

WALL STREET HURRICANE

崩塌的金融帝国

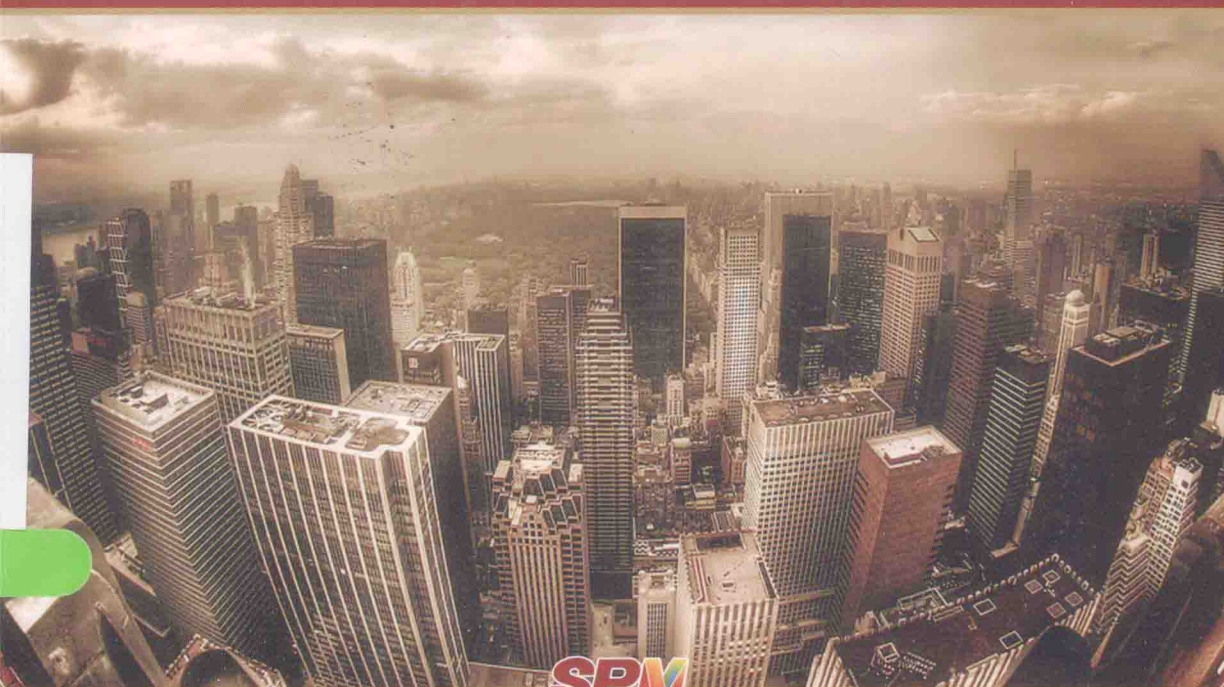


华尔街飓风 II

王学武◎编著

21世纪以来最强全球性金融地震档案全解密

- 完整再现世纪最强金融危机真实情景
- 追踪报道金融巨头深陷危局最新进展
- 详细剖析政府拯救金融危机的措施策略
- 深刻思考企业和个人应对危机的相应策略



SPM

南方出版传媒

广东经济出版社

崩塌的金融帝国 II

WALL STREET HURRICANE

华尔街飓风 II

王学武◎编著

SPM

南方出版传媒

广东经济出版社

— 广州 —

图书在版编目 (CIP) 数据

崩塌的金融帝国－华尔街飓风 2/ 王学武编著. —广州：广东经济出版社，2014. 10

ISBN 978－7－5454－3583－2

I. ①崩… II. ①王… III. ①金融危机—研究 IV. ①F830.
99

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2014)第 215653 号

出版 发行	广东经济出版社(广州市环市东路水荫路 11 号 11~12 楼)
经销	全国新华书店
印刷	广州佳达彩印有限公司 (广州市黄埔区茅岗环村路 238 号)
开本	787 毫米×1092 毫米 1/16
印张	17 1 插页
字数	317 00 字
版次	2014 年 10 月第 1 版
印次	2014 年 10 月第 1 次
书号	ISBN 978－7－5454－3583－2
定价	38.00 元

