

■金融圆桌

# 热钱撤离之忧 多虑下的警示

有关热钱的讨论最近可以说达到了一个高峰。论者大多将之集中在流入途径的辨析与规模的测算,并由此担心热钱一旦突然大规模离开,对中国金融体系和实体经济将造成重大冲击。

这种担心在中国经济增长势头减弱、人民币升值压力继续、通胀形势严峻、股票市场大跌、房地产市场调整等多重因素交织的复杂局面下,着实具有一定现实意义。以境外为鉴,十年前的亚洲金融危机,去年以来的次贷危机以及当前越南所面临的困境,都提醒我们安国之道,的确是“先戒为宝”。

事实上,以亚洲金融危机为鉴,良好的宏观经济面(如中国香港和新加坡)不足以成为隔绝危机的保证,经济和金融体系的内在缺陷更是在危机到来时,助推后者愈演愈烈(如韩国、印尼等)。如何防止游资的大量涌入搅动国内的资产和金融市场变化,以及其突然大举撤离时对本国金融市场和经济的冲击,并妥善进行一国金融体系改革,不给国际投机资本以集中短期冲击套利的空间,确是一国经济和金融体系建设需要进行的诸多根本考虑之一。

但与此同时,我们还必须面对另一个问题:即当前我们对于热钱的担心是否过度?中国真的会面临热钱大规模集中撤离的可能吗?在融入全球化过程中,作为一个崛起中的大国,我们究竟能否为防范热钱而重置升值策略,延缓资本项目开放以及人民币区域化的步伐?在含混的热钱概念下,究竟哪一类资金才真正需要我们担心和进行治理?

正是基于上述背景,本期访谈意图推演热钱(包括不同的长期资金)可能大举撤离中国的经济和金融条件、时点以及届时可能的传递路径,并探讨其时政策应对的可作为空间、“热钱”为我所用的可行性,以及为避免此种局面发生,中国需做何种政策安排以及预警机制,从而廓清对于热钱的担心的合理边界所在。

◎本报记者 谢晓冬



## 对热钱的担忧是否过度了

与对热钱的担心相比,一些专家也指出,如果不能阻止热钱的流入,是否可以采取一些对策,将热钱转变为可以长期利用的资金,为我所用呢?

**沈明高:**是这样。只要市场预期人民币升值不结束,中国会持续的面临这个热钱的问题,短期之内不会消失。我们可以考虑多做一些中长期的金融产品,大力发展公司债、私募基金,甚至银行存款可以把长期的利率规定的高一点,短期下降一些,从而为投资者提供长期稳定的回报,这样进来的外

部资金可能就会比较长期的放在中国。再有,我们可以制定一些有区别的政策,鼓励资金长期留在中国,例如实行税收优惠,资金进出中国的阳光通道等等。当然,反过来,对于那些不负责任的资金,我们可以实行比较严格的管束,可以考虑实行定期的随机抽查,对于违法的资金流

出入进行严格对待,增加这类资金进出的成本。

**吴念鲁:**与其探讨如何用好热钱,还不如集中精力、下工夫,管好、用好当前庞大的国家外汇储备。中投公司作为我国的主权财富基金应为实现我国国际收支平衡、促进外汇储备保值增值、促进我国资本市场健康稳定发展起积极作用。在当今股市低迷的情况下,中投公司应在H股、A股市场选择优质、具有发展前景的公司,以战略投资者的身份进行投资,持股3年。这对于抵制热钱抄底、阻止热钱迅速撤离都大有裨益。对于支持我国资本市场的发展也具有战略意义。

对于热钱大规模流入的担心,在于人们并不十分清楚其究竟通过什么途径流入中国,又分布在哪些领域,以及其谋利的机制怎样,又将给中国经济和金融体系带来怎么样的影响?究竟该如何客观看待套利资本?

**薛宏立:**热钱进入渠道可能包括以下几类:贸易中的价格转移、投资收益汇入、FDI的“投注差”、出口预付货款(无贸易背景虚假合同基础上境外公司预付货款流入)、进口延期付款、QFII、经常转移、借外债、地下钱庄或直接走私的非法流入等。但很多资金能否归结为热钱的确存在疑问。比如因人民币升值预期导致的国内居民外汇存款结汇导致的储备增加部分,是否应该不算作热钱;另一方面,对于套利资本也应该辩证看待。事实上,不管什么样的金融市场上,套利机制始终存在。可以说,没有套利就没有金融市场的效率。适度的套利资金润滑了金融市场的高效率。

当市场达到平衡时,套利机会消失;当市场从一个均衡向另一个均衡变动时,套利机会产生;如果一个国家由于历史积累

或其发展中的固有缺陷形成了不稳固的经济基础,或者由于执行错误的经济政策形成了脆弱的经济结构时,这时的金融市场处于脆弱的均衡状态,套利资金就会寻找机会,主动做空套利。

**沈明高:**热钱究竟进入哪些领域,的确比较难回答。今年以来,FDI下外资的增长是50%-60%,但同期,固定资产投资里外资产的投资增长却是负的。一个解释是,今年的信贷紧缩使很多外资企业流动性紧张,外汇资金进来首先补充了流动性。

同时,我们看到楼市和股市并无大量资

金进入的迹象,但银行存款却有了很快的增长,在居民储蓄回流的背景下,企业存款仍比个人存款的增长速度快,短期存款有了大量增加,这是否意味着这些进来的钱先放银行等一等,等情况比较好时再进行投资呢?

