



No. C1999001

1999-1

## 对冲基金、金融风险与监管

易纲、赵晓、江慧琴\*

“存在即合理”  
——[德]黑格尔

围绕对冲基金的三个核心问题是：什么是对冲基金？对冲基金是否导致高风险，特别是是否引发了1997年的亚洲金融危机？要不要对对冲基金加强监管以及如何加强监管？

虽然对冲基金早已成为全球舆论关注的焦点，但国内的研究并不多见。本文的报告分三部分：一是介绍对冲基金的概况，揭开对冲基金神秘的面纱；二是分析对冲基金是否一定导致金融风险，是否导致了1997年的亚洲金融危机；三是介绍是否要对对冲基金加强监管的讨论。

### 一、对冲基金概况

#### 1、什么是对冲基金（定义和特点）

能说出对冲基金的许多别名，如套头基金、套利基金和避险基金，但要说清对冲基金是什么并非易事。90年代以来国内出版的多种大型金融工具书，如《新国际金融辞海》（刘鸿儒主编，1994年）、《国际金融全书》（王传纶等主编，1993年），选入了“对冲(hedging)”、“基金(fund)”、“套利(arbitrage)”、“共同基金(mutual fund)”等条目，却没有“对冲基金”的条目，说明直到90年代中期，虽然对冲基金的一些相关术语早已进入，对冲基金却还闻所未闻。

国外对对冲基金的理解也颇为混乱不一，试列举一些最新的研究文献对对冲基金的定义如下。IMF的定义是“对冲基金是私人投资组合，常离岸设立，以充分利用税收和管制的好处”。美国第一家提供对冲基金商业数据的机构Mar/Hedge的定义是“采取奖励性的佣金(通常占15—25%)，并至少满足以下各标准中的一个：基金投资于多种资产；只做多头的基金一定利用杠杆效应；或者基金在其投资组合内运用各种套利技术。”美国另一家对冲基金研究机构HFR将对冲基金概括为：“采取私人投资合伙公司或离岸基金的形式，按业绩提取佣金、运用不同的投资策略。”著名的美国先锋对冲基金国际顾问公司VHFA的定义是“采取私人合伙公司或有限责任公司的形式，主要投资于公开发行的证券或金融衍生品。美联储主席格林斯潘，在向美国国会就长期资本管理公司(LTCM)问题作证时给出了

\* 本文要感谢以下人士提供资料或与作者讨论：美国国际集团公司Murry Brian先生、中国人民大学章奇先生、中国国家经济贸易委员会杨正位先生、华夏证券公司的孙建冬先生、美国圣欧拉夫大学的张迅女士、君安证券公司的曹鸿伟先生、北京证券公司的孟伟先生，当然文责自负。

一个对冲基金的间接定义。他说，LTCM 是一家**对冲基金**，或者说是一家通过将客户限定于少数十分老练而富裕个体的组织安排以避免管制，并追求大量金融工具投资和交易运用下的高回报率**的共同基金**。

根据以上定义，尤其是格林斯潘的间接定义，我们认为，对冲基金并非“天外来客”，实质仍不外乎是一种共同基金，只不过组织安排较为特殊，投资者（包括私人机构和机构）较少，打个形象的比方，它就像是“富人投资俱乐部”，相比之下普通共同基金便是“大众投资俱乐部”。由于对冲基金特殊的组织安排，它得以钻现行法律的空子，不受监管并可不受约束地利用一切金融工具以获取高回报，从而衍化出与普通的共同基金的诸多区别开来。有人认为，对冲基金的关键是应用杠杆，并投资于衍生工具。但实际上正如 IMF 所指出的，另外一些投资者也参与对冲基金完全相同的操作，如商业银行和投资银行的自营业务部门持仓、买卖衍生品并以与对冲基金相同的方式变动它们的资产组合。许多共同基金，养老基金，保险公司和大学捐款参与一些相同的操作并且名列对冲基金的最重要投资者。此外，从一个细分的银行体系中商业银行的总资产和债务是它们的资本的好几倍这个意义上看，商业银行也在运用杠杆。

通过对文献的解读，试将对冲基金与一般共同基金作如下对比（表 1），从中可清楚地看出对冲基金的特点，进而确切把握究竟什么是对冲基金。

**表 1 对冲基金与共同基金的特征比较**

	对冲基金	共同基金
投资者人数	严格限制 美国证券法规定：以个人名义参加，最近两年里个人年收入至少在 20 万美元以上；如以家庭名义参加，夫妇俩最近两年的收入至少在 30 万美元以上；如以机构名义参加，净资产至少在 100 万美元以上。1996 年作出新的规定：参与者由 100 人扩大到了 500 人。参与者的条件是个人必须拥有价值 500 万美元以上的投资证券。	无限制
操作	不限制 投资组合和交易受限制很少，主要合伙人和管理者可以自由、灵活运用各种投资技术，包括做空、衍生证券的交易和杠杆	限制
监管	不监管 美国 1933 年证券法、1934 年证券交易法和 1940 年的投资公司法曾规定不足 100 投资者的机构在成立时不需要向美国证券管理委员会等金融主管部门登记，并可免于管制的规定。因为投资者对象主要是少数十分老练而富裕的个体，自我保护能力较强。	严格监管 因为投资者是普通大众，许多人缺乏对市场的必要了解，出于避免大众风险、保护弱者以及保证社会安全的考虑，实行严格监管。
筹资方式	私募 证券法规定它在吸引顾客时不得利用任何传媒做广告，投资者主要通过四种方式参与：依据在上流社会获得的所谓“投资可靠消息”；直接认识某个对冲基金的管理者；通过别的基金转入；由投资银行、证券中介公司或投资咨询公司的特别介绍。	公募 公开大做广告以招徕客户
能否离岸设立	通常设立离岸基金 好处：避开美国法律的投资人数限制和避税。通常设在税收避难所如处女岛（Virgin Island）、巴哈马（Bahamas）、百慕大（Bermuda）、鳄鱼岛（Cayman Island）、都柏林（Dublin）和卢森堡（Luxembourg），这些地方的税收微乎其微。MAR 于 1996 年 11 月统计的对冲基金管理的 680 亿美元中，有 317 亿美元投资于离岸对冲基金。这表明离岸对冲基金是对冲基金行业的一个重要组成部分。WHFA 统计，如果不把“基金的基金”计算在内，离岸基金管理的资产几乎是在岸基金的两倍。	不能离岸设立
信息披露程度	信息不公开，不用披露财务及资产状况	信息公开
经理人员报酬	佣金+提成 获得所管理资产的 1%—2% 的固定管理费，加上年利润的 5%—25% 的奖励。	一般为固定工资
经理能否参股	可以参股	不参股
投资者抽资有无规定	有限制 大多基金要求股东若抽资必须提前告知：提前通知的时间从 30 天之前到 3 年之前不定。	无限制或限制少
可否贷款交易	可以自有资产作抵押贷款交易	不可以贷款交易
规模大小	规模小 全球资产大约为 3000 亿。	规模大 全球资产超过 7 万亿
业绩	较优 1990 年 1 月至 1998 年 8 月间年平均回报率为 17%，远高于一般的股票投资或在退休基金和共同基金中的投资（同期内华尔街标准—普尔 500 家股票的年平均增长率仅 12%）。据透露，一些经	相比要逊色

<sup>1</sup> 艾伦·格林斯潘（Alan Greenspan）的原话是：“LTCM is a hedge fund, or a mutual fund that is structured to avoid regulation by limiting its number of highly sophisticated, very wealthy individuals and that seeks high rates of return by investing and trading in a variety of financial instruments.”