如发现印装质量问题，影响阅读，请与承印厂联系调换。

发行部地址：广州市环市东路水荫路 11 号 11 楼

电话：(020) 38306055 38306107 邮政编码：510075

邮购地址：广州市环市东路水荫路 11 号 11 楼

电话：(020) 37601950 营销网址：<http://www.gebook.com>

广东经济出版社新浪官方微博：<http://e.weibo.com/gebook>

广东经济出版社常年法律顾问：何剑桥律师

· 版权所有 翻印必究 ·

会是百年一遇的大危机吗

美联储前主席格林斯潘先生认为，眼下的这次全球经济危机很可能是百年未遇的大危机。

我们知道，1929—1933年的大危机距今只有80年，百年一遇意味着什么？意味着这次危机可能超过“大萧条”？！

我了解1929—1933年大危机的惨烈！我在书中把今次的危机与“大萧条”作了比较分析。

一开始我不认为，直至现在我也不愿意相信今次的危机会超过80年前那场危机！

毕竟，经济学家和各国政府已经从那场危机中吸取了许多经验和教训。就本次危机爆发以来各国政府的所作所为来看，政府对经济危机的干预措施丰富了许多，对危机的干预态度总的来说也积极了许多，政府反应的速度也迅速了许多。

危机还在发展、蔓延和进一步深化，数百年历史的投行巨头倒了，传统的华尔街已经消失，花旗也已经瓦解，底特律已经摇摇欲坠……

一些名家如前述的格林斯潘以及著名投资家罗杰斯等纷纷加入悲观者行列。

我内心开始动摇！

毕竟，在这个魔幻般变化的世界里，面对瞬息万变的危机，有谁说得准呢？

美国银行、花旗银行在危机之初不是也出手援救过别的银行么？哪里想得到，没过多久，它们自己也落到若非政府援手说不定早已经倾覆灭顶的地步！它们想得到么？

危机之初，日本的央行行长和财政大臣不也是满怀信心地说，日本已经从上世纪90年代的泡沫经济中吸取了教训，日本的金融体系很稳健。可是，没有多久，日本内阁府2009年年初发表的统计速报显示，与上季度相比，2008年第4季度日本出口下降了13.9%，创下历史最大跌幅。而扣除物价变动因素，2008年第4季度日本国内生产总值按年率计算实际下降12.7%，是自1974年以来的最大季度降幅。日本也陷入了衰退的深渊！

危机之初，大英帝国的主流财经报纸《金融时报》还在唱衰韩国经济，预测韩

国可能是亚洲的冰岛。这甚至引起了韩国媒体的不满！时间也没有过多久，英国人现在不用替别人担心了！进入到2008年9月后，随着美国金融危机加深，英国的金融危机也变得更加严重，以至于在国际媒体上伦敦获得了一个新绰号：泰晤士河畔的“雷克雅未克”（2008年10月陷入国家破产危机的国家冰岛的首都）。

深陷危机泥潭的，在欧洲，还有波罗的海沿岸国家、匈牙利、乌克兰，亚洲的巴基斯坦、韩国等也岌岌可危……

中国的大部分经济学家和官员一开始也认为此次危机不会对中国造成多大的冲击，认为对中国来说，机会大于风险！

今天谁再这样讲就是睁眼说瞎话了！出口、GDP和就业的高速下滑，就像2007年10月份以来的股市走势，真是令人揪心！

事实上，确实难以看得准！

国际权威机构国际货币基金组织对于全球经济预测的数字就一再调低！

我们始终要记得，这是一个全球村的世界！就像客家的土围楼，一间着火，全楼遭殃！

究竟会不会是百年大危机？谜底迟早会揭开，我想获得答案应该不需要太长的时间！

重要的是，我们要有心理的和物资的准备！

王学武
2009年3月于广州

Contents 目录

第一章 美国仍陷危机之中

- 一、危机蔓延的机制解析 / 3
- 二、蔓延的过程 / 19
- 三、典型案例解析 / 28

第二章 英国会是下一个冰岛吗

- 一、昔日的日不落帝国 / 43
- 二、英国究竟怎么啦 / 44
- 三、英国会破产吗 / 51
- 四、为什么会走到这一步 / 52
- 五、已经采取了哪些救助措施 / 52
- 六、未来还需要做什么 / 55

