

任黎鸿 万里霜 编著
RENLIHONG WANLISHUANG

金海狂鲨

J I N H A I K U A N G S H A

——对冲基金的策略、运作及评价

经济管理出版社

金海狂鲨

——对冲基金的策略、运作及评价

任黎鸿 万里霜 编著

经济管理出版社

责任编辑 培 华 洪 林

版式设计 陈 力

责任校对 孟赤平

图书在版编目 (CIP) 数据

金海狂鲨：对冲基金的策略、运作及评价/任黎鸿，万里霜
编著. —北京：经济管理出版社，2000.7

ISBN 7-80162-001-1

I. 金... II. ①任...②万... III. 金融投资-基金-
资金管理 IV. F830.59

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2000) 第 28735 号

金海狂鲨

——对冲基金的策略、运作及评价

任黎鸿 万里霜 编著

出版：经济管理出版社

(北京市新街口六条红园胡同 8 号 邮编：100035)

发行：经济管理出版社总发行 全国各地新华书店经销

印刷：北京银祥印刷厂

850×1168 毫米 1/32 10.25 印张 250 千字
2000 年 7 月第 1 版 2000 年 7 月北京第 1 次印刷
印数：1—5000 册

ISBN 7-80162-001-1/F·1

定价：16.00 元

·版权所有 翻印必究·

凡购本社图书，如有印装错误，由本社发行部负责调换。

通讯地址：北京阜外月坛北小街 2 号 邮编：100836

联系电话：(010) 68022974

对冲基金，离我们已经不再遥远

(代序言)

1999年10月11日，海南航空公司A股开始在上海证券交易所发行。与此同时，一则颇具震撼性的消息开始在市场上流传：海航的第一大股东，就是那位在国际金融市场上呼风唤雨、毁誉不一的投机巨头、量子基金掌门人乔治·索罗斯。早在1995年9月27日，经国家民航总局、外经贸部和海南省政府批准，索罗斯透过控股的美国航空投资有限公司，以每股0.2449美元的价格，购进海航1.0004亿股非上市流通外资股，占总股本的25%，这也是当时中国政府允许外资参股民航业的最高上限。在海航相继发行B股和A股以后，美国航空投资有限公司的持股比例已经下降到14.8%，但仍然保持着第一大股东的地位。这意味着，曾经如天外来客般神秘而遥远的对冲基金，已经悄然潜入了中国资本市场。这不能不引起我们的关注。

在1997和1998年间，由东南亚金融危机引发的全球金融动荡，让长久以来深藏不露的对冲基金一夜间扬名天下，也招致了前所未有的批评和攻击。以索罗斯为代表的部分对冲基金，一方面在全球市场上频频得手，赚到盆满钵满，成为令无数投资者艳羡不已的“金融巨

击手”；另一方面也被一些深受其害的国家指斥为此次危机的罪魁祸首，落下了专事掠夺的滚滚骂名。所以，在美国著名的对冲基金“长期资本管理公司”（LTCM）因俄罗斯危机而濒临崩溃、索罗斯的量子基金也亏损累累时，许多人都在慨叹“恶有恶报”，并想当然地认为对冲基金将会从此一蹶不振，逐渐走向没落。

然而，作为一个整体的对冲基金并不等同于索罗斯，更不等同于国际投机势力。作为战后才从美国兴起的一种新型投资工具，对冲基金在历史发展过程中逐渐形成了高度保密、有限披露的独特文化，远远游离了投资大众的视线，成为极少数富豪的“俱乐部”，好比是潜藏于茫茫金海下的一只只“巨鲨”，难以一睹真容。所以，当它们突然浮出海面，成为大众传媒津津乐道的话题时，很难想象关于对冲基金的种种描述和评论会没有任何武断和偏颇。要想对对冲基金在全球金融大震荡中所扮演的角色及其深刻影响有一个全面、客观、公正的评价，就必须深入到对冲基金世界中去，揭开它们的神秘面纱。

从本质上说，对冲基金是一种主要针对较高净财富的个人投资者的私人有限合伙企业，组织结构简单、灵活。由于能够灵活地运用财务杠杆进行双向交易，对冲基金在有效地降低风险的同时，也给投资者带来了较高水平的稳定回报，加上与其他投资工具之间的相关性较低，可以实现资产组合多元化的好处，因此越来越受到机构投资者的青睐。随着机构投资者在对冲基金中投资的增加，对

