

全球宏观对冲基金的投资策略分析

文/陈舜

一、引言

全球宏观 (Global Macro) 对冲基金是一种在全球市场范围内买入和卖空各种证券及其衍生品的投资力量。他们根据国际政治经济的重大事件和趋势, 分析相关市场可能出现的变动和走势, 从而构建其投资组合, 获取收益。他们的构建投资组合中, 包括了股票、债券、一国货币、大宗商品及其衍生品; 他们既投资欧美等发达国家金融市场, 也绝不放过新兴市场国家金融市场出现的投资机会; 他们的风险敞口程度从零风险到高风险不定。一切均取决于他们对市场的判断和看法。此类对冲基金进行投资决策的最初出发点是国际政治经济的重大事件, 当国际政治经济局势动荡时, 市场价格动荡起伏, 往往会有较多的投资力量加入此类对冲基金的行列。

全球宏观对冲基金在1990年曾经达到一个鼎盛时期, 当时, 71%的对冲基金都在运用这种投资策略进行投资和套利。但是, 由于太多的基金采用这种对冲策略, 一度导致市场间很难发现足够的套利机会来支撑这些基金。在随后的5年时间里, 全球宏观对冲基金开始衰退, 一部分基金转变策略, 到2001年, 全球宏观对冲基金的资产保有量 (Asset under Management) 下降到只占全部对冲基金总资产的15.4%的水平。全球宏观对冲基金平均资产保有量相对都比较大, 只占4%基金数量却管理了15%的资产; 并且, 全球最大的前十只对冲基金中, 有9只是全球宏观对冲基金。

二、全球宏观对冲基金主要投资手法

迄今为止, 全世界最著名的全球宏观对冲基金经理莫过于乔治·索罗斯。由索罗斯基金管理公司 (Soros Fund Management) 管理的量子基金曾经在其存续的31间 (1969 - 2000年) 间放大了4000倍, 也就是说, 在1969年投入量子基金的1000美元, 到2000年可以收回400万美元, 在过去的31年间, 平均年复利收益率高达31%。索罗斯基金的投资范围很广, 包括全球的股票、固定收益证券、商品和货币市场, 都是他们的套利目标。1992年英镑联系汇率的解体, 1994年墨西哥比索的贬值以及1997年亚洲金融危机等金融事件, 民间传说都和量子基金有关。索罗斯本人也一度被政客们仇视为财富的“掠夺者 (Gunslinger)”。

该类对冲基金的主要投资手法有以下几种:

1、货币体系转轨时期套利

由于全球宏观对冲基金能够自由地捕捉全球市场上出现地投资机会, 这种基金的投资策略可以说是多变的。他们可以单一多头, 也可以纯粹空头, 有时更会选择多空套做。通常的情况下, 全球宏观对冲基金采用自上而下 (Top-down) 的分析方法, 他们紧密关注着全球宏观经济指标的变化, 分析这些指标的变化可能会给市场带来什么影响, 然后再比较市场资产的现价, 估计出这些资产的价格可能会出现走势。在全球宏观对冲基金经理们的眼睛里, 宏观经济指标只是一些自变量, 而资产的价格则是因变量, 当自变量发生变化时, 因变量也会随之发生变化。这种关系, 可以用模型表示如下:

$$Y_i = f(x_1, x_2, \dots, x_n)$$

其中, x_1, x_2, \dots, x_n 表示影响上述资产价格的各种宏观经济指标, 例如利率, 通货膨胀率, 国民生产总值的增长率, 一国外汇储备,

财政赤字, 贸易逆差, 消费价格指数等等。

Y_i 为股票、固定收益证券、外汇和商品等市场资产的价格

在做完上述基本分析后, 对冲基金往往会选择那些波动最为强烈的市场进行投资。因为同一个宏观经济指标的变动, 一般会同时影响到几个市场资产价格的变化。对冲基金为了获得最大的收益, 多半会采用最能盈利的投资方式进行操作。

