



热钱暗战

黎友焕 ○ 编著

热钱做空中国 箭在弦上 没有硝烟 不见血光

而经济“堰塞湖”却已然凸显 如何破解 中国面临艰难抉择

广东省出版集团
广东经济出版社

RE QIAN
AN ZHAN

热钱暗战

黎友焕 ◎ 编著

热钱做空中国箭在弦上 没有硝烟不见血光
而经济“堰塞湖”却已然凸现 如何破解 中国面临艰难抉择



广东省出版集团
广东经济出版社

图书在版编目 (CIP) 数据

热钱暗战 / 黎友焕编著. —广州: 广东经济出版社, 2010. 11
ISBN 978-7-5454-0642-9

I. ①热… II. ①黎… III. ①投资—研究—中国
IV. ①F832.48

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2010) 第 208579 号

出版发行	广东经济出版社 (广州市环市东路水荫路 11 号 11~12 楼)
经销	广东省出版集团图书发行有限公司
印刷	佛山市浩文彩色印刷有限公司 (南海区狮山科技工业园 A 区)
开本	730 毫米×1020 毫米 1/16
印张	17.5
字数	216 000 字
版次	2010 年 11 月第 1 版
印次	2010 年 11 月第 1 次
印数	1~6 000 册
书号	ISBN 978-7-5454-0642-9
定价	35.00 元

如发现印装质量问题, 影响阅读, 请与承印厂联系调换。

图书发行有限公司网址: <http://www.gdpgfx.com>

邮购电话: (020) 89667808 销售: (020) 89667808

地址: 广东省广州市海珠区宝岗大道 1377 号 A35-A37 档 邮编: 510260

本社营销网址: <http://www.gebook.com>

本社市场部地址: 广州市环市东路水荫路 11 号 11 楼

电话: (020) 38306055 邮政编码: 510075

广东经济出版社常年法律顾问: 何剑桥律师

• 版权所有 翻印必究 •

前言

热钱是当今国际金融领域最变化莫测和令人谈虎色变的概念之一，是造成全球金融市场动荡乃至金融危机的重要根源。热钱之所以受到密切关注，是因为热钱的进出将会影响一个国家的国际收支和汇率，乃至社会经济稳定，而且热钱流动具有高度的波动性和快速的流动性。其流入会造成一国资本项目顺差、外汇储备激增、本币大幅升值、流动性过剩以及资产市场行情火爆，而其流出则可能会造成一国资本外逃（资本项目逆差）、外汇储备骤降、本币大幅贬值、流动性紧缩以及资产价格泡沫破灭等大难题。最令人不安的是热钱流动方向的突然逆转，通常会成为新兴市场国家金融危机的导火索。目前，千方百计狙击热钱是中国政府必须也是亟待完成的任务。

1992年的欧洲货币体系危机、1994年的墨西哥金融危机、1997年的东南亚金融危机、1999年的巴西金融危机、2001年的阿根廷危机、2008年的世界性金融危机等，尽管每次危机出现的表现形式不尽相同，但都与热钱的大规模快速流动有关。尽管从某种意义上来说，热钱是市场投资价值或投机价值的发掘者，对于推高股指和房产价格起到一定的积极作用，但其未经有效控制后的非理性快进快出确实给进出国家或地区带来了金融



和宏观经济方面的双重影响。热钱这把悬于一国或一个地区社会经济之上的“达摩克斯之剑”，究竟是压倒流经国家或地区经济的最后一根稻草，还是警示危机的有效信号灯，亟待社会各界的关注。

席卷全球的世界性金融危机还在不断演化，世界经济开始进入后危机时代。新兴国家在经济保持良好复苏势头的同时，也面临着房价飙升与居民收入严重不符、通货膨胀率远高于发达国家、热钱非理性追逐敏感性商品等困境。我国2010年4月CPI同比上涨2.85%，5月上涨3.1%，6月增幅为2.9%，均围绕3%的红线徘徊，这意味着一年期存款的实际利率将为-0.55%左右。蔬菜、水果等价格的上涨，加上民众不断高涨的通胀预期有可能进一步推高CPI指数的上涨，通货膨胀压力将急剧呈现。中国金融发展与转型研究中心主任陆磊对此表示，基于通胀与人民币升值的预期，国际热钱不断流入，这将进一步加剧通胀的可能性是存在的。大量境外热钱在人民币升值预期的吸引下通过各种渠道涌入我国境内，在等待人民币升值的同时，乘机进入房地产市场和股票市场寻找套利机会，从而推动了市场资产价格的逐步上升。这些资产价格的持续升温与人民币进一步的升值预期，又会吸引更多的热钱进入，这势必又将房价、股价进一步推高，由此会形成热钱、房价与股价三者之间的相互依存，并呈现出螺旋上升态势。不少外资涌入中国市场，造成中国市场流动性过剩，随之强化了通货膨胀的货币环境。

