

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

陈 儒 著

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 - 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@dre.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)

摘 要

伴随全球经济、金融一体化、科技日新月异的变化和世界金融业的创新与发展,对冲基金业在国际金融市场中迅速崛起。对冲基金可以运用财务杠杆,使对冲基金在运作过程中可调配的资金规模远远超过某单一国家或地区的外汇储备,在国际金融市场运作中扮演了重要角色。对冲基金对国际金融市场稳定性研究具有重要的理论与现实价值。

对冲基金与国际金融市场稳定主要内容包括对冲基金与传统投资基金的比较、对冲基金的运作与监管、对冲基金对国际金融市场的影响、对冲基金对国际金融体系的挑战等。

本书研究中采用实证分析与比较分析相结合、归纳法与演绎法相结合的研究方法分析与研究对冲基金业对国际金融市场稳定性的影响。

主要基本观点与结论为:

对冲基金业不同于传统的投资基金业。在资本交易透明度、资本流动的监管、金融风险管理与控制等方面,存在着大量管理与监管空隙的情况下,对冲基金可以运作巨额的国际资本,有时造成对有关国家或地区的金融市场的冲击。

出现部分对冲基金发生巨额亏损或破产,给对冲基金业的发展造成了一定的负面影响和打击,但全球对冲基金业仍有巨大的发展空间。

全球对冲基金的监管会得到加强,但对冲基金仍会改变其运作方式对国际金融市场的稳定性产生影响。有关对冲基金的博弈会推进国际金融体系和金融市场的不断革新,从而共同推动全球金融市场的发展和进步。

对冲基金对全球金融市场的正、负面的影响客观存在。随着中国金融市场运作环境的变化,对冲基金等金融衍生工具基金也将对其金融市场产生正负面的影响。

关键词:对冲基金 金融市场 稳定

Abstract

Following the global economy and finance integration, rapid development of new technology and global financial revolution in progress, Hedge fund industry grows up rapidly in the international financial market. Hedge funds make use of financial leverage and cause the governable capital scale much bigger than the foreign exchange deposit dimension in any single country or region. Hedge funds not only play a very important role in the international financial market, but also are significantly concerned with the stabilization research of the international financial market theoretically and empirically.

The content of the study on the stability of international financial market with hedge funds mainly includes the contrast between hedge funds and traditional investment funds, hedge fund operation and supervision, the effect upon international financial market by hedge fund and challenges of the international financial system caused by hedge funds, etc.

This book tries to conduct research work on and analyze the effect on the international financial market stabilization by hedge fund industry with combination of theoretical and empirical analysis, which involves the induction and deductive methods.

The main achievements and conclusions of this book are:

Hedge funds are different with traditional investment funds. When there is a large gap in the management and supervision in the capital bargain openness, capital flow supervision, financial risk management and control and other related aspects, the international capital that is controlled by hedge funds sometimes will result in great impact on the financial market in involved countries and regions.

Part of the funds has experienced enormous profit loss or even bankruptcy, which has negatively affected the development of the hedge fund industry in a certain extent. However, hedge fund industry still has gigantic growing up spaces in the global market.

The supervision on hedge funds will be reinforced world widely. On one hand hedge funds will still shape great influence on the international financial market stabilization by changes of operation modes. On the other hand with the hedge fund industry development, will be pushed innovation and development of international financial market and international financial system.

Hedge funds objectively influence the international financial market both positively and negatively. With the development of china financial market operation environment, the financial derivatives such as hedge funds will contribute to the china financial market from also both positive and negative sides.