对冲基金的结构和未来发展必将发生重大的变化。

对冲基金是一个丰富多彩的世界，有着千差万别的投资策略。以索罗斯旗下的量子基金为代表的全球宏观基金，只不过是对冲基金中最为耀眼的一群。尽管对冲基金在这些年里发展异常迅速，也只不过拥有不到 5000 亿美元的总资产规模，在投资者眼中还是一种“可选择”的投资，远远谈不上成为“传统”的主流投资。因此，它们在全球资本市场上所起到的作用相当有限，并不像许多人想象的那么神通广大，能够呼风唤雨。因此，即使以索罗斯的量子基金、罗宾逊的老虎基金为代表的全球宏观基金在东南亚金融危机乃至全球的金融震荡中都扮演了举足轻重的角色，就对冲基金整体而言，似乎还承受不起已经加于它们头上的种种骂名。许多研究均已表明：东南亚金融危机的发生自有其深刻的历史根源，绝非对冲基金所能主宰。

1998 年里对冲基金业最辉煌的明星 LTCM 濒于崩溃，主要是由于使用高达 50 倍的财务杠杆造成的，更多地带有自身的特点，因而只能说是一个特例，对于对冲基金并不具有普遍意义。在经历过这一个历史上最为黑暗的年份后，大多数的对冲基金都适时进行了调整，如收缩财务杠杆，更好地与投资者沟通以及有限地提高透明度等，从而在 1999 年中仍然得到了投资者的广泛欢迎并取得了不错的投资回报。

索罗斯的入主海航，还只是奏响了序曲。非常善于

捕捉投资机会的对冲基金，不会对中国广阔的市场潜力和美好的发展前景无动于衷。1999年11月15日，中美两国政府签署了关于中国加入世界贸易组织双边协议；中国加入WTO的进程迈出了决定性的一步。该项协议对中国金融服务贸易的市场准入条件作了实质性规定，允许少数合资证券公司从事基金管理、证券发行业务和以外汇计价的证券交易；合资基金管理公司最初成立时，外资可拥有33%的股权，3年后可增加到49%。随着一个更加开放的中国越来越多地融入到全球经济一体化和金融自由化的洪流之中，可以想见，将会有更多的对冲基金登陆中国资本市场，给我国投资管理领域造成巨大的竞争压力和冲击力。对于这样一种神秘的新型投资工具，如何既能充分利用其雄厚的资金实力推进我国金融市场的发展和金融创新，又能够将其消极影响降低到最低水平，减少市场波动，将是我们面临的一个崭新课题。深入认识对冲基金，全面评价对冲基金，也许就是正确利用对冲基金的开始。

本书由任黎鸿、万里霜历经一年的努力共同完成。由任黎鸿提出全书思路并编写第二、五章，万里霜完成第一、三、四章及全部附录。由于对冲基金的研究还是一个新的课题，各种资料和信息也非常缺乏，疏漏之处敬请批评指正。

编 者

2000年4月于北京

引言 资产组合中投资工具的演进

在过去的几十年中，充当市场主体的各类机构的投资组合里所包含的资产类型，基本上可以说是按照下面的时间线来扩展的：

买进 并持有 债券	传统 股票	积极管理的债 券；国际股票； 房地产	森林； 农场	新兴市场； 对冲基金	
1960	1970		1980	1990	2000

特定的资产类型通常（但不是必定）会沿着“非传统”到“可选择”再到“传统”地位的顺序演进。

“非传统”投资是指某一特定历史时期成为主流的资产类型以外的投资。除了债券因为收益稳定且风险不高而从来没有充当过“非传统”的投资以外，绝大部分的资产类型在一开始通常都会被看做是“非传统”投资，甚至包括股票这样一种目前最为普遍的资产类型。在 50 年代的时候，美国的机构还不太愿意涉足于股票，因为投资者认为股票的风险对于信托基金来说太高。随

着时间的推移，一些资产类型逐渐赢得了机构的广泛接受，摆脱了“非传统”的地位。但也有许多资产类型，因为自身的独有特性而始终难以获得机构的广泛认同，没有能够摆脱“非传统”投资的地位。

“可选择”投资是指那些比起“非传统”投资来，已经被机构投资者更为广泛地接受，但因为以下的部分或全部原因，还没能成为“传统”投资的资产类型：

1. 规模（流动性）。某些投资工具天生就不具备吸收大量资产的能力，使得机构无法在组合中将较大比例的资金配置于其上，从而使该种资产类型难以发展成为“传统”的主流投资。

