

F


ENGXIAN DUICHONG CELUE YU TAOLI JIGIAO

intag.

风险对冲策略 与套利技巧

——证券投资基金与对冲基金的策略比较

刘乃岳 周爱民 编著

 经济科学出版社

风险对冲策略 与套利技巧

——证券投资基金与对冲
基金的策略比较

刘乃岳 周爱民 编著

0214

经济科学出版社

473892

责任编辑：卢祎苹

责任校对：徐领弟

版式设计：周国强

技术编辑：刘 军

风险对冲策略与套利技巧
——**证券投资基金与对冲基金的策略比较**

刘乃岳 周爱民 编著

*

经济科学出版社出版、发行 新华书店经销

中国铁道出版社印刷厂印刷

出版社电话：62541886 发行部电话：62568479

经济科学出版社暨发行部地址：北京海淀区万泉河路66号

邮编：100086

*

850×1168毫米 32开 9.5印张 210000字

1999年4月第一版 1999年4月第一次印刷

印数：0001-4000册

ISBN 7-5058-1698-5/F·1203 定价：13.70元

图书在版编目 (CIP) 数据

风险对冲策略与套利技巧：证券投资基金与对冲基金的策略比较/刘乃岳，周爱民编著. —北京：经济科学出版社，1999.4
ISBN 7-5058-1698-5

I. 风… I. ①刘… ②周… III. 证券投资-基金-资金管理-研究 IV. F830.45

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (1999) 第 07558 号

本书顾问

熊性美：南开大学国际经济研究所教授

冼国明：南开大学研究生院副院长、教授

冯兆一：天津经济技术开发区总公司副总经理
天津泰丰集团总经理

代 序

冼国明

1997年以来，在以索罗斯的“量子基金”和罗伯特森的“老虎基金”为首的一大批对冲基金的冲击之下，东南亚爆发了一连串的金融危机。各国纷纷开始加强了对对冲基金的研究，都希望搞清楚为什么对冲基金的操作对区域性的金融市场会带来如此强烈的影响，也希望知道如何防范对冲基金。然而在国内，无论是学术界、实业界还是政界，对对冲基金的性质、特点和运作机制等都知之甚少。这是很危险的，因为随着中国经济体制改革的深入和发展，人民币的可自由兑换、资本市场的对外开放、金融市场的不断完善等有可能就是今年或明年的事情。而对冲基金已经流行了半个多世纪，可见加强在这方面的研究势在必行。

刘乃岳博士和我所的周爱民副教授所撰写的这本《风险对冲策略与套利技巧——证券投资基金和对冲基金的策略比较》正好可以详细回答上述这些问题。当然不仅要回答、提出问题及进行分析比较，还要进一步揭示在美国的现行法律制度下，对冲基金在设立募集时是如何得到许多法律便利条款的默契，使其可以绕开美联储1934年《证券法》和各个州州立《蓝天法》的监管的。

本书在将证券投资基金与对冲基金做全面比较的基础上，侧重于对证券投资基金的证券组合策略和对冲基金广泛的对冲策略的研究与介绍。其中既有深奥的现代金融理论，又有一看就懂的概括性描述，所以这是一本既适合高层决策者研读又适合大专院校的本科生和研究生学习的好书。

本书前两章是有关基金、投资基金和证券投资基金的概念介绍，以及证券投资基金的投资决策管理、日常管理、信息系统管理等内容。第三章是关于包括系统风险和非系统风险在内的市场风险、市场价格波动性的讨论以及它们的度量方法的介绍。第四、五、六章主要介绍证券投资基金的主要策略——证券组合的分析方法，包括有效证券组合的选取、市场指数模型等等。第七、八、九章则是关于对冲基金的详细介绍，包括对冲基金在设立募集时所面临的法律便利条款、对冲基金与共同基金的区别、对冲基金广泛的对冲策略以及离岸基金等许多内容。

两位作者，一位是在金融界工作多年富有实践经验的基层领导，一位是在大学任教多年的优秀青年教师，两人又都具有博士学位，因此这两人的组合既有较高的理论水平又有丰富的实践经验，可以相互促进，相互配合。本书是两位作者近期合作研究的结晶，同时我也希望能不断地看到他们进一步的研究成果。

南开大学研究生院副院长

国际经济研究所所长

冼国明

1999年1月于南开园

目 录

第一章 证券投资基金的基本概念	1
第一节 基金与投资基金的基本概念.....	1
第二节 契约型与公司型的投资基金.....	3
第三节 封闭型与开放型的投资基金.....	5
第四节 证券投资基金的基本概念.....	7
第五节 证券投资基金与股票、债券的区别	11
第六节 信托投资基金与证券投资基金的发展	13
第七节 各国对证券投资基金的监管	15
第二章 证券投资基金的投资管理	18
第一节 证券投资基金的管理	18
第二节 信息流转的重要性	20
第三节 证券投资决策的若干原则	23
第四节 证券投资分析的三种方法	27
第五节 投资者面临的三个问题	33
第三章 证券价格波动性的讨论	37
第一节 系统风险与非系统风险	37
第二节 市场特征线	41

