

我国热钱规模测算和影响分析

●按照总规模和分渠道规模估算的现有热钱规模，考虑到总规模估算的低估以及分渠道估算的高估影响，我们认为，我国现有热钱在5000亿美元左右。从流入渠道考虑，我们认为贸易渠道是目前国外热钱的主要流入通道，其次为直接投资，其它如外商投资企业的外债、职工报酬及个人汇兑等渠道也发挥了重要作用。

●2008年后，我国资本市场和房地产市场都开始进入一个下降通道，资本市场和房地产市场显然不再成为吸引国际热钱的目标市场。在美联储连续降息中美利差扩大后，国内银行系统也不太可能成为吸纳热钱的主要场所。从热钱持续流入情况判断，国际资本应该继续看好中国的经济发展，当前热钱很可能在很大程度上流向了PE市场。

●热钱直接冲击了我国货币体系的流动性管理，限制了我国货币政策工具的使用，加剧了国内资产价格波动，并助推通货膨胀，增加了我国宏观调控的难度。但从当前国际资本主要流向PE市场看，国际热钱也推动了中国经济结构的调整，具有一定的正向作用。对热钱，我们对产业控制的担忧应甚于对快钱的担忧。

上海证券研发中心

热钱，又称国际游资，是以追逐短期高额利润为目的的投机性资本。传统意义上的热钱主要指国际短期资本，但是在讨论我国热钱问题时应该将热钱的界定结合我国国情做某些调整。依据国际资本对我国经济发展的作用和影响，可以把所有制度外流入的、以追求价差收益为目的国际资本都看作热钱，其中包括国际短期资本，也包括中长期资本。

一、热钱流入渠道分析

1. 贸易渠道

通过货物及服务贸易渠道，热钱可以通过多种方式流入国内。

1) 虚假贸易流入：通过编造虚假合同来虚报出口贸易；通过低报进口、高报出口方式引入热钱。

2) 早流入、晚流出：通过延迟付款及预收货款方式截留资金，打时间差。

3) 虚增利润：指有海外业务的企业将虚增的海外利润汇入国内。

4) 假出口：国内还出现了规模较大的出口买单市场，即通过注册虚假外贸企业，以获得出口收汇和进口付汇核销单，并将其出售给没有进出口权的企业和个人。这种外汇核销单的申领失控与倒卖造成了大量的热钱流入。

2. 职工报酬与经常转移渠道

职工报酬是指我国个人在国外工作（一年以下）获得并汇回的收入，以及支付给在华外籍员工（一年以下）的工资福利。职工报酬与包括侨汇、无偿捐赠和赔偿等项目在内的经常转移也成为热钱进入国内的重要渠道。近期以来，附带条件的捐赠也成为热钱流入的渠道，如海外机构和个人在进行捐助的同时，要求当地政府帮助其进行汇兑。

3. 直接投资渠道

我国一直以来对FDI采取吸引与鼓励政策，FDI既可以以现汇形式存放于银行，也可以通过银行兑换成人民币。国外热钱可以假借FDI之名流入国内，如国外集团公司可以通过投资国内子公司的形式引入热钱，兑换为人民币之后再投资于国内市场。

4. 间接投资渠道

1) QFII：虽然QFII是外资进入中国A股市场的合法渠道，但是热钱也可以通过该渠道流入国内。

2) 投注差：现行制度下，我国并不要求外商投资企业的注册资本等于投资总额，规定不足部分可以用外债补足。这种“投注差”形成的外债逐渐成为热钱流入的通道。

3) 外商投资企业的外债：目前外商投资企业的外债主要有三个来源：一是国外银行贷款，二是在华外资银行贷款，三是国外出口商、国外企业和私人贷款。第三种是其最主要的外债来源，而且对外商投资企

业的外债没有担保限制，加上对国际商业贷款的指标控制不严，热钱可以通过外债形式流入国内。

5. 各种非法渠道

1) 个人超额携带人民币入境：我国规定，出境携带人民币不得超过2万元，超出限额者将被禁止出入境。但是只有携带10万元以上者才会被罚款，因此，如果携带2-10万元人民币出入境，其被查到的风险只是限制该次出入境而已。

