

陈 儒 著

对冲基金

与

国际金融市场

INTERNATIONAL
FINANCIAL
MARKET WITH
HEDGE FUNDS



中国财政经济出版社

92

F-8.31.5
C 466

对冲基金 与 国际金融市场



中国财政经济出版社

图书在版编目(CIP)数据

对冲基金与国际金融市场/陈儒著. - 北京:中国财政经济出版社,2001.12

ISBN 7-5005-5491-5

I. 对… II. 陈… III. 对冲基金-影响-中国-国际金融市场-研究

IV. F831.5

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2001)第 098184 号

中国财政经济出版社 出版

URL: <http://www.cfeph.com>

E-mail: cfeph@drc.gov.cn

(版权所有 翻印必究)

社址:北京海淀区阜成路甲 28 号 邮政编码:100036

发行处电话:88190406 财经书店电话:64033436

北京金鼎印刷厂印刷 各地新华书店经销

850×1168 毫米 32 开 8.625 印张 203 000 字

2001 年 12 月第 1 版 2001 年 12 月北京第 1 次印刷

印数:1-3000 定价:15.00 元

ISBN 7-5005-5491-5/F·4856

(图书出现印装问题,本社负责调换)

目 录

绪 论

第一章 对冲基金与传统投资基金的比较	1
第一节 传统投资基金业的发展概况	1
第二节 对冲基金业的起源与发展	7
第三节 对冲基金与传统投资基金的组织形式	12
第四节 对冲基金与传统投资基金的分类	16
第五节 对冲基金的主要投资策略类型分析	22
第六节 对冲基金与共同基金的比较	42
第二章 对冲基金的运作与监管	53
第一节 对冲基金运作的适用理论评价	53
第二节 衍生金融工具的起源	68
第三节 对冲基金业的风险事件	75
第四节 美国长期资本管理公司亏损的案例分析	85
第五节 对冲基金的监管	97
第三章 对冲基金对国际金融市场的影响	112
第一节 影响金融市场稳定的相关理论	112
第二节 对冲基金与金融市场的不完备性	121
第三节 对冲基金与东南亚金融危机	135

第四节	对冲基金与中国香港金融市场的稳定	149
第五节	对冲基金与中国金融市场	157
第六节	全球对冲基金业的发展前景	170
第四章	对冲基金对国际金融体系的挑战	186
第一节	经济全球化与对冲基金	186
第二节	金融自由化与对冲基金	199
第三节	对冲基金与现行国际金融体系的改革	207
第四节	对冲基金与中国经济、金融安全	217
主要参考书目及文献汇编		233
后记		254

第一章

对冲基金与传统投资基金的比较

第一节 传统投资基金业的发展概况

传统的投资基金起源于 19 世纪下半叶的英国，追溯其起源应当是在 19 世纪的欧洲的英伦三岛上。当时的英国正在历经第一次产业革命，生产力得到了极大的发展，比起手工工场时代，工业取得了飞跃，社会产品极大丰富。市场由于殖民地的迅速扩张而不断扩大，贸易十分活跃。整个社会经济的转轮以加速度的方式不断地在加快，一个资本聚集的时代就这样产生了。由于社会财富迅速增长，许多人手中拥有了大量的资金。于是人们便在寻找更多的投资机会，以便能够使得自己的财富最大地增值。

但是英国的发展是与其广阔的殖民地密切相关的。当英国的产业革命接近终场，国内的投资机会锐减。对于英国的投资者来说，国内的投资机会与海外的投资机会相比，不仅在数量上不可同日而语，而且在投资成本上也高出许多。因此，许多的投资者都将目光投向了海外市场，投向了美洲和亚洲。于是这便给了一些不法分子机会——他们利用投资者对海外的情况不了解，语言不同，信息传递不便等劣势，纷纷在海外设立“皮包公司”诱骗投资人高价购买其股票，一旦获得资金便宣告经营失败，将投资