Key Words: Hedge Fund Financial Market

绪 论

对冲基金作为新型的投资工具，起源于 20 世纪 50 年代初的美国。对冲基金过去的投资策略主要是多空并做，在一定的程度上是为了“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。现代对冲基金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，而且还常常会使用卖空、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。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，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。20 世纪 90 年代以后，对冲基金业才步入快速发展的轨道。

对冲基金业作为一种新型金融产业，伴随着全球经济、金融一体化、科技日新月异的变化和世界金融业的创新与发展，对冲基金业在国际金融市场中迅速崛起。据有关资料显示，目前，全

球对冲基金业的基金数量已超过 6 000 多只，对冲基金资产规模已超过 4 000 多亿美元，加之对冲基金可以运用财务杠杆，使对冲基金在运作中可调配的资金规模远远超过某一个国家或地区的外汇储备，对国际金融市场的影响巨大，在国际金融市场运作中扮演了重要角色。因此，研究对冲基金对国际金融市场稳定性具有十分重要的理论与现实价值。

本书研究中采用实证分析与比较分析相结合、归纳法与演绎法相结合的研究方法。运用辩证唯物主义和历史唯物主义的方法论，坚持以金融创新理论、金融工程学理论、利率平价理论、期权定价模型理论、比较经济学理论、现代投资组合理论、交易成本理论等为理论基础，分析与研究对冲基金业对国际金融市场稳定性的影响。

本书正文共分四章。分析结构及其框架安排如下：

第一章 对冲基金与传统投资基金的比较。论述了传统投资基金业的发展、对冲基金业的起源与发展、对冲基金的组织形式、对冲基金与共同基金的比较、对冲基金的分类及主要投资策略分析。

第二章 对冲基金的运作与监管。对对冲基金业运作的有关适用理论进行评价，分析研究了衍生金融工具的起源、对冲基金的风险事件、美国长期资本管理公司亏损的案例、对冲基金的监管等。

美国长期资本管理公司亏损的案例分析表明，小概率事件始终是以数理模型为基本风险分析工具的金融工程存在致命缺陷。近年来，各大金融机构越来越依赖的建立在复杂计算机程序上的金融工程也存在缺陷。长期资本管理事件给我们的一个重要启示是，尽管金融工程学为风险管理带来了革命性的变革，但远远没有成为解决所有风险管理的“解决之道”。为适应金融市场的发展，应鼓励金融机构建立和不断完善全面系统风险内部控制体

系,实行全面审慎风险管理,增强市场运作的透明度,提高对高杠杆比率机构监管的有效性与可行性。

对冲基金的有关风险事件对我国的外汇储备管理很有借鉴意义,我国外汇储备中的部分以外国政府债券的形式持有,还有部分以委托经营的方式进行运作。面对对冲基金事件上暴露出来的风险问题,我们应对运作机构的风险管理进行更深入的评估。

选择运作机构进行委托经营或选择经纪公司买卖外国政府债券时,建议有关部门应该详细调查比较这些金融机构的风险管理能力、对风险偏好的态度、风险预警体系、危机处理机制等方面,并按照资产组合多元化原则选择多家金融机构,以防止风险过分集中。对于所选的金融机构,应该定期检查它们的风险管理情况。对于那些暴露出来的所从事的风险性投资增加的金融机构,应该及时更换。长期资本管理事件,为我们提供了一个难得的比较各家金融机构风险管理能力的机会。

对冲基金的发展和对其监管是一个动态的博弈过程,像其他的市场博弈一样,它必定会走向一个合作解;而今天的金融市场的发展正是无数次博弈合作解的结果。

第三章 对冲基金对国际金融市场的影响,重点放在对影响金融市场稳定的相关理论、对冲基金与金融市场的不完备性、对冲基金与东南亚金融危机、对冲基金与中国香港金融市场的稳定、对冲基金与中国金融市场、对冲基金业的发展前景等内容的讨论与研究。

1997年的东南亚金融危机中,虽然结构性经济问题是引发危机的主要内部因素之一,但对冲基金和国际游资对金融市场的冲击也扮演着重要角色。为吸取东南亚金融危机的教训,建立一个更稳定的金融市场,应注意加强研究对冲基金和国际游资对国际金融市场、金融体系的影响与冲击的手法和策略,并制定相应的防范措施与对策。

