

Archegos 爆仓事件的分析与启示

李科瑾

2021年3月26日，对冲基金经理 Bill Hwang 管理的家族办公室 Archegos 爆仓，其重仓股遭到抛售，总金额达 200 亿美元，相关股票市值蒸发 330 亿美元，涉事金融机构损失惨重，引发监管关注。本文分析了 Archegos 爆仓事件始末，引发此次爆仓的原因：使用大量金融衍生品回避了申报义务、多只重仓股接连遭受利空打击、家族办公室扮演重要角色及高杠杆交易风险凸显。进而梳理了事件发生后强化家族办公室监督等监管应对措施，并结合我国市场情况和监管实践，提出了相关建议：加强对高杠杆保证金交易的监管、对家族办公室保持高度关注、补齐监管制度短板。

2021年3月26日，美国家族办公室 Archegos 爆仓事件引发全球关注。因重仓股接连遭受利空打击，Archegos 又难以及时补足保证金，高盛（Goldman Sachs）和摩根士丹利（Morgan Stanley）被迫为其卖出大量股票，短期抛售压力剧增。被强行平仓的股票包括美国传媒股 Viacom 以及百度、腾讯音乐、跟谁学等多只中概股，总市值高达 200 亿美元。此次强行平仓给 Archegos 造成了单日 100 亿美元的损失，创下了史上单个投资者单日亏损的最高纪录。受爆仓事件影响，与 Archegos 交易的瑞士信贷（Credit Suisse，以下简称瑞信）和野村证券（Nomura）等投行也面临巨额损失。而在此次爆仓事件中，引发 2008 年国际金融危机的场外衍生品身影再次显现，并在其中扮演了重要角色。分析该事件，可进一步了解《多德—弗兰克华尔街改革和消费者保护法》（以下简称《多德—弗兰克法案》）实施之后美国场外衍生品市场和家族办公室的发展现状，以及高杠杆投资给市场带来的损害，避免我国出现类似风险事件。

一、Archegos 爆仓事件始末及影响

Archegos 爆仓事件源于 3 月 26 日开盘前网上流传的一封高盛内部电子邮件。该邮件显示，高盛代表一个未知卖方挂出多只中概股的卖单，涉及 1000 万股百度、5000 万股腾讯音乐及 3200 万股唯品会股票，询价较前一日收盘价分别折价 9.6%、14%、14%。随后，Bill Hwang 管理的家族办公室

Archegos 进入市场参与者的视线。

公开资料显示，Bill Hwang 是韩国人，曾在 Julian Robertson 创立的老虎基金里任股票分析师一职。2001 年，Bill Hwang 成立了老虎亚洲基金。2012 年因涉及内幕交易被美国证券交易委员会（SEC）调查，同时香港证券及期货事务监察委员会（SFC）也下令禁止其在香港市场进行交易。Bill Hwang 于 2013 年向基金投资者退还外部资金，并将老虎亚洲基金转型为家族办公室 Archegos。据悉，Bill Hwang 管理的 Archegos 净资产约为 150 亿美元，在叠加 5 倍—6 倍杠杆之后，总投资规模超过 1000 亿美元。

此前，因股价下跌，多家投行对 Archegos 发出了追加保证金通知，但其因自身资金有限难以补足，Bill Hwang 曾于 3 月 25 日召集了高盛、摩根士丹利、富国银行、瑞银、瑞信以及野村证券等六家投行开会，希望各家投行能够有序处置持仓，但最终未能达成一致意见。3 月 26 日高盛抛售之后，多家投行开始竞相抛售 Archegos 持有的相关股票，引发 Archegos 爆仓。

此次受 Archegos 爆仓事件牵连的投行损失惨重。高盛和摩根士丹利抢在其他投行之前，迅速清空了与 Archegos 相关的持仓，逃过一劫，损失较小。瑞信损失 47 亿美元，不仅投资银行首席执行官 Brian Chin 和首席风险官 Lara Warner 双双辞职，而且还采取了暂停公司股票回购计划、削减股息、取消管理委员会 2020 年奖金等一系列措施。此外，瑞信董事会还成立了危机处理小组，聘请外部机构对

美国对冲基金问题进行调查。该小组由董事会主席、审计委员会、风控委员会主席以及金融犯罪控制委员会组成。野村证券因 Archegos 损失约 29 亿美元，三菱日联金融集团亏损约 3 亿美元。摩根大通发布报告称，涉事投行的损失总额达 50 亿—100 亿美元。

