


对冲基金透视

黄少明 著



 中国金融出版社

对冲基金透视

黄少明 著



中国金融出版社

责任编辑：成景阳

责任校对：刘 明

责任印制：尹小平

图书在版编目 (CIP) 数据

对冲基金透视/黄少明著. —北京：中国金融出版社，
2001. 11

ISBN 7 - 5049 - 2617 - 5

I. 对… II. 黄… III. 对冲基金—研究 IV. F830.59

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2001) 第 065935 号

出版 **中国金融出版社**
发行

社址 北京广安门外小红庙南里 3 号

发行部：66081679 读者服务部：66070833 82672183

http: //www. chinafph. com

邮码 100055

经销 新华书店

印刷 固安印刷厂

尺寸 160 毫米 × 230 毫米

印张 15.5

字数 231 千

版次 2001 年 12 月第 1 版

印次 2002 年 1 月第 1 次印刷

印数 1—3000

定价 19.80 元

如出现印装错误请与出版部调换

序一

自20世纪70年代初工业化国家采用汇率浮动制度以来，世界金融业发生了深刻的变革，特别是由于经济发展和科技进步，金融创新得到空前的发展。这主要表现为新产品、新工具、新机构的不断推陈出新，以及与之相适应的各类金融市场的不断形成。金融创新是近几十年来推动国际金融业发展的重要动力，但同时也给国际金融体系带来了巨大的冲击。由于金融国际化和自由化程度的加深，跨国跨市场的金融创新交易愈来愈频密，也给国际金融市场的监管提出了严峻的挑战。既属于金融工具创新，又属于金融机构创新的对冲基金，特别是80年代中期开始得以发展的宏观对冲基金，对国际金融市场所产生的影响就充分反映了这一事实。

这本书是关于对冲基金的一本专著，从理论上系统地论述了对冲基金的发展演变、结构特征、策略运作、它与当代历次金融危机的关系、基金的监管以及基金的前景……等等。它立论清晰、论据充分，内容连贯、结构紧凑，文字简洁、语言流畅，有一定的理论性、专业性和可读性。迄今为止，有关对冲基金的研究，仅散见于一些论文、评论和文摘之中，系统的理论分析，尤其是专著，在我国尚属首次。因此，从某种意义上说，本书填补了我国金融领域在投资基金研究方面的空白。

本书作者是中国银行（香港）有限公司的经济研究员。他在香港目睹和经历了1997年亚洲金融危机、1998年香港金融风暴、1998年9月美国LTCM事件、以及紧接着的由上述事件导致和演化而成的国际金融市场动荡，对以宏观基金为首的国际炒家在金融危机期间、特别是港元风潮中兴风作浪、推波助澜，趁人之危、牟取暴利的行为，有深切的感受。因此，他能较生动地描述对冲基金在上述

危机中所起的作用，并且能够深入探讨经济和金融体系中一些重要的课题，诸如货币制度安排、金融体系漏洞、国际金融监管、对冲基金未来前景等。另外，我还想指出，原中国银行港澳管理处经济研究部的同事们，包括本书作者在内，在香港金融动荡期间，曾撰写过不少经济和金融分析报告，为有关部门和机构提供了及时、有价值的参考意见和建议。

这是一本好书，特推荐给金融从业人员、大学生和对金融领域有兴趣的读者，以有助于大家了解金融领域的前沿动态及扩大知识面。故是为之序。

时金宝

2001年6月

序二

对冲基金像一头桀骜不驯的野兽狂奔乱突，像一股汹涌不羁的恶浪席卷一切。在它的冲击下，英镑不守，被迫退出了汇率机制；泰国爆发了金融危机，波及各地；港元岌岌可危，联系汇率制几近不保。一时间，人们对对冲基金的喷言纷起，但大多是对其大肆投机、操纵市场、扰乱金融、获取暴利以及造成严重的破坏性后果，深恶痛绝，从道德规范的角度予以谴责，很有点像我们过去把投机倒把作为犯罪行为而加以批判那样。但是，对对冲基金仅仅停留于道德谴责是远远不够的，何况一般地说，对冲基金并无违法违规行，它在香港的投机操作遭到严重失败，折羽而归，也不是因为它违法违规引致操作失误，而是香港行政当局为保护港元、保护香港经济而改变了规则，一反以往不干预市场的传统，积极入市干预。港府这样做自然是很必要的，无可非议。但港府并未从法律上对对冲基金进行制裁，在美国——对冲基金的主要注册地——也未见采取制裁手段，甚至连从道德上加以谴责也不多见。

