

开放经济下投机攻击的策略分析*

郭清马

(北京农村商业银行,北京 100034)

摘要: 本文通过分析开放经济下的投机攻击策略,探讨了投机者实施投机攻击需要的市场条件,具体分析了不同微观市场结构中投机者发动攻击的策略组合,并以图解方式清晰展现出投机者攻击一国汇率的复杂行为。

关键词: 开放经济; 投机攻击; 市场条件; 策略组合

中图分类号: F830 文献标识码: A 文章编号: 1008-6439(2007)02-0057-04

Analysis of the strategy for speculative attack under the background of open economy

GUO Qing - ma

(Beijing Rural Commerce Bank, Beijing 100034, China)

Abstract: This paper analyzes the strategy for speculative attack under the background of open economy, discusses market condition in which speculators implement speculative attack, in practice, analyzes strategy combination for speculators to launch attack in different micro - market structures and clearly demonstrates the complex behaviors for speculators to attack the exchange rate of a country through diagrams.

Key words: open economy; speculative attack; market condition; strategy combination

一. 投机攻击策略实施的市场条件

随着投机者操纵投机资本规模的扩大和先进金融分析技术在投机中的应用,现代投机者再不像传统意义上的投机者那样仅仅利用即期外汇市场和自有资本赚取投机收益,而是转而采用复杂的投机组合策略进行投机,即在利用自有资本和大量融资的基础上,不仅应用各种金融工具(包括股票、债券、外汇、期货等)进行投机,而且还充分运用中央银行的防御手段进行再投机,不仅攻击外汇市场,而且还利用外汇市场与证券市场、衍生工具市场的联动关系在这些市场上同时进行投机。这样复杂的投机组合策略就使其投机的各个部位互相强化,从而为其创造出更多的获利机会。从 20 世纪 90 年代以来国际投机资本冲击一国金融市场的情况看,实施复杂的组合投机策略,需要具备一些基本的前提条件:

1. 固定汇率制下的汇率(或币值)高估。汇率高估的货币容易成为投机攻击的主要对象,汇率高估可以是因为国内

问题造成的,也可以是因为被其钉住的货币拉高的。在固定汇率制下,如果一个国家的货币存在着汇率高估,市场上就会形成这种货币早晚贬值预期。如果货币贬值了,手持持有该国货币资产的投资者就会受到很大的损失。这时若投机者大量抛售本币,就会加剧货币贬值的预期,进而出现信心危机,在羊群效应刺激下投资者就会为规避汇率风险而卷入到抛售本币的浪潮中,最终酿成货币危机。

2. 在资本项目下允许外国投资者开立短期本币账户,该国货币能够较充分地自由兑换。这是因为,无论一国的汇率如何脱离了长期的均衡汇率,也无论国际货币投机者是如何居心叵测,要想对一国的货币进行投机(使其贬值),一个基本的条件是投机者手中握有该国货币。而一旦该国的货币开始出现下跌,并且这种下跌是一种狂潮而不仅仅是暂时的波动,本币的广大持有者必须能够以较低的代价把本币兑换成外币。换言之,贬值的可能性变成现实性是以外汇的自由

* 收稿日期 2007-01-22

作者简介:郭清马(1977年-),男,山西临汾人,北京农村商业银行,博士,从事国际金融研究。

化程度和外国资本的流动性为条件的。只有实现了货币的可自由兑换,经常项目和资本项目均实现自由化,国际投机者才可能同时进入该国的外汇市场和本币的同业拆借市场,才有可能持有本币,继而抛售本币。

3. 该国外汇市场和资本市场规模较小,但对外国投资者的开放程度较高,外汇管制较少。现代投机者使用的全方位立体投机策略,要求投机者能同时进入该国的外汇市场和本币同业拆借市场,即投机者不但能在该国从事外币业务经营,还能从事本币业务经营;同时,在该国的外汇市场上,有外汇的期货业务。对于全方位立体投机,还要求投机者能从事该国的资本市场业务(或其它可产生泡沫和投机的业务,比如楼市)。相对而言,规模较小、开放程度较高的外汇市场和资本市场更容易受到大的交易者的操纵。

