

# 美对冲基金爆仓警示录:高杠杆是把“杀猪刀”

□本报记者 吴娟娟

回顾起3月26日的那个夜晚，中国香港一家私募机构的负责人蒋铭（化名）至今仍心有余悸。

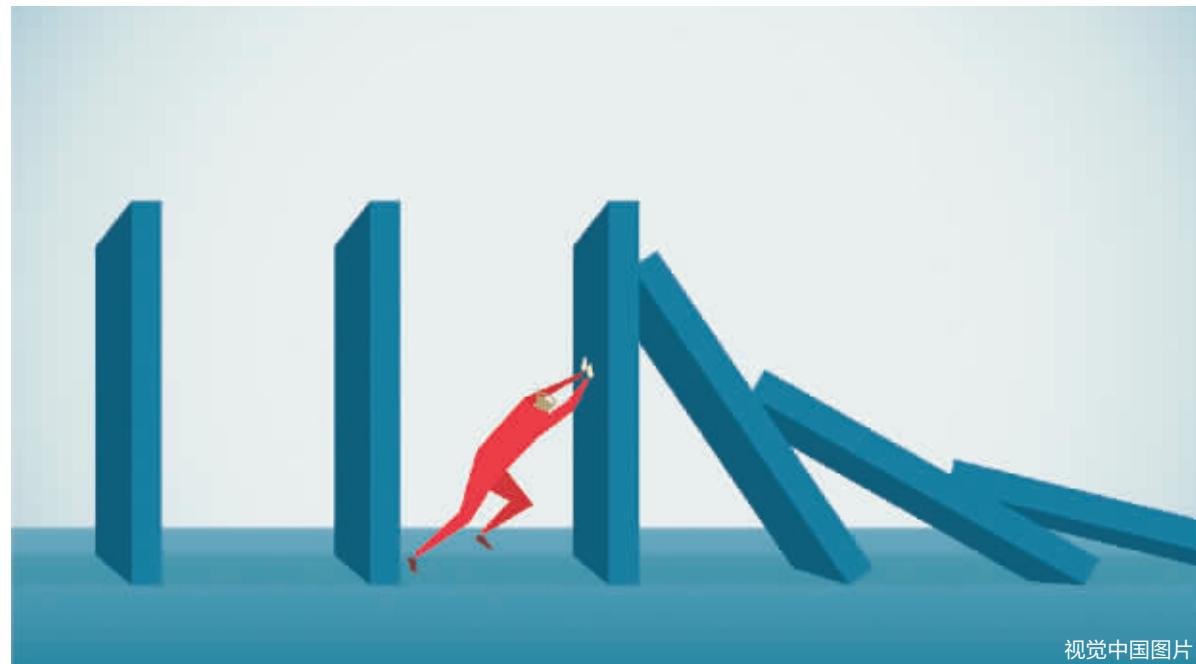
当夜的美股投资圈，一则“来自纽约的某对冲基金爆仓了”的消息悄然流传，令人惴惴不安。紧接着，机构们发现，与这家传闻涉及的对冲基金合作机构如高盛等投行已开始抛售手中的股票，而且抛售金额十分惊人。市场的不安瞬时演化为恐慌，惊慌失措的交易员们和蒋铭一样，被同样一个问题沉甸甸地压在心头：这家对冲基金会成为另一个雷曼兄弟吗？

这家名为Archegos资本的对冲基金在此后两周时间里一直是全球资本市场高度关注的对象：数十亿美元灰飞烟灭，7家合作投行同遭劫难。瑞信计提了47亿美元的亏损。野村集团则公告表示，可能遭受20亿美元的损失。这次危机的余波至今未能消散。

高杠杆操作是此次Archegos资本爆仓的重要原因之一。这导致对冲基金的决策更像一场赌博，一旦市场风向发生变化，哪怕是微风也可能随着杠杆倍数放大成惊涛骇浪。Archegos资本此次爆仓，只是又一次将这种高风险暴露在大众面前，很多投行开始风声鹤唳。

“现在全球各大投行都应该都在紧张排查，唯恐客户中出现下一个Archegos资本。”蒋铭说。他告诉中国证券报记者，业内都在反思，为什么风险如此明显，投行们还是乐意与诸如Archegos资本之类的对冲基金合作，让他们可以轻易通过衍生品进行高杠杆操作。

