

2013年“热钱”会大量流入中国吗？

外交学院国际经济学院院长 刘曙光

尽力保持汇率接近均衡水平、本币与美元利差比较合理、资产价格处于合理估值范围之内，就会减弱国际资本流入中国套汇、套利和套取资本溢价的动机，是弱化“热钱”危害性过度流入的治本之策

——刘曙光

国家外汇管理局的最新统计数据表明，2012年9月—12月，银行结售汇连续顺差，四个月累计顺差高达869亿美元，占2012年总顺差的79%。银行结售汇顺差的显著大幅增长，引起人们对新一轮“热钱”再次流入中国的担忧。

如何理解“热钱”

“热钱”一词来自于英文的Hot Money，也译为“游资”。但对于“热钱”的界定，却仁者见仁，智者见智。《新帕尔格雷夫货币金融大辞典》第二卷给出的定义是：在固定汇率制度下，资金持有者出于对货币预期贬值（或升值）的投机心理，或者受国际利率差收益明显高于外汇风险的刺激，在国际间掀起大规模的短期资本流动，这类移动的短期资本通常被称为游资。

实践中，学者们发现，中国官方语言中所使用的“热钱”概念，强调的是通过非法渠道流入的外汇，其动机更强调投机而非投资，这类资金能够短期内快进快出，有可能对一国的金融货币体系安全形成威胁。

理论上似乎还可以进行定义，但对“热钱”规模的准确统计却很困难，主要原因是：（1）在已有公开的统计数据中，难以区分贸易等经常账户项目和外国直接投资等资本与金融项目统计数据中到底存在多少虚假成分；（2）难以获得非法渠道流出入外汇的具体数额。这些技术性问题的存在影响了对热钱准确数据的判断，因此，对“热钱”问题的关注应该针对外汇流动方向，而不是拘泥于猜测其具体数额。这又包含两个方面，一是“热钱”净流入还是净流出，二是“热钱”，特别是流入的“热钱”主要流向哪些领域。因为这些问题对我国货币政策和产业政策有重要影响。

“热钱”流入原因

2012年9月—12月，国内银行代客结售汇顺差金额分别为63亿、78亿、185亿和543亿美元，四个月的顺差额几乎占全年总顺差的80%，与之前近一年时间的结售汇平衡状况形成鲜明对照。国家外汇管理局根据其掌握的相关统计数据，认为造成这种局面的直接原因是购汇动机减弱而非结汇大量增加。2012年9月—12月，收入结汇率较1月—8月份平均仅上升了不到2个百分点；而同期的支出购汇率（即售汇/跨境支出）为54%，较1月—8月下降了大约8个百分点。购汇率显著降低的原因是：一方面，由于国内外汇贷款大幅增长替代了部分购汇，9月—12月月均新增外汇贷款221亿美元，比前8个月月均增加额高150亿美元；另一方面，跨境人民币支付大幅增加也替代了部分购汇，后4个月跨境人民币收入同比增长50.1%，支出增长110.5%，支出增长远高于收入增长（前8个月增速分别为243.9%和61.4%）。此外，对外贸易融资仍呈下降趋势。

那么，究竟是什么更深层次的因素扭转了对人民币汇率的市场预期，从而导致国内银行结售汇顺差快速增加呢？

一是随着2012年第三季度以来，中国经济增长企稳回升，部分经济指标开始好转，宏观面明显改善，市场情绪由前期的悲观逐步转向乐观，与西方各国相比，投资者更加看好中国经济，因此资金流向中国或停留在中国的意愿较前强烈。

二是西方主要国家竞相实施量化宽松货币政策。为了刺激国内经济增长和减轻失业压力，美

国推出了新一轮的量化宽松货币政策，形成了人民币兑美元的升值预期；日本由于经济深陷通货紧缩，也执意推行前所未有的高度宽松货币政策，日元兑美元持续贬值，更进而对人民币贬值；欧元区除了德国以外，几乎所有成员国都面临日益上升的衰退压力，也不得不实施宽松货币政策。西方国家流动性的增加使新兴市场再现资本回流压力，也为人民币的升值预期提供了外部资金基础。

三是 2012 年下半年国内外币存贷款利率大幅下调，在人民币逐渐转向升值预期的情况下，境内机构重启资产本币化、负债外币化的财务运作，从而导致银行结售汇顺差快速扩大。

四是中国加大稳定出口的政策力度，加快 QFII 和 RQFII 的审批节奏，也助推了外汇流入和结汇增加。

防范“热钱”冲击

2013 年“热钱”是否将再次加速流入我国，虽然还有待观察，但西方主要经济体维持量化宽松货币政策、国内外利率差显著存在、人民币升值预期再现以及中国金融当局对资本流动和汇率波动管制的放松等都为“热钱”再次冲击中国提供了可能性。因此，对金融当局来说，未雨绸缪，密切关注跨境资金流动，加强资金流动的合规性监管，了解“热钱”流入中国的途径和渠道，以便在必要时采取适当的应对政策和措施来影响资金流向，是十分必要的。

金融当局在以下方面的努力将具有积极意义。

第一，国家外汇管理局及其地方分局与各级海关加强合作，及时掌握和评估贸易收支的规模、差额及其真实性，及时发现和纠正“转移定价”和虚假贸易等问题，保障贸易外汇收支的正当性，防止“热钱”借贸易渠道流入。

第二，国家外汇管理局及其各级地方政府应加强对外商投资企业资金使用与流向的监管，甄别外商直接投资的虚假出资和虚报亏损，防止热钱通过 FDI 渠道流入中国资本市场。

第三，金融监管部门应关注香港离岸金融市场资金流动，保持离岸市场的适度隔离性。以往的经验证明，不少“热钱”以香港为中转站，通过香港的相关媒介和渠道，最后进入中国内地获取更大的利润。

第四，政府应保持对地下钱庄和洗钱活动的高压打击，阻止非法收入进入外汇交易市场。

国际金融管理的历史表明，在资本市场日益开放的环境下，完全杜绝“热钱”流入是不可能的。仅靠资本管制阻挡“热钱”流入的作用毕竟也是有限的。而尽力保持汇率接近均衡水平、本币与美元利差比较合理、资产价格处于合理估值范围之内，就会减弱国际资本流入中国套汇、套利和套取资本溢价的动机，是弱化“热钱”危害性过度流入的治本之策。