

# 从金融危机看宏观型对冲基金的本质

张 扬<sup>1 2</sup>

(1. 特华博士后科研工作站, 北京 100732; 2. 中国社会科学院金融所, 北京 100732)

**摘 要:** 国际资本自由流动是宏观型对冲基金的温床。尽管国际上受美金融危机发生的具体原因千差万别, 但共同的特点是有意、无意地扩大宏观经济基本面的失衡, 然后借助金融市场的瞬间强制调整, 获取巨额利润。宏观型对冲基金作为盈利组织无可厚非, 关键是要避免宏观经济的严重失衡。

**关键词:** 国际资本自由流动; 宏观型对冲基金; 金融危机; 经济失衡

**中图分类号:** F831.59 **文献标识码:** A **文章编号:** 1004-292X(2008)06-0081-04

国际资本自由流动是宏观型对冲基金跨国运作的一个基本前提。20世纪90年代初期, 西方各国和新兴市场国家热衷于讨论金融自由化, 鼓励国际资本流动和金融市场对外开放; 结果超出贸易和直接投资需求的巨额资本流动, 不仅加剧了各国金融市场的泡沫化程度, 而且为宏观型对冲基金挤破这种泡沫创造了条件。

## 一、国际资本自由流动是宏观型对冲基金的温床

国际资本流动加快与世界经济一体化和资本流动全球化相对应。各国金融管制的放松, 使国际资本的流动比以往任何时候速度更快、规模更大、范围更广。筹资者可以在不同的金融市场间进行选择, 以较低的成本接触到新的资金来源。而投资者则可以在各个市场间寻求获取高收益的机会, 或利用这些市场分散其投资组合的风险。国际资本流动主要表现在: 国际银团贷款的迅速增长。20世纪80年代, 国际银团贷款的规模已近2000亿美元, 1999年则维持在12000亿美元。国际债券市场规模迅速扩大。1993~1999年度, 国际债券净发行额分别为1887亿、2536亿、2631亿、5372亿、5733亿、6777亿、7100亿美元。短短7年时间, 国际债券净发行额增加了四倍。国际金融衍生品交易规模仍在惊人膨胀之中。在20世纪80年代, 尽管金融创新日新月异, 但每日万亿美元的外汇交易规模仍然是不可思议的。但1989年, 全球外汇市场日均交易额已达到7179亿美元, 1999年时已突破2万亿美元。

国际金融活动的增加和金融资产的膨胀, 已远远超出了和国际贸易、全球GDP增长等实质经济指标相关的程度。而且从总体上看, 20世纪90年代以来的国际资本流动具有很大易变性。美国经济学家杰弗里·萨克斯指出: 由于人们将全球资本自由流动等同于全球福利增进, 因而撤除资本管制就成为一时髦, 但事实上没有任何经济体能够在短期内承受千亿美元规模以上的资本流动逆转。为获取巨额的利润, 这种不能承受之重恰恰又是宏观型对冲基金所希望发生或竭力促成的。

## 二、宏观型对冲基金与欧洲货币危机

欧洲货币危机是20世纪90年代初期震动整个欧洲金融界的重要事件。尽管这一事件当时仅仅被看作是欧洲局部的、偶发性的, 也没有引起全世界的警觉。但当世界其它地方陆续发生金融危机以后, 学者们开始认识到欧洲货币危机的重要意义。欧洲货币危机是早期宏观型对冲基金运作的经典案例, 是理论界分析宏观型对冲基金在金融危机中作用机制的基础。

1989~1991年是欧洲政治和社会剧烈变革的时期。经济状况的差异, 使德国以外的其他欧盟成员国在货币政策方面无力与德国保持一致, 导致外汇市场上英镑、里拉、法郎、比塞塔等货币被抛售, 德国马克成为强势货币。以索罗斯量子基金为代表的宏观对冲基金大量做空英镑和意大利里拉。意大利政府在动用外汇储备抵抗无效后, 不得不宣布里拉退出欧洲货币汇率体系, 允许其自由浮动。英国连续提高贴现率, 并与欧共体一些成员国央行联手干预外汇市场, 也同样功败垂成, 不得不宣布英镑退出欧洲货币汇率体系, 允许英镑汇率自由浮动, 并将贴现率恢复到当初的10%。此后, 其他欧盟成员国也遭到不同程度的打击。1993年下半年, 欧洲货币体系下的联合浮动汇率制实际上已经处于半瓦解状态, 欧洲货币一体化进程严重受挫。