有机构人士更是直言，Archegos资本事件带来的启示是，随着市场波动加大，投资者需要系好安全带，小心驾驶。



视觉中国图片

## 惊魂一夜

当Archegos资本爆仓的消息传来，一瞬间，蒋铭感觉到了一股逼人的寒气。

此前在某外资投行工作时，蒋铭曾与Archegos资本合作。据他所知，在出事前，该外资投行仍在与Archegos资本合作。该外资投行也是目前蒋铭所在中国香港某私募基金的交易对手。也就是说，经由这家投行，蒋铭所在私募机构的命运与远在大洋彼岸的这家对冲基金开始密切关联。

蒋铭意识到，如果Archegos资本的爆仓拖垮了与他合作的机构，包括蒋铭所在私募的交易对手方，那么他所在的私募机构也就完了。

“那天晚上，从美股开盘一直到深夜两点，我们一直在开会，在算账。既要估算爆仓对冲基金持仓的市值，又要估算爆仓对冲基金的杠杆倍数，还要估算与之合作的机构可能遭受的损失。到了凌晨，才差不多算清楚。”蒋铭说，“根据我们的估算，这些投行可能会遭受损失，但不至于破产。作为交易对手，我们应该也没有大的问题。这时，我们才稍微松了一口气。”

但此后两周，Archegos资本爆仓事件的发酵程度，还是让蒋铭感到后怕。在3月26日短短一天，Archegos资本账户上数十亿美元灰飞烟灭。与之合作的7家投行备受冲击，有的投行直到现在仍在消化危机带来的影响。欧洲老牌投行瑞信在Archegos资本爆仓之后，已计提约47亿美元亏损。此外，瑞信还遭受人事地震，原投行负责人和原首席风险合规官离任。而Archegos资本爆仓之后，野村集团公告表示，可能遭受20亿美元的损失。

也是在这一夜，曾被投行圈奉为“神”一样人物的Archegos资本创始人Bill Hwang，就此走下神坛。蒋铭告诉中国证券报记者，在过去一年，Bill Hwang的持仓收益惊人。以其持有的重仓股百度为例，Wind数据显示，2020年1月1日至2021年2月22日期间，百度股价上涨了165.66%，而Bill Hwang可能使用了5倍甚至更高的杠杆。这意味着在此期间，他在百度上获得的收益超过8倍。而与之形成鲜明对照的是，过去很长一段时间，美国大多数对冲基金一直处于跑不赢指数的尴尬境地。正是敢放杠杆、敢押重注的作风，让Bill Hwang在全球投行圈中“封神”。

资料显示，事发之前，尽管公众对Bill Hwang知之甚少，但是他在投资圈却颇有名气。他曾任职于大名鼎鼎的老虎基金。2001年他自立门户，创立老虎亚洲基金。2012年他因内幕交易，被迫关闭老虎亚洲基金。他此后将经营的家族办公室投资机构取名为“Archegos资本”。另据媒体报道，Bill Hwang深得老虎基金创始人朱利安·罗伯逊厚爱。即便Archegos资本爆仓闹得沸沸扬扬，朱利安·罗伯逊仍表示力挺Bill Hwang。

## 赌错的后果很严重

爆仓之前，谁也没想到，Bill Hwang也会犯大错！在高杠杆的放大效应下，一次大错，就有满盘皆输的风险。

蒋铭告诉中国证券报记者，新冠肺炎疫情发生之后，美联储大举放水，美股屡创新高，但是“音乐终究有停下来的一天”。在蒋铭看来，事发之前，美联储其实已经发出了风向逆转的信号：3月19日，美联储宣布SLR（Supplementary Leverage Ratio，补充杠杆率）3月底到期后不再续期。只是Bill Hwang没有关注到，或者没有特别重视这一信号。

据了解，SLR是美联储针对商业银行的资本充足率指标。资料显示，2008年金融危机之后，美联储修改了SLR相关规定，根据最新要求，摩根大通、花旗等8家系统重要性银行需满足SLR最低5%的要求。新冠肺炎疫情发生后，2020年4月1日，美联储等监管机构暂时修改规定，从而大幅降低了美国大型银行的资本充足率指标考核压力。受此影响，2020年3月之后，美国商业银行现金资产以及贷款的增速均出现了明显的提升。