二、Archegos 爆仓事件的原因分析

（一）使用大量金融衍生品回避了申报义务

Archegos 实际上并不拥有标的股票或股票看涨期权，而是通过交易总收益互换（Total Return Swap）和差价合约（Contract for Difference）方式，使其无需持有标的股票即可押注证券市场。Archegos 如若想押注百度的股票，则可在野村证券等投行进行总收益互换（见图 1）或者差价合约（见图 2）交易。投行随后在股票市场购买百度的股票，以对冲他们的持仓。具体如下：

一是总收益互换。总收益互换是指总收益互换支付方在协议期间将参照资产的总收益转移给信用总收益互换接收方，总收益可以包括本金、利息、预付费以及因资产价格的有利变化带来的资本利得；作为交换，总收益互换接收方则承诺向对方交付协议资产增值的特定比例，通常是 LIBOR 加一个差额，以及因资产价格不利变化带来的资本亏损。Archegos 与各投行之间总收益互换标的是百度等股票。如图 1 所示：左边是总收益的支付方，实际持有股票；右边是总收益互换的接收方。在互换过程中，支付方

图 1 总收益互换原理



资料来源：笔者整理

把股票所有的收益与损失都交给接收方，而接收方付出一个固定或者浮动利率给支付方。

假设野村证券和 Archegos 签订了为期一年的总收益互换，名义本金为 100 万美元。其中，Archegos 支付 LIBOR+2% 的利息，收到本金为 100 万美元百度股票的总回报。一年后，假设 LIBOR 为 3.5%，百度股票升值了 15%，则野村证券向 Archegos 支付 15% 股票的收益，收取 5.5% 的利息 (3.5% + 2%)。互换到期之后双方采取净值交易 (netting) 的方式交收资金，则 Archegos 收到 95000 美元的收益，即 $1000000 \times (15\% - 5.5\%) = 95000$ 美元。反之如果百度股价下跌了 15%，除了向野村证券支付 LIBOR+2% 利息之外，Archegos 还需支付 15% 的亏损，总计 205000 美元，即 $1000000 \times (15\% + 5.5\%) = 205000$ 美元。在此种情况下，Archegos 可实现以 5.5% 的利率成本实际持有股票，即支付 5.5 万美元等同于持有 100 万美元的股票。由于野村证券才是股票的实际持有人，百度等股票可以不体现在资产负债表上。

二是差价合约。差价合约是指投资者和交易商就股票、商品、外汇、

比特币等产品 (包括但不限于金融资产) 的价格所达成的约定。差价合约可看作一系列总收益互换合约的打包组合并经过标准化后的衍生工具。Archegos 对未来百度等股票价格的变化作出判断，并从野村证券等投行处通过杠杆买入或卖出百度等股票对应的差价合约，在股票价格上涨或下跌至预期目标时将头寸了结，赚取标的资产在此期间的差价 (见图 2)。差价合约采取逐日盯市制度，并在衍生品交易商建立的电子平台上进行交易。

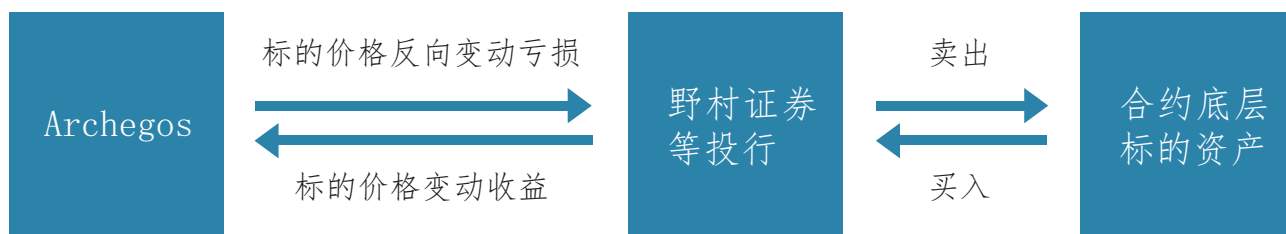
假设野村证券和 Archegos 签订的差价合约标的是百度股票，Archegos 预测未来百度股票价格上涨，所以以 100 美元的价格从野村证券处买入 10000 份的差价合约，并支付 1000 美元的 (总金额的 0.1%，以 CMC Markets 的佣金为例) 建仓佣金。若百度股票保证金比例为 3%，则 Archegos 还需向野村证券支付 30000 美元作为保证金。

