国际金融陷阱及我国如何防范

蒋然 1　贺晓波 2

(1,2,北京工业大学经济与管理学院　100022)

内容摘要：20 世纪 60 年代发展起来的金融衍生工具推动了对冲基金的创新和发展，为国际投机者利用国际游资和对冲基金冲击国际金融市场，对一些国家和地区设下金融陷阱提供了条件。本文从理论层面阐述了国际游资和对冲基金冲击金融市场的常用手法，选取了亚洲金融危机中较有代表性的泰国和香港进行比较分析，为我国政府如何防范金融陷阱提供了建议。

关键词：对冲基金　金融陷阱　亚洲金融危机

一、背景

从 20 世纪 60 年代后期起，国际金融领域掀起一股金融创新的热潮，其中，金融衍生工具（Financial Derivative Instrument）是金融创新的一种，其在国际金融市场上的典型代表主要有三类：金融期货（Financial Future）、金融期权（Financial Option）和金融互换（Financial Swap）。

随着金融衍生工具的发展，对冲基金（Hedge Fund）等衍生工具基金（Derivatives Fund）也发展起来。对冲基金原本被用来进行套期交易，以规避风险。但一旦操作起来，一些对冲基金（以索洛斯的量子基金为代表）就逐渐发现金融衍生工具以前没有被发现的特点，它们可以利用这些特点去盈利。

上个世纪金融领域里发生的众多风波屡屡证明，金融衍生工具的大量使用使利润增长的同时，也带来了更多风险。如果这种风险的发生不是由于衍生工具本身的缺陷造成，即不是由其“双刃剑”的特性带来的正常风险，而是掺杂了人为因素，即投机者为获取超常规收益，利用政治经济环境的漏洞，运用金融衍生工具获得利益的同时，给另一方当事人以破坏性的损失，这就构成了本文所说的金融陷阱（Financial Traps）。大金融炒家们一方面利用国家经济、政局、资源的变化，运用对冲基金等手段冲击金融市场，另一方面大肆渲染对政府不利的舆论，人为造成公众的恐慌情绪。就此双管齐下制造了国际金融陷阱，在国际金融市场上兴风作浪。在亚洲金融危机事件中，对冲基金就发挥了主要作用。

虽然金融陷阱不是造成金融危机的根本原因，但如果没有对冲基金的攻击，东南亚国家存在的上述问题也会得到市场和政府的调整。这种调整会缓和得多，政府会小心翼翼地调整利率或出台适度的财政政策，调整汇率或关税，以使宏观经济和国际收支恢复平衡。因此，为了防止剧烈的社会动荡和经济倒退，各国政府有必要对国际金融陷阱进行积极地防范。

二、投机性冲击的常用手法及相关理论

1、对冲基金和国际游资冲击金融市场的常用手法。

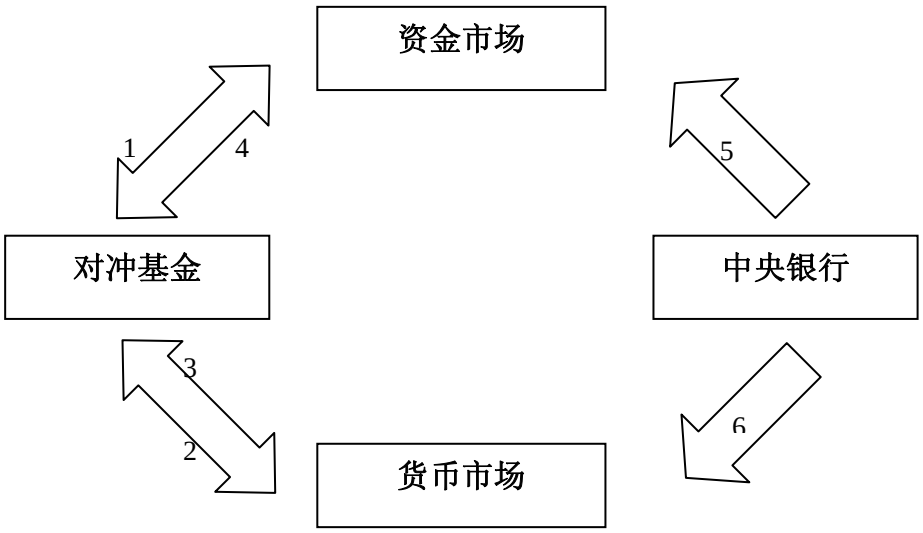
对冲基金冲击一国货币通常分为两个层次：一是借助突发性经济、政治、金融事件，不断抛售该国货币，以此打压货币汇率；二是趁该货币持有者对货币汇率的稳定产生动摇时，迅速掀起对该货币汇率的冲击，引诱货币持有者将该货币资产全部转换成外币资产。

