

对冲基金研究

凌 婕

经过 1992 年英镑危机、1994 年墨西哥金融危机和 1997 年东南亚金融货币危机,对冲基金的名称在中国已不再是陌生的了。随着美国最大的一家对冲基金管理公司——长期资本管理公司濒临破产而由美联储出面联系 14 家银行注巨资予以挽救,索罗斯关闭其手下的量子新兴增长基金公司,合并类星体国际基金和量子工业控股基金,小约翰逊手下的“老虎基金”严重亏损等事件的发生,人们对对冲基金的运作更趋关注,究竟是什么原因使对冲基金有如此强大的杀伤力,又是什么原因使它顷刻之间濒于倒闭,不得不引起我们对其进行更多的思考。

一、什么是对冲基金

各种学术刊物中对对冲基金的称谓有:对冲基金、套利基金、套头基金、套头获利基金、避险基金等等,人们一般无法从中看出它们之间的联系与区别,其实所有这些名称都源于对英文 HEDGE FUND 的解释,所以,无论以上哪一种名称实际上指的是同一种概念。显然,从 HEDGE FUND 的本意来看,是指这种基金所采取的投资策略是对冲交易,即在进行现货交易的同时进行一个与此数额相同而方向相反的远期交易,用以防范将来可能出现的风险,同时获取套利收益。因而,我们所熟悉的这些名称都出自于对对冲基金各个方面不同特点的概括。

按照不同的分类标准,可以将基金划分为不同的种类,按照基金的用途可分为投资基金、其他专门用途基金,如教育基金、后备基金等,对冲基金属于投资基金的门类。若再进行细分,则很难将其再进行归类。因为,从对冲基金的发展来看,它已逐步向投资领域多样化、投资工具创新化方向发展,成为一种具有独特风格的投资工具。具体来说,它具有以下特点:

第一,以追求高额的盈利为目的 从投资基金的起源和宗旨来看,投资基金的成立目的是借助具有专门投资知识的专家进行理财,集合众多中小投资者的资金,进行分散投资,以降低风险,提高收益,是一种金融信托活动。一般投资基金的优势在于:(1) 满足中小投资者进行分散投资,利用投资组合来降低非系统性风险的需求;(2) 利用专家理财来降低中小投资者为进行投资组合而必须对成千上万种投资对象进行组合分析而产生的高额成本。他所追求的目标是在保证投资者资金的安全性的基础上,合理增加投资组合的流动性,从而提高资金的收益率。可见,只要基金管理人能够获得高于市场平均的收益率,就达到了目的。而对冲基金不同,其目的是追求超额的投资利润。由于大多数基金管理人的报酬是根据基金的赢利水平而不是基金的资产规模来确定的,在这种机制下,基金管理人不仅以追求资产收益增长为目标,而且在经营欠佳时还特别容易铤而走险,因为管理人的报酬在亏损时会被扣除,直至有赢利时

才能得到补偿。

第二,组织形式与众不同 对冲基金募集办法采取逃避政府监管的私募形式,以达到规避各国(主要是欧美各国)对公众基金在投资信息披露、投资监管等方面的法规。投资合伙人数目不超过100人,每个投资人出资不少于100万美元,因而在操作时更具隐蔽性和危险性。

第三,与那些通常专业化了的投资基金不同,对冲基金属于一种跨行业、跨国界(跨币种)的投资基金 各种形形色色的投资基金通常一般都专注于某一行业或市场,例如,证券投资基金、贵金属投资基金、商品期货期权投资基金、房地产投资基金等,都是在某一领域进行专业化投资的基金,有的还进一步细分为某一产业部门的投资基金,如创业基金。对冲基金则没有这种限制,它们的投资风格就是跨板块、跨市场、跨币种的多头下注,同时操作,它们既从事普通的证券投资业务,也涉猎现代金融衍生创新工具的投资业务,既从事金融投资领域的投资业务,也进行房地产、商品期货期权的实业投资业务。例如1996年6月,对冲基金大量地活跃于国际铜业期货市场上,其中包括一向活跃在金融市场上索罗斯的“量子基金”和小约翰逊的“老虎基金”。自90年代以来,随着新技术相继在炼铜业广泛采用,铜的生产成本已降至1400美元以下,但当时国际市场上的铜价却维持在1800~2000美元的水平上,大批对冲基金在国际期货市场上纷纷买短,期望铜价跌落,但由于当时日本商社铜业部负责人滨中彦男在幕后操作,导致铜价在此后的数月内一直未见波动,直到这一事件东窗事发,铜价才大幅跌落至1800美元一吨。在这场风波中,由于入场时机把握的不同,“老虎基金”有了赢利,而“量子基金”却亏损。可见,对冲基金在国际金融市场上几乎无处不在。