假设预测正确，未来百度股票价格上涨至 110 美元时，Archegos 决定结束交易，即以 110 美元的价格卖出，则需要支付 1100 美元的平仓佣金，即 $110 \times 10000 \times 0.1\% = 1100$ 美元。百度

股票价格从 100 上涨到 110 美元，所以 10000 份合约的收益为 100000 美元，即 $(110 - 100) \times 10000 = 100000$ 美元，除去建仓佣金之后，Archegos 在此次交易中的利润为 97900 美元 ($100000 - 1000 - 1100 = 97900$ 美元)。假设预测错误，未来百度股票价格下跌至 93 美元时，Archegos 以 93 美元的价格卖出，则平仓佣金为 930 美元 ($93 \times 10000 \times 0.1\% = 930$ 美元)。百度价格从 100 变为 93 美元，则 10000 份合约的亏损为 70000 美元，即 $(100 - 93) \times 10000 = 70000$ 美元，加上建仓佣金之后，总亏损为 71930 ($70000 + 1000 + 930 = 71930$ 美元) 美元。在整个交易过程中，野村证券需要根据其多空合约数量计算其单一标的净持仓，并从交易所买入百度股票对冲其单个标的资产的净风险敞口，而实际受股票价格影响的 Archegos 从未持有差价合约中所对应的标的资产。

总体来看，无论是参与总收益互换还是差价合约交易，拥有百度股票的都是野村证券，而不是 Archegos。由于总收益互换和差价合约大多在场外交易，除非在一起比较确认，否则各投行难以明确知晓 Archegos 真实

图2 差价合约原理



资料来源：笔者整理

对应的股票持仓。因此，在 Archegos 同时收到多家投行保证金追加通知之前，各投行均不了解其他机构的交易情况。在发现 Archegos 有违约可能的时候，各大投行相继抛售 Archegos 合约对应的标的股票资产，进而引发 3 月 26 日的爆仓事件。

根据美国《1933 年证券法》的《144 号条例》(Rule 144) 规定，投资者持有一家美国上市公司超过 5% 的股票，就必须向 SEC 披露持仓和增减持计划。但是，Archegos 通过总收益互换和差价合约建立起来的持仓却不受此限制。在此情况下，Archegos 不仅逃避了监管机构的监管，也使得交易所难以追踪其持仓数据。利用这些衍生品，Archegos 成功规避了监管规定，并且可以大量持仓上市公司股票。

(二) 多只重仓股接连遭受利空打击

触发本次 Archegos 爆仓事件的直接原因是其重仓股接连遭遇利空打击。3 月 22 日，Viacom 宣布增发 2000 万股股票，增发价格为 85 美元/股。这一消息引发其股价连日大跌，3 月 26 日收盘价跌至 48.23 美元/股，一周股价累计暴跌 50.6%。

3 月 26 日，我国工信部公布了《烟草专卖法实施条例》意见征求稿，拟将电子烟等新型烟草制品的监管参照卷烟有关规定执行，Archegos 持有的电子烟生产商雾芯科技股票股价连续大跌，一周累计跌幅达 53%。同日，教育部整顿课外教育的传言给跟谁学等在线教育中概股带来冲击，跟谁学跌幅居前，当天下跌 41.6%，一周累计跌幅达 54.9%。上述公司股价下跌，对应的差价合约价格随之大跌，野村证券等多家投行随即对 Archegos 发出了保证金追加通知。在使用了高倍杠杆的情况下，Archegos 涉及的资金敞口高达 600 亿—1000 亿美元，难以补足保证金。随后野村证券等投行强制平仓其差价合约同时开始大量抛售相应的标的股票，引发 Archegos 爆仓。

(三) 家族办公室扮演重要角色

杠杆隐于无形的首要原因是 Archegos 并非常规对冲基金，而是一家仅面向自有资本形式存在的家族办公室，是北美金融市场的重要参与者之一。家族办公室作为超高净值家族财富管理的顶层设计，旨在从专业的角度帮助家族实现资产的保值增

值，强调通过多元化资产配置来分摊风险，主要将资产用于配置固定收益类资产，投资风格稳健。对比来看，Archegos 通过高杠杆投资重仓特定公司股票，投资风格激进，其本质上是一家披着“家族办公室”外衣的对冲基金，并非典型的家族办公室，仍保留着对冲基金原有的投资风格。2008 年国际金融危机之后，为规避监管，多家对冲基金放弃外部客户的资金，转型成为家族办公室，如桥水基金的创始人 Raymond Dalio 设立的 Dalio 家族办公室，SAC 的创始人 Steve Cohen 设立的 Point 72 等。