第三章 日本陷入深度衰退

- 一、刚出苦海又入泥潭 / 59
- 二、曾经的辉煌 / 62
- 三、为何危机中受重伤 / 63
- 四、关于日本经济的两个争议性问题 / 66
- 五、日本经济未来面临严峻挑战 / 69

第四章 危机漩涡中的世界

- 一、美国伤风，全球感冒——华尔街飓风已经酿成全球经济危机 /73
- 二、美国的危机怎么会蔓延到全世界 /74
- 三、风雨飘摇中的各国经济 /75

第五章 危机顽症：原发抑或感染

- 一、宏观视角的透视 /95
- 二、微观视角的诊断 /101

第六章 当前的经济危机——从比较的视角分析

- 一、“大萧条”与当前经济危机比较 /111
- 二、与亚洲金融危机比较 /120
- 三、与日本 20 世纪 90 年代的危机比较 /123

第七章 全球大拯救

- 一、全方位的大拯救行动 /129
- 二、未来还有什么招：战争救市论是否空穴来风 /140
- 三、救市大辩论 /142
- 四、全球大拯救背景下的世界经济未来走势 /147

第八章 中国的对策

- 一、飓风冲击下的中国经济审视 /155
- 二、政府已经采取的应对危机的政策 /156
- 三、可供政府进一步选择的政策分析 /161
- 四、企业应对危机的策略 /180
- 五、银行业应对危机的策略 /189



第九章 个人应对危机的策略

- 一、危机应对之守与攻——工作策略 /195
- 二、危机应对之守与攻——生活策略 /196
- 三、危机应对之守与攻——理财策略 /196

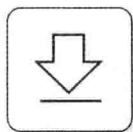


第十章 我国现行政策评价

- 一、靠基础设施投资拉动内需毛病不少 /209
- 二、缓交社保资金留下后患 /210
- 三、缓行新《中华人民共和国劳动法》是个坏主意 /210
- 四、刺激内需背景下看“三农”问题 /211
- 五、为什么受伤的总是我——中国外向经济战略思维 /212
- 六、现行征地制度和地方政府土地财政危害严重 /213
- 七、给国民派发国企红利和外汇储备只能算是应急主意 /214
- 八、民主政治制度的建设要适当加快 /215
- 九、共同富裕是可持续发展和长治久安的基础 /215

附录一 全球经济危机名词解释 /217

附录二 经济危机大事记（2007年1月至2009年1月） /239



第一章 美国仍陷危机之中



本章重点

- ◆危机蔓延的机制解析
- ◆蔓延的过程
- ◆典型案例解析

一、危机蔓延的机制解析

次贷危机的演变包括这样的几个关键链条和环节：宽松的经济环境促成了房地产市场繁荣；房地产市场繁荣进一步导致抵押贷款标准放松；抵押贷款产品创新、证券化导致信用风险由房地产金融机构向资本市场传递；基准利率提高和房地产价格持续下跌成为危机爆发的导火索；金融危机又会通过信贷等途径向消费和实体经济传递，引发经济危机。

① （一）房地产市场的繁荣与危机

没有繁荣就没有危机，这是经济周期密切联系的两个阶段，这次次贷危机也不例外。

针对 2001 年的美国经济衰退，布什总统在美联储主席格林斯潘的支持下推行令富人受益的减税政策，但该政策没能促使美国走出网络泡沫破灭带来的经济衰退。

美联储为了促进经济增长和就业，只好采取降低利率的方法。如表 1.1 所示，美国商业银行优惠贷款利率从 2000 年年底开始下降，从 9.5% 下降到 2003 年 7 月的最低点 4%，并维持到 2004 年 5 月，从 2004 年 6 月开始缓慢上升，升到 2006 年 7 月 8.25% 的高点，再开始回落，目前又回到 4% 的水平。当然，这类利率的变动皆源于央行的调控。事实上，从 2001 年 1 月到 2003 年 6 月，美联储连续 13 次下调联邦基金利率，使该利率从 6.5% 降至 1% 的历史最低水平。降低利率虽说没有对投资产生多大的刺激效果，却促使美国家庭更多地贷款买房和负债消费。这反过来促进了房地产业的持续繁荣。美国家庭的住房拥有率从 20 世纪 90 年代初的约 63% 提高到 2006 年的 69%，在此期间，房价在长达十几年时间里大涨小回，美国的房地产价格平均上涨了 1 倍以上。