近十几年来, 对冲基金对国际市场货币汇率的变动的投资非常成功, 其原因是在此期间, 国际金融市场发生了一些列宏观经济事件, 这些事件所引起的宏观经济指标的变化在很大程度上必然导致了相关国家主权货币汇率的重估, 乃至贬值。

2、套利一国货币贬值

另一个被全球宏观对冲基金普遍重视的套利途径是在一国货币汇率即将贬值的敏感时期对冲套利。即在一国货币即将贬值的前夕, 卖空该国货币标价的金融资产, 待贬值后回补, 平仓。由于该国货币已经贬值, 卖空的金融资产的实际价格下跌, 因此, 对冲基金可以获得卖空收益。

通常，对冲基金衡量一国货币是否贬值主要参考该国经常项目帐户结余、赤字（Current Account）、资本项目结余、赤字（Investment flow）和外汇储备（foreign reserves）、通货膨胀率（Inflation Rate）。经常项目帐户的结余反映的是该国国际贸易状况。出口大于进口，经常项目就会出现结余；进口大于出口，经常项目帐户就会出现赤字。资本帐户是反映该国接受外国投融资和向外国投融资的差额。资本项目出现结余，说明该国通过投融资引进的资金大于本国向外国投融资的数额。这部分结余可以用了弥补经常项目的赤字。如果一国经常项目的赤字非常大，该国需要通过外汇储备来弥补这个缺口。如果外汇储备还不足于弥补这个缺口，那么该国货币就会贬值。如果该国实行盯住汇率制度，那么这种制度必将解体。一国货币汇率的大幅度变动，为全球宏观对冲基金提供了有利的投资机会。这个时候，对冲基金只需要卖空以该国货币标价的资产，买入（或者不买入）其他汇率稳定国家的金融资产，都可以带来盈利。

每周，美国《经济学家》杂志（The Economist）公布各国经常项目帐赤字和外汇储备量数据。对冲基金可以根据这个表格寻找那些相对来说赤字大、外汇储备量小的国家进行研究。因为在这些国家，如果实行联系或者盯住汇率制度，其外汇储备很有可能不足于维持其盯住（或联系）的汇率，并由此导致货币贬值。1994年墨西哥比索的贬值和1997年东南亚国家货币的贬值，都是由于上述原因造成的。在这些贬值国家痛苦呻吟的时刻，正是那些抓住了机会套利的全球宏观对冲基金经理们兴奋地计算其投资收益率的快乐时光。

3、套利一国货币升值

上述逻辑反过来，即一国出现货币升值，对冲基金也可以套利。具体方法是买入以即将升值的国家货币标价的资产，卖空（或者不卖空）以汇率稳定国家的货币标价的资产。2000以来，全球宏观对冲基金界流行一种更有效的对冲投资方法，叫做差异交易（Spread Trade）。如果用这种方法用于套利一国货币升值，做法如下：

买入升值国市场的、进口依赖性高同时出口依赖性低的公司股票或债券；

卖空贬值国市场的、进口依赖性高同时出口依赖性低的公司股票或债券。

在上述对冲结构中，如果市场朝着预期演进，对冲基金就可能获得最大的投资收益率。因为，当某国货币升值，其进口型公司受益最大，其金融资产的价格可能上涨最大，故多头收益最高；而当一国货币贬值时，其进口型公司受害最重，其公司股票或债券的价格下降最大，空头收益最高。

70年代初开始，日本经济快速增长，日本经常项目连年保持巨额盈余，日元汇率长时期攀升，从1970年的360日元/美元上升至目前的115日元/美元。这正是多数对冲基金长期维持对日元资产投资多头的根本原因。