中金公司固定收益研究部门指出，SLR减免措施最重要的一点是，得以让美国银行业大举买入美国国债。分析人士此前曾预测，若SLR减免措施不能延期，美债长端抛售将会继续。

果然，3月19日美联储相关消息发布后，当天美国10年期国债收益率短线上行3个基点至1.73%，并于美股当日开盘后20分钟内再度站上1.75%，稳站一年高位。当日的美国股市走势则恰恰相反，道指跌幅不断扩大，原本高开的纳指一度转跌，银行、航空和能源股普跌。

高杠杆重注压向中概股的Bill Hwang，似乎有自己的想法。3月19日，部分中概股依然收涨。例如唯品会、腾讯音乐等。在蒋铭看来，唯品会、腾讯音乐均为Archegos资本持有的股票，这些中概股当日的逆势上涨，Bill Hwang或许正是幕后推手。但糟糕的是，Bill Hwang最终也不能阻挡大趋势，他重仓持有的部分中概股此后一路走低，真真切切将Bill Hwang拉下了神坛，Archegos资本最终难以避免爆仓的命运。

百亿私募银华投资近日发表观点表示，美国及其他发达国家央行实施超宽松的货币政策，全球流动性泛滥，资产价格单边上扬。这种环境下，加大杠杆做多的风险没有体现出来。潮水总有一天要退去，超宽松政策总有一天要退出。2021年全球金融市场宏观环境与2020年大不相同。在市场波动加大的前提下，使用高杠杆的激进投资策略会面临较大风险。

## 拷问“家族办公室”

除了排查客户中的“下一个Archegos资本”，机构人士关心的问题还包括：为什么投行

乐意与Archegos资本合作，让他可以轻易通过衍生品进行高杠杆操作？按照常理，2012年Bill Hwang曾因内幕交易被罚，这会让他进入国际大投行的“黑名单”中。但事实是，诸多国际投行却给他大开绿灯。

针对这个问题，一家投行人士介绍说，一般来说，投行与对冲基金合作时要了解后者的背景，通常要看3-5年的历史记录，考虑到Archegos资本的资产体量，在这些投行开户应该是没有问题的，“很可能是这些投行有意无意地忽视了Archegos被罚的记录”。

值得注意的是，Archegos资本爆仓之后，也引发了市场对家族办公室投资机构的关注。此前，像Archegos资本一样的家族办公室，向来处于监管的空白地带。

机构人士解释称，由于家族办公室不对外募资，因此对他的监管相对其他类型的对冲基金更为宽松。例如，美国监管部门要求管理他人资金超过1亿美元的对冲基金在每个季度结束的45天内披露其上一季度末的持仓情况，但由于家族办公室并未管理“他人”资金，因此得以豁免。此外，家族办公室不受与投资者协议的约束，管理人员可以“随心所欲”。正因如此，有不少人在转为家族办公室之后，投资风格比以前更为激进。或许正是因为处于监管空白，Bill Hwang才得以在9年时间里利用衍生品加杠杆，将Archegos资本的资产规模从2012年创立时的约2亿美元推高至近100亿美元。

专门为家族办公室提供服务的咨询机构Circulus集团专家表示，家族办公室早已取代其他类型的对冲基金，成为风险偏好最高的投资机构之一。机构人士认为，这背后可能有多重原因：一是家族办公室本身越来越习惯冒险；二是近年来不少“胆子大”的投资者开始关闭对冲基金，经营自己的家族办公室，其中就包括赫赫有名的投资者大鳄索罗斯和在2008年金融危机中赚得盆满钵满的约翰·保尔森等。

2020年，瑞银证券曾发布一份关于全球家族办公室的研究报告显示，121家管理规模最大的家族办公室管理的净资产超过了1421亿美元。瑞银证券统计显示，69%的家族办公室成立于2000年之后。随着家族办公室管理规模增加，有些家族办公室选择开始热衷于通过风险更高的投资策略来提升收益。

此前，人们一度认为，只管理自家财富的家族办公室不对别的投资者担负信息披露义务，因此“自己想怎么玩都行”。不过，机构人士表示，Archegos资本事件显示，全球金融机构联系愈加紧密，即便是不对外募资的家族办公室仍可能对金融系统造成重创。

眼下，全球监管机构仍在排查Archegos资本爆仓的“后患”。瑞士金融市场管理局、美国证交会等均表示，正在关注Archegos资本事件可能造成的影响或对相关爆仓事件启动初步调查。