欧洲货币危机爆发的根本原因是欧洲各国经济发展的不均衡以及欧洲经济一体化步伐的加快, 直接原因则是各国汇率变动的内在需求与类似于固定汇率制度的欧洲联合浮动汇率制度的冲突。事实上, 宏观型对冲基金很早就意识到各国在欧洲货币一体化进程中的不协调可能带来的问题严重性, 并相应地调整了投资策略。它们一开始主要采取趋同策略, 即与各国政府一样看好欧洲汇率机制, 并购入了大量欧洲货币头寸。1992年夏季, 当它们发现欧洲汇率机制可能出现问题时, 就迅速从多头转向空头, 部署抛售欧洲货币资产, 这个部署也被其他机构投资者看作市场转向的信号。宏观型对冲基金与商业银行进行

收稿日期: 2008-10-10

作者简介: 张 扬(1976-)男, 四川人, 经济学博士, 主要从事资本市场、产业投资基金和资产管理理论、国际金融市场等方面的研究工作。

的欧洲货币远期沽售合同的场外交易,是期望在这些货币贬值后再买回。银行为了对冲场外交易的风险,不得不在现货市场出售同一数量的货币,并且部署相同期限的货币掉期作为远期合约以抵消外汇期限错配风险。除抛空货币外,宏观型对冲基金还进行弱势货币的利率期货交易,期望利率在货币贬值后下跌。这一策略的依据是,弱势货币国家的当局为了捍卫汇率必然提高利率,但是维持高利率政策的代价太大,难以持久,利率最终会降下来。最终宏观型对冲基金在欧洲货币危机中收益不菲。据福布斯杂志报道,危机期间仅索罗斯属下的基金就曾卖空100亿英镑,并且从中获得10亿美元利润。其他大规模的宏观对冲基金在危机中也获得超额收益。Fung和Hsieh(2000)对22只对冲基金的收益情况进行分析发现,在欧洲货币危机期间,有8只资产总额在100亿美元以上的基金收益都比历史同期要高,其中四只基金隶属于索罗斯的量子基金集团,这些基金的超额收入主要来自于英镑、里拉和西班牙比塞塔的卖空交易。Fung和Hsieh(2000)估计在危机期间8只最大对冲基金卖空英镑约为117亿美元。但是,当时欧洲外汇市场上英镑每天的交易额大约为620亿美元,仅凭基金的卖空交易并不足以造成英镑贬值。目前比较一致的看法是,宏观型对冲基金灵敏的嗅觉和主动型的投资策略,使其成为了“市场带头人”,加速了危机的发生,并且加重了危机的严重程度。

### 三、宏观型对冲基金与墨西哥金融危机

在1994年金融危机爆发以前,墨西哥一度成为拉美国家中勇于改革并取得巨大成功的典范。根据世界银行统计,1993年墨西哥的人均国民生产总值为3610美元,被列为上中等收入国家,出口额超过300亿美元,在拉美国家中,仅次于巴西。但是1981年时的墨西哥还处在石油价格下跌和美元利率上升所造成的经济萧条之中。1988年上台的萨利纳斯政府,大力促进对外开放,减少政府对经济的干预,并取得了明显的成效:首先,在萨利纳斯当政的6年间(1988~1994),墨西哥国内生产总值的增长率除1993年不足1%以外,其他几年均在3%以上;其次,初步解决了财政赤字问题,1982年财政赤字相当于国内生产总值的17%,1992年财政盈余额已占国内生产总值的1.6%;第三,通货膨胀率从1987年的180%下降到1994年的7%;第四,国民经济对石油出口的依赖大幅度下降,从1982年的75%下降到1993年的14%;第五,外国资本大量回流,80年代墨西哥是一个资本净流出,90年代后墨西哥的资本净流入超过1000亿美元,外汇储备从1980年接近于零增加到1993年的250亿美元;第六,以负债率(外债相当于出口收入的比重)为标志的外债负担大大减轻,从1982~1983年的340%下降到1994年的192%;第七,平均工资水平大幅上升,按照人均年收入360美元的贫困线,贫困人口占总人口的比重从25%下降到20%。然而改革是一柄双刃剑。萨利纳斯政府的改革政策既取得了一定的成功,也形成了一些新的社会经济问题,主要是过度的经济、金融自由化,使墨西哥货币当局和金融部门承受了巨大的压力,金融体系进一步变得脆弱。如迅速的贸易自由化扩大了墨西哥的贸易赤字,1990年经常帐户赤字为74.5

