

国际对冲基金的中国资产配置研究¹

张跃文（《财经研究》2008年第12期）

摘要：“热钱”进入的状况和影响目前正在受到国内各界的广泛关注。我们借用以指数收益推算要素敞口的办法，研究了“热钱”的典型代表——国际对冲基金在中国金融市场上的投资活动和资产分布。从全球对冲基金行业来看，尚不存在大规模投资于中国大陆市场的迹象。全球对冲基金业绩仅与中国股票市场存在较微弱的正相关关系。就大中华区而言，大陆股票、香港股票和台湾股票市场是这一地区对冲基金的主要活动场所。没有发现对冲基金在行业意义上进入中国债券、期货和房地产市场的证据。论文还分析了国际对冲基金进入中国的主要渠道、目前国内对冲监管现状并提出有关政策建议。

关键词：中国 资产配置 对冲基金

一、引言

国际短期资本流动对于一国金融稳定的影响一直是金融理论界和实务界非常关注的问题。特别是近年来，随着我国持续出现的资本和贸易“双顺差”以及外汇储备的迅速增长，使得国内各界尤其关注“热钱”进入中国的情况。而作为“热钱”代表的对冲基金，更是因其独特的投资活动和强大的资金调动能力而倍受瞩目。在东亚金融危机以后，国际对冲基金开始迅速成长为特殊的另类机构投资者群体。它们不断开发和利用与传统共同基金所不同的投资策略，力求在各种市场条件下都能获得绝对收益，从而形成了与传统投资工具所不同的风险收益结构。尽管业内及理论界对于对冲基金的优异业绩仍然存在怀疑态度，但是对冲基金业绩与共同基金的差异性，以及与传统资产类别业绩的低相关性，使其日益成为国际金融市场中各类投资者所重视的新型投资工具。

根据对冲基金研究公司（HFR）的统计，截止 2007 年末全球对冲基金资产总额已经达到 1.87 万亿美元，其中仅 2007 年新流入资本就达到 1940 亿美元，延续了自 2000 年以来持续上升的势头，对冲基金总数量接近 10000 只。对冲基金的活动区域非常广泛，以往以纽约和伦敦为中心，以欧美金融市场为主的局面正在发生变化，对冲基金在亚太地区（不包括日本）、拉美地区和非洲的资产配置逐步增加。对冲基金的分散性

¹本文为 2007 年度国家社会科学基金重大项目“落实科学发展观，实现我国金融体系现代化”（批准号：07&ZD013）的阶段性成果，并得到国家博士后基金资助（编号：32230）。论文曾获得中国金融学会主办 2008 年“首届国际金融青年论坛”征文一等奖。作者感谢中国社会科学院金融研究所李扬、王国刚研究员的指导，全部文责由作者自负。

和组织形式的特殊性，大大增加了各国政府和公众的监督困难。以美国为例，采取合伙制形式的对冲基金如果投资人不超过一定数量，是可以不接受监管和履行信息披露义务的，即使是投资人也不容易得到所投资基金的详细资料，这使得美国成为对冲基金最佳避险地，世界上 80% 以上的对冲基金总部都在美国。无监管约束和信息不透明，使得对冲基金可以自由地根据自身投资策略和市场判断，决定杠杆比例和空头头寸。使用杠杆提高了对冲基金的资金动员能力，做空可以使对冲基金在熊市中获利，而这正是对冲基金饱受诟病之处。在国际协调仍然存在诸多困难的情况下，各国政府所做的更多的是设法加强对国内对冲基金活动的监管，在新兴市场国家，目前这一问题显得更加紧迫。近年来，以亚太地区为代表的新兴市场再次成为对冲基金资产配置的重点地区，据 HFR (2008) 统计，有超过 1000 只单一策略对冲基金在亚洲活动，其中 92% 的基金是在五年以内设立或者进入亚洲的。这些基金所管理的资产在 2007 年增长了近 110 亿美元。综合各方面的数据，目前有超过 1500 亿美元的对冲基金资产配置在亚洲，而且原来重点放在亚洲发达市场如日本的对冲基金正在逐步将资产转移至新兴市场如中国和印度，香港和新加坡成为这些基金的聚集地。根据 Hedge Fund Intelligence (HFI) 的统计，目前两地分别有至少 10 只和 9 只管理资产超过 10 亿美元的大型对冲基金进驻。亚洲新兴市场正在面临对冲基金大规模进入的挑战。这些国家尚不完善的金融体系将接受稳定性检验。