房地产业的持续繁荣使得还贷变得很容易。为了赚更多的钱，需要更多地放贷，银行也就开始不断放宽放贷标准，造成次级贷款发放额不断上升（房价变化情况以及居民负债情况见表 1.2 和表 1.3）。

次级抵押信贷（Subprimemortgage）源自美国房地产市场。美国金融业发达，发放房屋抵押贷款都要按借款人的信用好坏和钱包大小分成三六九等，于是就有了给信用好的借款者的优质抵押信贷（Primemortgage），以及给信用差的借款者的次

级抵押信贷 (Subprimemortgage)；这中间，还夹杂了一种信贷 (Alt-Amortgage)，是给那些信用不好不坏的人的。按揭提供商想出了各种办法吸引囊中羞涩的群体，比如所谓的“2/28”按揭计划。在“2/28”按揭计划下，30 年的贷款，借款者在头两年可以只还很少的利息，而余下的 28 年利息，则通常要比优质抵押贷款利率还要高 3%。对于买房者来说，先把房子买了，余下的事情两年后再说。因为两年中会有很多事情发生，比如工资忽然暴涨，比如在股市大赚一笔，再比如房子的价格大升，就可以用房子的增加值再去贷一笔钱，用以偿还原来的贷款。

随着美国经济的反弹和通货膨胀压力的重新抬头，美联储从 2004 年 6 月到 2006 年 6 月的两年时间内连续 17 次上调联邦基金利率。这一轮升息周期又刺破了美国房地产市场泡沫。从 2006 年年初开始的房价下跌最终打破了繁荣的格局。自 2006 年 7 月房价见顶后，到 2008 年 10 月，10 城市指数比起 2006 年的高点下跌了 25%，20 城市指数比起 2006 年的高点下跌了 23.4%。

价格下降减少了房地产市场的需求，而潜在负资产的风险更迫使部分投资者抛售他们拥有的房地产。那些信用资质比较差的借款人和投资者首先受到冲击，许多金融机构由于投资了以次贷作抵押的证券产品而损失惨重。这是危机的最初爆发与次贷紧密相关的原因。

危机发生之后，形成了“金融机构亏损—信贷压缩—资产价格下降”这一恶性循环。由于房地产价格下降，导致金融机构亏损；于是金融机构提高贷款标准，收缩信贷；而流动性减少再次导致房地产和金融资产的价格全面下降。自贝尔斯登被兼并以来的最新发展表明，金融危机确实已经远远超出了次贷的范畴。

表 1.1 美国商业银行优惠贷款利率（对优质企业客户短期贷款收取的利率）

时间	年利率 (%)	时间	年利率 (%)	时间	年利率 (%)
2000 年 12 月	9.50	2003 年 9 月	4.00	2006 年 6 月	8.02
2001 年 1 月	9.05	2003 年 10 月	4.00	2006 年 7 月	8.25
2001 年 2 月	8.50	2003 年 11 月	4.00	2006 年 8 月	8.25
2001 年 3 月	8.32	2003 年 12 月	4.00	2006 年 9 月	8.25
2001 年 4 月	7.80	2004 年 1 月	4.00	2006 年 10 月	8.25
2001 年 5 月	7.24	2004 年 2 月	4.00	2006 年 11 月	8.25
2001 年 6 月	6.98	2004 年 3 月	4.00	2006 年 12 月	8.25
2001 年 7 月	6.75	2004 年 4 月	4.00	2007 年 1 月	8.25
2001 年 8 月	6.67	2004 年 5 月	4.00	2007 年 2 月	8.25

