

# 淺談對沖基金

林金賢

中興大學企管系教授

csvincentlin@dragon.nchu.edu.tw

每當重大金融風暴發生時，我們經常可以在報章雜誌上看到有關對沖基金的新聞，而其內容為何，相較於其他類型的基金，較不為人們所熟悉。在亞洲，對沖基金更經常是政治議題中的負面因素，甚至有些人認為對沖基金是造成 1997 年亞洲金融風暴的主要禍首之一。對於此類型基金一般人的認知是金額非常大，相關的訊息較不透明。但事實上所謂的對沖基金，本質上是一種避險基金，正面操作的對沖基金可使景氣暢旺，又是自由市場中資金流動不可或缺的工具，投資者在操作允當的情境下除了可以避險外，並且可以進而獲利。然而當此類型基金利用高度的財務槓桿在金融市場上尋找攻擊目標，並且以破壞金融體系的穩定性來謀取暴利時，將使當地政府的經濟市場產生劇烈變動，因此也就較不受到當地政府的歡迎，另外，由於此類型基金進出市場的速度非常快，因此國際型的對沖基金又被稱之「熱錢」。可見對沖基金有其正面與負面的影響。那到底什麼是對沖基金？為何對沖基金可以造成這樣的經濟波動？在回答這些問題時，讓我們先了解什麼是對沖基金和它基本的操作方式。

## 一、什麼叫對沖基金？

在財務金融上，「對沖」被定義為刻意減低某一項投資風險的投資手法。這是一種在減低商業風險的同時仍然能在投資中獲利的操作方式。而這種操作手法在外匯市場中最為常見，其基本邏輯就是同一時間買入一種外幣，也要同時賣出另外一種貨幣。理論上，買入一種貨幣和賣出另一種貨幣，要金額大小一致，才算是真正的對沖，否則兩邊金額大小不一樣就做不到對沖的效果。

這樣做的原因，是因為世界外匯市場主要都以美元做為計算的單位。所有外幣的升跌都以美元作為相對的外匯報價。美元強，即外幣弱；外幣強，則美元弱。美元的升跌影響所有外幣的升跌。所以，若看好一種貨幣，但是想要減低風險，就需要同時賣出一種看淡的貨幣。買入強勢貨幣，賣出弱勢貨幣，如果估計正確，美元弱，所買入的強勢貨幣就會上升；即使估計錯誤，美元強，買入的貨幣也不會跌太多，整體來說仍有可能獲利。

什麼又是「對沖基金」呢？金融期貨和金融期貨選擇權又稱之為金融衍生性商品，它們通常在金融市場中被利用作為規避風險的手段。隨著人們對衍生性金融工具的瞭解逐漸深入，在金融市場上，當基金經理人開始利用各式各樣的買空賣空、風險相沖的金融操作技巧，形成以盈利為最終目標的投資策略時，這類型的基金便被稱為對沖基金。

## 二、對沖基金的起源與發展【1】

對沖基金，其字面上的意義意指「已降低風險的基金」。而這樣的基金起源於 1940 年代初期的美國。當時的基金操作宗旨在於利用期貨或是期貨選擇權等衍生性金融商品以及對具有相關聯的不同類別的股票進行買空賣空、風險相沖的金融操作技巧，在一定程度上可避免和減低一定程度的投資風險。雖然對沖基金在 50 年代已經出現，但是並未引起人們的太多關注，直到 80 年代，隨著全球金融自由化的蓬勃發展下，對沖基金才有了更多的投資機會，從此進入了快速成長的階段。90 年代，世界通貨膨脹的威脅逐漸減少，同時金融工具日趨成熟和多樣化。據英國《經濟學人》的統計，從 1990 年到 2000 年，光是從美國及英國就產生了約有 3000 多個新的對沖基金。在 2002 年之後，雖然對沖基金的收益率明顯的下滑，但對沖基金的規模依然持續擴大，截至目前為止，全球對沖基金總資產額已超過 1.1 兆美元。