## 2、什么是“对冲 (hedging)”，为什么要对冲？

“对冲”又被译作“套期保值”、“护盘”、“扶盘”、“顶险”、“对冲”、“空头交易”等。早期的对冲是指“通过在期货市场做一手与现货市场商品种类、数量相同，但交易部位相反之合约交易来抵消现货市场交易中所存价格风险的交易方式”（刘鸿儒主编，1995）。早期的对冲为的是真正的保值，曾用于农产品市场和外汇市场<sup>2</sup>。套期保值者 (hedger) 一般都是实际生产者和消费者，或拥有商品将来出售者，或将来需要购进商品者，或拥有债权将来要收款者，或负人债务将来要偿还者，等等。这些人都面临着因商品价格和货币价格变动而遭受损失的风险，对冲是为回避风险而做的一种金融操作，目的是把暴露的风险用期货或期权等形式回避掉（转嫁出去），从而使自己的资产组合中没有敞口风险。比如，一家法国出口商知道自己在三个月后要出口一批汽车到美国，将收到 100 万美元，但他不知道三个月以后美元对法郎的汇率是多少，如果美元大跌，他将蒙受损失。为避免风险，可以采取在期货市场上卖空同等数额的美元（三个月以后交款），即锁定汇率，从而避免汇率不确定带来的风险。对冲既可以卖空，又可以买空。如果你已经拥有一种资产并准备将来把它卖掉，你就可以用卖空这种资产来锁定价格。如果你将来要买一种资产，并担心这种资产涨价，你就可以现在就买这种资产的期货。由于这里问题的实质是期货价格与将来到期时现货价格之差，所以谁也不会真正交割这种资产，所要交割的就是期货价格与到期时现货价格之差。从这个意义上说，对该资产的买卖是买空与卖空。

那么什么是对冲基金的“对冲”？不妨举出对冲基金的鼻祖 Jones 的例子。Jones 悟出对冲是一种市场中性的战略，通过对低估证券做多和对其它做空头的操作，可以有效地将投资资本放大倍数，并使得有限的资源可以进行大笔买卖。当时，市场上广泛运用的两种投资工具是卖空和杠杆效应。Jones 将这两种投资工具组合在一起，创立了一个新的投资体系。他将股票投资中的风险分为两类：来自个股选择的风险和来自整个市场的风险，并试图将这两种风险分隔开。他将一部分资产用来维持一篮子的被卖空的股票，以此作为冲销市场总体水平下降的手段。在将市场风险控制到一定限度的前提下，同时利用杠杆效应来放大他从个股选择中获得的利润，策略是，买进特定的股票作多头，再卖空另外一些股票。通过买进那些“价值低估”的股票并卖空那些“价值高估”的股票，就可以期望不论市场的行情如何，都可从中获得利润。因此，Jones 基金的投资组合被分割成性质相反的两部分：一部分股票在市场看涨时获利，另一部分则在市场下跌时获利。这就是“对冲基金”的“对冲”手法。尽管 Jones 认为股票选择比看准市场时机更为重要，他还是根据他对市场行情的预测增加或减少投资组合的净敞口风险。由于股价的长期走势是上涨的，Jones 投资总的说来是“净多头”。

加入金融衍生工具比如期权以后会怎么样？不妨再举个例子。如果某公司股票的现价为 150 元，估计月底可升值至 170 元。传统的做法是投资该公司股票，付出 150 元，一旦获利 20 元，则利润与成本的比例为 13.3%。但如果用期权，可以仅用每股 5 元（现股价）的保证金买入某公司本月市场价为 150 元的认购期权，如果月底该公司的股价升至 170 元，每股帐面可赚 20 元，减去保证金所付出的 5 元，净赚 15 元（为简便计，未算手续费），即以每股 5 元的成本获利 15 元，利润与成本的比率为 300%，如果当初用 150 元去作期权投资，这时赚的就不是 20 元，而是惊人的 4500 元了。

可见，如果适当地运用衍生工具，只需以较低成本就可以获取较多利润，就象物理学中的杠杆原理，在远离支点的作用点以较小的力举起十分靠近支点的重物。金融学家将之称为杠杆效应。这种情况下，假如说不是为了避险（也就是实际上不对冲），而纯粹是作市场的方向，并且运用杠杆来进行赌注，一旦做对了，当然能获暴利，不过风险也极大，一旦失手损失也呈杠杆效应放大。美国长期资本管理基金 (LTCM) 用自有资金 22 亿美元作抵押，贷款 1250 亿美元，其总资产 1200 多亿美元，它所持有的金融产品涉及的各种有价证券的市值超过一万亿美元，杠杆倍数达 56.8，只要有千分之一的风险就可遭灭顶之灾。

<sup>2</sup> 根据套期保值原理，转嫁汇率风险的具体方式有：1、远期外汇保值；2、外汇期权保值；3、外汇期货保值；4、货币互换、利率互换与远期利率协议保值等等（王传纶等主编，1993）。

### 3、对冲基金类别 (Strategy Defined)

Mar/Hedge 根据基金经理的报告将对冲基金分为 8 类：

1、宏观 (Macro) 基金：根据股价、外汇及利率所反映出来的全球经济形势的变化进行操作。

2、全球 (Global) 基金：投资于新兴市场或世界上的某些特定地区，虽然也像宏观基金那样根据某一特殊市场的走势进行操作，但更偏向选择单个市场上行情看涨的股票，也不像宏观基金那样对指数衍生品感兴趣；

3、多头 (Long Only) 基金：传统的权益基金，其运作结构与对冲基金相类似，即采取奖励性佣金及运用杠杆。

4、市场中性 (Market-neutral) 基金：通过多头和空头的对冲操作来减少市场风险，从这个意义上讲，它们的投资哲学与早期对冲基金(如Jones基金)最为接近。这一类基金包括可转换套利基金；对股票和期指套利的基金；或者根据债券市场的收益曲线操作的基金等；5、部门 (Sectoral) 对冲基金：投资于各种各样的行业，主要包括：保健业、金融服务业、食品饮料业、媒体通讯业、自然资源业、石油天然气业、房地产业、技术、运输及公用事业等；

6、专事卖空 (dedicated short sales) 基金：从经纪人处借入他们判断为“价值高估”的证券并在市场上抛售，以期在将来以更低的价格购回还给经纪人。投资者常为那些希望对传统的只有多头的投资组合进行套期保值，或希望在熊市时持有头寸的投资者；

7、重大事件驱动 (Event-driven) 基金：投资主旨是利用那些被看作是特殊情况的事件。包括不幸 (distressed) 证券基金，风险套利基金等。

8、基金的基金 (Funds of funds)：向各个对冲基金分配投资组合，有时用杠杆效应。

美国先锋对冲基金研究公司 (1998) 则将对冲基金分为 15 类：

1、可转换套利 (Convertible Arbitrage) 基金：指购买可转换证券 (通常是可转换债券) 的资产组合，并通过卖空标的普通股对股票的风险进行对冲操作。

