

藏在五处的“热钱”会在哪里牟取厚利

■嘉宾



陆前进: 经济学博士, 博士后, 复旦大学国际金融系副教授, 美国哥伦比亚大学经济系访问学者。研究领域为国际金融、货币理论和政策。

◎主持人: 邹民生 乐嘉春

“热钱”流入有三大渠道

主持人: 关于“热钱”的话题, 现在似乎越来越热。但什么是“热钱”, “热钱”到底有多少, 到底藏在哪儿, 下一步“热钱”将会在哪里惹事? 这最后一个问题更值得关心。因为, “热钱”在哪里惹事, 就会造成哪里动荡。所以, 我们本次对话就着重来谈谈这个问题, 你看如何?

陆前进: 没错, 有关“热钱”的话题, 现在确实非常热, 但能够把这个问题讲清楚的并不多。

其实, “热钱”的流入一直是影响中国经济的一个潜在危险因素。目前, 刺激“热钱”(我这里把它定义为“投机资本”)流入的主要原因是人民币升值和中美两国利率倒挂。也就是说, 投机资本的流入, 既能够获得人民币升值的好处, 又可以获得两国的利差收益。

由于我国的市场机制并不完善, 利率和汇率的市场化程度不高, 没有形成汇率和利率的联动机制, 相反, 还明显存在套汇和套利的空间, 这就使得投机资本有很多可乘之机。

关于“热钱”的数量, 目前市场上可接受的合理估计大约在 5000 亿至 8000 亿美元之间, 并且还呈持续增长状态。“热钱”流入的主要渠道包括: 货物贸易、外商直接投资、地下钱庄、个人项下结汇、企业和金融机构境外股本的融资渠道、金融机构外债等等, 以上这些渠道使我们防不胜防, 由于其流入渠道的多样性, 甚至是合法性, 想要完全控制是很难的。这也解释了为什么对“热钱”的估计较难, 而且各方估计的数据差异也较大。

而“热钱”流入的形式, 主要有以下几种。

首先是美元资产投机资本的流入。由于人民币对美元升值, 流入中国国内的投机资本主要是美元计价的资产; 如果是欧元计价的资产, 则投资者会面临亏损, 因为人民币对欧元是贬值的。

因此, 从理论上讲, 国外投机资本投资在我国的收益率为: 人民币利率加上美元对人民币贬值的幅度, 它包括利息收益和人民币升值后货市的汇兑收益; 投资在国外的收益率为美国的利率。

当人民币利率加上美元对人民币贬值的幅度大于美元的利率, 投机资本在中国的投资收益比在其它国家大, 投机资本的流入就会获得更高收益。目前我国的人民币利率和美元对人民币的贬值率都大于美国利率, 因此, 投机资本既可以获得套汇, 又可以获得套利的利润, 所以才不断涌入。

其次是港币资产的流入。由于港币和人民币实行联系汇率制度, 名义汇率基本保持不变, 因此港币和人民币汇率主要由人民币对美元的汇率来决定。如果人民币对美元升值, 则人民币对港币也升值; 如果人民币对美元贬值, 则人民币对港币也贬值, 因此人民币和美元的关系某些特征也间接地表现在人民币和港币的汇率上。

实际上, 自 2005 年 7 月人民币汇改以来, 人民币对美元升值了 18%; 人民币对港元也升值了约 18%。随着我国香港利率的不断下调, 人民币基准利率和港币基准利率倒挂, 如一年期的人民币存款利率为 4.14%, 而港币的贴现率为 3.5%, 实际上港币的存款利率已远低于人民币存款利率。因此, 在人民币对港币升值的条件下, 港币存款兑换成人民币存款, 则能够获得套利和套汇的双重收益。

在人民币不断升值的条件下, 人民币成为港币的避风港, 我国香港地区居民更愿意把自己手中的人民币、美元和港币等转移到内地, 并兑换成人民币存款, 这就出现了我国香港资金向内地流动的现象。