对冲基金的破坏性很大，这是没有疑义的。对一般老百姓来说，特别是那些受到对冲基金伤害的老百姓来说，从道德上对对冲基金给以深恶痛绝的谴责，是可以理解的。但对对冲基金的种种“恶行”并不是一个道德问题。如果它没有违法违规，从道德上加以谴责，不仅不能伤其毫毛，而且把其未违法违规的行为用道德的规范去衡量并加以谴责，也未必恰当。对此，我在1998年的一篇文章（《怎样看待市场和国际投机资本》1998年12月7日《中国证券期货》）中曾有所论述，这里不赘。

对于经济特别是金融从业人员来说，重要的是要了解、研究对冲基金是怎样产生的，它是怎样一种性质的机构投资者；它的运作

方式以及运用的策略、手段、工具是怎样的，特别是要了解和研究对冲基金为什么能在不违法违规的条件下横冲直闯，兴风作浪，翻手为云，覆手为雨，操纵市场攫取暴利；研究在其得逞的国家和地区的市场中，在制度、规则、金融体系、监管等等方面存在哪些可被其利用的不恰当、不完善的地方，应如何规范和完善，对它的冲击应如何防范，这种防范既能制止对冲基金造成破坏性的后果，又不至于阻碍金融的创新、市场的开放、经济的自由化和全球化发展；等等。

黄少明同志的《对冲基金透视》一书对对冲基金的各个方面作了详尽的分析，虽然也有一些道德上的谴责，但并未冲淡对它的冷静分析。在我国，就我所知，这是第一本对对冲基金作详尽分析的著作。

2 对冲基金的兴起是金融自由化和金融创新的产物，也可以说是金融衍生工具的一种，它的运作借用了期货的某些手段，它的杠杆效应、对冲手法都与期货有类似之处。但对冲基金与期货不同，它是一种投资基金，投资者期望从投资和投机中获取高的收益。对冲基金是私募基金中的一种，与公募的投资基金在运作方式等方面有很大的不同。对冲式的操作本来对风险的防范有益，但杠杆效应又放大了运作的风险。对冲基金特殊的运作方式虽使它有骄人的业绩，从而吸引了一些有实力的投资者加入，但对冲基金作为一种私募基金是缺少透明性的，从而也很难对它进行监管，加上它的特有的运作方式，它得以集合巨额的资金，神不知鬼不觉地四处寻觅投机机会，迅速地由一个地方移到另一个地方，突然地对某地的市场发起冲击，在获得巨额斩获后，又悄然撤离。它之所以往往得逞，除其自身的运作方式外，更在于在一些市场中在制度上、规则上、金融体系上存在着巨大的漏洞，即使像老牌金融帝国的英国和自由市场典范的香港也都存在“软肋”，对冲基金的一批有高超运作经验的投机家熟练地把拳头击向了“软肋”。黄少明同志的这本著作，对对冲基金发动的几起巨大的具有世界影响的“战役”案例作了详细的介绍和分析。在有些案例中，对冲基金大获全胜，但它在香港翻

了船，在美国的一家对冲基金公司——长期资本管理公司则投机失误，几乎破产。它们都使得对冲基金盛极而衰，并引发出对付它的一套防范措施和监管措施，这些在黄少明同志的书中都有较充分的介绍和论述。对冲基金由盛而衰的历程，无论就对冲基金本身还是就监管而言，都有许多值得总结的经验和教训。

对冲基金还存在，我认为在适当的条件下，它甚至还会发展。水可载舟，也可覆舟，应该承认，对冲基金作为一种投资基金有许多创新，在运作方式上有其可取之处，如果对之实行有效的监管，增加其透明度，再使金融体系更加完善和健康，监管更加有效，对冲基金仍不失为一种有用的金融工具。我想，从黄少明同志的书中，我们可以悟出这一点。

我国没有受到对冲基金的冲击，这不是我国的金融体系完善、健康和监管有力，而是我国的资本市场尚未对外开放（除B股外），人民币的资本项目尚不可自由兑换，也就是说为对冲基金的进入设置了难以逾越的屏障。但是我国的资本市场迟早是要对外开放的，人民币的可自由兑换也是时间问题，我们有必要从对冲基金策划的一些引起金融危机的重大案例中吸取经验教训，健全和完善我国金融体系、资本市场，健全和完善我国的金融、证券、期货等的监管。黄少明同志这本书对此是有帮助的。