亿美元,到1993年就增长到234亿美元,为平衡经常项目逆差,墨西哥以政府名义大量举借外债,其中相当一部分是以美元计价的短期债券,结果1994年底墨西哥政府发行的以美元计值的短期债务余额就达280亿美元。又如墨西哥的金融自由化政策极大地刺激了国内外金融机构在墨西哥拓展业务的热情,在缺乏有力监管的情况下,银行信贷市场规模快速扩张,这不仅增加了降低通货膨胀的难度,也在银行系统中造成大量坏帐。再如金融自由化还引发大量短期资本流入,1991年到1992年墨西哥股市投入的外资从42亿美元猛增到270亿美元,而且大约三分之二的外资属于短期资本。外资的大量流入,加剧了墨西哥国际收支状况的恶化,对汇率、利率和通货膨胀都产生了巨大的压力,增加了墨西哥稳定经济的难度,而且由于投机性外资具有很大不稳定性,更增加了墨西哥经济的系统性风险。此外,经济改革所引起的社会各阶层及国内各地区发展的不平衡,也加剧了社会矛盾。墨西哥金融危机正是在这一背景下发生的。

同1992年欧洲货币危机有所不同的是,宏观型对冲基金在墨西哥比索危机中并没有充当带头人,相反一些数据显示,宏观型对冲基金只是受害者而已。但是由于宏观型对冲基金对冲操作,因此损失远低于其他机构投资者。以索罗斯的量子基金为例,1994年12月22日,墨西哥比索贬值34.6%,但是量子基金的资产净值并没有显著增长;对其他大型宏观型对冲基金的研究也表明,它们并没有在1994年12月集中开展与比索有关的交易。根据范氏国际集团的统计,583只管理资产总额为536亿美元的对冲基金,在1994年12月的平均收益是-0.1%,在1995年1月份是-0.2%;其中58只总资产规模为75亿美元的对冲基金因为主要投资于新兴市场,损失要更大一些,平均收益为-3.6%和-6.3%,如摩根斯坦利的新兴市场指数下跌了8%和10.6%,拉美指数下跌了15%和11%。宏观型对冲基金损失远远小于传统投资者,一个可能的解释是宏观型对冲基金较早对拉美地区的投资进行了对冲交易。尽管这些基金持有墨西哥比索的空头,但其总量相对较小,而且这些空头仓位主要是为了对冲多头风险,而不是进行投机。另一种解释是,宏观型对冲基金将投资重点放在拉美地区以美元计价的债券市场,因为这一市场中的投资工具收益率变化,同股票市场相比更有规律性,而且不必考虑汇率风险。总之,没有明显的证据证明墨西哥金融危机是由于宏观型对冲基金策动或者积极参与而发生的。国际货币基金组织认为,墨西哥金融危机爆发的直接原因是大量资本从墨西哥金融市场的撤出。据统计,在1994年第四季度有51亿美元流出墨西哥债券市场,接下来的9个月又流出了115亿美元,而同期仅有3.7亿美元从墨西哥股市流出,且这些资金很快又回到了股市中。此外,在危机初期墨西哥银行贷款总额减少了15亿美元,但此后并没有明显减少。因此国际货币基金组织认为,危机的领头羊是墨西哥人而不是外国投资者,更不是宏观型对冲基金。尽管如此,宏观型对冲基金在墨西哥危机中的表现,说明其既能够在高风险环境下生存,又有能力带头冲击金融体系,威胁东道国金融安全。因此,有关国