2) 地下钱庄：港澳地区的财务金融公司是具有代表性的地下钱庄，他们非常熟悉国际贸易管理的法律法规，通过各种运作将境外热钱转化为表面合法的投资资金，实现热钱的流入。

6. 法律漏洞

1) 外汇抵押贷款：国外热钱先将资金存放在中资银行的海外分行或在华外资银行的离岸账户，再以外币存款作抵押在国内进行人民币贷款，从而实现热钱流入。

2) 个人换汇额度：内地银行每人每年5万美元的换汇额度以及香港银行允许每天兑换2万港元为人民币和每天向内地银行汇款8万元人民币的制度安排，是热钱流入的最主要的两个合法漏洞。

二、热钱流入规模估算

1. 总量估算

1) “错误与遗漏项”估算法：国际收支平衡表中的错误与遗漏项表示外汇储备变动额与经常账户和资本账户之和的差值。该项为正说明存在热钱流入，该项为负说明存在热钱流出，这是用来估算热钱规模的最简单的方法。用该法进行估算可知，虽然2005年和2006年的热钱流入有所减缓，但是总体来讲，我国的热钱流入规模保持上升态势。值得注意的是，2008年一季度热钱流入竟达到852亿美元。

按照这种方法估算我国现有的热钱规模大约在4200亿美元左右，但是这种方法的缺陷在于不能准确估算通过贸易渠道和直接投资渠道流入的热钱，因此，实际热钱规模要大于4200亿美元。

2. 分渠道估算规模

1) 贸易渠道流入规模估算：与2001年至2004年的平稳增长态势相比，自2005年开始我国贸易顺差出现大幅上涨。而在此期间，我国贸易结构并没有发生明显变化，还

是以低附加值和劳动密集型产业为特征的出口加工贸易为主，因此在一定程度上可以将此期间贸易顺差的异常变化理解为与贸易渠道的热钱流入有关。2001年至2004年我国贸易顺差年均增长率为22%，据此推算2005年至2007年的实际贸易顺差，然后根据账面贸易顺差与实际贸易顺差的差额估算热钱流入规模。以此估算2005年至2007年我国由贸易渠道流入的热钱规模分别为647亿美元、1356亿美元和2181亿美元。

2) 直接投资渠道流入规模估算：国际收支平衡表的FDI数据与商务部公布的实际利用外资数据存在差异，这种差异表明FDI中有部分资金没有用于实体经济部门，可以简单地看作是通过FDI渠道流入的热钱。从2005年开始热钱开始通过FDI渠道流入，2007年通过该渠道流入国内的热钱规模达557亿美元。

3) 外商投资企业的外债渠道流入规模估算：如前所述，部分热钱混入外商投资企业从国外出口商、国外企业和私人的借款中流入国内。从数据中可知，2003年至2005年的三年间，外商投资企业的该类借款并没有明显增加，但是2006年和2007年该类借款增加明显。另一方面，这期间我国实际利用外资数量增长幅度也不大。因此，可以将此类外债在2006年和2007年的增量与此前三年的增量平均数大致看作是热钱通过该渠道的流入规模。据此，2006年和2007年通过该渠道实现热钱流入36亿美元和42亿美元。

通过对分渠道热钱流入规模的估算，可以看出，我国热钱大多形成于2005年之后，截至2007年末总的热钱规模在5200亿美元左右。考虑到2008年第一季度的情况，估算的热钱总规模在6000亿美元左右。但是对热钱的分渠道估算会把正常的资金流入也计算在内，因此，实际热钱规模应该不会有这么大。

按照总规模和分渠道规模估算的现有热钱规模，考虑到总规模估算的低估以及分渠道估算的高估影响，我们认为，我国现有热钱在5000亿美元左右（见上表）。

进一步地，我们认为自2005年汇改之后，人民币存在升值预期，加上国内A股市场出现牛市行情，热钱流入规模逐渐扩大。而2008年由于国内出现比较严重的通货膨胀，通过人民币升值来减缓通胀压力的

