

对冲基金 的 神话及其破灭

梁云祥 陶 涛 编著

新华出版社

对冲基金的神话 及其破灭

梁云祥 陶涛 编著

新 华 出 版 社

图书在版编目 (CIP) 数据

对冲基金的神话及其破灭/梁云祥, 陶涛编著. - 北京: 新华出版社, 1999.7

ISBN 7-5011-4479-6

I. 对… II. ①梁…②陶… III. 对冲基金-研究 IV
.F830.59

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (1999) 第 26376 号

对冲基金的神话及其破灭

梁云祥 陶涛 编著

*

新华出版社出版发行

(北京宣武门西大街 57 号 邮编: 100803)

新华书店经销

新华出版社激光照排中心照排

新华出版社印刷厂印刷

*

850×1168 毫米 32 开本 7.625 印张 163,000 字

1999 年 7 月第一版 1999 年 7 月北京第一次印刷

ISBN 7-5011-4479-6/F·642 定价: 14.80 元

目 录

引子 对冲基金掀起轩然大波	1
第一章 国际游资与基金的兴起	5
一、金融自由化打开方便之门	5
金融管制	
金融创新	
金融自由化	
二、金融全球化使投资空间更为广阔	12
金融国际化	
金融一体化	
金融证券化	
金融全球化	
三、金融衍生工具大量涌现	15
新技术革命	
金融创新高潮	
衍生工具的功用	
四、国际游资热潮	19
结构与规模	
特性	
部门和地区投向	

五、投资基金的兴起与壮大	24
六、国际投机的冲击波	26
冲击货币	
冲击外汇管制	
冲击宏观调控	
诱发和加剧金融动荡	
90年代以来对市场的冲击	
第二章 何谓对冲基金?	33
一、投资基金的出现与发展	33
投资基金的英国时代、美国时代与全球化时代	
投资基金的特点与类型	
二、对冲基金面面观	50
对冲基金的起源与演变	
对冲基金的构成与内部运作	
对冲基金的种类与特点	
三、对冲基金二枭雄	62
量子基金及索罗斯其人	
长期资本管理基金与梅里韦瑟及其合伙人	
第三章 对冲基金的投资策略	77
一、投资策略的种类	77
范氏公司的分类	
对冲基金研究公司的分类	
国际货币基金组织的分类	
二、套利型策略	85
套利型策略的类型	
影响策略的决定因素	
三、宏观策略	89

策略考察的因素	
策略内容的决定	
四、其他策略	92
新兴市场策略	
事件关联策略	
价值投资策略	
卖空策略	
五、投资策略对市场价格的影响	95
使价格稳定	
使价格不稳定	
市场大户改变头寸的相关性分析	
第四章 对对冲基金业的监管	104
一、监管的目的	104
二、美国的监管	106
保护投资者管制	
确保市场完整管制	
降低系统风险管制	
三、英国的监管	114
第五章 对冲基金的“辉煌”	116
一、与英格兰银行较量	116
梅杰的烦恼	
索罗斯的自信	
黑色的星期三	
二、狙击泰国	132
大战前夕	
危机重重的泰国	
泰铢狙击战	

劫后余波

第六章 对冲基金的“滑铁卢”	148
一、失利香港	149
投机家的“超级提款机”	
港府出击	
炒家惨败	
二、逃离俄罗斯	160
进军俄罗斯	
五月危机的警示	
“八月风暴”吹走了投机家们的最后希望	
三、梅里韦瑟“王国”的覆灭	173
“梦幻”破灭	
“精英”失算	
第七章 由对冲基金亏损引发的争议	178
一、1998年：对冲基金的亏损	178
二、救助长期资本管理基金是否合理？	180
三、对冲基金是否没落？	182
四、对冲基金是否扰乱金融市场？	185
对冲基金足以冲击世界金融市场吗？	
对冲基金是亚洲金融危机的祸源吗？	
五、是否要加强对对冲基金的监管？	192
赞成加强监管	
反对加强监管	
六、对冲基金何去何从	195
整体不会消亡	
管制将加强	
降低杠杆率	

增加运作的透明度	
影响力逐步减少	
第八章 国际货币体系面临的挑战	200
一、国际货币体系的发展	200
国际金本位制度	
布雷顿森林体系	
牙买加体系	
二、牙买加体系的困境	219
牙买加体系的进步与不足	
亟待改革	
三、国际货币基金组织的困境	225
主要职能	
应对危机功能	
强化与改革	
后记	233

