

# 千亿资金杀回马枪 警惕热钱导演过山车行情

国庆长假后,天量资金流入股市,A股市场出现一波显著的上涨行情。与此同时,跨境资金大量流入境内的状况仍在持续。市场人士猜测,从楼市撤离的投机资金和人民币升值预期下的套利“热钱”是这波流动性行情的“推手”。除通过各种障眼法入境的“热钱”外,更有上千亿逐利资金囤积香港,磨刀霍霍“觊觎”A股。

分析人士指出美国二度定量宽松举措导致美元泛滥是全球面临的共同难题。如何避免这场流动性泛滥演变为“热钱”危机,成为亟需解决的问题。

□本报记者 卢铮

## 境外热钱仍大量流入

继二季度数月外流后,近期国际热钱重返中国市场步伐明显加快。据央行统计数据显示,9月份新增外汇占款高达2895亿,外汇储备增1050亿元,达到了有史以来的峰值。照“新增外汇占款-贸易顺差-实际利用外资=热钱”的测算方法,9月份流入中国市场的“热钱”近1200亿元,而这一数据在8月份还不到600亿元。数据上,中国金融机构外汇占款、商业银行新增外汇贷款、离岸非交割远期(NDF)都显示出境外资本流入的信号。

外汇局27日公布的数据显示,9月银行代客结售汇顺差284亿美元,延续了7月和8月250亿美元以上的顺差规模。这一数字意味着,跨境资金大量流入国内的状况仍在持续。

据广东社科院境外热钱课题组负责人黎友焕测算,8月下旬开始至10月20日境外热钱大量流入内地。以月度计算,今年9月、10月中国内地出现2002年以来最大规模的热钱流入量。根据香港《文汇报》报道,有大约6500亿港元的热钱囤积香港伺机进入内地,与此同时,金融大鳄索罗斯身携100亿美元现金进入香港,目标锁定A股和H股。

不少专家指出,在美国二次定量宽松政策和美元贬值预期下,全球资金大量囤积到新兴市场国家是一种必然,而目前国内资本市场环境更是滋生热钱流入的温床。

民生证券研究所策略小组认为,在美、日等发达国家继续实施量化宽松政策刺激经济复苏的背景下,中国加息进一步拉大中美息差,使外部资金套利空间增大,加上人民币升值预期带来的套汇机会,必然加剧逐利热钱的流入,进一步增加人民币升值压力。

值得注意的是,由于中国致力于推进人民币国际化,资本项目管制在某些领域有所放松,这可能会降低短期国际资本流入中国的成本。中国社科院世界经济研究所国际金融研究室副主任张明表示,伴随着资本项目的逐步开放,热钱通过资本渠道进入国内的可能性在未来可能会超过贸易渠道。

## “不明资金”搅动股市

国庆长假后,股市出现一波显著的上涨行情。广发证券策略分析师林鲁东告诉记者,这波行情上涨一方面是由复苏预期和乐观情绪推动,另一方面也与“不明资金”推动的流动性作用密切相关。

林鲁东表示,一方面房地产新政接连出台,从楼市撤出的部分资金涌入市,另一方面,人民币升值预期强化导致热钱流入。因为这些资金是没有统计测算的,所以可算作“不明资金”。

据申银万国营业部人士反映,近期有监测显示两三年前开户,之前一直没有交易也没有资金进来,但国家打击房地产投机政策出台以后,有时两三千万、五六千万的资金打入股票交易账户。这部分资金可能是境内企业从地产撤出进入股市,也可能包括海外资金流入。

中国证券报记者通过对2005年至今的“新增外汇占款-贸易顺差-FDI”数据与同期A股沪深300指数走势比较发现,二者之间具有正相关,尤其在2007年之后,股指每次阶段性上涨和下跌,都与热钱流动有密切的关系。

全球基金追踪和研究机构EPFRGlobal的数据显示,在截至10月21日的一周内,全球投资者向新兴市场股票基金共投入58亿美元,再次创下资金流入的纪录。

今年10月以来,香港发行的A股基金受到资金追捧。在内地ETF基金多为折价的情况下,这些基金溢价率却逐步走高,平均溢价率达到5.8%。以安硕新华富时A50为例,该基金从9月30日开始,成交量明显放大。10月11日成交31.7亿港元,创出一年新高。10月20日,成交量再次刷新纪录。

