



聚 焦

热钱流动与监管

美降息刺激流动性过剩

新兴市场面临热钱威胁

□本报记者 张曙东 北京报道

美联储大幅降息加剧了全球流动性过剩,一般分析认为热钱会加速流向新兴市场,但也有专家表示资本会选择流向发达市场。无论如何,由于之前已经有大量资本流入新兴市场,资本流动可能出现的逆转应该引起充分关注,其中美元的走势将在其中扮演十分重要的角色。

专家建议,新兴市场在对资本流动进行监管时,应该加强国际协调和地区性联合;就中国而言,保持宏观经济的稳定和政策的相对连续性是防范资本流动逆转风险的最根本因素。

热钱流向新兴市场?

一般分析认为,过剩的流动性将四处流窜寻找投机机会,而以金砖四国为代表的新兴市场将会成为重要目标。分析的逻辑其实很简单,次贷危机的爆发使得欧美房地产价格大幅下跌,证券市场也未能幸免,这些国家资产市场的吸引力下降,逐利性使得资本转向新兴市场获取利润。新兴市场经济成长性较高,市场的不完善和逐渐完善的过程都孕育了获取超额报酬的机会;相对于美元而言,新兴市场货币带有较大的重估空间,也即升值预期,这又增加了对热钱的吸引力。

顺便提一下,热钱具有短期、套利和投机的特征,但由于中国实行资本账户管制,进入中国的套利外汇并不具有短期性的特征,因此就中国而言,那部分资金称之为长线投机资金更为妥当。

但对外经济贸易大学金融学院副院长丁志杰给出了相反的观点。他认为,美国经济增长出现问题、美



CFP图片

联储降息会有可能导致资本流出美国,但不会流向新兴市场,而是以流向发达国家市场为主,近期日元、欧元等货币的强劲走势就是一个重要例证,新兴市场已经表现出资本过度流入的迹象。

美元反弹可能孕育风险

在金融市场动荡和经济增长放缓的担忧下,美元节节败退,美元指数从去年9月中下旬至今已经下降了约9%,最低触及70.68。

丁志杰认为,美元汇率的有序贬值已经进入到了第二阶段,主要特征是对日元的大幅贬值。统计显

示,今年以来美元对日元汇价已经贬值幅度已经超过11%,最低触及约95.7,而自去年6月下旬高点以来已经跌去20%。而今年以来备受人们关注的美元对欧元跌幅为约6.5%,美元对澳元的跌幅为4.3%左右。

根据丁志杰的研究,从1990年以来,美元汇率与利率的走势并不完全同步,升息过程中会出现美元走贬,而降息过程中美元会止稳回升。

国海证券高级研究员杨永光指出,“实际上,无论美元降不降息,热钱都会进入诸如中国这样的国家,只要有(美元)贬值预期存在。”他认

为,以中国为例,不是中美利差决定热钱流动方向,而是升值或贬值速度的预期在决定流动方向;但其他国家没有中国幸运,中国资本项目的兑换是限制的,所以就其他国家而言,利差作用更明显些。

如果美元止跌回升,那将会对全球流动性格局产生重大影响,尤其是资本流动的方向,而这恰恰是新兴市场需要密切关注的。

到目前为止,在美联储决策体系中,经济增长依然胜过通货膨胀。但乐观的分析认为,美国经济有可能在今年年中或者下半年止住下滑迹象,通货膨胀有可能重新成为美

联储的心头之患,而美元汇率和利率也会重新定位。届时,美元可能出现的价格组合包括:高利率、高汇率;低利率、高汇率等。丁志杰认为,当出现高利率、高汇率时,热钱有可能加速从新兴市场撤出。

新兴市场如何应对?

