

外储增量连续四个月低于贸易顺差与 FDI 增量之和 热钱开始流出中国?

□本报记者 秦媛娜 柴元君

—38 亿、—55 亿、—58 亿、—48 亿美元,自今年 6 月起,中国外汇储备月度增量与当月外贸顺差及 FDI 增量之差已经连续四个月负增长。

央行及商务部统计数据 displays, 今年 6—9 月,中国外汇储备累计增加 629 亿美元,而贸易顺差和 FDI 累计增加仅为 828 亿美元,两者之差的规模累计达到—199 亿美元。外汇储备增量与贸易顺差和 FDI 增量之差持续负增长是否说明热钱正退出中国市场?

与此相对应,人民币昨日又创新高,美元兑人民币中间价达到 7.8720,汇改以来升值突破 3%;房地产市场逐渐降温。这些热钱所关注领域的变化,是否正减弱着热钱涌入的动力?

而上述简单比较的结果,正在学界引发热钱流向之争。为此本报特别邀请了学界专家对此进行分析解读。

樊纲:鼓励资本流出是解决外储过高根本方法

□本报记者 但有为



樊纲 中国人民银行货币政策委员会委员、国民经济研究所所长樊纲昨日表示,中国目前的外汇储备余额过高,最根本的解决办法是鼓励资本流出,而据业内人士猜测,外汇储备余额在 10 月底已经突破万亿美元大关。

樊纲是在出席《商业周刊》举办的第十届 CEO 年会间隙作上述表示的。而在上周日,他曾表示,“在一个各项制度不完善国家,让资本流出的最好方式就是让外国人进来发债,中国也可采用此招。”

早在去年 2 月,中国人民银行、财政部、发改委和证监会联合发布了《国际开发机构人民币债券发行管理暂行办法》。经过审批,国际金融公司(IFC)和亚洲开发银行(ADB)分别获准在我国银行间债券市场发行 11.3 亿和 10 亿人民币债券(也称“熊猫债券”),这是中国债券市场首次引入外资机构发行主体。虽然时任央行行长助理的马德伦表示,熊猫债券的发行没有总额限制,但是此后一直未有额度批出。

在资本流出方面,今年 4 月 18 日,中国人民银行、银监会和外汇局共同发布《商业银行开办代客境外理财业务管理暂行办法》,允许境内机构和居民个人委托境内商业银行在境外进行金融产品投资。截至目前为止,QDII 批出的总额度已达到 126 亿美元。

而在上周末,樊纲也曾表示,企业巨大的海外融资格加强了我国经济面临的外部不平衡和外债的快速增加,适当降低境外融资比例,降低外债增速。

此外,樊纲还表示,中国政府仍将对经济可能出现的过热现象保持警惕,不过到 2007 年,产能过剩问题将会得到缓和,外贸顺差可能会在 2007 年出现回落。

海关总署数据显示,今年前九个月,顺差已累计达到 1098.51 亿美元,超过去年 1018.8 亿美元的水平。

外汇短贷急速减少 热钱正在撤离

□本报记者 邹靛 秦媛娜



孙立坚 复旦大学经济学院副院长

调查中,有一组数据耐人寻味。来自央行上海总部的数据显示,今年 8 月和 9 月,上海市中外资金融机构外贷贷款连续回落,总计减少 6.4 亿美元。从 8 月份外贷贷款主体及贷款投向看,除中资金融机构进出口贸易融资增加 0.7 亿美元外,其余各项外贷贷款均有不同程度的下跌。而从贷款结构上看,在 9 月份减少的外贷贷款中,有 95%是境内短期贷款。

同时,2005 年度国际收支数据也显示,国际收支平衡表中净误差与遗漏项目自 2005 年开始由贷方转入借方。2006 年上半年,此项目逆差达到 84.06 亿美元。对此,上海财经大学现代金融研究中心副教授谈儒勇表示,2005 年开始连续出现的借方余额,意味着资金有流出的趋向。

不过,有学者指出,如果热钱撤离,首先应该在外汇市场引起波动。对此,上海财经大学现代金融研究中心主任丁剑平表示,热钱流出通常有两种渠道,一是变相合法化的渠道,另一个则是地下渠道(国际收支上看不出来)。“从银行账户

统计来看,比较隐蔽的手段是通过所有权变化,而非账户变动,这在外汇市场上不一定看的出来。这种热钱的变化可能性又比较大。”

孙立坚则表示,去年以来,政府连续出台对房地产市场的宏观调控政策,今年 9 月 1 日发布的《国家外汇管理局建设部关于规范房地产市场外汇管理有关问题的通知》更是直指外资炒楼而来。“我们研究发现,在中国对外投资进入房地产行业加强监管之后,国内房地产价格出现回落,而价格回落的趋势正好与游资(即热钱)撤离的规模同步。反映出房地产监管确实导致了游资撤离。”

瑞士信贷董事总经理、亚洲区首席经济分析师陶冬表示,国际收支平衡表每年只更新两次,相对滞后,而“用外汇储备增量减去外贸顺差和 FDI 的方法虽然不是最准确,但得到的数据却比较新”。