## 牛市成色待考验

需要注意的是,热钱不是盲目追高的散户资金,而是极为活跃和敏锐的投机或保值资金。一旦市场被快速拉高,远离估值、积累了大量获利盘和做空能量,这部分资金很可能转而做空打压股市,从而实现最大程度的收益。

此外,此轮“热钱”流入带来的流动性行情能否持续仍存不确定性。广发证券策略研究组认为,人民币升值趋势较为确定,但从央行加息当天美元指数大幅反弹看,加息增加了资金避险需求。因此不能简单认为人民币升值背景下,加息=资本加速流入。此外,美联储二度定量宽松实施相当于给美国国内资产价格打了一剂强心针,资产价格上涨吸引资金回流美国,此外美元前期大幅贬值造成大宗商品价格飞涨,加剧美国内通胀引发资金回流,美元走强有可能对全球流动性带来负面影响。

实际上,在中国加息后,市场已经下调了人民币升值预期,NDF(无本金交割远期)一年期汇率显示,人民币对美元将升值3.3%,低于加息之前的近4%。

不过,资金推动型的资本市场让央行陷入防热钱和抗通胀的两难境地。央行行长周小川近期也表示,跨境资本流动蕴含潜在风险,流动性过多、通货膨胀、资产价格泡沫、周期性不良贷款增加等宏观风险将会显著上升,金融资产质量和抗风险能力面临严峻考验。

兴业银行经济学家鲁政委表示,进一步扩大人民币对美元汇率的波动幅度应该作为中美利差拉大的辅助措施。他还建议,动态调整国际资本管制措施。在国际资本管理中,强调真实交易背景的重要性,强化以主体为主的黑白名单管理制度,以便在加强管理的同时能够继续方便用汇。

中央财经大学中国银行业研究中心主任郭田勇指出,一方面从源头入手,控制与治理并举,多部门联合形成联防体系,严格控制资本流入;同时,要努力治理国内市场,疏通贸易顺差和外汇储备,提高资本市场运作能力,优化经济结构,充分发挥市场机制作用,引导投资,合理规划资本流出。



合成/韩景丰

## 外资行:热钱重资产升值不重息差

□本报记者 杨博

在不断增强的人民币升值预期,以及对中国经济持续增长的乐观情绪推动下,海外资本对人民币计价资产的关注热度提升。特别是10月19日中国人民银行意外宣布加息后,热钱话题再掀波澜。对此,多位外资行专家在接受中国证券报记者采访时表示,目前热钱大规模流入内地的现象还不明显,息差加大对热钱流入的吸引力有限,由于内地有系统管控措施,预计热钱流入风险可控。

### 加息对热钱吸引力有限

10月19日中国人民银行意外宣布加息。与此同时,美日等发达经济体正在考虑实施第二轮量化宽松政策。市场对于息差大会吸引更多的热钱流入的担心升温。

我认为中美之间的息差加大不会造成这方面热钱流入很大的问题。”野村证券亚洲地区主管木下智夫接受中国证券报记者采访时表示,目前中国和其他很多亚洲新兴经济体与美国等发达国家之间都保持着一定的息差,中国和亚洲

很多经济体确实都面临很多外来资本流入,比较难以应对,但中国实行的资本账户管控对于外来的合法资本流入是能够进行控制的。

野村证券预计,由于中国将继续货币政策正常化进程,央行可能在2011年四次加息,2012年三次加息。加息带来的风险之一是可能会吸引更多资金流入或有更多

热钱”通过非官方渠道流入,但中国可以通过加强对资本流动的监管体系来应对这一风险,不排除中国收紧规定避免短期资本快进快出的可能性。

瑞银证券中国首席经济学家汪涛认为,从理论和方向性来说,息差增加会吸引更多资本流入,但国内把热钱流入的规模假想过大。由于中国有比较完整的资本管制体系,所以流入的热钱相对于中国经济的规模和人民币升值预期来说影响仍然是比较小的。

汪涛表示,中国吸引外来资本流入最重要的方面,一是中国经济增长比较快,投资回报比较高;二是人民币升值预期比较强,这些因素远远大过了息差的吸引力。从加息角度来讲,如果这一举措能够帮助抑制资产价格过快上涨,反而未必会增加更

多热钱炒作的吸引力。

渣打中国经济分析师李炜表示,热钱流入实际上盯住的是中国的资产价格上涨,包括股市、房产等,而不是冲着息差。目前市场直接交易者的感受是,2009和2010年所谓投机性交易大幅减少,从市场参与者角度来说,目前还没有观察到热钱大规模流入的迹象。”

