

# 资本外流迷局

外汇占款近四年来首现负增长，银行间外汇市场人民币对美元即期汇价近日屡触跌停。资本外流、人民币贬值疑云突起。对此，发改委宏观经济研究院对外经济研究所所长毕吉耀认为，美元避险作用是跨境资本短期波动的主要原因，对实体经济不会产生负面影响，这一现象持续的可能性也不大。中国社科院金融所所长王国刚认为，中国经济持续快速增长，决定了长期人民币仍是升值趋势。国家行政学院决策咨询部副主任陈炳才认为，利用境内外两个市场的汇差套利是近期资本流动的主要原因，不应将短期资本波动视为资本外逃。

## 短期波动并非外逃 跨境资金仍会流入

□本报记者 任晓 王颖春



王国刚



陈炳才



毕吉耀

### 利用汇差套利是资本流动主因

**中国证券报：**近期数据显示跨境资本有流出迹象，人民币短期内也出现贬值预期，原因是什么？

**陈炳才：**9月以来，境内人民币对美元中间价仍然很高，没有出现贬值，11月初中间价达到年内最高。此后人民币中间价有所下行，但12月份以来又出现反弹。最近人民币的走势并非贬值，而是汇率的波动。

但9月下旬以来，境外人民币市场出现了贬值预期，有多个因素：一是正常情况下，境外的人民币汇率和利率比境内要低。因为所有在境外的人民币都必须回到国内，需要支付结算和进出的成本。二是民间资本链的断裂对境外市场影响比较大。三是汇率累计大幅升值后出口成本上升，加上劳务成本上涨等因素，企业的压力较高，对政策也有压力。市场上产生了人民币贬值预期。

与境外市场相反，国内外汇交易市场人民币并没有贬值，反而在升值。境内外汇差由平时的100-200点扩大到400-

600点，最高时超过1000点，这样资金跨境的成本降低。根据我国现行的外汇管理制度，一是允许企业的外汇资金存留境外，二是境内账户可以保留美元。汇差比较大刺激了资本外流。这样投机资本在境内买入美元拿到境外，可以获取更多的价差收益。

**毕吉耀：**原因比较复杂。从国际上看，欧债危机后美元避险作用上升，这是美元对人民币有所走强的重要因素。目前在香港市场上，无论是NDF，还是离岸市场汇率，都已显示出这一趋势。另一个因素是国际资本对国内经济前景的担忧。国内房地产调控短时期内不会放松，再加上外贸顺差缩减，进出口同比下降，这些因素造成部分资金开始从国内撤出，这有利于人民币升值压力减轻。

**王国刚：**当前的情况并非人民币贬值预期，只是在交易过程中人民币贬值了几天。正常的汇率交易就应该有升值有贬值。不能根据单月的外汇占款增长为负作出资本流出的判断。

### 资本波动或为短期现象

**中国证券报：**资本外流和汇率贬值是短期波动现象还是长期趋势？

**陈炳才：**最近境内外汇差开始下降，如果这一状况延续，不一定会出现长时间的外汇占款下降。现在资金不会出现纯粹的外流，短期资本波动主要是资金在两地之间作投机交易。不应当将其视为资本外逃。境外美元资金很多，最后可能还会回到国内。此外，跨境贸易人民币结算市场在不断扩张。境外需要有一个不断壮大的人民币市场。如果人民币资金全部回流，境外人民币业务开展也会比较困难。

欧债危机可能还会持续一段时间，但至少目前看不出更趋恶化的危险。如果明年欧美经济状况类似于今年，对中国出口不一定有大的负面影响。因为中国的产最廉价，欧美对中国的产仍然有购买需求。从全球看，其他国家经济更差，资金只有流向中国。

从长期看，中国汇率升值大的方向仍然不会改变。最近汇率波动加大，有利于打消单边升值预期。长期来看，要观察商业银行的外

汇存款和外汇贷款情况。如果外汇贷款没有出现显著下降，企业和银行总体而言对汇率还是一个升值的判断。

**毕吉耀：**综合来看，短期波动可能性更强。2008年金融危机开始后，美元就成为首选的避险工具，此次欧债危机是同样道理。目前来看，美元仍是各路资金避险的首选。资金选择美元避险的因素是短期因素，欧债危机近期将会有解决之道，一旦方案明确，金融市场趋向稳定，避险情绪将会进一步缓解。对于国内而言，随着宏观政策的预调、微调，国内经济前景会进一步明朗，毕竟中国经济增长从长期看还将高于其他国家，因此资本外流不会是长期趋势。

**王国刚：**中国经济在快速成长，中国的实力在提高，基本面决定人民币必然要升值。欧洲还在欧债危机的泥潭中，明年估计不会有太好的表现，美国经济可能会比现在略好，但也不会有太高的增长。从国际对比而言，人民币会升值。但也不是每天都升值，可能涨涨跌跌。