从上述分析可知,美联储降息将会加剧全球流动性过剩,新兴市场有可能成为热钱觊觎的对象,而即便不是如此,新兴市场也已经存在大量的资本流入。

大规模的跨境资本流入可能导致一国出现货币扩张过快、通胀压力增加、实际汇率升值等问题,而且也会加剧一国金融市场波动,一旦出现预期资产收益率变化和“羊群效应”,资本流入可能会突然断流或大规模逆转,引发经济和金融体系的动荡。1994-1995年的墨西哥金融危机、1997年的亚洲金融危机以及1998年的俄罗斯金融危机中都曾出现过类似的惨痛经历。

丁志杰认为,虽然目前市场比较关注资本流入,但实际上应该更加关注资本流动可能发生的逆转。从现在的情况来看,对于小型新兴经济体而言,市场的力量远远超过了国家,这种力量对比的变化要求相关国家之间加强资本流动管理政策的国际协调;而地区范围内的联合以应对资本流动也是必要的。

就中国而言,丁志杰认为,目前首先应该加强资本流入尤其是短期投机资本的管理和监督;其次,要保持宏观经济的稳定和政策的相对连续性以使得资本流动可持续,而这也是防止资本流动逆转最根本的因素;此外,保持汇率安排一定的灵活性也是必要的。

外资行专家:热钱应不会快进快出

□本报记者 俞靓 北京报道

伴随着本轮中国经济增长,海外热钱涌入的现象已被很多人关注。大多数接受采访的经济学家认为,热钱涌入中国原因基于人民币升值和不断上升的国内资产价格,只要中国经济基本面向好不变,热钱不会那么快撤出。但是,对于资本暗流的负面影响也不可忽视,必须采取具体监管措施加以解决。

对于热钱千里迢迢涌入中国的原因,大多数经济学家和业内分析师的观点是,人民币升值吸引了海外资金通过各种方式乔装进入中国。不过,人民币升值只是因素之一,中国资产价格的上涨,尤其是房地产市场和股市,更是热钱涌入的重要原因。

瑞银集团亚太区首席经济学家安德森认为热钱流入中国的原因主要在于内地资本市场,由于不受次贷投资拖累,远离美国资本市场信用危

机,中国异军突起的A股市场让全世界的投机者都看到了获取暴利的机会。

对此,广东省社科院境外资金异常流动研究课题组长、经济学教授黎友焕认为,海外热钱之所以大量涌入中国股市,与看好十七大之后中国经济发展和奥运两个概念有关。这是目前热钱仍留在中国的原因。

不过,是否热钱一旦获利就将撤出呢?BP集团亚洲首席经济学家汪涛持有不同观点。他认为,热钱青睐中国,一则看好中国经济基本面,二则缘于人民币升值预期,加上中国汇率浮动还有限,前来对赌的风险不高。即使没有人民币升值的问题,也可获利不菲。

相对而言,国外的证券市场利润较低,经过次级债风波后更是让许多投资者失去了信心,而中国则相对受到较少的影响。因此,除非中国经济增长放缓,这个差异变小了,或其他

市场更有吸引力了,否则很多钱不会急着往外走。

花旗集团首席经济学家黄益平认为,热钱与投资之间最大的差异是资金在中国停留时间的长短。宽泛地说,只有以赌人民币短期之内快速升值为目的、短期进出中国的资金可以称之为热钱。而如果外资看好中国经济长期发展的潜力,同时兼得人民币升值的好处,并且投资期限较长,以这样的目的进出中国的资金就是投资而不是热钱。如果以此为依据,恐怕热钱的规模就小多了。

专家认为,热钱仍在通过十几种渠道流入境内,使得政府宏观调控面临的环境更加敏感和复杂。商务部研究院研究员梅新育表示,资本暗流的负面影响已经不可忽视,必须认真加以解决。他建议,对于外资企业的变相资本流动,首先应该取消对外资企业宽松的汇兑监管,强化对其剩余管制项目的效力。