我国的金融监管当局已经注意到了对冲基金在亚洲地区的活动并且进行了一定的前期研究和准备 (刘明康, 2005)。只是由于分业监管制度尚存，部门监管协调和立法障碍依然存在，使得对于对冲基金的主动监管依然停留在较低水平。目前，国外对冲基金在我国的投资活动仍然处于不透明状态，其资产配置和市场头寸不为外人所知，强制性披露要求暂时还无法应用于这些基金。从维护金融稳定的角度考虑，掌握对冲基金的资产规模和头寸分布，对于制定紧急处置预案和完善国内金融机构的风险管理十分必要，本文将综合运用国外学者的研究成果，结合国内金融市场运作特征，通过估计近年来国际对冲基金在中国金融市场的要素敞口 (Factor exposures)，来分析其在中国的资产分布和资产规模，并对中国目前的对冲基金监管现状进行评估，指出进一步的改革方向。文章分为下面几个部分，第二部分回顾国外学者在估计对冲基金要素敞口方面的主要文献和评价；第三部分对我们所采用的数据及统计方法进行描述；第四部分介绍实证研究的结果；第五部分分析目前对冲基金进入中国的主要渠道和监管状况；第六部分对全文进行总结。

二、有关文献回顾

对冲基金信息不透明，使得国际理论界普遍面临研究数据匮乏的问题。目前尚不存在官方建立的具有权威性的对冲基金数据库，监管机构所掌握的数据也非常有限。正是由于这一问题的存在，才迫使理论界开启各种研究思路和方法，测算对冲基金的

资产分布和收益来源结构，以分析资产市场的变动对于这些基金风险与收益的影响。

Sharp (1992) 建立了一个包括票据、长期债券、公司债券、成长型股票、价值型股票等市场指数在内的 12 要素模型，以分析共同基金的资产分布和收益结构。他发现绝大多数基金的业绩都可以用这一模型进行解释。夏普的工作为理论界研究对冲基金的要素敞口提供了思路。Fung 和 Hsieh (1997) 发现单纯采用 Sharp 的模型不能够很好地解释对冲基金业绩，他们以 Sharp 模型为基础，引入美国股票、非美国股票、美国债券、非美国债券等八个市场要素，根据对冲基金投资策略的不同，将基金样本分组比对，得出了相对较好的分析结果。他们由此认为研究对冲基金的要素敞口必须考虑策略因素。Agarwal 和 Naik (2004) 认为 Fung 和 Hsieh 的方程拟合结果不好，主要原因是传统的均值——方差分析和线性假设，不能很好地利用收益数据解析对冲基金的要素敞口，他们引入了期权因素，并且利用 VAR 方法扩展了均值——方差方法的分析框架，纠正了均值——方差分析对于对冲基金收益分布的尾部风险的低估。Brealey 和 Kaplanis (2001) 的研究证明对冲基金收益数据只能部分显示基金的要素敞口，而且这些要素敞口并不具有持续性。

在对冲基金资产分布的估计方面，有两项特定事件研究比较重要。Brown, Goetzman and Park (1998) 采用以基金收益推算仓位的方法，估计了 1997-1998 年亚洲金融危机期间，10 只最大的宏观对冲基金持有马来西亚林吉特资产的规模变化。他们发现对冲基金的持仓量与林吉特的汇率变化之间没有明显联系。Fung 和 Hsieh (2000) 采用与布朗等人相似的方法检验对冲基金与泰铢贬值的关系，发现有 17 只基金的收益与标普指数的相关性非常显著，但与泰铢汇率相关性显著的基金则只有 4 只。他们又利用逐步回归的方法估计了 12 只基金当时的亚洲货币仓位，没有发现基金在 1997 年 7 月持有大量泰铢空头的证据。