在目前我国香港地区, 每人每天兑换人民币的上限为 2 万元, 每天汇入内地账户的人民币金额上限为 8 万元人民币。因此, 对我国香港地区居民来说, 资金移动到内地并不困难。为了省事和节约手续费, 甚至他们还直接携带大量现金闯关, 以尽快赶上人民币升值的浪潮, 这在深圳边检和海关被查出的也为数不少。

现在, 在内地的一些港资企业也希望通过多种途径转移资产到内地存人民币。随着人民币升值, 在内地的一些港资企业职工甚至希望企业能够直接用人民币支付工资, 如果人民币不断升值, 港币和人民币之间的货币替代趋势将进一步加强。而在我国香港地区, 人民币存款也不断增加, 随着港币的基准利率不断下调, 港币的存款利率基本接近于 0, 我国香港人民币存款利率也较低, 因为中国银行在我国香港地区提供其他银行的人民币存款的利率为 0.865%, 而我国香港地区的人民币存款利率也不可能高于这一水平, 但人民币存款可以获得人民币升值的好处, 因此投机现象不仅在内地, 同样也出现在我国香港地区。

最后是海外华人等资产的流入。

据报告, 全球 3000 万海外华人的资本已经达到了 2 万亿美元, 这是一笔巨额资产。由于海外华人与国内联系紧密, 熟悉国内的经济状况、金融体制和金融市场, 通过和国内人关系及有关国内机构的合作, 他们的海外资金很容易

转移到国内。

在人民币持续升值和中美利率倒挂的情况下, 许多海外华人如在海外投资的企业或个人, 还有很多持有美国绿卡在美国工作的华人等等, 都可能把资金带回来兑换成人民币存在中国的银行体系, 或投资在中国的资产市场上。

前几年房地产价格大幅上涨的时候, 许多海外华人纷纷回国投资置业, 投资于国内房地产行业, 增加了对房地产的需求, 也推动了房地产价格的进一步上涨。同样的道理, 海外华人资金的流入可以获得人民币升值和资产价格上涨的好处, 如果投机房地产, 也可以获得投机利润。

除此之外, 还有中国海外的投资机构、在大陆工作的台商, 以及在华投资的外国企业和金融机构的工作人员等都有可能把外币资产转移到国内, 兑换成人民币, 投机人民币升值的好处。

“热钱”潜藏有五大容身地: 银行存款、银行借贷、民间借贷、股票与房地产、商品市场

主持人: 你刚才介绍了“热钱”的构成情况。显然, 除了拥有美元资产的国际投机客外, 来自我国港台地区和海外华人的投机资本也占很大一部分比例。当然, 这些流入国内的钱, 不一定是“热钱”, 但享受升值和利差收益的特点还是很明显的。现在要问的是, 下一步“热钱”将会流向哪里、在哪里惹事? 对此, 你怎么看?

陆前进: 在目前股市低迷和房地产市场下滑的情况下, “热钱”的流向是大家关注的焦点。我认为, “热钱”打的是“游击战”而不是“阵地战”, 它流向哪里, 是随市场情况而变的。“热钱”的流向有多种选择, 每一种选择依赖于具体的经济状况以及收益和 risk 的关系而定。

一是存在银行体系。也就是, 国外投机资本流入, 兑换成人民币, 直接存入商业银行。现在人民币一年期的利率为 4.14%, 美国联邦基金利率为 2%, 从人民币升值的速度来看, 通常预测一年可能达到 10%, 则美元对人民币的贬值幅度要超过 10%, 因此投机资本在中国的收益率要大于 4.14% + 10%, 远远高于 2% (不考虑交易成本), 差额要大于 12.14%。也就是说, 投机资本在中国待一年, 收益率要高于 14.14%, 比在美国投资的收益率要高, 差额超过 12.14%。

