

Roundtable

热钱或卷土重来

监管应未雨绸缪

嘉宾:
国家行政学院决策咨询部研究员 陈炳才
中国社科院世界经济与政治研究所国际金融室副主任 张明
广东省社会科学院《境外热钱研究》课题组长 黎友焕
亚洲开发银行高级经济学家 庄健

热钱卷土重来?

上海证券报:今年以来,特别是二季度以来,股市楼市大幅上涨,外汇储备增长加速,这是否意味着热钱正在卷土重来?作出上述判断的依据是什么?

黎友焕:仅凭股市楼市大幅上涨,外汇储备增长加速,就判断热钱正在卷土重来是完全没有依据的,我们课题组的研究结果也表明,事实不是这么回事。今年楼市和股市的井喷已经有一段时间,但我们从地下钱庄的渠道对热钱跨境流动的监测结果却是今年的6月才出现拐点,即结束了从去年10月到今年6月净流出状态,转变为净流入。由于热钱不可统计等特征,国内对热钱流动状况的研究存在很大的不足,而近几年来,我们从地下钱庄来研究热钱的异常流动却可能基本上反映大概状况,而且由于我们的研究是即时的,即每个月都有报告,甚至有旬报,相比其他部门等统计数据出来后再判断热钱的情况要早得多,不少专家和部门根据我们的即时结论再以滞后的数据来验证热钱的实际流动状况。

张明:我觉得今年股市和楼市的上涨主要是因为国内流动性导致的,尽管从二季度以来可能与短期国际资本流动性有些关系,但其规模和国内流动性相比还是差很多。

去年四季度到今年一季度热钱是流出的,二季度热钱开始流入,但流入量与今年上半年7.37万亿新增信贷量是不能比的,尽管不知道有多少信贷资金流入到股市和楼市,但肯定有很多的流动性流入到资产市场,所以说今年上半年资产价格的上涨主要是国内流动性驱动的。当然,热钱主要也是进入资产市场,因为现在人民币升值预期比较微弱,中美利差也比较小,所以套利空间不是热钱流入的主要原因,主要还是冲着资产价格溢价的。

庄健:由于“热钱”本身所具备的隐蔽性、灵活性和突发性等特点,其规模难以得到准确估算。一般而言,人们常把外汇储备增量扣减同期外贸顺差与外商直接投资(FDI)之和后的余额,作为“热钱”规模的大致估算。由于去年9月份波及全球金融危机影响,再加上国内房地产市场、股票市场的疲软和低迷,国际

投机资金大量回流,导致10月份外汇储备首次出现负增长,此后外汇储备一直增长不多甚至有所减少。而由于同期外贸仍保持顺差,FDI仍流入,以上述扣减方式估算的“热钱”均为负值,即“热钱”是流出而非流入。这种情况到今年3月份开始出现逆转,伴随外汇储备增量的逐月恢复(规模在每月400亿美元以上),难以用外贸顺差和FDI解释的部分明显增大。按季度测算,今年第二季度外储增长中不可解释部分约有1200亿美元。尽管外汇储备增长与外储投资收益和正常的资金汇兑因素(特别是欧元相对美元升值)有关,但考虑到近期国内经济企稳回升步伐加快而资产市场价格大幅上涨,我们无法排除国际“热钱”流入以寻求短期回报的可能性。

陈炳才:看热钱是不是进来主要看外汇占款,外汇占款是银行结售汇而相应投放的本国货币。如果外汇的增加不在这个数字之内,那可能就是热钱进入。

二季度以来,国内股市楼市的大幅上涨主要和货币信贷投放量大有关。6月份信贷增加了1.53万亿,上半年增加7.37万亿,但实体经济没有这么大的资金需求。除了基础设施投资这块,很多行业的需求没有上来,企业也不敢做投资决策。但是为什么大家又要贷款呢?因为无论是银行、企业还是地方政府都要信贷规模。资金到手以后,由于未来通胀预期强烈,而贷款又有成本,所以一部分资金流向了股市楼市。

面临这样一个资金没有出路局面,实际上外面的资金也在进来。因为全球都在救市,西方国家释放了大量的流动性,但是实体经济没有需求,资产价格也不行,唯一的希望在发展中国家。所以这一轮的经济复苏是发展中国家带动发达国家。亚洲金融危机后的复苏是发达国家带动发展中国家,这一次反过来。所以钱肯定要往发展中国家流动。发展中国家哪里最好,肯定首选中国和印度,大量的钱会进来,今年5月份的外汇占款的数已在增加。而且这些钱基本上是从贸易项下进来的,实际上只要是贸易项下进来的钱肯定都是为了中国资产价格的上涨来谋取利益的。因为我们现在有利差,存款利率比人高,资产价格也比较高,所以热钱肯定会进来。

沉寂一段时间后,热钱似有卷土重来之势。与2007-2008年那一轮热钱来袭相比,本次热钱悄然流入缺少了人民币单边升值预期的背景,相同的则是,对股市或楼市收益大于风险的预期仍是其流入的主要动力之一。鉴于二季度热钱已小幅悄然入境以及对下半年宏观形势的判断,专家预测下半年热钱流入规模或呈加大之势,而这对监管当局而言,则意味着与热钱的再一次博弈!