加强国际监管合作，改进国际货币基金组织、世界银行和世界贸易组织等国际机构的功能与运作，在更加透明与开放的原则下，使各国或地区政府、私人部门和国际机构都能进行有效的交流、对话和合作；提高信息的流动性、及时性、准确性与充分性，加强对国际资本流动的管理，建立和健全对国际短期资本流动进行检测监管的机制；发达国家应从世界整体和长远利益出发，担负起更大的责任，承担与其经济地位相当的防范国际金融风险的责任；以《巴塞尔协议》为核心，建立和完善各国或地区监管体系，特别要加强对跨国金融机构或跨国经营业务的监管。

1998年，估计全球有超过330个新的对冲基金的推出，使全球的对冲基金的数量增加到5830只，1998年基金数量仅增加了6%，基金的资产规模达3110亿美元。1996年和1997年全球对冲基金数量分别增加了9%和8%。1996年对冲基金资产迅猛增加了20%，1997年和1998年全球对冲基金资产分别净增加了13%和5%。对冲基金的数量和资产在不断增加，其发展趋势仍呈上升之势。

第四章 比较分析与研究了对冲基金对国际金融体系的挑战。主要内容安排是经济全球化与对冲基金、金融自由化与对冲基金、对冲基金与国际金融体系改革、对冲基金与中国经济、金融安全的分析与研究。

金融全球化与自由化加剧了资产价格的过度波动，削弱了各国或地区货币政策的自主性，加快了发展中国家或地区金融业开放的进程，同时也增加了金融市场的脆弱与不稳定性。全球经济一体化进程的加快，国际金融市场的规模的迅猛膨胀，金融创新的多样化，现行的国际金融体系已越来越不能适应全球经济与金融发展的需要。正因如此，国际上越来越多的人正在关注对冲基金的运作以及谈论国际金融体系的改革，表明了改革国际金融体系的紧迫性。

书中对对冲基金对我国经济、金融安全问题的重要性进行了分析,并提出了相关建议。冷战结束前,国与国之间的冲突与对抗都伴随着军事冲突。而冷战结束后,和平与发展成为了世界政治、经济运行的主旋律,军事行动减少,军事安全不再是惟一的国家安全目标。各国或地区追求包括政治、经济、军事、环境等多要素的综合安全,其中经济与金融安全作为其他安全的主要支撑,各国或地区安全力量围绕经济安全、金融安全,纷纷对行动目标与方式进行了重大的调整。

在实证分析中,交替使用归纳法、演绎法与检验法,力求实证分析与相关理论的一致性,重点放在对冲基金业运作机制对国际金融市场稳定性的比较研究上,追求理论分析与具体的运作实践相吻合,从而使之成为论证对冲基金业对国际金融市场稳定性正、负面影响的依据。

本书研究中的主要观点与结论:

亚洲金融危机和全球性的金融动荡,充分表明了近几十年来的金融创新和金融市场全球化,已经大大超出了原有的国际金融体系即布雷顿森林体系所能涉及的范围,现行的金融体系已大大落后于金融市场的发展。在资本交易透明度、资本流动的监管、金融风险管理与控制等方面,存在着大量管理与监管空隙的情况下,对冲基金可运作巨额的国际资本在全球自由流动,会造成对有关国家或地区金融市场的冲击。

面对对冲基金业发展与国际金融体系变革的新形势,西方国家的首脑们已开始对此进行“紧急磋商”。作为发展中国家也应该积极参与,维护发展中国家的利益,力争扭转由发达国家为自身利益而订立“游戏规则”的传统,力求使新的国际金融体系更多地保障发展中国家的利益,在发展过程中形成一个较为透明的、有秩序的国际金融市场,使发展中国家在逐步加入世界金融体系时少受对冲基金的负面冲击的影响。

从金融市场发展的历史经验与教训中可以得出，如果一个国家或地区自身的金融市场与金融体系没有达到足够稳健的程度，而当该国家或地区的金融参与到复杂多变的全球金融体系中，可能会带来灾难性后果。

