



中国社会科学院金融研究所

# 金融论坛

2007年第18期(总第174期)

2007年5月17日

---

## 国际对冲基金进入我国的前景及监管对策研究

中国社会科学院金融研究所博士后流动站 张跃文

### 一、我国的对冲基金生存条件

对冲基金的生存需要一定的制度条件、市场条件和产业基础来支撑。这里的制度条件主要是指允许设立和运营对冲基金的法制体系；市场条件是指适宜对冲基金活动的金融市场环境；产业基础是指能够为对冲基金运作提供相关服务的相对发达的金融产业。只有满足了一定的生存条件，国际对冲基金才有可能进入我国并开展相关的金融业务。

## 1. 我国的制度条件

对冲基金是以合伙制为主的私募基金。因此，考察对冲基金运作的制度条件，应重点考察与基金的组织结构、募集形式以及运作限制相关的法律法规。

首先，我国在法律上不存在“对冲基金”。与其他许多国家一样，我国在法律上没有“对冲基金”这一称谓，更没有标准的关于对冲基金的法律定义。因此，在各类法律法规中也没有关于对冲基金的直接法律规定。

其次，我国有专门的《合伙企业法》，允许合伙企业存在，而且实行公司制和契约制的私募基金已在国内大量存在，表明对冲基金可以在我国选择公司制、契约制、合伙制等多种组织形式。而且在新修订的《证券法》中，也并没有对投资于股市的机构投资者身份给予明确限定。

再次，现有法律法规没有明确禁止以私募方式建立证券投资基金。2004年6月开始实施的《证券投资基金法》所规范的对象是“在中华人民共和国境内，通过公开发售基金份额募集证券投资基金”（见该法第一章第二条），即公募基金；虽然该法同时明确，其他募集方式的证券投资基金适用《信托法》和《证券法》以及其他有关法律、行政法规的规定，但在这些法律法规中找不到明确限制以私募方式建立基金的内容。显然在当前中国的法律法规体系内，只要是以私募方式建立的投资基金，就可以规避大部分法律法规的监管。

最后，现有法律法规中也没有明确规范国外对冲基金的内容。虽然国内对冲基金的运作不存在制度性障碍，但由于国际对冲基金属于外资金融机构，还需要考虑到我国对外资金融机构的有关限制性规定。1994年4月开始实行的《外资金融机构管理条例》和随后发布的《实施细则》所规范的对象是外资银行和财务公司，对冲基金显然不属于此类机构。目前能够对国际对冲基金进入中国起到一定限制作

用的是中国证监会、中国人民银行和国家外汇管理局共同制定的、于2006年9月开始实施的《合格境外机构投资者境内证券投资管理暂行办法》(QFII 管理办法)。《办法》对申请成为合格境外机构投资者的外资金融机构的财务、人员、内控、所在国监管环境等提出了要求,但并没有对申请人的身份性质进行明确界定,反而将申请人范围拓宽至“境外基金管理机构、保险公司、证券公司以及其他资产管理机构”,对冲基金显然在允许的范围内。但是《办法》也提出,“为鼓励中长期投资,对于符合本办法规定的养老基金、保险基金、共同基金、慈善基金等长期资金管理机构,予以优先考虑。”该项规定对于对冲基金具有一定的限制作用。

通过以上分析可以看出,目前在中国境内组织内资性质的私募型对冲基金基本不存在法律障碍,国际对冲基金进入中国市场开展业务也没有明确的禁止性规定。但是应当看到,由于中国的特殊国情,监管机关仍然保留着较大的自由裁量权。如果监管机构不希望国际对冲基金进入中国,它完全有权力在审批过程中拒绝对冲基金的申请,使其无法获得 QFII 资格。这应该是在 QFII 制度实行两年多以来,尚无对冲基金获得 QFII 资格的主要原因。

## 2. 我国的市场条件

对冲基金的顺利运作需要具有良好流动性和丰富投资品种的金融市场。我国的证券市场尽管从全球股市来看,仍然是新兴市场。但是近年来市场发展十分迅速,初步具备了对冲基金运作的基本要求。

中国股票市场兼具新兴和转轨市场的特征,一方面股市波动较大,另一方面股指在长周期内受经济强劲增长的支撑,总体表现为上扬走势。这种大波动与总体上扬相结合的行情,非常适合对冲基金实行以多空转换操作为特征的动量型投资策略。