對沖基金與傳統基金最大的分別是在於投資的權限。傳統基金一般必須按照明訂的投資策略及限制進行投資，但對沖基金在投資權限方面則具有很高的彈性。例如在市場呈現一片榮景時，對沖基金可以與傳統基金一樣採用買入期貨合約的策略；但當市場呈現下跌走勢時，對沖基金亦可利用賣空及對沖等策略繼續爭取利差。此外，在投資績效方面，傳統基金會直接受市場影響；相反，對沖基金的投資績效主要視乎基金經理人的能力，因此基金經理人的能力、經驗及技術是此類基金表現的關鍵。以投資目標而言，傳統基金所爭取的是相對於大盤表現相對報酬率，而對沖基金的目標則是不管大盤漲跌追求絕對的報酬率。下表則列出對沖基金與一般共同基金的差異點。

對沖基金與共同基金差異一覽表【8】

|       | 對沖基金                                                         | 傳統基金                                                 |
|-------|--------------------------------------------------------------|------------------------------------------------------|
| 績效    | 追求「絕對報酬」                                                     | 追求「相對報酬」                                             |
| 市場關聯性 | 與市場關聯度較低。                                                    | 傳統基金與市場關聯度高。                                         |
| 投資工具  | 對沖基金均運用衍生金融工具以降低風險並提升報酬率。                                    | 傳統基金較少使用衍生性金融工具。投資工具的使用上較缺乏靈活性。                      |
| 費用    | 對沖基金一般是以表現作為收取費用的基礎，基金經理人的獎勵亦是以獲利情況而定，如此可以有效鼓勵基金經理人以最佳報酬為目標。 | 傳統基金經理人是以所管理資產之固定百分比作為收取費用的基礎，因此基金獲利或虧損，均不會直影響其收費標準。 |

### 三、對沖基金的操作策略與運作【1】

在最早期的操作中，基金經理人在購入某一種股票後，同時也會購入這種股票在一定價位和履約時點的選擇權中之賣權（Put Option）。賣權的效用在於當股票價位跌破當初可以約定的價格時，賣權的持有者可將手中持有的股票以約定的價格賣出，從而使股票跌價的風險得到對沖的效果。在另一類對沖操作中，基金管理人首先選定某類行情看漲的行業，買進該行業幾支優質的股票，同時以一定比率賣出該行業中幾支劣質股。如此組合的結果是，如該行業預期表現良好，優質股漲幅必超過其他同行業的股票，買入優質股的收益將大於賣空劣質股的損失；如果預期錯誤，此行業股票不漲反跌，那麼較差公司的股票跌幅必大於優質股，則賣空股票所獲的利潤必定會高於買入優質股下跌造成的損失。正因為如此的基金操作策略，使得早期的對沖基金具有避險保值的管理形式。如今，人們對衍生性金融工具的理解逐漸深入，對沖基金受到青睞的主因可能不再是避險而是以獲利為主了。從 1999 年到 2002 年，普通共同基金平均每年損失 11.7%，而對沖基金在同一期間卻能獲利 11.2%，這也就是造成投資者趨之若鶩的原因所在。

### 四、對沖基金的特點

事實上，對沖基金的本意是為了避免風險，而並不是大量的使用財務槓桿原理，讓暴露在風險的部位增加。而有些對沖基金的操作目的確實只是為了確保不使本金虧損及賺取合理的報酬而已。因此在對沖基金之投資報酬率與市場關聯性並不高的前提之下，將此類型的基金納入投資組合中將可以降低投資組合的波動性。這就是為什麼許多的退休基金、保險公司、銀行及擁有高資產的財金人士，會透過對沖基金來降低投資風險和提高整體投資組合報酬率的原因了。其實對沖基金的種類非常的多，不同種類的對沖基金在投資報酬、波動性及風險上都具有相當大的差異。因為對沖基金強調使用各式各樣的投資組合以追求最佳績效，所以對沖基金的表現相對於傳統的股票及債券型基金更為穩定且獲利更高。因此活用對沖基金在平衡型的投資組合中加入對沖基金，往往可以使得整體投資風險及波動性降至最低，並且更能提高投資組合之報酬率。

到底有哪些著名的對沖基金呢？【1,6,7】

在許許多多的對沖基金中最著名的莫過於喬治索羅斯的量子基金及朱里安羅伯遜的老虎基金，它們都曾創下高達 40%至 50%的報酬率。採取高風險的投資策略，為對沖基金可能帶來高收益的同時也為對沖基金帶來不可預估的損失。正所謂高報酬的背後隱藏的即是高風險的危機，因此規模再大的對沖基金都不可能在金融市場中永遠處於不敗之地。