2、不幸证券 (Distressed Securities) 基金：投资于并可能卖空已经或预期会受不好环境影响的公司证券。包括重组、破产、萧条的买卖和其它公司重构等。基金经理人运用标准普尔卖出期权 (put Option) 或卖出期权溢价 (put option spread) 进行市场对冲。3、新兴市场 (Emerging Markets) 基金：投资于发展中或“新兴”国家的公司证券或国家债券。主要是做多头。

4、权益对冲 (Equity Hedge) 基金：对一些股票做多头，并随时卖空另外一些股票或/和股指期货。

5、权益市场中性基金 (Equity Market Neutral)：利用相关的权益证券间的定价无效谋求利润，通过多头和空头操作组合降低市场敞口风险 (Exposure)。

6、不对冲权益基金 (Equity Non-Hedge)：尽管基金有能力用短卖股票和/或股指期货进行对冲操作，但主要是对股票做多头。这类基金被称为“股票的采撷者”。

7、重大事件驱动型基金 (Event-Driven)：也被称作“公司生命周期”投资。该基金投资于重大交易事件造成的机会，如并购、破产重组、资产重组和股票回购等。

8、固定收入 (Fixed Income) 基金：指投资于固定收入证券的基金。包括套利型基金、可转换债券基金、多元化基金、高收益基金、抵押背书基金等。

9、宏观基金 (Macro)：指在宏观和金融环境分析的基础上直接对股市、利率、外汇和实物的预期价格移动进行大笔的方向性的不对冲的买卖。

10、市场时机基金 (market timing)：买入呈上升趋势的投资品，卖出呈下滑趋势的投资品。该基金主要是在共同基金和货币市场之间进行买卖。

11、合并套利基金 (Merger Arbitrage)：有时也称为风险套利，包括投资于事件驱动环境如杠杆性的收购，合并和敌意收购。

12、相对价值套利基金 (Relative Value Arbitrage)：试图利用各种投资品如股票、债券、期权和期货之间的定价差异来获利。

13、部门 (Sector) 基金：投资于各个行业的基金。

14、空头基金 (Short Selling)：包括出售不属于卖主的证券，是一种用来利用预

期价格下跌的技术。

15、基金的基金（Fund of Funds）：在基金的多个经理人或管理帐户之间进行投资。该战略涉及经理人的多元资产组合，目标是显著降低单个经理人投资的风险或风险波动。

尽管有以上许多种对冲基金的类别，但一般说来，主要是两大类。

一是宏观（Macro）对冲基金，最著名的就是索罗斯的量子基金。很多人都以为宏观对冲基金是最凶恶的基金，风险最大，其实宏观对冲基金的风险并非最大，一般只使用 4—7 倍的杠杆。虽然**宏观对冲基金追求投资战略的多元化，但这类基金仍有几个共同的特征：**

A、利用各国宏观的不稳定。寻找宏观经济变量偏离稳定值并当这些变量不稳定时，其资产价格以及相关的利润会剧烈波动的国家。这类基金会承担相当的风险，以期有可观的回报。

B、经理人尤其愿意进行那些损失大笔资本的风险显著为零的投资。如在 1997 年亚洲金融危机中，投资者判断泰铢将贬值，虽然无法准确预料具体贬值的日期，但可断定不会升值，因此敢放胆投资。

C、当筹资的成本较低时，最有可能大量买入。便宜的筹资使它们即使对事件的时期不确定时也敢于大量买入并持仓。

D、经理人对流动性市场很感兴趣。在流动市场上它们可以以低成本做大笔的交易。而在新兴市场，有限的流动性和有限的可交易规模对宏观对冲基金和其他试图建仓的投资者造成一定的约束。新兴市场对与离岸同行有业务往来的国内银行进行资本控制或限制使得对冲基金很难操纵市场。由于在较小的、缺乏流动性的市场，无法匿名投资，经理还担心会被当作政府或中央银行交易的对方。

另一类是相对价值（Relative Value）基金，它对密切相关的证券（如国库券和债券）的相对价格进行投资，与宏观对冲基金不一样，一般不太冒市场波动的风险。但由于相关证券之间的价差通常很小，不用杠杆效应的话就不能赚取高额利润，因此相对价值基金比宏观对冲基金更倾向于用高杠杆，因而风险也更大。最著名的相对价值基金就是 LTCM。LTCM 的总裁梅里韦瑟相信“各类债券间的差异自然生灭论”，即在市场作用下，债券间不合理的差异最终会消弥，因此如果洞察先机，就可利用其中的差异获利。但债券间的差异是如此之小，要赚钱就必须冒险用高杠杆。LTCM 在欧洲债市一直赌“在欧元推出之前，欧盟各国间债券利息差额将逐渐缩小”，因为德国和意大利是第一批欧元区成员，希腊也于今年 5 月宣布加入单一欧元联盟，于是 LTCM 大量持有意大利、希腊国债以及丹麦按揭债券的多仓，同时也持有大量德国国债的空仓。与此同时，在美国债市，LTCM 的套利组合是购入按揭债券和卖出美国国债。1998 年 8 月 14 日俄罗斯政府下令停止国债交易，导致新兴市场债券大跌，大量外资逃离并将德国和美国的优质债市视为安全岛。于是德、美两国国债在股市面临回调的刺激下，价格屡创新高，同时新兴市场债市则暴跌，德、美国债与其他债券的利息差额拉大。1998 年年 1 至 8 月，意大利 10 年期债息较德国 10 年期债息高出值 A1 的波动基本保持在 0.20—0.32 厘之间；俄罗斯暂停国债交易后，A1 值迅速变大，更在 8 月底创出 0.57 厘的 11 月来新高；进入 9 月，A1 变化反复，但始终在 0.45 厘上的高位；9 月 28 日更是报收 0.47 厘，A1 的增高意味着 LTCM “买意大利和希腊国债，卖德国国债”的投资组合失败了（希腊国债亏损同理于意大利国债）；同时持有的大量俄国国债因为停止交易而成为废纸；丹麦按揭债券自然也难逃跌势。在美国，市债交易异常火爆，国债息减价增。自 1998 年 8 月 1 日后，市场利率较 10 年期美国国债利息高出值 A2 大幅攀升；8 月 21 日，美国股市大跌，道琼斯工业平均指数跌掉 512 点。同时，美国公司债券的抛压同国债强劲买盘形成鲜明对比，国债的利息被推到 29 年来低位，LTCM 逃离持有的美国国债空仓被“逼空”。因此，LTCM 在欧美债券市场上的债券投资组合上多空两头巨损，9 月末，公司资产净值下降 78%，仅余 5 亿美元，濒临破产的边缘。

### 3、对冲基金的历史与现状

#### （1）创始阶段：1949—1966年

对冲基金的鼻祖是 Alfred Winslow Jones。琼斯最初是一个社会学家，后来成为一个记者，再后来成为基金经理人。1949 年 Jones 任职于《财富》杂志期间，受命调查市场分析的技术方法并撰写文章。结果无师自通，几乎在一夜之间从一个新手成为一个精通者，并