### 对实体经济冲击较小

**中国证券报：**汇率波动对中国的经济和货币政策会有什么影响？

**王国刚：**中国经济依然在高位运行。明年我国GDP增速可能比今年低，但仍然在可接受范围内。当然，明年GDP增速可能将是自2000年以来比较低的水平，市场要为此做好准备。

中国资金对海外资金的吸引力数十年来一直很强，外商直接投资达到了世界第一的水平。勿需怀疑，中国仍然是全球资金最好的投资地。

汇率对出口的影响不能一概而论。人民币升值是影响出口的一个因素，但不是唯一因素。中国自2005年汇改以来产生的外贸顺差额远远大于汇改之前。同时，应对人民币升值，外贸企业的创造能力没有

耗尽。

**毕吉耀：**跨境资本流动，对实体经济影响不会太大，因为中国的资本市场开放有限，很多热钱是绕道进来的。对于央行而言，外资金入减少并不会导致流动性紧缩，反而可以通过降低存款准备金率释放空间来满足资金需求。今年FDI增长较快，因此，跨境资本流动加大不会对实体经济形成冲击，这种趋势对于出口企业也是好事。

当前存款准备金率偏高，不利于提高资金的使用效率，某种程度上是一种浪费。贸易顺差较多导致外汇占款也比较多，从而使流动性压力变大，贸易顺差和资本流入减少，有利于央行政策进一步向常态回归，也使央行有进一步下调存款准备金率的空间。



## 热钱冲击A股或被高估

□本报记者 曹阳

近期，人民币对美元即期汇率盘中连续触及跌停，市场人士开始担忧中长期人民币汇率可能趋向贬值。加之10月外汇占款出现负增长，热钱呈现外流态势，投资者对A股的前景愈加悲观。不过，统计数据显示，热钱对A股的影响较有限，并不能作为A股涨跌的风向标。

### 热钱“抄底逃顶”只是神话

从QFII重仓股的持仓量变化可以窥探外资对中国资本市场的态度。据Wind资讯统计，三季度QFII的持仓市值相对半年报减少了近50亿元，持仓数量减少了677.33万股。可见，三季度以来，QFII的确在对A股持续减仓。

此外，利用月度新增外汇占款减去外商直接投资(FDI)与贸易顺差之和可以粗略计算出在外汇占款口径下的热钱规模。从热钱流入规模的季度表现看，2011年一季度热钱共流入1424.50亿美元，二季度流入712.91亿美元，三季度流入431.13亿美元，热钱流入的速度逐季降低。

2002年至今，在108个可比的热钱流动观察月份中，有26个月份呈现出热钱流出态势。而在这26个观察项中，有13个月度的当月上证综指出现下跌。因此，仅仅从统计的角度而言，热钱的流出对A股的运行并没有产生实质性影响。即便是今年10月份热钱流出292.83亿美元，创2008年以来热钱流出规模的新高，同期上证综指仍然取得了4.62%的涨幅。从这个角度而言，投资者过多担忧了热钱流出可能给中国资本市场带来的剧烈冲击。

当然，也不能忽视热钱持续流出对中国资本市场可能带来的负面影响。历史数据显示，从2002年至今，历史上有几个时期热钱呈现出持续流出或流出规模较大的情况，分别是：2005年9月至11月热钱累计流出73.28亿美元，2007年12月热钱流出602.92亿美元，2008年8月至2009年1月期间热钱累计流出635.88亿元，2010年5月至7月热钱累计流出298.17亿元。对比同期的A股表现，2005年9月至11月，上证综指处于从998点反弹后二次探底的区域；2007年12月，上证综指正处于从6124点回落反弹的过程中；2008年8月至2009年1月期间，A股最低探至1664点并开始启动了新一轮的牛市；2010年5月至7月，上证综指最低探至2317点。

从以上数据来看，热钱并没有聪明到能够准确预判市场峰谷的程度，相反，除了2007年12月热钱大规模流出充

### ■ 一线来风

## 海外避险

□本报记者 高改芳 上海报道

上海的张女士上个月总算把自己的一套房子卖了。

挂牌半年多了，后来比挂牌价降了20万元才卖出去。总价300多万元，我想先在多伦多买套公寓。”张女士告诉中国证券报记者。

张女士供职于某教育培训机构，在北京和上海各有一套房产，3年前技术移民到加拿大，但主要资产、收入来源仍在国内。今年初，张女士决定卖掉一套在上海的房子。

张女士说，她一直在观望，希望房价能再涨点才卖，但从目前情况看，要涨已经很难了。再不卖，可能还要跌。而且，目前人民币对加元升值得挺厉害，是很好的购汇时机。和她一起移民的大多数人在去年楼市限购政策推出后不久就卖了国内的房子，到多伦多、温哥华等地掀起一股华人购房热潮。“我出手已经晚了，亏了！”张女士后悔不迭。

