

# Markets insight

## 天量热钱扎堆香港 追逐中国概念伺机进入内地

中国正因其金融危机中的亮丽表现而受到全球资金越来越多的瞩目。近月来,不断有海外投资机构的掌门人赴中国调研,并在中国香港设立“指挥中心”,部署投资中国事宜。

伴随着投资大佬们的密集调研,流入中国香港的资金也迭创新高。香港金管局近日指出,去年10月1日至今,已有超过5000亿港元资金流入香港。据估算,仅在过去的一个月里,香港金管局就承接了近2500亿港元的美元抛盘。

与此同时,中国内地无法解释的外汇储备近月呈加速增长之势,这与流入中国香港的巨额热钱是否有联系?内地股市、楼市近几周频频异动背后是否隐藏着热钱进出的身影?本期市场纵横特邀4位海内外知名经济学家与您共同探讨。

主持人 时娜 编辑 潘晓娴

### 动机分析 中国经济强劲复苏吸引热钱涌港

主持人:热钱涌入中国香港的主要驱动力是什么?  
浦永灏:背靠中国内地,又是资金自由港,成为热钱青睐中国香港的主要驱动力,而大部分的涌港资金都流向了人民币资产,其原因不外乎中国经济的高速增长。中国内地的资本控制严格,而中国香港则是一个资金自由港,便于资本进出,进可投资股市、楼市,退可撤回西方。因此,背靠内地的中国香港就成为热钱投资的首选。此外,今年8月份以后,由于中国对货币政策进行微调,A股和港股的表现与海外市场相比并无明显突出,这也吸引了部分资金进入。

事实上,从发达国家流向新兴市场国家已成今年资金流向的主要趋势。去年亚太区净流出700多亿美元,今年截至目前,已有约500多亿美元的资金回流。但显然,资金对新兴市场也是有选择的,宏观经济比较稳健的地区,如中国、印度、巴西等更受资金的青睐。

苏国坚:中国香港是一个自由的市场,资金进入中国香港的银行体系后,无论是投资股市还是楼市都很便捷,可以说,这是热钱涌港的一个大前提。然而,吸引热钱流入的最主要动力还是对一年中国内地与中国香港的投资前景的看好。美国、欧洲、日本等发达国家受金融危机影响较大,经济复苏前景不明确且存在货币贬值的风险。相较而言,中国内地则复苏势头强劲,热钱投资中国内地及中国香港,其资产升值的机会会比较大。

黎友焕:欧美发达国家经济存在进一步恶化的可能,但中国香港背靠中国内地,中国内地经济的复苏对中国香港有带动作用,投资前景较好。此外,因为中国内地支持,中国香港的投资环境也相对安全。

麦德光:热钱涌入的目的自然是憧憬获利的机会,包括楼市与股市上涨、人民币升值的机会等都为热钱所期待。另外,中国内地对流入资金虽严加设限,但应有不少难以统计的热钱利用各种渠道流入中国内地,借道中国香港流入无疑是热钱涌港的主要动力之一。

### 动向预测 各路热钱借道香港流向内地

主持人:尽管热钱持续涌入,但中国香港的楼市和股市近月并未出现明显放量。楼市在前期政府干预后已缩量高位盘整近一个月,股市的日均成交量则维持在600亿-700亿港元左右,与以往热钱流入高峰期相比存在较大差距。那么,热钱都流向何处了呢?

浦永灏:许多热钱停留在银行系统里等待投资机会。11月27日港股下跌一千多点,但本周很快出现反弹,这表明有资金择机逢低进场。此外,今年中国香港的经济还处于负增长,就业情况也未出现根本性的改善,抑制了对中低档住宅的需求。因此,楼市是在高溢价楼盘价格的带动下反弹。此后,当地居民买房意愿因房价过高出现减弱,整体楼市并没有进一步向上。

苏国坚:近期由于中国政府出台的一些干预措施,部分较为谨慎的资金退回银行体系,观望等待政策落地后再行入场。楼市交易量虽然比高峰期有所减少,但资金并没有出现大量的流出。同期,中国香港银行同业拆息一直处于低位,表明许多资金仍在银行系统内徘徊。当然,也有一部分资金进入中国内地。此外,许多资金选择流入中国香港的新股市场,预计未来一个月,在港上市的公司集资额将超过100亿美元。

麦德光:过去一年,根据对金管局提供的热钱流入统计与期内新增银行存款的对比发现,热钱流入不一定在短时期内完全在股市与楼市中反映。由于目前的利率处于极低水平,热钱的成本相对较低,使其具备更大的耐心等候出击机会。

主持人:从来源上看,本轮涌港热钱主要由哪几部分组成?比较偏好哪些领域?