## 1. 量子基金

喬治索羅斯 1969 年量子基金的前身為雙鷹基金由喬治索羅斯創立，註冊資本為 400 萬美元。1973 年該基金改名為索羅斯基金，資本額躍升到 1200 萬美元。索羅斯基金旗下總共擁有五個風格各異的對沖基金，其中，量子基金是最大的一個，亦是全球規模較大的幾個對沖基金之一。量子基金最初由索羅斯及另一位對沖基金的名家吉姆·羅傑斯創建於 60 年代末期，開始時資產只有 400 萬美元。基金設立在紐約，但其出資人皆為非美國國籍的境外投資者，從而避開美國證券交易委員會的監管。量子基金投資於商品、外匯、股票和債券，並大量運用金融衍生產品和槓桿融資，從事全方位的國際性金融操作。1979 年索羅斯再次把旗下的公司改名，正式命名為量子公司。之所謂取量子這個詞語是源於海森堡的量子力學預測不準原理，此定律與索羅斯的金融市場觀相吻合。根據預測不準定律認為：在量子力學中，要準確描述原子粒子的運動是不可能的。而索羅斯認為：市場總是處在不確定和不停的波動狀態，要能準確評估是很困難的。

## 2. 老虎基金

1980 年著名經紀人朱利安羅伯遜集資 800 萬美元創立了自己的公司——老虎基金管理公司。在 90 年代中後期，老虎基金管理公司的業績節節攀升，在股、匯市投資中同時取得不斐的業績，其資產亦由創建時的 800 萬美元，迅速膨脹到 220 億美元，並以年均盈利 25%的業績，成為美國績效最好的對沖基金之一。

在 1998 年的下半年，老虎基金在一系列的投資中失誤，從此走下坡路。1998 年期間，俄羅斯金融危機後，日元對美元的匯價一度跌至 147：1，朱利安羅伯遜預期日圓將下跌至 150：1，於是命令旗下的老虎基金、美洲豹基金大量賣空日元，但日元卻在日本經濟沒有任何好轉的情況下，在兩個月內急升到 115 日元，羅伯遜損失慘重。在有統計的單日（1998 年 10 月 7 日）最大損失中，老虎基金便虧損了 20 億美元，1998 年的 9 月份及 10 月份，老虎基金在日元的投機上累計虧損近 50 億美元。到了 1999 年老虎基金損失了 19%，2000 年第一季度又虧掉了 13.5%。而投資者反而釜底抽薪，共撤走了 77 億美元，給了“老虎”最致命的一擊，因此在不得已的情況下宣佈將結束旗下六支對沖基金的全部業務。老虎基金倒閉後對 65 億美元的資產進行清盤，其中 80%

歸還投資者，朱利安羅伯遜個人留下 15 億美元繼續投資。

最初期的對沖基金著重的是風險管控，期望在風險最小下的合理報酬，但是現在的對沖基金則是在追求高風險高報酬的誘因下進行，而且有些對沖基金追求的是絕對報酬，哪裡有利就傾全力把資金全部投入進行套利行為，因此被攻擊的國家被破壞得越嚴重，對實施攻擊的對沖基金越有利。其結果，是對沖基金與民族國家之間的一次財富再分配。從分配的公正性角度看，對沖基金的這種行為被認為接近於壟斷，那麼它所獲得的收入則近乎壟斷利潤。經濟學界所公認，市場作為一個配置資源的機制是有效的，但是，一旦有對沖基金操縱價格，不僅輸贏的機會不均等，而且會導致對包括貨幣體系在內的市場本身的破壞，更談不上提高市場的效率了。從經濟學的價值觀來看，既然沒有效率，也就缺乏道德基礎。因為這種行為導致的財富再分配，贏者的收入不僅以輸者同等的損失作為代價，而且以輸者更大的損失，以至於其貨幣體系及經濟機制的崩潰和失效為代價；從全球角度看，都是一種福利損失。

