已开始为其 ASHI 负债筹资, 包括世界卫生组织(世卫组织)(其已将资金投向股票和固定收入证券)、粮食及农业组织(粮农组织)和世界粮食计划署(粮食署)。后两个机构已将 ASHI 基金的 50%投入证券, 50%投入债券, 其中 10%在新兴市场。2013 年, 联合国开发计划署(开发署)、联合国儿童基金会(儿基会)、联合国项目事务厅(项目厅)、联合国人口基金(人口基金)、联合国妇女署(妇女署)和联合国资本发展基金(资发基金)联合发布征求建议书(RFP), 委托外部基金经理管理 ASHI 资金。这一活动现已结束, 被任用的基金经理正在投资于股票(占基金的

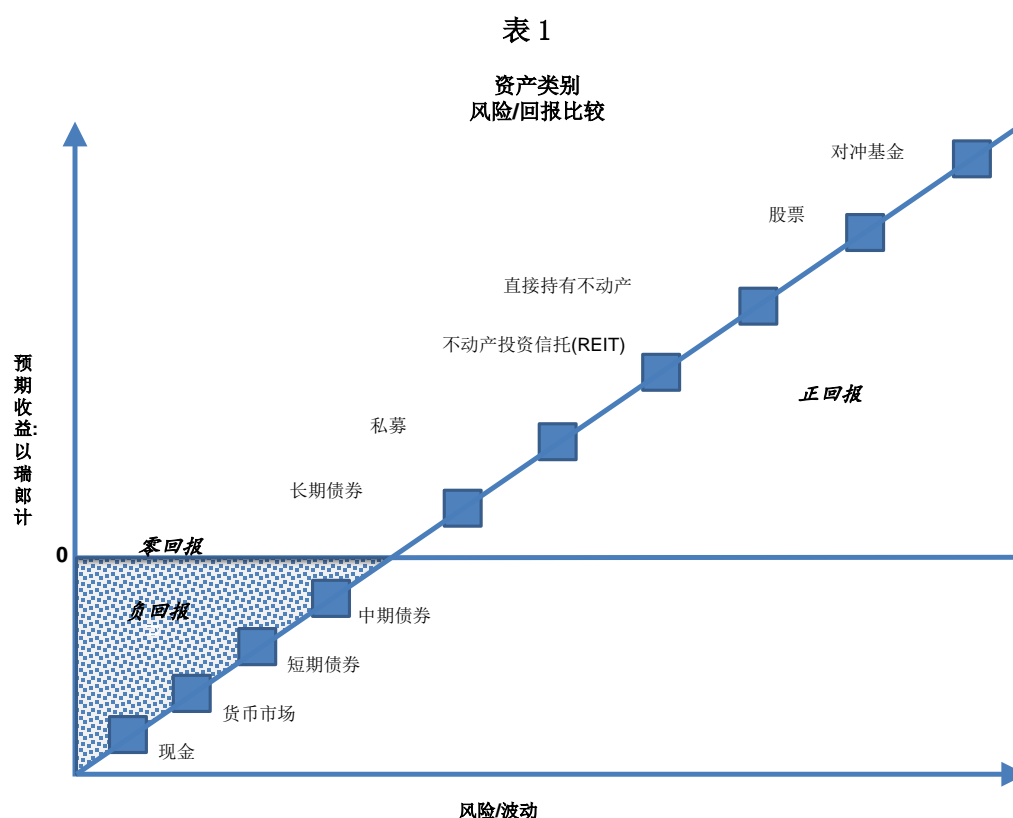
60%)和固定收入产品(30%)，其余资金投入另类投资如私募和对冲基金。此外，某些机构的投资已占 ASHI 负债的相当大部分。截止到 2013 年年底，粮食署 ASHI 负债的 76.8%已用于投资，国际农业发展基金(农发基金)的投资占比为 98.6%，开发署的投资占比为 57.9%。这些机构在 ASHI 投资问题上作出的决定表明，为给 ASHI 基金赚取更高回报，他们愿意提高风险水平。