再有,私募、跨国企业给予上下游企业贸易信用都是有可能的解释,但要量上对热钱的总规模做个估计,确实比较困难。另,像私募、贸易信贷等对于中国经济增长都是能够提供贡献的,很难把它们归结为热钱。

对于套利资金来说,不能自然把它全认为是负面作用,实际上有恢复市场平衡的巨大作用。真正需提防的是那类恶意的规模巨大的以攻击汇率和利率体系来谋利的套利资金。

总体上,我认为中国未来的几年内还得继续忍受热钱的问题,但我认为它可能没有大家想像的那么大。每年1-4月份外汇储备与贸易顺差和FDI的差都是最大的,我想这可能与中国企业通常在农历年前后结算、人民币升值背景下企业倾向于通过先收预付款或推迟延期付款来规避汇率风险等因素有关,因此实际上上述差额中不能解释的部分并不大。现在很多讨论可能对热钱过度担忧了。

访谈嘉宾



中国光大银行  
资金部投资交易处处长  
薛宏立



中国人民银行  
研究生部博士生导师  
吴念鲁



花旗银行  
中国区首席经济学家  
沈明高

## 三五年内热钱不会大举撤离

热钱的流入正在引发人们对于中国经济和金融安全的担心,但对其定义却仍存在根本的分歧。考虑到不同的境外资金离开中国的条件是不一样的,您怎么判断当前中国境内的热钱的形势?3-5年内,热钱会大规模离开中国吗?

**吴念鲁:**热钱主要是指基于获取高额利润的国外流入或流出投机性资金,它大多反映在国际收支平衡表中的错误和遗漏上。经常项目和资本与金融项目中也会有热钱存在,特别在该国经济看好或突然发生动荡时,这部分资金便频繁进出,比例也处于随时变化中。

**薛宏立:**热钱很难定义,按动机对境外进来的资金分层划分和度量可能更有现实意义:一是纯粹的短

期逐利资金,在外汇、股票或衍生品等金融市场上短线进行主动做空或做多,例如危机时兴风作浪的对冲基金;第二类是中短期套利资金,侧重虚拟经济投机,以赚取稳定价差收益、分享金融市场发展成果为主要目的,例如QFII、日元套利资金或套汇资金;第三类是中长期投机资金,侧重实体经济投机,以分享经济发展长期成果为主要目的。

从中国的情况来看,当前,不论热钱进入的规模有多少,大举撤离的可能性相对较低:一是人民币升值预期依旧较强,可以继续赚到升值收益;二是中国仍然处于加息通道,中外利差继续保持甚至有加大可能;三是中国股市虽然大跌,但经济基本面未发生根本逆转,反而是抄底良机;四是房地产市场价格虽

然有所下降,但暴利依然存在;五是价格管制商品(石油等)国内外价差较大,套利空间较大;六是作为“金砖四国”之一,投资收益率高且风险较低,是较为理想的投资避险国,次贷危机发生后国际资本的避风港。

**沈明高:**严格意义上的热钱,应该是指那些为了套取两个不同市场之间的利差,在短期之内游走在不同市场之间的资金,它区别于那些旨在通过从一国长期发展中获利的投资资金。

但短期来看,我们不用担心资本大规模流出中国的情形。首先,人民币实现真正意义上的双向波动可能还需要3-5年的时间;其次,中国经济尽管目前面临一些挑战,但只要成功转型越过这个槛,就会有更长时间的持续增长,你很难去看坏它。第三,美国经济复苏可能会吸引一些资金离开中国,但这只是正常的波动,是跨境资本正常的投资组合配置需要,根本不需要跟热钱联系在一起;最后,资本账户的开放时机更是我们自己可控的因素。所以,我认为起码在未来3-5年内,中国都不用担心出现资本大规模外逃的情形。

**薛宏立:**一国合适的外汇储备规模主要受到以下五个方面因素的影响:进出口规模和结构、FDI规模、外债规模、QFII规模和国家宏观调控和应付突发事件的需要。最低适度规模是一个动态数字,随着上述5项因素规模的变动而变动。据此,以2007年底的数据测算,我认为前四项中国至少合计需要9000亿美元,总体上中国仍处于安全的范围内。

**沈明高:**我想谈论这个问题,首先要对中国的经济有点信心。中国经济是一条沉没中的船吗?不是。只要我们的政策正确,我们对经济就没有悲观的理由,这些所谓的热钱就不会离开中国。我们现在的经济调整短期内是面临一些困难,但长期仍是可以继续看好的。

## 控制热钱风险的监管政策准备

有专家指出,与大家想像的相反,热钱离开中国实际上非常容易。您如何看待热钱离开中国的便利度。中国现行的资本项目监管政策在防止热钱大规模突然流出方面是否有效?一旦发生这种状况,中国该如何应对?中国有没有必要为遏止热钱流入而改变升值策略或者严格资本项目管制?