在中国政府对货币流动性严防死守，并承诺人民币不在短期内大幅度升值的背景下，大量热钱的饕餮进入显然与政府的紧缩政策形成强烈的对冲。到底热钱会不会成为压死我国经济这匹大骆驼的最后一根稻草，现在笔者也认为可能性不大。但是，可以肯定的是，热钱的进入将会对中国的资产市场形成很大的冲击，弱化我国政府有关金融政策效果，也可以说热钱仍然是个不定时的重磅炸弹，现在，这些大批量的热钱还都安静地呆在各界有价媒介上，这些蠢蠢欲动的热钱还需要一个饕餮而食的故事，以使

它们能够制造泡沫并从中攫取到高额利润。

本书即源起于对日益严峻的热钱涌入形式所引起的思考。全书由5部分构成：由热钱定义及流入渠道而起，分别从股市、楼市和商品市场着手分析热钱攫利的手法及其危害，最后总结了我国历年来阻击热钱的艰辛过程，并就目前我国通胀预期强烈的情况提出中国人的个人财富保卫方略。相对此类其他书籍而言，本书具有以下特点：其一，专著热钱。全书内容紧紧围绕社会各界对热钱流动最关心的环节展开。目前国内专写热钱的书籍几乎没有，仅有的一些有关热钱的书籍只是以热钱的某个方面进行探索，或就媒体报道热钱的文章进行编辑或汇编论文集。本书不回避热钱研究的难点，针对热钱的有关重要性问题展开分析，明显是有其独特的视角。其二，分门别类，阐述明晰。以往书籍，大凡专著于热钱，都无疑避开其细枝末节，转而从宏观方向把握。由于热钱具有极强的投机性，其流入渠道也千变万化，所以要详细阐述实属不易。本书对此问题详细的分类及分析是在广东省社会科学院《境外资金在我国大陆异常流动》课题组深入研究热钱的方方面面后谨慎总结而成，立足于普通老百姓的视角，不仅从宏观把握大势走向，而且从细微处呈现一个纷繁复杂的热钱王国，具有极强的可读性。其三，立足大众，生动有趣。为摒弃宣科式的说教，本书融入了大量的纪实性案例及知识链接，并采用普通群众易于理解的趣味性语言，为读者带去轻松享受的阅读感受。其四，把握时势，理论兼具现实。从现实出发，紧扣写作主线，不仅从理论角度论证观点，而且结合大量实例来阐述内容。

本书是由广东省社会科学院《境外资金在我国大陆异常流动》课题组在收集大量理论资料、经历多次实地调研分析、通读相关书籍的基础上悉心编写。研究“热钱”是一个艰辛而漫长的过程，尽管我们将现阶段研究的成果集结成册，但其中仍旧有不足之处，我们会继续不断跟进研究，努力做得更好！

第一部分 热钱概述

- 一、揭开热钱的神秘面纱 / 003
 - (一) 热钱定义的口舌之争 / 004
 - (二) 把脉热钱张力 / 005
- 二、热钱，盗亦有道 / 012
 - (一) 缘何热钱选择中国内地 / 012
 - (二) 热钱流入中国内地轨迹追踪 / 020
- 三、热钱规模令人咋舌 / 032

第二部分 股票市场里的热钱

- 一、热钱为何屯兵中国股票市场 / 037
 - (一) 风景这边独好，吸引热钱滚滚而入 / 037
 - (二) 热钱狂舞中国股票市场 / 043
- 二、双面热钱在股票市场中的翻云覆雨 / 048