续表

时间	年利率 (%)	时间	年利率 (%)	时间	年利率 (%)
2001 年 9 月	6.28	2004 年 6 月	4.01	2007 年 3 月	8.25
2001 年 10 月	5.53	2004 年 7 月	4.25	2007 年 4 月	8.25
2001 年 11 月	5.10	2004 年 8 月	4.43	2007 年 5 月	8.25
2001 年 12 月	4.84	2004 年 9 月	4.58	2007 年 6 月	8.25
2002 年 1 月	4.75	2004 年 10 月	4.75	2007 年 7 月	8.25
2002 年 2 月	4.75	2004 年 11 月	4.93	2007 年 8 月	8.25
2002 年 3 月	4.75	2004 年 12 月	5.15	2007 年 9 月	8.03
2002 年 4 月	4.75	2005 年 1 月	5.25	2007 年 10 月	7.74
2002 年 5 月	4.75	2005 年 2 月	5.49	2007 年 11 月	7.50
2002 年 6 月	4.75	2005 年 3 月	5.58	2007 年 12 月	7.33
2002 年 7 月	4.75	2005 年 4 月	5.75	2008 年 1 月	6.98
2002 年 8 月	4.75	2005 年 5 月	5.98	2008 年 2 月	6.00
2002 年 9 月	4.75	2005 年 6 月	6.01	2008 年 3 月	5.66
2002 年 10 月	4.75	2005 年 7 月	6.25	2008 年 4 月	5.24
2002 年 11 月	4.35	2005 年 8 月	6.44	2008 年 5 月	5.00
2002 年 12 月	4.25	2005 年 9 月	6.59	2008 年 6 月	5.00
2003 年 1 月	4.25	2005 年 10 月	6.75	2008 年 7 月	5.00
2003 年 2 月	4.25	2005 年 11 月	7.00	2008 年 8 月	5.00
2003 年 3 月	4.25	2005 年 12 月	7.15	2008 年 9 月	5.00
2003 年 4 月	4.25	2006 年 1 月	7.26	2008 年 10 月	4.56
2003 年 5 月	4.25	2006 年 2 月	7.50	2008 年 11 月	4.00
2003 年 6 月	4.22	2006 年 3 月	7.53		
2003 年 7 月	4.00	2006 年 4 月	7.75		
2003 年 8 月	4.00	2006 年 5 月	7.93		

(资料来源:美联储 http://www.federalreserve.gov/releases/h15/data/Monthly/H15_PRIME_NA.txt)

从表 1.1 的数据可以看出,2000 年年底利率开始下降,从 9.5%下降到 2003 年 7 月最低点 4%,并维持到 2004 年 5 月,从 2004 年 6 月开始缓慢上升,升到 2006

年7月8.25%的高点，再开始回落，目前又回到4%的水平。如果我们留意，会发现标准普尔/卡斯—希勒房价指数也是在2006年7月达到最高点。

表 1.2 标准普尔/卡斯—希勒 20 城市房价综合指数（2004—2008 年）

时间	标准普尔/卡斯—希勒 20 城市房价综合指数	时间	标准普尔/卡斯—希勒 20 城市房价综合指数
2000 年 1 月	100.00	2006 年 11 月	204.65
2004 年 11 月	173.65	2006 年 12 月	203.33
2004 年 12 月	174.83	2007 年 1 月	202.31
2005 年 1 月	176.44	2007 年 2 月	201.57
2005 年 2 月	178.50	2007 年 3 月	201.01
2005 年 3 月	181.30	2007 年 4 月	200.53
2005 年 4 月	184.24	2007 年 5 月	200.12
2005 年 5 月	187.21	2007 年 6 月	199.44
2005 年 6 月	190.10	2007 年 7 月	198.71
2005 年 7 月	192.67	2007 年 8 月	197.37
2005 年 8 月	194.98	2007 年 9 月	195.69
2005 年 9 月	197.36	2007 年 10 月	192.97
2005 年 10 月	199.40	2007 年 11 月	188.94
2005 年 11 月	200.97	2007 年 12 月	184.96
2005 年 12 月	201.97	2008 年 1 月	180.69
2006 年 1 月	202.44	2008 年 2 月	175.96
2006 年 2 月	203.19	2008 年 3 月	172.20
2006 年 3 月	203.65	2008 年 4 月	169.98
2006 年 4 月	204.82	2008 年 5 月	168.60
2006 年 5 月	205.86	2008 年 6 月	167.77
2006 年 6 月	206.38	2008 年 7 月	166.36
2006 年 7 月	206.52	2008 年 8 月	164.63
2006 年 8 月	206.18	2008 年 9 月	161.65
2006 年 9 月	205.80	2008 年 10 月	158.16
2006 年 10 月	205.41		

