

中国“热钱”之谜

周 宇

内容摘要：中国是否存在大量的热钱流入？这是当今中国的一个热点问题。在这一问题上，一方面，媒体和学术界流传着各种版本的巨额热钱估算值，另一方面，金融监管部门却反复强调流入中国的热钱规模非常有限。在以上两种观点中，哪一种观点更符合中国的现实呢？本文认为答案取决于我们对热钱给出怎样的定义。如果把热钱定义为追逐利差的短期资本移动，那么，热钱有可能达到了非常大的规模，反之，如果将热钱定义为由外国机构投资者控制的短期资本流入，那么，实际上流入中国的热钱可能非常有限。

关键词：热钱 资本移动 资本外逃

中国是否存在巨额的热钱流入？这是一个人们普遍关注的经济问题。就热钱规模而言，国内学术界流行着多种计算方法，由这些方法推算的热钱规模之间存在着巨大的差异。保守的推测有几十亿美元和几百亿美元，一般的推测有几千亿美元，大胆的推测超过 1.7 亿万美元。这些多样化的数据给热钱披上了神秘的色彩。

基于以上现状，本文主要对三种具有代表性的热钱估计方法展开分析¹。本论文试图通过这一分析，揭示当前热钱研究存在的一些主要问题和探讨克服这些问题的方法。

一、误差与遗漏项目估计法

这一估计法把国际收支表中的误差与遗漏项目作为估算热钱规模的主要依据。该方法继承和延续了早期资本外逃规模的计算方法。在我国国际收支表中，误差与遗漏项目等于外汇储备与双顺差的差额。通常，如果外汇储备的增加额大于双顺差意味着误差与遗漏项目下出现了热钱流入，反之则出现了热钱流出。我们假设以这一方法计算的热钱为 HM_1 ，外汇储备、经常收支顺差和资本收支顺差分别为FR、CA和KA，于是以下（1）式成立：

$$HM_1=FR-CA-KA \quad (1)$$

从图 1 中，我们可以看到，到 2001 年为止，我国国际收支误差与遗漏项目一直维持了负值，受这一因素的影响，在当时的背景下，一些学者将误差与遗漏项目视为资本外逃的主要渠道。2002 年以后，人民币汇率的市场压力开始从贬值压力转化为升值压力，与这一变化相对应，误差与遗漏项目转化为正值，在这一

¹有关这一分类参考以下文献：唐旭、梁猛（2007），张明、徐以升（2008），马骏（2008），王东杰等（2006）

背景下，误差与遗漏项目又成为了判断热钱流入的主要依据。

但是，如图 1 所示，2005 年和 2006 年，尽管人民币面临的升值压力没有发生变化，但是误差与遗漏项目下却出现了负值，如果按“误差与遗漏项目估计法”进行推算，这一变化意味着误差与遗漏项目下出现了大量热钱流出，这一结论显然与事实不符。因此，2005 年以后，很少再有学者利用误差与遗漏项目推算热钱流入和流出的规模。

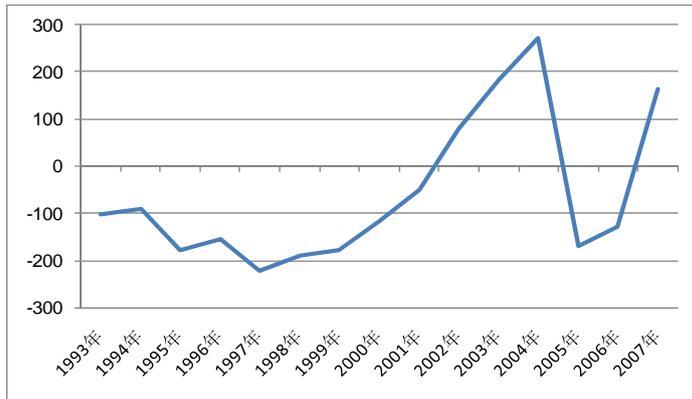


图 1 中国国际收支中的误差与遗漏(亿美元)