4. 投机者可通过各种渠道借入该国货币。投机者与央行各自的实力对比往往是决定投机能否成功的最后关键。在货币危机频发的国际金融市场上,为抵御突发性的投机攻击,很多国家的货币当局都签有货币互助协议,投机者仅仅依靠自有资本尚无能力与多国货币当局抗衡。因此,投机者要想攻击成功,不仅需要增加自己的实力(自有资本),更需要通过各种渠道融资以增加用于连续投机的本币数量。比如,通过该国国内本地银行间拆放往来吸收该国货币;通过该国银行与海外银行间的拆放往来吸收该国货币;或是在该国资本市场上发行各种可转让的债务工具等等。

在上述条件中,第一个条件是投机者能够获得高额投机利润的前提条件,第二个条件是大量国际投机资本流入该国的基本条件,而第三、第四个条件则从技术上满足了投机者冲击该国货币的条件。

二. 投机攻击的立体策略组合

就目前的文献来看,对投机攻击策略的研究主要集中在外汇市场,投机者也只简单地使用即期或远期交易赚取汇差。但今日之投机者不仅利用即期交易和远期交易,而且利用各种金融衍生工具进行投机(如空头期货合约、看跌期权等),甚至利用中央银行的防御手段做再投机(例如,当中央银行提高本币利率以抬高投机成本时,可能会诱使股市下跌,投机者既可利用股指期货交易进行投机,又可直接利用利率互换交易进行投机);投机攻击场所也不仅仅限于外汇市场,还涉及证券市场,不仅仅限于现货市场,还涉及期货市场及各种衍生品交易市场。可以说,今日之投机攻击是利用各种资产价格在各个市场之间内在的联动性所做的全方位的立体投机。下面我们就以“对冲基金”为例,用图解的方式对投机者的“全方位立体投机策略”——利用即期交易、远期交易、期货交易、期权交易、互换交易、股票交易等金融(衍生)工具同时在外汇市场、证券市场、衍生产品市场上的全方位立

体投机活动加以系统地归纳。

1. 通过即期外汇交易进行投机攻击。如果投机者预期本币将要贬值,其一般策略是在即期外汇市场上大肆抛空本币,购入外币,迫使本币贬值,待本币贬值后,再在即期外汇市场上大量抛出外币购入本币平仓。当然,本币贬值的关键之一一是抛空的力量是否足够强大,这取决于投机者是否掌握足够的本币筹码。通常,投机者可以通过四条途径获得本币筹码:其一,从国内银行贷款或拆入本币;其二,出售持有的本币计价资产;其三,从离岸金融市场融资换成本币;其四,从当地的股票托管机构借入股票并在股市上抛售,以换取本币。筹足本币筹码后,投机者在即期外汇市场上迅速地抛出本币购买外币,极力打压本币汇率,促使本币贬值,而后用手中的外币购回贬值的本币归还国内银行或离岸金融机构,或购入股票归还股票托管机构,从中获取高额的差价收益。当然在这种策略中,投机的成本是拆借利率,利率越高,投机的收益越小。例如,1997年泰国遭受投机攻击前1美元兑换25泰铢,且泰铢汇率高估。投机者事先通过曼谷国际银行业务设施(BIBF)、泰国境内的非居民泰铢账户(NRBA)、泰国银行在海外金融市场(重点是新加坡)的分支行以及新加坡的亚元市场借入大量泰铢,而后以1\$/25D(\$表示美元,D表示泰铢,下同)或更高的价格分阶段买进美元,当泰铢汇率逐步下跌到1\$/30D后,投机者再用美元换回泰铢,每1美元的交易将净赚4泰铢(当然要扣去拆借泰铢的利息成本)。这一过程可以用图1表示。