热钱或藏匿于贸易项下

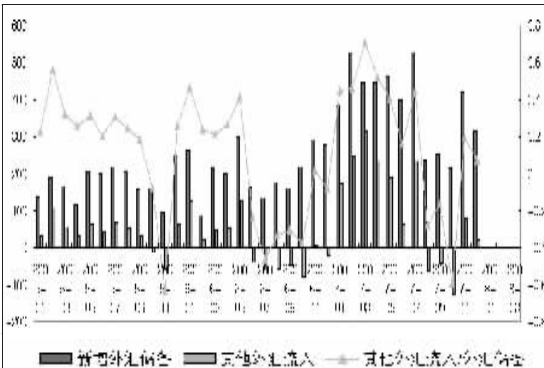
疏堵并举限制热钱涌入

□本报记者 卢铮

自2004年4季度之后,中国贸易顺差急剧增长。专家表示,其中部分原因是人民币升值预期形成了热钱的流入,再加上资本管制的原因,导致热钱乔装混入贸易项下。

分析人士建议,应从海关税收作为第一道关卡,限制热钱大举涌入。此外,也应促进热钱评估的有效化,加大对外汇资金流入和结汇后资金流向的监管力度。

2005-2007外汇储备与其他外汇流入增长情况



热钱如何藏在贸易中

“由于国际资本预期人民币升值,以及中美、中日利差倒挂,混入贸易中的境外资金这几年一直有流入,但由于混入贸易的热钱表面上是合法的,其总量和流入渠道难以监控和统计。”商务部一位人士向记者表示。

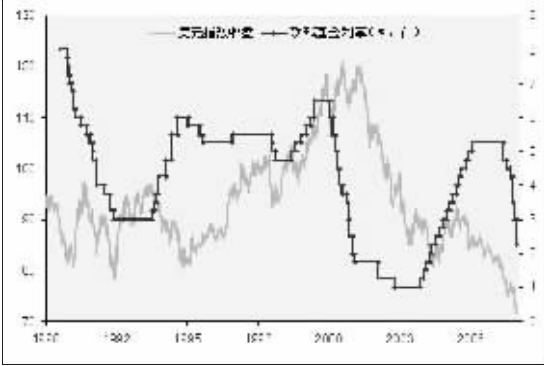
“热钱混杂在顺差中流入境内,主要是通过企业高报出口价格,低报进口价格造成的。热钱要流出,则是相反,低报出口价格,高报进口价格。”该人士称。此外,也有企业虚报出口项目,以国际贸易中的“预付款”手法,使热钱混入贸易项目中流入境内。

从2007年情况看,股市去年一季度的异常放量与当时的外贸顺差迭创新高可能有相对应关系,也从一个侧面显示出或有部分热钱通过贸易渠道涌入证券市场。

但从去年第四季度以来,受内外环境变化的影响,贸易顺差连续回落。这也引发热钱通过经常贸易项目大规模撤退的担心。这种忧虑不无道理。自去年下半年以来,跨国金融机构利润持续下滑,多只投资基金因亏损而被迫清盘。美国金融市场流动性的紧张以及保证金交易的制度安排都对国际热钱的集中撤离创造了条件。

分析人士也表示,贸易顺差回落不能证明热钱正在逃离。“顺差回落一方面反映外部市场需求不足,另一方面也与国内外外贸调控政策有关。此外,也有月度偶然性因素影响。而热钱流出的理由也不成立。尽管目前美元资产价格下降,但美元持续回落的预期,以及由次级债危机引发的金融市场动荡的负面效应没有完全消化,前景仍不明确。因此对于海外资金而言,留在中国境内可能更加安全。”商务部人士向记者表示。

1990年以来美元汇率与利率走势



疏堵并举防热钱

既然热钱可以通过合规贸易渠道涌入,那么如何限制热钱在境内“兴风作浪”呢?

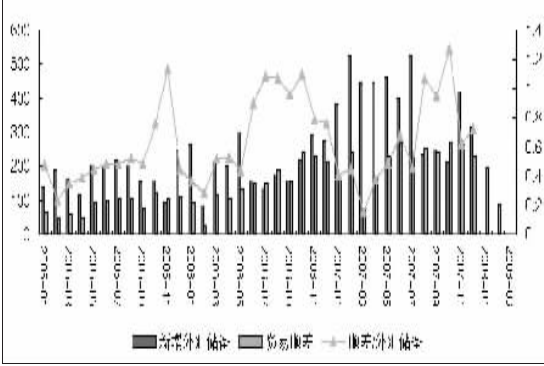
一方面,应从源头上将热钱“堵在”境外。“这可以通过税收来控制。比如服务企业,收入越多缴纳的所得税越多。商品企业也是这样,海关要监控商品进出口价格,进出口商品额越大,企业所要缴纳的增值税就越多。这将增加投机资本合谋企业的成本。目前我国资本项目还没放开,热钱流进流出的成本相对较高。”商务部人士表示。

