



您的位置：首页 - 殷剑峰

对冲基金危机折射全球经济虚弱体质的本质(2005年7月21日)

文章作者：李彦

今年5月5日，标准普尔评级公司将美国两大汽车巨头——福特公司和通用公司的评级由投资级降至投机级。尽管这种结果早为业界所预期：受油价上升和日本汽车公司竞争的影响，福特和通用的主要利润来源——SUV的销量大幅度下降，但是，两大汽车业巨头同时沦落成“垃圾”依然是前所未有的事件。这不仅严重打击了新兴的信用衍生品交易市场，特别是其中积极从事相对价值套利的对冲基金，而且，还折射出全球金融市场的一个重大趋势——逃向品质(flight to quality)。从这次信用事件的影响及其波及范围看，不由得使人联想到1998年俄罗斯的债务危机：一方面是美国著名对冲基金——长期资本管理公司(LTCM)的濒临倒闭，另一方面是全球金融市场的日益动荡和通货紧缩时代的来临。

在评级降低前，福特和通用是全球投资级债券市场的主力军，其债券余额占到投资级债券的3%左右。在评级降低后，两巨头的债券将转向垃圾债券市场，并占到这个市场的15%左右。在油价持续高涨的背景下，此次评级的变化早为市场所预期，而且，考虑到另外两家评级公司——穆迪和惠誉没有跟随标普的行动，因此，这种巨幅变化对于债券市场本身似乎并没有产生重大影响。但是，对于全球信用衍生品市场而言，由于信用风险头寸的取得、尤其是信用风险空头的取得要比现货市场容易得多，加之对冲基金一如既往的套利策略，此次评级事件因而造成了巨大的冲击。

事实上，即使在信用衍生品市场中，也并非所有参与者都受到了影响。那些购买信用风险头寸并持有到期的保险公司、商业银行和养老基金基本没有遭到损失，感受到巨大冲击的是在抵押债务权益(CDO)各档次间进行套利交易的对冲基金。

CDO是目前非常流行的结构金融产品，它的不同档次需要承担不同的信用风险：当基础资产组合发生违约时，先由股权档(第一损失档)承担损失，然后是中间档，最后是优先档。由于股权档为其他各档次证券提供了保护，因此，购买股权档、或者说提供股权档保护通常能够获得极高的收益，而中间档和优先档风险较小，收益也相对小得多。在发生此次事件前，对冲基金的交易策略一般是卖出CDO股权档的保护，在获取极高收益的同时，为了控制风险，对冲基金还会进行德尔塔对冲(delta hedge)——购买CDO中间档或者基于信用衍生品指数的保护。从理论上讲，这种交易策略是否安全在很大程度上取决于CDO基础资产的违约相关性：相关性如果比较高，则股权档发生违约损失的概率比较低，相应地，对冲基金在股权档上的头寸价值就比较高；反之则反是。由于这种交易策略受到违约相关性的极大影响，因而一般将其构造的头寸称作“相关性多头”(long correlation position)。从4月份开始，对冲基金的相关性多头开始受到挑战。随着油价的持续上涨，市场对尤其是汽车行业的特异风险愈发担忧，这使得CDO基础资产的违约相关性逐渐、但依然平稳地下降，相关性多头开始承受损失。5月份福特和通用公司降级后，股权档相关性由25%左右迅速下降到15%左右，从而使得对冲基金在股权档保护上的市价大幅度降低。为了避免损失，对冲基金被迫进行相反操作，而这又导致对冲基金在中间档的多头发生损失。这种在股权档和中间档同时发生的双边损失诱发了其他具有类似头寸的投资者的抛售行为，最终引发了整个市场的流动性危机。

考虑到对冲基金风险管理技术的提高以及各国金融监管环境的改善，此次对冲基金在信用衍生品市场上发生的损失可能不会像1998年长期资本管理公司倒闭那样广泛波及到其他金融市场，不过，从全球经济、金融背景看，这两次发生在对冲基金身上的危机实际上颇有异曲同工之处。

首先，两次危机都是在主要经济体出现经济景气下滑以至于信用风险上升的时候发生的。1998年长期资本管理公司的巨大损失起因于经济景气下滑背景下的俄罗斯外债危机，本次对冲基金危机则同景气下滑过程中大企业信用风险上升有关。从去年迄今，受油价高企等因素影响，在全球金融市场中，公司债券相对于政府债券的信用风险溢价发生了剧烈变化。在今年2月份前，受经济景气影响，美国和投资级债券和垃圾债券的风险溢价一直处于下降态势；3月份福特和通用汽车公司恶化的财务报表启动了投资者对企业风险的担忧，加上美国、欧洲和日本的经济要么明显趋于低迷，要么增长低于预期，无论是垃圾债券，还是投资级债券，风险溢价都大幅度上扬。

其次，两次危机另一个共同的主要背景就是通货紧缩。就剔除了油价等资源品价格的核心通胀来看，日本通货紧缩的表现最为明显：去年迄今其物价上涨率基本为负，经济增长率也从去年上半年的接近2%下滑到今年初的不到1%。欧洲的物价上涨尽管依然为正，但始终只有1.7%左右。根据国际货币基金组织的观点，由于以下两个原因，物价总水平增长率可能会被高估0.5到1个百分点：第一，计算物价总水平的方法会导致对其增长率的高估；第二，没有考虑技术进步带来的产品更新和质量改进，这也将导致对物价总水平的高估。因此，结合欧元区已经下降至1.5%左右的经济增长率，欧洲也处于通货紧缩的边缘。主要经济体中唯一保持上升态势的是美国，物价上涨率从去年初的2%左右一直上升到目下的2.5%，经济增长率也维持在可观但低于预期的3.5%左右。

再次，在两次危机中，主要经济体的长期政府债券收益率都急剧下滑，并且出现了明显的“逃向品质”的资金流动现象。从去年6月份开始，日本和欧元区的10年期政府债券收益率分别由2%和4%左右下跌到1%和3%左右。美国10年期政府债券收益率尽管一直维持在4%—6%的高水平区间，但从福特和通用汽车公司公布财务报表后，即一路下滑至6月份的不到4%。长期政府债券收益率的下降一方面反映了市场对未来物价下降的预期，另外一方面则反映了公司信用风险上升后资金向政府债券市场的转移。需要注意的是，由于美国的经济状况相对较好，美国政府债券与其他国家政府债券的利差不断扩大，资金“逃向品质”的另一个重要表现就是资金由其他国家向美国的转移。

当然，这次对冲基金危机与1998年那次在背景上还是存在着显著差异，突出表现在中国经济的影响越来越大，以及市场对人民币汇率的预期已经由1998年的看贬变成目前的看升。这种变化使得“逃向品质”又增加了新的内容：获得人民币资产。可以看到，在FDI迅速下滑的同时，中国的外汇占款增速依然维持在极高的水平上。另一方面，由于经济景气下滑预期和国内银行业面临的改革压力，国内的资金也呈现出明显的“逃向品质”现象——信贷下降、同时国债受到追捧。信贷紧缩以及近期CPI的下降不由得使我们回想起1998年的情形，特别是当品种和规模都远不尽如人意的人民币资产不再具有吸引力，以至于资金往国外“逃向品质”的时候，我们肯定将再次回到告别不久的通货紧缩时代。

转载务经授权并请刊出本网站名

IFB
中国博士论坛

中国社会科学院
保险与经济研究中心

IFB
IFB外商投资中心

IFB
IFB基金研究
与评价中心



地址：北京市东城区建国门内大街5号 邮编：100732 电话：010-65136039 传真：010-65138307
版权所有：中国社会科学院金融研究所