2. 过渡性。一些正在朝“传统”投资过渡的资产类型（如新兴市场股票）需要一段时间来使基金经理人对其建立起充分的理解和信心。

3. 法律或管制。一些有望演进为“传统”投资的资产类型，因法律和适用规则的严格管制而使其吸引力和可接受性大为降低，只能充当“可选择”的投资，例如私募股票的投资。

4. 波动性。回报的波动性，甚至只是个别投资相对较低的成功率，就可能使得某种资产类型只能是“可选择”的投资。例如，作为一种潜在的理想投资的创业资本（VC），因为取得重大成功的比例极其有限，就很难从“可选择”过渡到“传统”的投资。

5. 本性。某些资产类型尽管很有吸引力，但因为太过神秘而不能成为一家机构资产组合里的主要部分，也就只能是一种“可选择”的投资。许多对冲基金策略都属于这一类型。

“传统”的投资实际上暗含了“主流”、“流动性”和“可以理解”等概念，他们通常在机构的资产组合里占据了主要的地位。没有什么从一降生就注定会成为“传统”的投资，几乎任何一种资产类型都要经过必要的考验，并克服上面提到的种种限制性因素才能加入这个主流群体。前面的时间线显示，对冲基金目前仍然处在被机构认识和接受的早期阶段，还远远谈不上成为“传统”的投资。

对冲基金正式破土而出，应该是以 40 年代晚期 A.W.JONES 的创办为标志。这种新型的投资管理工具，在其发展演进的过程中，由于种种因素的存在，逐渐形成了其独有的风格或文化——有限的披露，围绕着投资策略和投资表现的有限沟通及有意义的解释基本上都不存在。对冲基金经理人没有在监管机构注册，并相应地不能做广告和公开招揽客户等事实，都强化了有限披露的因素。

对冲基金业过去是、现在也是最适合于狂热的个人主义者的肥沃土壤。但是，对冲基金的经理人并不是超人。在一个个性迥异的经理人中，尽管有一些是“善战的西部枪手”，一些是知名的经济学“教授”，绝大多

数人还都只不过是对自己的操盘能力有着高度的信心，要求全盘控制投资过程，并对由此而来的表现结果异常专注和热心的普通人。

在对冲基金存在的大约 50 年时间里，机构一直都普遍回避卖空及由此而来的对杠杆和衍生工具的使用。机构在扩展它们所使用的资产类型时，通常会寻求国际或新兴市场股票等“可选择”的投资，作为当前投资策略的自然延伸。在这种情况下，对冲基金投资一直是高净财富的个人的专利。而现在，机构在对冲基金投资上的觉醒和跃跃欲试已经呼之欲出，这必将对对冲基金业的发展产生重大而深远的影响。

除了有限的一些声名赫赫的经理人外，投资者真正要搜寻和评估一家理想的对冲基金是极为困难的，即使是最熟练的职业顾问、基金发起人和高净财富的个人也会有力不从心的感觉。不过，只要回报和多元化还是投资者的共同目标，对冲基金成为新的“明星”就是自然而然的事。只是，投资者如何能够将相对神秘的对冲基金世界同高度公开的机构资产管理联系起来？对冲基金尽管规模还比较小，却是投资业务里一个奇妙的部分，但需要强调的是，它们并不适合于所有的人。

考虑到对对冲基金越来越乐意接受的机构的数目还只是刚刚开始增长，现在要预测他们最终将如何接受和运用这种资产类型还为时过早。

目 录

引 言 资产组合中投资工具的演进	(1)
第一章 对冲基金概述	(1)
第一节 什么是对冲基金	(3)
第二节 对冲基金与其他投资工具的比较	(15)
第三节 对冲基金的主要关系人	(24)
第四节 对冲基金分类	(40)
附 录 对冲基金范例：Tuna 资本公司	(59)
第二章 对冲基金策略	(67)
第一节 可转换债券套利和市场中性多/空股票交易	(69)
第二节 特别情形固定收入和兼并套利	(75)
第三节 廉价证券和抵押支持的证券	(85)
第四节 全球宏观基金和“基金的基金”	(98)
第五节 由私募到公募的投资	(107)
第六节 卖空型对冲基金	(114)
附 录 对冲基金在牛市中如何做空和取胜	(125)