我建议，金融、证券、期货等部门的从业人员和监管人员读读这本书。

董辅初

2001年6月26日

前 言

对冲基金是投资基金业的一个异数。从美国人琼斯（Alfred Winslow Johns）于1949年建立第一个对冲基金起，它就一直按照不同于传统投资基金的组织结构运作。对冲基金自开创起就以其独有的特征使它从许多方面，尤其是在接受监管要求、实施投资策略和使用投资手段等方面有别于一般投资基金。对冲基金独特的结构和特征，使它能够按市场条件和需要随意使用各种投资手段和投资工具，如买空、卖空、使用财务杠杆、单边重注、利用衍生工具和其他金融手段强化投资等；虽然对冲基金并不需要在任何时候都使用上述工具，但它在追求绝对高额回报时，却可毫无限制地选用合适的投资策略。而传统基金由于受严格监管和限制，却不能像对冲基金那样根据需要灵活转变投资策略。

正是这一区别，使对冲基金能够取得傲视其他投资基金和金融机构的投资业绩。从1989年1月至1997年中的9年半时期里，对冲基金的年平均净回报为17.6%，高居金融投资业的前列。而在同期，摩根全球股票指数年平均收益率为9.6%，美国股票互惠基金为14.5%，所罗门债券指数回报率为9%。

对冲基金能灵活使用各项投资策略本身并无任何不妥，基金经理为投资者亦为自己而使用各种简单或复杂的投资策略和技术赚取高额利润也无可非议。但是，对冲基金利用本身的财力和财技（复杂的投资技术和策略），在金融市场蓄意造市，恶意炒作，猛烈冲击他国货币，操纵市场，造成资产价格猛烈波动，以牟取暴利，损害所在地投资者及政府的利益，这就不是正常投资活动，而是破坏经济金融秩序，损人利己的恶性投机和掠夺行为。

80年代中期以前，对冲基金严格按照传统的反向投资策略，同

时在市场上作相反的结构性的买空卖空，并以杠杆扩大盈利，使基金无论在升跌市中都能获利，投资组合得到“对冲”保护。这正是基金赢得“对冲基金”美誉的原因。但80年代后期以来，对冲基金逐步偏离其传统的投资理念，追逐绝对高额回报，其投资领域、范围和手段发生了根本性的变化。“宏观”基金应运而生，并且逐渐成为对冲基金的主流和核心。“宏观”基金抛弃了经典的个股选择策略，在全球市场范围内从事货币、债券、股市、利率以及以上述资产为基础的衍生产品，如期货、期权、名义合约等金融工具的投机交易，令对冲基金发生了质的变化。传统的有利市场稳定的反向策略正逐渐式微，高杠杆高回报高风险投资策略成为最常用的投资方法，这些投资方法不仅增加金融市场隐含的风险，而且常常引发和加剧金融市场动荡。

对冲基金，特别是在全球进行投机的大型宏观基金，经常自恃本身财力和财技，在国际市场恶性投机，操控造市，造成资产价格暴涨暴跌，严重扰乱正常的经济金融秩序。进入90年代以来，历次大的国际金融市场动荡都与对冲基金名字相连在一起：1992年欧洲货币汇率机制危机；1994年国际债券市场风波；1997年起始的亚洲金融危机；1998年香港金融风暴；以及稍后的1998年美国长期资本（LTCM）倒闭事件并由此引发的世界金融市场大动荡。在这些事件中，人们都指责对冲基金利用各国宏观经济活动的变化，进行高杠杆高风险的交易，操纵市场，或通过“羊群”投资策略引导机构投资者，冲击有关货币和市场，在全球市场兴风作浪，引发和加剧市场价格的波动，从中渔利。

无论是从对冲基金能够灵活使用各种投资策略和工具，投资于各种金融市场和产品，取得较其他投资基金和投资组合为高的回报率角度来看，还是从对冲基金能够数度在国际金融市场、尤其是新兴市场恣意操控，恶性炒作，扰乱经济金融秩序，引发局部或全面系统性危机的角度来看，都说明现有金融监管体系存在严重的问题，各国及各金融市场皆缺乏足够的法规条例和技术手段有效监察对冲基金的交易活动。

然而，在如何加强和改进监管对冲基金问题上，深受对冲基金残害的新兴市场、特别是亚洲各国，与旁观者，甚至是既得利益者的发达市场之间的利益和要求之间存在重大分歧。欧美国家认为只要提高金融市场透明度，就足以保证金融市场的秩序，就等于监管了对冲基金。但对于深受国际炒家操控市场、肆意进袭之苦的新兴市场来说，改善环球市场体系的透明度只是一方面，如何约束和规范对冲基金和其他国际炒家在新兴市场的恶意炒作，却更加迫切也更加重要。各国、地区及机构在亚洲危机及 LTCM 事件之后，曾纷纷推出个别、零星的监管法规和措施，以加强对“无王管”的对冲基金的监管和限制。但这远远不够，一个跨市场、跨国界、多层次、包括直接和间接手段在内的监管体系的建立，方能有效防范对冲基金在一国、地区乃至全球范围内制造局部或全面系统性危机的可能。