(一) 热钱的流入途径——掌握热钱的进场步骤 / 049

(二) 探究热钱流向风向标——掌握热钱进场时间 / 050

(三) 热钱大规模流入对中国经济的影响 / 061

(四) 热钱如何作祟中国股票市场 / 064

三、暴风雨前的宁静——热钱掣肘 / 068

(一) 热钱从股票市场撤离的杀伤力不容低估 / 068

(二) 关门打狗——严防股票市场热钱 / 075

第三部分 楼市里的热钱

一、热钱楼市：管中窥豹，可见一斑 / 079

二、房价腥膻，热钱饕餮而至 / 085

(一) 何时起，房价已成汇率指标 / 085

(二) 热钱波动和楼市走势的“滴血验亲” / 087

(三) 缘何热钱大举进入楼市 / 092

(四) 热钱炒楼——你的蜜糖，我的砒霜 / 095

三、热钱如果撤离，方向何在 / 101

(一) 股票市场——最顺畅的转型去处 / 101

(二) 私募基金——热钱的热捧对象 / 104

(三) 股指期货——热钱重金押宝 / 104

(四) “囤积”大宗商品——热钱独辟蹊径 / 105

(五) 民间信贷——热钱新关注点 / 106

四、温水煮青蛙——楼市泡沫之殇 / 106

(一) 金融危机“拯救”了房地产业 / 107

(二) 海葵和寄居蟹 = 楼市和泡沫 / 110

(三) 炒楼：国内热钱更应受关注 / 112

- 五、各地五花八门的热钱炒楼纪实 / 112
 - (一) 上海：豪宅起舞，虚火旺盛 / 113
 - (二) 北京：房子卖得比萝卜快 / 119
 - (三) 海南：圈地运动急剧升温 / 123
- 六、反思热钱房地产泡沫 / 127
 - (一) 泰国 / 127
 - (二) 马来西亚 / 129
 - (三) 日本 / 130
 - (四) 美国 / 132
 - (五) 国外热钱泡沫对中国的启示 / 133

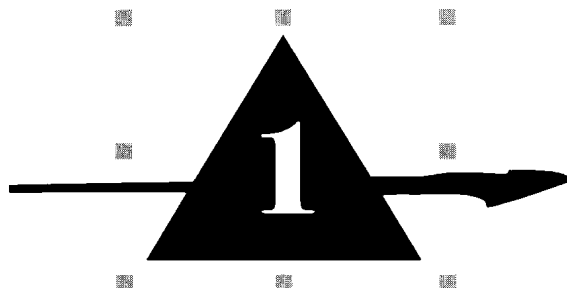
第四部分 商品市场里的热钱

- 一、国际期货市场表现 / 141
- 二、国内商品期货市场的反应 / 143
- 三、期股联动——高风险下的“夺宝奇兵” / 146
 - (一) 金、铜等贵金属 / 147
 - (二) 石油等大宗原料 / 149
 - (三) 粮食农产品 / 150
 - (四) 敏感性商品 / 159
 - (五) 航运市场：干散货运输市场 / 166
- 四、热钱在商品市场攫利的操作手法原因 / 168
 - (一) 资本贪婪 / 171
 - (二) 价格紊乱，通货膨胀 / 173



第五部分 狙击热钱的不归之路

004	一、中国的热钱“抗战史”	/ 177
	(一) “抗战史”回顾	/ 177
	(二) 中国目前在热钱监管上取得的成绩	/ 184
	(三) 中国限制热钱异常流动采取的措施收效不大的原因	/ 216
	二、反热钱的博弈战：理论分析	/ 223
	(一) 三者的利益分析	/ 224
	(二) 三者的利益博弈分析	/ 226
	三、反热钱战争的实践：中国应对热钱异常流动的思路	/ 229
	(一) 应对热钱异常流动的基本原则	/ 230
	(二) 应对热钱异常流动的调控政策	/ 231
	(三) 加强我国宏观层面的指导	/ 236
	(四) 从流通途径进行监控和疏导	/ 240
	四、个人财富保卫方略	/ 248
	(一) 资金充足引发通胀隐忧	/ 248
	(二) 保卫个人财富 跑赢 CPI	/ 252
	后 记	/ 267



第 一 部 分

热 钱 概 述

2010年，中国可能会成为热钱的乐园：“风景这边独好”的经济复苏态势、人民币升值压力、资本市场保值、加息预期等等，以上任何一种因素都有足够的可能性使得热钱汹涌而入。2009年，“上证指数全面上涨80%，全年商品房销售价格涨幅超过24%”，2010年9月开始，中国股市全面飞涨，这些都与热钱的进入和退出有千丝万缕的关联。