从表 1.2 的数据可以看出，到 2008 年 10 月，20 城市指数比起 2006 年的高点下跌了 23.4%。

表 1.3 美国居民偿债占可支配收入比率

时间	偿债收入比 (%)	时间	偿债收入比 (%)
1997 年第二季度	12.05	2003 年第一季度	13.62
1997 年第三季度	12.07	2003 年第二季度	13.58
1997 年第四季度	12.05	2003 年第三季度	13.47
1998 年第一季度	11.94	2003 年第四季度	13.54
1998 年第二季度	11.98	2004 年第一季度	13.50
1998 年第三季度	11.97	2004 年第二季度	13.49
1998 年第四季度	12.01	2004 年第三季度	13.65
1999 年第一季度	12.09	2004 年第四季度	13.56
1999 年第二季度	12.23	2005 年第一季度	13.92
1999 年第三季度	12.37	2005 年第二季度	14.04
1999 年第四季度	12.36	2005 年第三季度	14.17
2000 年第一季度	12.26	2005 年第四季度	14.10
2000 年第二季度	12.46	2006 年第一季度	14.13
2000 年第三季度	12.60	2006 年第二季度	14.30
2000 年第四季度	12.86	2006 年第三季度	14.39
2001 年第一季度	12.97	2006 年第四季度	14.42
2001 年第二季度	13.17	2007 年第一季度	14.32
2001 年第三季度	12.99	2007 年第二季度	14.39
2001 年第四季度	13.40	2007 年第三季度	14.39
2002 年第一季度	13.24	2007 年第四季度	14.38
2002 年第二季度	13.33	2008 年第一季度	14.34
2002 年第三季度	13.50	2008 年第二季度	13.84
2002 年第四季度	13.61	2008 年第三季度	14.01

(资料来源: 美联储 <http://www.federalreserve.gov/releases/housedebt/default.htm>)

② (二) 对冲基金危机

在美国，个人贷款者是向抵押贷款公司而不是直接向银行申请抵押贷款。抵押贷款公司将抵押贷款出售给商业银行或者投资银行。

美国的银行也知道次贷高回报的背后是高风险，为了防范风险，也为了找到更多的资金来源支撑更大规模的放贷，从而获取更多的收益，他们就打起了金融创新的主意，将一个个单体的次贷整合打包做成次级抵押债券 CDO。干这个生意的投行都是欧美的顶级银行，如美林、花旗、雷曼兄弟、贝尔斯登、美国银行、德意志银行等。但是，这个东西的高风险性是大家都知道的，所以销路不畅。怎么办？这难不倒银行家们，他们把债券分档——优先产品、中间产品和股权产品（优先产品和中间产品的质量高，收益比股权产品低一点），然后找来穆迪、标准普尔这些世界级的信用机构给优先 CDO 评了个 AAA 级。于是，银行家们开始大施拳脚了：

先在无人监管的“洗钱天堂”开曼群岛注册一个独立承担法律责任的 SPV（特殊目的机构），用它把所有的 CDO 买下来再销售，这样将来有一天 CDO 捅了篓子就与投行们没有关系了。有了 3A 的等级，又有高利润，各种大型投资基金和国外投资机构纷纷吃进优先 CDO。但剩下的高风险的中间 CDO 和股权 CDO 可就没人要了。当然，这点小事考验不住顶级银行家的智慧。他们再出钱成立了独立的对冲基金，然后将中间 CDO 和股权 CDO 高价卖给了对冲基金——以后再出事就全是对冲基金的事了。

目前，美国这些次级债券基本分散在五类金融机构手中，包括银行（31%）、资产管理公司（22%）、对冲基金（10%）、保险公司（19%）和养老基金（18%）。同时，银行会与抵押贷款公司签署协议，要求抵押贷款公司在个人贷款者拖欠还贷的情况下，回购抵押贷款。银行还会购买一些信用违约互换合约，相当于购买一种对抗抵押贷款违约率上升的“保险”，以进一步分散自己的风险。