但孙立坚同时指出,人民币累计升值与海外投资者认为人民币被低估 15%—20%,应该迅速升值到位的预期仍相去甚远。“人民币升值不到位,升值预期并没有消除,那么资金撤离只能是暂时的。”他表示,目前中国股市、QFII 等仍实施规模控制,一旦放开或是人民币升值压力增强,游资又会重新回来。

不过可以肯定的是,在投机成本增大的情况下,游资的逐利是需要权衡利弊的。市场人士指出,“今年 9 月,人民币出现大起大落的双边震荡,日波幅最高超过 200 个基点,这加大了热钱投机的难度和本”。

简单加减不能说明问题 热钱并未流出

□本报记者 秦媛娜 邹靛



王志浩 渣打银行经济学家

自今年 6 月以来,中国外汇储备月度增量与当月外贸顺差及 FDI 增量之差持续负增长。有经济学家指出,热钱已经开始逃离中国市场。然而,也有经济学家指出,目前中国在外汇管制上的政策环境与国内市场环境已经与 2003 年有很大差异,上述算法的简单加减并不能说明问题。

对此,渣打银行经济学家王志浩指出,用外汇储备增量减去贸易顺差及 FDI 增量来计算热钱规模的方法,存在一个重大缺陷,即对“证券投资”项目的忽略。“正确估算热钱规模的方法应该看国际收支平衡表”。

国家外管局公布的 2006 年 1—6 月份国际收支平衡表数据也显示,“资本和金融项目”下的“证券投资”一项的借方达到 453.74 亿美元。王志浩认为,如果将进行海外证券投资的资金计算在内,那么确实有部分外汇资金外流,“但是修正之后,最近几个月热钱流出的规模几乎为零,实际上并没有走出去的迹象”。

王志浩预测,热钱整体在短期内不会迅速流出中国,“但到 2007、2008 年中国外汇‘宽进宽出’的时候,将有可能改变两年内迅速流入的形势,出现相反方向的走向”。

对此,复旦大学经济学院副

院长孙立坚则认为,即使是国际收支平衡表也不能完全反映热钱流向。“因为热钱有个特性,在于短钱逐利。如果是机构运作,往往是通过低成本借贷进行短线操作,赚取与高利润之间的差价。而短线操作就意味着有可能在(国际收支平衡表)季度统计前就已经完成流入流出的操作。但是,如果热钱是结构性的,那么通过国际收支平衡表中‘净误差与遗漏’项来推算热钱依然有很大的参考价值。”

建设银行研究部赵庆明则支持热钱并未真正流出中国的观点。“预期收益在很大程度上决定了热钱的流向。一方面是人民币升值预期,一方面是国内房地产业投资领域的可观收益。中国主要资产价格还处于上升通道,热钱对于收益的预期并没有改变,又怎么会外流呢?”他表示。

同样是复旦大学金融研究院副院长的陈学彬指出,有一点需要特别注意,即今年 4 月 13 日,中国人们银行对经常项目外汇账户,服务贸易售付汇及境内居民个人购汇等三项管理政策进行调整,实际上并没有走出去的迹象。“国际收支表中反映出的外汇负债增长的一个主要原因,在于个人购汇和企业购汇的增加,算上这部分留存国内的外汇资金,(外汇储备增量与贸易顺差及 FDI 增量)的差额不一定是负的。从银行的角度可以看出端倪。”

新闻分析

政府面临控制热钱大规模进出新挑战

□本报记者 邹靛 秦媛娜

如果就目前热钱处于一个短期调整或是暂时撤离的时期,那么必然需要选择另一个足以支持其短期获利的市场,并伺机出动。

孙立坚指出,现在个人外汇较 2003 年更为便捷,华侨资本也能够享受双重国民待遇,个人渠道是其一。“其次,外资企业通过并购中资企业,借壳进行资金内部拆借。同时配以虚增贸易量,进出口预付款等方式进行资金进出,也不在少数。”

曾在中国人民银行和国家外汇管理局从事过银行工作的建设银行研究部赵庆明表示,国家在外汇管制上的“宽进严出”政策事实上已经向“严进宽出”的方向转变。

不是会选择什么样的路径?对此,专家表示,曾经的变合法通道和黑色地下通道依然适用于游资撤离,但是只能说有相似之处。

孙立坚指出,现在个人外汇较 2003 年更为便捷,华侨资本也能够享受双重国民待遇,个人渠道是其一。“其次,外资企业通过并购中资企业,借壳进行资金内部拆借。同时配以虚增贸易量,进出口预付款等方式进行资金进出,也不在少数。”

曾在中国人民银行和国家外汇管理局从事过银行工作的建设银行研究部赵庆明表示,国家在外汇管制上的“宽进严出”政策事实上已经向“严进宽出”的方向转变。

“无论对于个人还是机构,国家对于外汇流入的限制比以前更加严格,对于购汇出海反而会更加鼓励。”