李炜认为,加息举措显示决策部门有信心控制热钱流入规模。尽管部分投机性流入通过各种渠道进入资本账户,但规模可控。而息差对热钱的吸引力究竟有多大还有待探讨。决策部门可能会在加息后加强对外汇流入的管制措施力度,以积极回应美国可能推出的二次量化宽松措施所释放出的流动性。

### 热钱涌动香港

安本国际基金中国/香港股票投资主管姚鸿耀对记者表示,金融风暴之后国际投资者普遍意识到亚太区资产有增值的潜力,尤其从货币角度看。特别是在这一年里,投资者不只是对人民币,而是对所有亚太新兴市场货币都比较有信心。

姚鸿耀称,目前热钱流入的迹象在香港

更为明显,特别是这个月。国际投资者看到美日等发达经济体启动第二轮量化宽松,觉得发达国家会继续保持低利率,因此很多钱流入新兴市场,包括大中华地区,由于香港是比较开放的交易场所,所以更为明显。但他提到,由于内地有管控措施,所以热钱大规模流入内地可能比较困难,不过还是有其他很多方法进入。

摩根大通中国证券和大宗商品主席李晶在最近发布的报告中表示,人民币计价资产的吸引力正在加大。当前A股市场具有诱人的风险回报,A股与H股的溢价率达到1.6%。而中国自2007年12月以来的首次加息虽然会令国内市场迎来调整,但却消除了投资者的不确定性,可视为政府对经济增长充满信心的标志。因A股与H股的估值越发贴近,全球投资者对境内的投资需求加大。

对此姚鸿耀认为,人民币一直都在得到国际投资者的认可,长远来讲有增值潜力,但步伐会比较稳健。而在投资股票方面,他劝告投资者不要寄希望于人民币升值的因素,因为股票投资还要考虑到诸如企业管理等其他风险,不要因为人民币升值就去买人民币股票资产”。

## 提防外资干扰房地产调控效果

外资进入房地产市场势头迅猛。外资在房地产开发企业外部资金来源中,从年初的单月增长23亿元到9月份的67亿元。今年前8个月,房地产开发企业资金来源中外资的规模达到369亿元。如果仅计算外商直接投资和境内企业海外融资两项,2010年上半年,进入我国房地产行业外资金额至少达182亿美元,相当于上半年直接投资净流入额的二分之一。

□赵硕刚

自今年4月份的“新国十条”逐步落实以来,各地银行信贷紧缩和税收调整政策使得我国房地产企业国内融资渠道收窄。1-8月,我国房地产开发企业外部资金来源中的国内资金部分呈逐月下降趋势,资金规模由年初的3189亿元降至8月份的2816亿元,占房地产企业总资产来源的比重也由60%降至50%左右。而与此同时,外资在房地产开发企业外部资金来源中的规模却在不断扩大,从年初的单月增长23亿元到8月份的67亿元。

今年前8个月,房地产开发企业资金来源中外资的规模达到369亿元。虽然目前进入房地产市场的外资所占比重还较低,但其短期内大量流入对房地产市场可能造成的潜在影响以及对地产调控可能造成的干扰需要我们警惕。

### 外资加速入场

通过设立、增资房地产企业进入国内房地产市场。通过这种方式进入我国房地产市场的外资主要是外商直接投资。今年前7个月,房地产行业实际使用外资金额达129亿美元,占我国实际利用外商直接投资金额的22.2%,比去年同期提高了4.7个百分点。

内地房地产企业境外融资。彭博统计的数据显示,2010年中资地产公司在海外市场共销售68亿美元债券,创自1999年以来最高。尽管成本较高,国内房企仍选择大规模海外融资,一方面反映了受房地产调控政策影响,企业自身资金链紧张不得已而为之;另一方面也说明国内房地产企业仍看好后市。

通过私募股权基金投资房地产行业。在房地产调控政策影响下,国内房地产企业的融资需求一定程度上加速了外资通过私募进入房地产市场。2010年4月,金地集团与瑞银环球资产管理集团合作发起房地产基金,首期募集资金约1亿美元;6月,中国海外兴业联手Harmony China房地产基金共同投资西安、青岛、沈阳的三个项目,总价12亿港元;7月,雅居乐地产控股有限公司通过向摩根士丹利出售旗下冠金公司30%股权获得52.8亿元融资。