人的钱财卷入自己囊中，逃之夭夭。许多投资人因此而上当受骗。

鉴于这种情况，英国政府出面设立了投资公司，由具有专门投资理财经验的人进行操作管理，委托律师与投资人签订法律契约以保证投资人的利益，从而使中小投资人能够获得与大投资人相同的投资机会，获取国际投资的丰厚报酬；同时也使英国投入海外殖民地的资金获得保障，保证海外殖民地有效地运转，以带来源源不断的回报。

在英国政府的倡导下，以信托关系建立的合作方式就成为了契约式基金的雏形。1868年11月，世界上首家投资基金——“海外及殖民地政府信托”（The Foreign And Colonial Government Trust）在《泰晤士报》上刊登信托基金广告，公开向社会、个人发售认购凭证募集资金，它是世界上公认的设立最早的投资基金，专门以投资设在国外的殖民地公司债为主。其投资地区遍及北美、中东、东南亚、意大利、葡萄牙等国。

在随后的60多年间，这种广受欢迎的投资方式在英国普及开来，200多家投资基金纷纷设立，极大地推动了英国资本市场的流动。到1931年，英国又出现了世界上第一只以单位净值向投资者发售的基金，它成为现代投资信托基金的里程碑。1943年，“海外政府信托契约”组织在英国成立，该基金除了规定投资基金公司应以净资产值赎回基金单位外，还在信托契约中明确了投资基金灵活的投资方式。

随着世界经济的进一步发展，尤其是在20世纪初期，随着美国经济的强大，美国逐渐取代英国成为了世界上第一大经济强国，投资基金在美国便受到了广泛的关注并得以迅猛发展。1921年美国第一家证券投资信托基金——美国国际证券在美成立。1924年初第一家共同基金（Mutual Fund）——马萨诸塞投资基金在波士顿推出，使美国的共同基金进入了一个开创性发展的新时期^[1]。

美国共同基金业的发展也走过了极其不平凡的发展道路，其间也有为今天成功而付出过巨大代价。在 1929 年前三年，美国投资基金的资产增长迅速，投资基金数量达 480 家，基金资产达 70 亿美元。由于当时美国股票市场牛气冲天，促使许多抱有“永远繁荣”乐观心理的投资者将他们的资金投入当时的美国投资基金中，使美国的投资基金有较大发展。但由于 1929 年美国济大恐慌，美国股市大跌，使美国共同基金投资者遭受了惨重损失，给美国投资基金业造成了致命性打击，在此次经济大危机期间，有幸生存下来的投资基金不多，从而使美国投资基金业的发展步入了低潮。

1935 年美国国会授权证券交易委员会 (Securities Exchange Commission SEC) 对尚存的投资基金进行调查，并开始起草投资公司的管理法案。1940 年，国会通过了证券委员会制定的《投资公司法》(Investment Company ACT)，详细规范了投资基金组建及管理的法律文件，为美国投资基金业发展奠定了良好的法律基础，从 1929 ~ 1940 年，投资基金业由萌芽期转入了整顿时期。

随着 1940 年《投资公司法》的颁布实施，大大推动了美国共同基金业的发展，1940 年美国共同基金的数量仅为 68 个，总资产为 4.48 亿美元，发展到 1978 年，共同基金数量上升为 500 个，总资产达到 580 亿美元，其间增长了 130 倍。在这段发展时期，美国共同基金的迅速发展得益于美国经济的高速增长及美国证券市场的繁荣。但在 1971 ~ 1978 年底期间，由于美国经济及证券市场的不景气，在 70 年代初期及中期，共同基金发展速度缓慢，甚至出现在 1971 ~ 1975 年期间总资产减少的情况。

美国共同基金业的迅猛发展时期是在 1978 年以后，尤其是美国货币市场共同基金 (Money Market Mutual Fund, MMMF) 的迅猛崛起，美国共同基金业的发展抓住了美国当时在金融业发

展中实施利率管制的机遇，迎合了投资者的需求。

美国共同基金业近 20 年来的总资产规模扩张迅猛，1987 年年底共同基金资产仅为 7 699 亿美元，至 2000 年 8 月底，据美国投资公司协会统计，美国共同基金的资产规模超过 7 万亿美元之巨，已成为了第一大金融产业^[2]。