第三节	吉尼系数的定义与计算	46
第四节	吉尼系数度量价格波动性	49
第五节	股票持有期收益率的调整	52
本章附录	55
第四章	证券投资组合分析简介	60
第一节	证券组合的收益与风险	60
第二节	无差异曲线与风险偏好	63
第三节	二次效用函数假定	66
第四节	两种股票的组合选取	69
第五节	有效前沿界面	73
第六节	组合的可行集和有效集	76
第五章	无风险资产与有效证券组合	80
第一节	无风险资产的引入	80
第二节	风险——收益率弹性	82
第三节	引入无风险资产后的风险——收益率弹性	86
第四节	证券组合的选取	91
第五节	有效证券组合的选取与计算	93
第六章	资本资产定价与市场指数模型	99
第一节	传统的股票定价理论	99
第二节	传统的债券定价理论	105
第三节	部分衍生权益的定价理论	110
第四节	资本资产定价模型	118
第五节	市场指数模型	122
第七章	对冲基金及其特点	128
第一节	对冲基金的特点	129
第二节	对冲基金与共同基金的区别	131
第三节	对冲基金的募集与设立	133
第四节	离岸基金	137
第五节	对冲基金的管理	139

第六节 对冲基金的可预测性·····	144
第八章 如何防范对冲基金 ·····	149
第一节 对冲基金的种类·····	149
第二节 对冲基金的投资策略简介·····	151
第三节 对冲基金冲击区域性金融市场的惯用手法·····	154
第四节 对冲基金对冲关联市场的理论分析·····	156
第五节 防范对冲基金的方法讨论·····	162
第九章 对冲基金的策略与借鉴 ·····	165
第一节 比较保守的对冲策略·····	165
第二节 比较激进的对冲策略·····	170
第三节 可转换套利对冲策略·····	173
第四节 抵押背景证券的对冲策略·····	177
第五节 基金的基金·····	182
第六节 特殊情势证券的对冲策略·····	183
第七节 合并套利的对冲策略·····	186
第八节 不景气证券的对冲策略·····	189
附录一：基金会管理办法 ·····	195
附录二：社会团体登记管理条例 ·····	198
附录三：证券投资基金管理暂行办法 ·····	203
附录四：禁止证券欺诈行为暂行办法 ·····	214
附录五：证券交易所管理办法 ·····	221
附录六：国务院关于加强在境外发行股票和 上市管理的通知 ·····	241
附录七：国务院关于股份有限公司境内上市外资股的规定 ·····	243
附录八：国务院关于股份有限公司境外募集股份及 上市的特别规定 ·····	250
附录九：设立境外中国产业投资基金管理办法 ·····	255
附录十：中华人民共和国证券法 ·····	260

第一章 证券投资基金的基本概念

本书的宗旨主要是向证券投资分析人员、特别是证券投资基金管理公司的分析人员及有一定数学和计算机基础的中小投资者们提供一些有效证券投资组合的精确选取方法、关于市场指数模型的计算与分析，以及在我国人民币可自由兑换、资本市场对外开放、金融市场逐渐完善的未来条件下可以借鉴的投资策略。

因此，本书一开篇先用两章的篇幅简单介绍有关证券投资基金及相关的一些基本概念，如基金、投资基金、基金的管理与监管等。在接下来的四章里，详细介绍证券投资基金主要的投资策略——证券组合分析的方法，并结合中国股市的实际情况介绍一些实用的有效证券投资组合的挑选办法。最后三章则是关于对冲基金的介绍，包括：（1）在美国现行法律制度下对冲基金在设立募集方面的法律便利条款；（2）对冲基金的特点、种类、与一般共同基金的区别；（3）可以被证券投资基金借鉴的对冲基金广泛的对冲策略；（4）对冲基金在冲击区域性金融市场时惯用的手法；（5）如何防范对冲基金。

第一节 基金与投资基金的基本概念

一、基金的概念

基金(fund)可以简单地分为两种：一种是为公益事业的某些

目标（例如科学研究、文化教育、社会福利和其他公益事业的发展）所设立或者募集起的一大笔货币；另一种是以追求高额稳定的投资收益回报（例如投资房地产、收费高速公路、高科技行业、股票、债券、外汇、股市指数、期货、期权等证券业）为目标，以专家理财为手段，以共担风险、共享收益为原则所设立或者募集起的一大笔货币。

