

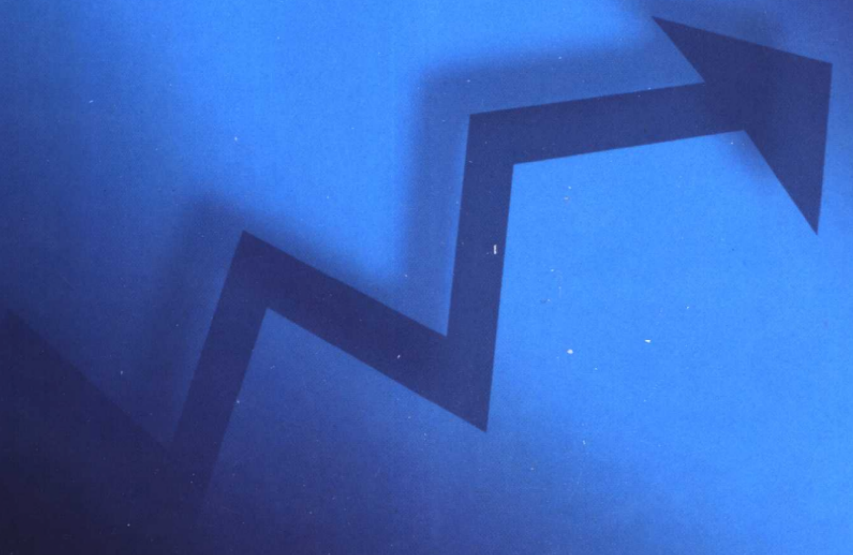
探索非理性市场和不完全有效市场的投资理念



DUI CHONG JI JIN  
DUI CHONG JI JIN  
**对冲基金**

DUI CHONG JI JIN  
DUI CHONG JI JIN

程翼 著



中华工商联合出版社

# 对冲基金

程 翼 著

中华工商联合出版社

责任编辑:孟 斌

封面设计:山水美源

**图书在版编目(CIP)数据**

对冲基金/程翼著. - 北京:中华工商联合出版社,2001.4

ISBN 7-80100-802-2

I. 对… II. 程… III. 对冲基金-研究  
IV. F830.59

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2001)第 19691 号

**中华工商联合出版社** 出版、发行

北京东城区东直门外新中街 11 号

邮编:100027 电话:64153909

冶金印刷总厂印刷

新华书店总经销

---

850×1168 毫米 1/32 印张 8.375 150 千字

2001 年 4 月第 1 版 2001 年 4 月第 1 次印刷

印数:1-5500 册

ISBN 7-80100-802-2/F·303

定 价:18.00 元

## 序 言

在现代金融市场中,对冲基金已成为人们经常关注的机构投资者。经过几十年的发展,一些大的对冲基金已经具备挑战一国金融命脉的实力,尤其是它们在几次金融危机中的作用和表现,充分说明了它们无孔不入的逐利本性,也证明了它们在世界金融市场中的能力和地位。但是,目前国内对对冲基金的介绍和了解都还限于一些表面的现象,往往只知道对冲基金扰乱一国或世界金融秩序,从中谋取暴利的一面,而缺乏对它的全面了解,对他们的产生与发展、遵循的准则、运作的方式、选择投机的机会、借势和造势运作的手法等等,国内的出版物都很少加以详细的介绍。

针对国内这方面的缺陷,程翼博士以研究对冲基金作为博士论文的选题,在国内资料比较缺乏的情况下,利用互联网和出国访问的机会,尽可能广泛地查找有关资料,克服多种困难,于2000年5月完成了论文。在论文中,程翼博士对对冲基金的发展历史、内涵、投资战略、分类和特点、收益与风险、发展原因、在金融市场上的作用和对我国的影响与启示等等进行了系统的研究,并提出了我国发展对冲基金和面向金融全球化的大趋势下的相应思路和对策。论文获得答辩委员会的好评,被认为是填补了国内的空白。在论文答辩