作为家族办公室，Archegos 不吸收外部资金，亏损均由其自身承担，也因此外界对其产品的高杠杆运作模式一无所知，其不必披露自己的所有者、高管信息或管理资产规模。根据美国《1940 年投资顾问法》及《多德—弗兰克法案》，家族办公室无需在 SEC 登记为投资顾问 (Investment Advisers)，只有在接收超过 1 亿美元以上的外部投资时才需要向外界披露相关信息，因此 Archegos 的投资策略和业绩一直对外保密。截至 2019 年年底，全球家族办公室管理的资产规模超过对冲基

金，达6万亿美元。

（四）高杠杆交易风险凸显

今年1月，华尔街散户逼空事件凸显了高杠杆交易的脆弱性，此次 Archegos 爆仓同样诠释了高杠杆交易的脆弱性。Archegos 对于杠杆的偏好极高，并且和多家投行签订了总收益互换和差价合约，从爆出的涉事资金估算其杠杆比例大约为6比1，使其在差价合约中的名义本金敞口达到600亿—1000亿美元。在近几年低利率的市场环境下，投资者和贷方被迫承担更多的风险以寻求回报。以瑞信为例，在 Archegos 爆仓事件中损失超过47亿美元，提供给 Archegos 杠杆倍数高达300倍。

三、Archegos 爆仓事件的监管应对

爆仓事件发生后，市场高度关注，各方迅速反应。涉事投行与 Bill-Hwang 开会讨论如何降低市场影响，以及如何有序解决出现问题的交易。英美监管机构召集了相关投行举行紧急会议，讨论 Archegos 爆仓原因，以及爆仓事件对银行运营的影响、潜在的信用风险和其他威胁。在此情况下，各国监管机构纷纷推出应对措施。

（一）监管机构开展调查

事件发生后，承担证券场外衍生品监管职责的 SEC 和美国金融业监管局（FINRA）对 Archegos 的负责人 Bill Hwang 展开初步调查，由 SEC 执法部门资产管理小组牵头，旨在明确爆仓事件造成的影响。SEC 还要求高盛、富国银行、摩根士丹利、野村证券、瑞信等涉事投行提供与 Archegos

创始人 Bill Hwang 会面的相关信息。为防控风险，英国金融市场行为监管局（FCA）也启动了相关问询，并联系了上述投行在英国的分支机构。英国央行（BoE）则表示，正密切关注事件后续进展并与相关投行负责人保持密切联络。瑞士金融监管机构也表态将就此事件与瑞信保持联系。日本内阁官房长官加藤胜信表示，已切实监控野村证券的状况，日本金融厅将与日本央行共享相关资讯。

（二）加强对家族办公室监管

家族办公室不仅可以参与美国证券市场交易，也可参与美国商品衍生品市场的交易。为防范类似事件在商品市场发生，美国商品期货交易委员会（CFTC）委员 Dan M. Berkovitz 建议监管机构加强对家族办公室的监管。他认为 Archegos 爆仓给市场参与者带来了巨大损失，表明家族办公室会给金融市场带来较大破坏。家族办公室在证券和商品市场都很活跃，然而，CFTC 近两年却放松了对其监管。例如，CFTC 于2020年规定，有资格瑕疵的家族办公室经营人员或主要负责人无需在 CFTC 注册即可担任商品基金经理（CPO）。此外，由于家族办公室无需公开募集资金，因此不受 CFTC 投资者保护相关规定的约束。Dan M. Berkovitz 认为，为了维护商品市场完整性，CFTC 需充分知晓并监管大型家族办公室的活动，且家族办公室经营者的任职资格需至少与经营其他商品基金的 CPO 相当。

（三）提高投资公司投资衍生品信息披露要求

在衍生品交易信息披露方面，

SEC 规定当投资公司股市持仓市值达到或超过1亿美元时，必须每个季度提交13F报告来详述其投资组合；单个公司股票持仓比例超过5%（以表决权记）的投资公司需在持仓达到阈值的10日内向 SEC 披露13D文件。但这些监管存在漏洞，即13F季度报告只要求投资公司披露其持有在美国交易所交易的股票、期权和可转换债券，而持有的空头持仓、衍生品情况和外国股票的交易则不要求报告。为了防止2008年的金融危机再次重演，美国于2010年出台了《多德—弗兰克法案》用来监管当时引发金融危机的主体机构，包括银行、抵押贷款人和信用评级机构等，但家族办公室并未纳入监管范围。2011年，有市场参与者建议 SEC 披露与投资公司相关并使其获益的衍生品，但 SEC 拒绝了此要求。2019年，SEC 修改《多德—弗兰克法案》部分条款，要求互换进入场内交易，以降低交易违约的可能性，并要求交易双方提供更多的互换交易信息，提高市场透明度，此外 SEC 还规范了金融公司对衍生品的使用，以防止“大而不倒”的机构承担巨大风险。