从国内汇款到海外账户的渠道，其方便程度也已超出大多数人的想象。她之前从国内给在温哥华的儿子汇生活费时，刚开始还通过中资银行。后来就通过一个朋友介绍的汇款公司。“我在国内给这家汇款公司人民币，儿子在温哥华直接拿加元。手续费和银行一样，非常方便。”张女士表示，这次卖了房子后，也打算通过这家汇款公司直接把人民币转成海外账户上的加元。他们的汇率也是按照央行当天公布的数据。关键是方便，手续简单。”

移民潮造成的资本外流在今年显得尤为突出。

美国移民服务局11月发布的最新数据显示，今年投资移民美国的移民中，中国人占四分之三。中国从1990年以后迎来了第三波投资移民潮。不同

满泡沫的A股外，其余时间，热钱大都起到了追涨杀跌、助涨助跌的作用。因此，对于热钱的流出，投资者应保持相对清醒的认识，不应因为短期流出而过于恐慌。

### 热钱效应不应放大

在当前的国际宏观背景下，热钱的流出也并非完全出于对中国经济前景不看好。

首先，从2006年以来热钱流入流出的节奏来看，基本上呈现出上半年流入、下半年流出的特征。这里面存在外资机构资金结算方面的需求，特别是在当前欧美各大银行普遍面临生存问题时，从中国撤回资金或是迫不得已的选择。其次，欧洲债务危机以及地缘冲突均呈现出愈演愈烈的趋势，同时美国经济数据却呈现出稳健复苏的态势，这使得全球资金的避险情绪持续高涨，并纷纷回流传统的避险资产——美元。最后，从中国目前的情况来看，人民币持续升值的预期与趋势或将改变，但这并不意味着人民币将走向长期对美元贬值的道路，只是意味着过去几年间人民币对美元单边升值的时代已经结束。客观来看，只要中国仍然存在较大的贸易顺差，中国的经济增速维持在一定的水平之上，人民币对美元的长期升值趋势就不会改变。从美元对人民币NDF走势来看，自9月份以来，人民币NDF确实呈现出震荡上行的趋势。不过在2008年，同样是出于金融危机引发的资金避险情绪的高涨，美元一度维持了较为强势的走势，而美元对人民币NDF也一度从2008年4月份的6.27持续上行至2008年12月份的7.32。

总体而言，中国经济依然保持较快增长，而在欧洲经济深陷泥潭、美国经济缓慢复苏的情况下，人民币不存在大幅贬值的可能。未来人民币的双向波动或将成为常态。

从这个角度而言，受短期外流流出的影响而一味看空中国经济以及中国股市并不明智。回顾2008年底，当中国开始采取宽松货币政策结合积极财政政策以提振低迷的经济之时，热钱仍然在逃离中国回流美元资产。接下来A股在2008年10月份见底而美国随后实施的量化宽松政策则使得美元重归弱势。如今A股与2008年底类似的是，随着估值底与政策底的先后筑就，同样是在国内经济基本面最为严酷的时候，逐利的热钱再次选择撤离。事实上，当前影响A股运行趋势的主要因素并不是汇率问题或者热钱的动向，而是宏观政策放松力度与经济增速下滑程度之间的博弈。

的是，这一波移民的手段主要是投资，因此这一波正不断扩大的移民潮又被称为是移民潮。招商银行发布的2011中国私人财富报告显示，中国有50万人投资资产超过千万元，近60%接受调查的内地富人都已经完成投资移民或者是有投资移民的考虑，而这一趋势在个人可投资资产在1亿元以上的群体中表现尤为明显。

我曾在国外留学，那种只有钱没事业的感觉很糟糕。”身上上亿的“富二代”小米并不打算移民，但小米最近把家族企业中的一部分流动资金配置成了美元，而且把账户开在了香港的外资银行。人民币对美元的即期汇率在跌，无本金交割远期外汇NDF也显示一年以后人民币对美元走贬。为了避险也要多配美元。”小米解释道。

资本利用汇差套利也日益显著。杭州一家大型民营制造企业总经理罗浩然(化名)最近也在香港逗留了半个月左右。他在香港的主要任务也是观察离岸市场套利避险的机会。

罗浩然介绍，香港离岸人民币对美元汇率(CNHK)与央行公布的中间价有差价，香港的比内地高。贸易商完全可以在香港市场上把美元换成人民币，然后，由于内地的人民币对美元汇率低于香港，那么再在内地把人民币换成美元。只要这些交易有“真实贸易背景”就是合法的。

罗浩然的说法得到了中国银行国际结算部相关负责人的确认。该人士指出，今年9月末时，央行公布的人民币对美元中间价为6.39左右，但香港离岸人民币对美元汇率高达6.51，两者相差1200基点。在这种情况下，贸易商购汇在内地做，结汇在香港做就能实现套利。而这种做法也是导致近期外汇占款减少的重要原因。

罗浩然还告诉中国证券报记者，企业把资金同时放在国内和离岸两个市场更容易套利和规避风险。



数据来源:Wind资讯