对投资政策的影响

16. 考虑到ASHI基金的长期性，2014 年 9 月计划和预算委员会同意应该为该基金制定单独的投资政策。目前，已开始委托专家对ASHI负债进行一次资产和负债管理(ALM)分析，以便将总负债中所含的各个到期日与将要投入资金的资产匹配起来。联合国其他机构已经进行了资产和负债管理分析，为确定投资资产类别打下了基础。除了投资于营运和核心现金投资类别(第 10 段)外，建议允许ASHI基金直接投资于不动产、股票(包括积极和消极管理型股权基金)²和对冲基金。此类投资的任一种都可以瑞郎以外的货币进行并与瑞郎对冲，但前提是这种投资预料能够带来总体上的正回报。

风险和回报

17. 图 1 基于由 Zanders 和 WIPO 的主要银行合作伙伴提供的类似图表，说明风险与回报的关系。可以清楚发现，目前银行存款和中短期瑞士政府债券处于负回报状态。许多市场评论员认为，负回报将最长持续五年，而且目前的瑞士政府债券只有持有 12 年以上(长期债券)才能赚取正回报。面对这一情况，许多投资者，包括公共部门投资者，为取得投资正回报，已经转向风险较大的资产类别。



该表按风险/回报关系呈现资产类别的相应位置。本表不是按比例制作。

² 积极管理是指一种投资组合管理策略，经理人以跑赢一个投资基准指数为目的。消极管理是指投资者预期回报能够尽量接近一项基准指数的投资权重和回报，并经常投资于指数基金。

18. 虽然这一战略显然会增加投资组合的风险，但只要负利率还在实行，银行存款和投资瑞士政府债券等方案一定会侵蚀资金。目前的利率为-0.75%，可能还会恶化。

19. 在决定提高投资风险度时，投资者一般考虑如下问题：

(a) 投资期限对风险承受能力的影响——一般来说，投资和持有期限越长，可接受的风险水平越高；

(b) 投资期限对资产分配的影响——如果很快会使用现金，就应该将其投向变现容易、变现成本低或无变现成本的资产类别。如果几年内不需要现金，就可投向变现时间较长的资产(如直接投资于房地产)或只有在市场情况适宜时才应变现的资产，如持有股票；

(c) 承受投资组合价格起伏(波动)的意愿和能力，因为投资的价值可能随时间有升有降。这样的情况不仅包括那些“风险较高”的投资类别如股票，还包括不那么“有风险”的投资如政府债券。在目前的市场上，瑞郎银行存款也会贬值。“风险较高”的投资往往伴随较大波动。价值的起伏须记录在本组织的财务账目上，这就意味着视投资类别，把未实现投资损益或者计入年度财务报告，或者计入准备金增减。

20. 需要注意的是，一组投资中的风险与回报的平衡，不仅取决于单个资产的风险与回报，还取决于各资产回报的关联性。如能尽量降低所持各种资产的关联性，则不同资产的回报就不会因同一市场动向而遭受相同方式或程度的影响。在一个多样的投资组合中，如果一种资产类别的回报下降，另一种资产类别的回报就会上升，从而完全或部分弥补遭受的损失。因此，需要将资金分散到多个资产类别，确保投资充分多样化，优化投资组合。附件 3 说明如何使投资组合多样化以及多样化在几年的时间里对回报的影响(附件 3 给出了 2005 年 1 月至 2014 年 12 月的历史回报和 2015 年至 2020 年的预期回报)。附件 3 还说明了与回报伴生的风险程度。标题为“投资组合”的一栏说明，一旦 WIPO 在 AFF 的存款到期并转向商业银行合作伙伴后，本组织的投资头寸将会如何。标题为“策略 C”的一栏，反映了一个典型的瑞士型养老基金的状况，该基金在构建一个多样的投资组合时，接受中等水平的风险。构建最佳投资组合需要全方位的投资专长和经验，密切跟踪业绩走势和全面分析，确保定期作出调整，以维持投资组合多样性的最佳状态。