国外学者对于对冲基金要素敞口和资产规模的估计，主要是通过测算基金收益数据与市场收益率的相关性来实现的，同时考虑了投资策略因素的作用。目前所普遍采用的基金月收益数据与市场收益率的相关性都比较低，这一方面说明策略因素确实发挥了作用，有效降低了对冲基金的系统性风险，另一方面也有可能是对冲基金的频繁交易使其收益与市场平均收益产生较大差异 (Fung and Hsieh, 2000)。最后，由于对冲基金普遍采用动态交易策略，多空轮换频率较高，因此对于基金仓位估计的准确度短期可能要好于长期。

三、数据与方法

我们采用 Credit Suisse/Tremont (CST) 对冲基金数据库和 Eurekahedge 亚洲对冲基金数据库，分别测算全球对冲基金的中国市场要素敞口和亚洲及大中华区的对冲基金中国要素敞口。Credit Suisse/Tremont 指数是行业内普遍引用的对冲基金收益指数。它采用资产加权方式计算全球超过 5000 只单只规模大于 5000 万美元的对冲基金

月收益率，并按照投资策略进行分类，定期公布全球对冲基金行业的累积收益指数和月收益率。Eurekahedge (Eureka) 亚洲对冲基金数据库是目前较少的同时公布亚洲和大中华区对冲基金指数的数据公司，它采用等权重方法计算超过 400 只总部在亚洲或者将主要资产配置在亚洲和大中华区的对冲基金，这一数字约占亚洲对冲基金总数量的 40%。这里的大中华区包括中国大陆、香港和台湾地区。采用 Eureka 指数，我们可以更加深入地分析对冲基金进入中国市场的规模和资产分布。Eureka 大中华区对冲基金策略指数主要包括多空股票策略 (Long/Short Equity, 38 只基金) 和复合策略 (Mutl-Strategies, 10 只基金)。这两种策略都不是典型的对冲策略基金，其中多空股票策略则属于方向型股票基金，由于对冲因素的减少，使得我们的研究方法在精确度方面会有所提高。对于中国国内的要素因子，我们利用聚源数据库，选取中信标普系列股票指数和债券指数、国内交投比较活跃的铜期货的现货月均零售价格、上海市商品房月均成交价、人民币一年期储蓄存款利率，并计算上述指标的月收益率，分别代表中国股票、中国债券、中国商品期货、中国房地产和人民币存款产品月收益率，样本期为 2006 年 2 月至 2008 年 3 月，共 26 个月。

在估计方法上，我们参照 Fung 和 Hsieh 的做法，建立资产定价的多因素模型，考察对冲基金的中国要素敞口，并根据不同策略类型分别考察基金业绩与各中国资产类别的关系。我们还利用特定时期检验的方法，选择样本期内大陆股票市场表现最好和最差月份，考察同期对冲基金收益的变化，以验证两者之间的关系。

四、研究结果

1. 全球对冲基金的中国要素敞口

我们采用 2006 年 3 月至 2008 年 3 月的数据，选取 CST 对冲基金系列指数，计算了 CST 综合指数和 10 种策略型对冲基金指数的中国要素敞口。方法是分别以上述指数为因变量，以中国股票、中国债券、中国商品期货、中国房地产市场和人民币存款月收益率为自变量，考察各类型对冲基金的中国要素敞口。经计算自变量相关性，方程不存在多重共线性问题。

从全口径的 CST 对冲基金指数来看，中国股票 (系数 0.04, t 值 1.77)、中国债券 (-1.39, -2.09) 和人民币存款产品 (0.20, 1.77) 对于对冲基金收益具有一定影响。中国债券收益与对冲基金收益呈现负相关关系，表明这一时期对冲基金整体不看好中国债券，大部分时间里持有空头头寸。但在现实中我们很难观察到对冲基金大规模卖空中国债券的情况，而且这种负相关关系过于明显，与全球对冲基金资产配置的实际情况不符合。在后面集中分析大中华区对冲基金要素敞口的时候，这种负相关的关系消失了。我们就此认为，这种负相关关系有可能是样本期内中国股票市场大幅上扬所带来的对于债券市场间接影响所造成的，并不一定意味着全球对冲基金持有大量中国债券空头。人民币存款产品与对冲基金收益存在正相关关系，表明对冲基金可能持有