1997年初到1998年8月期间，是对冲基金最荣耀的时期。对冲基金一路所向披靡，资产价值膨胀，达到对冲基金发展史上的一个高峰。但与此同时，对冲基金厄运也接踵而至。以1998年8月金融市场史无前例的港元保卫战，迫使对冲基金败走麦城，以及紧接着的1998年9月LTCM“宏观”债券投资失误，几近破产为标志，宏观对冲基金接二连三倒下。先是老虎基金宣告倒闭，接着是量子基金公布重组，快得就像1997年新兴市场崩溃的“骨牌”效应般、形势急转直下。在人们还未清醒过来时，对冲基金已经走到了它自身发展史上的一个转折路口。对冲基金、特别是宏观基金由盛转衰、走向没落的事实表明，当前国际经济、金融市场环境已发生重大变化，利用高杠杆，依靠在全球进行货币、债券、利率及其他证券等宏观注重投机的对冲基金已经风险重重，走投无路了。

另一方面，随着国际经济、金融、监管环境的最新变化，其他不同种类或投资风格的对冲基金，特别是中小型对冲基金，在宏观基金逐渐失势、淡出国际资本市场之时，纷纷涌现，它们大多是附属于大金融机构（银行、证券、互惠基金）的对冲基金（in-house hedge funds），形成新的对冲基金群体；现有的中小型对冲基金也利用经济条件和金融市场环境的变化，积极转型。这些中小型或专业

化的对冲基金，抢占市场变化的先机，扩大市场占有率，取代宏观及全球基金，是当前对冲基金的主体，并再次成为资金寻求高回报投资工具的热点。

原有对冲基金在环境逼迫下回归传统，采取较稳健的投资策略；而越来越多的金融机构和传统基金经理投身对冲基金业，设立对冲基金或类似对冲基金的互惠基金。对冲基金与传统互惠基金在投资策略、经营运作上正相互靠近、逐渐趋同。这虽有助于推广对冲基金，甚至有可能使其成为主流投资方式，但传统对冲基金固有特征和运作方式的流失或改变，也给作为“另类投资”工具的对冲基金的发展蒙上一层阴影，带来一些不确定的因素。

对冲基金作为一种金融工具，作为金融投资的一种“另类”选择，将会继续生存和发展下去。它未来的发展路向，是继续作为“另类投资”而生存演化，还是发展成为与互惠基金等传统基金鼎足而立的主流投资基金，或是与互惠基金趋同，与主流基金融合？仍有待观察，取决于未来经济、金融、监管环境的发展和自身投资策略的演变。但可以肯定的是，对冲基金当前正面临行业调整、改组和分化。宏观基金进一步式微，最终走向衰落，一部分将关门结业，另一部分进行转型和小型化，回复至传统的对冲基金形态，变成规模较小、策略保守的对冲基金。其他从事各种传统业务的对冲基金以及附属金融机构的对冲基金，在市场变化和竞争压力下，将进一步走向投资行业化或专业化。

这就是对冲基金简史。

对冲基金自90年代初以来，特别是在1997/1998亚洲金融危机期间的所作所为，使人们日益关注对冲基金可能对全球金融市场所带来的负面作用。由于历史、监管等各种原因，有关对冲基金的资讯并不多见，关于对冲基金如何影响金融市场稳定，以及国际社会如何制定相关政策加强对对冲基金监管的研究就更少。本书通过对对冲基金的发展演变、投资策略以及它在诸次金融事件中投机行为的分析，揭示对冲基金在国际金融活动中所扮演的角色和作用，提出如何在国际范围内加强对对冲基金监管的政策建议，以及探讨在