由于改革开放以来，中国进出口贸易长期保持顺差，外汇储备连年攀升，人民币的需求压力不断加大，升值已经是不可避免了。加上2005年，中国政府放弃了美元盯住汇率制度，人民币启动了升值的步伐。目前，人民币升值是国际金融市场的热点。但是人民币只能在经常项目进行自由兑换，不能在资本项目下自由兑换，使得那些企图套利于人民币升值的对冲基金只能在一个狭小的不可交割人民币远期（NDF）市场上进行投资，平均日交易量仅2亿美元。但是，随着2008年临近，人民币自由兑换的年日逐步临近，对冲基金的套利压力将逐渐加大。如果在2008年，人民币的汇率还没有恢复到一个相对稳定的状态，很有可能，对冲基金象当年投资日元升值一样，投资并套利中国货币。

4、从通货膨胀和利率差异中套利

全球宏观对冲基金对一国通货膨胀率和利率的差异很感兴趣。

理论上，开放市场环境下，交易商品的市场实际价格在各国内是相同的，尤其是长期条件下，这种趋势的却是存在的。但是，由于经济状况千差万别，各国的通货膨胀率显然不一致，一些国家通货膨胀率高，一些国家通货膨胀率低。这样，长期维持高通货膨胀率国家的货币必然贬值。因为高通涨率造成了高物价，由于长期趋势下，各国实际物价相等，因此导致高通涨国家货币贬值。

对冲基金选择卖空高通涨率货币资产，同时多头硬通货资产。这种对冲结果也是常见的全球宏观对冲基金套利模型。1997年以来，南非经济一直维持高增长和高通货膨胀率。至2002年，南非的通货膨胀率高达14.5%，比该国名誉利率13.5%还要高一个百分点，实际利率为负数。当对冲基金发现该国外汇储备有限时，一齐做空南非市场，导致当年南非货币兰特在第一季度下跌20%。

三、全球宏观对冲基金的主要风险来源

全球宏观对冲基金的主要风险来自于对一国或某一地区宏观经济事件的本质以及其市场影响的判断失误，失误的判断必然会导致失误的投资策略。因为通货膨胀、负利率和贸易逆差不一定会招致货币贬值；相反，通货紧缩，高利率和贸易盈余也不一定就会招致货币升值。

1998年，以索罗斯基金管理公司旗下的量子基金为首的国际对冲基金认为：在1997年亚洲金融危机幸免的港币－美元盯住汇率制度岌岌可危，是最理想的套利对冲机会。他们的理由是：1997年香港回归后经济一直萧条，出口贸易增幅连年下降，一些外资开始撤离香港市场，转而在中国大陆的上海或者北京设立总部。由于经常帐户和资本帐户两方面的压力，使得当时港币对美元的汇率

的确走软。

由于经常面临着冲击一国主权货币的汇价，全球宏观对冲基金的博弈对手比较强大，风险来源的却比其他基金复杂得多，并且在许多情况下无法量化这些风险因素的影响。这种状况使得宏观对冲基金的风险控制不能仅仅依靠风险计量模型，而是依靠决策层的经验和判断。

四、结论

根据以上分析，本文得出以下结论：

(1) 全球宏观对冲基金进行投资决策的最初出发点是国际政治经济的重大事件，当国际政治经济局势动荡时，市场价格动荡起伏，往往会有较多的投资力量加入此类对冲基金的行列。

(2) 利用全球宏观策略构建的投资组合具有从零风险到高风险不定。一切均取决于他们对市场的判断和看法。

(3) 在实际操作中，全球宏观对冲基金在获得高利益的同时，也伴随着高风险。

(作者单位：广东商学院)

相关链接

基于国际经验的我国存款保险制度模式研究
中国建立离岸金融市场的区位选择
中国地下金融市场的危害及其规制
浅议商业银行客户关系管理模式
中小企业民间借贷的博弈分析
全球宏观对冲基金的投资策略分析
水利建设基金资金征收模式的创新
关于目前我国外汇储备的规模是否过大的探讨

本网站为集团经济研究杂志社唯一网站，所刊登的集团经济研究各种新闻、信息和各种专题专栏资料，均为集团经济研究版权所有。

地址：北京市朝阳区关东店甲1号106室 邮编：100020 电话/传真：(010) 65015547/ 65015546

制作单位：集团经济研究网络中心