在文章发表两个月前，建立起一家合伙的投资公司。公司带有后来的对冲基金的经典特征，所以被认为是世界上第一家对冲基金。存在一个奖励佣金制和把他自己的资本投入基金，向一般经理人员支付的薪水占所实现利润的20%。此外，Jones在随后的十年里还创建了一套模拟指标。

Jones 公司起初是一家普通合伙公司，后来则改为有限合伙公司，其运作保持着秘密状态，业绩良好。

#### (2) 初步发展和变化阶段：1966—1968 年

1966 年《财富》的另一位记者 Carol Loomis 发现了业绩不凡的 Jones 基金，撰文盛赞“Jones 是无人能比的”。该文详细描述了 Jones 基金的结构和激励方式，以及 Jones 在后来几年创建的模拟指标，并列出了 Jones 基金的回报率—佣金净额，发现大大超过了一些经营最成功的共同基金。例如，它过去五年的回报率比诚信趋势 (Fidelity Trend) 基金高出 44%，过去 10 年的回报率则比 Dreyfus 基金高 87%。这导致了对冲基金数目大增，虽然并不知道在随后几年中所建立的基金的准确数字，但根据 SEC 的一项调查，截至 1968 年底成立的 215 家投资合伙公司中有 140 家是对冲基金，其中大多数是在当年成立的。

虽然对冲基金的迅速成长与强劲的股票市场同步，但一些基金经理发现通过卖空来对冲投资组合不仅难度大、耗时，且成本高昂。结果，许多基金越来越求助于高额头寸来放大股票多头的战略，从而对冲基金开始向多种类别发展，所谓“对冲”，不过是象征性的意义罢了。

#### (3) 低潮阶段：1969—1974 年

1969—1970 年的股市下跌给对冲基金业以灾难性的打击，据报道，SEC 在 1968 年底所调查的 28 家最大的对冲基金，至 70 年代末其管理的资产减少了 70% (由于亏损和撤资)，其中有 5 家关门大吉。规模较小的基金情况则更糟。1973—1974 年的股市下跌，再次使对冲基金急剧萎缩。

#### (4) 缓慢发展阶段：1974—1985 年

从 1974—1985 年，对冲基金重新以相对秘密的姿态进行运作。虽然宏观对冲基金在此期间崭露头角，但总的说来发展不是太快。

#### (5) 大发展阶段：90 年代之后

对冲基金是随着金融管制放松后金融创新工具的大量出现兴盛起来的，特别是 90 年以后，经济和金融全球化趋势的加剧，对冲基金迎来了大发展的年代。1990 年，美国仅有各种对冲基金 1500 家，资本总额不过 500 多亿美元。90 年代以来，对冲基金高速增长，最近两年的发展速度更是惊人。据美国《对冲基金》杂志调查，目前约有 4000 家基金资产超过 4000 亿美元。据基金顾问公司 TASS 的资料表明，目前全球约有 4000 多对冲基金，比两年前的数目多出逾一倍，所管理的资产总值则由 1996 年 1500 亿美元，大幅增加至目前的 4000 亿美元。而美国先锋对冲基金国际顾问公司的资料则认为，对冲基金目前在全球已超过 5000 个，管理资产在 2500 亿美元以上。另据预测，今后 5—10 年间，美国的对冲基金还将以每年 15% 的速度增长，其资本总额的增长将高于 15%。值得注意的是，美国的对冲基金正在把退休资金以及各种基金会和投资经理人吸引过来，形成更强大的势力。5 年前，退休资金和各种基金会的投资在对冲基金资本总额中仅占 5%，现在已猛增到 80%。

## 5、目前国际上主要的对冲基金组织

目前，世界上只有美国有对冲基金。欧洲一些国家也有类似的基金，但正式名称不叫对冲基金。

对冲基金声名显赫，许多人猜想它一定是“巨无霸”（“600 磅的大猩猩”），其实大部分的对冲基金规模并不大。按资本总额来区分：5 亿美元以上的仅占 5%；5000 万—5 亿美元的约占 30%；500 万美元以下的约占 65%。约有四分之一的对冲基金总资产不超过 1000 万美元，有人说，“它们的运作像个小作坊，通常是在仅有一两个人的办公室里工作。”

排名前 10 位的美国国际对冲基金依次为：美洲豹基金（资产 100 亿美元）、量子基金（资产 60 亿美元）、量子工业基金（资产 24 亿美元）、配额基金（资产 17 亿美元）、奥马加海外合伙人基金（资产 17 亿美元）、马弗立克基金（资产 17 亿美元）、兹维格—迪美纳国际公司（资产 16 亿美元）、类星体国际基金（资产 15 亿美元）、SBC 货币有

价证券基金（资产 15 亿美元）、佩里合伙人国际公司（资产 13 亿美元）。

排名前 10 位的美国国内对冲基金依次为：老虎基金（资产 51 亿美元）、穆尔全球投资公司（资产 40 亿美元）、高桥资本公司（资产 14 亿美元）、帽际基金（INTERCAP，资产 13 亿美元）、罗森堡市场中性基金（资产 12 亿美元）、埃林顿综合基金（资产 11 亿美元）、套利税收等量基金（资产 10 亿美元）、定量长短卖资金（资产 9 亿美元）、SR 国际基金（资产 9 亿美元）、佩里合伙人公司（资产 8 亿美元）。

## 二、对冲基金与金融风险

90 年代以来，对冲基金行业获得极大的发展，其表现引人注目，而 90 年代也是国际金融动荡不安，风险日增的年代，从 1992 年欧洲货币危机，1994 年债券市场危机墨西哥危机，到 1997 年的亚洲金融危机，世界似乎越来越不得安宁。许多人指责对冲基金是金融风险之源，特别是导致了亚洲金融危机。对于这一流行的说法，我们先作一般性的讨论，然后再引证资料，介绍一些对对冲基金在 1997 年亚洲金融危机中扮演的角色所作的实证分析。

### 1、对冲基金与金融风险：一般性讨论

一般来说，对冲基金并不具有较其他机构投资者更不安全的特性，理由如下：

(1) 相对较小的规模。到 1997 年底，对冲基金全球资产仅 3000 亿美金，而成熟市场的机构投资者所管理的资产超过 20 万亿美金，其中美国、英国、加拿大、日本、德国的共同基金、退休基金、保险公司及非金融性公司所管理的资金高达 11 万亿美元，全球共同基金则在 1996 年就已有 7 万亿美元之多。

(2) 大部分对冲基金不用杠杆或所用的杠杆比例小。有人或许会说，对冲基金虽然规模小，但使用杠杆作用大。事实并非如此。VHFA 的研究表明，对冲基金整体上运用的杠杆比较适度。约 30% 的对冲基金不运用杠杆，约 54% 的对冲基金运用小于 2:1 的杠杆（1 美元当作 2 美元投资），只有 16% 的对冲基金运用大于 2:1 的杠杆（即借贷额超过了其资本额）。极少数的对冲基金的杠杆大于 10:1。并且大多数运用高杠杆的对冲基金进行各种各样的套利战略，因此其杠杆的量不一定是其实际市场风险的一个准确尺度。与此同时，银行、公司及机构投资者也运用杠杆，考虑到它们管理的资产加起来数倍于对冲基金，谁的作用更大不难想象。