二、公益型的基金

公益型的基金包括：靠捐款募集起来的研究基金、文学艺术基金、奖励基金、残疾人基金等；靠财政拨款、企事业单位或者职工自行积累的资金所构成的退休基金、房屋互助基金、救济基金等；靠投保人所缴纳的保险费所设立的人寿保险、财产保险、货物及货运保险、建筑工程保险等保险基金；企业为保证正常的生产和经营活动所设立的折旧基金等等。

这些基金的设立目的非常明确，基金会的资金是靠捐款募集、拨款或者自行积累设立的，专款专用，只投向与基金会发起宗旨有关的各项事业。在基金的管理方面，非常讲究本金的安全性，而不以投资利润为主要投资目的。

三、投资型的基金

投资型的基金包括房地产基金、信托基金、互惠基金、股票基金、债券基金、货币市场基金、雨伞基金等，都是以追求高额稳定的投资回报为目标，以专家理财为手段，以共担风险、共享收益为原则，按照法定规则与程序设立或者募集的基金。投资基金的募集分为私募与公募两种方式，但大多数的投资基金是采用公开募集的方式发起设立的。

如果按照投资基金的组织形态来划分的话，投资基金可以分为契约型的和公司型的；如果按照投资基金收益凭证的变现方式来划分的话，投资基金可以分为封闭型的和开放型的；如果按照

投资基金的资金来源和资产运作的地点来划分的话，投资基金还可以分为海外型的和国内型的；如果按照投资基金的投资对象来划分的话，投资基金的种类就更多了，例如房地产基金、创业基金、高科技基金等实业基金，以及股票基金、债券基金、货币基金等证券投资基金，还有投资对象不定的信托基金等等。

目前，国内的投资基金大都是国内封闭契约型的。

四、基金的发起设立与募集

当然，无论是为了追求公益事业的某些目标而设立的基金，还是为了追求高额稳定的投资回报的目标而设立或募集的基金，都需要按照法定规则与程序向有关主管部门提出申请并获得主管部门批准后才能设立或募集。

通常，投资类的基金应在上级主管部门批复同意之后，上报中国人民银行非银行金融机构司和中国证券监督管理委员会（即中国证监会）批准并备案。

即使是公益性基金的设立，如果不是单一捐款的接受和使用而是以设立基金会的方式募集捐款的话，照例也要向上级主管部门申请，获准同意后上报中国人民银行总行非银行金融机构司和中国民政部社团司批准并备案（具体要求见附录一：《基金会管理办法》和附录二：《社会团体登记管理条例》）。

第二节 契约型与公司型的投资基金

一、契约型的投资基金

契约型的投资基金是按照法定规则与程序发起设立并根据发起人、托管人和管理人三方面签订的信托契约而建立起来的投资基金形式。

契约型投资基金是基于一定内容的信托契约原理而组织起来

的、由具有从业资格的专业人士进行管理的、由具有第三者地位的银行或者信托公司等金融机构进行托管的代理投资机构。

契约投资基金有三方面的当事人。

其一是发起人和受益人。发起人又称为委托人，是投资基金名义上的所有者。基金的法定所有人则是指包括发起人在内的所有发行基金单位的出资购买者，又称为收益人。

发起人通常会组成一家投资公司，由出资额较大的出资者组成董事会，负责发起设立并组织各种不同类型的基金，发行收益凭证，并代表所有出资购买基金单位的受益人，将所筹集的资金委托给由有从业资格的投资理财专家所组成的投资基金管理公司，并根据发起人、托管人和管理人三方面达成的投资基金管理章程对管理人的投资行为、财务核算、收益分配和信息公开进行各方面的监督。

受益人通过购买投资基金的收益凭证共同参与基金投资，分担投资风险，并分享投资收益。受益人在投资基金的有效信托期间如果要想解除其信托契约，可以通过在二级市场卖出其受益凭证，或者要求投资基金托管机构将其受益凭证赎回的方式而变现。

其二是托管人，又称为受托人，是投资基金资金的法定保管人，通常是具有第三者地位的银行或者信托公司等金融中介机构，负责具体办理投资基金的现金、证券及其他资产的保管，并根据托管契约监督投资基金管理人的投资运作工作。

其三是管理人，是直接负责投资基金的日常管理、投资运作及其他业务的决策人。管理人向代表着投资基金所有受益人的发起人所设立的董事会负责，并受到托管人的监督。

管理人通常按照投资基金总额的一个固定百分比收取管理费用。管理人有义务向投资者公开其财务信息，并根据信托契约在投资基金董事会的批准之下决定投资基金的投资方向和投资决策。