21. 建议针对 WIPO 的核心现金和战略性现金构建由外部管理的投资组合。基金经理通过 RFP 遴选，两个投资组合分别交给至少两名基金经理管理，这两名基金经理需兼具积极和消极基金管理经验以备利用。在 RFP 文件中应规定投资回报为扣除管理费后的数额，还应明确报告要求。需要指定基金托管机构(也通过 RFP 选择)。托管机构将代表 WIPO 持有投资，主动监测基金经理的投资行为和表现。

22. 营运现金由内部管理。投资咨询委员会将定期审议关于营运现金投资业绩的报告以及外部基金经理关于核心和战略性现金投资业绩的报告。两个投资政策(一个关于营运和核心现金，另一个关于战略性现金)遵循附件 4 的格式。

23. 为了在内部管理营运现金，加之需要与外部基金经理进行联络，有必要为秘书处配备资源。WIPO 联系了其他几个机构，询问配备财务人员的问题，初步的反馈是至少需要一名全时专业工作人员。

24. 提议决定段落措词如下。

25. 计划和预算委员会确认需要制定两个投资政策(一个关于营运和核心现金, 另一个关于战略性现金), 特建议起草上述两项政策, 供委员会下届会议时批准; 政策应包括如下内容:

- (i) 将短期投资定义为到期日在一年以内的投资;
- (ii) 短期投资的最低信用评级为银行和政府债券 A-2/P-2, 企业债券 A3-P3;
- (iii) 修订中长期投资的信用评级为银行和政府债券 A-/A3, 企业债券 BBB-/Baa3;
- (iv) 将允许持有营运现金的金融机构最低数量减少至四所;
- (v) 可以使用外部基金经理管理核心和战略性现金;
- (vi) 偿还两项分别在 2015 年 11 月和 2016 年 1 月到期的新建工程贷款;
- (vii) 按如下修订可接受的资产类别:

A. 营运和核心现金投资政策下:

一、 现金或现金等价物:

- (a) 通知存款、储蓄或存款
- (b) 存款单/定期存款
- (c) 结构性存款
- (d) 多币种存款

二、 货币市场投资:

- (a) 商业单据
- (b) 回购/逆回购协议
- (c) 银行承兑

三、 债券、票据和其他义务(短期、中期和长期)及其他固定收入产品:

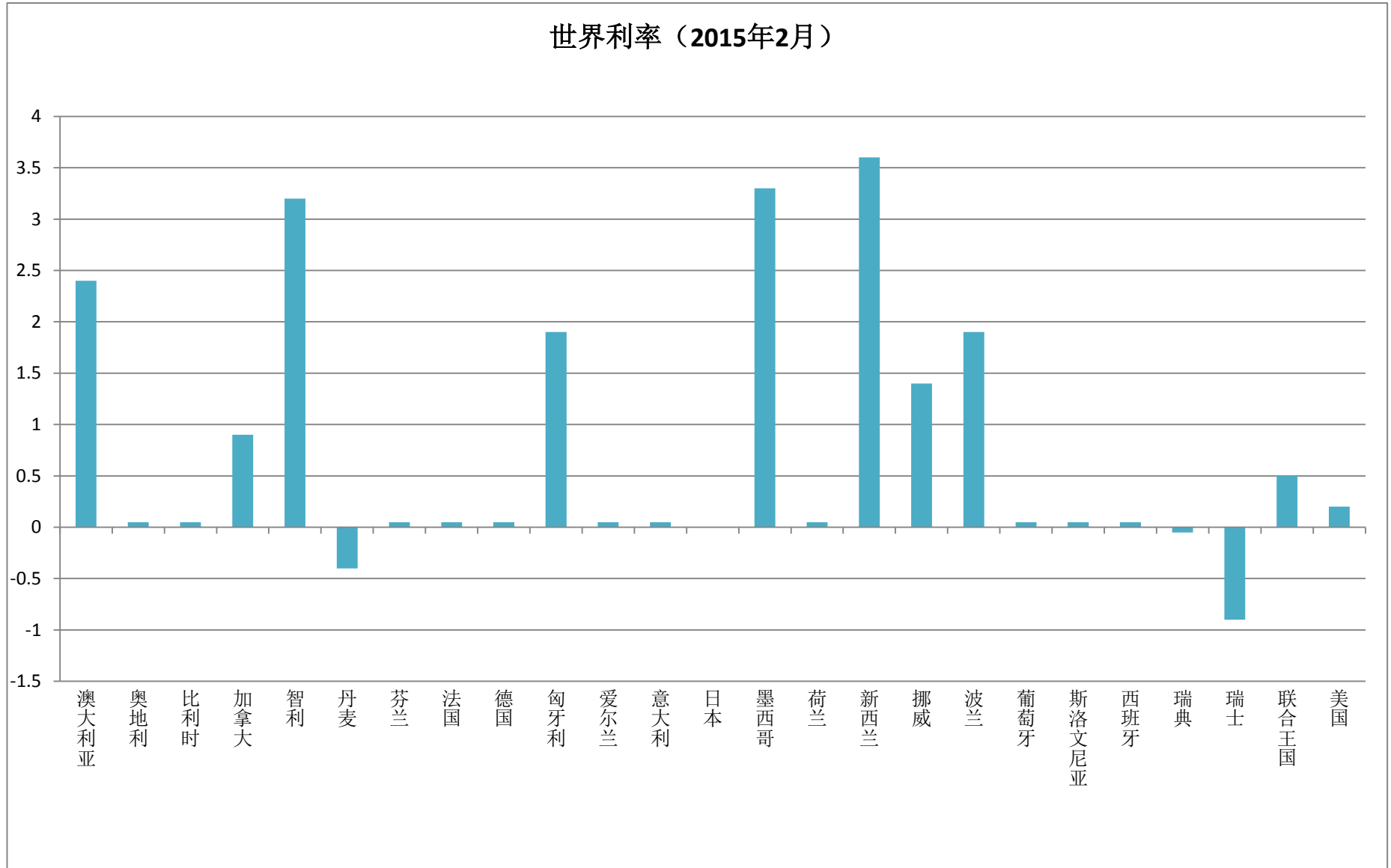
- (a) 政府债券
- (b) 次主权债券——如省、市或领地债券
- (c) 超国家债券
- (d) 企业债券
- (e) 私募

四、 不动产投资信托(REIT)

B. 战略性现金投资政策下:

- (a) 按规定可用营运和核心现金投资的所有资产类别;
- (b) 直接投资持有不动产;
- (c) 股票和股权基金;
- (d) 对冲基金。

[后接附件]



图表复制经英格兰及威尔士特许会计师协会 (ICAEW) 金融和管理处慷慨许可

[后接附件二]

穆迪		标准普尔		惠誉			
长期	短期	长期	短期	长期	短期		
Aaa	P-1	AAA	A-1+	AAA	F1+	优先级	
Aa1		AA+		AA+		高级	
Aa2		AA		AA			
Aa3		AA-	A-1	AA-			
A1		A+		A+	F1	中上级	
A2		A		A			
A3	A-	A-	F2	中下级			
Baa1	P-2	BBB+			A-2	BBB+	
Baa2		P-3			BBB	A-3	BBB
Baa3			BBB-	BBB-			
Ba1	非优先级	BB+	B	BB+	B	非投资级 投机级	
Ba2		BB		BB			
Ba3		BB-		BB-			
B1		B+		B+			
B2		B		B			
B3		B-		B-			
Caa1		C	CCC+	C	CCC	C	重大风险
Caa2			CCC				极度投机性
Caa3			CCC-				违约，偿本还息前景差
Ca			CC				
C	C						
		D	/	DDD	/	违约	