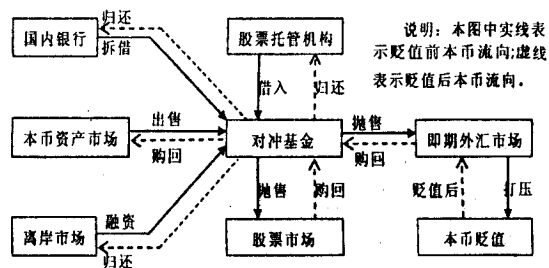


图1 通过即期外汇交易进行投机攻击

2. 通过远期外汇交易进行投机攻击。如果说即期外汇市场还需要现实的资金进行交易,那么远期外汇交易则为投机者提供了更大的活动空间。举例说明,假设3月1日泰铢的即期汇率为1\$/24.90D,90天远期汇率为1\$/25D,于是投机者卖出远期泰铢2500万,可换得100万美元。同时,在这三个月内,投机者不断将手中的泰铢以低价抛出,扰乱市场信心,泰铢汇率可能因而一跌再跌。假设60天后,泰铢的30天远期汇率已滑落到1\$/30D,则投机者只需83.33万美元即可买入交割期限相同的,同等数额的30天远期泰铢平仓,盈利达16.67万美元。如投机者预期泰铢汇率会继续滑落,也可等到远期合约期满,再从市场上购入泰铢平仓。此

时,可能泰铢已滑落到1\$/35D,则投机者的获利空间更大,当然,承担的风险也更大。利用远期外汇市场进行投机攻击的过程详见图2。

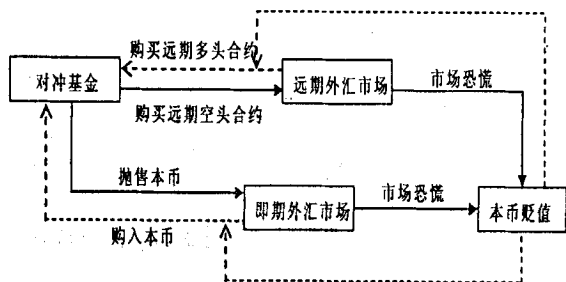


图2 通过远期外汇交易进行投机攻击

3. 通过掉期外汇交易进行投机攻击。在东南亚货币危机中,有些国家的外汇管理条例禁止外国人直接在国内货币市场借贷本币,如马来西亚,而泰国在1997年5月下旬也禁止本地银行拆借泰铢给离岸投机者。因此,投机者为了抛售本币,首先要在即期外汇市场上卖出美元,筹得本币,而在远期外汇市场上,则买入美元,卖出本币,即所谓掉期交易。对于通过远期合同交割货币,银行会要求投机者交纳保证金,但投机者可以利用杠杆作用成交十倍甚至更多倍数的交易。按照标准的做法,卖出远期合约的银行一般将利用即期和远期交易对冲,以消除货币币种和期限不匹配。因此,根据远期合约协议即将获得本币的银行,会在即期市场上卖出本币,买入外币,然后在掉期交易中,即期交割出外汇,并在掉期合同到期时收回外汇。这种对冲交易需要一个银行体系之外的交易对手,中央银行通常是唯一的自愿交易对手,在远期市场上购买本币(亦即掉期合同的远期那一端),最终是央行掌握了大量远期买入本币、交割外币的合约。在这一过程中,中央银行实际上为两个平衡交易提供了资金:它通过在即期市场中购买本币,缓解了因本币被抛售带来的汇率贬值压力,并且,最终为银行间掉期交易的远期提供了(美元)资金。掉期市场上,资金的贷出方是通过贴现窗口或中央银行融资工具进行融资,这样,中央银行实际上为冲击自己的投机行为提供了融资。这一过程如图3所示。