尽管同发达国家市场相比,中国股市交易规模仍然比较小,但是从机构投资者对股市规模的要求来看,如果中国股市能够允许数十亿

乃至上百亿规模的证券投资基金生存，那么中小型对冲基金也完全可以在其中运作。

对冲基金运作所需市场条件的另一个组成部分是富裕投资者的数量。改革开放近 30 年来，中国富裕个人的数量在不断增长，其中相当一部分将资金投入股市中，百万元以上的大户不在少数。实际上，即便不考虑个人投资者，中国的机构投资者也已经具有相当规模。

除股市以外，近年来我国的债券市场和商品期货市场也初具规模。债券、股票、可转换债券、认股权证、外汇和大宗商品期货等共同构成了丰富的对冲基金可投资产品系列。同时，外汇远期交易业务已经开通，股指期货等金融衍生产品即将推出，融资融券业务进入试点阶段，这些新的金融工具和证券业务为对冲基金进行卖空和杠杆操作创造了条件。同发达金融市场相比，我国市场还没有引入经纪人制度和做市商制度，市场规模还比较小，金融衍生品和柜台交易市场相对滞后，暂时不能满足对冲基金进行大宗交易的需要，但是对于中小规模对冲基金而言，中国已经具备了其运作所需的基本市场条件。

### 3. 我国的产业基础

对冲基金的运作团队中，主经纪人、执行经纪人、托管人一般都由实力雄厚、经验丰富的大型金融机构（以银行和证券公司为主）担任，法律和会计服务也需要外部中介机构的配合。因此，对冲基金的生存必须以相对发达的金融产业为基础。

中国的银行业正处在转型过程中，证券业的发展历史还比较短，可以说对冲基金在中国的产业基础相对比较薄弱。但是应当注意到，与对冲基金保持长期合作关系的国际大型金融机构已经开始进入中国，这些金融机构在熟悉了中国市场环境以后，业务领域不断拓宽，资本和经验优势逐步显现，这些机构有能力为其对冲基金客户提供进入中国的便利及相关的服务。

总之，我国已经基本具备了对冲基金运作的制度条件和市场条

件，而且随着金融业对外开放的不断深化，对冲基金生存所必须的相对薄弱的产业基础也将有所改善，因此国际对冲基金进入我国或者国内出现本土对冲基金，都是完全可能的。

## **二、对冲基金进入我国的可能途径**

### **1. 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。根据目前已经掌握的资料，外资机构对于 QFII 额度的运用主要有以下几种方式：一是根据自身投资组合的需要以自有资金购买中国证券，开展自营业务，这是国外投资基金的一般作法；二是以中国证券为依托，对外发行各种投资基金、信托计划、理财产品和期货、期权等金融衍生品，这是外资银行和证券公司通常会采用的方式；三是将已购买的中国证券借给那些希望进入中国市场但尚未获得 QFII 资格的金融机构，比如对冲基金，或者通过某些合约安排代理其他金融机构买卖中国证券，这也是外资银行和证券公司通行的做法。

总之，在 QFII 制度的框架下，对冲基金可以从具有 QFII 资格的首席经纪人那里，借到或者买卖中国证券，也可以从事相关的衍生品交易，实际上相当于对冲基金已经进入了中国市场。

### **2. 产业投资**

未上市公司股权不仅是私人股权基金，也是一些对冲基金资产的组成部分。目前，对冲基金可以利用我国吸引外资的优惠政策，与国外企业共同作为战略投资者到国内投资设厂，或并购国内企业，实现分享中国经济增长成果的目标。国际上最大的私人股权基金和对冲基金管理者凯雷集团近年来在中国所采取的一系列并购行动，已经非常清楚地展示了对冲基金通过产业投资方式进入中国市场的路线图。

在某些类型对冲基金的资产组合中，房地产占有一定比重。近年来，我国房地产行业发展较快，外资投入较多，房地产价格持续上涨，不排除有对冲基金通过买入房地产的方式进入中国市场的可能。目

前，国家已加强了对外资机构持有国内房地产的控制，但是对外资进入国内建筑业和房地产开发行业还没有更多的限制措施，通过进入上述两个行业，对冲基金仍然有可能分享中国房价上涨所带来的好处。

### **3. 与国内私募基金合作**

从某种意义上说，某些私募基金就是中国式的对冲基金，它们采用与对冲基金相类似的收费方式和投资策略，而且基本上不受监管。

私募基金的发展为国外对冲基金在国内寻找合作者提供了土壤。国外对冲基金有先进的投资技术和丰富的管理经验，但对中国市场了解有限，这构成了对冲基金与国内私募基金展开合作的基础。根据目前了解到情况，国内一些私募基金已经进入国际金融市场，而国外对冲基金与国内私募基金也存在广泛接触，双方融合优势、共同开发中国市场的趋势逐渐明朗化。