**吴念鲁:**热钱撤离,从国际收支角度来看,仍然是外资产出的问题,它必然反映在经常项目(如资本利润)汇出增加、资本项目(如短期资本)流出增加或者错误与遗漏项目资金流出增加。通过国际收支平衡表完全可以预测今后上述资金流出(入)的情况。我不担心多一些正当获利的外资(含热钱)流出,这对我国实现国际收支综合、动态平衡是有好处的。

事实上,国际收支平衡的实现是一个动态过程。从这个视角看,不一定当年平衡,可把平衡期定为3-5年,并为此采取一系列产业、贸易和地区政策,进一步完善人民币汇率机制的改革;资本项目的开放必须有序、渐进、安全地进行,开放要有时间表。

日本、英国、德国经常项目开放到资本项目开放,相隔时间分别为16年、18年、20年。从一般估计看,到2012年后,我国GDP总量也可能超过日本。届时,从经济实力来看,我国已具备资本项目开放的条件,我们要认真分析其利弊得失,提出几套方案和时间表,最好不迟于2016年实现资本项目开放和人民币可兑换。只有当我国货币的国内价格——利率,和国外价格——汇率都实行了市场化,随着我国实体经济和资本市场的发展与壮大,人民币国际化必将实现。从全球战略的高度来看,我国所建立和形成的经济金融体系完全有足够力量抵御热钱的流入和流出。

**沈明高:**其实不用太多担心。中国的资本账户现在基本还是控制的。一旦发生这种情形,政府还可以通过控制外汇的买卖,把钱留在中国,当然这样形象可能不好,但如局势失控,也是不得已而为之。当然,我预计这种情况发生的可能性是非常小的。

至于升值策略,必须要考虑时间上的一致性。现在有建议让人民币一次性贬值,短期来看似乎可取,但长期来看,市场一定

认为你不可能老这么做,未来价值压力会更高;而人民币加速升值或一次性升值,经济可能不能承受又是一个问题。所以中国可能仍要实行当前的升值方式,并忍受由此带来的热钱流入。

**薛宏立:**中国目前还是资本项目管制的,现行的资本项目监管政策在防止热钱大规模突然流出方面依然有效,热钱的撤离并不那么便利:一是合法渠道少;二是撤离成本高;三是管制的合法性导致管制手段很多。

不过为防止中国未来出现货币乃至金融危机可能,中国确需在宏观经济政策实行和产业结构调整方面,保证不能有大的疏漏;同时要实施金融市场动态开放策略,以动态开放的可控性降低风险冲击的可能性,还要建立预警机制(资金流出监控体系、货币危机预警模型等)。

在亚洲金融危机中,短期外债占比过高,外汇储备过少,是这些国家不能应对货币危机的重要因素之一。中国当前的短期外债占比达到60%,同时有关测算显示,热钱总量甚至超过了外汇储备,究竟该如何认识当前中国外汇储备的一系列安全指标,以及汇率体系的安全性?中国会发生货币危机吗?

**吴念鲁:**近几年短期外债比例的上升,与美元贬值,人民币升值有关。因为一些用汇单位(主要是外企)从国外借入美元,利率比人民币低,而且还有贬值好处,比借入人民币划算。这部分资金如果直接用于对外支付,则与热钱无关;如果结汇,则必然引起外汇储备增加。该

外债到期,用人民币买汇后,外汇流出,这是很正常的现象。当然,我们对非正常的短期外债形式流入、进入资本市场、房地产市场进行投资炒作的行为要加强监管的力度,而这部分资金总量并不大。因此,外债的增加与到期偿还不会危及汇率体系的安全。

部分经济体2006年末外债指标情况

经济体	外债余额(亿美元)	短期外债比例	短期外债与外汇储备之比	外债与当年GDP的比率	外债与外汇收入的比率
美国	107318	41.5%	10880.2%	81.0%	731.9%
英国	91210	75.5%	17719.5%	383.7%	1337.5%
德国	41434	32.7%	3592.8%	73.1%	317.5%
法国	38429	41.4%	4214.7%	171.0%	294.5%
意大利	20518	32.7%	2751.5%	110.9%	308.2%
日本	15353	62.1%	108.9%	35.2%	218.5%
加拿大	6820	37.2%	763.4%	55.2%	151.2%
中国香港	5131	70.6%	272.1%	270.9%	131.7%
中国	3230	53.7%	16.3%	12.2%	30.4%
俄罗斯	3097	18.0%	18.9%	30.5%	89.9%
韩国	2477	45.9%	47.7%	27.2%	62.8%
巴西	1992	101.1%	23.6%	18.3%	125.1%
墨西哥	1690	12.5%	28.0%	20.1%	63.0%
印度	1427	7.0%	5.9%	15.3%	66.6%
阿根廷	1093	30.2%	108.5%	50.8%	205.3%
泰国	599	25.5%	23.4%	27.7%	37.5%
马来西亚	548	29.3%	19.7%	35.4%	29.0%
菲律宾	534	9.4%	25.2%	43.5%	93.7%

资料来源:中国人民银行数据