“热钱有办法进来,就一定有办法出去。”上海财经大学现代金融研究中心副教授谈儒勇笑言。

虽然控制热钱进出一一直是国家外汇政策的主攻方向,但频繁进出的热钱将给中国经济带来巨大的不稳定因素。

谈儒勇解释说,对热钱流入和流出的监控都是政府应当研究的课题。因为热钱一旦流出,往往伴随着恐慌心理,出现大规模的资金外逃,很可能造成市场波动。“现在如果出现资本外逃,与亚洲金融危机时的背景已经不同。中国目

前的资本和金融账户已经有更多项目放开,这就意味着资金流动的障碍更少,那么控制热钱的大规模流出将成为一个新的课题。”

孙立坚则认为,为避免在我国金融业全面开放后热钱再次冲击国内市场,现在首先要做的,就是尽快完成国内银行业的市场化改革。“通过改善股权结构,改善公司治理,提升金融业整体的经营能力和抵抗风险的能力,为人民币汇率改革做好准备。”

热钱虽然不可控,但是可以通过风险市场化来抵御。孙立坚指出,“因为游资同样需要计算投机风险,开放市场中风险不可预测的特性,是对抗热钱最好的途径。”

何谓热钱?

□本报记者 秦媛娜 邹靛

虽然热钱被屡屡提及,但至今没有一个被广泛认可的定义。通常人们会将其与短期、套利和投机等特征联系在一起。

而一般来说,由于一段时期的外汇储备增量被粗略地认为是外贸顺差、FDI 增量及其他增量(一般被当作热钱)之和,因此,粗略地看,热钱即为外汇储备增量减去外贸顺差及 FDI 增量所得差额。

上海财经大学现代金融研究中心副教授谈儒勇表示,简单来说,热钱是指比较隐蔽、故意逃避监管,没有被官方统计到的跨境流动资金。

建设银行研究部赵庆明博士则认为,“用‘国际间流动的短期资本’来定义热钱并不非常确切。热钱往往和投机相关。需要指出的是,投资资本和投机资本的根本区别在于投资和获利方式的不同。投资资本通过投资于实体、商业而获得经营收益,投机资本则是以获取资产价格变动(带来的收益)为主。”

2003 年,在人民币升值预期不断增强的背景下,热钱开始大规模流入中国。根据外汇储备增量减去外贸顺差及 FDI 增量所得差额简单计算,2003 年的热钱流入规模高达 300 亿—400 亿美元。

去年 7 月,人民币开始实行“汇改”,人民币自此步入渐进升值通道。在人民币长期升值预期下,临近金融业全面开放的,中国市场再一次面临“热钱”压力。对此,谈儒勇指出,热钱存在并不一定就是坏事。“热钱是通过隐性方式流动的,事实上它所代表的是在资本流动受到管制、资产价格扭曲情况下的市场力量。如果有大规模的热钱存在,反而可以弥补政策管制给资源配置带来的缺陷。”

瑞士信贷董事总经理、亚洲区首席经济分析师陶冬则表示,“热钱”只是投资的一种形式,“只要市场中有潜在的投资机会,热钱就会存在”。

孚日集团股份有限公司首次公开发行股票招股意向书摘要

Table with financial data for various subsidiaries and parent company, including assets, liabilities, and equity.

Table showing 2006年 1-6月主要财务数据如下 (Main financial data for 2006 Q1-2) including items like total assets, liabilities, and equity.

将存有一定的管理及经营风险。
4. 股权投资的管理风险和控股风险
目前,本公司第一大股东孚日控股集团有限公司持有本公司 81.3375% 的股份,孙日贵先生持有孚日控股 27.79% 的股份,是孚日控股的实际控制人。孙日贵先生同时持有本公司 67.811126 股,占本公司总股本的 20.84%。因此,孙日贵先生直接和间接控制公司 48.04% 的股份,是公司的实际控制人,但尚未达到绝对控股。本次公开发行后公司第一大股东持股比例将有一定程度的下降,公司存在股权分散造成管理、经营、管理政策不稳定的风险。

二、其他重要事项
报告期内公司重大合同主要为互保合同,根据本公司与山东海林集团有限公司签订的《互保协议》,双方约定互相提供银行借款担保,担保最高为人民币 8 亿元。截至 2006 年 6 月 30 日,本公司为山东海林集团有限公司担保的银行借款合计为人民币 6,005 万元。

Table with financial data for subsidiaries, including total assets, liabilities, and equity.

一、风险提示
除上文“重大风险提示”中提示的公司潜在风险外,本公司可能存在的各类风险因素还包括:
1. 固定资产减值风险
截至 2006 年 6 月 30 日,本公司长期股权投资总额为 145,633.12 万元,作为上述长期股权投资高附加值项目下附带的房屋及建筑物和机器设备的账面净值为 159,622.46 万元,占公司固定资产账面净值的 61.44%。如果本公司不能偿还到期债务,将会对公生产经营造成不利影响。

三、重大诉讼或仲裁事项
截至本报告书签署之日,本公司、持有本公司 5% 以上股份的主要股东和本公司的控股子公司不存在有尚未了结或可以预见的重大诉讼、仲裁及行政处罚案件。本公司董事、监事、高级管理人员不存在任何与诉讼纠纷。