黄靖指出,在美国资本项目是可以放开的,但是对于资本流入后的监管和统计都极其严格。美国财政部每月公布国际资本(TIC)月度报告,着重强调长期证券的跨境交易状况,也包括某些非市场渠道的资金流动,如换股和资产担保证券本金的偿付等。

“目前在热钱监管方面,一是政府部门要统一监管规则,形成统一的监管体系;二是境外资金进入渠道的正规化,建立正常的跨境资金流动渠道;三是热钱评估的有效化,实现监管部门评估标准的统一。”黄靖说。

国家外汇管理局局长胡晓炼此前也表示,今年将加大跨境资金流动的外汇检查力度,以外汇资金流入和结汇后人民币资金流向为重点组织一系列专项检查,并会同相关部门严厉打击地下钱庄、非法买卖外汇等违法犯罪行为。

2005-2007外汇储备与顺差增长情况



川财证券经纪有限公司
关于对剩余不合格账户实施中止交易措施的公告

为了切实保障投资者资产安全、维护投资者合法权益,川财证券经纪有限公司(以下简称“我公司”)依据中国证监会《关于做好证券公司客户交易结算资金第三方存管有关账户规范工作的通知》(证监发[2007]110号)、中国证券登记结算公司《关于进一步规范账户管理工作的通知》(中国结算发字[2007]130号)以及《深圳证券交易所关于加强账户交易管理工作的通知》等监管规定,向开立不合格账户(指不满足合格账户条件的账户)的投资者公告如下:

- 1、根据我公司以前多次公告内容,对未临柜办理账户规范手续并办理客户交易结算资金第三方存管(以下简称“第三方存管”)的不合格账户,我公司已于2008年2月1日起实施了证券买卖和资金存取限制措施。
- 2、凡在我公司开立不合格账户的投资者,务必于2008年3月28日前持本人身份证(机构客户应持有效营业执照及授权文件)、沪深证券账户卡至开户营业部临柜办理账户规范手续和第三方存管手续。
- 3、自2008年3月28日起,我公

司将对未按以前多次公告要求临柜办理账户规范和第三方存管手续的剩余不合格账户实施中止交易措施。不合格账户投资者需持相关证件到营业部办理帐户规范和激活,于当日恢复帐户业务功能。

4、2008年5月1日起,根据中国证监会和中国证券登记结算公司的要求,不合格账户将被统一采取“中止交易、另库存放、集中存管”处理。

5、2008年7月31日前,根据中国证监会和中国证券登记结算公司的要求,不合格账户的投资者仍可持有效证件材料继续前往开户营业部临柜办理账户规范手续,在2008年7月31日前能够完成全部账户规范手续的,经我公司确认并向中国证券登记结算公司申请,方可撤销已被实施的中止交易限制措施,于次日恢复账户业务功能。

6、2008年8月1日起,根据中国证监会和中国证券登记结算公司的要求和安排,开立不合格账户的投资者,主张已另库存放账户资产或申请恢复使用账户的,须严格按照国家有关规定在履行法定程序后,凭有效的法律

文书等证明文件经我公司审核同意并报四川证监局备案后,由投资者本人持书面申请材料分别至中国证券登记结算公司上海分公司(地址:上海市陆家嘴东路166号中国保险大厦)或深圳分公司(地址:深圳市深南中路1093号中信大厦)方可办理。

7、我公司将尽力通过各种渠道向客户传达本公告内容,客户未按我公司以前多次公告要求及时办理相关手续而引起的一切后果(包括但不限于价差买卖损失、时间损失以及所发生的费用)均由客户自行承担。

8、本公告经证监局备案,在指定报刊和经营场所发布。

详情可查阅川财证券网站(www.cczq.com)、致电客户服务中心(95105118),或就具体事项与开户营业部联系。

特此公告。

川财证券经纪有限公司
二〇〇八年三月二十五日
注:合格账户是指开户资料真实、准确、完整,投资者身份真实,资产权属关系清晰,证券账户与资金账户实名对应,符合账户相关规定的账户。