家应该认真研究对策，及时应对宏观型对冲基金具有破坏性的投机活动。

#### 四、宏观型对冲基金与亚洲金融危机

1997~1998年的亚洲金融危机，是1929年世界经济大萧条以来全球最重大的金融事件。这次危机不仅使泰国、马来西亚、菲律宾、印度尼西亚和韩国的外汇市场与资本市场遭受重创，而且强烈震撼了经济基础比较坚实的新加坡和香港。亚洲各国的损失达数千亿美元之多，全球经济增长也因此放缓。在亚洲金融危机中，对冲基金特别是全球宏观型对冲基金扮演了主要角色；它们通过在美国汇市、股市和期货市场大肆进行卖空交易，获得了巨额利润，加深了金融危机的严重程度。当然应当强调的是，危机爆发的基本原因仍然是各国经济、金融体系的内在缺陷以及政策导向的偏差。

从20世纪80年代开始，以中国、韩国、泰国、马来西亚、菲律宾为代表的东亚及东南亚国家和地区，成为世界经济新的增长极。这些国家借助低工资和高储蓄优势，走政府主导型的市场经济道路，创造出令世界惊叹的“东亚奇迹”。直到90年代中期，东亚各国的经济增长速度都领先于世界其他国家和地区。但是，随着世界产品市场的竞争日趋激烈和新技术的不断涌现，以高投入和出口导向为特征的东亚经济内部结构性问题开始显现。东亚经济的内部问题首先表现为出口导向战略与产品结构的矛盾。由于亚洲发展中国家的工业化水平普遍不高，技术水平低，出口产品以劳动密集型的产品、资源、原材料与半成品为主。随着多年的经济发展，劳动力成本逐渐上升，可用资源减少，国家之间的出口竞争加强，出口增长的优势逐步丧失。其次，东亚地区比较发达的国家和地区产品出口同构化问题十分严重。如1996年韩国与日本前50大出口产品中有24项重叠；韩国的半导体和电子产品占出口总额的20%，中国台湾地区也大量出口此类产品。结果出口的减少造成各国普遍的外贸赤字增加，国际收支盈余主要依靠资本项目盈余。由于资本项目盈余所形成的外汇储备具有较强的不稳定性，一旦外资撤离，国家外汇储备很快下降。但是东亚、东南亚国家并没有适时作出产业结构调整，也没有重新认识和确定新的发展战略，最终这一矛盾不断积累，加剧了国民经济的失衡。

1997~1998年亚洲金融危机分为三个阶段，分别以泰国、韩国和印度尼西亚为中心。继欧洲货币危机和墨西哥金融危机以后，国际金融危机达到了最高潮，这次危机持续时间之长，波及范围之广，影响程度之深，是前两次金融危机所无法比拟的。在亚洲金融危机发生以前，主要危机发生国的外汇储备普遍不足，国内经济调整提出了汇率下调的内在要求，但由政府信用担保的固定汇率制度不能满足。此外，各国普遍允许资本自由流动，股市、债市和汇市等金融市场全面对外开放，而且缺乏完善的市场监管机制和危机应对方案。亚洲各国金融体系中存在的问题，为宏观型对冲基金发起攻击创造了有利的条件。宏观型对冲基金在亚洲金融市场早就存在。1996年末至1997年初，许多宏观型对冲基金还持有亚洲金融资产的多头，但很快它们逐渐从多头转向空头。宏观型对冲基金在亚洲不同

的国家和投资规模不同，但总体来看，宏观型对冲基金的投资规模比较大而集中，因为这有利于控制单个国家金融资产的价格走势。到1998年年中时，高杠杆机构卖空的港币和港股分别达到100亿美元和70亿美元，卖空的马来西亚林吉特持有90亿美元；在亚洲金融危机期间，这些机构的卖空交易总额达到了470亿美元，其中大部分交易都是由宏观型对冲基金操作的。同期半数的香港恒生股指期货掌握在4只对冲基金手中，3只是宏观型对冲基金，仅其中1只基金的持仓量就排名第三，而这种行为在美国交易所是违规的。在亚洲金融危机中，宏观型对冲基金以市场利率变动为重要行动指针，采用期货、现货套作对冲的手法，对危机受害国的外汇市场和股市展开攻击。宏观型对冲基金比较早地注意到泰国、菲律宾和马来西亚等东南亚国家，由于经济结构问题所导致的汇率高估现象，并从1996年下半年开始攻击。此后不久，宏观型对冲基金又应用相似的策略在韩元、印度尼西亚外汇市场得手，获得了巨额利润。