◎本报记者 周鹏峰 但有为



黎友焕



张明



陈炳才



庄健

当前热钱规模相对可控

上海证券报:当前金融危机难言结束,很多国家的去杠杆化还在持续,热钱的主要来源有哪些?您觉得上半年流入的热钱量可能有多大?

张明:我们现在分不清热钱是来自国外机构投资者还是个人投资者,不排除大机构重新配置风险资产,大机构通过美国政府扩张性的财政货币政策,获得了很多新的资金的注入,而且他们的杠杆率现在相对较低。

根据央行7月15日发布的数据,2009年6月末,国家外汇储备余额为21316亿美元,同比增长17.84%。上半年国家外汇储备增加1856亿美元,同比少增950亿美元。6月份外储储备增加421亿美元,同比多增302亿美元。

我们采用“月度外汇储备增加额-贸易顺差-FDI-汇率变动造成的估值效应”的简单方法来估算短期国际资本的流动状况。2008年下半年的短期国际资本流出在2008年11月至2009年1月达到最高峰,这3个月合计流出1226亿美元。从2009年2月开始,短期国际资本流出规模迅速减缓。从2009年4月开始,短期国际资本的流动方向再次逆转。2009年第二季度每个月均有显著短期国际资本流入,3个月合计为879亿美元。从细项来看,仅靠贸易顺差与FDI并不能解释2009年第二季度外储储备的显著增加。在这一季度,外储储备

净增长1778亿美元;其中贸易顺差仅能解释348亿美元的外储增长;FDI仅能解释213亿美元的外储增长;欧元对美元升值的估值效应能够解释338亿美元的外储增长;以上因素不能解释的外储增长高达879亿美元。按重要程度由高至低排序:造成2009年第二季度外储增长的因素分别为:短期国际资本流入、贸易顺差、欧元对美元升值的估值效应、FDI流入。

不过上述方法存在如下缺陷:第一,未考虑中国对外的FDI投资,从而可能高估短期国际资本流出额或者低估短期国际资本流入额;第二,未考虑中国外储储备资产的市场价值变动,因为我们不知道外管局是否在每月按照公允价值原则(Mark to Market)来调整账面价值;第三,未考虑外债变动与贸易信贷变化。

庄健:以美国和欧盟为首的西方发达国家近来纷纷推出扩张性的财政和货币刺激方案,向市场注入大量流动性。在金融体系已基本稳定而实体经济远未企稳回升的情况下,这些扩张的资金很可能流向新兴市场国家,中国将成为国际资本包括国际热钱追捧的对象。在上半年来无法用贸易顺差和FDI流入解释的1200亿美元中,如在扣除因欧元相对美元升值所导致的大约800-900亿美元的因素外,粗略估计热钱

下半年热钱流入规模可能加大

上海证券报:今年的热钱流动与2007年那一轮有何不同?下半年热钱流向是否会有新的变化?

黎友焕:从目前热钱流动的趋势来看,我们预计下半年呈加大流入趋势,因此我们不排除未来有国际投机资金性质的热钱流入进来,这主要是决定于国际经济发展趋势和国内经济发展状况。热钱的这种来源也明显跟2007年的热钱来源有很大的区别,但2007年的热钱情况也是先由港澳台和世界华人储蓄资金先流入内地后再引发部分国际投机资金过来的,从这个角度看,又有一定的联系。从流向上看,我们跟踪的结果表明,这波热钱流向很分散,但主要还是流向了股市,而2007年的热钱虽然也流进股市,但主要是针对楼市。由于我们从地下钱庄这个渠道的检测数据表明,近三个月(4-6月)来,每旬的热钱流入数量都呈递增趋势,而且最近明显加快,结合国内经济发展趋势的情况来预测,热钱下半年可能呈现加速度的流入趋势。