美国共同基金主要分为股票、债券和货币市场基金三大类。20 世纪 70 年代初，94% 的基金资产主要是股票基金，而从 20 世纪 80 年代到 20 世纪 90 年代期间，共同基金业的发展更多样化。目前，约一半左右的基金资产投资于股票基金，另外一半左右的基金资产分别投资于债券和货币市场基金。近年来，美国共同基金业的发展速度超过了其他主要金融业。越来越多的投资者购买共同基金来参与股票市场的高速发展，分享债券市场的稳定回报以及投资于货币市场基金。截止到 2000 年 6 月，美国有超过 8 000 万投资者投资于共同基金，有 5 000 万个家庭购买共同基金^[3]。

投资基金不仅在欧美国家得以发展，在亚洲，日本是较早引入投资基金的国家。1937 年，由藤本票据经纪人创立的证券投资组合被公认为日本投资基金的鼻祖。从 1941 年起先后成立了各类契约型信托投资基金，1967 年日本政府颁布了新的证券投资信托法，推动了日本投资基金业的迅速发展，日本已成为亚洲最大的投资基金市场。日本投资基金业的发展也经历了发展、萧条到再发展的历程。如 20 世纪 60 年代，由于日本实施经济紧缩政策，出现经济萧条、股市下跌致使投资基金受损。进入 20 世纪 70 年代后，日本的投资基金业重新获得进一步发展的机遇。截至 2000 年 9 月 30 日，日本投资基金业的规模达 4 918.5 亿美元。

此外，欧洲投资基金业发展较快的国家有卢森堡，亚洲投资基金业发展较快的地区还有中国香港及新加坡等，截至 2000 年 9 月 30 日，卢森堡和中国香港投资基金业的规模分别达 7 273.8 亿

美元和2 229.6 亿美元。像世界上其他发达的投资基金市场一样,投资基金业的发展都必将经历初始阶段、成长阶段及成熟阶段。中国大陆投资基金业发展尚还处在初始阶段,自1992年10月8日,中国大陆成立首家专业化基金管理公司——深圳投资基金管理公司以来,截至2001年3月31日,大陆专业基金管理公司不足15家,基金总数为35家,发行规模约为1 000亿元人民币。随着中国金融体制改革的深化及经济的健康、快速发展,中国投资基金业的发展也必将会对中国经济、金融制度及政策产生深远的影响。