资料来源:根据外汇管理局数据库资料编制。

二、三要素估计法

三要素估计法是用外汇储备增加额与贸易收支顺差和直接投资差额计算热钱的方法。假设以该方法计算的热钱规模为 HM_2 ，贸易收支顺差为 TB ，非居民对内直接投资为 FDI ，那么可以得出以下(2)式：

$$HM_2 = FR - TB - FDI \quad (2)$$

在此，我们有必要进一步考察 HM_2 的构成。假设国际收支表中的非贸易收支为 NTB ，非居民对内证券投资和其他投资分别为 FPI 和 FOI ，居民对外直接投资、证券投资和其他投资分别为 DDI 、 DPI 和 DOI ，误差与遗漏项目为 NEO ，那么以下(3)式成立，结合以上的(2)式，可以整理出(4)式。

$$FR = (TB + NTB) + (FDI + FPI + FOI) - (DDI + DPI + DOI) + NEO \quad (3)$$

$$HM_2 = NTB + (FPI + FOI) - (DDI + DPI + DOI) + NEO \quad (4)$$

本文把等式(4)右边的项目简称为“余额项”，其内容为由三要素估算法所定义的热钱构成。从“余额项”中，我们可以发现三要素估计法的以下问题：首先，如果把热钱定义为非法资本移动，那么除 NEO 以外，其它项目都不属于热钱；其次，如果把热钱定义为由境外机构投资者控制的国际游资，那么充其量只有 $(FPI + FOI)$ 属于热钱；另外，我国居民对外投资 $(DDI + DPI + DOI)$ 的减少也会引起余额项的增加，但是依据传统理论，这部分资金显然不属于热钱。

表 1 中的（一）是根据三要素估算法计算的热钱规模。外汇管理局提供的数据显示，2006 年出现了 400 亿美元的热钱流出，2007 年出现了 158 亿美元的热钱流入，而商务部的数据显示 2006 年、2007 年和 2008 年上半年的热钱流入分别为 1 亿美元、1169 亿美元和 990 亿美元。单就不同统计口径造成的差异来看，2006 年和 2007 年就高达 401 亿美元和 1011 亿美元。

一般来说，外汇管理局的数据主要反映资金的移动情况，而商务部的数据主要反映实体经济交易。外汇管理局的数据直接记录了外汇市场的交易情况，在这一意义上，该数据可以更真实地反映资金移动对汇率变化的影响。基于以上判断，下文中的“余额项”分析只使用外汇管理局的数据。

就余额项的内容来看，2006 年和 2007 年，非贸易收支顺差使外汇储备分别增加了 410 亿美元和 644 亿美元，不包含直接投资的非居民对内投资使外汇储备分别增加了 880 亿美元和 1028 亿美元，居民对外投资使外汇储备分别减少了 1600 亿美元和 1708 亿美元。以上增减相互抵消后，2006 年和 2007 年，余额项对外汇储备的贡献分别为-400 亿美元和 158 亿美元。换句话说，2006 年出现了 400 亿美元的热钱流出，而 2007 年出现了 158 亿的热钱流入。2006 年是人民币面临巨大升值压力的一年，也是房产和股市出现泡沫的一年，在这种背景下，出现热钱流出的说法显然不符合我国的实际情况。由此可见，三要素热钱估算法存在明显的缺陷。

表 1 基于三要素估计法的热钱规模推测（亿美元）

项目(数据来源)		2006 年	2007 年	2008/6	
（一）三要素估计值	1. 外汇储备（外汇管理局）	2470	4617	2806	
	2. 贸易收支（外汇管理局）	2089	3075		
	3. 对内直接投资（外汇管理局）	781	1384		
	4. 1-2-3	-400	158		
	(2) 贸易收支（商务部）	1775	2622	1292	
	(3) 对内直接投资（商务部）	694	826	524	
	5. 1-(2)-(3)	1	1169	990	
6. 4-5	-401	-1011			
（二）余额项	7. 非贸易收支	收益	118	257	
		经常转移	292	387	
		合计	410	644	
	8. 对内投资	证券投资	429	210	
		其它投资	451	818	
		合计	880	1028	
	9. 对外投资	直接投资	-178	-170	
		证券投资	-1104	-23	
		其它投资	-318	-1515	
			-1600	-1708	
	10. 资本转移	40	31		
11. 错误和遗漏	-129	164			
余额合计	-400	158			