引 子

对冲基金掀起轩然大波

1997年7月，一场突如其来的金融风暴吞噬了泰国，7月2日一天之内泰国货币泰铢就贬值20%，其后又继续贬值至近50%。被称为继“亚洲四小虎”之后“第五只老虎”的泰国，受此次金融风暴冲击，其经济受到重创，数以千计的企业破产倒闭，国民生活水平急剧下降。

紧随其后，这场金融风暴迅速席卷了整个东南亚地区，印尼、菲律宾、马来西亚、新加坡等国货币都程度不同地大幅贬值，同样使这些国家的经济受到重创，国民生活水平急剧下降。从危机爆发以来，整个地区内国家的经济增长率都普遍降低，有些国家甚至出现了负增长，并且至今风暴余波未平，整个东南亚地区还未走出经济衰退的阴影之中。

不仅如此，这次源于泰国的东南亚金融危机还波及到了其他国家和地区。首当其冲的是东亚地区，中国大陆、香港、台湾都受到影响，虽然人民币与港元顶住巨大压力没有出现贬值现象，但中国大陆与香港的经济增长速度已明显放慢，香港甚至出现了负增长，台币则也出现贬值，台湾经济受到一定程度的影响。东亚另一只“老虎”韩国也未能幸免于难，其货币韩

元的汇率在 1997 年底与年初相比猛跌 57%，造成大批企业破产，经济增长速度放慢。作为经济大国的日本，本来就由于泡沫经济的崩溃正处在经济发展艰难之时，东南亚金融危机的爆发更使日本经济雪上加霜，致使其股市暴跌，日元汇率也一再下挫，北海道拓殖银行、山一证券公司等大批具有上百年历史的著名金融机构纷纷倒闭，日本经济处于战后最严重的衰退之中，经济增长率出现负数，经济长期在谷底徘徊。

亚洲金融危机还未结束，多灾多难的俄罗斯就又被卷了进来。本来到 1997 年，俄罗斯自独立以来一直下滑的经济开始有所好转，但到 1998 年 5 月，金融危机开始光顾俄罗斯，使俄罗斯市场受到巨大冲击，卢布贬值、股价下跌，严重影响了俄罗斯经济的进一步复苏。

远离亚洲、俄罗斯的美洲地区也未能摆脱这场金融危机的缠绕。进入 1998 年，金融危机开始向美洲扩展，地处南美的巴西等国金融市场也感到了一种压力，出现了动荡。甚至世界头号经济强国美国也从起初对这场危机的漠视开始感到了这场危机的巨大分量，因为这场危机对美国市场也带来了负面的影响，迫使美国不得不重新认识这场危机以及整个世界金融体制的问题。

如此规模巨大、波及面广的全面金融危机在战后世界经济中是少见的，以至于甚至有人将此次危机与 1929 年资本主义世界金融危机相提并论，使人又想起了那场金融危机给整个世界经济带来的灾难性后果。到目前为止，这场危机已经导致全球经济出现滑坡，尤其是在过去 20 多年来经济增长一直处于世界前列的东亚地区，其下降的幅度更为明显，以至于过去一直被视为创造了东亚经济奇迹的“东亚模式”也开始遭到怀

疑。而且，这场危机至今余波未平，还在时隐时现，对世界经济的发展构成了严重威胁。

对于这场影响深刻的金融危机，许多人已作了多方面的分析。究其原因，当然主要在于产生危机的国家或地区本身基本经济结构失衡、金融调控机构不健全、政局不稳等等，但对于引发这场危机的直接导火索却普遍认为应归罪于“对冲基金”，尤其是在这场危机中深受其害的东南亚国家，都异口同声地指责“对冲基金”的投机活动引发了东南亚金融危机，马来西亚总理马哈蒂尔甚至直接指名道姓，多次指责美国著名“对冲基金”管理人之一索罗斯直接策划了这场危机，是造成东南亚国家陷入危机的罪魁祸首。

“对冲基金”本来只是在西方早已兴起的投资基金中的一种基金，但从90年代以来，随着金融全球化与自由化的进一步发展，这种基金以国际游资的面目出现，经常大规模地突然袭击某一国或某一地区的金融市场，造成金融市场动荡，以便从中投机谋利。早在1992年的欧洲货币汇率机制危机中，“对冲基金”就开始引起世人关注，索罗斯等“对冲基金”管理人成为国际金融界的知名人士。在这次金融危机中，“对冲基金”更是名声大振，一时间成为国际媒体争相报道的焦点新闻，索罗斯等“对冲基金”管理人成了全球家喻户晓的人物。