### **4. 持有境外中国概念证券**

近年来，国内一些企业出于各种原因陆续到境外上市。与此同时，与上海、深圳股指和人民币汇率挂钩的金融衍生品也陆续在香港和新加坡等地的金融市场挂牌交易，这些金融产品为对冲基金提供了间接进入中国市场的机会。

以上是对冲基金进入中国的 4 种合法途径。当然，也不排除少数对冲基金利用非法途径将资金汇入我国进行投资活动的可能，但显然不太可能成为对冲基金进入我国的主要途径。

## **四、各个国家和地区对于对冲基金的监管现状**

### **1. 对于对冲基金的监管**

各国对于对冲基金的监管目前存在三种情况：第一种情况：限制已注册对冲基金的活动。第二种情况是仅对对冲基金给予有限关注，但并不要求这些基金进行正式的登记注册。第三种情况是不对对冲基金实施特殊监管。

### **2. 对于对冲基金经理的监管**

在接受调查的 20 个国家和地区中，有 18 个国家的对冲基金经理都是接受直接监管的，与其他类型的基金经理并没有太大区别。一些国家对于对冲基金经理有特殊的监管要求，或者要求其履行特殊的注册及核准程序。

### **3. 对于对冲基金营销活动的监管**

多数国家和地区对于对冲基金的营销活动有不同程度的限制，而且代理销售对冲基金的中介机构通常也要受到直接监管。

### **4. 对于对冲基金的信息披露要求**

对于零售型对冲基金，各国和地区的监管当局一般都会提出信息披露的要求。一些国家和地区还要求零售型对冲基金在发售时要进行更高标准的风险提示。

综合以上情况，尽管各国和地区对于对冲基金的监管方式和手段有很大差别，但不可否认的是，在大多数国家和地区中，对冲基金及其经理是受到监管的，对冲基金的投资活动和营销活动也受到了一定限制。目前比较大的问题是集中了大约 90% 的国际对冲基金的美国和英国，仍然不能采取更加有效的监管手段，这使得全球对冲基金监管网络存在一定的隐患。同时，已经对对冲基金实施监管的国家目前仍然不能及时获得对冲基金仓位变化的信息，因此也无法进行准确的对冲基金资产估值，这些问题需要逐步解决。

## **五、我国可采取的若干监管措施**

我国的金融市场体系和监管体系仍处于发展的初级阶段，但国际对冲基金已开始向我国渗透，决策层受到的开放金融市场的外部压力逐渐增大。在这种情况下，金融监管当局有必要及时警醒，制订相应的监管对策，以有效防范对冲基金活动可能对我国金融稳定形成的威胁。当前，可重点考虑从以下几方面着手，加强对国际对冲基金的监管。

### **1. 提高对国际对冲基金的关注程度**

国际对冲基金的兴起才刚刚开始，其运作模式与主流机构投资者又有较大区别，更重要的是，由于信息封锁的原因，外界对于对冲基金的了解还很不全面，因此一段时间以来各国的金融监管机关和投资者对于对冲基金的风险因素认识很不全面。有必要提高我国金融监管机关和主要金融机构对于国际对冲基金的关注程度，增加对于对冲基金有关知识的了解。

(1) 有关金融监管机构可考虑设立独立的部门和人员，跟踪监测国际对冲基金在亚太地区特别是大中国区金融市场的活动，研究制定有针对性的监管措施，力争提高各方面对国际对冲基金活动的关注程度。

(2) 国内金融监管机构应与有关国际组织和有关国家的金融监管当局就对冲基金监管问题保持密切联系，争取建立国家间的定期磋商机制，以便及时掌握国际对冲基金动态并借鉴有关方面的有效监管措施。

(3) 国内金融监管机构可组织国内主要的商业银行和证券公司对于对冲基金的有关知识进行集中学习和研讨，加深金融机构对于对冲基金的了解并提高风险意识。在条件允许的情况下，监管机构和金融机构可与主要国际银行集团和证券公司就有关对冲基金的金融业务和风险管理方法进行深入研讨。

(4) 监管机构可在国内主要保险公司、投资基金、大型企业、私募基金和其他机构投资者中加强对对冲基金风险教育，在条件允许的情况下组织国内金融机构和投资者与国际对冲基金进行接触，使国内投资者对于对冲基金的运作和风险因素有更深入和全面的认识。