某些银行存款产品，这应当是对冲基金持有的人民币现金头寸。我们又考察了对冲基金收益与人民币兑美元汇率月变化率的关系。2005年7月人民币汇率改革以后，人民币兑美元汇率进入稳步升值通道，如果对冲基金持有以美元计价的人民币资产，则其月收益也应同步提高。我们发现二者存在正相关关系，这再次确认对冲基金持有人民币资产。

分策略类型看，事件驱动策略基金同中国股票（0.06，2.40），股票市场中性基金与人民币存款产品（-0.62，-2.27），转换套利基金与中国股票（0.06，2.21），复合策略基金与中国股票（0.04，1.96）等都存在相对明显的相关关系。中国商品期货和中国房地产市场收益与各策略类型的对冲基金指数收益均不存在明显关系。我们的理解是，主流的国际对冲基金很少直接投资于房地产，它们比较偏爱高流动性市场，以便于捕捉市场时机进行短期波段操作。至于中国商品期货市场，这一市场规模仍然比较小，可交易产品也很有限，甚至目前还没有统一的市场指数，对冲基金在行业意义上成规模进入的可能性较小。

表 1 GST 对冲基金系列指数月度收益率线性回归结果

| 全球对冲基金指数类别 | | 中国股票 | 中国债券 | 中国商品期货 | 中国房地产 | 人民币存款产品 | R^2 | 经调整 R^2 |
|--------------|-------|-------|---------|--------|-------|---------|-------|-----------|
| CST 对冲基金全球指数 | 系数 | 0.04* | -1.39** | -0.02 | 0.00 | 0.20* | 0.26 | 0.12 |
| | t 值 | 1.77 | -2.09 | -0.61 | 0.01 | 1.77 | | |
| 事件驱动策略指数 | 系数 | 0.06* | -2.34** | -0.02 | -0.13 | 0.24 | 0.37 | 0.25 |
| | t 值 | 2.40 | -2.24 | -0.74 | -1.13 | 2.26 | | |
| 股票市场中性策略指数 | 系数 | 0.00 | -0.62** | 0.03* | -0.01 | 0.25*** | 0.16 | 0.00 |
| | t 值 | 0.21 | -2.27 | 1.85 | -0.26 | 5.23 | | |
| 固定收入套利策略指数 | 系数 | 0.06 | -1.06 | 0.00 | 0.12 | -0.11 | 0.26 | 0.12 |
| | t 值 | 2.05 | -1.44 | -0.11 | 0.86 | -0.85 | | |
| 转换套利策略指数 | 系数 | 0.06* | -0.91 | -0.02 | 0.08 | -0.06 | 0.23 | 0.09 |
| | t 值 | 2.21 | -1.20 | -0.40 | 0.55 | -0.47 | | |
| 偏空策略指数 | 系数 | -0.12 | 0.17 | 0.03 | -0.34 | 0.55 | 0.14 | -0.02 |
| | t 值 | -1.59 | 0.08 | 0.33 | -0.92 | 1.59 | | |
| 新兴市场策略指数 | 系数 | 0.06 | -2.36** | -0.07 | 0.12 | 0.28 | 0.26 | 0.11 |
| | t 值 | 1.35 | -2.04 | -1.16 | 0.55 | 1.38 | | |
| 全球宏观策略指数 | 系数 | 0.02 | -0.52 | 0.00 | 0.22 | 0.33** | 0.19 | 0.03 |
| | t 值 | 0.56 | -0.71 | -0.06 | 1.59 | 2.60 | | |