新的国际经济、金融环境下对冲基金未来的发展路向和前景。

本书分三大部分共十个单元，外加四个附录。第一部分“发展演化及策略运作”，由2个单元和1个附录组成，从历史和基金运作的角度，为读者认识对冲基金提供一个必要和简洁的介绍，分析对冲基金投资策略对金融市场可能的危害性。第二部分“宏观对冲与金融危机”，考察对冲基金与世界金融危机的关系，以及它们在90年代初以来历次主要国际金融事件中所起的作用和角色；揭示对冲基金、主要是宏观基金恶意狙击，操控市场，牟取暴利，扰乱金融市场秩序，损害各国经济利益的实质。由于涉及的史料较多，篇幅较长，由6个单元和3个附录组成。第三部分“基金监管和发展路向”包括本书最后2个单元。一方面，分析现有对冲基金监管体系存在的漏洞，提出改进监管架构、建立全球防范机制的设想；另一方面，考察对冲基金最新发展动态，探讨在变化了的经济、金融、监管条件下，对冲基金的未来发展前景和趋势。此书既可作为金融银行从业者的专业知识读物，亦可用作经济、金融研究和教学参考书。

本书的写作始终得到笔者所在单位同事和领导的热忱关心和支持。张德宝、黄平、宋运肇、柴青山等曾认真审阅书稿并提出许多建设性意见；柏焰林、陈咏清则一直在关心和鼓励此书的写作。

笔者很荣幸能得到我国著名经济学家、全国人大财经委员会副主任董辅弼先生，以及中国银行（香港）有限公司行政总裁刘金宝博士的指教。他们在百忙中拨冗为此书写序，使笔者获得莫大的鼓舞；同时，从他们认真、严谨的态度中，本人也获益良多。

本书完稿后，笔者也先后请教于广东省省长助理、广东控股有限公司董事长武捷思博士以及香港证监会主席沈联涛先生。武捷思博士提供了宝贵的意见，对本书的修改具有启发作用。

在本书的修改和编辑过程中，还先后得到国家计委对外经济研究所所长张燕生教授，广南控股有限公司副总经理杨胜华律师，以及中国金融出版社周战地副总编、赵天朗主任和成景阳编辑等多方面的指导和帮助。

对此，笔者在这里一并致谢。

由于资料限制，纰漏在所难免，恳请读者指正；书中的观点和可能的错误，则全由笔者负责。

黄少明

2001年11月30日于香港



黄少明，经济学学士(华中理工大学, 1982)，管理工程硕士(华中理工大学, 1984)，经济学硕士(The University of Waterloo, Canada, 1991)。曾任教于华中理工大学和暨南大学，讲授经济学及国际经济学等课程。自1995年起，在中国银行(香港)有限公司(原香港中银集团)任职经济研究员，研究领域包括：国际金融、资本市场及投资银行。曾在香港和内地各类报刊、学术杂志发表经济、金融类论文百余篇。

目 录

第一部分 发展演化及策略运作

1. 对冲基金概述	3
1.1 对冲基金的起源和发展	3
1.2 对冲基金的结构	5
1.2.1 基金类别	7
1.2.2 基金数量和资产规模	8
1.2.3 基金注册地	11
1.3 对冲基金的特征	11
1.4 业绩表现和投资者基础	15
1.4.1 基金的投资表现	15
1.4.2 基金的投资者基础	17
2. 基金运作和投资策略	21
2.1 投资策略的实施工具	23
2.2 套利投资策略	24
2.3 宏观投资策略	28
2.4 其他各类基金的投资策略	30
2.4.1 新兴市场基金投资策略	30
2.4.2 重组基金投资策略	31
2.4.3 价值投资策略	32
2.4.4 沽空基金投资策略	33
2.4.5 行业基金投资策略	34
2.5 对冲基金投资策略的危害性	34
2.5.1 正向交易	36

2.5.2 “羊群”行为	37
A2. 对冲投资策略及有关名词解释	39

第二部分 宏观对冲与金融危机

3. 1992 年欧洲汇率机制危机	47
3.1 危机前奏——巨额跨国资本流动	47
3.2 对冲基金在危机中的角色	52
3.3 危机过程中各国的对策	54
3.3.1 里拉危机	54
3.3.2 英镑危机	56
3.3.3 法郎危机	57
3.3.4 克朗危机	58
3.3.5 德意志联邦银行	59
3.4 结语	60
A3. 欧盟各国捍卫汇率机制的手段及效果	61
A3.1 汇市干预	61
A3.1.1 自有外汇储备	61
A3.1.2 从市场筹措贷款	62
A3.1.3 从官方借入国际储备	64
A3.2 防御性挟息	66
A3.2.1 挟息的各种负作用	66
A3.2.2 各国挟息的经历	68
A3.3 资本管制	70
4. 1997 年亚洲金融危机	72
4.1 亚洲金融危机的成因	73
4.2 东南亚四国金融危机	78
4.2.1 泰国首当其冲	78
4.2.2 菲律宾应声倒地	81
4.2.3 马来西亚身遭重创	83
4.2.4 印度尼西亚遍体鳞伤	85