二、公司型的投资基金

公司型的投资基金是指通过设立股份有限公司的方式，公开发行投资基金的受益凭证，并将其上市流通的较为规范的代理投资机构。

公司型投资基金的结构中除了包括代表发起人的投资公司、代表托管人的保管公司和代表管理人的管理公司三方之外，还包括负责投资基金受益凭证销售的承销公司和零售商两方角色。

投资公司是投资基金的主体，它通过公开发行投资基金的受益凭证筹集零散的资金。投资公司的股东为出资购买投资基金受益凭证的受益人。

保管公司只负责投资基金现金、证券及其他资产的收付、进出和保管工作。

管理公司也称为投资顾问，在投资公司的委托之下，定期向投资公司提供有关投资方面的咨询服务，包括调查资料、资料分析、投资建议等咨询报告，或者代理投资公司进行投资基金的日常投资决策管理工作。

第三节 封闭型与开放型的投资基金

一、封闭型的投资基金

封闭型的投资基金所发行的基金券或者受益凭证，其规模和有效期都是固定不变的。在发行前基金的发行额度和有效期都是经过批准的，以金融中介机构组成的承销团以包销或者代销的方式代为发行。发行成功之后，基金便采取封闭的方式进行管理运作，未经过主管部门的批准，基金总额不再增加或者减少，基金的有效期限也不得延长。

如果发行未能成功，国外的一般做法是：对于采取承销商包

销的方式所发行的股票或者基金余额将由承销商负责出资认购；对于采取承销商代销的方式所发行的股票或者基金，只要其实际认购额超过发行计划的 1/2，便调整发行额度为实际认购额。

近年来，国内沪、深两地交易所已经开始采用上网发行的方式发行股票和基金。这是成本最低、相对最透明、最公平的发行方式，而且大大降低了发行不成功的可能性。但同时也带来了新的问题，即由于一级市场过高的投资收益和零风险而使大量的资金沉淀在一级市场。虽然证券监管部门也曾有过增加一级市场发行认购收益的风险、降低其收益率的考虑，但目前尚未有实施的计划。

封闭型投资基金的所有者或者说其合法认购者和持有上市公司股票的股东一样，是不能退股或者退基金的。如果不愿再继续持有基金或者股票的话，可以到二级市场上将基金或者股票卖掉。未上市的基金所有者和那些持有未上市股票的股东一样，可以在店头市场找证券经纪人将基金或者股票转让出去。目前国内经过批准成立的基金已经全部上市了，这就保障了基金券的流通性，使投资者能比较方便、相对低成本地将手中的基金券变现。

封闭型基金的投向范围比较宽阔，因为在基金有效期内资金是很稳定的，可以投向一些比较长期的项目。

此外，国外的公司型封闭式基金还可以发行股票、债券、优先股及基金再投资收益券等金融工具，以扩大基金的收益杠杆作用。

二、开放型的投资基金

与封闭型投资基金相同的是，开放型投资基金也有固定的有效期，而与封闭型投资基金最大的不同之处在于，开放型投资基金没有固定的数量。基金管理公司随时都要准备按照招股说明书中的规定，以净资产值向投资者出售或者赎回基金券，所公开的基金券的净资产值是由有资格的会计师事务所出具的。同时，投

投资者完全有权利随时自行决定是否购买或者卖出基金。

由于开放式基金的管理公司总是要将发行在外的基金总额的一个百分比，以现金的方式作为准备金来保存，以备日常的基金赎回业务所需要，所以与封闭式基金相比，开放式基金不能全部投入投资运作，所投资的范围也要相对窄一些。例如不能有较大的部分都投入到长期项目之中，以避免可能发生的赎回风险。但是，开放式基金也有一些相对的好处。例如：

1. 开放式基金的财务透明度要比封闭式基金的财务透明度更高；

2. 能按基金的净资产价值来购买或者卖出基金，使开放式基金具有更高的安全性和更低的风险水平；

3. 基金管理公司在日常的基金赎回与销售中，还可以赚取一定的差价；

4. 对投资者而言，基金买卖的手续费通常要比通过二级市场上付给经纪人的手续费低一些。

目前，国外证券市场上的投资基金大部分都是公司型开放式的，而在国内，开放式的投资基金还没有出现。

第四节 证券投资基金的基本概念

1998年3月，中国最早的证券投资基金——金泰和开元分别在沪、深两地证券交易所上网发行成功，开创了新中国证券投资基金的先河。紧接着，1998年4月，兴华证券投资基金又在上海证券交易所上网发行成功。随后，安信、裕阳证券投资基金又在上海证券交易所落户，为沉寂多时的中国证券市场吹来一股徐徐的清风。

一、证券投资基金的基本概念

证券投资基金是指一种利益共享、风险共担的集合证券投资