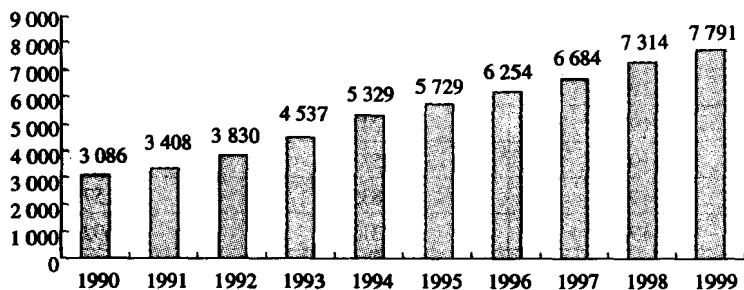


图 1-1-1 美国共同基金数量

资料来源:美国投资公司协会。

Investment Fund Company Institute

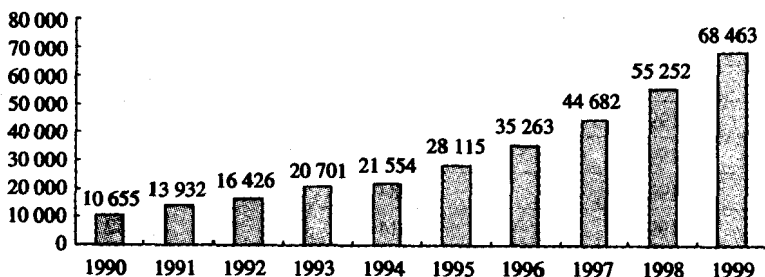


图 1-1-2 美国共同基金资产

资料来源:美国投资公司协会。

Investment Fund Company Institute

表 1-1-1 美国共同基金的数量及总资产规模

年份(年底)	数量(个)	总资产(亿美元)
1940	68	4.48
1945	73	13
1950	98	25
1955	125	78
1960	161	170
1965	170	352
1970	361	476
1975	426	459
1978	500	580
1981	665	2 282
1982	857	2 768
1984	1 242	3 707
1985	1 527	4 954
1986	1 835	7 157
1987	2 312	7 692
1988	2 708	8 094
1989	2 900	9 807
1990	3 081	1 0652
1991	3 405	13 932
1992	3 826	16 425
1993	4 538	20 701
1994	5 330	21 554
1995	5 728	28 115
1996	6 254	35 263
1997	6 684	44 682
1998	7 314	55 252
1999	7 791	68 463
2000	8 171	69 652

资料来源:美国投资公司协会 2001 年 Mutual Fund Fact Book。

投资基金业作为一颇具发展前景的产业已越来越受到各国或地区的重视，全球基金业发展在地域分布上仍不平衡。从资产分布来看主要在欧美等国，尤其是美国的共同基金资产占全球基金总资产的 2/3 以上。统计了全球 36 个主要的国家或地区的投资基金业的发展，截至到 2000 年 9 月底，全球投资基金的数量高达 52 977 个，资产已超过 12 万亿美元之巨^[4]。投资基金业品种的日新月异，新型衍生品种基金等已开始对全球的金融市场产生正、负面双重影响。

第二节 对冲基金业的起源与发展

一、对冲基金的涵义

对冲(hedge)一词最早是在美国农业中所使用，当时农民们为了避免未来农产品市场价格的变化而影响未来出售农产品的收益，将未成熟的农产品事先以一个确定的价格出售，通过卖出农产品期货锁定价格来规避市场价格波动风险。

关于对冲基金的定义存在多种不同的表述：

对冲基金是指通过私人投资有限合伙制的形式募集资金，利用卖空(Short Selling)、财务杠杆(Leverage)等投资策略利用各种衍生金融工具(Derivatives)等进行组合投资的工具。对冲基金利用对冲策略可同时在各地的股市、债市、汇市、货币市场、期货市场、房地产市场、商品市场等进行组合投资。

“对冲基金是指一种非常特殊的、波动性的开放型投资公司，允许基金经理使用各种投资技术，这些投资技术包括融资、卖空和使用期权等。对冲基金能够在平均风险下提供较高的盈利”^[5]。

“对冲基金在相当广泛的范围内根据风险与收益的匹配设计包括多种技术基础投资策略。一个共同的特点是使用投资和风险管理技术在不论市场走势如何的情况下都能寻求获取正投资收益”^[6]。

“对冲基金是为合格的投资者提供资本汇总的‘水池’(Pool),组织形式采取有限责任合伙制(Limited Partnership)……一般合伙人(General Partner)是对冲基金的基金经理,通常也会将自己较大比例的资金投入到基金中”^[7]。

“美国的对冲基金通常是一个美国的私人投资合伙形式(Private Investment Partnership),主要投资于公开交易的证券或衍生金融工具”^[8]。

从以上的定义可以看出,对冲基金作为一投资公司的涵义集中体现在:法律架构(Leagal Structure)、投资策略(Investment Strategy)和合格投资的集合(Accredited Investors Pool)等方面。

对冲基金在法律上是有限合伙人制。美国的对冲基金通常不在 SEC 注册为投资公司,因此,不受 SEC 的监管。

对冲基金利用反向投资策略(Contrary Strategies)同时在市场上作相反结构性的卖空,透过财务杠杆扩大盈利,“对冲”使其投资组合得到保护,对冲基金在跌市中也能获利,因此,特别在跌市中更受投资者的青睐。

二、对冲基金的发展概况

对冲基金起源于 20 世纪 50 年代初的美国。第一个对冲基金是美国的阿尔弗雷德·琼斯(Alfred W. Jones)于 1949 年 1 月 1 日所创建的一个私人合伙制的股票基金,名叫“Take heart, baby - boomers”。当时他设立对冲基金的目的主要是为了规避市场风险及在股市跌市中获得较大的投资收益,其运作的投资品种