续表 1

| 全球对冲基金指数类别 | | 中国股票 | 中国债券 | 中国商品期货 | 中国房地产 | 人民币存款产品 | R^2 | 经调整 R^2 |
|------------|-----|-------|---------|--------|-------|---------|-------|-----------|
| 多空股票策略指数 | 系数 | 0.06 | -1.74* | -0.03 | -0.02 | 0.18 | 0.24 | 0.1 |
| | t 值 | 1.69 | -1.85 | -0.72 | -0.08 | 1.08 | | |
| 管理期货策略指数 | 系数 | -0.04 | -1.48 | 0.01 | 0.15 | 0.36 | 0.08 | -0.10 |
| | t 值 | -0.57 | -0.83 | 0.15 | 0.44 | 1.16 | | |
| 复合策略指数 | 系数 | 0.04* | -1.29** | -0.01 | -0.06 | 0.17 | 0.28 | 0.15 |
| | t 值 | 1.96 | -2.13 | -0.41 | -0.57 | 1.59 | | |

* 90%水平上显著, ** 95%水平上显著 ***99%水平上显著。

通过前面的分析, 尽管我们已经发现了对冲基金在中国股票、中国债券和人民币利率等中国要素上的敞口, 但不可否认, 各方程的整体拟合效果并不理想, 经调整的 R^2 最高仅达到 0.15, 表明仅依靠中国要素并不能对于全球对冲基金收益给出清晰解释。这并不是出乎意料的结果, Fung 和 Hsieh (1997) 和 Brealey 和 Kaplanis (2001) 采用全球性资产要素进行的测算, 其结果也不理想。这说明两方面的问题: 第一, 全部对冲基金收益主要并不来自于中国资产, 这使得中国要素敞口对于基金整体收益的影响减弱, 多个商业数据库的统计实际上已经说明了这一点; 第二, 对冲基金的操作策略有别于持有到期策略, 它们可以在同一个月份频繁交易, 市场的月收益率只能描述持有到期策略的平均收益, 却不太可能准确刻画和预测对冲基金收益, 这也正是对冲基金收益率明显区别于市场基准指数的原因。

2. 大中华区对冲基金的要素敞口

利用 Eureka 数据库发布的大中华对冲基金月收益率, 替换了全球对冲基金收益, 再次对以大陆、香港和台湾地区为投资重点的对冲基金的中国要素敞口进行回归分析。在初步研究中, 我们发现中国债券、商品期货和房地产三个资产类别对于对冲基金收益的解释力十分微弱。我们去除了这三个因素, 并加入了香港恒生指数和台湾股票加权指数月收益率进行协助。回归结果如下表。

表 2 大中华区对冲基金月收益率回归结果

| | Eureka 大中华对冲基金指数 | | 大中华多空股票策略 | | 大中华复合策略 | |
|--------|------------------|---------|-----------|---------|---------|------|
| | 系数 | t 值 | 系数 | t 值 | 系数 | t 值 |
| 中国大陆股票 | 0.17 | 3.78*** | 0.18 | 3.83*** | 0.12** | 2.66 |
| 香港股票 | 0.33 | 3.32*** | 0.35 | 3.34*** | 0.32*** | 3.06 |
| 台湾股票 | 0.30 | 2.60** | 0.29 | 2.41** | 0.32** | 2.68 |

续表 2

| | Eureka 大中华对冲基金指数 | | 大中华多空股票策略 | | 大中华复合策略 | |
|--------|------------------|-----|-----------|-----|---------|-----|
| | 系数 | t 值 | 系数 | t 值 | 系数 | t 值 |
| R2 | 0.75 | | 0.76 | | 0.72 | |
| 经调整 R2 | 0.72 | | 0.73 | | 0.69 | |

** 95%水平上显著 ***99%水平上显著，样本期为 2006 年 2 月至 2008 年 3 月。

表 2 显示了此次回归分析的结果，大陆、香港和台湾地区股票对于大中华区对冲基金整体收益均有较强解释力，全部三个自变量均在不同水平显著。方程的整体拟合效果有较大提高， R^2 达到了 0.75，经调整的 R^2 也达到了 0.72，接近于 Fung 和 Hsieh 的拟合水平。从方程中可知，中国大陆、香港和台湾地区股票市场解释了大约 80% 的大中华地区对冲基金收益。可以看出股票市场是大中华区对冲基金的主要投资场所。细分来看，对冲基金在大陆股票市场的要素敞口要小于香港和台湾地区，其与大陆股票市场的相关性也偏弱；香港股票市场表现与对冲基金收益的相关性最大，这与香港作为大中华区对冲基金中心的地位是相衬的。