## 对冲基金

之后将近一年的时间内,程翼博士吸取有关专家的意见,对论文进行修改和补充,完成了本书。

目前,我国经济正处于从计划经济向社会主义市场经济转轨的过程中,不同经济体制思维差异的影响,形成对改革的不同看法和预期,常使我国的金融体制改革处于进退两难的境地。特别是在我国加入 WTO 之后,国内的金融机构和资本市场将逐步对外开放,包括对冲基金在内的国际游资自然不会放过这一千载难逢的获利机会,他们很可能利用我们金融业和资本市场的缺陷兴风作浪。这不仅对我国的资本市场、金融机构和各类其它机构投资者造成强大冲击并构成严重威胁,而且也将对我国政府的监管能力提出严峻的挑战。面对这种前景,一方面我们要加快金融业改革的步伐,使我们的体制和运行机制都能适应国际金融的竞争;另一方面,我们也要对国际金融竞争的各种方式和手法有充分的了解,并能与之抗争,实现以彼之道,还之彼身。程翼博士的这本书中所介绍的内容和提出的一些建设性意见,也许会对我们应付对冲基金和其他各种国际投资或投机机构的挑战,有一定的参考价值和帮助。

国家发展计划委员会投资研究所所长



二零零一年三月二十二日

## 引 言

### 一、研究背景

从1992年欧洲汇率机制危机,1994年国际债券市场危机,到1997年亚洲金融市场危机,世界似乎越来越不得安宁。在国际金融市场的诸多剧烈动荡中,人们注意到了机构投资者的作用,尤其是对冲基金所扮演的角色,全世界一时把对冲基金作为关注的焦点,但国内对其进行系统研究的却寥寥无几。许多人指责对冲基金是金融风险之源,特别是导致了亚洲金融危机,尤其是我国香港特别行政区又在1998年8月间非同寻常地在汇市、股市和期市与对冲基金展开激战,给人们留下了深刻的印象。所发生的这一切都需要我们对对冲基金有一个比较客观、清醒的认识和把握。

随着国际间资本流动限制的取消和市场条件的宽松,各国资本市场监管的放松,金融衍生产品的迅猛增长以及金融市场的全球化,使不同市场紧密相连,资金流动更加快速和便利,这为对冲基金发展提供了广阔空间。1988到1994年

## 对冲基金

---

间,对冲基金的数目以每年 20% 的速度增长,而同期对冲基金所管理的资产的增长率则高达约 30%,1995 年以后,对冲基金的数目和资产的增长率开始放慢,目前,全世界大约有 3000 多只对冲基金,管理着超过 5000 亿美元的资产。对冲基金的快速发展使他们具备了挑战一国政府的能力,并直接影响着相关国家的经济表现、政治演变甚至普通人的生活方式。虽然在数目上和规模上对冲基金还赶不上共同基金,但由于对冲基金的专业化程度要求很高,其所具有的私人投资结构,可以使其不受或很少受到监管,使这一新兴行业尽可能地利用各种金融衍生工具在全球市场上获利。并且,由于对冲基金行业聚集了一批杰出的和第一流的资产管理者,而其中大多数管理者又都专注于某一特殊的投资战略,通过展现对某一特殊投资领域的高水平的专业技能而吸引大量投资者,这将为对冲基金开辟更加广泛的投资领域。

虽然突然的事件如俄罗斯市场的崩溃、国际的流动性危机和股票市场泡沫的破灭等仍会继续影响各类对冲基金的收益,也不排除今后这一新兴行业可能会继续出现像长期资本管理公司那样损失巨大的对冲基金。但是,对冲基金的管理者和投资者都会从中吸取经验和教训,以改变他们的投资战略,加大对信息的需求,提高对投资工具的透明度,并建立各种风险参数来监控各类风险。可以预见,随着有关对冲基金知识的普及、机构投资者的加入以及为了满足金融市场上的特殊投资者对对冲基金的需求,对冲基金的投资者的数量和多样性会继续增加,其运作会更加规范,影响也将继续扩大。

虽然我国在亚洲金融危机中为自己赢得了时间,但是,随着我国即将加入 WTO,我国金融市场的管理将会进一步放宽,金融市场的开放程度也会逐渐加大,现实要求我们不得不学会面对这种经济权力,同它们交锋,在降低损失的同时,尽可能从中获利。本书正是在这一背景下,以“对冲基金”为研究题目,因此具有较强的现实意义。