浦永灏:本轮入港热钱有的来自中国内地,有的则来自欧美等海外市场。与以往不同,本轮涌港热钱中出现许多中国内地资金的身影。内地热钱主要投资香港的房地产,并且很大一部分并非短线投资。另有一部分来自国际的资金看好未来的中国市场,但又不能直接进入中国内地投资,因此流入背靠内地的香港,通过买卖具备中国背景资产,间接投资中国。

由于直接投资A股涉及QFII配额限制,但投资H股、红筹股等则不会受限,资金撤离也较为方便,因此,大部分海外资金选择投资H股。H股虽然在中国香港上市交易,但上市公司的主要业务均在内地,资产也以人民币计价,具备多种优势。

苏国坚:今年3月份以来,多路热钱涌入中国香港,来源既有欧美等海外国家也有中国内地,主要投资与中国有关的资产。在人民币升值与通胀预期下,热钱的海外部分比较偏好投资H股,如中资银行股、与内需有关的汽车家电股以及有国家政策支持的个股等都是该类热钱追逐的对象,而中国内地资金则大多投向了中国的房地产市场。

黎友焕:涌港热钱主要来自发达国家,包括投资基金、投机资金以及华人的储蓄资金。但从去年底至今,来自中国内地入港热钱数量也很可观。



浦永灏



苏国坚



黎友焕



麦德光



嘉宾

瑞士银行财富管理研究部亚太区主管、首席投资策略师 浦永灏  
建银国际证券研究部董事总经理及主管 苏国坚  
广东社科院产业经济研究所所长 黎友焕  
香港大福证券资料研究部董事总经理 麦德光

### 风险考量 整个新兴市场均面临热钱涌入

主持人:根据学者们以外汇储备减去外贸、外商投资差额来测算,当前至少有千亿美元无贸易背景的热钱涌入中国内地,这与囤积在中国香港的巨额热钱是否有必然联系?

黎友焕:两者之间肯定有必然联系。9、10月份,进入中国内地的热钱呈加速增长态势,且与其余月份相比,这两个月热钱流入的增长速度最快。但是,这些加剧流入的热钱与流入中国香港的5000亿港元是否有必然的联系呢?根据我们的监测,涌港的这部分热钱主要是以华人储蓄资金及投资资金的名义先转到中国香港,再进入中国内地,但其中的比例分配尚不明确。

苏国坚:尽管投资H股和红筹股是热钱间接投资中国的主要选择之一,但仍有部分资金以其他方式进入中国内地,直接分享中国经济复苏的成果。尽管中国内地有比较严厉的监管措施,但在高回报的诱惑下,资金还是会通过各种地下渠道进入中国内地。

浦永灏:两者之间存在一定联系。中国经济增长态势乐观、人民币具备升值空间,因此,涌港热钱除了投资中国香港股市之外,也想想方设法通过其他渠道进入中国内地的股市和楼市。

但是,流入中国内地的资金不一定仅借道中国香港,且资金的目的地并非仅中国内地,整个新兴市场都面临着热钱的涌入。由于美国目前的利率偏低,原本投放在美国国

债等安全资产上的资金出于对通货膨胀的担忧,开始寻找有增长潜力、贬值可能性较小且能带来高回报的去处,中国只是其中之一。所以,不必担心中国将会成为热钱攻击的目标,应该说,热钱大规模涌入的情况普遍存在于新兴市场国家。

主持人:A、B股市场近期的异动是否与热钱有关?一直沉闷的B股,近周出现放量暴涨暴跌的现象,这背后是否隐藏着热钱进出的身影?

苏国坚:A、B股近期的异动主要是内地的信贷资金进出所致,热钱只是起到推波助澜的作用。在通胀预期下,部分内地银行存款为了保值,将资金转移出来进行投资,楼市、股市均是其主要方向。明年上半年,内地将出现负实际利率,未来会有更多资金进入股市、楼市,热钱仅是其中一部分,内地自身的存款转移及贷款进场才是主要力量。

黎友焕:B股的异动跟热钱流入有直接联系。B股作为热钱直接投资中国的一个工具,在人民币升值预期推动下近日出现暴涨。但A、B股市场的波动涉及两个市场平衡关系及投资偏好问题,放量暴跌也未必意味着热钱出逃。

麦德光:热钱属于外资或内资难分辨,但内地资金规模不小,A股与B股市场的波动与本地资金也有一定关系。B股的定位含糊,规模不大,骤升骤跌并不难理解。此外,各国政府未敢在短期内退市,使得从现

在到明年首季的股市仍可保持阳春,中国仍是投资热点,最近的迪拜债务危机则将令资金更集中在中国内地及中国香港的股市。

主持人:热钱的加速进入会给中国内地及中国香港的资产价格带来什么风险?市场和监管部门该如何防范这些潜在的风险?