2010年第一季度，在中国政府对货币流动性严防死守，并承诺人民币不升值的背景下，大量热钱的饕餮进入显然与政府的紧缩政策形成强烈的对冲。到底热钱会不会成为压死中国经济这匹大骆驼的最后一根稻草，现在，仍然尚且难下定论。但是，可以肯定的是，热钱的进入将会对中国的资产市场形成很大的冲击。也可以说热钱仍然是个不定时的重磅炸弹，现在，这些大批量的热钱还都安静地待在账户上，这些蠢蠢欲动的热钱还需要一个饕餮而食的故事，以使它们能够制造泡沫并从中攫取到高额利润。

一、揭开热钱的神秘面纱

热钱如过江之鲫，巨量快进快出。实际上，热钱这几年大量流入中国已是不争的事实，对于热钱的快进快出，人们更多用“神秘、隐形”来形容其隐匿的存在方式。随着热钱因为数额巨大，其面纱似乎再也隐不住了。



（一）热钱定义的口舌之争

国内外学者专家关于热钱的争论已有 180 多年的历史，至今尚未对其达成一致界定。《美国传统词典》（第四版，2000）中对热钱的定义是：“热钱是其持有者迅速地从一种投资形式转换为另一种投资形式，以取得国际汇率变化的好处，或获得投资的短期高收益为目的的货币。”我们认为，热钱是“Hot Money”的直译，又称“游资”。资金持有者出于对货币预期贬值（或升值）的投资心理，或者受国际或地区间利率差收益明显高于外汇风险的刺激，在国际或地区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热钱。简单地说，热钱就是根据其预期收益而流动的投机性短期资本。是在国内外金融市场上对各种经济金融信息极为敏感的、以高收益为目的但同时承担高风险的、具有高度流动性的短期投机资金。

境外热钱，具体是指来自国外和港澳台地区的资金，主要采取短期投机的方式快速进出我国境内以逐利。对境外热钱的理解我们要把握以下几点：第一，境外热钱来自境外。它不同于国际热钱，在范围上它包含更广，不但来源于国外，也来源于港澳台地区，并且包括从境内流出，又通过种种渠道重新流入的短期投机资金。第二，境外热钱属于国际资本流动的范畴。从国际资本流动的时间来考察，国际资本流动可分为短期资本流动和长期资本流动。其中短期资本中的投机性资本就是指境外热钱。第三，热钱是以逐利为目的。不管热钱进入的途径是什么，热钱的量有多少，其最终目的都是逐利。第四，境外热钱来源于境外，迟早必然连本带利流出境外。至于什么时候流入主要取决于吸引热钱逐利的条件是否还存在等因素。

对于热钱的定义，我国官方同国际一样，也未给出具体的定义。2010 年 3 月 9 日，中国人民银行（以下简称央行）副行长、国家外汇管理局局长易纲在接受媒体集体采访时表示“关于热钱的定义有很多

争论”。他认为，在一个资本完全开放的国家，以短期投机为目的而流入、流出的资金可称为热钱，而中国资本项目之下尚且没有完全实现可兑换，还没有完全开放。因此，在中国的热钱在很多情况下往往是披着合法的外衣——通过 FDI、经常项目、个人渠道等流通进入。



媒体观点

热钱一般被定义为流动性很强的短期国际资本。大部分热钱是自发的、分散的资金，这一部分热钱的流入大体上是纯商业行为。另外一部分热钱则为金融机构与个人的较大规模的资金。这些热钱会利用金融体系中的一些漏洞或弱点，主动发起进攻来攫取巨额利润。市场上实际很难严格区分投资与投机，对热钱的界定也是十分困难的。因此要完全掌握热钱的各种进出渠道、了解精确的规模几乎是不可能的。事实上，把热钱仅仅定义为通过非正常渠道进来的投机的钱，也是不准确的。通过低报进口、高报出口，延迟付款、编制假合同等，也可以使得大量的资金从正常的贸易与投资渠道进入国内。另外，很多合法的直接投资、居民汇款、转移支付等也可能成为热钱进出的渠道。总体来说，即便是正常的投资资金，一旦出现危机的征兆，也有可能发生落荒而逃的情况，那就由正常的投资资金变为投机资金了。