资料来源：外汇管理局数据库；商务部数据库。

基于以上事实,在我国基本上不存在所谓“无法在国际收支表中确定身份”的热钱流入。一些人之所以怀疑存在这种热钱流入,与不同数据公布的时间差有着密切的联系。在我国,通常可以在人民银行获得外汇储备的月度数据,在商务部获得贸易收支和对内直接投资的月度数据,但是外汇管理局公布的国际收支只有半年和一年数据,而且这一数据的公布时间远远滞后于实际发生的时间。受这一因素的影响,当月度外汇储备增加额明显大于贸易收支顺差和对内直接投资时,由于人们无法及时获得有关国际收支的完整资料,因此,市场上很容易出现有关巨额热钱流入的各种猜测。

另外,三要素估计法在一定程度上继承了世界银行资本外逃间接测算法的思路。世界银行测算法使用了经常收支,而三要素估计法使用了贸易收支。出现这一差异是因为我国只有贸易收支的月度数据,因此一些研究用贸易收支取代了经常收支。然而,从表1中我们可以看到,仅这一项就忽略了500亿美元左右非贸易收支项目下的资金流入。此外,世界银行测算法主要针对20世纪80年代的拉美国家。在当时的情况下,这些国家不存在合法的对外投资,因此世界银行省略了这些项目。与这一状况不同的是,当前,我国合法的对外投资已经超过1500亿美元的规模,三要素估计法显然忽视了这部分资本移动对外汇储备的影响。

三、全要素估计法

全要素估计法的提倡者认为,热钱流入并不局限于外汇储备与贸易收支顺差和直接投资的差额,即使在贸易收支顺差和对内直接投资中,同样也存在大量的热钱流入。另外全要素估计法的倡导者还认为,在国际收支项目外也存在大量的热钱流入,其主要途径是地下钱庄。

设由全要素估计法计算的热钱规模为 HM_3 ,贸易收支和直接投资中隐藏的热钱流入分别为 TBH , FDH ,通过地下钱庄发生的净热钱流入为 IM ,那么,全要素估计法的热钱规模可以用以下(5)式表示:

$$HM_3 = HM_2 + TBH + FDH + IM \quad (5)$$

全要素热钱估计法的优点是:这一方法几乎覆盖了所有可能存在的热钱渠道,因而,具有全面性和系统性的特点²。然而,全要素估算法存在以下两个致命弱点:

第一,该估算方法无法提供客观的数据,因而其估算值具有明显的随意性和主观性。其实,长期以来,学术界普遍认为贸易收支顺差和对内直接投资内存在一定的热钱流入,但是,有关估算方法的研究之所以没有涉及这部分内容,是因为人们很难找到具有客观性的数据资料。

全要素热钱估计法通常将2005年以后我国贸易收支顺差的加速增加作为判断热钱流入的依据。这一推论显然缺乏说服力。2005年以后,我国的贸易顺差确实出现了大幅度增加。但是,表2的数据可以给我们提供另一种不同的解释。从表2中我们可以看到,2002年以后,我国纺织服装贸易顺差出现了大幅度的增长,但是这一增长几乎没有反映到总的贸易收支顺差中。2005年以后,这一反