张明:从流入方式上来看,今年热钱流入方式还是沿袭以往的流入方式,比如虚假贸易,虚假的直接投资,还可以通过地下钱庄,外汇贷款等方式进来。

区别有三个,一是规模没有2007、2008年规模大,二是当年人民币有非常强的升值预期,且是单边升值预期,每年有10%的升值预期,现在这个升值预期没有了,也因为没有稳定的收益,所以流入的热钱规模不会达到2007、2008年那么大的规模,毕竟现在在风险上升了;三是现在全球流动性过剩的局面比前两年还厉害,所以与2007、2008年相比,今年更容易产生资产价

格泡沫,热钱流入的动力还是比较强烈的。

800多亿美元的规模是可控的,但不知道三季度流入规模是不是会放大,我们认为,在2009年下半年,中国将会面临更加汹涌的短期国际资本流入。因为三季度趋势是国际股票市场都在反弹,金融机构的去杠杆化趋势也会告一段落,未来金融机构会重新配置风险资产,重新杠杆化,在这种情况下,中国必将成为国际短期流动资本的很重要的一个目的地,所以有很大把握是今年三季度短期国际资本流入趋势会增强,规模会进一步增大,但流入具体规模很难说,但肯定会高于二季度的流入规模。

考虑到2009年上半年中国人民币信贷新增供应7.37万亿元,一旦更多的短期国际资本流入,则中国资产市场在内外流动性过剩的夹击下,很难避免产生新一轮的资产价格泡沫。对此我们应格外警惕。为遏制新一轮资产价格泡沫的严重程度,我们的政策建议包括:第一,迅速转变当前过分宽松的人民币信贷政策,重启商业银行的信贷额度管理,提高法定存款准备金,以及重启3年期央票发行;第二,严查银行信贷资金违规流入股市与楼市的现象;第三,加强对资本流入的管理。

陈炳才:新一轮资金流动是因全球资金没有去向,新兴市场和发展中国家率先复苏,热钱先把这些国家的资产价格往上抬,然后是通货膨胀,最后经济快速增长,如果这些资金集中大量出逃,会造成比较大动荡。尤其是外部的热钱和自身的信贷扩张叠加在一起,这个问题会比较严重。

往下走,中国很有可能再回到2008年9月份之前的态势,外汇流入大量进

规模大约在300-400亿美元的水平。

黎友焕:根据我们的研究结果,近三个月来的这波热钱主要是来自于港澳台地区的储蓄资金和部分投资资金,从6、7月份的监测情况看,有部分国外华人储蓄资金和少量投资资金开始进入内地,目前还没有发现国际投机资金进来。

当前热钱存量还是在可控范围内,但由于我们对热钱的监控和监管都形同虚设,对未来热钱的影响我们表示巨大的担忧。在当前金融危机的影响下以及我们为了应对金融危机采取的一些失误政策导致的政策失灵效果后置的情况来看,热钱的影响更加令人揪心。

陈炳才:金融危机是否结束还存在很多争议,但影响肯定还没结束。这次应对危机走的是一个定量宽松的政策路子,刺激力度非常大。发达国家去杠杆化和加强监管的真正作用是什么?是要使发达国家避免发生第二次类似的金融危机。他们大量的钱往欧美之外没有搞金融监管的国家走,热钱大量进入那些有发展前途的国家,这是一个很危险的事情。

所以这次全球性的财政和货币宽松政策一定会导致未来5-7年之内还有一次大危机,但是这次危机可能在欧美国家已经不存在,剩下的就是新兴市场和发展中国家。

现在看外汇占款的增加就可以看出这一点。甚至不排除增加的规模会超过当时的可能。

庄健:与以往海外“热钱”以外汇形式曲折进入境内不同,下半年“热钱”有可能通过虚假贸易,以人民币本币的形式流入境内,这将对央行现有的大额可疑支付系统构成挑战。

上海证券报:当前正在开展的人民币跨境贸易结算试点是否会加大热钱流入风险?

张明:我觉得至少今年通过这个渠道进来的热钱规模非常有限,因为今年还是试点,试点企业的数量和交易规模都是可控的。实际上,这个渠道只是增加了境外人民币的数量,但流入还是涉及流入的成本,只是消除了货币兑换的成本而已。

黎友焕:我们课题组的研究结果表明,人民币跨境贸易结算将为热钱的异常流动开辟新的渠道,对热钱的流入可能会有推波助澜的作用。但由于人民币跨境贸易结算刚开始实施,总量还不大,不少地下钱庄也正在研究对策之中,估计人民币跨境贸易结算对热钱跨境流动的影响还有一段时间,这主要决定于未来这种结算总量和具体的约束性政策措施。

庄健:实行跨境贸易人民币结算试点,在促进企业贸易结算便利化的同时,也意味着滞留海外的人民币资产随时都有回流境内的可能性,也给国际游资的流入带来了可乘之机,这就加大了监管部门“严查热钱”的现实难度。这就要求海关、监管部门、银行等多部门要加强信息共享和交叉监管,审核企业贸易的真实性,实行总量控制。

政策制定与实施应未雨绸缪

上海证券报:为防范热钱的大进大出,外管局等相关监管部门这两年在制度建设方面做了很多工作,您如何评价这些监管政策?还有哪些有待完善?