我们可以近似地认为平均有大约 17% 的对冲基金资产配置于中国股票市场。根据各方面的报道，截止 2007 年末有约 200 亿美元对冲基金重点投资于大中华区，如果对冲基金平均使用 2 倍的财务杠杆¹，简单计算可知，对冲基金大约有 70 亿美元的大陆股票敞口。由于 Eureka 指数没有进行资产加权，因此指数收益回归结果不能够直接反应对冲基金行业在不同资产类别上的配置比例，只能反映出各单只对冲基金的平均配置比例，而且有近一半的对冲基金并未计入这一指数。因此这个数字也只能是一个大致估计结果。由于 Eureka 大中华区对冲基金策略指数仅公布多空股票策略和复合策略指数收益，因此我们仅能对这两个策略进行分析（实际上，大中华区全口径指数也主要由这两类策略基金构成）。多空股票策略基金和复合策略基金的中国要素敞口与全口径基金指数相类似。我们试图利用中信标普系列指数进一步研究对冲基金在中国股票细分市场中的要素敞口，但是各变量的表现并不显著，方程拟合度也不理想。相信如果可以得到单只对冲基金的高频收益数据，则能够测算出它们更详细的资产配置情况。

3. 特定时期的对冲基金要素敞口检验

在前面的分析中，我们证明了大中华区对冲基金收益与大陆、香港和台湾股市存在密切联系，为了进一步说明对冲基金在大陆股市的要素敞口，本节我们运用特定时期检验的方法，对前文的论证进行检验。

¹ 参见：“Hedge Fund Demand and Capacity 2005-2015”，Van Hedge Fund Advisors International, LLC(2005), www.vanhedge.com

我们选择了样本期内大陆股市收益最高和收益最低的各三个月作为观察期，其与同期对冲基金指数收益进行对比，并以香港和台湾地区股票指数作为参照（表3）。从全部6个月的观察期看，对冲基金指数有5个月均发生了与大陆股市同向的变化，而且其变化幅度与香港和台湾股市存在较大差别，表明大陆股市要素敞口对于对冲基金的风险收益产生影响。分组别来看，样本期内大陆股市收益最高的三个月分别是2006年5月、2007年4月和7月，收益率分别达到18.67%、28.84%、19.96%，这一时期是大陆股市在经历了数年低迷以后的一个迅速恢复和上扬时期。同期对冲基金指数分别取得-0.53%、6.17%、9.37%，尽管业绩没有达到大陆股市的水平，但是仍比香港和台湾股市高出4-6个百分点。样本期内收益最低的三个月均在2007年10月以后，这一阶段是大陆股票市场的调整期，收益最低的月份出现在2007年11月、2008年1月和3月，收益率分别为-14.55%、-10.92%、和-18.64%。同期对冲基金指数收益为-6.52%、-9.19%和-5.11%，其中2008年3月的收益率明显低于香港和台湾股市，表明此阶段对冲基金的大陆股票敞口增大，拖累其收益率下降。

对冲基金收益与香港股市的关系仍然是最密切的，在六个观察月份中，对冲基金收益与香港股市均出现了同方向变化。考虑到香港是目前大中华区的对冲基金中心，对冲基金以香港股市作为业绩基准是完全可能的，而且这一结果也与我们在上一节所进行的回归分析的结果相一致。

表3 特定期的对冲基金要素敞口检验结果

| 组别 | 月份 | 中信标普综合指数 | 香港恒生指数 | 台湾加权指数 | 大中国区对冲基金指数 |
|-------|---------|----------|---------|---------|------------|
| 高收益月份 | 2006M05 | 18.67% | -5.41% | -4.57% | -0.53% |
| | 2007M04 | 28.84% | 2.11% | -0.16% | 6.17% |
| | 2007M07 | 19.96% | 5.37% | 4.31% | 9.37% |
| 低收益月份 | 2007M11 | -14.55% | -9.88% | -12.21% | -6.52% |
| | 2008M01 | -10.92% | -15.11% | -11.43% | -9.19% |
| | 2008M03 | -18.64% | -2.73% | 4.37% | -5.11% |