以“热钱”的形式通过各种隐蔽渠道进入房地产市场。在人民币升值预期日渐增强的情况下,流入我国房地产市场的“热钱”可以通过参与炒高房屋资产价格获取资产升值与套汇的双重收益。从国家外汇管理局7月份发布的“热钱”专项排查行动结果来看,今年2月份以来,通过各种形式流入我国的“热钱”规模至少达73.5亿美元,楼市是这部分“热钱”的一个主要去向。近年来有迹象表明,“热钱”在加速购买境内房产,尤其是别墅等高端住宅。2010年8月上海市别墅交易中境外人士购买比例达12.6%,较上半年增加3.3个百分点,同比增长60%。境外人士购买的二手别墅均价达到48274元/平方米,是上海市二手别墅均价的2倍。

### 加强热钱监管

由于私募股权投资的私密性及“热钱”的隐蔽性,很难获得其投资国内房地产行业的真实金额,而且外资进入房地产行业

不仅仅是参与房地产项目开发、建设,更有部分资金以购买我国境内房产的形式入场。由于缺乏相关的统计,这部分资金量大小难以估计。如果仅计算外商直接投资和境内企业海外融资两项,2010年上半年,进入我国房地产行业外资金额至少达182亿美元,相当于上半年直接投资净流入额的二分之一。尽管相比于整个房地产市场来说,外资规模较小,所占比重也相对较低,但在当前房地产市场博弈的关键时刻,需要对其迅猛的增长势头加以关注,避免其干扰调控。

首先,外资流入缓解了国内房地产企业的资金压力,间接影响到政策调控效果。我国政府此次调控手段之一是通过收缩房地产企业资金来源中的银行信贷及国内资本市场融资,以增加房地产企业的现金压力,迫使其加速推盘变现。但由于政策中没有明确的限制外资措施,外资的流入在一定程度上缓解了房地产企业的资金紧张状况,减轻了其降价推盘变现的压力,进而影响到此次房地产调控政策的实际效果。

其次,外资流入对房地产市场信心也会造成影响。由于外资通常是投资或购买房地产市场中的高端物业项目,其价格对整个房地产市场具有标杆作用。而且外资在房地产市场中大规模的投资或交易活动本身就向市场传递了继续看涨楼市的信号,从而影响到国内房地产市场参与者的信心,影响到房价调控效果。

更重要的是,以“热钱”形式流入我国房地产行业的外商投资资本,在购入房产后炒高房地产价格,然后变现退出符合其短期获取最大化收益的目标。从历史经验来看,投机资本的大进大出容易造成资产价格的暴涨暴跌。相比开发型外资,其投机性与高流动性不仅不利于房地产市场的稳健发展,更加大了我国的金融风险。因此,为避免外资加速流入房地产市

场对调控政策效果可能造成的干扰,促进房地产市场健康、平稳发展,需要作出应对的预案,未雨绸缪。

建立外资进入房地产市场信息系统和预警体系。针对我国目前缺乏外资进入房地产市场详细数据的现状,要建立起一套包括外资设立、参股房地产企业,投资房地产项目开发以及参与房地产交易数据的信息系统和监控预警体系。通过建立这套系统,我国监管部门可以实时了解掌握外资进入房地产领域的规模,全程跟踪资金流向,分析其变化趋势,对市场中各种潜在风险做出量化的预测,从而及时制定出有效的调控措施。

进一步落实国家关于外资进入房地产行业的政策措施。2006年7月建设部等六部门联合发布了《关于规范房地产市场外资准入和管理的意见》,对外商投资房地产行业在市场准入、经营管理以及境外机构和个人购房管理等方面进行了规范。但随着中央对外商投资审批权的逐步下放,地方的引资冲动可能会削弱政策的执行力度,为外资进入当地房地产市场提供便利。因此,要强化和落实地方政府监管责任,加强对相关政策措施执行情况的监督和检查。同时,为防止外资对房地产项目的炒作,可以在《意见》中加入外资投资房地产行业最低年限的规定。

加强对热钱的监管。从短期来看,外资中的“热钱”对房地产市场的潜在威胁较大。其短时间内的流入流出容易造成房价的暴涨暴跌,不利于市场的稳定。针对“热钱”流入我国的主要渠道及监管中存在的薄弱环节,海关系统应加强对进出口货物价格跟踪,及时对商品价格异常波动采取调查,加大对虚构交易的审查处罚力度。外汇管理部门则应不断完善外汇管理以及相关管理制度,加强不同部门之间的监管协调,定期开展排查“热钱”的专项行动,严厉打击各类违法违规外汇交易活动。