对冲基金和国际游资狙击一国金融市场的具体形式主要是现汇市场的直接冲击，即先通过各种渠道大量借入该国货币，在逐步抛出压低汇率水平后，再买入该国货币偿还借款，从中牟取汇率差。

首先，为了使用财务杠杆，寻找机会卖空，防止汇率风险，对冲基金通常以各种可能的手段大量囤积目标国家或地区的货币。对冲基金获得资金的渠道有：以外汇抵押方式向目标国家或地区的银行进行贷款融资、向目标国家或地区的银行进行信用贷款融资、从离岸金融市场融入目标国家或地区的货币、以外汇抵押或其他资产抵押方式向目标国家或地区的金融企业发行债券或其他权益券融资、向目标国家或地区的市场出售当地资产、从当地的证券托管机构借入债券并卖空融资等。

当对冲基金大量囤积目标国家或地区的货币后，在卖空这些货币的同时，寻求在相关的证券市场、货币市场等获利，操作手法是：大量高价抛售已囤积的目标国家或地区的货币造成货币市场动荡和贬值，同时在目标国家或地区的证券市场卖空主要指标成分股以打压股价，迫使目标国家或地区的监管机构干预市场，通常是中央银行动用外汇储备回购目标国家或地区的货币或提高利率，若干预市场失败则引发目标国家或地区的货币贬值，引发证券市场价格下跌，对冲基金低位回购目标国家或地区的货币，还本付息并获利，对冲基金在证券市场低位回购股票归还债券机构获利。（过程见图 1[1]）

图 1：对冲基金利用现货市场卖空投机的手段以及货币监管机构的应对措施



对冲基金：1、举债融资　2、高价抛售　3、贬值后回购　4、还本付息

中央银行：5、调整利率　6、回购本币

2、投机性冲击分析模型。

IMF的分析报告中提出过一个简单的投机性冲击分析模型：假定一个小国将其汇率钉住大的贸易伙伴国货币，假设该国国内实行比其伙伴国通货膨胀高的政策，并假设投机者能够准确预测汇率体系的崩溃，而且知道一旦无法维持固定汇率，将采用浮动汇率。当汇率固定时，国内短期利率将与国外极短期利率（如隔夜利率）相同；货币贬值后，国内利率将上升超过国外利率，以反映国内更高的通货膨胀率。[2]

在这个简单的模型中，国内利率上升导致本币需求的减少，并导致货币贬值，一个资金充足的投机者可以成功地冲击固定汇率体制，只要他正确预计到汇率会出现贬值，按固定汇率从当局买走所有的外汇储备，便能获取价值等于汇率贬值幅度乘以储备量的利润。冲击发生得越早，可买走的储备量就越大，冲击发生的贬值幅度就越小，因为冲击会吸收本币资产。但其他投机者也会预测到这一低风险的获利机会，实际上会引发投机者共同冲击货币。

[1]陈儒：《对冲基金与国际金融市场》第 131 页

[2] IMF：《国际资本市场发展前景和政策》第 53-54 页

这一冲击过程将一直持续，直到利率上升造成的本币资产需求的减少，恰好等于购买储备造成的这种资产供给的减少为止。到这时，汇率无需再上升，而按照固定汇率从当局疯狂买进外汇储备的投机者也实现了全部利润。

三、案例的研究及比较分析

在 1997 年的亚洲金融危机中，对冲基金曾向泰国和中国香港制造陷阱，使这两个地区的金融体系受到不同程度的破坏。其中，泰国以几乎耗尽所有外汇储备仍无法阻止泰铢贬值的失败结局告终，而香港则成功地维护了联系汇率制。笔者认为这两个案例具有代表性和可比性，因此对其进行比较分析。

对冲基金作为制造金融陷阱进行投机的角色，总是打击最脆弱国家和地区的货币体系，它们具有以下特点：第一是规模较小。如果一个金融市场的交易规模较小，对冲基金的资金规模就可以对价格产生较大影响；或者如果想达到一定程度的破坏效果，只需投入较少的资金，从而减少筹资成本。第二是宏观经济和国际收支存在问题，如通货膨胀和贸易逆差，或者这些国家或地区正处在这样的时期。第三是企业或政府的财务状况存在问题，如资产负债率过高或存在债务风险。第四是从投机者的角度来说，会选择债务即将到期时发起冲击。