长久以来，家族办公室在美国都被视为机构投资者，但从未在 SEC 注册，因此上述法律法规难以约束家族办公室行为。时至今日，SEC 仍缺乏家族办公室参与衍生品交易的规定，监管机构难以有效监管家族办公室参与衍生品交易的情况。鉴于此，为提升市场透明度，SEC 拟强制要求家族办公室注册为投资公司，提高对投资公司的信息披露要求，包括向 SEC 提供包括衍生品和空头头寸信息、提升提



交 13F 文件的频率、每季度报告持仓，提升市场透明度。

四、思考与启示

针对此次 Archegos 爆仓事件，结合我国市场情况和监管实践，提出如下建议。

（一）加强对高杠杆保证金交易的监管

为了扩大杠杆，Archegos 与野村控股、摩根士丹利、德意志银行和瑞信等多家投行的经纪业务部门建立了合作关系，利用场外衍生品积累了高倍杠杆。各自为政的投行，在给 Archegos 提供杠杆时往往互不清楚其他交易方，无形之中使 Archegos 累积了更高的杠杆率，为 Archegos 爆仓埋下了伏笔。纵观全球，金融风险在宏观层面主要表现为金融高杠杆和流动性风险。高杠杆是宏观金融脆弱性的总根源，在实体部门体现为过度负债，在金融领域体现为信用过快扩张。因此，应防范市场参与者通过场外衍生品累积高倍杠杆的风险，建议监

管部门建立场外杠杆交易报告监测机制，加强监管，限制高杠杆、高风险交易，严格审查市场参与者资金来源，维护市场平稳发展。

（二）对家族办公室保持高度关注

根据福布斯《2020 中国家族办公室白皮书》，我国家族办公室业务规模为 10 亿美元（约 71 亿人民币），家族办公室是国内家族财富传承业务最重要的平台。目前，我国家族办公室主要以商业银行、信托公司、律师事务所、第三方财富管理机构为主，其参与形式主要分为以下三类：一是存在于家族企业内部的内置型家族办公室，一般由家族成员负责，专注于家族企业战略以及家族事务。二是从商业银行、保险公司、信托公司、证券公司以及第三方理财公司内部高客部等金融机构，派生出来的专门服务其私人银行或超高净值客户的部门。三是由职业经理人发起设立，在家族企业外部独立运作的家族办公室，以

联合家族办公室为主，针对超高净值家族的共性问题提供服务。从市场准入来看，我国家族办公室不存在特殊的准入牌照要求，既可以作为金融机构、律所、家族企业的内部门存在，也可以通过注册有限责任公司等形式单独设立。当前，在新冠疫情全球暴发的情况下，我国经济保持着良好的发展势头，高净值人群的财富快速积累。随着家族办公室的发展，其资产规模也将随之增长。建议对家族办公室在国内发展情况保持高度关注，加强对家族办公室的资格审查和信息披露要求，强化监管体系，防范相关市场风险。

（三）补齐监管制度短板

此次爆仓的根本原因是 Archegos 与多家投行私下进行了高杠杆场外衍生品交易，并利用监管漏洞逃避了信息披露和交易报告要求。欧洲央行执行委员会成员 Isabel Schnabel 在接受德国《明镜周刊》(Der Spiegel) 采访时表示：Archegos 爆仓事件凸显了美国在资金监管方面的空白，不仅对家族办公室的监管存在疏漏，而且对投行的风险监控仍有不足。各投行在与 Archegos 交易时没有尽到“了解客户” (Know Your Client) 的最基本义务。为防范 Archegos 爆仓等类似事件在我国发生，建议监管机构积极关注市场发展，深入排查监管制度漏洞，尽快补齐监管制度短板；与此同时督促金融机构在交易时深入了解客户信息，健全事前风险防范机制，防患于未然。^[1]

（本文作者供职于郑州商品交易所期货及衍生品研究所有限公司）