(3) 对冲基金信息匮乏。有人认为，对冲基金还可利用“羊群效应”，自己作领头羊。如果这是真的话，将取决于信息及处理信息的能力。实际上，对冲基金的管理费用较低，人员很少，同时监视数个市场的能力有限，研究能力也有限，许多对冲基金只是信息的接受者而不是供给者；获取信息手段有限，尤其是在缺乏流动性的市场；市场的规模越小，越不可能将其有限的分析资源投入到对这些市场的投资机会的研究中去。由于信息不具优势，对冲基金更可能仿效其它投资者的举动。对 1994—1995 年墨西哥危机的研究表明，在金融市场全球化的条件下，在国际范围内管理多元化投资组合的外国投资者发现他们很难把握住不同国家大相径庭的环境变化。**新兴市场越小，大的投资者进行投资的积极性就越小，反而是那些在获得与处理有关信息上有相对优势的国内居民可能率先采取不利于钉住汇率制的行动。研究得出的结论表明，国内居民和非国际性投资者在危机中所起的作用是最重要的。**发展中国家金融市场的体制特点不可能使对冲基金和其它国际投资者在 1994—95 年的货币危机中扮演很重要的角色。墨西哥基于对对冲基金在道德上的反感和对资本帐户流动性的限制，不允许对冲基金和自营商只以很少的保证金就能从国内银行借得本国货币以在远期市场上卖空，即使在一些国家对冲基金能够借得所在国货币，也由于可能的资本控制及银行破产等原因，使得他们对与之打交道的银行履行远期合约的能力表示担忧。

(4) 倾向于负向反馈交易，以求高利，因此反而可能是市场的稳定者。Kodres 和 Pritsker (1997) 发现尽管对冲基金之外的其他投资者喜欢进行正反馈交易，但对冲基金（特别是大的对冲基金）却倾向于进行负向反馈交易——也就是说，他们在价格下跌时买进，在价格上升时抛出，如果其它条件不变的话，这将起到平稳市场的作用。对冲基金这样做的原因在于：第一，对冲基金的章程允许他们将资产多元化，而共同基金受章程限制只能将资金用来购买最近刚升值的资产。第二，对冲基金更有可能在亏损的状况下等待市场转向那一刻的到来，因为基金的投资者都是富有的投资者，愿意等到获得大丰收的那一天，

而且当被要求增加保证金或抵押品时，一些基金也有足够的信贷予以应付，而其他机构投资者如果亏损，股东可能会要求退款，经理人即使预期市场将转向，目前的亏损将来可得补偿，也等不到那一刻到来。

(5) 对冲基金的业绩好于比其他机构投资者，能更有效地保护投资者的利益。大多数年份，对冲基金的业绩好于共同基金，具有最高回报的对冲基金的业绩显著好于最高回报的共同基金。从表 2 可以看出，最高回报的对冲基金的回报超过那些最高回报的股票对冲基金 14.4%—38.0%。另外，从美国的例子看，对冲基金在熊市期间比股票或债券共同基金更能抗风险。从表 3 可以看出，从 1988 年到 1998 年第三季度，标准普尔 500 家指数 7 个下滑的季度里，美国股票共同基金平均损失 35.1%，含税债券基金平均损失 0.6%，同期对冲基金平均损失仅 3.2%。

表 2 1993 年第 4 季度—1998 年第 3 季度业绩最好和最差的美国对冲基金和共同基金五年年净回报比较

	对冲基金 (%)	共同基金 (%)
前 10 名	29.4	25.7
前 10%	25.4	18.4
前 25%	21.4	15.9
末 25%	2.2	2.8
末 10%	-2.4	-0.6
末 20 名	-3.0	-16.8

资料来源：美国先锋对冲基金国际顾问公司

表 3 1988 年 1 季—1998 年 3 季标准普尔 500 家指数熊市期间对冲基金和共同基金的业绩 (%)

	1Q 90	3Q 90	2Q 91	1Q 92	1Q 94	4Q 94	3Q 98	累计回报
标准普尔 500 家指数	-3.0	-13.7	-0.2	-2.5	-3.8	-0.02	-9.9	-29.4
美国先锋对冲基金指数	1.9	-3.2	2.2	4.6	-1.1	-1.1	-6.1	-3.2
晨星平均股票共同基金	-2.8	-15.4	-0.9	-0.7	-3.2	-2.6	-15.0	-35.1
晨星平均含税债券指数	-0.9	0.6	1.5	-1.1	-2.4	-0.2	2.0	-0.6

资料来源：美国先锋对冲基金国际顾问公司

至于亏损，共同基金和其它传统的投资工具也都有过损失惨重的经历。事实上，即使在 1998 年“黑色的 8 月”和其他不景气的月份，就整个对冲基金而言，还是比其它传统的投资工具更有效地保护了投资者的权益。而在历史上，对冲基金曾在股市下滑期多次保护过投资者的资本。不仅如此，对冲基金损失惨重时，投资者是唯一的受损者，普通的市民一般不受影响（LTCM 只是一个例外，因为其买卖的量级以及如此之多的银行和经纪人的卷入）我们认为，对冲基金是有一定的风险的，但风险的来源从根本上来说，并不在于对冲基金特有的组织形式，而在于其所使用的**金融衍生工具**（financial derivative instrument），因而不单单是对冲基金，所有投资衍生工具的投资者都有可能出现问题。实际上，金融衍生工具造成的风波比比皆是，如 1987 年 10 月全球金融股灾被认为起源于纽约证券交易所的股指期货的大规模程序化交易（program trading），1994 年 12 月美国加州橙县（orange county）财政破产是因为县政府财政基金使用了反向浮动利率债券（inverse floating rate notes），1995 年 2 月 27 日，新加坡国际货币交易所（SIMEX）出现英国巴林银行（Baring Brothers Co.）银行因经营日经 225（Nikkei225）股指期货巨额亏损破产事件，1995 年 9 月日本大和银行纽约分部 11 亿美元亏损事件，1996 年日本住友商事公司因经营铜期货的 18 亿美元亏损事件。LTCM 的失败根本上也是因为过度地操作了**金融衍生工具**也会赔钱。认为对冲基金造成金融动荡，那么对冲基金就应该是动荡中的赢钱者，否则无动力去制造风险。可是，在许多情况下，对冲基金往往非但没有赢钱，反而赔本。对冲基金、银行和证券交易所的专利商以及机构投资者被认为在 1994 年债券市场风波中起着十分重要的作用。但是就整体而言，对冲基金并没有在这些市场活动中获得很多利润，相反，由于向熊市下了很大的赌注，当这一切没有成为现实时，对冲基金蒙受了很大的损失。尽管他们在 1993 年赚到了 2 位数的回报率，大多数的对冲基金在 1994 年赔了钱。

