



您的位置：首页 - 殷剑峰

对冲基金为何再爆危机(2005年7月22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。

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，受油价高启等因素影响，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，美国和欧洲的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年的看贬变成目下的看升。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，我们或许会回到告别不久的通货紧缩时代。

文章出处：《上海证券报》

[推荐朋友] [关闭窗口] [回到顶部]

转载请经授权并请刊出本网站名

中国博士论坛

中国社会科学院
保险与经济研究中心

IFB外商投资中心

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