#### 五、宏观型对冲基金在金融危机中的操作策略

在1992年的欧洲货币危机、1994~1995年的墨西哥金融危机以及1997年的亚洲金融危机中，宏观型对冲基金通过不同时期的多空策略安排，辅之以纷繁复杂的金融工具和金融杠杆，把握市场变化时机，获取了高额的利润。

##### 1. 宏观型对冲基金在不同时期的投资策略模型

人们往往将对冲基金和金融危机相联系起来，认为对冲基金只有在一国经济及金融体系发生剧烈波动甚至崩溃时，通过做空交易来套取利润，这种认识是不全面的。实际上，宏观型对冲基金所关注的是，当一国采取固定汇率制或有管理的浮动汇率制时，由于外汇的供需关系或利率的变化所引起的实际币值与所规定的或目标币值发生较大差异，并且这种差异导致了国内经济情况发生较大的变化，进而反作用到现行币值，迫使其回归到实际币值的过程中所蕴藏的套利机会。也就是说，宏观型对冲基金的操作不仅仅包括一国货币产生贬值需求、经济条件发生恶化时所进行的做空策略，还包括一国货币具有升值需求、经济状况持续增长时所实施的做多策略。实际上，无论是实施一体化进程中的欧洲，大力推行经济改革的墨西哥，还是创造亚洲经济奇迹的东亚国家，宏观型对冲基金均在这些地区经济快速增长时便已进入，它们看好当地的发展潜力，并大力投资于股票、债券、房地产以及期货市场进行多头套利活动，大量短期资本的介入进一步刺激了当地的经济增长和金融产品价格的上升，进而促进了当地货币的升值。这段时期内，由于宏观型对冲基金所采取的投资策略与其他投资机构如共同基金、投资银行、保险机构以及众多的中小投资者趋同，即买进并持有的“多头策略”，所以其获利行为及方式并不为大家所关注。当某地区由于货币政策的被动调整或大量金融风险的积聚而导致经济增速放缓或有危机发生的可能时，宏观型对冲基金便迅速调整策略，由“多头”转为“空头”，尤其是当这一地区的货币具有贬值要求，而政府又坚持维护固定汇率或目标汇率时，该国经济的非均衡状态就为宏观型对冲基金提供了

极佳的套利机会。这表现在,当欧洲各国货币政策不一致、墨西哥金融体系日益脆弱、东南亚各国出口竞争力衰退时,宏观对冲基金一方面带动其他投资机构大规模撤出资金,另一方面在外汇、股票、债券等衍生品交易市场大肆打压和卖空。当所在地政府耗尽外汇储备而不得不让汇率自由浮动时,货币发生大幅贬值并引发金融危机,这就为对冲基金事先所布置的空头仓位带来巨额的利润,只不过此时的共同基金和保险公司等投资机构,由于信息披露和投资限制的原因无缘此“盛宴”罢了。