## 二、主要内容

本书以对冲基金为对象,对其发展历史、内涵、投资战略、分类和特点、收益与风险、发展原因、在金融市场上的作用和对我国的影响与启示等等,进行了系统的研究。

第一章对对冲基金的创始阶段、初步发展、低潮阶段、恢复阶段、快速发展阶段、现状、发展前景作了一个系统介绍。创始阶段:1949—1965年,第一只对冲基金是由 Alfred Winslow Jones 创建的,被认为是世界上第一只对冲基金,经理自己入股并收取利润的 20% 作为奖金,公司保持秘密运作,业绩良好。初步发展阶段:1966—1968年,对冲基金数目有了很大发展。低潮阶段:1969—1974年,对冲基金受到重创。恢复阶段:1974—1985年,对冲基金重新以相对秘密的姿态运作,宏观对冲基金开始崭露头角。快速发展阶段:90年代之后,对冲基金行业进入快速发展阶段。现状:目前除了一些比较老练的投资者(包括瑞士人和私人银行)外,有些捐款和养老基金也投资于对冲基金。发展前景:今后 5—10年,美国对冲基金的数目和管理的资产还将以每年 20% 的速度增长。



第二章考察了对冲基金的内涵。首先界定了对冲基金,虽然目前有一大群基金都被叫做对冲基金,但事实上,对冲基金这一名称本身就是一个误用,因为有些对冲基金根本不采用对冲技术,对冲基金这一名称只是约定俗成的称呼,它描述的是一个有限私人合伙投资体。在介绍了对冲基金的管理者、投资者和动力图的基础上,分析了投资者如何投资于对冲基金。

第三章分析了对冲基金的投资战略。首先以构成不同投资战略的不同投资要素(包括杠杆、对冲、套利、工具、市场、风险控制、研究、分散投资、头寸限制、买卖目标、止损点和业绩)为途径,来区分对冲基金的不同投资战略。其次举例阐述了11种具有代表性的对冲基金投资战略。最后对投资战略的总体状况进行了概括性分析。

第四章研究了对冲基金的特点和分类问题。分别按法律注册地、投资战略和板块三个层次对对冲基金进行了分类,并介绍了国际货币基金组织分类的口径,在此基础上,本文第一次提出按风险的性质对对冲基金进行分类的问题。通过研究对冲基金的特点,对对冲基金与共同基金进行了比较研究。

第五章研究了对冲基金的收益与风险问题。得出如下结论:对冲基金收益较高、风险相对较小;当市场处于熊市时,对冲基金总体上比共同基金和市场指标有更好的收益;过去几年,很多对冲基金的业绩相当可观;投资于金融服务板块的对冲基金比投资于其它板块的对冲基金业绩更好;对冲基金数目和资产的增加改善了传统投资组合。之后探讨

了影响对冲基金业绩的因素以及风险的来源,指出风险的来源从根本上来说,并不在于对冲基金特有的组织形式,而在于产生系统风险的诸因素,但最终根本上还在于人性的不确定性。最后,对对冲基金与机构投资者进行了比较研究。

第六章探讨了对冲基金发展的理论原因。从金融市场环境的变化和各种现实社会经济原因的角度出发,系统分析对冲基金迅速发展的原因,特别是运用现代西方经济学和金融学的最新理论成果(理性预期理论、有效资本市场理论、随机漫步理论、道德风险理论和索罗斯的反射性理论)分析对冲基金的经济效率机制,指出对冲基金具有降低交易成本、提高规模经济、促进金融创新和推动金融深化等机制,试图对对冲基金的迅速发展进行理论上的初步解释。并提出了目标漫步理论和金融理论的应用模型,这对于我国正处在由非理性市场向弱有效市场转变的特殊时期的国内各类投资者来说,如何转变投资战略,才能实现既可以在非理性市场上获利,也可以在弱有效市场上获利,具有很强的指导意义。

第七章研究了对冲基金在金融市场上的作用。以1992年欧洲汇率机制危机、1994年国际债券市场危机和1997年亚洲金融市场危机为例进行分析。得出:对冲基金与其它机构投资者相比只是一个小角色;对冲基金倾向于做负向反馈交易,因此从某种角度来说,他们也可能是市场的稳定者;对冲基金的兴起改变了金融市场的格局。结论是:历次金融危机的发生都有其内在深刻的历史根源,绝非偶然,不是以索罗斯等为代表的对冲基金所能主宰的,对冲基金充其量不过是利用了金融市场波动的趋势而已。

第八章研究了对冲基金对我国的影响和启示。分析了对冲基金对我国台湾和香港的影响,通过定量、定性的方法对香港、台湾和我国内地对处理这次金融危机的不同方法进行客观、理性的评价,并且论述它对我国香港今后的发展和定位所产生的影响以及对大陆的启示。指出:只有把大陆和香港紧密地联系在一起,才是一条解决我国金融危机隐患和今后从容面对金融危机的正确途径。本书最后探讨了对冲基金在我国发展的问题,在对我国证券市场进行现实判断和未来走势预测的基础上,提出了我国发展对冲基金和面向金融全球化的大趋势下的相应思路和对策。