一般是现货、期货和其他衍生金融产品，而惯用的操作手法则是利用卖空和杠杆的对冲组合(也称“避险”或“护盘”)机制，对冲基金因此而得名。

对冲基金在选定某些看涨行业(如信息产业)后，买进该行业看好的几只蓝筹股。同时为了避免万一判断失误而遭受损失，对冲基金同时采用适量卖空该行业最差的几家公司的股票。最后结果可能有两种：如果该行业果如预期表现良好，蓝筹股涨幅必远远超过其他同业公司；而如果预期错误，此行业股票不涨反跌，那么较差公司的股价跌幅必远远大于绩优蓝筹股，则基金卖空盘所获利润自然高于其投资蓝筹的损失。卖空盘的大小与蓝筹股投资之比为“对冲比率”(Hedge Ratio)，对冲比率是利用计算机系统通过建立有关数学模型进行精确计算出来的。

对冲基金过去的投资策略主要是多空并做，为了在一定的程度上“对冲”市场中的不确定性。演变到今天的对冲基金与20世纪50年代相比已是面目全非。现代对冲基金在运作方式、投资技巧、投资策略、投资理论基础、投资组合模式等都与其当初的对冲基金大相径庭。根据有关统计资料显示，真正意义上利用对冲技巧作为避险工具的对冲基金，在现代仅有约5%左右的对冲基金在使用，“对冲基金”之名的字面含义似乎有些名不符实。现代对冲基金涵盖的范围不再仅仅是多头、空头和杠杆证券，而且常常透过投资在期货(Futures)、远期(Forward)、期权(Option)、互换(Swaps)、混合证券(Hybrid Securities)、认股权证(Warrant)等不同衍生金融工具实现投资资产多元化，不仅使用对冲技巧，还常常会使用卖空、运用财务杠杆等。

对冲基金业经历了创始阶段、初步发展阶段、低潮阶段、恢复阶段和快速发展阶段。1949~1966年，由于琼斯的对冲基金过去卓越的市场表现，曾经被新闻媒体广为介绍。1966~1968年步入初步发展阶段，当时引起了对冲基金数量的增加。根据美

国安全交易委员会的统计, 1968年底, 对冲基金的数量为140只左右。1969~1974年, 由于市场黯淡, 对冲基金业处境堪忧, 发展受到重挫而进入低潮阶段。1973~1974年全球股市受石油危机的影响大幅下挫, 对冲基金的数量急剧减少。1975~1985年, 对冲基金业重新开始崭露头角进入恢复阶段, 这一时期仅有很少的新基金成立。20世纪90年代以后, 对冲基金业才步入快速发展的轨道, 投资者面对衍生金融工具的日益活跃, 不少投资者更加关注并投资于对冲基金, 对冲基金业迎来了重大发展时期。

不少对冲基金为了寻求规模扩张和利用国际“避税天堂”(Tax Havens)的种种优势, 通常选择在一些离岸的国际金融中心注册, 常见的离岸注册地是开曼群岛(Cayman Islands)、英国海峡群岛(British Virgin Islands)、百慕大(Bermuda)及加勒比海(Caribbean)的一些半独立的岛国等。例如, 索罗斯的“量子基金”就没有向美国的证监会(SEC)注册, 而是在加勒比海的荷属安得列斯群岛(Netherlands Antilles)注册。

在美国, 股票市场总资本达到6.8万亿美元, 虽然股票市场资本远远大于对冲基金的资产, 但对冲基金资产的增长速度却快于股票市场资本的增长。自1980~1998年初, 股票市场资本的增长速度是13%左右, 而同期对冲基金资产的增长速度达到24%。

发展到今天, 对冲基金业已发生深刻的变革。尤其是自1990年以来, 伴随全球经济与金融全球化、一体化进程的加快, 新兴市场的不断开放, 对冲基金业无论是资产规模还是基金数量都在迅猛增加。1988年对冲基金的数量约1373只, 对冲基金业的资产420亿美元左右, 1999年对冲基金业的数量已超过6000只, 对冲基金业的资产超过4000亿美元, 对冲基金业的资产增长是过去5年的6倍多, 仅仅在1999年就有2000个对冲基金推出^[9]。