## 2. 宏观型对冲基金不同投资策略的套利模型

宏观型对冲基金在不同时期采取不同的投资策略,也就是说,当一国经济处于上升阶段时采取“多头策略”,在经济下滑时采取“空头策略”。但对冲基金还认为,不同的经济指标是相互关联的,某个经济指标的变化会引起其他指标的连锁反应,通常当发现某个经济领域内发生不平衡,并且这种不平衡被人为地保持一定时期时,就会传递到其他经济领域。因此,只要提前沿着经济波动的方向进行投资布局,就会成为“走在市场前面的人”。在一国采用固定汇率制度下,当出现汇率低估时,会导致出口和外国直接投资的增加,如果该国以维护稳定和保持增长为目的,继续维持这种失衡的汇率,外资会继续大量涌入该国,包括那些以逐利为目的的短期资本。宏观型对冲基金一旦观察到这种情况,就会认为大量外资的汇入会刺激货币供应量的增加,加之维持低汇率,政府会将利率维持在较低的水平。而低利率水平又迫使经济保持高位运行和股票市场的持续上扬,同时企业信贷的规模也会发生膨胀。这就为对冲基金的股票和债券的多头头寸以及利率期货市场的空头头寸带来了套利机会。当一国经历较长时期的经济增长后,其上升的币值、高企的土地及房产价格、较高的劳动力成本会削弱该国的出口产品竞争力以及对外国直接投资的吸引力。如果该国所实行的固定汇率制不能对这种经济情况的变化做出及时的币值调整以及出口结构升级的话,那么其贸易及经济情况就会急转直下,表现为贸易赤字的产生、外汇储备的降低以及经济增速放缓。此时的国际收支盈余主要来自外债增加及短期资本的

流入,而非经常项目的盈余,这种资本项目盈余所形成的外汇储备是极其不稳定的,会积聚发生危机的风险。敏锐的宏观对冲基金经理能够很早发现这种经济情况的变化,并迅速转变投资策略,在外汇、债券、股票等衍生市场布置大量的空头仓位,等待套利机会的出现。

总的来说,宏观型对冲基金对一国经济所造成的冲击是有规律可循的。首先,对冲基金所攻击的国家一般所采取的是固定汇率制度或有管理的浮动汇率制度,并且该国的币值被严重高估或低估,通常这种币值的偏离会维持较长的时间。这种汇率的失衡持续会传递到其他经济领域,造成整个经济体系发展的失衡。因此,无论是在失衡的过程中还是在回归平衡的过程中,只要有市场的波动就会有对冲基金的套利机会,波动越大,套利的空间越大。其次,对冲基金通常选择进入那些没有严格的外汇管制的国家,外资能够较容易地通过各种渠道渗透到各个经济领域,并能及时撤出。每个经历过金融危机爆发的国家均曾对外资的流入采取了不加选择、不加限制的欢迎态度,外资可以随意进入包括房地产市场、股权市场、证券市场直至衍生品交易市场,肆无忌惮的外资流入加剧了上述市场非健康的发展和交易价格的严重扭曲。最后,宏观型对冲基金对一国经济冲击所产生的危害表现在,对冲基金区别于其它类型的投资者,包括其它类型的短期投机资金。对冲基金所秉持的是“主动型”的投资策略,而非“被动型”的投资策略,它不仅提前预测市场的变化,而且还主动对市场实施干预,加速和操纵这一变化,使得经济发展的不平衡加大或使不平衡到平衡的回归在动荡中迅速完成,这对一国的经济发展乃至社会发展都会带来极其严重的损害。

## 【参考文献】

- [1] 项俊波.“国际金融协会第二次亚洲高峰会议”讲话. 人民银行网站, 2003.
- [2] 卡普里奥,汉森,郝诺汉.金融自由化的利弊[J].经济社会体制比较, 2002, 3.
- [3] 斯特凡诺·拉维尼奥.对冲基金手册[M].中国财政经济出版社, 2002.

## Look at the nature of the macro hedge funds from the financial crisis

ZHANG Yang<sup>1,2</sup>

(1. Institute of Finance and Banking Beijing 100732 ; 2. Chinese Academy of Social Sciences Beijing 100732)

**Abstract:** The free flow of international capital is the breeding ground of the macro hedge funds. Although the specific reasons that leads to the European currency crisis, Mexico's financial crisis, and the Asian financial crisis are largely different, the common characteristics is that people intentionally or unintentionally expand the imbalance of the macro-economic fundamentals, gain huge profit by forcing adjustment at the crisis moment of the financial market. There is nothing wrong with the behavior of the macro hedge funds, as they are profit organizations, the key to the hedge funds, however, is to avoid serious macroeconomic imbalances.

**Key words:** The free flow of international capital ; The macro hedge funds ; Financial crisis ; Economic imbalances