²与全要素估计法相关的观点可参考张明、徐以升(2008),马骏(2008)。

常现象才得到纠正。这一事实表明：2005 年以后，我国贸易顺差的突增在很大程度上起因于统计方法和出口渠道的变化，而并非属于热钱流入。

表 2 中国贸易收支顺差的变化（顺差：亿美元，比重：%）

	2000 年	2001 年	2002 年	2003 年	2004 年	2005 年	2006 年	2007 年
中国贸易收支顺差	241.15	225.42	303.5	255.3	319.8	1018.8	1774.7	2622
纺织服装贸易收支顺差	381.93	395.6	474.07	648.98	805.81	1004.36	1259	1568.79
纺织服装品顺差的比重	158	175	156	254	252	99	70.9	59.83

资料来源：《中国纺织工业报告》，各年版；商务部数据库。

第二，国内外贸易收支统计数据的差异不支持全要素估计法的结论。从总体上来看，发达国家数据所显示的我国贸易收支顺差要大于我国的统计数据。尽管国内外统计方法有所不同，但是即使排除统计方法所形成的差异，发达国家的数据仍然大于国内数据³。这一事实意味着我国贸易收支顺差不存在明显的“水分”，因此该顺差不大可能隐藏巨额的热钱流入。

四、几点建议

通过以上分析，我们可以看到有关热钱的研究存在着一些值得注意的问题。针对这些问题，本文提出以下几点建议：

第一，应该将热钱的概念限定于国际游资。通常热钱可以被定义为非法资本移动，短期资本移动和国际游资。由于定义不同，由此推算的热钱规模呈现出巨大的差异。基于以上事实，我们有必要界定热钱的概念。首先，“非法资本移动”的提法主要存在于资本管制的环境下，一旦资本可以自由流动，这一概念会逐步退出历史的舞台。其次，金融衍生产品的发展已经使长短期资本的划分失去了意义，正因为如此，IMF 早已取消了长短期资本的划分方法。与以上两个概念相比，国际游资的概念更符合热钱的内涵。

第二，应该明确界定热钱的投资主体。国际游资的主体应该是境外对冲资金、私募基金、投资基金和货币基金等大型机构投资者。

界定热钱投资主体有助于我们区别热钱与跨境资金流动的差异。我国已经成为全球最大的资本净输出国和第二大对外债权大国⁴。在这一背景下，我国金融机构、企业和个人持有大量的对外资产。当汇率和国内外资产价格发生变化时，为了回避风险和提高收益水平，资产持有者会在不同币种和不同金融市场之间调整资产的头寸。由以上因素引起的资本移动应该属于跨境资金流动而不属于国际游资。如果排除这部分内容，那么进入我国的热钱规模实际上要远远小于近年来出现的各种预测值。

第三，严格地说，热钱是一个内涵模糊的媒体概念，而不是一个规范的经济学术语，因而，从学术研究的角度来看，应该谨慎地使用这一用语。就发达国家的情况而言，与热钱相比，学术界更倾向于使用资本移动的概念。这是因为在完全开放的金融环境下，人们很难区别资本移动与热钱的差异。这一事实表明，随着我国金融开放程度的提高，热钱这一概念会逐步淡出人们的视野。

³ 这一观点参考石庆焱、吕洁（2007）。

⁴ 周宇（2007）。

参考文献

1. 张明、徐以升（2008）：“全口径测算中国当前的热钱规模”，中国社会科学院世界经济与政治研究所，RCIF Working Paper No. 0814.
2. 马骏（2008）：“德意志银行：热钱流入速度加快 建议从严管制”，《上海证券报》，5月28日。
3. 唐旭、梁猛（2007）：“中国贸易顺差中是否有热钱，有多少？”，《金融研究》，第九期。
4. 王东杰、高峰、崔文迁（2006）：“国际游资问题研究”，《中共中央党校学报》，第6期。
5. 周宇（2007）：《人民币汇率机制》，上海社会科学院出版社，9月。
6. 石庆焱、吕洁（2007）：“中美贸易统计误差原因分析研讨会综述”，《统计研究》第一期。

上海社会科学院世界经济研究所
国际金融货币研究中心主任、研究员
周宇

本论文收录于《变化中的国际环境》（上海市社会科学界联合会编，上海人民出版社，2008年）