“对冲基金”以其巨大的能量在全球各地金融市场兴风作浪，掀起了一次次波澜，而自己却翻云覆雨，操纵市场，从中赚取了大量投机利润，因此不但使自己名扬天下，而且“对冲基金”似乎成了获取高额利润的代名词，一时间成了投资者心中的一个神话，同时也使一些国家或地区对其谈虎变色，又恨之入骨。

然而，就在有人对“对冲基金”加以神话而有人又对其齐声谴责并心存余悸之时，1998年9月大洋彼岸却又突然传来了大批“对冲基金”相继亏损的惊人消息，其中一家著名的“对冲基金”——长期资本管理基金甚至面临破产倒闭，最后不得不以出让90%股权的代价接受一些金融机构的救助。这些消息使“对冲基金”又一次成为整个世界瞩目的焦点，同时“对冲基金”在投资者心中的神话也开始破灭。

人们不禁要问，“对冲基金”为什么能够有如此大的能量与影响力，可以引起全球金融市场的动荡，影响世界经济的发展，可同时又为什么在如此短的辉煌之后就迅速走向破灭。这些疑问都促使人们对“对冲基金”进行认识与思考，比如究竟什么是“对冲基金”、“对冲基金”是如何运作的、“对冲基金”有哪些大的投机活动以及对“对冲基金”有哪些监督与管理等等，此外也不得不对围绕与“对冲基金”有关的一些概念进行认识与思考，如国际游资、投资基金、国际货币体系……

第一章 国际游资与基金的兴起

游资即投机资本，又称“热钱”（hot money），是从投资资本中分离出的追逐高额利润的短期资本。国际游资指在各国金融市场之间流动的投机资本。它是金融自由化、全球化以及高科技的产物，90年代后越发炙手可热，其庞大而快速的流动已成为无所不摧的“金融风暴”。而国际金融市场上不断涌现的大量基金既是大规模国际游资形成的基础，又是国际游资冲击各国金融市场的生力军。国际游资热潮和各种基金的兴起可谓相辅相成，珠联璧合。

追溯起来，无论是国际游资的壮大，还是各类基金的兴起与扩展，都得益于80年代以来的金融自由化、高科技发展和金融创新等一系列因素。

一、金融自由化打开方便之门

大规模游资的形成和各类基金的广泛运作都必须以高度的金融自由为条件。只有金融自由达到一定的程度，资本才能不受管制地自由流动；市场才有更多的机会和工具让投机者驱动游资去选择和组合。而此条件在80年代以前是不具备的。因

为自 30 年代初以来，西方各国一直实行着严格的金融管制。

金融管制

金融管制（Financial Regulation）指一国政府对金融业的限制、管理和监督。根据金融中介理论，金融中介机构作为间接金融的主体，可以弥补直接金融的不足，降低交易成本和实行资产变换，但是间接金融市场也存在外部效应和信息不对称性的缺陷，所以需要政府予以管理和监督。

本世纪 30 年代以前，在自由主义思潮的指导下，主要西方国家都没有系统的金融管制。1929 ~ 1933 年世界性资本主义经济危机的爆发，标志着资本主义国家金融管制进入全面干预的新阶段。严重的金融危机使人们充分认识到金融市场的不完善性和危机的可怕性。在凯恩斯主义影响下，西方各国政府纷纷加强对经济的干预，对金融领域的管制也在此背景下迅速展开。

出于对危机的深刻反省，美国在 30 年代初制定了一系列金融法规，最先建立起金融管制体系。主要内容：《1933 年银行法》第 Q 项条例规定，禁止对活期存款支付利息，对储蓄性存款和定期存款利率规定上限（俗称 Q 条例），以限制银行间的过度竞争，督促银行采取稳健的经营方针，即利率管制；对银行经营证券业务进行限制，严格划分商业银行和投资银行的界限；建立联邦存款保险制度，防止存款者在个别银行倒闭之后到其他银行挤提存款；限制新银行开业，对国立银行设置州分行实行许可制；加强联邦储备银行权限以及对金融机构的资产负债进行管理。

继美国之后，其他西方国家也先后对银行业和金融市场采

取了不同程度的管制。直到 60 年代末，整个西方国家的金融制度都体现出管制的特色。在这样较为严格的管制体系中，资本流动受限，金融工具种类单调，投机资本没有存活的土壤。

金融创新

金融管制虽然能弥补金融市场缺陷，保证金融秩序的稳定，但毕竟是给金融业强加了约束，势必影响金融机构的盈利、限制其长足发展。所以金融机构千方百计回避管制，追求利润最大化。于是，金融创新（Financial Innovation）应运而生，成为逃避管制的有效渠道。