因此, 可以看出, 投机资本流入, 即使什么也不做, 超额利润率也是相当高的, 投机资本也能够获得套汇和套利的双重收益。

实际上, 在 2008 年之前, 美国的联邦基金利率比中国的存款利率高, 随着美联储不断下调联邦基金利率, 进入 2008 年, 中美利率倒挂。同时中国的资产市场持续波动并呈下滑趋势, 商业银行的人民币存款也随之迅速增加。如在今年 1 月至 5 月份, 人民币各项存款增加了 41902.81 亿元, 而去年同期人民币存款仅增加 24893.02 亿元, 相比多增加

了 17009.76 亿元, 人民币存款增幅较大, 也说明了投机资本回流银行体系的可能性。

二是流向银行的借贷市场。国内美元贷款利率与人民币贷款利率倒挂, 同时人民币又有升值趋势, 国内借美元比借人民币更划算。

央行 2006 年第四季度货币政策执行报告的数据显示, 从 2006 年下半年开始美元贷款利率一直在 6% 之上, 在 2006 年 8 月到 2007 年 1 月一直保持在 6.2% 以上的高位。根据央行 2007 年发布的第二季度货币政策执行报告, 2007 年上半年一年期固定利率美元贷款, 其利率区间在 6.02% 到 6.20%, 2007 年上半年一年期浮动利率美元贷款利率区间在 6.09% 到 6.26%。

而人民币贷款利率在不断提高。2006 年 8 月, 人民币一次加息使得一年期贷款利率由 5.85% 提高到 6.12%; 2007 年 3 月份, 一年期贷款利率再由 6.12% 提高到 6.39%, 这成为本外币贷款利率的转折点, 导致 2007 年 5 月至 6 月的外币贷款迅猛增长。经过几次加息之后, 人民币贷款利率已经大大高于美元贷款利率。

实际上, 企业通过外汇贷款可以获得外汇贷款利率小于人民币贷款利率的利差收益和人民币升值带来的汇兑利润。根据央行统计数据, 从 2005 年 1 月份到 2007 年 3 月份的两年多时间里, 外币贷款增加仅为 359.47 亿美元; 从 2007 年 4 月份到 2008 年 5 月份的一年左右的时间, 外币贷款增加为 1026.38 亿美元, 约为前者的 3 倍左右。

因此, 随着国内美元贷款利率和人民币贷款利率倒挂, 国内外币贷款显著增加。通常投机资本以短期外债的形式流向银行的借贷市场。

三是民间借贷市场。自 2007 年以来, 央行已 14 次提高法定准备金率, 6 次提高银行存贷款利率, 同时为了防范投机资本流入, 外管局还多次出台政策, 大幅下调金融机构的短期外债余额指标, 紧缩了商业银行信贷。

从紧的货币政策不仅对大银行有影响, 特别对一些实力较弱的中小银行影响更是巨大, 这些银行普遍感觉信贷资金不足。通常中小企业从大银行融资困难, 它们主要是从中小银行进行融资, 但现在它们却不得不更多地依赖于民间借贷市场。

据最近有关媒体报道, 我国温州地区的民间借贷利率甚至超过银行贷款利率的 10 倍, 贷款者暴利可见一斑。中国社科院的报告也认为, 民间借贷利率的不断上升, 吸引了大量投机资本流入。

四是流向资产市场包括房地产市场和股票市场。在资产市场价格不断上涨的情况下, “热钱”不会只呆在银行里, 而是投资于股票市场或房地产市场去追逐更高的收益。如果这样, “热钱”在国内投资获得的收益率则等于在国内资产市场的收益率加上美元对人民币贬值的幅度。因此, 只要国内资产市场的收益率加上美元对人民币贬值的幅度大于美元的利率, 那么“热钱”在国内投资的收益要比在国外投资的收益大, “热钱”流入会获得更高的收益。

假定资产市场的年平均收益率为 15%, 美元对人民币的贬值幅度为 10%, 美元的利率为 2%, 则“热钱”获得资产市场和人民币升值的双重收益率为 15% + 10% - 2% = 23%。