## 2、对冲基金是否导致了 1997 年的亚洲金融危机？



对冲基金被认为是 1997 年亚洲金融危机的“罪魁祸首”主要有两个方面的可能，一是对冲基金的大肆炒作；二是制造“羊群效应”。IMF 认为这种可能性很小。

首先考察对冲基金是否对各国货币进行了大肆炒作，从表4可见，除了泰国和印尼盾外，其它发生危机的国家似乎并不存在对冲基金的大肆炒作。

表 4 对冲基金是否在 1997 年亚洲金融危机中大肆炒作

货币	有无大肆炒作	备注
泰铢	有。跟风者而不是领头羊。普遍认为在泰国银行 1997 年 7 月底 280 亿美元的远期帐户上，近 70 亿美元直接代表了对冲基金的交易。	炒作泰铢的导火索是：1、1996 年 7 月曼谷商业银行倒闭；2、1997 年 1 月份公布了令人失望的财政乃出口数据；3、国际环境变化，最重要的是美元对日元的升值削弱了一些亚洲国家的经济竞争力；4、最关键的是泰国的基本面出了问题
印尼盾	有。但只是一小撮。跨国商业银行和投资银行带头抛售印尼盾，对冲基金仅是在后来才采取了同样的行动。	对冲基金一开始认为印尼盾贬值过度并预期其币值即将恢复。
马来西亚林吉特	无。为数不多的对冲基金曾少量卖空林吉特	没有任何一家对冲基金预料到林吉特波动幅度会这么大，从 1 美元 2.5 林吉特跌到 1 美元 3.5 林吉特。由于不少对冲基金都持有马来西亚的股票，林吉特的贬值他们都承受了一定损失。
菲律宾比索	无。没有证据表明对冲基金曾大量卖空比索。	在菲律宾，对冲基金通过“表内业务”卖空林吉特的渠道很有限，主要是那些预期货币贬值的国内银行和跨国商业银行、投资银行通过在岸操作在卖空林吉特。
韩国韩圆	无。在韩元大跌的那一段时期，没有发现多少卖空的迹象。	当国际投资者(包括但不仅限于对冲基金)宣称韩国经济的基本状况使得卖空韩元已有了足够理由的时候，他们能够这么做的途径已很少，无论是通过表内业务还是表外业务都是如此。并且在危机期间。由于外国投资者结算股票多头头寸的成本很高，因此并未发生大规模的资本外逃。

再来分析对冲基金在亚洲金融危机中是否充当了所谓“头羊”的角色。

所谓“羊群效应”，在这里是指对冲基金持有头寸的消息会鼓励其它投资者紧跟其后，采取同样的行动。对冲基金的交易活动一般无法逃过其它投资者的注意，特别当交易规模很大时更是如此。因此，人们认为，当金融市场上开始出现“羊群效应”时，对冲基金能起到头羊的作用。但相反的看法认为，对冲基金只是信息的接受者而不是供给者，对冲基金很可能只是跟风者而非“头羊”。看来，理论官司打不清，我们还是来看看实证分析。

有份量的相关实证分析的文章不是太多。wei和kim(1997)作了一个相关的研究，分析了外汇交易商(包括商业银行与其它金融实体)所持有的头寸与随后的汇率变化之间的相关性，结果发现两者之间不存在什么联系。他们得的结论对那些认为像对冲基金之类的大的交易商拥有关汇率走势的更好的信息以及能更好地预测市场动向的说法表示了怀疑。

另一项相关研究是由Koders和Pritsker(1997)作出的，他们分析了那些在期货市场上拥有了大量头寸的经纪商、商业银行、外国银行、对冲基金、保险公司、共同基金、退休基金以及储蓄贷款机构向期货交易委员会(CFTC)上报的数据。两位作者发现，存在于各个类别的机构投资者中的羊群效应并非对所有的期货合约而言都是统计显著的。这些机构投资者的总头寸的变化只有不到13%可以以此来解释，在绝大多数情况下，这个数字还不到58%。只是在标准普尔指数合约及3个月的欧元指数合约中才发现了**对冲基金本身之间存在着羊群效应**。研究考察了在当时及在紧接其后的时间里是否存在着另类投资者采取与对冲基金相一致的行动的倾向，以说明对冲基金是否对其他投资者起着示范作用。结果发现，在同一时期，对冲基金的头寸与其它交易商的头寸之间实际上存在着一种负相关关系，而对冲基金在紧随其后的时间里所拥有的头寸与目前交易商的头寸之间的不存在多少相关性。

换言之，没有证据表明对冲基金在金融市场中的羊群效应中扮演了特别的角色。

亚洲危机与欧洲、墨西哥危机有两个重要的区别。第一，亚洲一些国家的管理当局有能力通过行政控制和道德劝说 (moral suasion) 来限制离岸银行从在岸银行借得国内货币和证券的能力，所以那些能够最方便地出入国内经纪人市场，例如投资银行、国内银行和公司的投资者最有可能成为市场的领导者。第二，与之紧密相关的是，同三年前相比，投资银行大大扩张了它们在新兴市场上的业务；以上这两点意味着其它的机构投资者而不仅仅是对冲基金，是1997年事件中的重要参与者。

Stephen J. Brown等 (1998) 就对冲基金和1997年亚洲货币危机作了实证分析，发现几乎没有证据表明对冲基金经理人作为一个整体导致了危机。尤其无法相信的是索罗斯会成为林吉特的“强盗”。如果说有什么关系的话，就是1997年夏末和秋初，前十名基金在林吉特于下跌时可能正买进林吉特，但这在一定程度上可以说是减轻汇率的下跌而不是加速其下滑。对于亚洲一篮子货币而言，结论基本相同。对冲基金有时有巨大的正的敞口有时有大的负敞口，但它们与亚洲汇率现在、过去或将来的态势均无关。

早在亚洲金融危机发生之前，刘遵义先生曾使用综合的模糊评价方法，以墨西哥为参照国家，选用衡量一个国家（地区）的经济和金融在世界经济与世界金融环境中的状况与地位的十项经济和金融指标，对东亚九个国家和地区发生金融危机的可能性进行了历史的实证比较的数量分析，可以反证以上的“事后检验”。其结论如下表：

表4 东亚国家或地区的十项经济和金融指标状况

	实际汇率	实际GDP增长率	相对通货膨胀率	国际国内利率差	国际国内利率差变动	实际利率	国内储蓄率	国际贸易收支	国际经常项目收支	外国短期投资与FDI比例
泰国	下降	降低		较高		较高		赤字较大	赤字较大	过大
马来西亚	下降			较高	上升				赤字较大	
菲律宾	下降	降低	较高	较高	上升		较低	赤字较大		过大
印尼	下降		较高			较高			赤字较大	
新加坡	下降									过大
韩国			较高	较高		较高		赤字较大	赤字较大	过大
香港										
台湾										
中国			较高							

如果将上述指标的较好表现视为“优点”，将其较差表现视为“缺点”，结果便是：

	香港	台湾	中国	新加坡	马来西亚	印尼	韩国	泰国	菲律宾	墨西哥
优点	10	10	9	8	6	5	5	4	2	0
缺点			1	2	4	4	5	6	8	10
不能判断						1				

上述结论表明，东亚金融危机（尤其是泰国、菲律宾、韩国、印尼和马来西亚）的发生有其深刻的历史根源，绝非偶然，不是索罗斯等代表的对冲基金的投机所能主宰的，对冲基金及其他国外机构投资者充其量不过利用了大势而已。