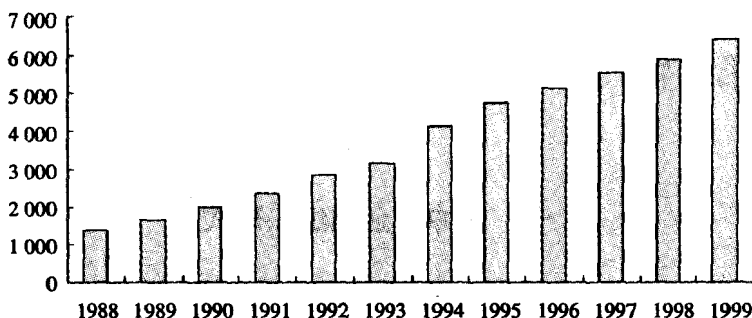


图 1-2-1 对冲基金业的数量

资料来源：根据 Van Hedge Fund Advisors International、Berkshire Capital Corporation 的资料整理。

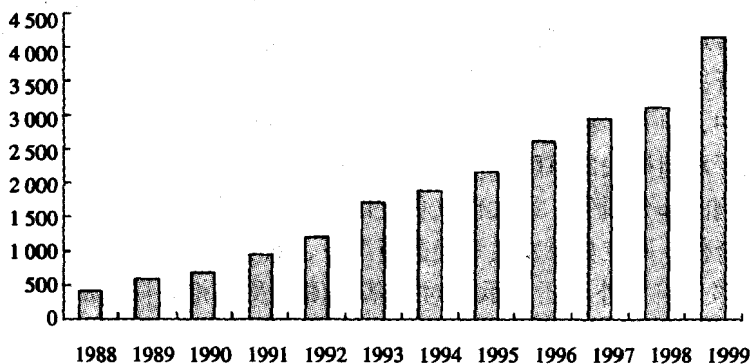


图 1-2-2 对冲基金业的资产

资料来源：根据 Van Hedge Fund Advisors International、Berkshire Capital Corporation 的资料整理。

表 1-2-1 全球对冲基金的数量及资产统计表

年份	1988	1989	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999
基金数量	1 373	1 648	1 977	2 373	2 848	3 147	4 100	4 700	5 100	5 500	5 830	6 454
基金资产 (亿美元)	420	580	670	940	1 200	1 720	1 890	2 170	2 610	2 950	3 110	4 130

资料来源：根据 Van Hedge Fund Advisors International、Berkshire Capital Corporation 的资料整理。

第三节 对冲基金与传统投资基金的组织形式

一、对冲基金的组织形式

对冲基金组织形式通常是采用私人投资合伙形式。对冲基金合伙关系的合伙人通常分为两类，一类称为一般合伙人(General Partner)，另一类称为有限责任合伙人(Limited Partner)。

一般合伙人常发起设立对冲基金，并且充当负责对对冲基金的日常运作管理的管理人，即对冲基金的经理人，负责对对冲基金的投资决策与交易等。有限责任合伙人仅仅是将资金投资于对冲基金中，但并不参与对冲基金的日常运作管理。此外，最大的区别在于承担损失的风险程度不同，有限责任合伙人只承担按投资额比例的部分损失，最大也仅仅是以出资额为限的投资损失。而一般合伙人则在如果发生亏损的情况下，除了要承担按投资额比例的部分损失外，还须承担对冲基金债务及其相关损失的连带责任。

由于对冲基金采用私人投资合伙形式，美国法律禁止公开刊登对冲基金发售广告，所有对冲基金均采用私募形式募集资金。此外，为了规避美国法律对信息披露的严格要求，对冲基金投资人数曾规定不得超过 99 人（目前对此要求有所放松），投资合伙人最少出资额一般在 100 万美元以上。有些对冲基金在操作上要求更高，对冲基金董事会甚至规定合伙人入伙基数在 1000 万美元以上。

美国的对冲基金要求只能允许“合格的投资者”(“Accredited Investors”)投资，合格的标准因投资者类型的不同而不同。“合