五、国际对冲基金进入与中国的监管改革

研究证明国际对冲基金进入了中国股票市场，而且这种进入具有行业显著性。尽管我们没有发现对冲基金成规模地进入中国期货市场和房地产市场的证据，但这并不能说明没有对冲基金在上述市场活动，只不过个别基金的短期活动未必能够在行业收益指数中得到充分反映。重要的是，对冲基金能够绕过我国的资本流动管制并且进入中国金融市场，说明目前的监管制度仍然存在不足，其他更大规模的国际流动资本可

以利用这些监管漏洞继续进入我国，并对中国的金融稳定构成一定威胁。

从现实操作的层面来看，目前对冲基金进入中国市场的渠道主要有以下几个：第一，QFII 制度。QFII 制度是我国引进外国投资者进入中国市场的过渡性措施。截止 2008 年 4 月，进入中国证券市场的外国投资机构已达 54 家，资金额度超过 100 亿美元¹。这些外国投资机构中相当一部分是国际大型投资银行、基金公司和资产管理公司。国际对冲基金完全可以购买或借用这些机构的 QFII 额度，或者投资于这些机构发行的以中国 A 股股票为标的的金融产品，以实现进入中国市场的目的。从整体规模来看，QFII 持有的中国大陆股票资产还比较有限。但重要的是 QFII 制度作为一项制度安排确定下来以后，今后额度极可能逐步扩大，从而为国际对冲基金和其他国外资本进入中国股票市场提供了比较直接的渠道。第二，FDI。外商直接投资是国际对冲基金进入中国的另一条合法途径。对冲基金可以利用我国吸引外资的优惠政策，参与外资在中国新设企业或者并购国内企业。如购买由国际投资银行设计和发行的、以中国国内企业股权和债权为标的的衍生证券，并可以在境外柜台市场交易这些衍生品，从而达到间接持有人民币资产的目的。第三，货币互换。尽管有些对冲基金不能够经过官方许可进入中国市场，但是这些基金可以与中国国内现金比较充裕的外资企业或者中国企业在海外签订货币互换协议，从而获得一定时间内的人民币现金使用权，这些资金可以通过基金的国内代理机构投资于中国各类型市场。第四，非法渠道。有些管理不甚规范的小型对冲基金，可以通过地下钱庄、制造虚假贸易背景等多种非法渠道，将资金转移到中国。

多元化的进入渠道为对冲基金进入中国市场提供了便利。对冲基金频繁市场交易和汇兑行为，在正常时期也许不会产生太大的负面影响，但是当宏观经济或者金融市场形势发生逆转时，大量抛售金融资产和资本外逃将对我国金融稳定构成威胁。我国目前控制短期国际资本流动的手段，主要依靠的是外汇管理部门对于国家经常账户和资本账户的监督和具体项目的审核，这种管理方式的高额成本和低效率，已经不能适应管理目前大量而频繁的国际资金流动的需要。而且，如果再不适当调整现行监管制度，在人民币相对资产收益持续走高的背景下，国际短期资本流入量还将继续增加。我们的建议是，外汇管理应与金融市场监管相结合，以控制外资向金融市场的无序流动。应当将对冲基金纳入现有金融监管体系进行管理，提高这些基金活动的透明度，规定其适当的投资范围和操作策略。比如，可以在 QFII 制度框架下，允许符合条件的国际对冲基金进入中国境内从事有限度的投融资活动，并对这些对冲基金进行单独管理，对其提出信息披露、内部风险管理、重大事项报告、基金经理任职资格和投资者保护等各项要求。在金融市场波动幅度较大时，限制对冲基金的资金出入境频率。同

¹ 数据来源：中国证监会网站(www.csrc.gov.cn)。

时禁止对冲基金未经注册即进入中国市场开展业务。

六、结论、研究缺陷与进一步的研究方向

采取国外学者评估对冲基金风险要素敞口的的方法，利用新获得的全球对冲基金和大中国区对冲基金行业收益数据，我们发现从全球水平来看，对冲基金的中国要素敞口非常小，仅与中国股票和人民币存款存在微弱的正相关关系，而与中国债券、期货和房地产市场，并没有可以解释的明显的相关关系。但就大中国区对冲基金而言，中国大陆股市、香港和台湾股市是对冲基金的重点配置资产，而且大陆股市对于对冲基金业绩的影响要弱于香港和台湾股市。