长期以来, 我国经济的高速增长, 资产价格不断上涨, 吸引了投机性资本的流入。如 2005 年以来, 国内股票市场的非理性上涨, 热钱的流入应该起到推波助澜的作用。2008 年至今, A 股剧烈调整, 并持续走低, 但热钱却大规模流入, 国际“热钱”是否会抄底更值得关注。

同时, 近年来国内房地产需求也一直处于高速增长阶段, 房地产投资的预期回报相当可观, 也诱使大量热钱进入, 如进入 2004 年, 我国房地产销售价格快速攀升, 热钱无疑也起到一定的推动作用。

五是商品市场的投机。目前中外粮食价格和成品油价格倒挂, 吸引了“热钱”渗入。按照“价定律”的原理, 同样商品在国内外的价格按照汇率换算后, 价格应该是相同的, 投机就不能够获利。如果在价格差, “热钱”在国内购买粮食和成品油, 然后再走私出国, 即可以获得投机利润。

实际上, “热钱”流入首先兑换成人民币, 购买相对低价商品, 然后再出口或走私到国外, 就可获得投机利润, 价差越大, 获得的利润越多。目前随着国际粮价和油价大幅上涨的情况下, 我国粮食和成品油走私有上升的趋势, 如在杭州、广州和深圳等海关都发现和查处过粮食和成品油走私案件。

以上都是“热钱”可能选择的投机进入方式, 无论哪一种方式, 只要“热钱”进入了中国市场, 都可以获得人民币升值的收益, 所不同的是“热钱”进入不同的市场, 投机的收益和 risk 分担会有所不同。

如果投资在银行体系或外汇贷款市场上, 则收益会比较稳定, 市场风险也会比较小。虽然民间借贷市场的收益率较高, 但违约风险通常较高, 难以得到法律的保护。而房地产市场和股票市场应该是投机资本所偏好的场所, 虽然股票市场有一定风险和不确定性, 但许多国外投机资金在国际金融市场上有着几十年操作经验, 其操控市场的能力十分强大, 往往会达到“四两拨千斤”的效果, 对股市短期涨跌的影响力较大。

目前, 虽然我国资本市场在短期内出现了大幅度波动, 但我国宏观经济仍会继续保持快速增长的势头, 股票市场与房地产市场的发展潜力巨大, 这两个资产市场一直是“热钱”觊觎的投资对象。还有, 商品市场的投机收益高, 但国家对粮食和成品油出口都有严格管制, 再说这是实物贸易, 面临海关的严格审查, 投机的 risk 也较高。

因此, 我认为, 目前直接把资金存在商业银行, 应该是投机资本的主要渠道; 房地产市场和股票市场是投机资本流入的重要渠道, 但这依赖于资产市场是否处于价格上涨的通道中, 还需要进一步重点关注。另外, 民间借贷市场和商品市场投机 risk 相对较高, 只有高收益高风险偏好者才会投机, 这一规模增长总体上应该有一定的限制。

■今日看板

对经济政策受益者是谁要有预警评估

◎亚夫

有些经济数据, 孤立看起来, 或许看不出什么名堂, 但是如果把相关数据联系起来加以分析, 就会发现, 其中的玄机不仅让人惊讶, 而且也会使人生出警醒的疑窦来。尤其对相关经济政策的效果, 及其实际受益者到底是谁进行检视, 就会发现一些意想不到的状况。比如, “热钱”问题, 便是如此。

据央行最新公布的报告, 6 月末, 我国外汇储备达 1.8 万亿美元, 同比增长 35.73%。而截至 7 月 14 日, 人民币兑美元中间价为 6.8266 兑 1。也就是说, 汇改三年来, 人民币对美元累计升值已超过 20%, 且幅度越来越大, 而外汇储备也急速增加, 且越来越多。