### 三、是否要对对冲基金加强监管的讨论

亚洲金融危机爆发后，要求对对冲基金加强监管，完善国际金融体系呼声很高。LTCM事件发生后，是否要加强对对冲基金的监管问题的思索和争论更是热烈。

越来越多的美国人认为，世界金融体制比任何人所怀疑的都要脆弱得多，有必要建立新的金融管理体制。财长鲁宾说，“今后限制资本流动的讨论将会进一步深入。”瑞士展开了对包括瑞士联合银行在内的国内金融机构向LTCM等对冲基金提供贷款的事实调查。英国首相布莱尔和法国总统希拉克提出了应针对套利基金等投资公司制定出公开信息规定的建议深受危机之苦的亚洲各国则采取断然措施严加防范对冲基金。马来西亚总理马哈蒂尔已于1998年9月宣布实行固定汇率制，停止在国外进行林吉特与外币的兑换。1998年8-9月间，香港特区政府非同寻常地在汇市、股市和期市与“对冲基金”展开激战，金融管理局局长任志刚给格林斯潘写信，陈述“自由市场不是受投机者操纵的场所，如果被操纵了，那就是国际金融系统有问题。”台湾则干脆严禁索罗斯旗下的基金进入。

尽管许多人认为 LTCM 这类对冲基金对美国和世界的金融体系造成了巨大的威胁，但相反的意见也很多。美国先锋对冲基金国际顾问公司的主席 Steven 在谈到 LTCM 的问题时，坚持认为，关键的问题在于银行在向 LTCM 贷款时是否对这些贷款的风险做了足够的调查。他还指责银行除监管不够外，还允许杠杆贷款与其自营业务进行杠杆交易的同一市场进行交易，而且银行本身也在运用杠杆，其资产交易所涉及的金额远大于任何一个对冲基金。同时，他还对 LTCM 即使运用了高杠杆，其交易是否大到足以使美国的以内体系处于崩溃的危险表示怀疑。

格林斯潘在国会就向 LTCM 筹资问题作证时，明确表示不同意对对冲基金实行直接管制 (direct regulation)。因为对对冲基金实行直接管制不太可能由美国一个国家来有效地实施的问题。尽管对冲基金的金融冲击可能很大，其物质存在 (physical presence) 却并不大。在全球通讯能力惊人且唾手可得的条件下，交易可从任何地方开始。大量对冲基金兴起仅仅是电脑空间 (cyberspace) 迈出的一小步。美国所采取的任何限制对冲基金流动性的直接管制，肯定会双倍地导致那些更具进攻性的对冲基金迁移出去，不再隶属于美国的管辖范围。因此按格林斯潘的判断，**“我们所能做得最好的就是我们今天所做的，即通过管制基金的来源间接地管制它们。”** 否则，对冲基金一旦流出美国，更是鞭长莫及，这在对冲基金影响到美国金融市场的时候对美国并不利。

虽然直接管制无效，但格林斯潘认为，防范对冲基金风险尚有两道防线。第一道防线是对冲基金的贷款人 (lenders) 和合作伙伴 (counterparties)。他相信商业和投资银行具有分析对冲基金敞口风险程度的能力。因此，除极少例外，出于自身利益考虑，他们将控制对冲基金导致的风险。第二道防线是银行监督者 (bank supervisors)。因为银行监督者要检查贷款程度的安全性和良好性。“我们既不试图也不应该鼓励微观管理的银行的借贷活动。虽然如此，我们已经具备强大的评估能力，可以评估 OTC 衍生工具市场和对冲基金的复杂的借贷活动。”

格林斯潘还警告限制对冲基金可能带来的负面作用，他说，“假如不知何故，对冲基金在世界范围内被禁止，美国金融市场将不再能享受对冲基金活动所带来的好处，包括通过对冲缩小价差。最终将损害效率，令金融价值缩水，人民生活水平降低，这一切将是沉重的代价。”

银行对包括对冲基金在内的组织贷款时存在着道德风险，那么是否可以通过要求银行加大自有资金比例 (美国内战时银行的自有资金比例曾达 40%) 从而加强监管呢？格林斯潘认为，如果这样做，能赢利的银行将很少，金融的中介作用将削弱，融资将变得很贵，从而生产和生活水平也将严重下降。

格林斯潘最终的结论是：**“光要现行制度的好处，而不付出相应代价，那样的选择对我们来说并不存在。”**

IMF 在其专题报告中对加强对对冲基金的监管提出了较为详细的讨论，提出是否要对对冲基金之类的集体投资工具予以管制，需从三个方面进行考虑，一是保护投资者，二是市场完整，三是系统性风险。IMF 就这三方面作了分析和介绍，一方面指出对冲基金实际上还是要接受许多监管，另一方面表示没有必要单独对对冲基金加强监管。

### 1、保护投资者

迄今为止，管制部门对对冲基金的组建方式总地来说还是比较满意的，保护投资者并不是实施更严格管制的理由。在美国，如果对冲基金仅接受那些来自机构投资者、公司或者具有高额净资产的私人的投资的话，那么大部分以保护投资者为目的的管制措施将并不适用于他们。因为上述投资者被认为是具有自我保护能力 (fend for themselves) 的。对冲基金以私募，即以某个特定的个体为交易对象而不是公开宣传的方式发行证券。只要他们以这样的方式组建，绝大多数对冲基金就不必以证券发生人的身份注册，也用不着向外界公开他们的财务及资产头寸状况。

这并不是说对冲基金游离于所有的申报规定之外。他们仍必须向投资者递交备忘录及审计财务报告，以提供所有有关基金证券及活动的重要信息。

在外汇交易衍生市场上活动的对冲基金必须遵循有关的登记、信息披露、记帐的规定。美国的商品交易法要求商品联营商 (投资信托、辛迪加或在期权、期货市场上从事类似商品交易的企业) 进行登记，提供有关历史业绩的信息，上交年度报告，向投资者提供周期性的会计报表及经审查 (证明) 的年度报表。他们必须向美国商品期货委员会 (CFTC) 和公平交易

委员会递交详细的记录以备检查，有时候包括每一笔交易记录。甚至那些在美国期货市场上操作或以美国为基地的离岸基金也要遵循这些规定。

在英国，对基金管理活动予以管制的金融服务法区分了核定单位信托与不受管制的集体投资工具之间的区别。对冲基金要使自己不象单位信托那样受到管制(例如，内部化名，投资策略公开且得到允许)，就不能作广告或者以其它方式向普通大众申请投资。另外，他们也要遵循某些规定，如在有组织的投资交易上的活动须遵循有关这些交易的细则及公开性的规定。其中一些规定是金融服务法作出的，要从事商品及金融期货或期权交易，对冲基金就需要获得金融机构管理局的授权。如果集体投资工具既非这类金融产品的最终消费者，也不是交易者，那么就不必一定要获得这种授权，和其它国家一样，那些从总体上施用于英国商业及投资活动的法律，例如有关内部人交易及市场操纵、公司利息公开的法律，以及有关成交量和兼购的法律，既适用于其它市场参与者，也适用于对冲基金。

## 2、意在保证市场一体化的业务公开

第二类的管制措施意在允许官员在个别市场参与者试图控制或操作市场时对其展开调查。虽然对冲基金的私下合伙和非常住居民的身份使他们不必遵守其他实体所必须遵守的有关申报规定，但仍然要遵守英国和美国的交易及头寸申报的规定。在美国，大额外币头寸申报联邦储备体系代表政府进行管理，对冲基金也处于该系统管辖之中。