### 三、新见解

国内对对冲基金的系统研究基本上是空白,本书以“对冲基金”作为研究题目,有一定的创新和现实意义。

本书在以下几方面有新见解:

1. 本书第一次较为系统地研究了对冲基金发展史、内涵、投资战略、分类和特点、收益与风险、~~发展原因~~、在金融市场上的作用和对我国的影响与启示。

2. 本书认为对冲基金这一名称只是约定俗成的称呼。

3. 指出风险的来源,从根本上来说,并不在于对冲基金特有的组织形式,而在于产生系统风险的诸因素,但最终根本上还在于人性的不确定性。

4. 试图对对冲基金的迅速发展进行理论上的初步解释,在介绍索罗斯的反射性理论的基础上,提出了目标漫步理论

和金融理论的应用模型。

5. 认为金融危机发生不是对冲基金所能主宰的,对冲基金充其量不过是利用了金融市场波动的趋势而已。

6. 在金融全球化的大背景下,提出了香港和内地紧密联系的思路和对策。

7. 探讨了我国证券市场“软着陆”的途径以及对冲基金在我国的发展前景。

# 目 录

引言 .....	( 1 )
<b>第一章 对冲基金的发展史考察 .....</b>	<b>( 1 )</b>
一、对冲基金的历史 .....	( 1 )
二、对冲基金的现状 .....	( 15 )
三、对冲基金的发展前景 .....	( 17 )
<b>第二章 对冲基金的内涵考察 .....</b>	<b>( 21 )</b>
一、对冲基金的界定 .....	( 21 )
二、如何投资于对冲基金 .....	( 40 )
<b>第三章 对冲基金的投资战略 .....</b>	<b>( 45 )</b>
一、手段和技术 .....	( 45 )
二、投资工具和市场 .....	( 48 )
三、业绩 .....	( 50 )
四、投资战略 .....	( 50 )
五、投资战略的总体状况 .....	( 107 )
<b>第四章 对冲基金的分类和特点 .....</b>	<b>( 110 )</b>
一、按法律注册地分类 .....	( 110 )
二、按投资战略分类 .....	( 111 )
三、按板块分类 .....	( 116 )

## 对冲基金

四、国际货币基金组织的分类 .....	(117)
五、按风险的性质分类 .....	(119)
六、对冲基金的特点 .....	(120)
七、对冲基金与共同基金 .....	(123)
<b>第五章 对冲基金的收益与风险</b> .....	(129)
一、对冲基金的收益与风险 .....	(129)
二、影响业绩的因素 .....	(149)
三、风险的来源 .....	(154)
四、对冲基金与机构投资者的比较 .....	(156)
<b>第六章 对冲基金发展原因考察</b> .....	(159)
一、对冲基金发展的环境因素 .....	(159)
二、对冲基金发展的内部因素 .....	(164)
三、从理论上探讨对冲基金发展的原因 .....	(166)
<b>第七章 对冲基金在金融市场上的作用</b> .....	(183)
一、对冲基金在欧洲汇率机制危机中的作用 .....	(183)
二、对冲基金在墨西哥外汇危机中的作用 .....	(188)
三、对冲基金在东亚金融危机中作用 .....	(192)
四、对冲基金在金融市场中的角色 .....	(197)
<b>第八章 对冲基金对我国的影响与启示</b> .....	(200)
一、对冲基金对我国台湾的影响 .....	(200)
二、对冲基金对我国香港的影响 .....	(201)
三、对冲基金的启示 .....	(204)
四、对冲基金在我国的发展 .....	(218)
<b>参考文献</b> .....	(237)
<b>后记</b> .....	(251)

## 第一章 对冲基金的发展史考察

### 一、对冲基金的历史

早期的对冲基金具有一个很重要特征：即采取对冲手段预防市场下跌。对冲(早期是通过私人合约进行)的历史与商业一样古老,但在证券投资组合中采用许多金融工具进行对冲,其历史却相对短的多。