预期愈发强烈，更加刺激了热钱的流入。从流入渠道考虑，我们认为贸易渠道是目前国外热钱的主要流入通道，其次为直接投资，其它如外商投资企业的外债、职工报酬及个人汇兑等渠道也发挥了重要作用。究其原因，是因为我国已经实现经常账户的完全开放，资本可以在经常项目下自由流动。相比受到管制的资本账户下的资本流动而言，热钱通过贸易渠道流入更加便利。

三、热钱流入的市场分布

由于热钱固有的短期逐利特点，结合我国的实际情況，我们认为热钱在国内市场的分布主要有：

1. 资本市场

2005年至2007年间，国内资本市场的高度繁荣和泡沫化，以及进入2008年以来国内资本市场的持续低迷状态，少不了资金大进大出的推动作用。

2. 房地产市场

我国对外资购房政策限制的宽松程度在国际上处于领先地位。近几年我国房地产市场出现大幅上涨，其中不乏热钱炒作所致，因此，要提防国际热钱波动对我国房地产市场稳定发展造成的影响。

3. 商品期货市场

我国的商品期货市场尚不完善，凭借雄厚的金融操作技巧、市场运作能力及资金实力，热钱完全有可能通过操纵获利。

4. 黄金市场

在国际金价出现上涨时，投向该市场的热钱既可以获得超额利润，又可以享受人民币升值带来的收益。

5. 民间金融市场

在股市走弱和房产受到严格调控的今天，平均借贷利率高达20%的民间金融市场对热钱有足够诱惑力。

6. PE市场

从流入我国热钱的时间分布看，2008年后流入我国的热钱速度明显加快。但在经历了三年的持续

国际资本应该继续看好中国的经济发展。而从国际资本擅长投资于价值分配领域，以及我国和发达国家竞争主要集中在价值分配环节的发展趋势看，当前热钱很可能在很大程度上流向了PE市场。PE市场的运作特性也恰好具有体制外特征：改革开放以来，中国经济经历了连续30余年的快速增长。按其主张方式不同，中国经济增长方式依次经历了制度增长和要素增长两个阶段，目前正在面临着以结构调整为主要经济增长源泉的结构增长阶段，PE市场有很大发展空间。正是看好中国的PE市场，各种国际投机资本纷纷以各种形式进入中国PE市场。

四、热钱对我国经济的影响

热钱短期内在一国市场中的流入和流出，会增加该市场的波动性，对一国的宏观经济和金融市场造成损害。具体到我国来讲，热钱的主要影响有：

1. 冲击货币体系

热钱直接冲击了我国货币体系的流动性管理。

2. 增加了我国宏观调控难度

为了宏观经济的稳定运行，内外均衡非常重要，稳定汇率显然有助于这一目标的实现。但热钱流入加快了人民币升值预期和升值步伐，央行冲销难度加大，央行只能通过不断提高准备金率来回收过多的流动性。

3. 助推通货膨胀

热钱流入使我国被动增发货币，造成流动性过剩，加剧了通货膨胀。

4. 限制了我国货币政策工具的使用

利率、汇率等价格型工具的使用必须考虑热钱流动。在目前高通胀情况下，紧缩的加息政策虽可以抑制通胀，但是会加速吸引热钱流入。

5. 加剧国内资产价格的波动

利益驱动使流入的热钱不断涌入资本市场和房地产市场，造成了这些市场的价格虚高。在获利了解之后，热钱流出又会使市场价格下跌，由此短时间内价格暴涨暴跌加剧了市场波动。

从当前国际资本主要流向PE市场看，国际热钱也推动了中国经济结构的调整，具有一定的正向作用。PE运作通常需要较长时间（3-7年），因此流向PE市场的国际热钱逆转的可能性相对较低。但是要注意国际资本通过资本运作控制我

| 我国现有热钱规模估算 | | | | | | | (单位：亿美元) |
|------------|------|------|------|------|------|--------|----------|
| 年份及构成 | 2003 | 2004 | 2005 | 2006 | 2007 | 2008Q1 | 合计 |
| 总规模 | 443 | 1190 | 537 | 5 | 1173 | 852 | 4200 |
| 贸易渠道 | | 647 | 1356 | 2181 | | | 4184 |
| 直接投资渠道 | | 297 | 86 | 557 | | | 940 |
| 外债渠道 | | | 36 | 42 | | | 78 |
| 合计 | 944 | 1478 | 2780 | | | | 5202 |