金融创新指金融机构为创造机会、追求更大利润而对金融要素进行的重新组合，包括金融工具、融资方式、金融市场、支付清算手段以及金融组织形式的创新。金融创新的动力来自于需求和供给两个方面。一方面，由于某种原因，经济主体的需求发生变化，原有金融方式的效用降低，对高效用的新金融方式（金融工具、融资方式或金融市场等）的需求增大；另一方面，新金融方式成本较低使金融机构供给欲望增强。

美国从 60 年代中期起，通货膨胀推动市场利率不断上升，明显高于 Q 条例设定的存款利率上限。如国库券利率在 60 年代中期以前一直低于 5%，此后节节上升，1973 年前后上升到 7%，70 年代后期最高时竟达 16%。当市场利率远远高出存款利率上限后，存款者发现直接购买国库券、商业票据或债券能获得更高收益，于是纷纷提款购买市场上的有价证券。结果，银行存款大量流失，信用严重收缩，盈利大量减少，个别银行甚至亏损破产。造成货币信用危机，即“脱媒”危机。1966 年、1969 年、1973 ~ 1974 年和 1978 ~ 1979 年，美国多次爆发

“脱媒”危机。

为求生存，存款金融机构之间展开了激烈竞争，想方设法创造新型金融工具，绕过金融管制。如为了绕过利率上限的限制，解决资金来源的压力，各金融机构在 60 年代开发了大额可转让存单（CD）、银行持股公司发行的商业票据（CP）以及回购协议（RPS）等新型金融服务项目。但这些服务主要面向大公司和大宗投资，一般投资者还不能问鼎。70 年代以后，逃避管制的竞争更加激烈，金融机构又创造出一些面向一般投资者的金融服务项目。如可转让支付命令账户（NOW）、远距离遥控业务（RSU）、电话转账系统（TTS）、股金汇票账户（SD）和自动转账账户（ATS）等。

为了绕过资产负债业务管制，金融机构也积极开拓金融工具和业务种类，尽可能使短期资金能作为长期资金使用，以稳定资金来源，增加营业和非营业收入。如在存款业务方面，开发了大额定期存单、抵押放款浮息债券和替代式定期债券等新型工具，加速了银行业务的票据化，使银行能在短时间内筹集到大额长期资金；在贷款业务方面，创造了可转让贷款证、住宅抵押证券、票据发行便利、互换技术和远期利率协定等更富吸引力的金融工具。为避开对资本结构的有关管制，金融机构还大力开发表外业务，广泛提供金融服务产品，以增加非利息收入。如金融咨询、代发工资、充当货币市场和外汇市场经纪人等服务。

非存款金融机构和证券公司也开创出货币市场互助基金（MMMP），作为新的金融资产。信托投资公司以信托投资的形式吸收小额投资者的零散资金，集中投资于高利率的大额可转让存单、商业票据和国库券等短期金融资产。证券公司开办了

现金管理账户（CMA）业务，使客户可利用信用卡或开立支票结算。

金融创新是对抗旧金融体制的产物，它的蓬勃发展势必对旧体制造成巨大冲击。最直接的表现是削弱了货币、金融政策的效果。因为新型金融工具出现和普及逐渐模糊了活期存款和定期存款间的界限，使货币供应量的含义发生变化，原来控制 M_1 的货币政策效用必定下降。虽说美国已将一些新金融工具纳入货币总量加以控制，但作为货币的货币和作为借贷资本的货币混淆不清，势必加大制订和实施货币、金融政策的难度。再者，不断深化的金融创新使金融业的内部分工体系不复存在，实体经济和金融业高度融合，加之银行存贷款业务的证券化和表外资金流量的膨胀，使金融当局的货币总量管理逐渐失去了基准。货币、金融政策的实效也就无从谈起。

金融创新发展到一定阶段必然要求金融管制当局从法律上和制度上予以承认。从 60 年代末起，整个西方国家的金融体制都面临着改革的压力。

金融自由化

美国的金融制度改革在经过 60 - 70 年代的几次反复后，最终出台《1980 年存款金融机构放松管制和货币控制法》（Depository Institution Deregulation and Monetary Control Act of 1980），简称《1980 年银行法》。该法承认新型金融工具，放宽利率管制和业务限制，促进金融机构竞争；同时加强联邦储备制度的权限，强化金融制度的安全网。因而在放松金融管制方面实现了根本性突破，被认为是美国半个世纪以来最主要的银行立法，标志着美国银行立法的转折。