浦永灏:热钱进入会带来通货膨胀及资产价格上涨的隐患,但只要银行不对其进行助长,仅凭热钱的力量无法掀起大的风浪。

但必须引起重视的是,如果银行出现过度信贷,杠杆放大的倍数再增大,那么当资产价格泡沫破灭后,对经济及资本市场的负面打击将非常巨大。因此,当前监管部门不仅要关注银行的营业情况,还需关注其信贷情况。无论是通过直接还是间接的方式,都应避免银行卷入资产价格泡沫中。只要银行系统保持稳健的操作,不过度放贷助长资产价格泡沫,始终保持审慎的信贷原则,那么,即便资产价格出现调整,对银行系统的冲击也有限。

苏国坚:如果资产价格持续上升,会吸引更多的投机资金进场,促使泡沫的产生。一旦泡沫破灭,会对整个经济造成危害。

因此,监管部门要加强对银行放贷的监督和引导,通过提高银行资本充足比率、发布放贷调控指示等方式,避免银行过度放贷。此外,在房贷按揭方面,银行在房地产价格评估上也应当从紧。

### 前景展望 热钱追逐中国概念至少持续到明年下半年

主持人:2010年即将到来,您如何看待今年最后一个及明年全球的流动性趋势,大量热钱追逐中国概念资产的情况还会持续多久?迪拜债务危机机会改变全球资金流向吗?

浦永灏:预计美国将从明年下半年开始逐步收紧信贷,这就给全球奠定了一个比较宽松的环境,也意味着在明年下半年以前,全球资金流仍会比较充裕,防御性资产在未来仍会向风险性资产转移。

但是,大规模的游资额如何配置?究竟是流向资产价格已相对便宜的欧美,还是选择新兴市场呢?在新兴市场中又选择哪些市场?这就与个体市场的发展前景有密切的关系了。中国是一个很有吸引力的市场,巴西、印度、土耳其等也都有各自的空间会特别大。

但是进入明年下半年后,发达国家开始退市,总体资金量将减少。如果新兴市场能够找到自己的增长亮点,而非依赖欧美等国的增长,不依靠出口,寻找自身增长动力,那么游资还是会继续在新兴市场停留。但倘若随着欧美退市,需求收缩,新兴市场经济无法持续增长,游资就将撤离,毕竟投

资新兴市场具有相当高的风险。迪拜事件不会引发全球的二次金融危机。经过此轮调整,比较稳健的国家未来可能会吸引更多的游资。包括中国在内的一些新兴市场国家,未来吸引游资的机会比较大,因为这些国家的经济尚未出现过热的情况,无论是企业还是居民房产投资都是如此。

明年来看,只要中国的基本面保持不错的态势,国家的宏观调控政策避免资产泡沫过大,银行不要过度放贷,经济环境保持稳健,在实体经济盈利的支撑下,中国市场对游资的吸引力将会是持久的。

苏国坚:明年流入中国的资金会更多,因为企业盈利会继续增长,而通货膨胀的来临将促使内地资金流入股市及楼市,推高资产价格,吸引海外热钱的进一步流入。

如果发达国家退市,则会有更多资金流向基本面对较好、回报相对高的新兴市场。尽管到时候银行信贷将收紧,但已经贷出来的资金以及一些机构的自有资金不会受到收紧政策的影响,仍会选择投资回报率比较高的市场,亚洲将是首选地之一。

预计中国明年的企业平均盈利增长

会达10%-20%,这将支撑内地股市及H股进一步走高,海外资金既是寻找高回报的市场,就将选择继续源源不断地流入中国概念资产。

迪拜债务危机使得之前徘徊在中东的资金部分分流到亚洲来。中国作为复苏势头强劲的国家,有望成为最具吸引力的地区之一。未来一年,尤其是明年上半年,预计A股和港股会有较为理想的表现。

主持人:近日外管局公布了六大禁令阻止热钱流入,同时也批准了第二批QDII的配额,这是一个怎样的信号?请您预测一下这两项措施可能产生的效果及对A股和港股市场的影响。

浦永灏:该政策的信号很明显,外管局的举措一方面是要防止热钱过度炒作人民币升值等概念,另一方面也在为内地过多的流动性“泄洪”。

一般来说,资产价格的波动是正常的。增加QDII的配额、增加资金流出、减弱资金净流入的流量对A股短期可能不利,但对其长期稳健发展非常有利。对新兴市场来说,采取一些审慎的措施,防止热钱过度频繁地进出,对经济运行的稳健也将有利。

此外,增加内地资金的流出对港股有正面影响。但第二批QDII的审批会比较审慎。国内的投资,对投资港股、亚太地区的股市以及海外股市,仍存在一个漫长的学习过程。毕竟国际资本市场有其深度、广度和复杂性。对上市公司和别国宏观经济了解都需要时间。QDII再次出海堪称伟大的一步,但想要成功也并不容易,或需要付出一定的学费,才能把握国际资本市场的规律。这是一个过程,相信QDII会做好准备,不断积累经验取得成功。

苏国坚:在全球低息环境下,资金流入高速增长、高回报市场是大势所趋。外管局的这些举措是为了控制热钱流入中国内地的速度和数量,把一些过剩的流动性投放出去,整体上减少资金的净流入量,防止投机性资金的过度流入。通过调控,控制热钱的流入节奏,避免内地楼市和股市价格增长过快。

这些举措可能会导致更多投资中国内地无门的资金转投中国香港,导致其资产价格进一步上升。因此,有必要通过在中国香港多发一些新股把这部分资金留下来,否则热钱一旦流走,将引发中国香港资产价格的急剧下跌。