繁荣后，累积了不少泡沫：2008年后，我国资本市场和房地产市场都开始进入一个下降通道。从国外看，治理次贷危机带来的全球通胀影响使流动性持续扩张难以维继。因此，资本市场和房地产市场显然不再成为吸引国际热钱的目标市场。在美联储连续降息中美利差扩大后，国内银行系统也不太可能成为吸纳热钱的国际市场。

从热钱持续流入情况判断，国

的产业资本，控制中国市场，这方面的例子远如凯雷收购徐工的争论，近如食用油行业被外资绝对掌控后国家对价格干预的无效等。对热钱，我们更多地应关注其对国内产业的整合和控制。流入中国的热钱，在金融市场上兴风作浪的“快钱”可能不多，更多的是意在控制中国的国际战略资本。

(执笔：上海国际集团上海证券研发中心首席宏观分析师胡月晓)

■信息评述

跨境资金监管力度将加大

央行副行长、国家外汇管理局局长胡晓炼日前赴大连、苏州、武汉，就当前外汇形势和加强跨境资本流动监管工作进行调研。胡晓炼指出，在外汇管理工作上应加强对跨境资本流入和流出的监管。

齐鲁证券：

国际热钱问题已经逐渐引起国家有关部门的高度重视。早在4月份，国务院召集财政部、发改委、央行等部门，就热钱监管进行讨论研究。央行行长周小川日前表示，央行正在密切监测流入中国的国际资本。从监管部门相关工作安排来看，今年外汇管理工作将把重点放在严格执行外汇资金收汇管理、加大跨境资金流动的外汇检查力度等方面，并将同相关部委严厉打击地下钱庄、非法买卖外汇等违法犯罪行为，加强跨境资金流动监测预警。为进一步加强监控流入国内的投机资本，前期外管局已要求上海、江苏、广东、浙江、北京、深圳五地的银行按月提供非居民个人和机构的人民币账户数据，具体涉及港澳人民币存款、人民币贷款提款账户、QFII人民币账户等八类账户。

目前来看，国际热钱流入渠道呈多样化趋势，防范套利投机资金通过贸易、商业信用等渠道进行跨境转移，加强和改善对经常项目外汇收支活动与实际贸易行为的真伪性和一致性的核验，大力加强对短期外债的控制和管理，重点是完善贸易收结汇和贸易信贷管理。随着工作的进一步深入，对跨境资金的监管力度将加大。

美国房价和消费者信心持续下跌

4月份S&P/Case-Shiller 20大城市房价指数同比下跌15.3%，10大城市房价指数同比下跌16.4%，均创下历史新高最大同比跌幅；6月份消费者信心指数从上月的57.2大幅跌至50.4，低于市场预期的56.5，创下16年来新低。

中金公司：

S&P/Case-Shiller指数显示房价持续下跌，根据20大城市房价指数测算，名义房价从2006年顶峰以来累计下跌18%，经过CPI平减之后的实际房价指数下跌则更为显著，已经达到22%。最新数据显示，2008年一季度住宅抵押贷款违约率和没收率分别攀升至创纪录的6.35%和2.47%，大幅高于前一季度的5.82%和2.04%，显示将有更多的没住房被投放到市场当中。加上经济低迷，消费者信心屡创新低，住房需求持续下滑，住房市场的供给需求缺口将进一步扩大，房价还有相当可观的下跌空间。持续下跌的房价和不断飙升的油价在严重侵蚀居民购买力以及打击消费者信心。美联储将于周四举行议息会议，预期将不会加息，但会后的声明将显示美联储下半年的加息倾向程度。

世界经济放缓态势进一步加剧

OECD公布的4月份先行指标继续回落，经修正后的OECD国家先行指标环比下降0.2个百分点，同比下降3.5个百分点，其6个月变化率连续八个月出现负值。

国信证券：

从各国数据来看，工业七国的先行指标持续回落，在非OECD国家中，除俄罗斯经济仍处于扩张周期外，金砖四国经济先行指标连续六个月出现小幅回落，经济增长明显回落。OE