资料来源：汤敏：谨防美元升值时热钱大量撤出中国，第一财经日报，2008-05-28。

无论热钱以何种角度定义，其快进快出对我国经济的影响都是很大的。正确认识热钱的林林总总是当下需要完成的课题。

（二）把脉热钱张力

作为影响中国经济的不可不提的关键词之一，规模庞大的热钱给我国外汇管理工作带来很大的挑战。自 2009 年 12 月美元币值反弹之后又重新开始走软，新一轮的资本套利交易开始再度活跃。那么，热



钱的张力到底有多大？

1. 热钱的特点

概括起来讲，热钱具有七个特点，即投机性、高收益性、高灵敏性、高流动性、短期性、高风险性和高破坏性。当本国汇率预期改善、利率高于国外时，热钱就会流入套利，这就是热钱投机性和高收益性。一旦这两个条件发生反方向变化时，热钱就会迅速撤出，这就表明热钱具有高灵敏性、高流动性和短期性特征。如果热钱的量很大，还会引起金融市场的动荡，说明了热钱具有的高风险性或者高破坏性。这几个特点是相互联系的，体现于热钱从进入到撤离的整个过程中。正是由于热钱的上述特点，20世纪90年代末国际“金融大鳄”索罗斯（George Soros）投入大量资金一手制造了亚洲金融危机，在短短半年间掀翻了整个东南亚国家的金融体系。所以热钱也被形象地称作“过江龙”、“金融鳄鱼”。



案例纪实

对于金融危机的产生热钱难辞其咎。1994年底，墨西哥金融危机爆发，外资抽逃使得墨西哥外汇储备在2天内减少40亿美元，汇率在3天内暴跌42.17%，股市在2个月内暴跌47.94%。1997年，热钱冲击波又从泰国开始引爆，在此过程中，泰国经济遭到沉重打击，后果就是56家银行被挤垮，泰铢贬值60%，股市狂泻70%。金融危机随即席卷东南亚，菲律宾、马来西亚、中国香港、韩国、印度尼西亚和日本都受到冲击。

时隔11年，热钱又成为越南金融危机的始作俑者，使越南金融体系遭遇了灭顶之灾：首先是股票市场暴跌，从2007年10月到2008年6月，在短短9个月的时间内，胡志明指数从1106点下跌到396点。其次是汇市走低，越南盾兑美元大幅贬值。最后是房地产市场跳

水，与2007年底相比，胡志明市某些地区的房价已经下跌了约50%。实际上，越南金融危机不是一个偶然事件，它具有金融危机的共同性根源：本币的连续大幅升值吸引大量热钱投机，股票市场、房地产市场等资产价格迅速上升，经济泡沫在大幅膨胀后破灭，石油、原材料、粮食价格暴涨推高通货膨胀率，最后外资撤退引发本币贬值或者金融体系崩溃。

资料来源：魏光强. 热钱流入我国的渠道与监管对策. 金融之窗[J], 2010, (1).

2. 双面热钱对我国的双面影响

凡事都是一把双刃剑，有正有反，亦正亦邪。热钱也是如此，尽管现在社会舆论一边倒，都是对于热钱大举进退危害一国经济的言论。但一种事物存在总是会有它存在的道理，热钱尤其极具危害性的一面，当然也有其对我国经济有利的一面。正确地区分热钱的正、负面影响，是认识热钱，监管热钱的重要一步。

(1) 热钱对我国的正面影响。

热钱的各种特性决定其喜欢、善于在尚未成熟和存在漏洞的市场中运作，倘若一个国家市场机制完善、货币政策合理、金融管理科学，那么热钱的进出将不会对该国造成大的影响。所以，从这个角度来讲，热钱仍旧是一种竞争，其善于在资本竞争力相对较弱和金融管理制度不健全的国家进行博弈，因此，也促使这些国家的政府不断完善各项机制，以应对巨额热钱的进出对本国的影响。

①国际金融市场有效运作的基础之一。

由于热钱具有高灵敏性和高流动性，因此其快速流动在很大程度上增加了国际金融市场的流动速度，提高了整个市场的运行效率。在现代通信及交易工具不断发展的前提下，热钱能够迅速地从一处流向另一处，从一国流向另一国，能够比较大地满足短期金融市场的资金