由于目前并不存在覆盖整个对冲基金行业的官方数据库，商业数据库的样本也不可能包含所有基金。我们使用的两个海外数据库也存在类似问题。这可能导致一部分没有进入数据库的对冲基金的中国要素敞口，不能在指数中得到体现，从而损害结论的准确性。另外，正如我们的研究所展示的那样，目前还没有找到很好的办法解释对冲基金收益与市场的低相关性，国外学术界的研究在这方面进展也很有限，这直接影响到估计结果的准确性。未来，需要找到更好的方法来刻画对冲基金策略在其收益中所发挥的作用，这是目前国际学术界尚未解决的问题。关于对冲基金的投资活动对于中国金融市场的扰动途径和影响程度，迄今为止国外学者有关这一问题的事件研究（如东南亚金融危机）虽然提供了一些证据，但仍然没有摸索出具有理论支持的规律性特征。最后，中国监管当局应当如何应对国际对冲基金的进入，需要学界更好地结合中国特点，提出有针对性的解决方案。

参考文献：

- [1] 麦克奎瑞：《对冲基金》[M]。上海财经大学出版社，2004。
- [2] 王国刚 张跃文：2007-2008年中国A股市场走势分析[J]，银行家，2008，(3)：64-67。
- [3] 张跃文。国际对冲基金进入我国的前景及对策研究[J]。中国金融，2008，(3)：66-68。
- [4] 张跃文。国际对冲基金活动与我国商业银行稳健经营研究[J]。新金融，2007，(7)：7-10。
- [5] Agarwal, Vikas, and Narayan Naik. Risks and Portfolio Decisions Involving Hedge Funds[J]. Review of Financial Studies, 2004, (17): 63-98.
- [6] Brealey and Kaplanis. Hedge Funds and Financial Stability: An Analysis of Their Factor Exposures[J]. International Finance, 2001, (4): 161-187.
- [7] Brown and Goetzmann. Hedge Funds with Style[Z]. Working Paper, NO.00-29, Yale International Center for Finance, 2001.
- [8] Brown, Goetzmann, and Park. Hedge Funds and the Asian Currency Crisis [Z]. NBER Working Paper, No.6427, 1998.
- [9] David. Vaughan. Comments for the U.S. Securities and Exchange Commission Roundtable on Hedge Funds. From the official website of U.S. Securities and Exchange Commission, 2003.
- [10] Fung and Hsieh. Empirical Characteristics of Dynamic Trading Strategies: The Case of

- Hedge Funds[J]. *The Review of Financial Studies*, 1997(10):275-302.
- [11] Fung and Hsieh. Measure the market Impact of Hedge Funds[J]. *Journal of Empirical Finance*, 2000, (7):1-36.
- [12] Fung and Hsieh. The Risk in Hedge Fund Strategies: Theory and Evidence from Trend Followers[J]. *Review of Financial Studies*, 2001, (14): 313-341.
- [13] Lehman Brothers: Understanding Hedge Fund Performance. From official website of Lehman Brothers, 2001.
- [14] Liang Bing. Hedge Funds: The Living and the Dead[J]. *Journal of financial and Quantitative Analysis*, 2001, (35) : 309-326.
- [15] Lois Peltz. *The New Investment Superstars: 13 Great Investors and Their Strategies for Superior Returns*[M]. John Wiley & sons, 2001.
- [16] Sharp William. Asset Allocation: Management Style and Performance Measurement[J]. *Journal of Portfolio Management*, 1992, (18): 7-9.
- [17] The President's Working Group on Financial Markets. Hedge Funds, Leverage, and the lessons of Long-Term Capital Management. From the official website of U.S. Department of Treasury, 1999.
- [18] United States Court of Appeals for the District of Columbia Circuit. On Petition for Review of an Order of the Securities and Exchange Commission. From the official website of U.S. Securities and Exchange Commission, 2005.