泰国和香港的GDP（1996 年）分别是美国的 2.5%和 2.1%[3]，市场规模较小。1995 年或 1996 年，泰国和香港的贸易赤字占其GDP的比重分别为 7.9%和 11.6%[4]，可见其宏观经济存在一些问题。又由于它们的企业在上升时期采取模仿和学习的战略，采取债务融资的方式，导致了资产负债率处于较高水平；同时由于政府采取固定汇率或联系汇率，使多数企业没有有关外汇的风险意识，从而没有对自己的外汇债务进行套期保值。这都是亚洲危机中，泰国和香港同样遭受冲击和损失的原因所在。

金融危机后，泰国遭到的损失比香港严重得多。如泰国在 1987 年到 1996 年的 10 年中平均经济增长率高达 9.5%，而危机期间的 1997 年和 1998 年则分别下滑到-1.4%和-10.8%[5]，上百家银行倒闭，外资大量撤出等。香港虽然也出现负经济增长率和贸易额缩减，但却成功地保卫了联系汇率制，这有利于其后的经济运行，也增强了港人对政府的信任。

首先，香港相对受损较小主要依赖于其较强的经济基础。香港是国际主要金融中心之一，以资本市值计，香港股市是亚洲第二大市场，世界第八大市场；以日成交额计，是世界第五大外汇市场，其 1994、1995 和 1996 年的经济增长率分别为 5.4%、4.5%和 4.9%[6]。而泰国依靠外资支撑本国经济发展，危机前外债总额约 860 亿美元，1996 年人均外债 1562 美元[7]，对此泰国政府依然举外债弥补财政赤字，使外债负担加剧。

有学者使用综合模糊评价方法，以墨西哥为参照国家，选用衡量一国家或地区的经济和金融在世界经济和金融环境中的状况与地位的10项经济和金融指标, 对东亚9个国家和地区发生金融危机的可能性进行了实证分析（见图 2[8]）。

---

[3]盛洪：《对冲基金·金融市场与民族国家》

[4]同上

[5] 裴桂芬等：《国际金融动荡研究》，第 59 页

[6] 孙健主编：《金融危机与国家安全》，第 200 页

[7] 张宏：《一九九七年世界金融危机的形成机制及我们的对策》，《理论导刊》1998 年 6 月

[8]易纲，赵晓，江惠琴：《对冲基金·金融风险·金融监管》，《国际经济评论》1999 年第 1 期

图 2：东亚国家或地区 10 项经济和金融指标状况

	实际汇率	实际国内生产总值增长率	相对通货膨胀率	国际国内利率差	国际国内利率差变动	实际利率	国内储蓄率	国际贸易收支	国际经常项目收支	外国短期投资与 FDI 比例
泰国	下降	降低		较高		较高		赤字较大	赤字较大	过大
马来西亚	下降			较高	上升				赤字较大	
菲律宾	下降	降低	较高	较高	上升		较低	赤字较大		过大
印度尼西亚	下降		较高			较高			赤字较大	
新加坡	下降									过大
韩国			较高	较高		较高		赤字较大	赤字较大	过大
中国香港										
中国台湾省										
中国			较高							

如果将上述指标的较好表现视为"优点",将其较差表现视为"缺点",结果便是:

	中国香港	中国台湾省	中国	新加坡	马来西亚	印度尼西亚	韩国	泰国	菲律宾	墨西哥
优点	10	10	9	8	6	5	5	4	2	0
缺点			1	2	4	4	5	6	8	10
不能判断						1				

由图可见，就这 10 项指标来说，无论是国内指标还是国际指标，香港都远远好于泰国：香港的“优点”为 10，而泰国的“优点”仅为 4。

其次，香港的外汇储备规模十分强大，防御国际金融市场波动的能力强。截止 1997 年 6 月底，外汇基金共有 697 亿美元，加上有香港金融管理局另立帐户管理的土地基金外币资产，共达 820 亿美元，在全世界排名第五位。再加上拥有 1210 亿美元外汇储备的中国内地[9]和拥有外汇储备丰厚的台湾和澳门，大中华经济圈的外汇储备估计不少于 3740 亿美元。

最后，香港政府经过多年逐渐建立起一套现代化的、严格规范、法制健全的金融管理体系也是港币稳定的重要原因之一。相比之下，泰国在金融政策上的漏洞和缺陷为危机的发生提供了条件，如泰铢可自由兑换政策使外国人可持有泰铢帐户，以及对银行用高利率吸收存款进行高风险投资缺乏金融监管等。