凡是在上年任何一个季度的最后一个交易日里签定的以英镑、加拿大元、德国马克、瑞士法郎、日元这五种货币之中任意一种货币标价的价值超过500亿美元(含500亿)的外汇合约，交易商都必须在本一年度全年中按周、按月上报头寸。在去年任何一个季度未所签订的价值超过10亿美元的未兑现的外汇合约，交易商都必须递交季度报告。设在美国的机构要递交一份国内及国外的分支机构和子公司合并报表。

在美国，财政部有权要求获得有关交易商即将发行的或最近刚发行的证券头寸的信息。这些信息使财政部能确保大交易商没有挤压其它的市场交易者。许多期权交易所建立了大额期权头寸申报系统，以跟踪大额头寸的净变化，并及时察觉出过多地卖空未填补的期权头寸的情况。而且，证券交易法要求规模较大的投资机构的经理将他们总额超过10亿美元的外汇交易帐户及其所拥有的NASDAQ板块的证券按季向SEC(证券交易委员会)报告。

类似地，在期货交易中，CFTC要求上报所有超过某一临界值的期货头寸。CFTC拥有广泛的权力，可以检查所有的大额交易、头寸、存货、协议、以及交易商的姓名和地址。凡是所有须申报的期货头寸，交易商都必须详尽地予以申报，而CFTC与美国司法部要对此进行检查。CFTC规定的细则限制了交易商在特殊的商品期货市场上的所拥有的投机头寸。例外的情况仅当交易商能够表明他的现金头寸有风险或他从事了套利活动才出现。最后，当CFTC怀疑市场被操纵或垄断时，有权采取紧急措施。

为了加强CFTC的临管，期货交易所设置了一套识别大额交易商身份及通过保证金要求来限制头寸与信贷敞口风险的系统。例如，芝加哥商业交易所要求交易商如果拥有100份以上的标准普尔500合约，就必须上报。美国的期权交易所设有大额头寸申报系统，被应用于个股期权及股指期货的交易。

英国也有期货及商品交易申报规定。另外，政府债券交易商须每日将他们的头寸向英格兰银行报告，英格兰银行也有权力要求在批发市场上的交易商提供一些特殊业务的有关信息。适用于英国市场和投资业务的法律也适用于对冲基金。这些法律包括1993年出台的(关于内部人交易及操纵市场的)刑法，1986年的金融服务法，1985年的公司法(关于公司股利公开的法律，要求任何达到3%的利息及今后每升一个百分点都要予以公开)，接管法及如果接管英国国营公司时，成立接管与合并司法小组。

## 3、系统风险管理

第三类管制的目的是防止不谨慎的贷款扩张有可能会损害到整个金融体系。这包括保证金要求、抵押品需要、限制私人交易对象的敞口风险等。这些管制措施对对冲基金与银行、经纪商及其它交易商之间的关系有所影响。

由于联邦储备委员会和股票交易所本身都规定证券交易须交纳保证金，因此美国的金融中介不会碰到有顾客违约的情况。大多数的贷款都是有抵押的，其数目视投资所面临的市场风险而定。典型的情况是，经纪商向大的机构投资者增加贷款时，要受到内部信贷委员会的监督，如果贷款额超过某一限度，就要征得该委员会的同意。

为了管理和对冲基金贷款时所发生的信贷风险，第一流的经纪商和银行密切关注他们

对与对冲基金之间所发生的头寸并逐日记录，并要求每日支付利息，只在适当的时候才发放抵押贷款。他们监视着对冲基金的投资战略、月度利润以及投资者退款的情况。在了解对方信誉及自身与每家对冲基金之间关系强度的基础上，债权银行和经纪人仍将就向对冲基金发放的贷款设立一些限制。

美国和英国管理当局都认为：对冲基金没有给系统风险管理带来独特的挑战，而且现存的管制工具和监护程序足以预防这方面的任何问题。然而，在技术日新月异的环境下，不断涌现新的金融工具且现存工具的性质也不断改变，这需要敏锐的监护和一套不断适应新情况的管理结构。问题在于，管理当局认识到一些金融中介不具备正确判断能力，也不具备与对冲基金交易风险有关的专业知识。他们承认，即使可以了解大交易者通过有组织的交易所操作的头寸，但难以了解交易者在其他市场上的信息，因而难以判断其他市场的问题严重到什么程度。

这就意味着，风险的存在并非制定规则的理由，管理当局不认为应该专为对冲基金颁布一套规则。而且，实施任何披露和报告要求都必须在资料的及时性与要求对参与者隐私和市场流动性造成的影响之间寻求平衡。及时性较差但更广泛的资料可能得到，但可能毫无用处。但要及时地获得资料，则成本太高，还可能减少参与者。

围绕着对对冲基金之类的国际投资引起的金融动荡，如何完善或建立新的国际金融体系问题，见仁见智的各方提出了许多解决方案，具有代表性的有八种（萧琛，侯若石，1998）。1、在现行的 IMF 体系中继续推行金融自由化；2、超国家机构或者全球机构方案；3、建立区域性货币联盟；4、重建布雷顿森林体系方案并更严格执行；5、重建“金本位”；6、建立单一世界货币及世界中央银行；7、解散现有的国际货币机构；8、实行“真正自由的”货币体系。以上八种改革思路可以划分为两大类：一类是在现存世界经济协调机制的框架内，从不同角度作不同程度的改进；另一类是彻底否定国际干预而走向完全自由的市场机制。

## 参考文献

- Barry Eichengrenn and Donald Matheeson et la, 1998, "Hedge Funds and Financial Market Dynamics", IMF, Washington D .C. (May );
- Stephen J. Brown, William N. Goetzmann, 1998, "Hedge Funds and the Asian Currency Crisis of 1997", (May 13)
- Stephen J. Brown, William N. Goetzmann, 1998, Roger G. Ibbotson, "Offshore Hedge Funds: Survival & Performance 1989-1995", (January 2);
- Steven A. Lonsdorf, President, 1998, "Statement of Steven A. Lonsdorf ", Van Hedge Fund Advisors International , Inc (October 1);
- Kodres, Laura E. , and Matthew Pritsker, 1997, "Directionally-Similar Position Taking and Hedging by Large Futures Market Participants", IMF and Board of Governors of the Federal Reserve System;
- Wei, Shang-jin, and Jungshik Kim, 1997, "The Big Players in the Foreign Exchange Market: Do they Trade on information or Noise?" NBER Working Paper 6256 (Cambridge, Massachusetts: National Bureau of Economic Research);
- Michel Camdessus, 1998, "Reflections on the IMF and the International Monetary System", IMF, Washington, D . C. , (March 12);
- Joseph Stiglitz, 1998, "The Role of International Financial Institutions in the Current Global Economy", the World Bank (February 27);
- Paul R. Krugman, 1998, "The External Triangle", MIT (November 13);
- 格林斯潘（1998），《格林斯潘对美国银行与金融服务委员会就私营部门为大型对冲基金长期资本管理公司筹资问题的证词》（1998年10月1日，美国众议院）
- 刘鸿儒主编（1995），《新国际金融辞海》，改革出版社1995年4月；
- 王传纶等主编（1993），《国际金融全书》，中国金融出版社1993年版；
- 侯若石，“彻底改革国际金融体系的思路”，中国现代国际关系研究所
- 萧琛，《全球网络经济》，华夏出版社1998年版