6 月末, 我国金融机构人民币各项存款余额为 43.90 万亿元, 同比增长 18.85%。而上半年人民币各项存款增加 4964.9 亿元, 同比多增 15774 亿元。其中, 居民户存款增加 22070 亿元, 同比多增 13798 亿元。也就是说, 近几个月来, 居民存款出现明显异动, 其增幅之大, 十分惊人。

再看海关总署 10 日公布的进出口数据。据统计, 今年上半年, 我国出口 6666 亿美元, 同比增长 21.9%; 进口 5675.7 亿美元, 同比增长 30.6%。累计贸易顺差为 990.3 亿美元, 比去年同期下降 11.8%, 净减少 132.1 亿美元。也就是说, 出口增幅与贸易顺差明显下降, 而进口增幅则大大高于出口。

这三组看似不相关的数据, 说明什么呢? 可以解说的角度很多, 但有一点很蹊跷, 这就是在出口增幅及贸易顺差明显减小的情况下, 在进口增长十分迅速的情况下, 我国的外汇储备却没有出现增幅下滑的局面, 反而异乎寻常地大幅增加。而居民人民币存款也大幅上升。这表明, 从各种渠道流进来的钱, 流进银行储蓄的钱, 不仅速度很快, 而且数量很大。

这都是什么钱呢? 流进来想干什么, 又有什么好处呢? 除了正常的投资与贸易往来之外, 不得不承认, 其中有相当一部分是冲着人民币升值和中美利差挂帅的套利机会来的。

据复旦大学国际金融系陆前进先生的研究, 目前, “热钱”也就是投机资本至少可以从五方面牟利, 其中, 以银行存款的方式, 博取汇率与利率差价, 综合年收益率可以达到 14%。而在资产市场如房地产与股票市场, 其综合收益率甚至可以达到 23%, 更不用说在民间借贷市场和商品市场的投机了。

“热钱”在我们这里, 居然有如此之大的活动空间, 如此之高的投机收益, 这说明了什么? 说明相关的经济与金融政策很值得反思, 尤其是这些政策的实施, 让谁真正得到了好处, 很值得研究。

比如, 本币升值三年来, 尤其是最近这一年多来, 国际石油及大宗商品价格飞涨, 原材料及劳动力成本价格快速上升, 我们并没有得到多少好处。而在福利调减和环境保护等政策的多重压力下, 有相当一部分外向型企业陷入困境, 反而是投机资金通过各种渠道享受了无风险套利的益处。

又比如, 在从紧的货币政策管束下, 在多层次的金融市场与资本市场还不完善、民间金融还不规范和发达的情况下, 过于一刀切的政策安排, 使得吸纳劳动力最多的中小企业融资十分困难, 不得不向民间借贷市场高息融资, 这就在无形中为投机资本提供了一个牟取暴利的通道。

此外, 股市也是如此。投机资金要在股市中博取短线投机收益, 市场出现暴涨暴跌, 正是其最希望看到的投机环境, 而对大多数投资者和整个金融市场的资金使用效率来说, 却是十分负面的状况。

由此来看, 对于相关部门出台的经济政策和金融政策, 不仅要看看其当期目标与效果, 还要看其滞后效应和综合效应, 尤其要考虑谁是政策的真正受益者, 谁是受害者, 谁享受了政策的真正好处, 要有预警和评估, 只有这样, 才能达到保护最广大人民群众利益、保障经济又好又快发展和健康平稳运行的真正目的。

强化管制才能防止“热钱”肆虐

◎陆前进

防范“热钱”即防范投机资本的主要方式有两种: 一是强化资本管制, 阻止投机资本进入; 二是阻止投机资本获得高额投机利润或增加投机资本的成本。

需要加强对投机资本管制力度。如何对投机资本加强管制? 首先, 要充分发挥商业银行在监控投机资本中的重要作用, 加强各部门的协调, 防止投机资本混入。

从投机资本的运作机制来看, 不管投机资本通过何种渠道流入, 首先要给商业银行获得人民币资金, 然后再投资。在获得收益后, 资本流出还必须要兑换成美元, 这样才可以获得汇兑的收益。