五、那麼近年來又有哪些對沖基金在投資上所發生的重大事件？【1,6】

### 1.1992 年狙擊英鎊

1979 年初，當時的歐洲尚未統一貨幣的使用，因此歐洲經濟共同體率先統一了各國的貨幣兌換率，組成歐洲貨幣匯率連保體系。該體系允許會員國在 25% 的範圍內上下浮動，但是如果某一會員國貨幣匯率超出此範圍，其他各國中央銀行將採取行動出面干預。但是這樣的措施卻埋下了日後英鎊被狙擊的命運，因為歐洲共體成員國的經濟發展不一致，財政政策根本無法統一，各國貨幣受到本國利率和通貨膨脹率的影響各不相同，因此某些時候，連保體系強迫各國中央銀行做出違背他們意願的行動，如在外匯交易強烈波動時，那些中央銀行不得不買進弱勢的貨幣，賣出強勢的貨幣，以保持外匯市場穩定。一直到了 90 年代初，為配合歐洲共體內部的聯繫匯率，英鎊匯率被人為的操作固定在一個較高水平、引發國際貨幣投機者的興趣。索羅斯的量子基金率先在市場上大規模拋售英鎊並且買入德國馬克。英格蘭銀行雖大力拋出德國馬克購入英鎊，並配以提高利率的措施，但仍然不敵量子基金的攻擊而退守，英鎊被迫退出歐洲貨幣匯率體系而改採自由浮動制度，短短 1 個月之內英鎊匯率下挫 20 %、而量子基金在此英鎊危機中獲取了數億美元的暴利。在此後不久，意大利里拉亦遭受同樣命運，只能任由對沖基金的宰割。

### 2. 亞洲金融風暴

1997 年下半年，東南亞發生金融危機，許多東南亞國家如泰國、馬來西亞和韓國等長期依賴中短期外資貸款維持國際收支平衡，而這些國家的匯率大多偏高並保持與美元固定或連動的匯率制度，這給了沖基金一個很好的攻擊對象。1997 年 7 月，量子基金大量賣空泰銖，迫使泰國放棄維持已久的與美元掛勾的固定匯率而被迫改採自由浮動機制，但也因此引發了一場泰國金融市場

的貨幣金融風暴，造成泰銖大幅度的貶值。而這個貨幣金融風暴很快的波及到所有東南亞實行貨幣自由兌換的國家和地區，之後對沖基金試圖狙擊港元，但香港金融管理局擁有大量外匯存底，加上當局大幅調高利率，使對沖基金的計劃沒有成功，但高利率卻使香港恆生指數急跌四成，索羅斯認為同時賣空港元和港股期貨，前者使利率急升，拖跨港股，就「必定」可以獲利。然而，香港政府卻在 1998 年 8 月在股匯市進行干預，令對沖基金同時在外匯市場和港股期貨市場中鎩羽而歸。

#### 六、投資者應如何選擇對沖基金？

最後，對一般投資大眾而言，到底應該怎麼選擇一支好的對沖基金呢？其實這跟選擇一般的共同基金一樣，選擇由政府機關認可的對沖基金比較有保障。對於一些剛接觸對沖基金的投資者，各種不同的投資策略可能很難馬上明瞭，因此他們可考慮本身可以接受風險的程度按照風險報酬的概念，選擇一支適合自己的對沖基金，基金經理人便會將資金做出最完善的分配，簡單方便亦可達致分散風險的效果。此外，聲譽良好、規模較大且有足夠資源投放在風險管理的對沖基金亦可帶給投資者較大的保障，如此一來將可以在一定的風險下，獲得最大的報酬率。

## 參考文獻

- 1、<http://zh.wikipedia.org/w/index.php?title=%E5%AF%B9%E5%86%B2%E5%9F%BA%E9%87%91&variant=zh-tw>。
- 2、經濟日報理財周刊，民國93年9月20日，「全方位探討對沖基金」。
- 3、<http://zh.wikipedia.org/wiki/%E5%B0%8D%E6%B2%96>。
- 4、[http://en.wikipedia.org/wiki/Hedge\\_fund](http://en.wikipedia.org/wiki/Hedge_fund)。
- 5、任志剛，民國96年，「對沖基金的角色」，香港金融管理局每周意見專欄。
- 6、<http://wiki.hexun.com/view/913.html>。
- 7、<http://wiki.mbalib.com/w/index.php?title=%E8%80%81%E8%99%8E%E5%9F%BA%E9%87%91&variant=zh-tw>。
- 8、公務人員退休撫卹基金電子報，民國95年4月，第5卷第2期。