第三章 对冲基金的回报与风险	(129)
第一节 对冲基金的回报.....	(131)
附 录 本书中所使用的指数.....	(153)
第二节 对冲基金的风险.....	(156)
 第四章 如何投资于对冲基金	(175)
第一节 对冲基金投资前应该考虑的因素.....	(177)
第二节 对冲基金的评估与决策.....	(195)
第三节 对冲基金投资.....	(214)
第四节 对冲基金监督.....	(219)
 第五章 LTCM 事件始末与对冲基金的未来	(231)
第一节 LTCM: 从辉煌到毁灭	(233)
第二节 美国官方对 LTCM 事件的争议	(253)
附 录 对冲基金的贷款人及其监管者应该吸取 的教训.....	(274)
第三节 市场人士及媒体对 LTCM 事件的看法	(276)
第四节 LTCM 事件后的对冲基金世界	(284)
 附 录 乔治·索罗斯: 如果市场完全由跟风行为支配, 大起大落就在所难免.....	(304)

第一章 对冲基金概述

兴起于 40 年代末的对冲基金,走过了一段曲折发展的历史进程,在 90 年代迎来了前所未有的大发展。作为一种不同于共同基金、其他“可选择”投资和传统资产管理的高级投资工具,对冲基金联合了私人合伙企业的组织形式、财务杠杆和“对冲”交易等特点,从而具有高度的灵活性,以非常低的风险特性为其赢得了可观的回报,不仅赢得了具有高额净财富的个人投资者的青睐,也越来越得到年金、捐赠基金的重视,成为机构实现资产组合多元化的一种有效工具。对冲基金种类繁多,各项策略之间差别巨大,可以适应不同类型投资者的需要。

第一节 什么是对冲基金

一、对冲基金的历史发展和现实规模

(一) 对冲基金的历史沿革

1. 创始阶段 (1949—1966 年)

对冲基金是随着战后美国经济、尤其是美国金融业的不断发展而兴盛起来的。公认的对冲基金鼻祖，是阿弗雷德·温斯洛·琼斯 (Alfred Winslow Jones)。1949 年 1 月，琼斯建立了一家私人合伙性质的投资公司——A.W.JONES 集团，这是有史以来第一家被冠以“对冲基金”名字的机构，其得名的由来，是因为该投资公司在同一行业不同公司的股票上建立了相互抵冲的多头和空头头寸。

A.W.JONES 集团以前所未有的创新精神，大胆地将三种工具联合起来同时使用：能够提供最大灵活性的私人合伙企业的组织形式、对股票的卖空和财务杠杆。琼斯相信：在一个资产组合中同时建立多头和空头头寸，就能够因为净风险曝露较小而在增加回报的同时减少风险，对财务杠杆的使用则能够进一步强化这种效应（如果以 1000 美元做多而以 800 美元做空，则净风险曝

露仅为 20%，编者注)。JONES 的模型在今天还经常被提到，许多新设立的对冲基金仍在沿用它的结构和策略。

2. 初步发展和变化阶段 (1966—1968 年)

在这一阶段里，虽然对冲基金成长迅速，但一些基金经理人发现：在当时强劲的股票市场里，通过卖空来对投资组合进行“对冲”不仅难度大、耗时多，而且代价高昂。结果，许多基金越来越倾向于以财务杠杆来放大股票多头，对冲基金因而开始向多种类别发展，此时的“对冲”只具有象征性的意义。

3. 低潮阶段 (1969—1974 年)

1969—1970 年的股市下跌，给对冲基金以灾难性的打击。据报道，“证券交易委员会”(SEC) 在 1968 年底所调查的 28 家最大的对冲基金，由于亏损和撤资，到 60 年代末所管理的资产已经减少了 70%，其中有 5 家关门大吉。规模较小的基金情况则更糟，大部分都处于亏损和破产状态。1971 年美元开始实行浮动汇率制以后，对冲基金又开始活跃起来，但生不逢时，1973—1974 年的石油危机引发股市暴跌，对冲基金也一蹶不振，数量急剧萎缩。

4. 缓慢发展阶段 (1974—1985 年)

1974—1985 年间，对冲基金在相对默默无闻中恢复和运作。一部分对冲基金经理人开始采取一种不同于以往的全新战略，着眼于全球经济状况的宏观变化，更广