因此, 要完成一个投机过程, 必须经过两个重要的关节: 一是流入的外币结汇给商业银行兑换成人民币, 二是获利的人民币资金再通过商业银行兑换成外币而退出, 这一进一出都必须经过商业银行。

所以, 商业银行对异常的结汇要加强监管, 做到早发现、早汇报。还有, 国家外管局也要及时汇总各家商业银行的监管情况, 发现可疑资金要及时跟踪调查, 对于不符合规定用途的资金要

采取相应的处罚措施, 及时总结经验和防范措施。另外, 要加强外汇管理局、商业银行、税务部门、商务部和海关等之间的相互协调、相互配合和信息共享, 对虚假贸易、FDI 渠道、地下钱庄等投机资本流入严格防范。

其次是限制外债余额的总量, 减少外汇贷款的资金来源, 重要的还要限制外债余额的结构。对短期外债中的贸易信贷等投机资金流入渠道需求进行严格控制, 对外汇贷款使用加强管理, 外汇贷款主要应用于对外支付, 防范其在国内结汇。

再次是加强资本账户的管理, 来阻止港币的套利。在人民币和美元、港币利率倒挂和人民币升值的情况下, 不可忽视对港币流入的管理, 同样要把港币投机资本流入的管理纳入正常的投机资本管理中, 控制大量的港币流入内地投机。

最后是对海外华人或国外的投资机构及国外在国内投资企业或金融机构等转移美元资产。

阻止投机资本获暴利及增加投机资本成本。投机资本的利润主要来源于人民币

升值的收益和在其他金融市场或商品市场投机获得的收益。鉴于目前我国汇率和利率存在着管制, 投机资本能获得稳定的套汇和套利空间, 导致投机者承担的风险较小, 但国家承担的风险却较大。这种风险承担的不对称性, 导致了投机资本源源不断流入中国。

第一, 要控制人民币升值的节奏和增加汇率变动的不确定性。对投机资本而言, 既能够套利又能够获得套汇, 尽管中美利差倒挂, 但央行今年很少使用利率工具, 利率扩大的空间有限, 投机资本更看重的是人民币升值步伐, 预期人民币升值的幅度越大, 投机资本的获利也就越高。

因而, 控制人民币升值的节奏, 将有利于控制投机资本迅速获利, 增加其时间成本。而增加汇率弹性, 是目前我国阻止热钱流入所采取的主要方式之一, 在人民币升值预期的条件下, 增加汇率弹性就是加快升值步伐, 投机者可以从中间获利。笔者认为, 我们应该增加汇率变动的不确定性, 增大汇率双向变动的频率和幅度。这样可以增加投机者的风险和投机成本。

第二, 理顺金融市场的价格关系, 形成完善的市场机制。从长期来看, 我们需要推进汇率和利率的市场化改革, 实现汇

率与利率的联动机制, 以消除投机威胁。否则, 利率的调整会围绕汇率转, 或汇率的调整会围绕利率转, 这种调整往往是滞后的。

在信息技术如此发达的今天, 资本流动非常迅速, 任何套利机会都给投机资本以可乘之机。同时, 商品市场的自由贸易也需要不断完善汇率与商品价格的联动机制, 阻止投机者进行商品套购, 维持商品市场的稳定。

因此, 我国要不断完善市场机制的建设, 让市场引导资金的流向, 这样投机的风险就由投机者自己来承担, 而不是由政府来承担。

第三, 要放开小额外币存款的利率。我国外币存款利率水平与本国存款利率水平倒挂, 如果放开小额外币存款利率, 这有利于形成以市场供求为基础的小额外币存款利率, 由此会促使大额外币存款利率或外币贷款利率的合理化, 并促进市场化外币利率结构的形成, 这有利于规避投机者的套利行为。

第四, 加强对股票市场和房地产市场的监管, 切实维护股票市场和房地产市场的健康发展, 防止资产市场的大起大落。大量的国外资本进入我国后, 希