陈炳才:外汇局很难防范热钱,因为大部分热钱都是通过合法渠道进来的,比如预收货款、延期付款。关键在于整个宏观政策,现在我们的信贷应控制了,再不收就晚了。信贷已经这么大,加上外汇占款增加造成的基础货币投放增加,会导致我们的资金膨胀,所以应及时根据变化调整策略,把转变经济增长的方式作为当前调控的重中之重,把调整就业机构和改善民生作为保增长中的重点。再有,我觉得利率应该降一点,汇率升大概5%-6%,这样热钱进来可能出现亏

损,就不敢贸然进来,自己投放的货币不会跟外来的资金配套。如果我们的宏观政策不调整,第三季度问题马上凸显出来。

张明:去年二季度外管局、商务部、海关总署实施了一些限制境外短期流动资本流入的措施,因为去年上半年热钱流入很明显,但在经历了去年下半年及今年一季度的流出之后,不知道现在防流入的措施相比去年是否略为宽松了。我认为,现在应该收紧资本流入的管控措施,更加充分的利用去年二季度推出的防范资本流入的机制。这些机制应该说还是有效的,关键是实施的力度,我们预期在未来外管局应该会继续加强对资本流入的管理,只要政府愿意监管,还是可以在一定程度上控制热钱的流入。

黎友焕:为了防范热钱的大进大出,有

关部门这两年确实在制度建设方面做了很多工作,但很遗憾的是,相关部门的很多措施只是在对原来很多过时的、早就应该修改而一直没有修改的不合理规定的政策的修订,能针对目前热钱跨境流动的有的放矢的政策措施我们还没有看到。因此,我们希望有关部门应该更加创造性的根据目前和未来的热钱流动特点和趋势来未雨绸缪制定相应的措施。当然,由于热钱异常流动是伴随着我们对外开放和全球化不断深化同时进行的,放眼全世界,没有一个国家能完全圆满的解决这个问题。这本身就是国际社会上一个难题。另外,热钱流动涉及面很大,也不仅涉及于某个部门的职能范围内,其他很多部委的职能都涉及其中,相关部门的有效配合监管是主要的问题。

	200810	200811	200812	200901	200902	200903	200904	200905	200906
外汇储备增加额	-259	50	613	-325	-14	417	551	806	421
贸易顺差	352	401	390	391	48	186	131	134	83
FDI	67	53	60	75	58	84	58	64	90
汇率变动造成的估值效应	-612	40	548	-395	-107	195	36	252	50
不能解释的资本流动	-66	-444	-385	-396	-13	-48	325	356	198

资料来源:外汇储备数据来自外管局与央行,贸易顺差与FDI数据来自商务部,汇率变动造成的估值效应由中国银行的外汇牌价基准汇率计算。

尤霏霏制图

中国建筑股份有限公司 首次公开发行A股网上路演公告

保荐人(主承销商):中国国际金融有限公司

中国建筑股份有限公司(以下简称“发行人”)首次公开发行A股股票(以下简称“本次发行”)已获得中国证券监督管理委员会证监许可[2009]627号核准。

本次发行采用网下向询价对象询价配售与网上资金申购发行相结合的方式。本次发行总量为不超过120亿股。其中,网下发行数量不超过48亿股,约占本次发行规模的40%;网上发行数量不超过72亿股,约占本次发行规模的60%。

为便于投资者了解发行人的有关情况和本次发行的相关安排,发行人和保荐人(主承销商)中国国际金融有限公司将就本次发行举行网上路演,敬请广大投资者关注。

一、路演时间:2009年7月21日(星期一)14:00-18:00
二、路演网站:全景网 <http://www.p5w.net>;

中国证券网 <http://www.cnstock.com>;
中证网 <http://www.cs.com.cn>;
人民网 <http://www.people.com.cn>
三、参加人员:发行人董事会及管理层主要成员和保荐人(主承销商)相关人员。

中国建筑股份有限公司首次公开发行A股股票招股意向书摘要已刊登于2009年7月13日的《中国证券报》、《上海证券报》、《证券时报》及《证券日报》,本次发行的招股意向书全文及备查文件可在上海证券交易所网站(www.sse.com.cn)查询。

发行人:中国建筑股份有限公司
保荐人(主承销商):中国国际金融有限公司
2009年7月20日