第四,对冲基金大量运用杠杆投资 这是其与一般的投资基金不同的显著特点。由于对冲基金多头下注,同时操作,追求高额赢利的投资风格,必然需要巨额资本,其有限的投资合伙人又使其自有资本数额有限,因而这些基金多倾向于举债经营。为此,常有人将其称为“杠杆基金”(LEVERAGE FUND)。大型对冲基金的做法通常是,依靠少数“明星经理”的声望筹措资本,凭借这种优势它们可以要求长期(3年以上)的资本注入。大多数中小对冲基金则不具备这些条件,它们就常常依靠银行贷款,其做法是:以其现有资本和有价证券为抵押,向银行贷款,以贷款购买新的有价证券,以这些新增有价证券为抵押,再向银行贷款,如此往复,可以借到比其自有资本高出20~40倍的资金用于投资活动。若按其杠杆比率的高低可将它分作三类:低风险对冲基金(杠杆比率为2~4倍)、高风险对冲基金(杠杆比率为20~40倍)和疯狂对冲基金(杠杆比率在40倍以上)。人们所熟知的量子基金属于高风险对冲基金,长期资本管理公司手下的对冲基金则属于疯狂对冲基金,以其最近一次在欧洲债券市场上的投资活动为例,其自有资本约22亿美元,而所进行的投资交易总额却高达12500亿美元,超过了中国一年的国民生产总值。

第五,对冲基金采取的是“大市场运作者”(MACRO PLAYER)的运作方式 在这种运作方式下,对冲基金的管理者不仅仅是市场的跟随者,它往往作为市场的倡导者,即使在那些相对完善的市场上利用其强大的资本优势和秘密的操作行为也能引起较大的风波,从而获取高额回报。

第六,独特的投资策略 其投资策略可概括为:多头下注,同时操作。具体操作将在后面进行阐述。

通过以上对对冲基金特点的描述,可以看到,对冲基金以其独特的风格,使我们很难将其准确地划分进投资基金的某一门类,它的巨大影响使各国都不得不对其操作策略进行研究,以

便寻求对它进行监管的有效方式。

二、对冲基金的立体操作策略

有人将对冲基金的投资活动比作“立体投机”，这是不无道理的。从大致的轮廓上看，对冲基金所同时涉及的金融市场领域有三块：外汇市场、股票市场和股票指数期货市场（股指期货市场）。目标在于，通过大规模的冲击，引发标志资金价格的指标——利率和汇率的变动。因为在金融投资市场上，只有价格变动时，才会给投资者带来资本增值的可能。

在上述目标下，对冲基金首先选择了一国的外汇市场，通过外汇市场—股票市场—股指期货市场之间的联动关系，达到其获利的目的。当对冲基金在外汇市场进行大规模冲击时，必然引起一国汇率的波动，面对本国货币汇率的波动，承担着以稳定本国货币为主要任务的中央银行，必然采取一系列稳定汇率的政策，这些政策无外乎两类：一是动用本国的外汇储备，在市场上抛售外汇，吸纳本币，以阻止本币贬值的趋势；二是动用利率工具，提高利率，增加投机者借入本币进行抛售的成本，减少外汇市场上本币抛售量，阻止币值的进一步滑落。对于一般的发展中国家，由于外汇储备有限，根本无法采用第一种政策与投机者的巨大抛盘相抗衡。例如，在对冲基金大肆抛售泰铢时，泰国政府的外汇储备总共约 300 亿美元，其中相当一部分被锁定在欧洲债券市场和其他市场上，而对冲基金投入到泰国外汇市场交易的总值却高达 400~500 亿美元。这种情况在许多中小发展中国家并不罕见，因而偏偏是这些国家更容易受到投机者的冲击。这时，政府在动用有限的外汇储备入市干预无法成功时，就只能动用利率工具，尽管他们并不情愿这样做。采取利率工具最直接的效果之一就是导致股市的下跌，继而带动股指期货市场的下跌，这样的联动关系为投机者提供了利用这种联动机制获利的机会。假设投机者在外汇市场抛售本币的同时，在股市和股指期货市场上大量沽空股票和股指期货合约的话，一旦政府的高利率政策引发股市、股指期货市场上的大量抛盘导致股市和股指期货市场的下跌，那么，投机者就可以实现其获利的目的。事实上，发生在东南亚的货币金融危机即遵循着这样的轨迹。