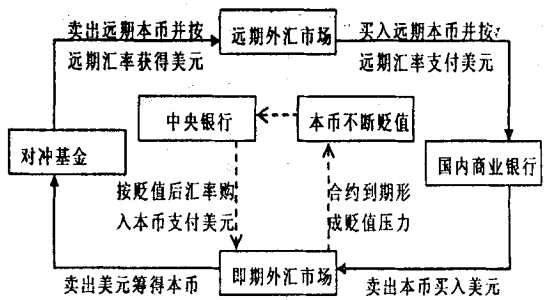


图3 通过掉期外汇交易进行投机攻击

4. 通过外汇期货、期权交易进行投机攻击。如果在即期外汇市场和远期外汇市场的双重打压下,本币贬值的趋势很明显,投机者还可以配合即期外汇市场交易和远期外汇市场交易,通过外汇期货、期权交易进行投机。即投机者事先购入本币空头期货或看跌期权合约,而后在即期外汇市场和远期外汇市场抛售本币,迫使其贬值,在贬值预期下本币期货价格下跌,而看跌期权溢价,这时投机者再进行对冲交易——以更便宜的价格购入本币多头期货或者以更高的价格卖出本币看跌期权,从而牟取汇差收益。具体过程如图4所示。

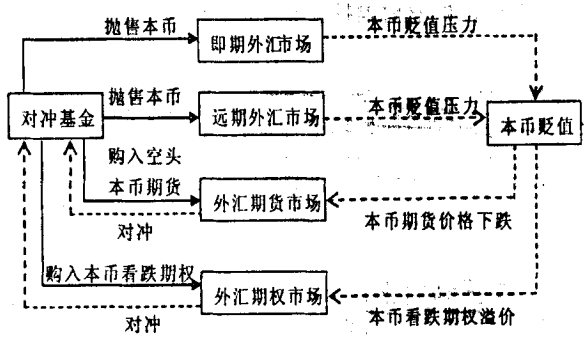


图4 通过外汇期货、期权交易进行投机攻击

5. 通过资产市场交易进行投机攻击。如果危机发生前较长一段时期,该国经济增长势头良好,使固定汇率制下该国货币出现升值压力,或是为了吸引外资,该国国内利率远远高出国际利率水平,都可能吸引国际游资流入该国房地产市场,进而在监管不严的情况下引发房产泡沫。由于国际或国内原因,一旦该国经济增长形势逆转,持有本币资产的国际游资可以通过转让本币资产筹集本币,进而通过在即期外汇市场抛售本币或在远期外汇市场购入本币远期空头合约将本币转化为外币,然后大量购入以外币计价的资产,待本币贬值后,泡沫破灭导致本币资产价格过度下跌时,再出售外币资产、购回本币资产,从资产价格波动中牟取巨额价差收益。上述过程如图5所示。

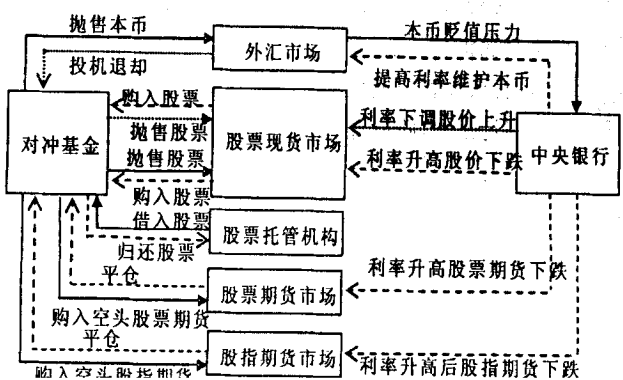


图5 通过资产市场交易进行投机攻击

三. 利用央行干预行为的再投机策略

随着金融市场的一体化和金融衍生工具的多样化,投机者不仅可以通过上述交易手段和策略组合对一国货币进行投机攻击,甚至可以利用中央银行的防御手段做再投机。一般而言,实行固定汇率制国家的中央银行在外汇市场发生投机攻击时,都会采取强有力的干预措施维护本币汇率的稳定。常用的干预措施有:动用外汇储备直接入市干预本币汇率,即抛售外币、吸纳本币,以缓解本币贬值的压力;或提高本币利率,以抬高投机者拆借本币进行沽空的成本。如果投机者预期中央银行受外汇储备规模所限不能直接入市干预而采用利率干预,这时投机者就可以利用利率的上升进行再投机。