## **2. 明确对国际对冲基金的监管态度**

尽管一直以来国内各界对于国际对冲基金多持否定态度，但是从主要国际组织和各国政府的态度来看，由于对冲基金的设立和运作并不违法，因此本质上对冲基金是与共同基金、养老基金等机构投资者



具有同等法律地位的合法实体，其合法权益应得到保护。因此，我国的金融监管机构应更多地从法理上和国际惯例的角度考虑，明确对于国际对冲基金的监管态度。

(1) 承认对冲基金、私募基金等等法律上未有明确禁止性规定的投资机构的合法地位。在不违反中国有关法律法规的前提下，允许这些机构在中国金融市场开展活动。

(2) 不鼓励对冲基金在中国从事短期投资活动和其他高风险投资活动。尽管很难对短期投资活动给予明确界定，但是监管机构仍然有必要强调其不鼓励的态度，以此提醒对冲基金注意操作频率，增强国内投资者对于对冲基金的风险意识。

(3) 不鼓励国内投资者投资于高风险的国际对冲基金。投资者拥有投资的自由决定权，但作为监管机关，有义务提示投资者增强风险意识，保护自身的合法权益。

(4) 严格禁止和坚决打击在我国境内从事非法投融资活动的国内外对冲基金。发挥典型案例的警示作用，全面揭示对冲基金违规操作对于投资者权益和市场稳定所形成的消极影响，以此促进对冲基金行业的合规经营。

### 3. 研究制定针对国际对冲基金的具体监管规定

国内监管机构可参考有关国际组织建议和有关国家的做法，尽快制定针对国际对冲基金的监管措施。目前可着重考虑以下几项措施：

(1) 以最高人民法院司法解释等形式，对于对冲基金的概念及适用法律进行明确界定，为今后加强对于对冲基金的监管提供法律依据。

(2) 考虑到对冲基金投资组合的多样性和策略的复杂性，有必要成立跨市场的对冲基金监管机构，统一监管对冲基金在中国境内的活动。

(3) 由人民银行牵头协调各金融监管机构，要求在中国境内拥有

权益的国际对冲基金限期进行登记注册。这些权益除上市交易的证券资产外，还应包括房地产、私人股权、贷款等低流动性资产。

(4) 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。针对对冲基金的信息披露、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，应高于对一般证券投资基金的要求。

(5) 制定期货市场、房地产市场、产权交易市场等非证券市场对外开放政策时考虑对冲基金因素，对于对冲基金在上述市场中的活动进行单独监管。

(6) 要求对冲基金在制定费率标准时，应相对弱化绝对收益标准，将资产规模与收益水平并重，并且制定相对合理的收费起征点，避免对冲基金为单纯追求高收益而从事风险过高的投资活动。

#### **4. 加强对于与对冲基金有关的短期资本流动的监控**

根据历次金融危机中对冲基金的活动特征，由于对冲基金调整资产组合所引起的跨国短期资本流动是引发金融市场巨幅波动的重要原因。因此，有必要对进入我国的对冲基金的资金出入境频率予以一定限制。

(1) 国内监管机构应建立独立的对冲基金资本流动实时监测系统，及时掌握对冲基金的资本流动情况，并深入研究对冲基金资本流动与汇率、利率等宏观经济和金融指标变动之间的关系。

(2) 在金融市场波动幅度较大时，应限制对冲基金的资金出入境频率，并使对冲基金产生市场波动过大就会导致资产流动性降低的预期，以利于其理性管理投资活动和流动性风险。

#### **5. 适当限制国内金融机构与对冲基金的业务往来**

自长期资本管理公司事件以来，由于对冲基金清盘引发的银行坏帐问题受到各国监管机构的广泛关注。国际各大银行集团均加强了与

对冲基金客户间的业务风险控制，这很值得我国借鉴。

(1) 在对冲基金进入中国之初，应严格限制国内银行和证券公司与对冲基金开展的业务范围。初期，双方的合作应以证券经纪、资产托管等中间业务为主。

(2) 禁止国内金融机构与对冲基金开展以融资融券为目的信用交易，禁止对冲基金进行卖空和保证金交易。

(3) 国内金融机构应借助于风险价值和压力测试等风险管理手段，提高内部风险控制水平，防止发生与对冲基金有关的经营性损失。

参考文献(略)

---

**主 办：**中国社会科学院金融研究所

**主 编：**李 扬

**副 主 编：**王国刚

**联 系 人：**刘戈平

**电 话：**010-85195338

**电子信箱：**ifb@cass.org.cn