从对对冲基金的操作策略的分析，可以看出，投机者的真正意图是在期指市场上获取收益，由于外汇投机造成汇率下跌，使投机者在汇出收益时，会承担将本币兑换成美元时的汇率风险，但只要汇率损失小于其投机的收益，投机者仍然是有利可图的。况且，这些投机者在一国投机的同时，往往还在国际金融市场上进行对冲交易以规避可能的风险。

由此看来，面对对冲基金的冲击，一国政府，特别是中小发展中国家政府，就面临着一种两难选择：一方面，必须对受到冲击的外汇市场进行干预，另一方面，又不得不承担由于收紧银根、利率高企所带来的股市下跌、经济发展停滞、失业率上升、生活水平下降等经济和社会动荡。然而，1998年8月中国香港政府成功入市干预，导致对冲基金大败而归；9月，美国最大的一家对冲基金长期资本管理公司因投机失败而濒临破产，继而，索罗斯宣布关闭其手下的量子新兴增长基金，合并另两家量子基金，赫赫有名的老虎基金也宣布严重亏损。事态的迅速变化，与不久前关于对冲基金四处投机引发金融危机成篇累牍的报道形成巨大的反差。这使人们开始相信，对冲基金的运作并非都是成功的神话。

三、对冲基金投机失败的原因

从上述有关对冲基金操作策略的分析来看,只要其赖以获利的联动机制得以阻止,其投机活动就不可能得以维继。联动机制的阻断有两种可能:一种是由政府利用各种经济和行政手段,例如,动用外汇储备、实行外汇管制及其他手段,使这种联动机制中的任意一环拆断。另一可能则依赖于投机者的预测与后来发生的事实相悖,这种方法虽带有些侥幸的心理,但事实证明这种可能的确是对冲基金投机失败的一种十分重要的原因。以上两种可能在现实中已有事例:以对冲基金在香港市场上的失败为例,面对来势凶猛的对冲基金的投机活动,香港政府一反常规,动用其外汇储备在外汇市场上承接投机者的抛盘,一方面避免提高利率而引起的不利后果,另一方面可以在外汇市场上通过调节本币与外币的供给来维持本币的稳定,与此同时,在股票市场和股指期货市场上承接投机者的大量沽盘,以防止股市和期指的下跌,汇市、股市和期指市场的相对稳定无疑使投机者获利的可能被剥夺。除此之外,香港政府还动用了行政手段,要求银行和基金会不要借资金和股票给投机者作为抛售的筹码,双管齐下,终于使投机者大败而归。这是一种主动出击的方式,适用于那些市场较为完善,政府监管能力较强,外汇储备较为充裕的国家和地区,而对于大多数市场不完善,监管能力不强,外汇储备较少的国家和地区并不合适。对于这些国家和地区较为适用的是严格管制措施,包括外汇管制、市场进入管制等,虽然这些措施有悖自由竞争原则,但对于本身发展并不完善的市场来说还是十分必要的。

对冲基金的获利首先基于对市场的准确预测,一旦现实与预测发生偏差,投机就会归于失败。以长期资本管理公司为例,经过分析人员的分析和预测,认为经过1996年的经济调整,俄罗斯经济已走出谷底,1997年俄罗斯的通货膨胀得到较好的控制,舆论一致认为俄罗斯经济形势将有好转,于是公司大量投资于俄罗斯债券。同时,在其投资的主要市场——欧洲债券市场上,公司利用利率互换、远期合同等手段,同时投资于德国、意大利等国的债券。由于德、意两国的债券市场以往都有一种此长彼消的联动变化规律,德国作为俄罗斯的最大债权国随着俄罗斯经济形势的好转,德国债券的收益率有望提高,于是公司大量买进德国债券,卖出意大利债券,以期当市场价格按预期变动时,进行相反交易进行对冲获利。然而1998年发生的一系列事实却完全与其预测背道而驰:俄罗斯由于政治危机引发国内的债务危机,俄罗斯国债价格一落千丈,日本经济不振,日元贬值,美国经济增长受阻,这一系列的变化,在投机者看来是出乎意料的——在它们的预测模型中,这些可能是被当作小概率忽略不计的,它们按照既定的预测作出的决策因而也就成为为自己挖的陷阱。这次投机的失败,并不能表明投机者所采取的策略有漏洞,只能表明,投机中可能出现的风险,有时确实是发生的概率极小的,可一旦出现,就会给这种依杠杆投资原理设计而成的投机带来巨额损失,这就是投机决策的机会成本。对冲基金引起的风波已告一段落,而留给我们的思考却很多。

(作者单位:上海对外贸易学院)