[后接附件三]

优化投资组合

资产类别	投资组合	策略 A	策略 B	策略 C
	%	%	%	%
瑞郎货币市场	100	50	50	10
瑞郎债券	0	50	25	25
外币企业债券(与瑞郎对冲)	0	0	25	20
面值总额	100	100	100	55
瑞士股票	0	0	0	10
外国股票	0	0	0	15
股票合计	0	0	0	25
瑞士不动产(基金)	0	0	0	10
不动产合计	0	0	0	10
保险连接型证券(以瑞郎对冲)	0	0	0	5
对冲基金(以瑞郎对冲)	0	0	0	5
另类投资合计	0	0	0	10
有形资产合计	0	0	0	45
总计	100	100	100	100
外汇敞口	0	0	0	15



多样性提高

不同投资组合的风险-回报数据	投资组合	策略 A	策略 B	策略 C
中期情景 (2015-2020)				
回报潜力: “基础情景”	-0.5%	-0.1%	0.4%	3.1%
回报潜力: “经济增长强劲”	0.2%	-0.1%	0.8%	3.7%
回报潜力: “经济增长疲弱”	-0.6%	0.1%	0.5%	2.2%
长期情景				
预期回报	-0.5%	-0.3%	0.3%	2.3%
历史回报(05年1月—14年12月)	0.8%	1.9%	2.0%	4.1%
风险(年度波动)(05年1月—14年12月)	0.3%	1.2%	1.6%	4.5%

	策略 A	策略 B	策略 C
最佳历年	3.4%	5.7%	15.0%
平均	1.9%	2.0%	4.1%
最差历年	0.1%	-0.1%	-13.1%
最佳 12 个月滚动周期	5.6%	8.1%	19.9%
最差 12 个月滚动周期	-1.0%	-1.6%	-14.3%
历史情景			
金融危机(2007年6月—2009年2月)	5.3%	1.8%	-15.2%
Rallye 债券(2008年7月—2010年8月)	9.1%	9.7%	6.7%
欧元危机(2011年4月—2012年9月)	4.1%	5.1%	6.7%

周期: 05年1月—14年12月

数据复制经瑞士信贷慷慨许可

[后接附件四]

投资政策模板

外部独立财务顾问公司 Zanders 建议，根据最佳实践，投资政策一般应包括如下组成部分：

1. 投资者的介绍

2. 政策的宗旨

这两个部分会解释 WIPO 是联合国的一个专门机构，概括本组织的活动，还说明政策涉及哪些投资(是营运和核心现金投资，还是战略性现金投资)。

3. 说明参与投资管理过程的当事方

即投资咨询委员会、财务司的金库科、财务主任、外部投资经理和托管银行(如有)。

4. 当事方(第 3 点所述)在投资方面的责任，包括：

- (a) 投资政策的执行和监测；
- (b) 审查和更新投资政策的程序；
- (c) 聘用和解聘外部投资经理和托管银行的责任；
- (d) 监督外部投资托管银行的责任；
- (e) 内部投资管理的责任；
- (f) 报告。

5. 对投资目的、目标和限制的说明

这里应详细说明针对每种现金(营运、核心和战略性现金)的具体投资需要，以及每种现金投资期限。这部分还应包括关于回报和风险承受力的具体说明。

6. 符合条件的资产类别和相应的信用评级水平

7. 说明效绩措施的定义和效绩评估基准

8. 投资策略和风格

在这个部分，应考虑采用积极投资策略还是消极投资策略(指外部投资经理采用的策略)。

基于投资组合管理程序反馈步骤(见上文 4(f))的投资组合调整。

这个部分应说明如何根据监测结果采取行动/在超过风险容忍度时调整投资组合。

[附件四和文件完]