对冲基金最早可以追溯到 20 世纪 50 年代，原指广泛利用期货、期权等金融衍生产品，通过卖空、风险对冲等操作技巧进行投资保值的一类新型基金。对冲基金的操作方式是，首先买进或做多一家投资者们喜欢或是他们认为会上涨的钢铁公司股票，同时卖空另一家他们不喜欢或是认为会下跌的公司股票，从而达到规避风险、套期保值的目的。如果某种原因导致全部钢铁股下跌，那么，空头实现的利润就可以弥补多头带来的亏损。尽管多空策略仍是最常见的对冲基金经营策略，但已经不再是主导型策略。作为一种不受管制的投资工具，由于对冲基金往往会作出非常高的预期收益承诺，从而使之更适合于机构投资者和富裕的个人投资者。对冲基金在

投资方式、可承受的风险类型以及可采用的杠杆率等方面，几乎不受任何制约。

在目前的对冲基金中，存在着一个完全以 CDOs 和信用违约互换为对象的信贷型对冲基金，它们在全美国信用违约互换交易（市场规模约 45 万亿美元）中约占 60% 的比例，并形成了 CDO 交易的 1/3 份额。所有证据都表明，这类基金基本以信贷类产品中风险最高的部分为核心。信贷型对冲基金都采用了非常高的杠杆率，这也是对冲基金的奥妙所在。这些与信贷产品相关的对冲基金往往会采用 5~10 倍于权益资金的杠杆率。假设一只基金的杠杆率为 5:1，那么，对于基金拥有的每 1 美元自有资本，它还可以从作为一级经纪人的银行手里拿到 4 美元，也就是说，1 美元的资本金可放大为 5 美元的可投资资金。

2007 年美国住宅房地产的销售量和销售价格均继续下降。二手房交易的下跌幅度是 1989 年以来最为严重的。还款利率陡增导致次级债市场的违约率大幅上升，并且违约现象逐渐蔓延到 Alt-A 市场和优质贷款市场。

由于房地产金融机构不可能把自己持有的抵押贷款百分之百证券化，因此本次次级债违约率上升首先打击了次级债提供商。2007 年 4 月，美国第二大次级房贷公司新世纪金融公司（New Century Financial）申请破产保护；2007 年 8 月，美国房地产投资信托公司（American Home Mortgage）申请破产保护。

次级债违约率的上升直接导致以次级债为支持发行的 CDO 的信用风险增加，信用评级机构随即调低了这类 CDO 的信用评级，CDO 市场价值大幅缩水。

资产缩水首当其冲的受害者就是购买股权级 CDO 的对冲基金。由于它们购买的 CDO 产品信用等级最低，一旦次级债违约率上升，该产品价值就会显著下降。

由于对冲基金普遍具有高杠杆经营的特征，对冲基金倾向于向商业银行贷款购买投资工具。在“高风险高收益”的定价模型下，对冲基金投资的 CDO 等结构性投资工具价格不断上涨，对冲基金再用已经涨价的 CDO 作抵押向商业银行贷款。银行接受了积聚高风险的 CDO 作为抵押品并发放贷款，就形成了商业银行对同一笔贷款叠加多次风险的状态。一旦对冲基金面临危机，风险必将向上传导至商业银行。正是由于投资于 CDO 等结构化投资工具，对冲基金积聚了较高的潜在风险。再加上部分对冲基金受利益驱使不进行对冲，导致风险积聚。因为对冲的作用是双向的，经过对冲之后，风险程度减低，则对冲基金的获利潜力也降低了。一个完全对冲的基金收益率应该是无风险收益率减去交易成本。因此，在实践中，基金经理不会把基金的所有风险因素都对冲掉，而只是将自己不能把握的风险因素对冲掉，留下自己有把握的风险因素，在这些风险因素上进行投资决策以获取超额收益。但是，任何人借助任何工具进行的判断都可能存在失误，即使这种失误的概率极低。没有通过对冲操作进行风险管理的对冲基金便积聚了大量的潜在风险。