虽然索罗斯和罗伯逊等一些著名人物旗下的部分对冲基金发生巨额亏损或破产，给对冲基金业的发展造成了一定的负面影响和打击，但全球对冲基金业并没有像有些舆论所报导的那样，对冲基金业已走到了尽头，相反，全球对冲基金业仍有较大的发展。

对冲基金毕竟是自由市场经济条件下的产物，它有存在和发展的市场环境，对冲基金能够提供高于传统投资产品的投资回报，对特定的投资者群体具有广阔的发展空间，不可能从国际金融市场上销声匿迹。尽管加强对对冲基金的监管可能一定程度上会影响对冲基金自由运作，但目前的限定措施更多的是人们基于以往的经验而制定的，对冲基金仍将会改变其运作方式而继续活跃于国际金融市场中，并以新的运作方式对国际金融市场的稳定性产生影响，并向市场提出新的警示。从研究中可以推断，有关对冲基金的博弈会推进国际金融体系和金融市场的不断革新，从而共同推动全球金融市场的发展与进步。

对冲基金对全球金融市场的正、负面的影响客观存在。虽然过去中国国内金融市场没有遭受对冲基金的直接狙击，主要原因是中国目前金融市场还没有完全对外开放，资本项目下的人民币尚还不能自由兑换，金融工具不完善，可供对冲基金投资与狙击的工具缺乏，投机的操作手段有限，客观条件限制有效地抵御了对冲基金及国际游资带来的负面影响。但长期资本管理事件所引发的问题仍然值得中国高度重视与借鉴。

随着中国经济与金融参与国际化进程的加深，在开放背景下，中国将面对更加开放的国际环境，经济与金融运行环境将发

生很大变化，资本市场终将对外开放，各种衍生金融工具也将不断创新，对冲基金等金融衍生工具基金对中国金融市场的正、负面的影响也将客观存在。

中国应继续坚持深化经济与金融体制的改革，积极稳妥、循序渐进地推进经济与金融全球化，加速建立适应经济、金融全球化挑战的公正、透明、规范、法治的现代经济与金融新体系。

建立和健全中国的金融体系，加强包括中央银行在内的各监管机构的协调、调控和监管，实现政策性金融与商业性金融相分离，引入金融业的竞争机制，强化对金融机构的风险管理的监管，建立和完善各类型金融机构的公司管治机制，强化其分工与合作，实现直接融资与间接融资的协调发展，建立与国际间的金融合作与协调的机制。加强国际金融的监管和预警，在金融市场运作、金融经营环境、金融监管等方面，推动与国际间的金融市场政策的合作与协调。

为确保中国的金融与经济安全，中国应尽早对对冲基金等金融衍生工具基金进行超前研究，兴利除弊。加强对对冲基金等衍生金融工具基金的监管，建立和完善宏观经济与金融调控体系，健全微观金融竞争运作机制。

作者简介

陈儒 男，1964年9月生，江西南昌人，南开大学经济学院理论经济学博士后、高级经济师、教授，1997年享受国务院政府特殊津贴。1990年曾参与过深圳证券交易所筹建；1992年主持创办了中国国内第一家专业化基金管理公司——深圳投资基金管理公司，开创了我国国内基金管理的先河，曾任总经理、董事长等职；1998年调中国银行总行负责筹组总行基金托管部，曾任中国银行总行基金托管部主持工作副总经理、总经理；现任中银国际控股有限公司董事总经理。

在国内公开出版专著十余部，主要代表作有：《中国股票市场问题争鸣》、《新型投资理财工具》、《投资基金概论》、《股票操作实务》、《投资基金运作及风险控制》等。在海内外发表学术论文百余篇。主要代表作有：《中国投资基金与海外投资基金比较》，荣获深圳金融学会优秀论文一等奖及深圳社会科学优秀论文成果奖、《中国投资基金业的运作、监管与国际化》被选入《邓小平理论研究文库》第二卷、《关于设立国有股股权投资基金构想》被多家报刊转登，并录入《中国社会科学文库》、《领导艺术通览》等。

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