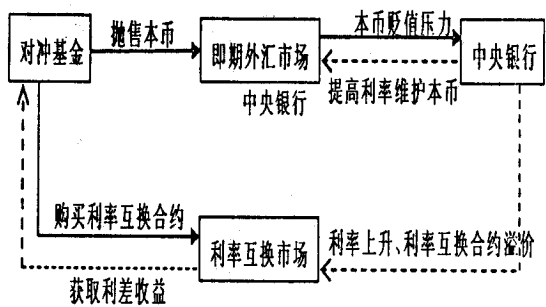


图6 利用央行干预行为的再投机过程

其一,投机者可以通过利率互换交易赚取价差收益。比如,投机者事先购入固定利率对浮动利率的互换合约,以固定利率支付利息,以浮动利率收取利息。同时,投机者利用在国内商业银行拆入的本币到即期(或远期)外汇市场抛空,迫使中央银行采取提高利率措施打击投机行为。利率提高后,以浮动利率收取的利息就会高于以固定利率支付的利息,利率互换合约溢价,投机者从中获得溢价收益。具体过程见图6。

其二,央行提高同业拆借利率增大投机者的攻击成本,其结果往往是在保卫本币汇率的同时却导致国内股市的下跌。这是由于利率水平的上升使得股市的投资收益率相对下降,人们纷纷从股市撤资的缘故。因此,投机者可以在发动对本币的攻击前,就大肆抛空股票(包括股票现货和股票期货的抛空)或者抛空股指期货。即便央行依靠提高利率水平维持了固定汇率,投机者仍可在股市或股指期货市场中盈利,途径如下:

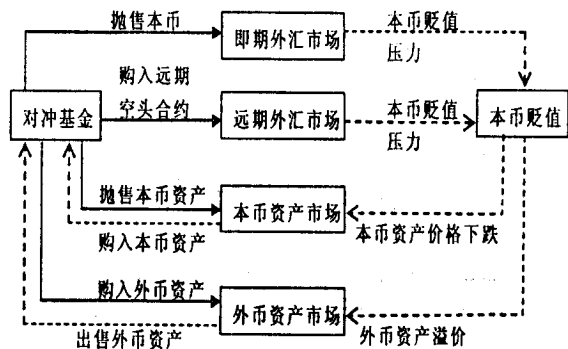


图7 利用央行干预行为的再投机策略组合

A. 股票现货市场:从股票托管机构借入股票→在股市抛出→投机攻击→利率上升→股市下跌→低价位补回更多数量的股票→归还股票托管机构。

B. 股票现货市场:投机攻击→利率上升→股市下跌→股市购入→投机退却→利率下调→股价上升→股市抛售。

C. 股票期货市场:股市上抛空→投机攻击→利率上升→股市下跌→股市购入平仓。

D. 股指期货市场:期市上抛空股指期货合约→投机攻击→利率上升→股市下跌→股指期货合约下跌→平仓股指期货合约。

通过以上的分析和论述,我们可以更加直观地了解投机攻击常用的策略及其组合。在资本高度流动、金融市场高度互联及金融产品大量创新的前提下,投机者所使用的投机攻击策略越来越趋于组合化、立体化。20世纪90年代以来的历次货币危机表明,上述各种策略的投机攻击几乎同时发生,各种投机策略之间的联系和交融也更加密切,而风险和获利的机会也相辅相成、不断强化,促使这种复杂的立体投机发展得越来越快。在丰厚投机利润的驱使下,投机者的投机领域也不再局限于一国金融市场,而是瞬间从一个国家转向另一个国家,这客观上造成了危机的扩散,加剧了世界经济金融体系的不稳定性。

参考文献:

[1] 王军,《货币危机的微观理论及政策建议》[J],《经济研究》,1998(3)。

(责任编辑:周祖德)