对冲是一种防御型战略,其目的是通过对冲减少或消除投资风险。证券投资组合中所应用的大多数对冲工具基本上是来源于商品市场,最早的对冲可能发生在 17 世纪的日本,当时稻米的商品生产者、加工者和商人都需要采取对冲手段防止稻米价格的不利波动。到了 18 世纪,美国商品交易所在满足对冲需求的同时获得了巨大的发展,很多农作物、木材、石油和金属的商品生产者通过卖出期货合约对冲掉价格下跌的风险,与此同时,这些商品的加工者则购买期货合约对冲掉价格上涨的风险,最后,当投机者也参与了期货合约的交易后,情况发生了重大的变化:(1)投机者承担了套期

保值者不愿承担的价格风险。(2)投机者使期货合约有了巨大的流动性,并使市场更有效率。在20世纪70年代,交易所为了满足规避利率和货币风险的需要开始产生了各种金融期货,随后更发展出股票指数期货和期权,从1980年之后,可用来对冲和投机的金融工具更是呈指数形式发展。

在20多年以前,还没有出现金融期货、期权和各种衍生工具时,在证券投资组合中唯一能对冲掉市场风险的对冲手段是卖空一篮子股票。在第一只对冲基金诞生以前,类似对冲基金的活动可追溯到20世纪20年代中的本杰明·格雷汉姆(Benjamin Graham)甚至更早的时期。

### 1. 创始阶段(1949—1965年)

在1949年,一名叫阿佛列文斯·琼斯<sup>①</sup>(Alfred Winslow Jones)的学者创建了第一只比较正式的对冲基金(名叫“鼓起勇气,雄袋鼠宝宝”Take heart, baby - boomers),当时他已经48

---

<sup>①</sup> 琼斯简介:琼斯出生于澳大利亚的墨尔本,当他4岁时,他全家迁移到美国,1923年琼斯毕业于哈佛大学,先在一艘轮船上担任事务长,30年代初,他就职于美国驻柏林(希特勒开始执政)大使馆任副领事,西班牙内战期间(1936—1939),他为教友派提供平民救济报告,1941年,琼斯取得了哥伦比亚大学社会学博士学位,博士论文题目是“生命,自由和财富”。

40年代,琼斯成为《财富》杂志的副编辑,并为《时代》周刊和其它非商业性杂志供稿。1949年3月他写了一篇名为“预测方法”的文章发表在《财富》杂志上,由于在准备这篇文章的过程中,他拜访并结识了华尔街上的一些被认为具有高水平的技术专家、预测者和分析者,调查了证券市场分析的技术方法,颇有心得,在文章被发表前几个月,琼斯创立了一家私人合伙制的投资体,被认为是世界上第一只对冲基金。

琼斯于1989年去世,享年88岁。认识他的人把他当作一生都在关心穷人的一个绅士,按照今天的标准,由于琼斯思考许多社会问题,因此应该是一个社会学家。然而,由于他产生了自己的炼金术,他又是一个典型的资本家。



岁了。

琼斯的对冲基金模型具有简单明了的特点。他采用了两种投机工具：卖空和杠杆，并把它们融入一个保守的投资体系中。他的目的是消除影响投资业绩的因素（如把握市场时机和挑选股票），他获得了成功。

在 1950 年，卖空手段习惯上被应用于把握市场出现的短暂投机机会，杠杆手段在具有高风险的同时习惯上被应用于追求高额利润。琼斯却打破这种惯例，他通过卖空一篮子股票的方法对冲掉了整个市场下跌的风险，达到了控制市场风险的目的，并利用杠杆放大股票多头头寸的所获利润。

琼斯运用自己的公式计算了他在市场上所持头寸的风险，公式如下：

$$\text{市场风险} = \frac{\text{多头风险} - \text{空头风险}}{\text{投资额}}$$

这一公式对于传统的对冲基金管理者来说，在定量市场风险时具有很重要的价值，但常被世人所忽略或误解。

举例说明：如果琼斯有 10000 美元的资金，他可以运用杠杆购买 11000 美元的股票和卖空 4000 美元的股票，他的总投资为 15000 美元（原有资金的 150%），净市场风险仅为 7000 美元（11000 美元 - 4000 美元），可以称为一个 70% 净多头的投资组合。虽然琼斯认为挑选股票比把握市场机会更加重要，他仍然以市场能继续保持原有运行方向的预估时间为基础，来增加或减小他所持投资组合的净市场风险，由于美国股票市场处于牛市，因此，琼斯一般持有净多头。

在一个投资组合中有两个主要风险来源：股票选择和市场，琼斯在设计他的投资体系时把前者最大化，同时把后者