四、面对金融陷阱我国政府该如何防范

2004 年底，全球有多达 1 万亿美元的游资在豪赌人民币升值。尽管中国官方未提及国际游资数量，但诸多学者估计流入中国内地的热钱为 200 亿到 500 亿美元。中国内地经济规模约为 1.7 万亿美元[10]，如果国际游资趁人民币处于升值压力时发起狙击，我国将损失巨大。近期人民币刚刚小幅升值，因此，防范金融陷阱对我国政府来说，既是当务之急，也是长远之计。

1、加强对国民经济的宏观控制。

由图 2 可见，此次东南亚危机的重要原因是东南亚各国经济结构失调，导致经济发展缺乏动力，国民经济稳定性不高，因而容易受到国际市场的冲击。必须根据国际市场形势的

[9]韩秀云，王辉，吴栋：《东南亚金融危机与香港》，《清华大学学报（哲学社会科学版）》1997 年第 12 卷第 4 期

[10] 《北京晨报》2004 年 11 月 25 日

变化和国际分工格局的调整，适时对我国的经济结构和经济增长方式进行调整，才能保证我国国民经济持续、快速、健康地增长。同时对我国宏观经济运行状况，如经济增长率、进出口和经常项目状况、外汇储备和银行业经营等，进行严密地监测，及时发现问题并进行调整。

2、加强金融监管，提高抗金融风险能力。

香港之所以在这次东南亚金融危机中波动较小，与其建立了一套现代化的、严格规范、法制健全的金融监管体系，具有较高的抗金融风险能力是分不开的。我国要逐步构建这样一套金融管理体系，就必须完善金融监管法规，提高金融监管机构的调控能力，加强对金融机构的监管力度，规范证券和房地产市场的发展，防止过度投机及经济泡沫化，加强对引进外资的管理，对外资进行必要的调控和引导，改善外资结构，以杜绝外资投机化和对外资的过度依赖。

3、慎重开放金融市场，适度进行金融自由化。

金融自由化和国际经济一体化是世界发展的趋势。20 世纪 80 年代以来，西方发达国家普遍开始金融自由化，许多发展中国家在“金融深化”理论的影响下也逐步实施金融体制改革，如减少政府对金融的干预，实行利率自由化等。东南亚各国在这股热潮的冲击下，过快地开放金融市场，放松金融管制，却没能建立起有效的配套机制，结果自受其害。我国必须根据本国国情，循序渐进地开放资本项目，分步骤实施资本帐户的开放，使其与国内金融改革相适应。

参考文献:

[1]裴桂芬，马文秀等:《国际金融动荡研究》，北京：人民出版社，2003 年 12 月

[2]陈儒:《对冲基金与国际金融市场》，北京：中国财政经济出版社，2001 年 12 月

[3]孙健主编:《金融危机与国家安全》，北京：经济科学出版社，1999 年

[4]易纲，赵晓，江惠琴:《对冲基金·金融风险·金融监管》,《国际经济评论》，1999 年 1 月

[5]盛洪:《对冲基金·金融市场与民族国家》

[6]伞锋:《东南亚金融危机：来自知识经济的挑战》,《中国金融形势月报》1998 年 5 月

[7]朱民，方星海:《货币危机，银行危机，宏观危机和政策危机》,《国际金融研究》1997 年第 11 期

[8]韩秀云，王辉，吴栋:《东南亚金融危机与香港》,《清华大学学报（哲学社会科学版）》，1997 年第 12 卷第 4 期

[9]张宏:《一九九七年世界金融危机的形成机制及我们的对策》,《理论导刊》1998 年 6 月

International Financial traps and How China Guard Against Them

Jiang Ran1　Huo Xiaobo2

(1,2, Economics & Management School Of M Beijing University Of Technology, Beijing,100022)

Abstract:The financial derivative instrument, which was developed from 1960', pushs the hedge funds innovate and develop, thus helps the international speculators establish finance traps. This article firstly elaborates the commonly-used methods that the hot money and hedge funds pound at the financial markets, and then selects the typical country and area: Tailand and Hongkong in the Asia financial crisis to make the contrast analysis. At last, the author makes suggestions on how to guard against the financial traps.

Key words:Hedge funds,　Financial traps,　Asia financial crisis

收稿日期：2005-10-18

作者简介：蒋然，北京工业大学经济与管理学院，硕士研究生，国际贸易与金融风险防范方向；
贺晓波，北京工业大学经济与管理学院，副教授，硕士生导师

（责任编辑：程均丽）